

Báo cáo Chiến lược đầu tư 6 tháng cuối năm 2026

Tăng trưởng duy trì khả quan nhờ đầu tư, dù áp lực lạm phát từ giá năng lượng gia tăng

Tháng 5/2026

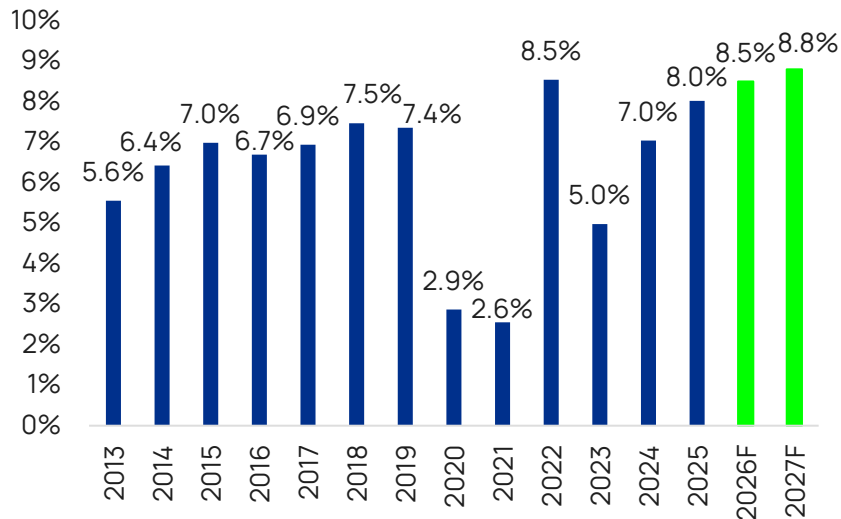
Mục lục

	Trang
<u>Triển vọng Vĩ mô</u>	3
<u>Triển vọng Thị trường</u>	64
<u>Phụ lục</u>	82
Các ngành	
<u>Ngân hàng</u>	90
<u>Nhóm ngành Tài chính khác</u>	132
<u>Tiêu dùng</u>	163
<u>Giao thông Vận tải & Logistics</u>	207
<u>Sản xuất Công nghiệp</u>	234
<u>Vật liệu Xây dựng</u>	249
<u>Bất động sản Nhà ở</u>	272
<u>Bất động sản Khu công nghiệp</u>	296
<u>Năng lượng & Tiện ích</u>	319
<u>Khuyến cáo</u>	391

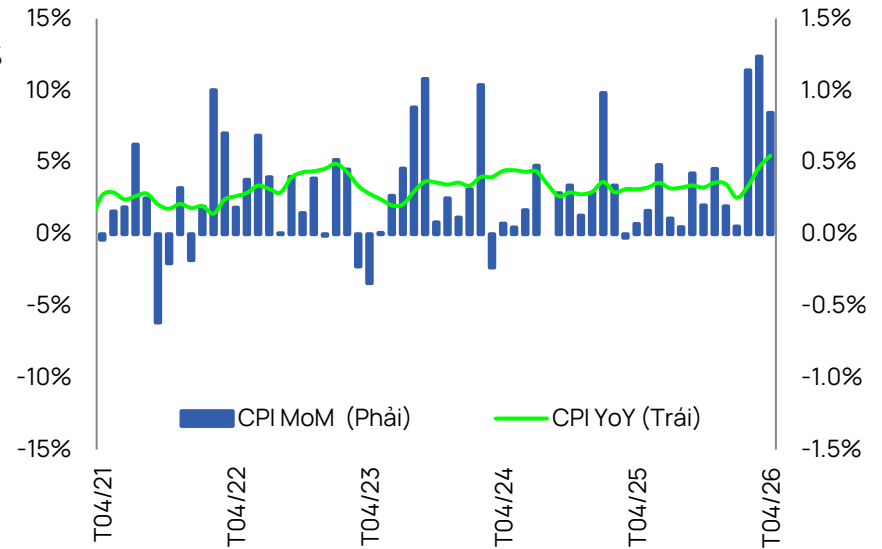
Triển vọng Vĩ mô

Tăng trưởng tiếp tục được hỗ trợ mặc dù áp lực vĩ mô toàn cầu gia tăng

Tăng trưởng GDP



Chỉ số CPI hàng tháng %



Áp lực vĩ mô toàn cầu gia tăng:

- Cú sốc giá dầu đẩy lạm phát và nhập khẩu nhiên liệu tăng cao
- Thâm hụt thương mại tăng mạnh trong 4T 2026

Chính phủ có động thái quyết liệt hơn

- Hỗ trợ tài khóa và đầu tư công tiếp tục là những yếu tố quan trọng giúp giảm thiểu tác động từ bên ngoài

Tăng trưởng trong nước duy trì ổn định

- GDP quý 1 +7,83%, mức tăng trong quý 1 cao nhất kể từ 2010
- FDI (đăng ký +32,0% / giải ngân +9,8%) và đầu tư công (+16,4%) duy trì tích cực trong 4T 2026

Chúng tôi giữ nguyên dự báo GDP 8,5% nhưng nâng dự báo CPI 2026 lên 4,5% phản ánh giá dầu cao hơn trong kịch bản cơ sở

Dự báo/kịch bản	Giá Brent trung bình 2026 (USD/thùng)	So với dự báo ban đầu của Vietcap (% thay đổi)	Dự báo CPI 2026	Dự báo GDP 2026
Dự báo ban đầu ngày 8/12	60	-	3.5%	-
Dự báo trước đây ngày 9/3	70	17%	4.3%*	8.5%
Kịch bản cơ sở mới	75	25%	4.5%	8.5%
Kịch bản tiêu cực mới	95	58%	5.0%	7.5%

(*) Dự báo trước đó chưa tính đến các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ và các hiệu ứng lan tỏa.

- Các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ có thể giúp giảm thiểu tác động của giá dầu cao hơn trong kịch bản cơ sở.

Đà tăng trưởng bền vững vẫn được duy trì

Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng GDP 2026 ở mức 8,5% và nâng dự báo CPI lên 4,5% trong kịch bản cơ sở giá Brent trung bình ở mức 75 USD/thùng (từ mức 4,3% trong kịch bản 70 USD/thùng trước đây) do:

1. Hỗ trợ tài khóa có thể giảm nhẹ tác động từ cú sốc giá dầu

- Chính phủ có thể đẩy nhanh giải ngân đầu tư công lên 20,4% trong năm 2026, phù hợp với kế hoạch 2026–2030 đã đề xuất, giúp bù đắp những áp lực từ bên ngoài.
- Chúng tôi ước tính tổng mức giảm thuế, phí xăng dầu và hỗ trợ qua Quỹ bình ổn xăng dầu đến ngày 30/6 vào khoảng 39.000 tỷ đồng.

2. Đầu tư công có thể thúc đẩy đầu tư tư nhân

- Với danh mục dự án hợp tác công-tư phong phú, việc đẩy nhanh giải ngân đầu tư công cũng có khả năng thúc đẩy đầu tư tư nhân, được hỗ trợ bởi nỗ lực quyết liệt hơn của Chính phủ trong phát triển khu vực tư nhân theo Nghị quyết 68, bao gồm các biện pháp nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn về huy động vốn và cải thiện môi trường kinh doanh.

3. Chính sách tiền tệ dự kiến tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng

- Trong bối cảnh môi trường lãi suất chịu áp lực tăng trong những tháng gần đây do điều kiện thanh khoản thắt chặt hơn, NHNN vẫn tiếp tục thúc đẩy các ngân hàng giảm lãi suất huy động và cho vay để hỗ trợ tăng trưởng.

Các dự báo vĩ mô quan trọng khác

- **Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu/nhập khẩu năm 2026 lên 17,0%/22,0% YoY (cân cân thương mại gần như cân bằng)** từ mức 12,0%/13,0%, phản ánh sự hỗ trợ tạm thời từ mức thuế quan thấp hơn của Mỹ, nhập khẩu nhiên liệu và nhập khẩu máy tính & linh kiện điện tử tăng cao.
- **Chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng 2%/năm trong giai đoạn 2026–2027.** Chỉ số DXY tăng (+0,9% so với đầu năm) và thâm hụt thương mại kỷ lục trong 4T 2026 gây áp lực lên đồng VND trong nửa đầu năm 2026. Tuy nhiên, dòng tiền ổn định từ xuất khẩu và FDI, cùng với giá vàng trong nước hạ nhiệt, có thể hỗ trợ thị trường ngoại hối trong nửa cuối năm 2026.
- **Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng giải ngân vốn FDI lên 9,0% trong 2026/2027 từ mức 7,0% trước đây,** được hỗ trợ bởi vốn FDI giải ngân tăng mạnh hơn kỳ vọng (+9,8% YoY) và vốn FDI đăng ký (+32,0% YoY) trong 4T 2026, cùng với tâm lý nhà đầu tư được cải thiện và các kế hoạch mở rộng liên tục từ các tập đoàn công nghệ và sản xuất nước ngoài lớn.

Các yếu tố có thể làm thay đổi kịch bản cơ sở của chúng tôi

Rủi ro điều chỉnh giảm dự báo:

- Cú sốc giá dầu kéo dài
- Giải ngân đầu tư công chậm hơn kỳ vọng
- Thâm hụt thương mại cao hơn kỳ vọng
- Các biện pháp thuế quan mới của Mỹ sau khi mức thuế bổ sung 10% (theo Điều 122) hết hạn vào ngày 24/7/2026
- Tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng tại Mỹ và Trung Quốc, có thể tác động tiêu cực đến xuất khẩu, sản xuất và du lịch của Việt Nam

Yếu tố hỗ trợ tăng dự báo:

- Giá dầu toàn cầu hạ nhiệt nhanh hơn kỳ vọng
- Mở rộng tài khóa mạnh hơn kỳ vọng
- Thuế quan Mỹ đối với hàng nhập khẩu từ Việt Nam thấp hơn kỳ vọng.
- Tăng trưởng toàn cầu nhanh hơn kỳ vọng, đặc biệt tại Mỹ và Trung Quốc

Áp lực vĩ mô toàn cầu gia tăng

Cú sốc giá dầu và rủi ro địa chính trị gia tăng trong 6T 2026



Giá Brent bình quân đã tăng **28,5%** so với mức bình quân năm 2025, tính đến ngày 28/5/2026.



Tháng 4 - Nay: Lệnh ngừng bắn giúp giảm khả năng gián đoạn nguồn cung dầu mỏ tức thời, dù rủi ro vẫn còn



Tháng 3 - 4: Các cuộc tấn công trả đũa khiến tình hình tiếp tục leo thang

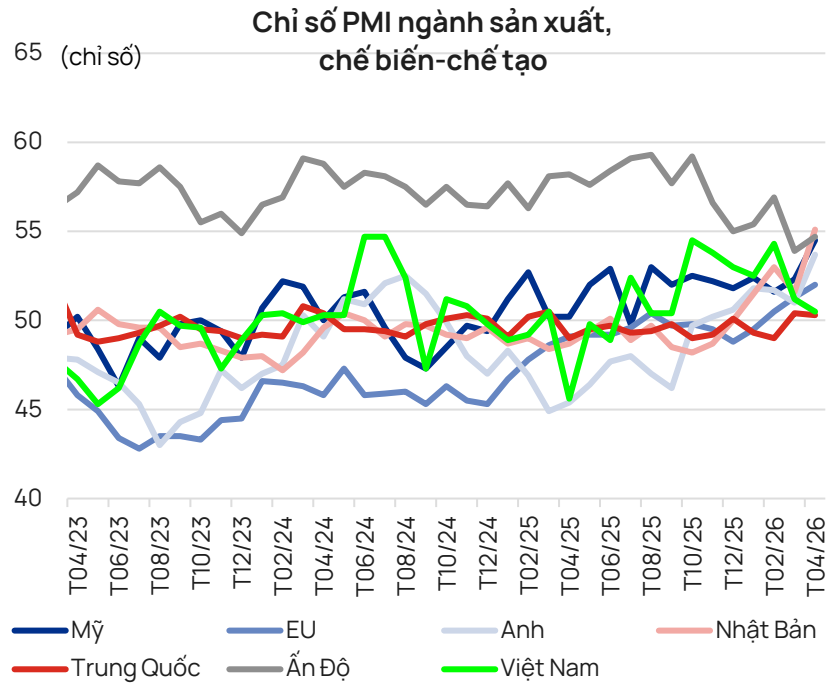
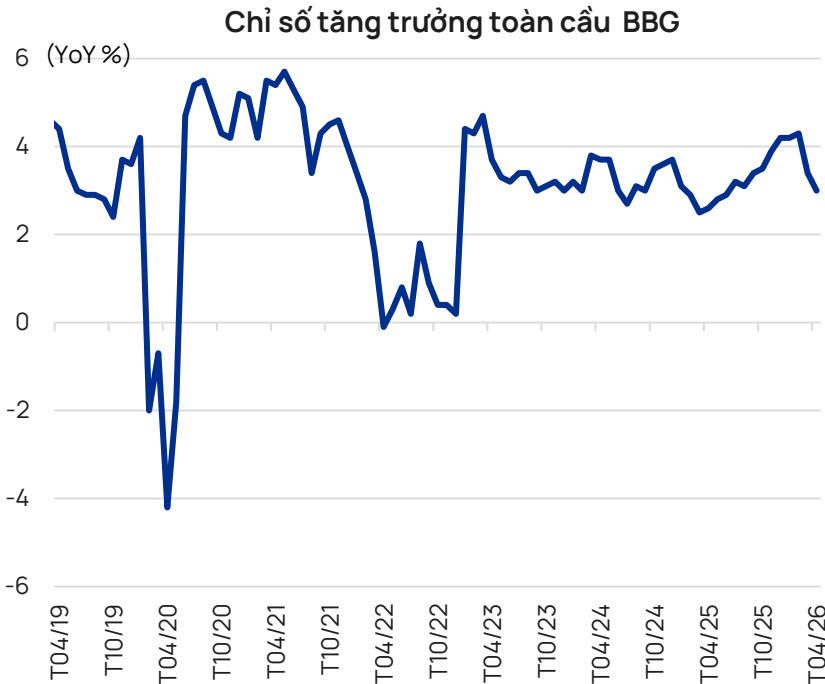


Đầu tháng 3: Gián đoạn tại eo biển Hormuz đẩy giá dầu Brent tăng mạnh



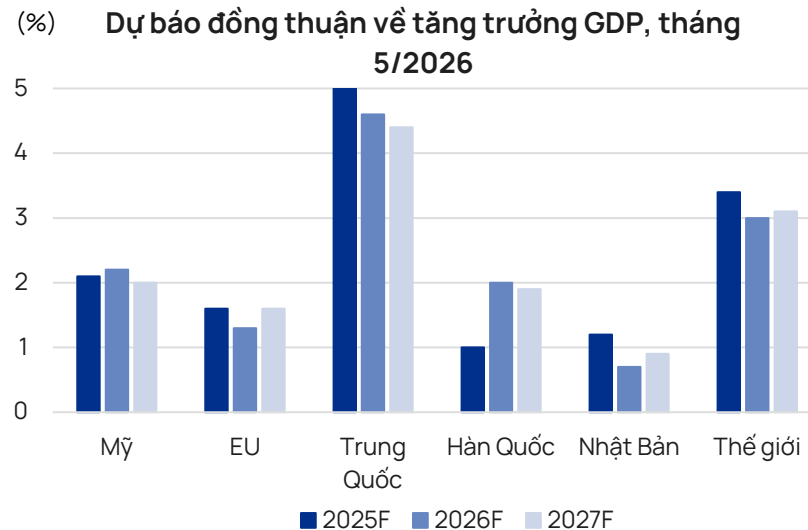
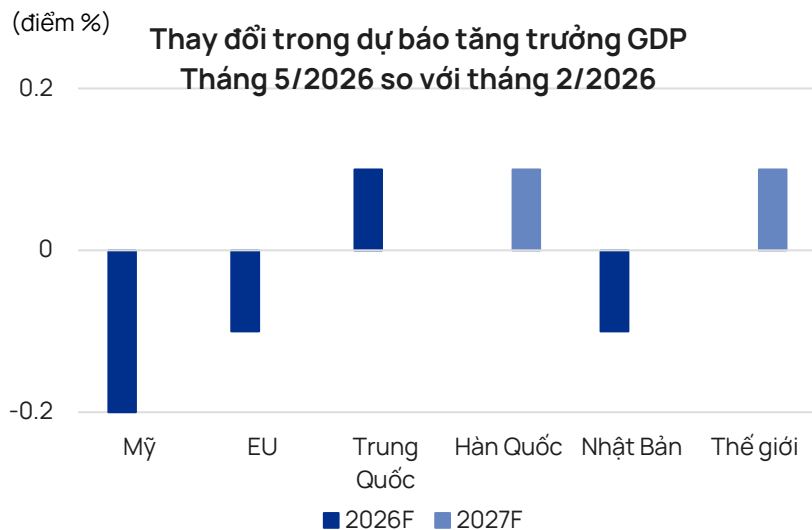
28/2: Căng thẳng Trung Đông leo thang mạnh sau các cuộc không kích của Mỹ và Israel

Tăng trưởng toàn cầu chững lại, nhưng rủi ro suy thoái vẫn thấp



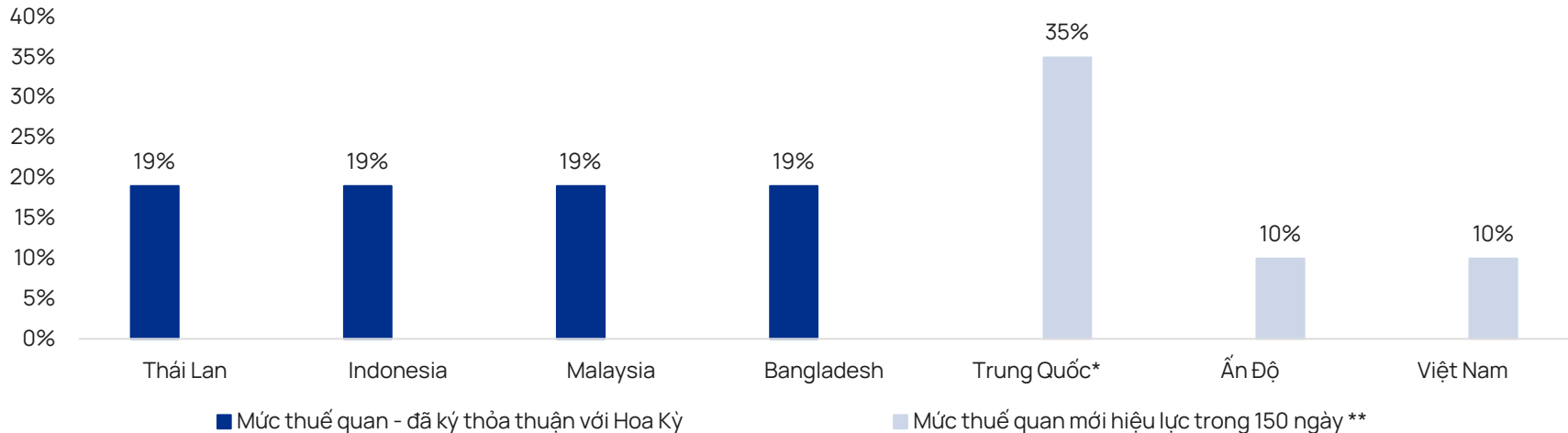
- Chỉ số tăng trưởng toàn cầu suy yếu sau khi giá dầu tăng mạnh
- Tuy nhiên, chỉ số PMI ngành sản xuất, chế biến & chế tạo tại các nền kinh tế lớn vẫn phần lớn duy trì trong vùng tăng trưởng

Dự báo đồng thuận cho thấy tăng trưởng toàn cầu chững lại, nhưng rủi ro suy thoái vẫn thấp



- Dự báo tăng trưởng Mỹ giảm nhẹ trong bối cảnh giá dầu cao hơn và bất ổn địa chính trị
- Dự báo tăng trưởng Trung Quốc nhìn chung duy trì ổn định
- Dự báo GDP toàn cầu đồng thuận cho năm 2026 nhìn chung không thay đổi nhiều
- Mỹ, EU, Trung Quốc và Nhật Bản chiếm gần 2/3 kim ngạch xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam.

Miễn thuế tạm thời hỗ trợ xuất khẩu Việt Nam, nhưng rủi ro thuế quan trong nửa cuối năm vẫn còn



Lưu ý: Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Bangladesh đã có Khung Thỏa thuận/Thỏa thuận thương mại/Thỏa thuận về thương mại đối ứng

* Mức thuế đối với Trung Quốc: 25% từ nhiệm kỳ đầu của Trump + 10% mức thuế mới trong 150 ngày

** Trump có thể nâng mức thuế mới trong 150 ngày từ 10% lên 15% trong thời gian tới

- Vào ngày 20/2, Mỹ áp dụng mức thuế quan toàn cầu 10% thay thế các mức thuế đối ứng cao hơn trước đó, qua đó giảm mức thuế bổ sung đối với nhiều mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam từ 20% xuống 10%.
- Sự thay đổi chính sách này mang lại sự hỗ trợ tạm thời cho hàng xuất khẩu Việt Nam
- Tuy nhiên, với việc thuế quan theo mục 122 sắp hết hiệu lực vào ngày 24/7/2026, sự bất ổn trong chính sách thuế quan của Mỹ có thể gia tăng trong nửa cuối năm 2026.

Mục 122 hết hiệu lực vào ngày 24/7/2026

Bất kỳ việc gia hạn mức thuế toàn cầu 10% sau ngày này đều cần được Quốc hội Mỹ phê duyệt

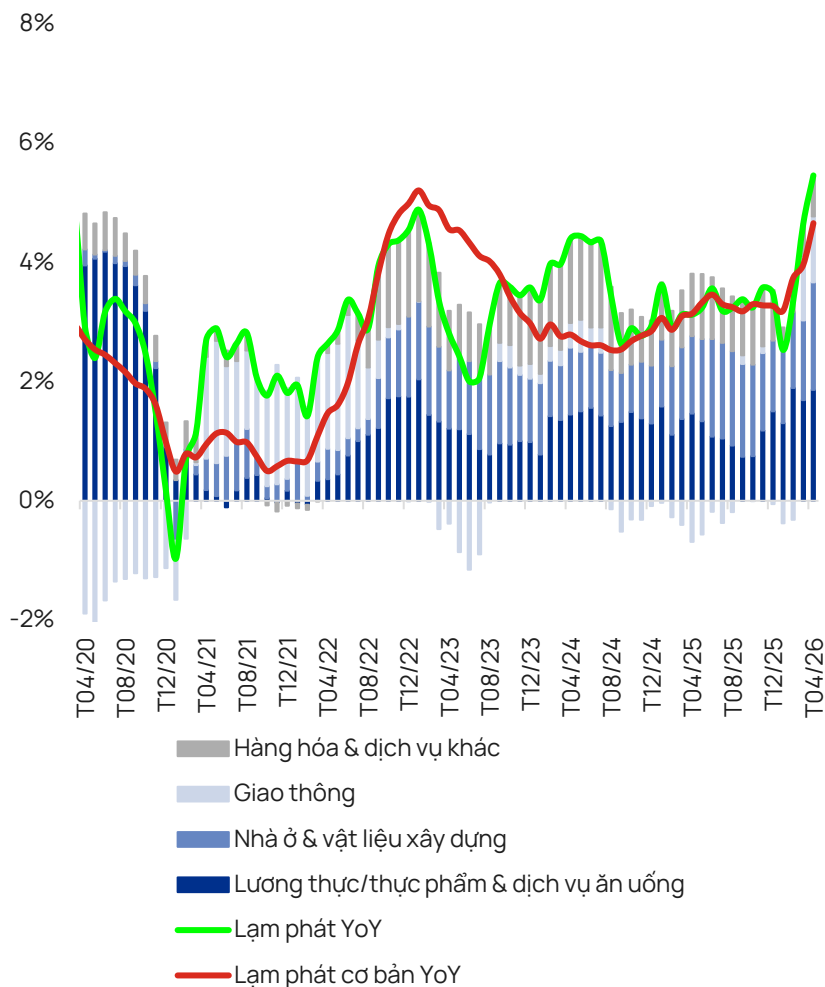
Bất ổn trong nửa cuối năm 2026?

- Quốc hội Mỹ có thể gia hạn mức thuế toàn cầu 10% sau ngày 24/7
- Tổng thống Trump có thể tái áp thuế toàn cầu thông qua các cơ chế pháp lý khác
- Điều tra theo Mục 301 có thể kích hoạt các mức thuế quan riêng biệt nhắm vào Việt Nam

Nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng tiêu cực từ các yếu tố quốc tế

Lạm phát tăng tốc trong 4T 2026, chủ yếu do giá nhiên liệu & hiệu ứng lan tỏa

Đóng góp vào CPI



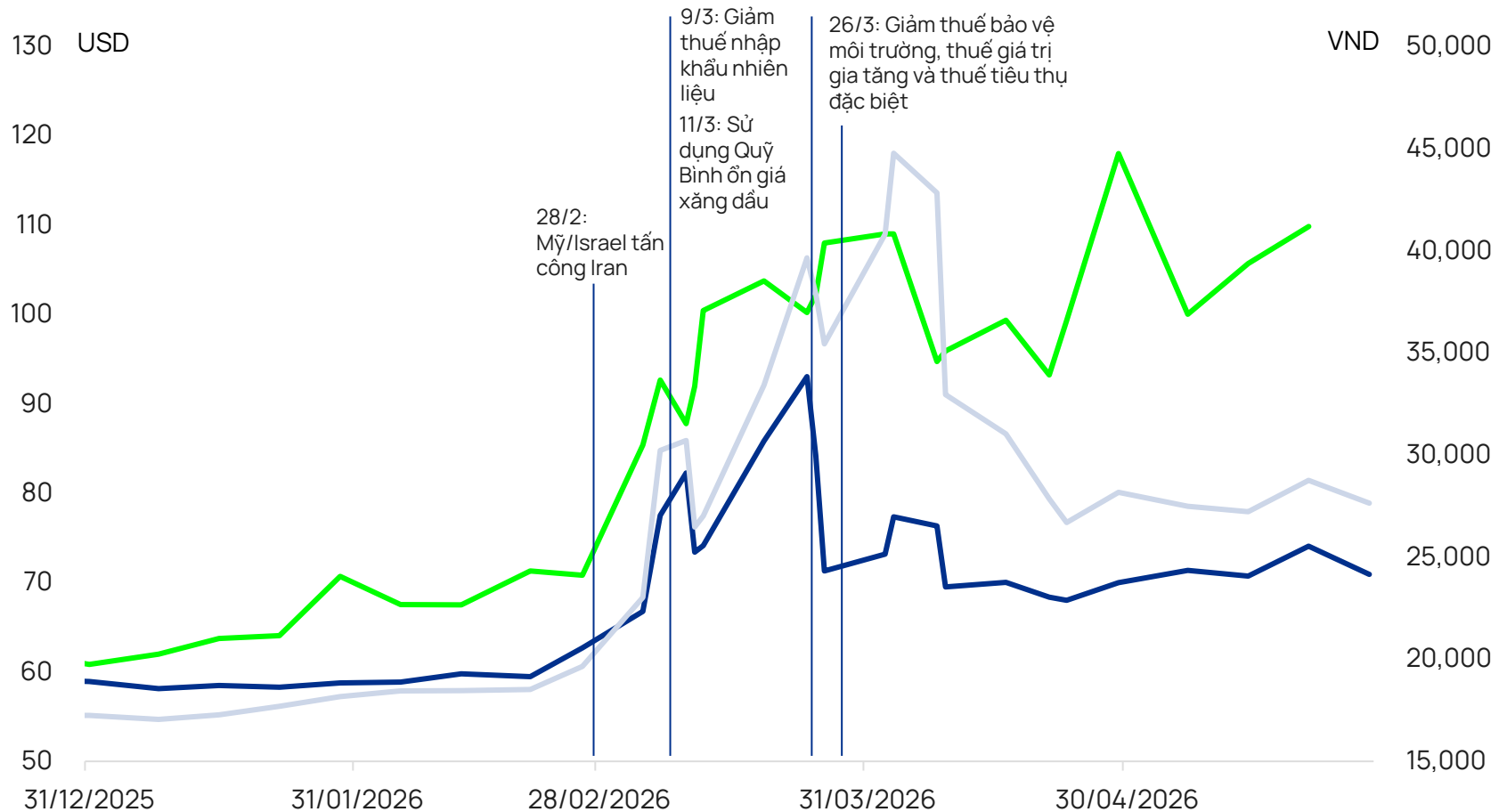
Giá nhiên liệu tăng & hiệu ứng lan tỏa

- Giá nhiên liệu tăng ngày lan tỏa sang lạm phát thực phẩm và nhà ở
- Trong 4T 2026, CPI bình quân của nhóm lương thực, thực phẩm & ăn uống ngoài gia đình tăng 4,71% YoY, đóng góp 1,69% vào tổng CPI. Nhà ở và vật liệu xây dựng xếp thứ hai (+6,25% YoY, đóng góp 1,42%), trong khi giao thông xếp thứ ba (+3,48% YoY; đóng góp 0,35%).

CPI có thể hạ nhiệt trong nửa cuối năm khi cú sốc giá nhiên liệu giảm dần

- Tác động của cú sốc giá dầu có thể chỉ mang tính ngắn hạn - Đợt tăng giá dầu chủ yếu diễn ra trong tháng 3-4 khi căng thẳng Mỹ-Iran leo thang. Nếu giá dầu ổn định quanh mức trung bình 75 USD/thùng theo kịch bản cơ sở, áp lực lạm phát nhiều khả năng sẽ hạ nhiệt trong những tháng tiếp theo.
- Chính phủ vẫn còn dư địa để giảm thiểu tác động của cú sốc giá năng lượng - Phản ứng kịp thời của Chính phủ – sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu và cắt giảm thuế với tổng giá trị khoảng 39 nghìn tỷ đồng – có thể góp phần hạn chế áp lực lạm phát.
- CPI 4,5% trong kịch bản cơ sở 75 USD/thùng, 5,0% trong kịch bản tiêu cực 95 USD/thùng

Chính phủ triển khai những chính sách hỗ trợ mạnh để giảm thiểu tác động của cú sốc giá dầu



— Brent Oil Future (LS) — RON 95-III (RS) — Diesel 0.05S-V (RS)

Các biện pháp hỗ trợ từ Chính phủ

Các biện pháp can thiệp/hỗ trợ
hiện tại
39.000 tỷ đồng

Quỹ Bình ổn giá xăng dầu
6.600 tỷ đồng

Giảm thuế và phí
32.400 tỷ đồng

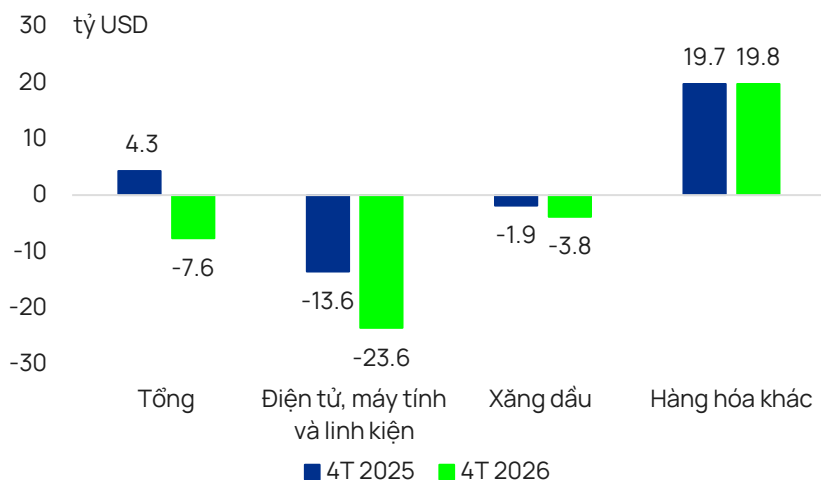
- Chúng tôi ước tính Bộ Tài chính đã giải ngân 6.600 tỷ đồng từ Quỹ trong giai đoạn từ ngày 1/3 đến 7/4.
- Số dư Quỹ đã phục hồi về mức 8.040 tỷ đồng tính đến giữa tháng 5, tạo thêm dư địa cho Bộ Công Thương để bình ổn giá nhiên liệu trong nước khi có cú sốc giá dầu mới.

- Cắt giảm thuế nhập khẩu nhiên liệu xuống 0%.
- Giảm tạm thời thuế bảo vệ môi trường, thuế GTGT và thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xăng, dầu diesel và nhiên liệu hàng không.
- Miễn giảm các loại phí và lệ phí liên quan đến vận tải.

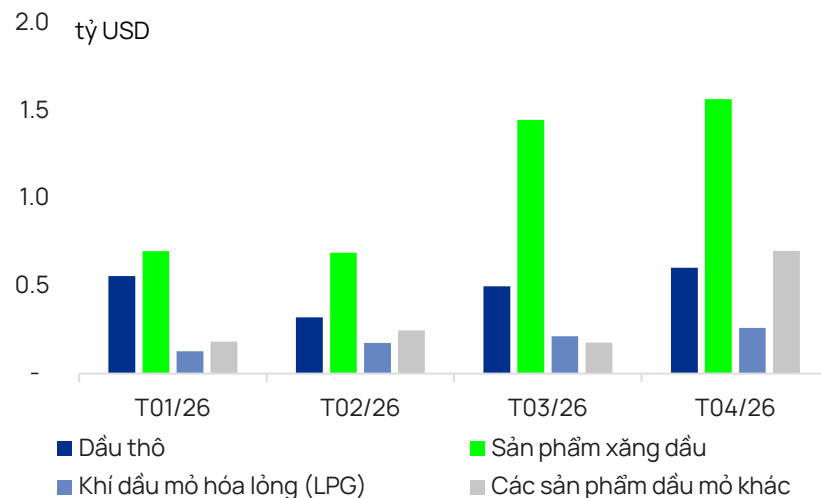
Các biện pháp can thiệp/hỗ trợ tiềm năng: Chính phủ có thể giữ ổn định hoặc điều chỉnh giảm giá các hàng hóa và dịch vụ do Nhà nước quản lý như điện, y tế, giáo dục và dịch vụ công để tránh tạo áp lực lạm phát đồng thời.

Thâm hụt thương mại do nhập khẩu điện tử và nhiên liệu; kỳ vọng thu hẹp trong nửa cuối năm khi lượng nhập khẩu điện tử trước đó hỗ trợ xuất khẩu và giá dầu dần giảm

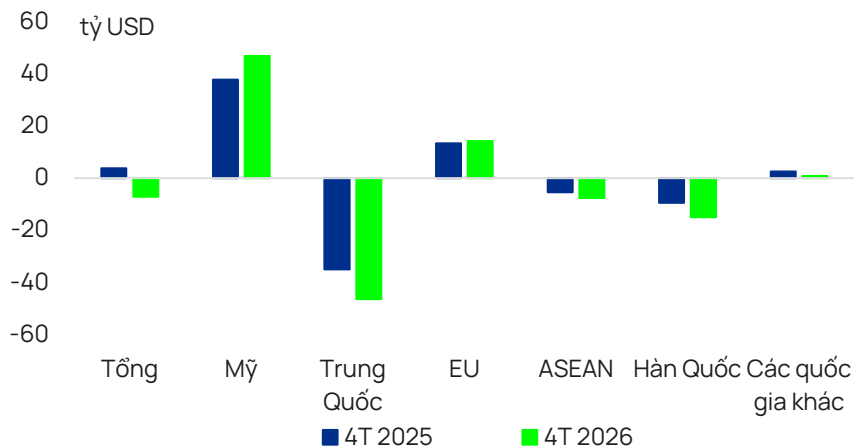
Cán cân thương mại theo một số dòng sản phẩm



Nhập khẩu nhiên liệu tăng mạnh trong 4T 2026



Cán cân thương mại theo thị trường

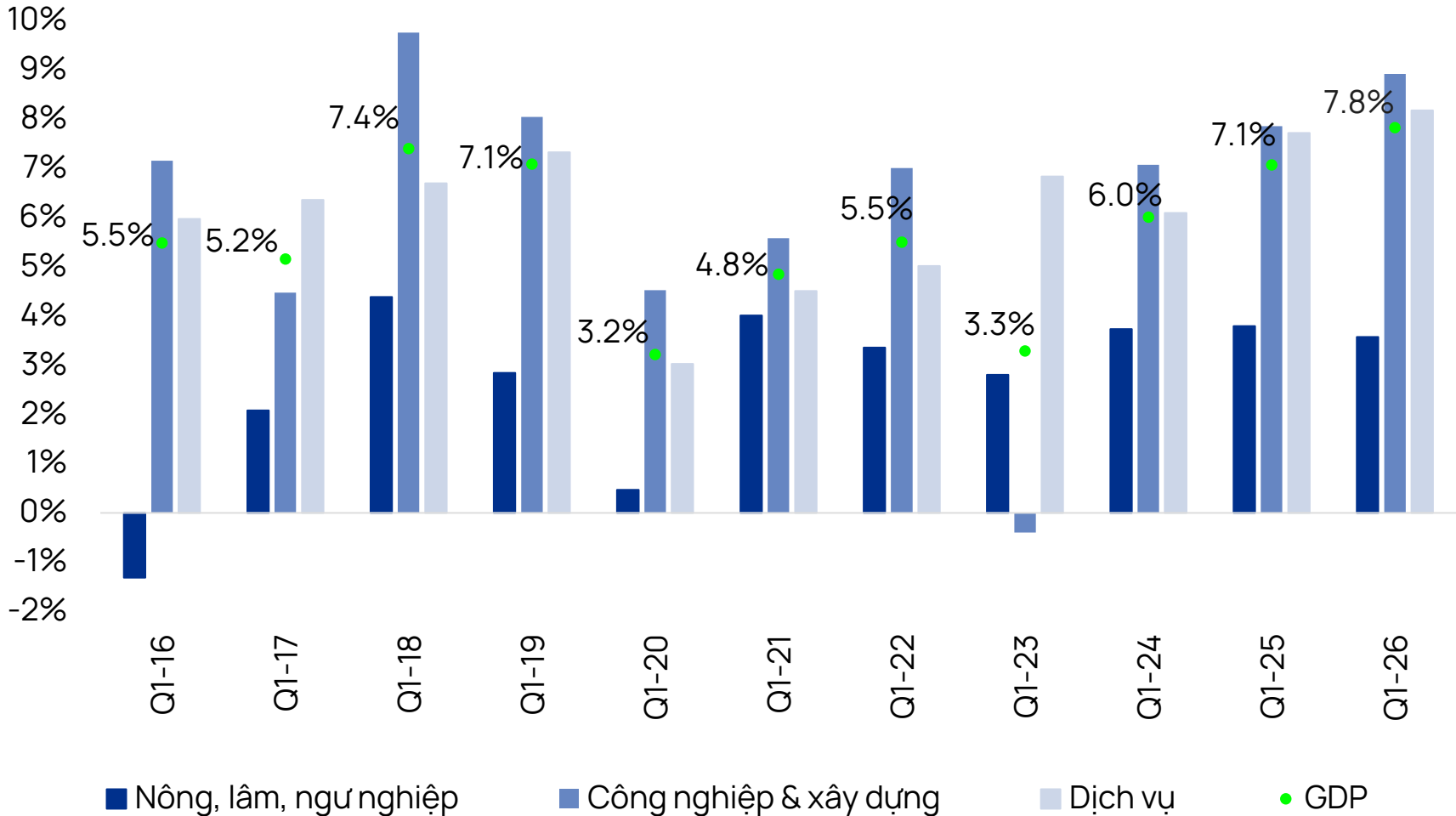


- Thâm hụt mở rộng chủ yếu do nhập khẩu mạnh máy tính và linh kiện điện tử (4T 2026: +54,8% YoY), cùng với nhập khẩu xăng dầu cao (4,3 tỷ USD trong 4T 2026, gấp 1,9 lần YoY) trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông vẫn tiếp diễn.
- Chúng tôi kỳ vọng một phần nhập khẩu máy tính & linh kiện điện tử tăng sẽ hỗ trợ xuất khẩu trong thời gian tới – kết hợp với giá dầu giảm trong nửa cuối năm theo kịch bản cơ sở – sẽ phần nào giúp hạn chế thâm hụt thương mại.

Đà tăng trưởng vẫn được duy trì

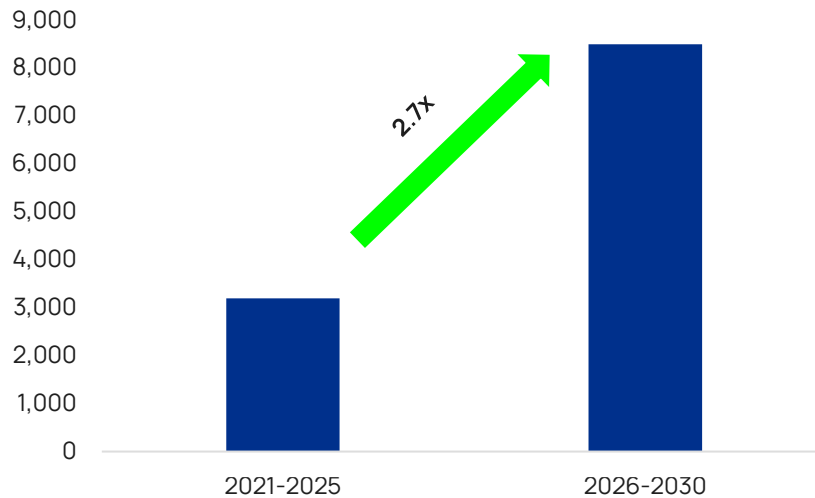
Tăng trưởng GDP quý 1 đạt mức cao nhất kể từ năm 2010

Tăng trưởng GDP theo khu vực

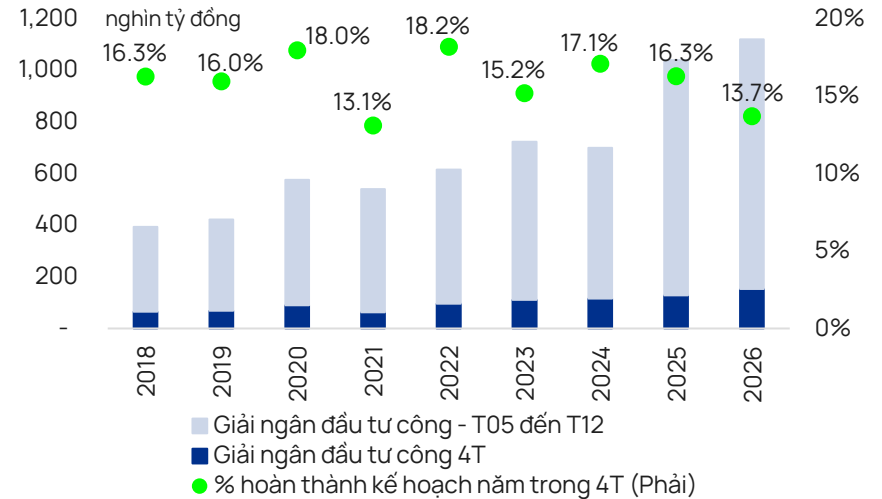


Đầu tư công vẫn là động lực tăng trưởng chính

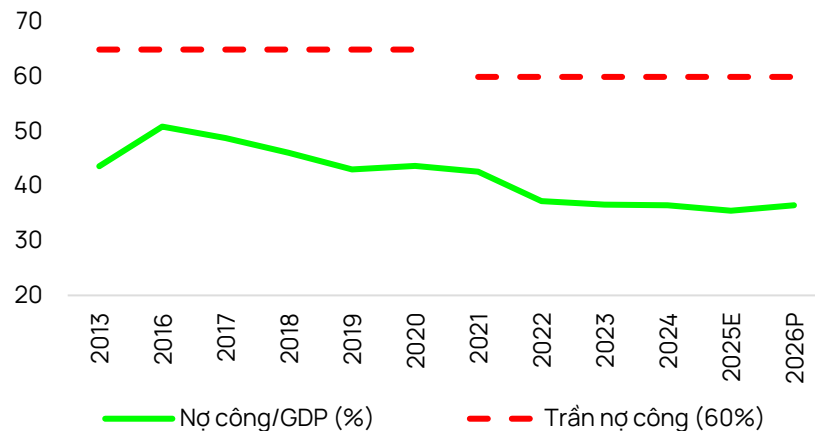
Kế hoạch đầu tư công 2026-2030 (+20,4%/năm)*



Giải ngân đầu tư công theo năm



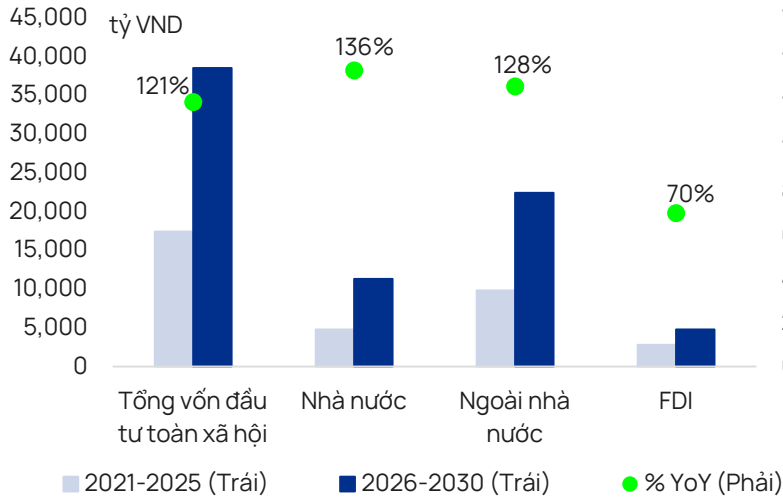
Nợ công/GDP của Việt Nam (%)



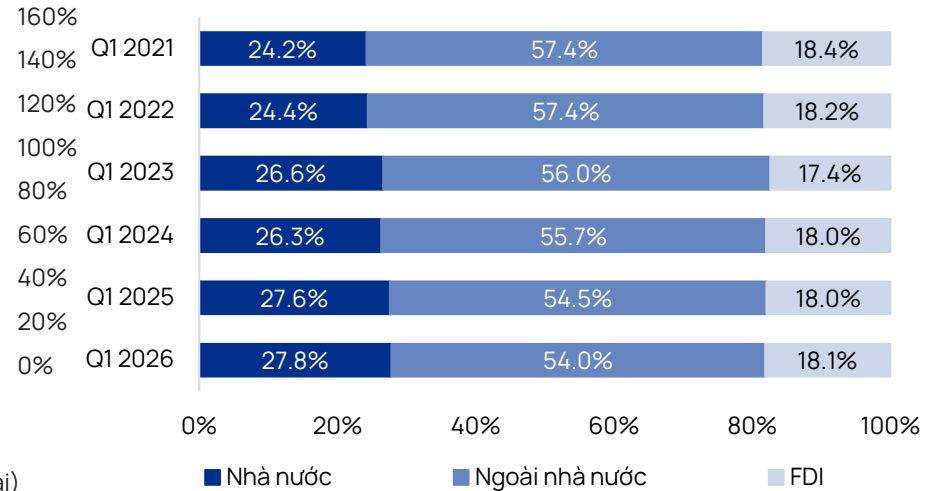
- Đầu tư công ngày càng trở thành trọng tâm trong chiến lược tăng trưởng của Việt Nam
- Kế hoạch đầu tư giai đoạn 2026-2030 là 8.500 nghìn tỷ đồng – tăng 2,4 lần so giai đoạn trước – đồng nghĩa với đà tăng tốc lớn trong chi tiêu hạ tầng.
- Nợ công thấp tạo dư địa cho mở rộng tài khóa

Đầu tư công có thể tạo động lực thúc đẩy đầu tư tư nhân

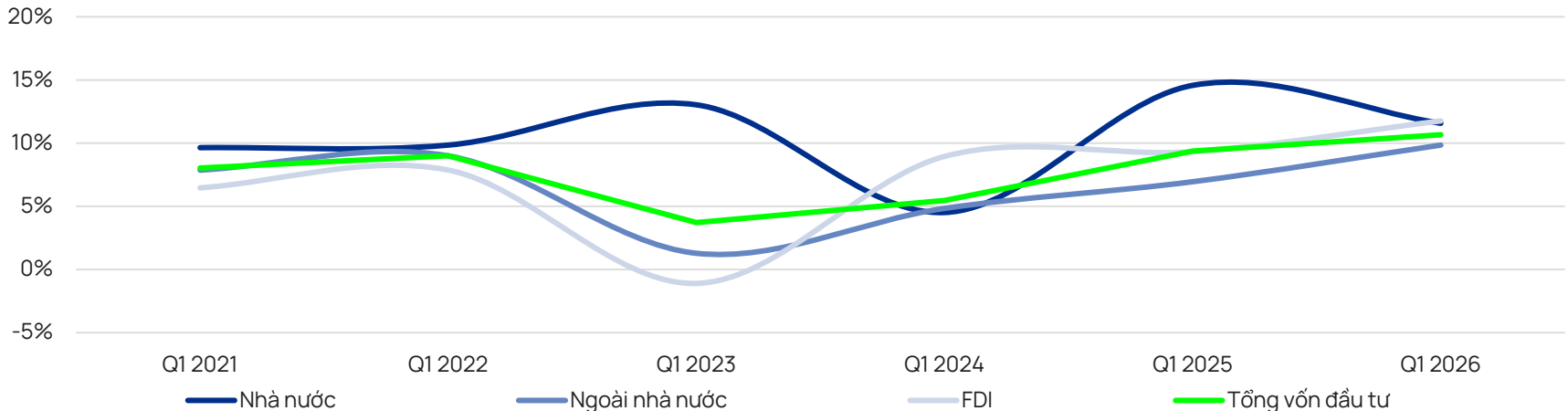
Tổng kế hoạch đầu tư giai đoạn 2026-2030



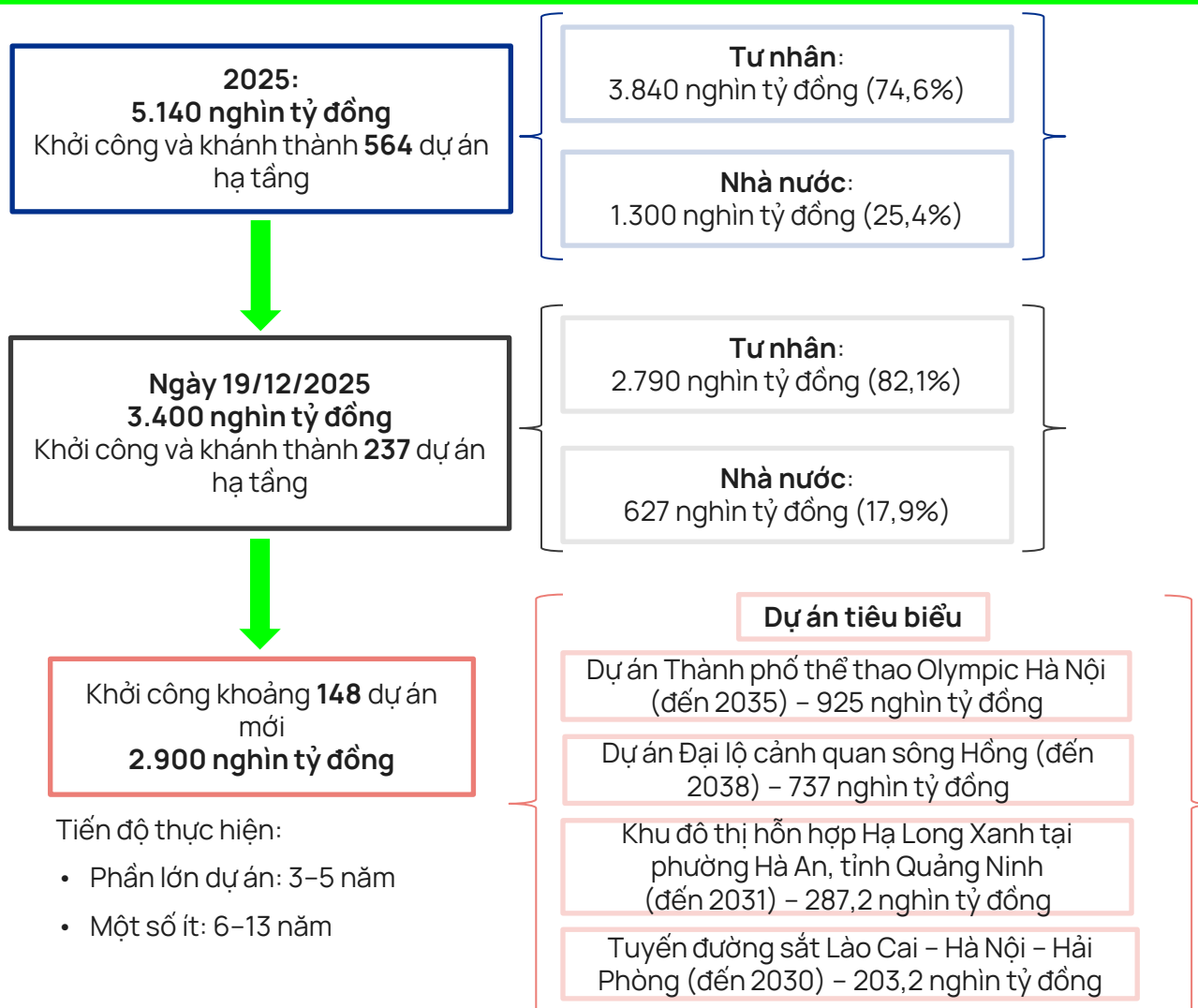
Đóng góp vào tổng đầu tư



Tăng trưởng đầu tư quý 1 theo khu vực

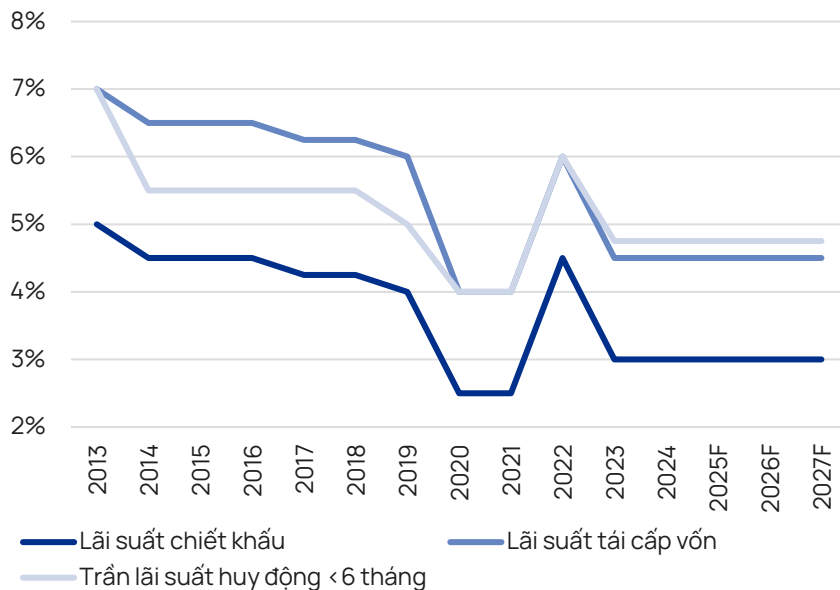


Làn sóng khởi công dự án năm 2025 có thể hỗ trợ giải ngân đầu tư mạnh hơn trong những năm tới

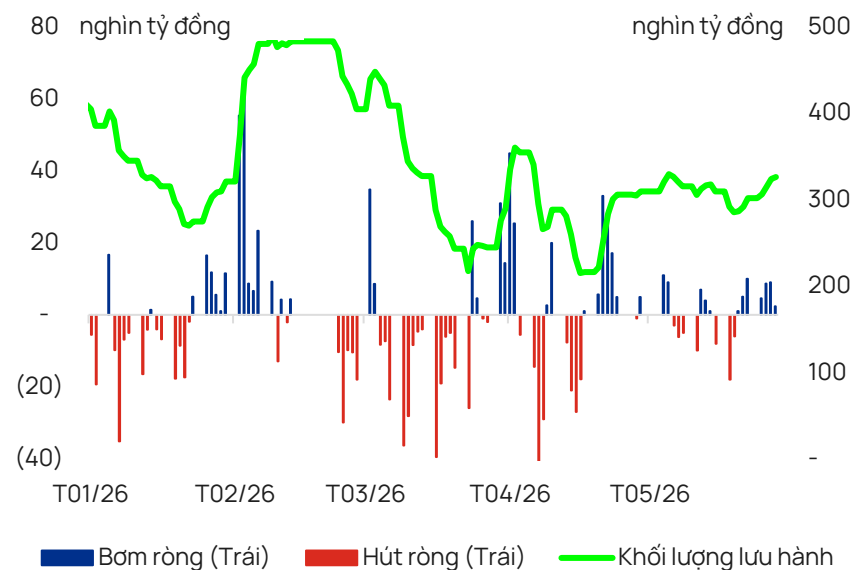


NHNN vẫn tập trung hỗ trợ tăng trưởng

Chúng tôi kỳ vọng NHNN duy trì lãi suất điều hành trong năm 2026



NHNN tiếp tục hỗ trợ thanh khoản



- Ngày 9/1 – Chỉ thị 01/CT-NHNN: NHNN yêu cầu các tổ chức tín dụng thực hiện các biện pháp ổn định lãi suất, góp phần ổn định thị trường tiền tệ.
- Ngày 30/3 – Công văn 2342/NHNN-CSTT về triển khai các giải pháp ổn định lãi suất trên thị trường.
- Ngày 4/4 – Thống đốc mới của NHNN đã gặp gỡ 46 ngân hàng thương mại và yêu cầu các ngân hàng đồng thuận giảm lãi suất.

Các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng mang tính cấu trúc

Cải cách cơ cấu hỗ trợ giai đoạn tăng trưởng mới



Mục tiêu tăng trưởng hai chữ số giai đoạn 2026-

Nền tảng thể chế

Tinh gọn bộ máy Trung ương và địa phương

- Cắt giảm thủ tục hành chính.
- Giảm chi phí và lãng phí.
- Nâng cao hiệu quả hoạt động.
- Nâng cao chất lượng dịch vụ công.

Cải cách pháp lý - NQ 66

- Cắt giảm thủ tục hành chính.
- Giảm chi phí tuân thủ.
- Loại bỏ rào cản pháp lý không cần thiết, tạo môi trường pháp lý cởi mở hơn.

Động lực tăng trưởng

Đầu tư hạ tầng

- Mở rộng đầu tư vào hạ tầng, đường sắt cao tốc, metro và các lĩnh vực khác.

Động lực tăng trưởng mới

- Khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số (NQ 57) và chuyển đổi xanh là những động lực tăng trưởng mới.

Trục cốt kinh tế

Khu vực Nhà nước - NQ 79

- Dẫn dắt hạ tầng chiến lược và các ngành then chốt.
- Phát triển các tập đoàn Nhà nước lớn.

Khu vực tư nhân - NQ 68

- Động lực chính của năng động kinh tế và việc làm.
- Thúc đẩy phát triển doanh nghiệp vừa và nhỏ.

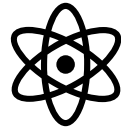
Khu vực đầu tư nước ngoài

(đang xây dựng nghị quyết)

Nguồn lực

Phát triển nguồn nhân lực - NQ 71 & 72

- NQ 71: Phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao phục vụ phát triển dài hạn.
- NQ 72: Nâng cao thể chất và sức khỏe cộng đồng vì sức sống bền vững.



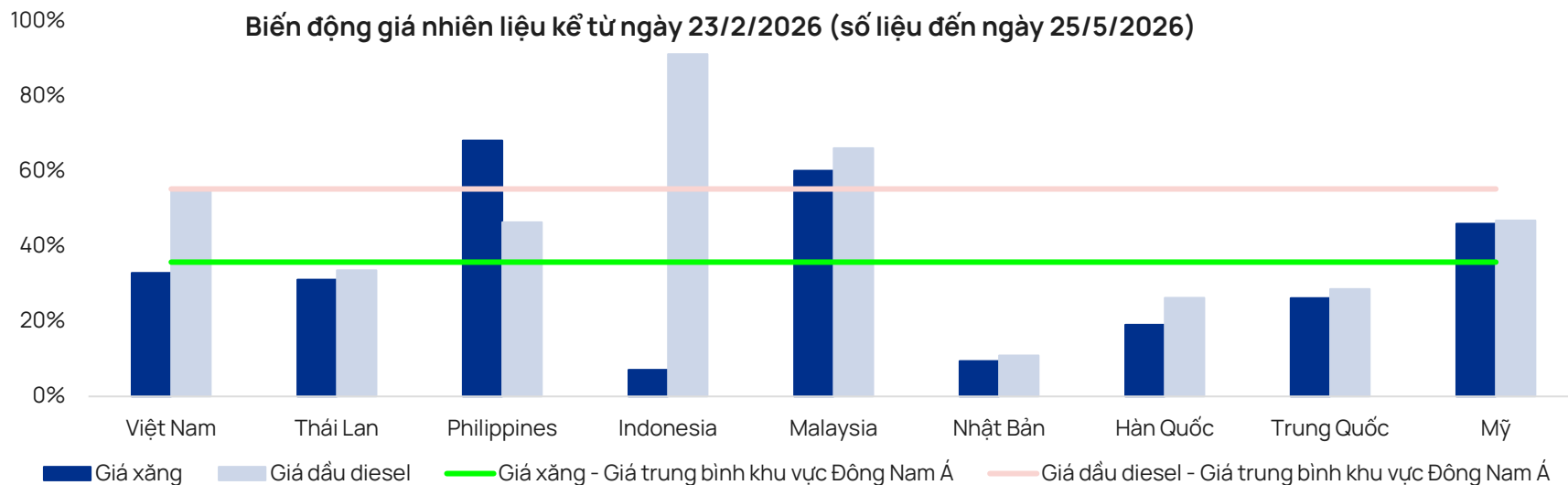
Các chỉ báo vĩ mô

CHỈ BÁO VĨ MÔ	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	Đơn vị	Nguồn dữ liệu	Nguồn dự báo
Tăng trưởng GDP (thực)	6,9	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	8,0	8,5	8,8	% YoY	Cục Thống kê	Vietcap
GDP danh nghĩa	281	310	334	347	366	409	430	476	514	572	622	Tỷ USD	NHTG	Vietcap
GDP đầu người	2.992	3.267	3.491	3.586	3.756	4.179	4.347	4.701	5.030	5.540	5.973	USD	NHTG	Vietcap
Tỷ lệ thất nghiệp	2,2	2,0	2,0	2,5	3,0	2,1	2,2	2,1	2,0	2,1	2,1	%	Cục Thống kê	Vietcap
Giải ngân FDI	17,5	19,1	20,4	20,0	19,7	22,4	23,2	25,4	27,6	30,1	32,8	Tỷ USD	Cục ĐTNN	Vietcap
Giải ngân FDI (% GDP)	6,2	6,2	6,2	5,8	5,4	5,5	5,4	5,3	5,4	5,3	5,3	% GDP	Cục ĐTNN	Vietcap
Xuất khẩu (% GDP)	76,5	78,9	80,0	82,3	92,7	92,1	82,2	85,2	92,4	97,1	102,4	% GDP	Cục HQ, Cục Thống kê	Vietcap
Tăng trưởng xuất khẩu	21,8	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,3	17,0	17,0	14,7	% YoY	Cục HQ, Cục Thống kê	Vietcap
Tăng trưởng nhập khẩu	21,9	11,2	7,0	3,7	26,7	8,0	-9,2	16,7	19,4	22,0	13,0	% YoY	Cục HQ, Cục Thống kê	Vietcap
Cán cân thương mại hàng hóa	2,1	6,8	10,9	19,9	3,3	12,1	28,4	24,8	20,1	0,4	10,0	Tỷ USD	Cục HQ, Cục Thống kê	Vietcap
Dự trữ ngoại hối	48,7	55,1	78,0	94,4	107,4	86,0	93,0	84,0	80,0	85,0	92,0	Tỷ USD	NHNN, NHTG	Vietcap
Dự trữ ngoại hối (% GDP)	17,4	18,0	23,7	27,6	30,2	21,0	21,6	17,6	15,6	14,9	14,8	% GDP	NHNN	Vietcap
Lạm phát (binh quân)	3,5	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,3	4,5	4,0	% YoY	Cục Thống kê	Vietcap
VND tăng (trượt) giá so với USD	0,3	-2,1	0,0	0,3	1,2	-3,4	-2,8	-4,8	-3,1	-2,0	-2,0	%	Bloomberg	Vietcap
Lãi suất trần huy động (< 6 tháng)	5,5	5,5	5,0	4,0	4,0	6,0	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	%	NHNN	Vietcap
Tăng trưởng tín dụng	18,3	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,5	15,1	19,0	15,3	16,5	% YoY	NHNN	Vietcap
Thâm hụt ngân sách (không tính hoàn trả nợ gốc)	-2,2	-2,2	-2,1	-2,7	-2,5	-4,3	-4,0	-3,6	-3,6	-4,2	-5,0	% GDP	Bộ Tài chính	Bộ Tài chính
Nợ công	48,8	46,1	43,1	43,7	43,1	38,0	36,6	36-37	35-36	36-37	41-42	% GDP	Bộ Tài chính, NHTG	Bộ Tài chính

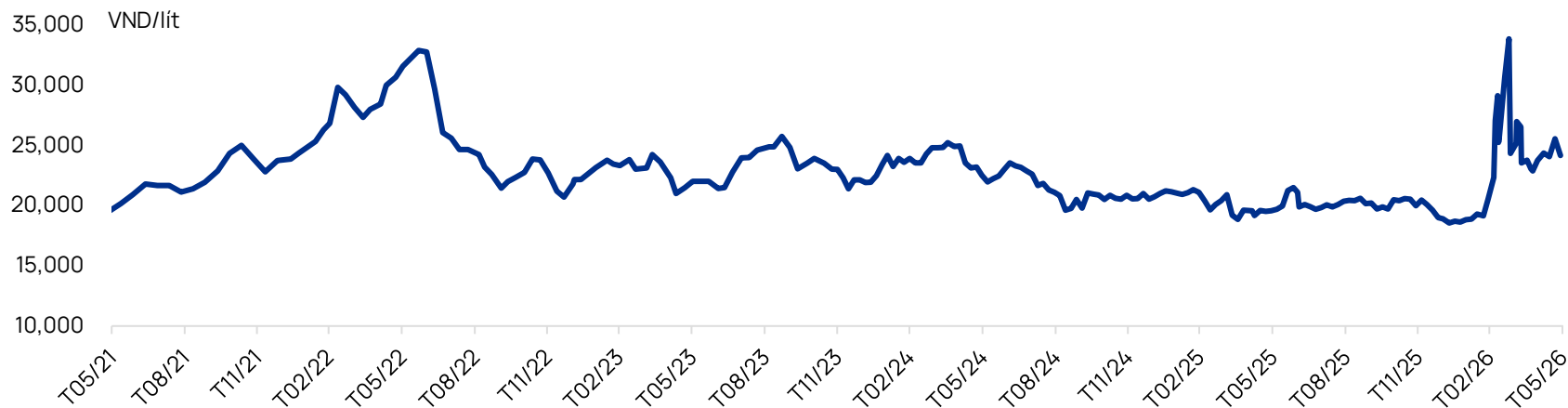
Phụ lục

Phụ lục – Dầu và lạm phát

Giá xăng dầu nội địa tại một số quốc gia



Giá xăng dầu nội địa Việt Nam - RON95 (số liệu đến ngày 28/5/2026)

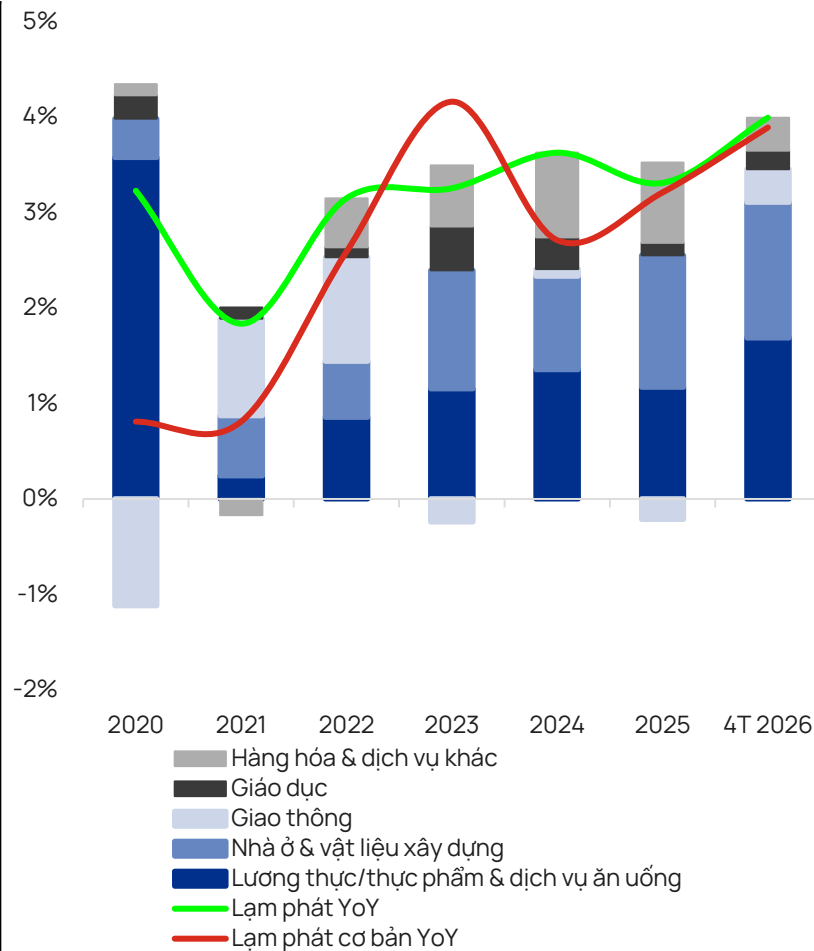


Chỉ số CPI

CPI theo danh mục

Nhóm ngành	Tỷ trọng	CPI bình quân 4T 2026
Tổng CPI	100%	3,99%
Lương thực/thực phẩm & dịch vụ ăn uống	35,82%	4,71%
Đồ uống & thuốc lá	1,75%	3,15%
Quần áo, giày dép & mũ	3,52%	1,79%
Nhà ở & vật liệu xây dựng	22,70%	6,25%
Thiết bị & đồ dùng gia đình	5,14%	2,38%
Thuốc & dịch vụ y tế	4,66%	0,94%
Giao thông	9,98%	3,48%
Viễn thông	3,74%	-0,09%
Giáo dục	5,97%	3,25%
Văn hóa, thể thao & giải trí	3,14%	2,05%
Hàng hóa & dịch vụ khác	3,58%	3,89%

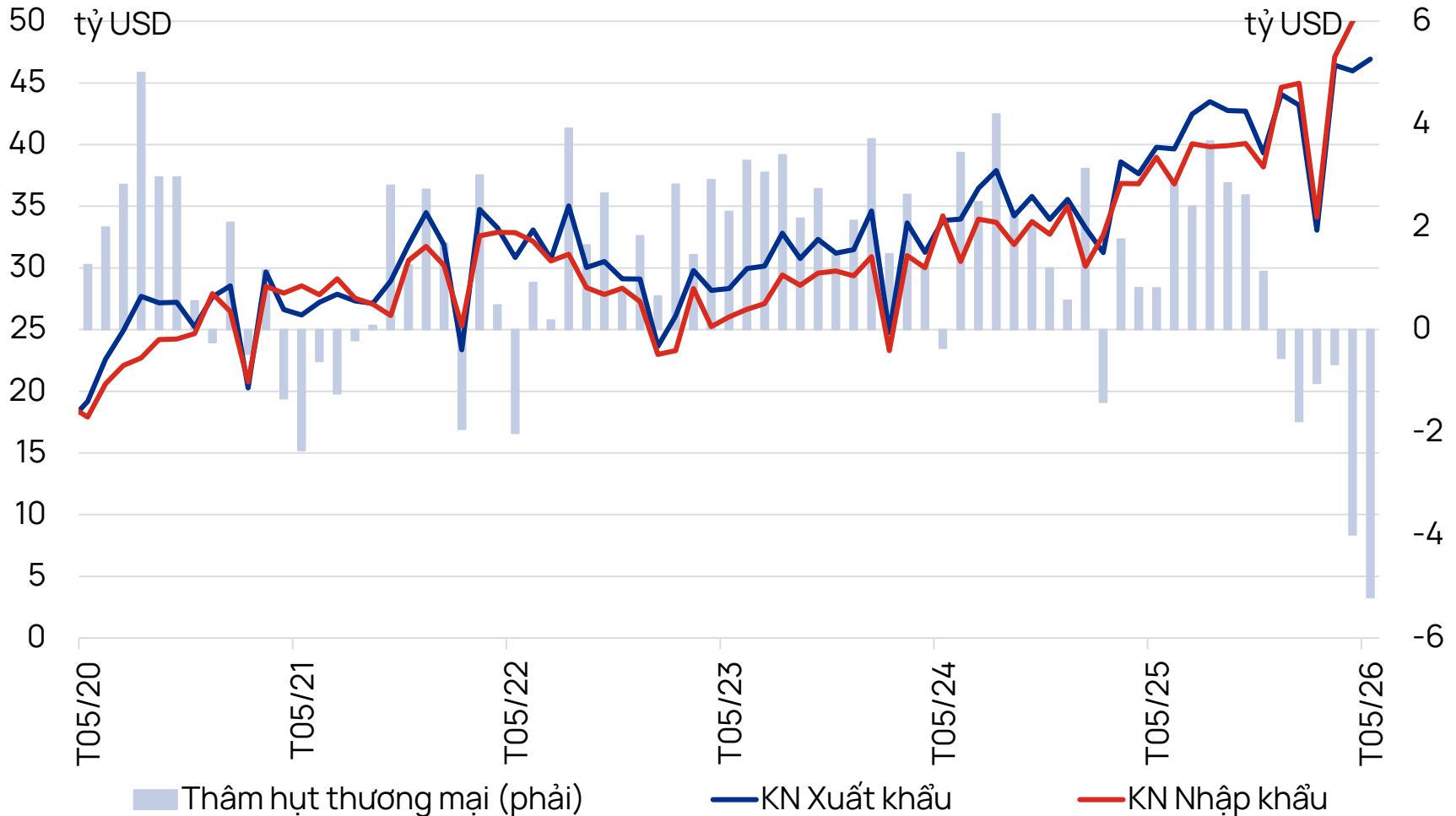
Đóng góp vào CPI hàng năm



Phụ lục B – Hoạt động thương mại

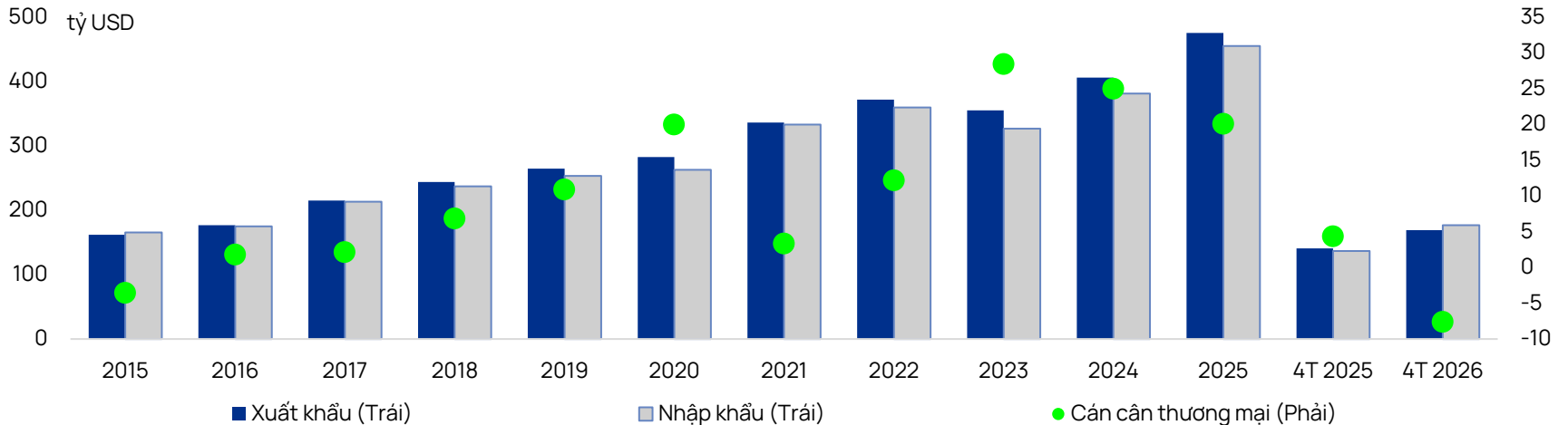
Thâm hụt thương mại tăng mạnh trong bối cảnh nhập khẩu tăng cao (1)

Thương mại hàng hóa (theo tháng)

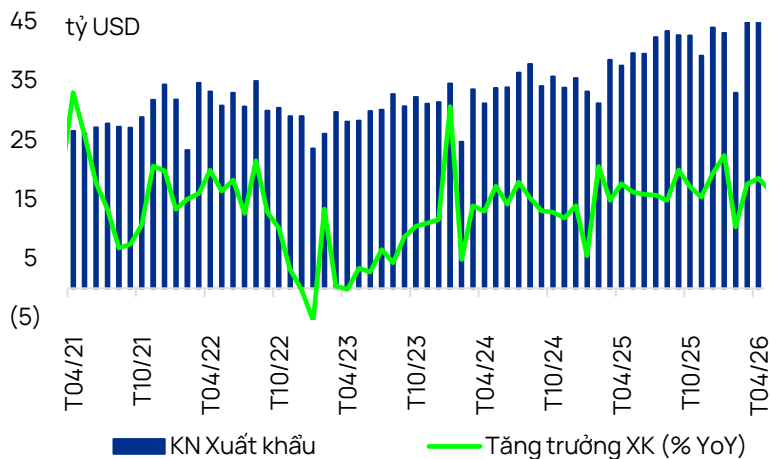


Thâm hụt thương mại tăng mạnh trong bối cảnh nhập khẩu tăng cao (2)

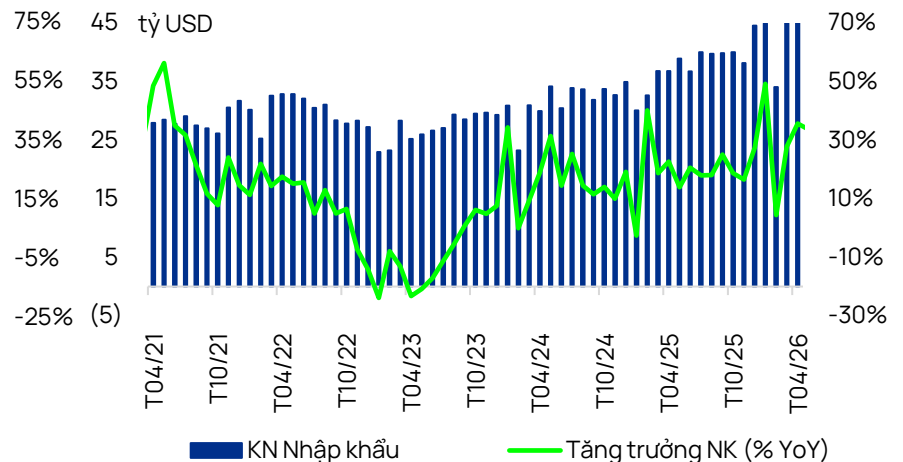
Kim ngạch xuất khẩu, nhập khẩu và cán cân thương mại



Xuất khẩu hàng tháng

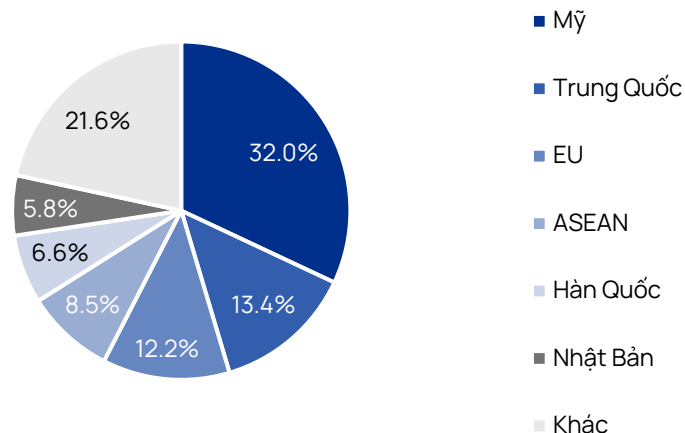


Nhập khẩu hàng tháng

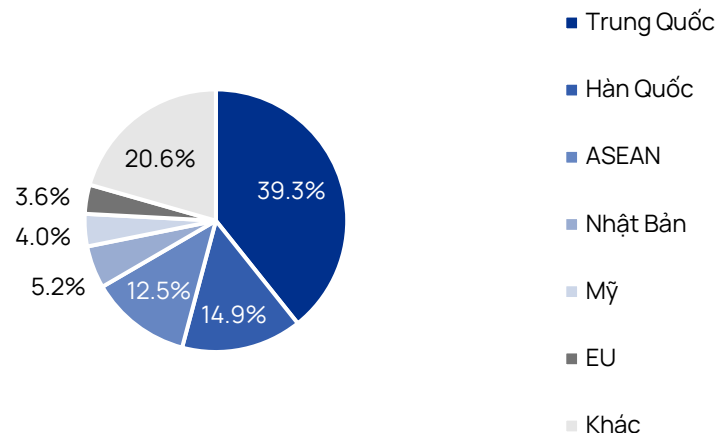


Kim ngạch xuất khẩu & nhập khẩu của Việt Nam theo thị trường

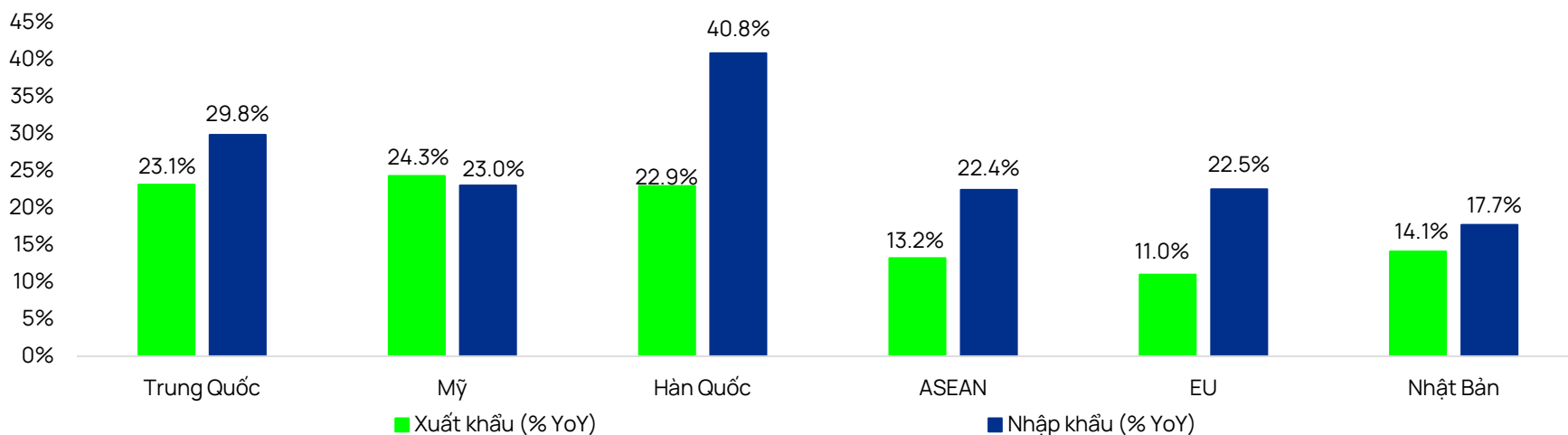
Thị trường XK chính trong 4T 2026



Thị trường NK chính trong 4T 2026

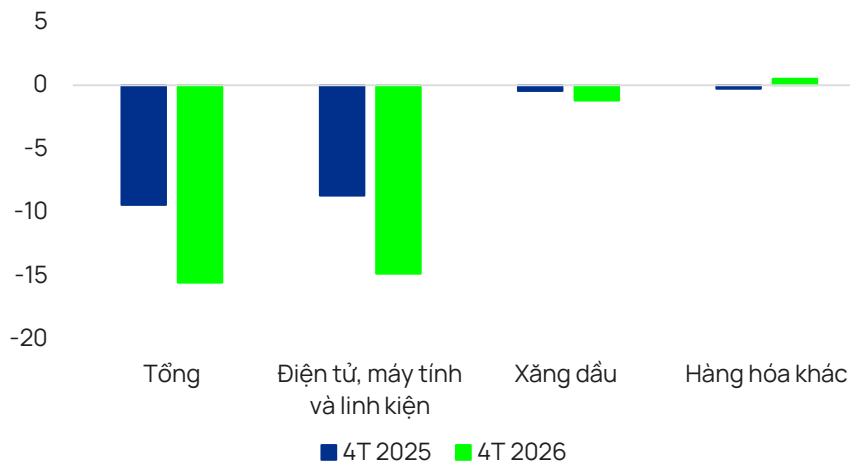


Tăng trưởng xuất nhập khẩu theo các thị trường chính trong 4T 2026

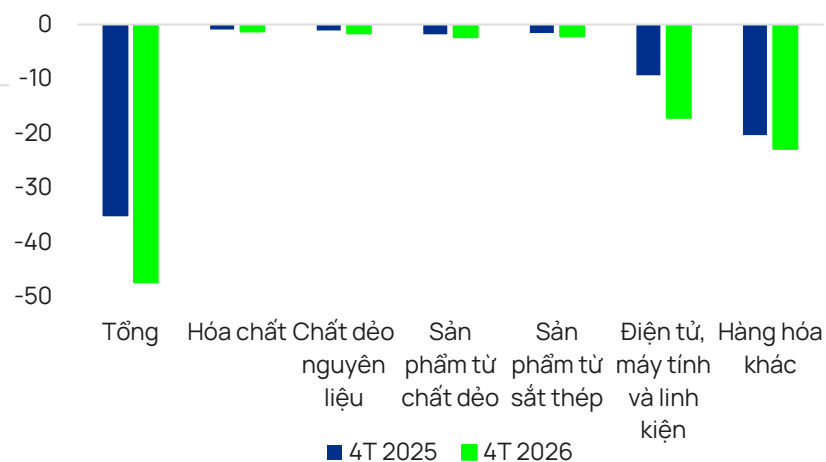


Đẩy mạnh nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc, mở rộng xuất khẩu sang Mỹ

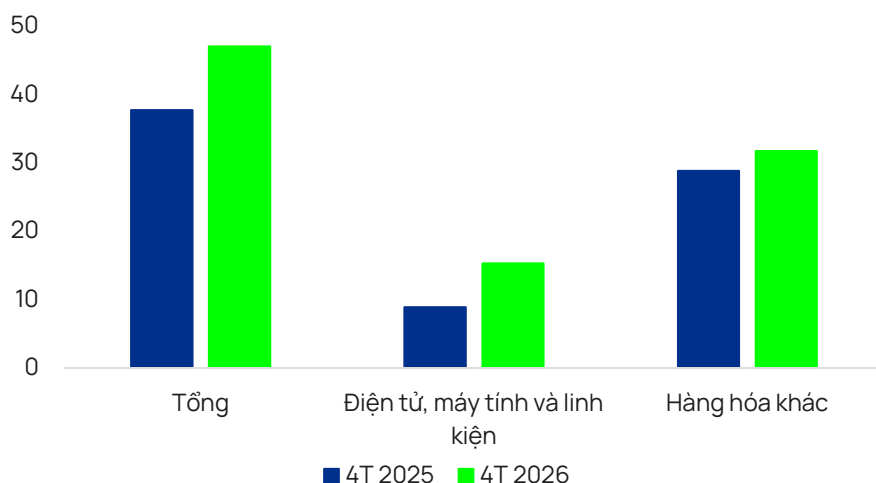
Cán cân thương mại với Hàn Quốc trong 4T 2026



Cán cân thương mại với Trung Quốc trong 4T 2026



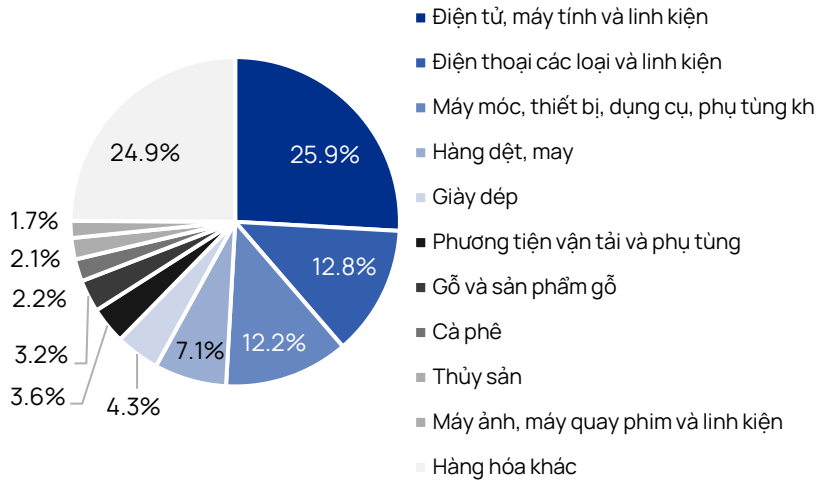
Cán cân thương mại với Mỹ trong 4T 2026



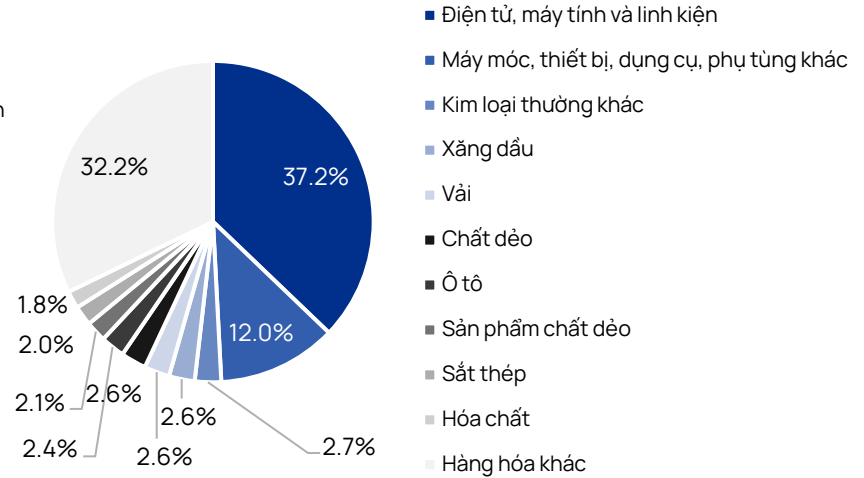
- Thâm hụt thương mại với Hàn Quốc tăng 65% YoY, chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu máy tính và linh kiện điện tử tăng mạnh (thâm hụt: +70,7% YoY) và xăng dầu (thâm hụt: gấp 2,6 lần YoY).
- Trong khi đó, Việt Nam đẩy mạnh nhập khẩu từ Trung Quốc và mở rộng xuất khẩu sang Mỹ, chủ yếu được hỗ trợ bởi nhóm máy tính và thiết bị điện tử.

Xuất nhập khẩu Việt Nam theo danh mục hàng hóa

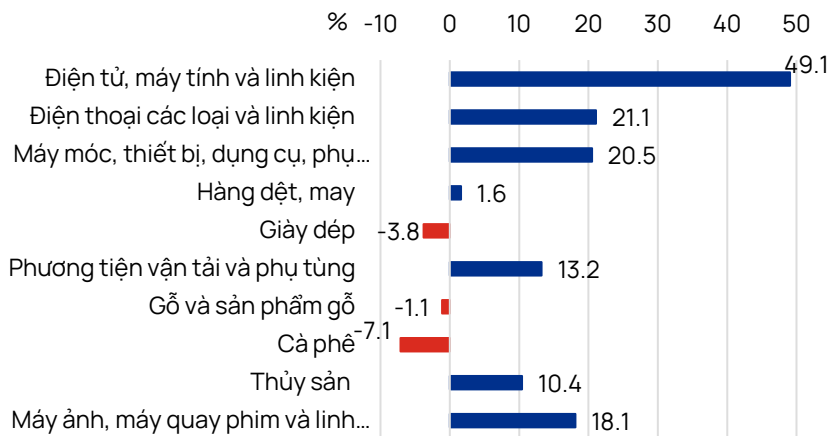
Các mặt hàng xuất khẩu hàng đầu 4T 2026



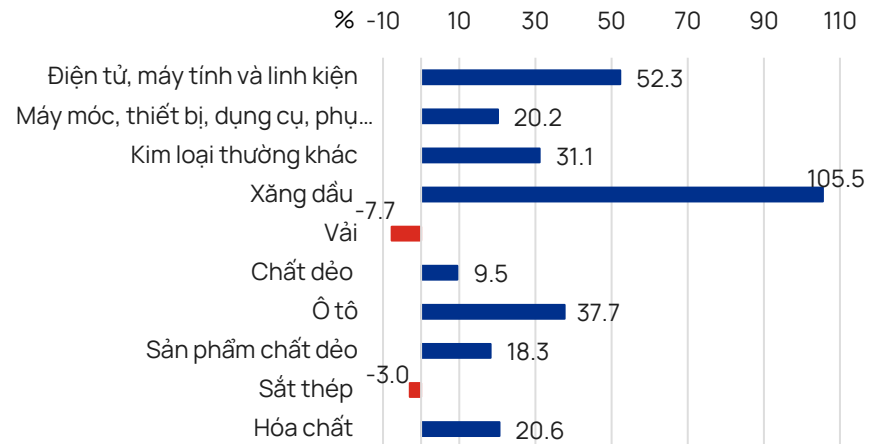
Các mặt hàng nhập khẩu hàng đầu 4T 2026



Tăng trưởng xuất khẩu chủ lực 4T 2026



Tăng trưởng nhập khẩu chủ lực 4T 2026



Báo cáo Special 301 năm 2026: Việt Nam bị xác định là Quốc gia nước ngoài ưu tiên (PFC)

Quốc gia nước ngoài ưu tiên (PFC)
- Việt Nam

Danh sách theo dõi ưu tiên

- Chile
- Trung Quốc
- Ấn Độ
- Indonesia
- Nga
- Venezuela

Danh sách theo dõi

- | | | |
|-------------|-------------|-----------------------|
| - Algeria | - Canada | - Mexico |
| - Argentina | - Colombia | - Pakistan |
| - Barbados | - Ecuador | - Paraguay |
| - Belarus | - Ai Cập | - Peru |
| - Bolivia | - EU | - Thái Lan |
| - Brazil | - Guatemala | - Trinidad and Tobago |
| | - Türkiye | |

- **Diễn biến tiếp theo?** - USTR có 30 ngày kể từ ngày 30/4 để quyết định có khởi xướng điều tra theo Mục 301 hay không. Nếu được khởi xướng, Mỹ sẽ yêu cầu tham vấn chính thức với Việt Nam để giải quyết các vấn đề. Nếu đàm phán không đáp ứng kỳ vọng của Mỹ, Việt Nam có thể đối mặt nguy cơ bị áp thuế trừng phạt trên nhiều mặt hàng.
- **Quan điểm của chúng tôi: Rủi ro thấp hơn so với Trung Quốc (2017):** Chúng tôi cho rằng nguy cơ bị áp "thuế hàng loạt" diện rộng thấp hơn so với trường hợp của Trung Quốc năm 2017 vì một số lý do: (1) Khác với sự đối đầu chiến lược trực tiếp nhằm kiềm chế sự trỗi dậy công nghệ của Trung Quốc, áp lực hiện tại của Mỹ lên Việt Nam chủ yếu mang tính kỹ thuật, tập trung vào đẩy nhanh cải cách thực thi sở hữu trí tuệ trong khi duy trì vai trò của Việt Nam là đối tác chuỗi cung ứng chiến lược quan trọng; (2) Hợp tác chủ động: Chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ hợp tác chặt chẽ với USTR để đáp ứng các yêu cầu tối thiểu nhằm tránh một cuộc điều tra đầy đủ theo Mục 301; và (3) Phản ứng kịp thời của Chính phủ
- Kể từ khi bị đưa vào danh sách PFC, **Chính phủ Việt Nam đã triển khai nhiều biện pháp quyết liệt, bao gồm:** (1) Chỉ thị của Thủ tướng Chính phủ: Thủ tướng đã chỉ đạo triển khai xử lý vi phạm bản quyền số và vi phạm sở hữu trí tuệ trên toàn quốc, có hiệu lực từ 7/5 đến 30/5/2026, nhằm đóng cửa các trang web bất hợp pháp và thực thi quyền tác giả phần mềm và bản quyền truyền hình; và (2) Tăng cường kiểm soát hải quan: Cục Hải quan đã ban hành chỉ thị khẩn tăng cường kiểm soát chống buôn lậu, gian lận thương mại và hàng hóa vi phạm sở hữu trí tuệ.

Phụ lục C – Các chính sách & hỗ trợ của Chính phủ

Các chính sách của Chính phủ nhằm hỗ trợ giá nhiên liệu trong nước

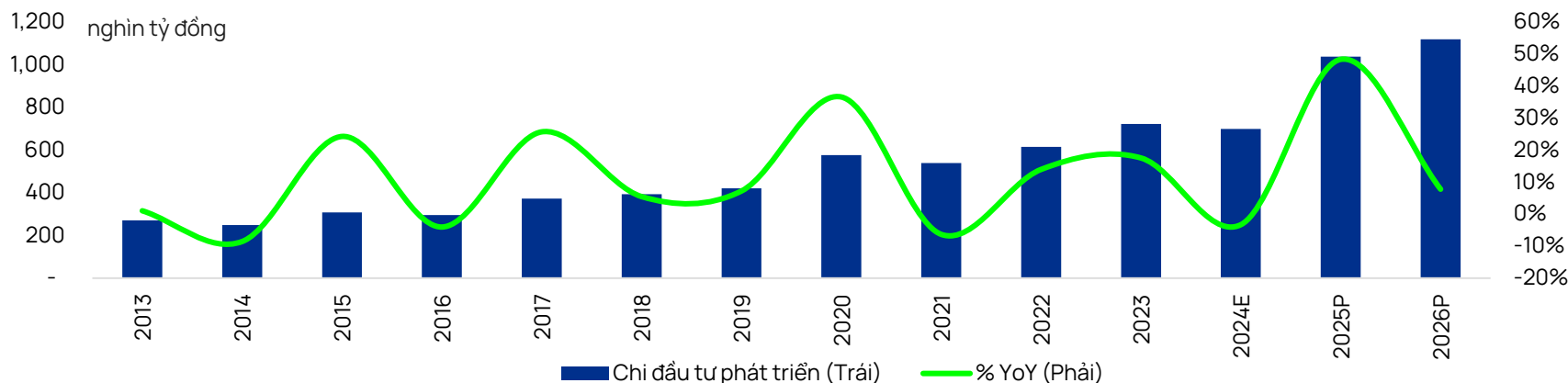
Ngày	Chính sách
09/03/26	Giảm thuế nhập khẩu: Chính phủ ban hành Nghị định 72/2026/NĐ-CP giảm thuế nhập khẩu xăng từ 10% xuống 0% và dầu diesel, nhiên liệu phản lực, dầu hỏa, dầu mazut từ 7% xuống 0% (có hiệu lực đến ngày 30/4/2026).
11/03/26	Sử dụng Quỹ Bình ổn giá xăng dầu. Việt Nam tái khởi động việc chi Quỹ Bình ổn giá xăng dầu sau hơn ba năm tạm dừng.
14/03/26	Giảm thuế tiêu thụ đặc biệt: Bộ Xây dựng đề nghị Bộ Tài chính xem xét giảm thuế tiêu thụ đặc biệt và thuế bảo vệ môi trường đối với xăng, dầu diesel nhằm giảm áp lực chi phí cho các doanh nghiệp vận tải và xây dựng.
24/03/26	Giảm thuế bảo vệ môi trường: Theo chỉ đạo của Thủ tướng ngày 10/3, Bộ Tài chính đề xuất giảm thuế bảo vệ môi trường đối với các sản phẩm xăng dầu, cụ thể xăng giảm từ 2.000 đồng xuống 1.000 đồng/lít và dầu diesel từ 1.000 đồng xuống 500 đồng/lít.
26/03/26	Quyết định 482/QĐ-TTg ngày 26/3/2026 về việc áp dụng thuế bảo vệ môi trường, thuế GTGT và thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xăng, dầu diesel và nhiên liệu hàng không khi cần thiết vì lợi ích quốc gia. Cụ thể, mức thuế BVMT đối với xăng (trừ ethanol), dầu diesel và nhiên liệu hàng không là 0 đồng/lít. Xăng, dầu diesel và nhiên liệu hàng không không phải kê khai, nộp thuế GTGT nhưng được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với tất cả các loại xăng là 0%.
27/03/26	Nghị quyết 69/NQ-CP: Chính phủ ứng trước 8 nghìn tỷ đồng vào Quỹ Bình ổn giá xăng dầu.
30/03/26	Đề xuất Quốc hội miễn thuế đối với xăng và dầu diesel (từ ngày 16/4/2026 đến ngày 30/6/2026). Theo đó, mức thuế BVMT đối với xăng (trừ ethanol), dầu diesel và nhiên liệu hàng không là 0 đồng/lít. Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với tất cả các loại xăng cũng ở mức 0%.
01/04/26	Thủ tướng ban hành Chỉ thị 28/CĐ-TTg về tăng cường quản lý, điều hành và bình ổn giá xăng dầu trong nước.
08/04/26	Từ ngày 7/4 đến 30/6/2026, Bộ Tài chính miễn giảm nhiều loại phí và lệ phí trong các lĩnh vực hàng không, hàng hải, đường thủy nội địa và đường sắt nhằm hỗ trợ khẩn cấp các doanh nghiệp vận tải đang chịu áp lực lớn từ giá nhiên liệu tăng cao do căng thẳng tại Trung Đông.
12/04/26	Quốc hội thông qua Nghị quyết về thuế BVMT, thuế GTGT và thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xăng, dầu diesel và nhiên liệu hàng không. Nghị quyết có hiệu lực từ ngày 16/4 đến 30/6/2026.
30/04/26	Chính phủ ban hành Nghị quyết 25/2026/NQ-CP gia hạn thời gian áp dụng Nghị định 72/2026/NĐ-CP ngày 9/3/2026 (giảm thuế nhập khẩu xăng từ 10% xuống 0% và dầu diesel, nhiên liệu phản lực, dầu hỏa, dầu mazut từ 7% xuống 0%), đến ngày 30/6/2026.

Giải ngân đầu tư công cho thấy những dấu hiệu tích cực ngay từ đầu năm

Phân bổ Ngân sách Nhà nước

Đơn vị: nghìn tỷ đồng	4T 2026	% kế hoạch năm	% YoY
Thu ngân sách	1.114,0	44,0%	15,2%
Thu trong nước	991,0	45,0%	17,4%
Thu từ dầu thô	17,0	39,5%	-4,9%
Thu từ xuất nhập khẩu	105,4	37,9%	0,4%
Khác	0,6		
Chi ngân sách	668,2	21,2%	11,6%
Chi thường xuyên	471,0	26,0%	10,8%
Đầu tư phát triển	153,2	13,7%	16,4%
Thanh toán lãi vay	43,0	35,5%	5,4%
Khác	1,0		
Cân đối ngân sách	445,8		

Chính phủ có thể tăng ngân sách đầu tư công nhằm thúc đẩy tăng trưởng



Hà Nội đang tiến hành giải phóng mặt bằng cho 1.428 dự án



Vướng mắc cũ

- Giải phóng mặt bằng chậm
- Thiếu nguyên vật liệu xây dựng
- Thủ tục hành chính rườm rà, chồng chéo
- Dự án đình trệ, tiến độ chậm



Kế hoạch hành động năm 2026

- Thành lập ban chỉ đạo giải ngân
- Ưu tiên giải phóng mặt bằng cho các dự án trọng điểm
- Đơn giản hóa thủ tục hành chính
- Theo dõi tiến độ dự án theo từng tháng



Kết quả kỳ vọng

- Dự án triển khai nhanh hơn
- Tốc độ giải ngân được đẩy nhanh
- Tạo đà tăng trưởng GDP.

Giải phóng mặt bằng đường Vành đai 2.5 Hà Nội



Giải phóng mặt bằng cầu Trần Hưng Đạo, Hà Nội



Một số dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2026–2030 (1)

Đường bộ và cầu	Tổng vốn đầu tư	Thời gian
Dự án mở rộng Quốc lộ 1A phía Nam Hà Nội	162 nghìn tỷ đồng	2026 - 2027
Vành đai 4 TP.HCM (Giai đoạn 1)	120,4 nghìn tỷ đồng	2026 - 2028
Tuyến vượt biển Cần Giờ – Vũng Tàu	93,0 nghìn tỷ đồng	2026 - 2029
Vành đai 4 Hà Nội	85,8 nghìn tỷ đồng	Hoàn thành cơ bản năm 2026, vận hành đầy đủ năm 2027
Vành đai 3 TP.HCM	75,4 nghìn tỷ đồng	Hoàn thành trong năm 2026
7 cầu vượt sông Hồng tại Hà Nội	73,4 nghìn tỷ đồng	2026 - 2027
Cao tốc Hồ Tràm – Sân bay Long Thành	51,5 nghìn tỷ đồng	2026 - 2029
Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku	43,7 nghìn tỷ đồng	2026 - 2029
Mở rộng cao tốc TP.HCM – Trung Lương – Mỹ Thuận	36,2 nghìn tỷ đồng	2026 - 2028
Đường kết nối Sân bay Gia Bình – Hà Nội (đoạn qua Hà Nội)	28,8 nghìn tỷ đồng	2026 - 2027
Đường sắt	Tổng vốn đầu tư	Thời gian
Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	1,7 triệu tỷ đồng	2026 - 2035
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	203,2 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030
Đường sắt Biên Hòa – Vũng Tàu	163,1 nghìn tỷ đồng	2027 - 2030
Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh	147 nghìn tỷ đồng	2026 - 2028
Đường sắt Thủ Thiêm – Long Thành	84 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030
Dự án đường sắt đô thị Hà Nội, tuyến 5, Văn Cao – Ngọc Khánh – Láng – Hòa Lạc	73,7 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030

Một số dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2026–2030 (2)

Cảng biển + Sân bay	Tổng vốn đầu tư	Thời gian
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)	109,7 nghìn tỷ đồng	Dự kiến vận hành vào giữa năm 2026
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 2)	80,0 nghìn tỷ đồng	2028 - 2032
Sân bay Quốc tế Gia Bình – Giai đoạn 1	141,0 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030
Cảng trung chuyển Quốc tế Cần Giờ	128,8 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030
Sân bay Quốc tế Gia Bình – Giai đoạn 2	55,2 nghìn tỷ đồng	2030 - 2050
Cảng Cái Mép Hạ	50,8 nghìn tỷ đồng	2026 - 2045
Dự án mở rộng Sân bay Phú Quốc	22 nghìn tỷ đồng	2025 - 2027
Dự án phát triển đô thị	Tổng vốn đầu tư	Thời gian
Khu đô thị thể thao Olympic Hà Nội	925 nghìn tỷ đồng	2026 - 2035
Đại lộ Sông Hồng	737,0 nghìn tỷ đồng	2026 - 2038
Khu đô thị hỗn hợp Hạ Long Xanh, phường Hà An, tỉnh Quảng Ninh	287,2 nghìn tỷ đồng	2026 - 2031
Khu đô thị ven biển vịnh Cam Ranh	85,3 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030
Nhà hát Pearl, Hà Nội	13 nghìn tỷ đồng	2026 - 2029
Sản xuất khí và điện	Tổng vốn đầu tư	Thời gian
Dự án điện hạt nhân Ninh Thuận	Dự kiến tối thiểu 579 nghìn tỷ đồng	Giai đoạn 1: Vận hành 2031–2035 Giai đoạn 2: Vận hành 2036–2040
Nhà máy nhiệt điện LNG Quỳnh Lập	59,3 nghìn tỷ đồng	2026 - 2030
Cụm nhà máy điện gió Kỳ Anh	39,7 nghìn tỷ đồng	2026-2028

Các biện pháp tài khóa từ đầu năm 2026

- Các biện pháp hỗ trợ giá xăng dầu trong nước đến cuối tháng 6/2026 (giảm thu ngân sách khoảng 39 nghìn tỷ đồng), bao gồm: (1) Giảm thuế nhập khẩu; (2) Giảm thuế tiêu thụ đặc biệt; (3) Giảm thuế bảo vệ môi trường và thuế GTGT; (4) Sử dụng Quỹ bình ổn xăng dầu; và (5) Giảm phí trong các lĩnh vực hàng không, hàng hải, đường thủy nội địa và đường sắt.
- Tiếp tục giảm 2% thuế GTGT trong năm 2026 – 82,2 nghìn tỷ đồng.
- Tăng mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân kể từ ngày 1/1/2026 (21 nghìn tỷ đồng).
- Nâng ngưỡng doanh thu chịu thuế cho hộ kinh doanh lên 1 tỷ đồng/năm, thay vì mức 500 triệu đồng/năm, có hiệu lực từ ngày 1/1/2026 (16,7 nghìn tỷ đồng).
- Ngày 13/4 – Phó Thủ tướng ký văn bản số 401/TTg-KTTH về việc tập trung chỉ đạo đẩy nhanh việc phân bổ và giải ngân vốn đầu tư công năm 2026.
- Ngày 25/4 – Thủ tướng chủ trì Hội nghị toàn quốc về thúc đẩy phân bổ và giải ngân vốn đầu tư công năm 2026 và ban hành Thông báo số 213/TB-VPCP, trong đó: (1) Khen thưởng và phê bình các bộ, ngành, địa phương; (2) Yêu cầu đẩy nhanh tiến độ và tìm giải pháp tháo gỡ vướng mắc trong giải ngân đầu tư công; (3) Giao Bộ Tài chính một số nhiệm vụ, gồm: hoàn thiện khung pháp lý về đầu tư công; xây dựng hệ thống chấm điểm KPI cho các bộ, ngành, địa phương; và yêu cầu công khai kết quả giải ngân đầu tư công hàng tháng.
- Khả năng tăng thêm vốn đầu tư công nếu cần thiết.

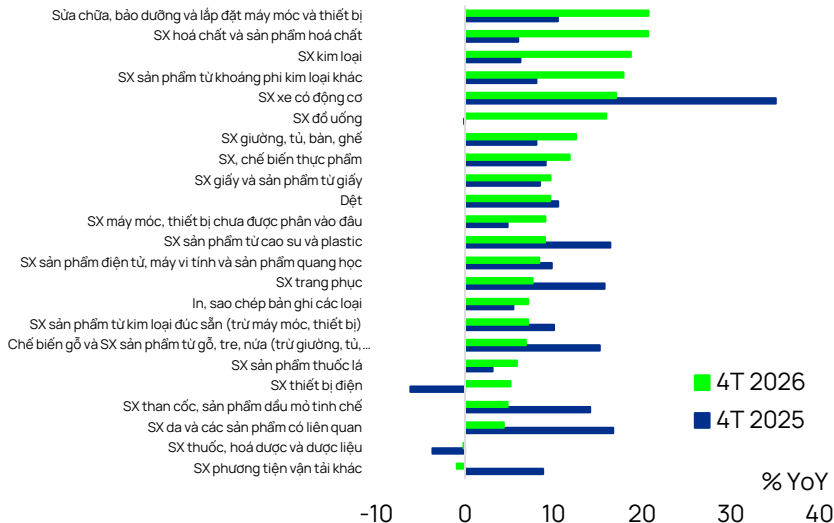
Phụ lục D – Đà tăng trưởng bền vững trong nước

Hoạt động sản xuất tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ổn định

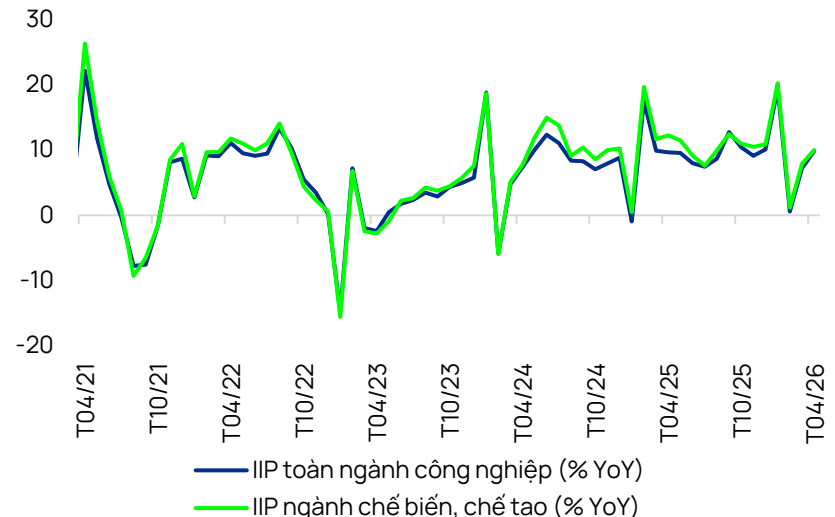
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)

	MoM	YoY	4T 2026 so với 4T 2025
Toàn ngành	3,0%	9,9%	9,2%
Khai khoáng	1,3%	7,6%	4,0%
Sản xuất chế biến chế tạo	2,8%	10,0%	9,9%

Chỉ số IIP ngành sản xuất, chế biến & chế tạo

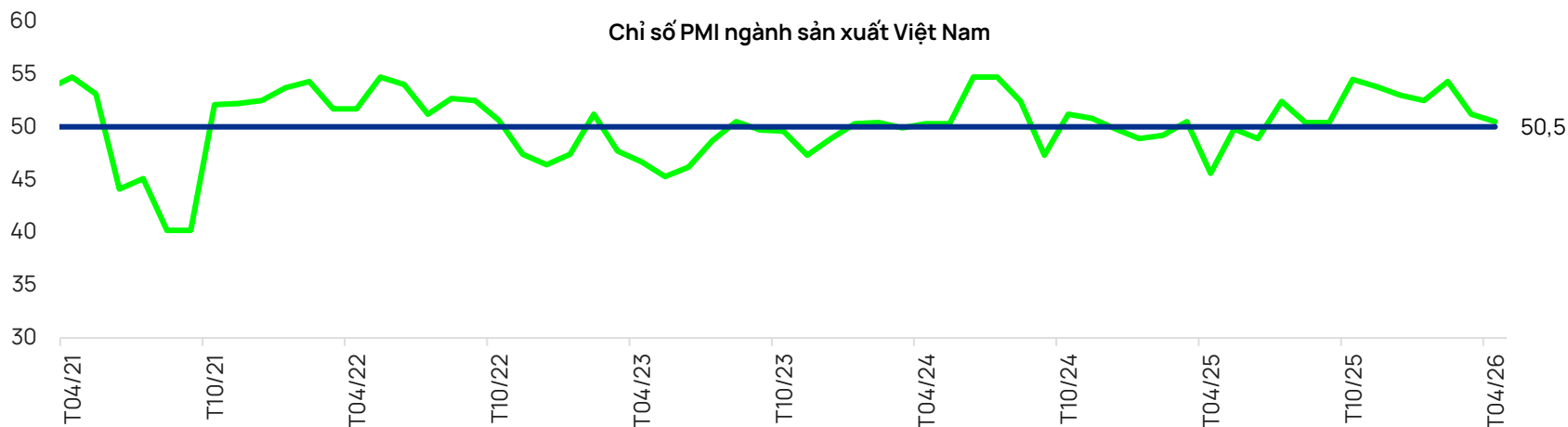


Chỉ số IIP theo tháng



Tuy nhiên, áp lực lạm phát tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất của Việt Nam

Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam

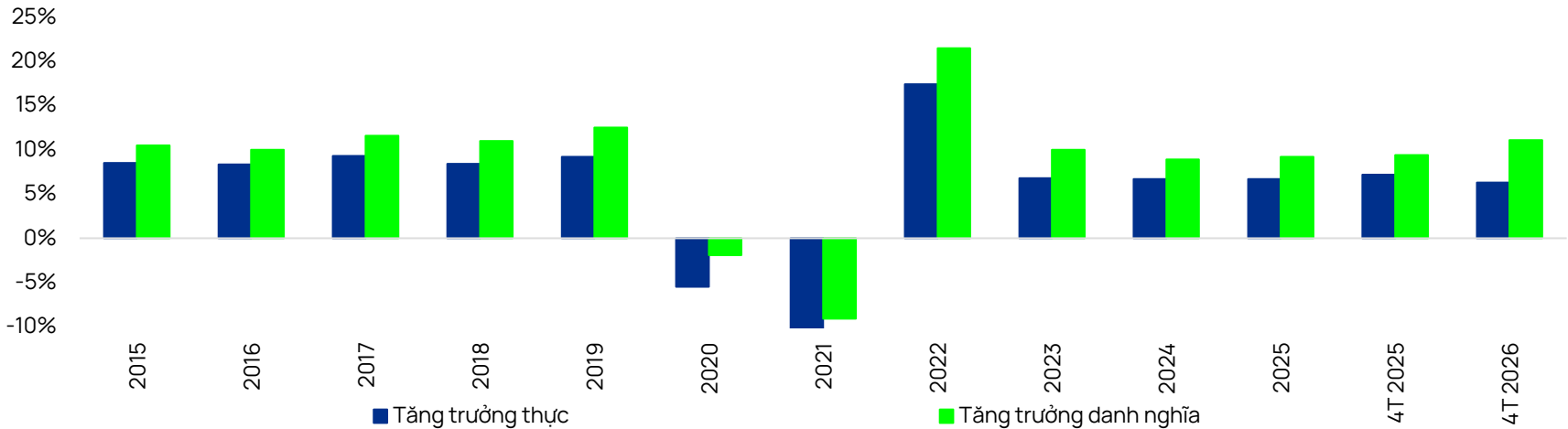


Chỉ số PMI của Việt Nam và một số quốc gia ASEAN khác

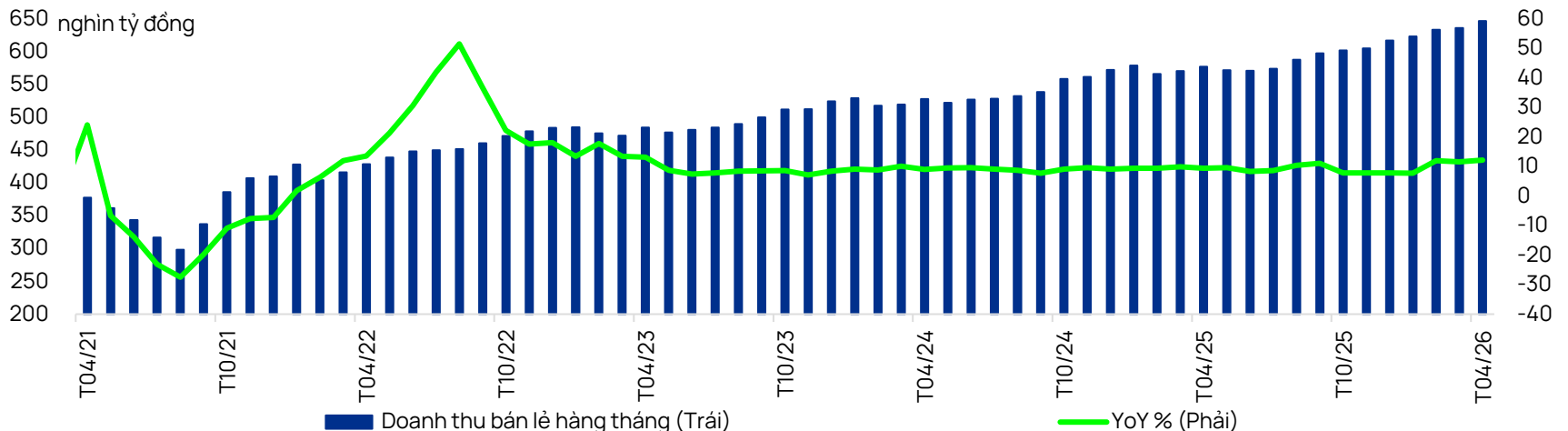
	T5-25	T06-25	T07-25	T08-25	T09-25	T10 -25	T11 -25	T12-25	T01-26	T02-26	T3-26	T4-26
Việt Nam	49,8	48,9	52,4	50,4	50,4	54,5	53,8	53,0	52,5	54,3	51,2	50,5
Philippines	50,1	50,7	50,9	50,8	49,9	50,1	47,4	50,2	52,9	54,6	51,3	48,3
Myanmar	47,6	49,0	49,5	50,4	53,1	51,5	51,4	50,6	50,9	51,5	51,5	50,9
Thái Lan	51,2	51,7	51,9	52,7	54,6	56,6	56,8	57,4	52,7	53,5	54,1	52,7
Indonesia	47,4	46,9	49,2	51,5	50,4	51,2	53,3	51,2	52,6	53,8	50,1	49,1
Malaysia	48,8	49,3	49,7	49,9	49,8	49,5	50,1	50,1	50,2	49,3	50,7	51,6
ASEAN	49,2	48,6	50,1	51,0	51,6	52,7	53,0	52,7	52,8	53,8	51,8	50,7

Doanh thu bán lẻ tiếp tục tăng trưởng hai chữ số, nhưng chủ yếu đến từ yếu tố giá

Doanh thu bán lẻ hàng năm, YoY

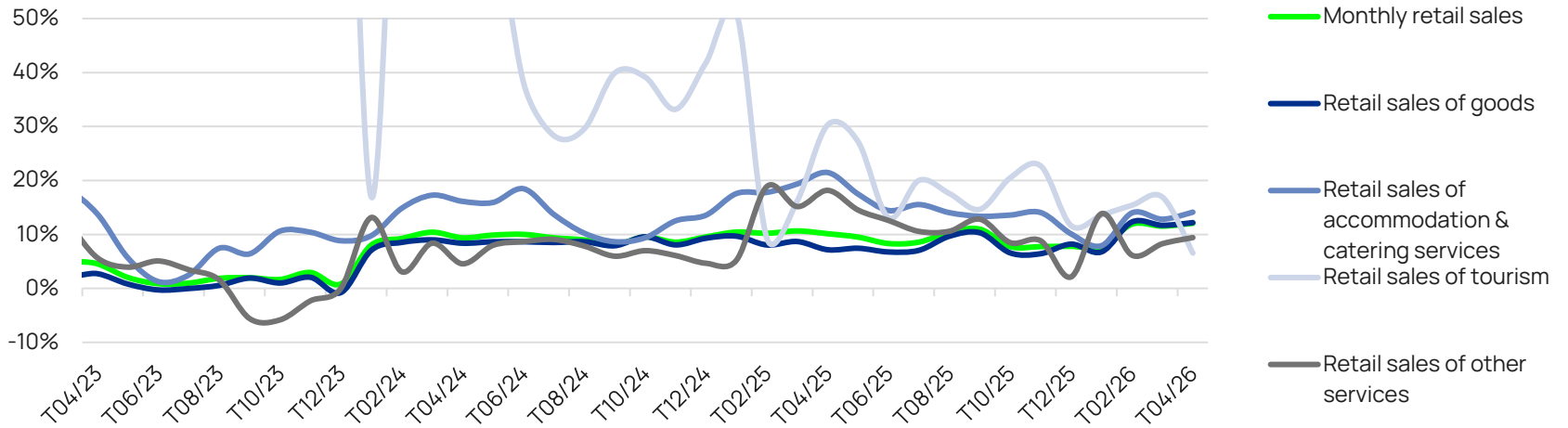


Doanh thu bán lẻ hàng tháng

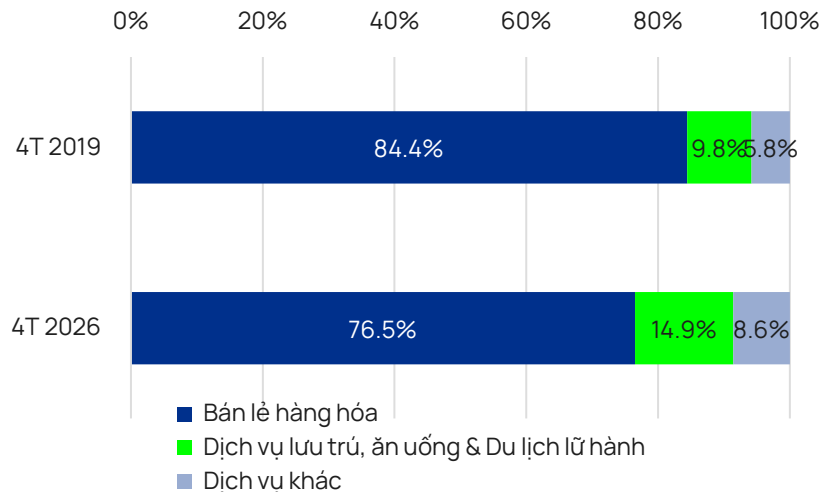


Lượng khách quốc tế phục hồi hỗ trợ doanh thu bán lẻ

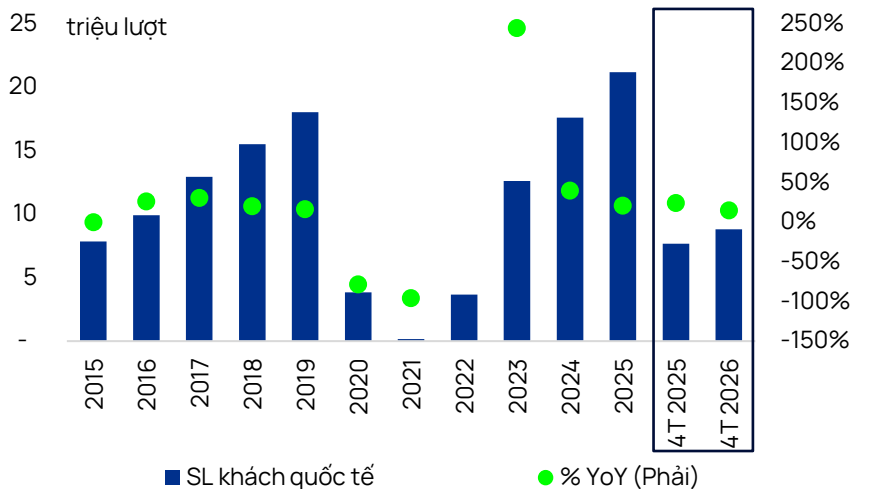
Cơ cấu tăng trưởng doanh thu bán lẻ



Đóng góp vào tăng trưởng doanh thu bán lẻ

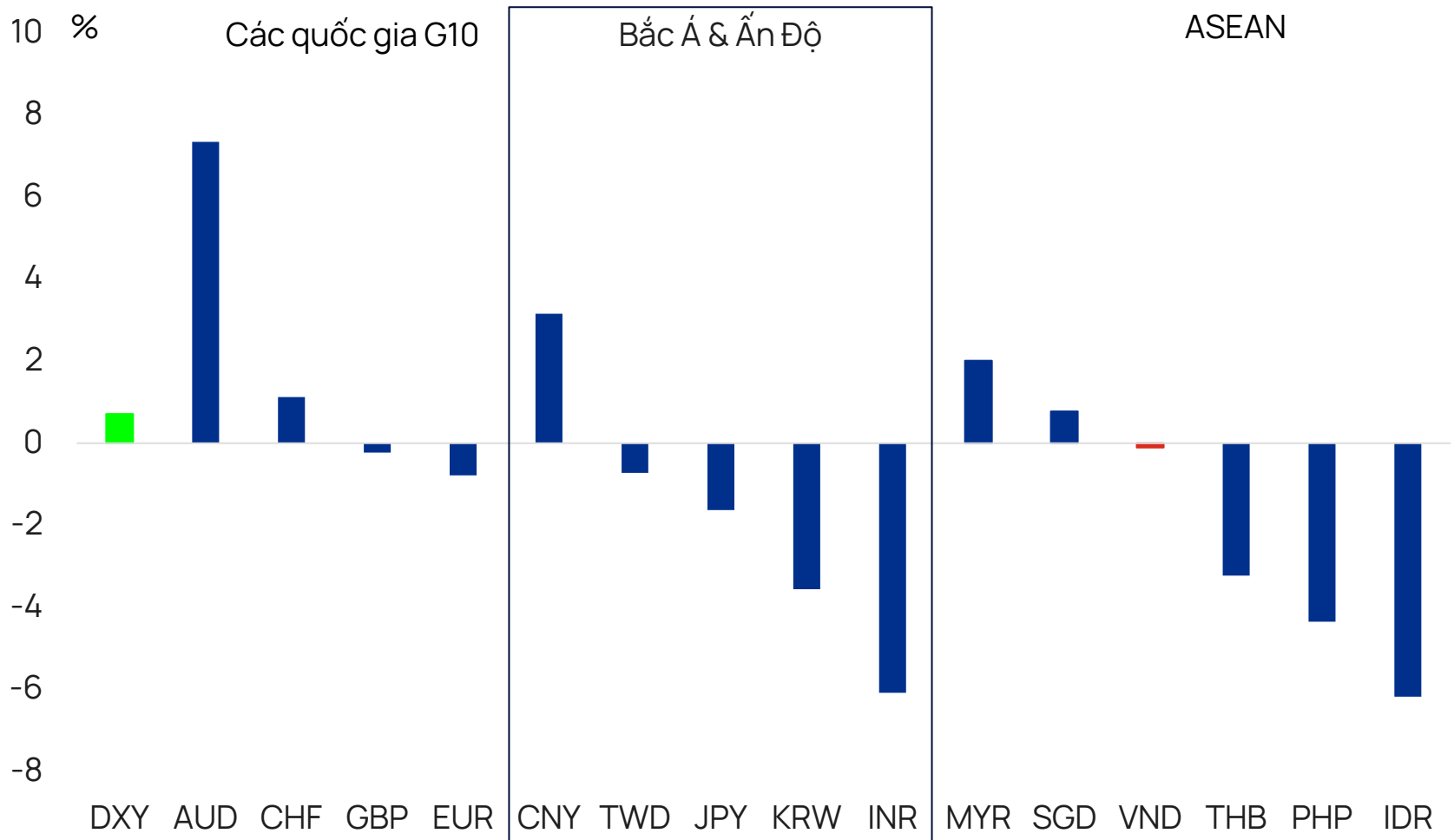


Đóng góp vào tăng trưởng doanh thu bán lẻ



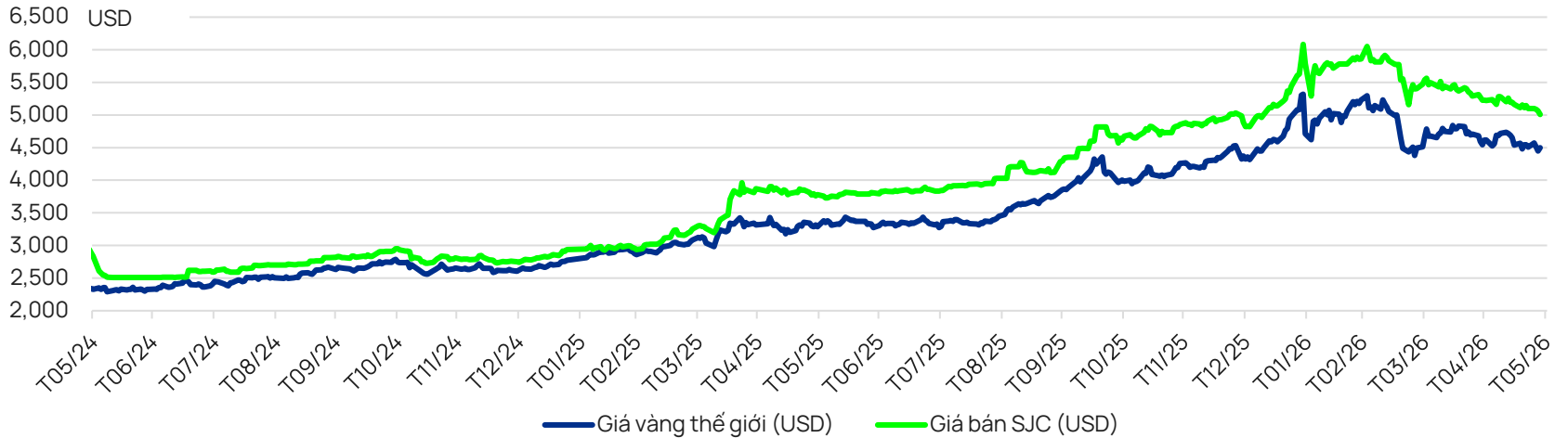
Tỷ giá USD/VND duy trì tương đối ổn định trong khi chỉ số DXY tăng

Tỷ giá các ngoại tệ so với USD kể từ đầu năm, tính đến 28/5/2026

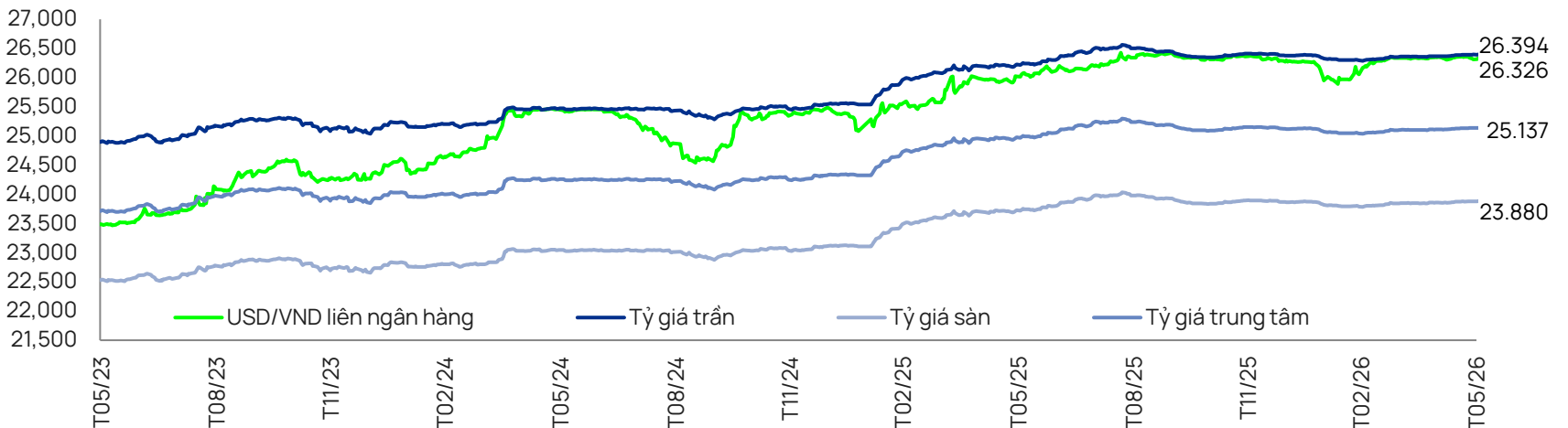


Giá vàng giảm giúp giảm áp lực đối với đồng VND

Giá vàng trong nước và quốc tế



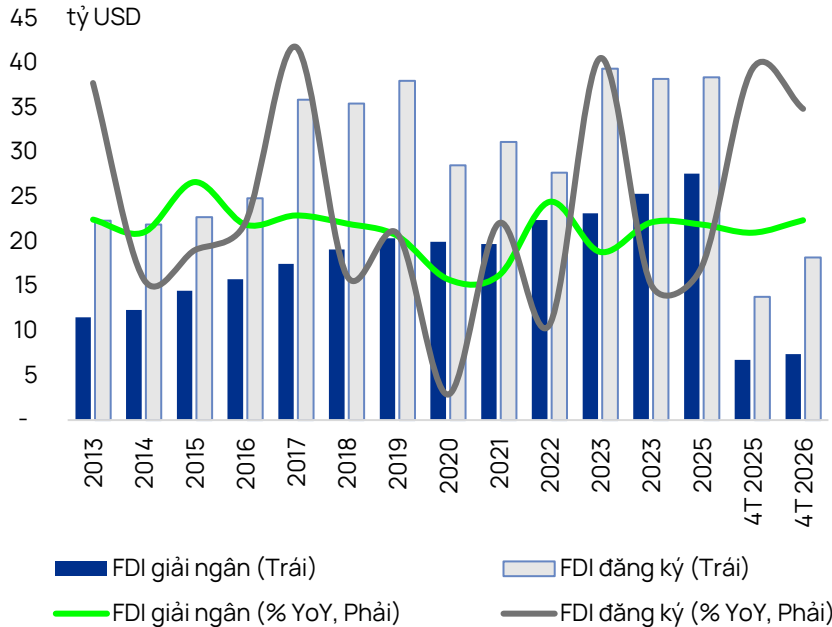
Tỷ giá USD/VND



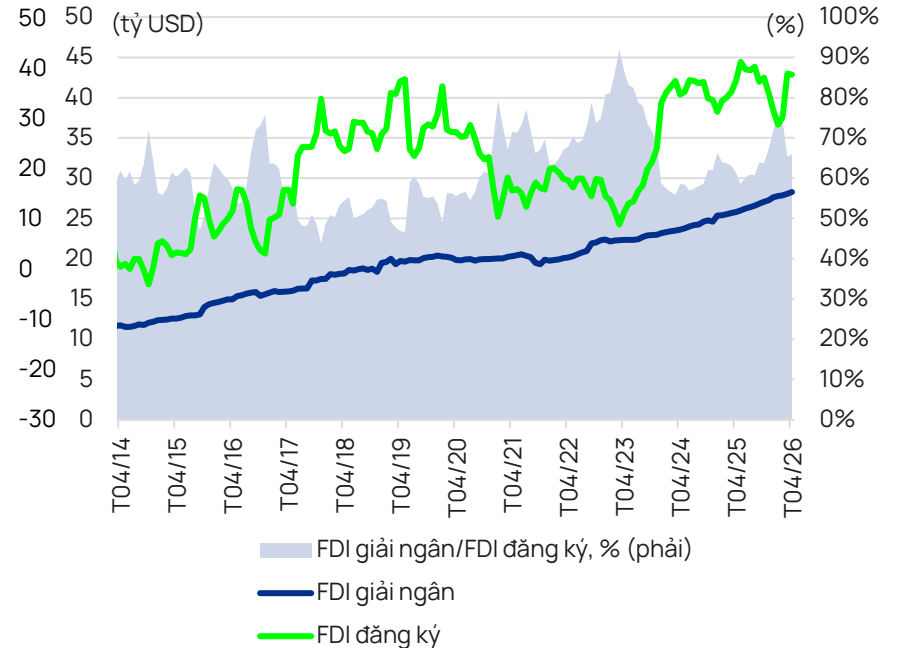
Phụ lục E – FDI & tăng trưởng mang tính cấu trúc

Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng (1)

Giải ngân và đăng ký FDI



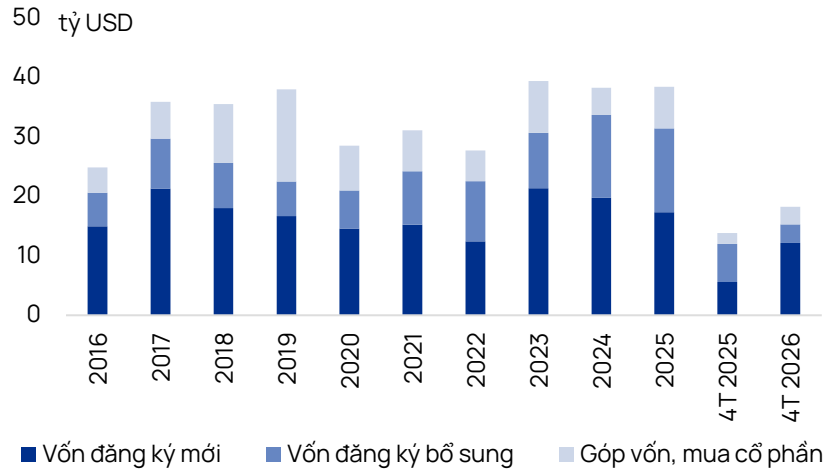
FDI giải ngân & đăng ký, tổng trượt 12 tháng



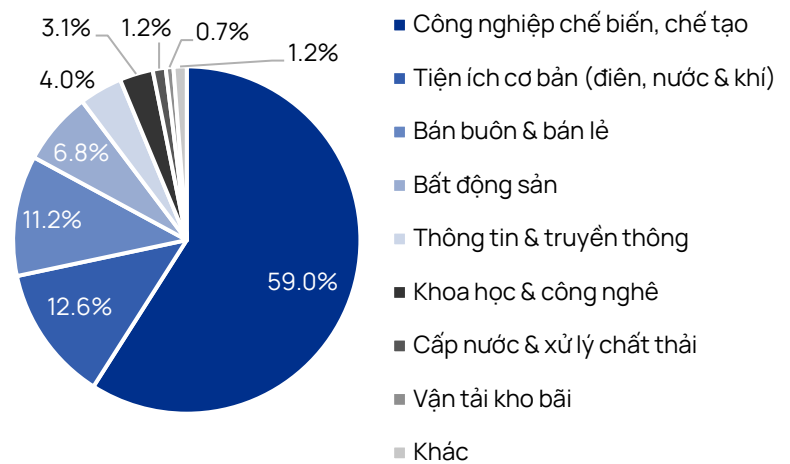
- Việt Nam tiếp tục giữ vị thế thuận lợi để thu hút dòng dịch chuyển chuỗi cung ứng trong khu vực
- Dòng vốn FDI duy trì ổn định bất chấp bất ổn bên ngoài (FDI 4T: đăng ký +32,0% / giải ngân +9,8%)
- Dòng vốn FDI gần đây tập trung ngày càng nhiều vào các lĩnh vực sản xuất có giá trị gia tăng cao hơn, đặc biệt là bán dẫn và điện tử công nghệ cao, bao gồm nhà máy đóng gói chip bán dẫn trị giá 4 tỷ USD của Samsung và dự án sản xuất bán dẫn trị giá 1,2 tỷ USD của Samsung Electro-Mechanics tại Thái Nguyên.

Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng (2)

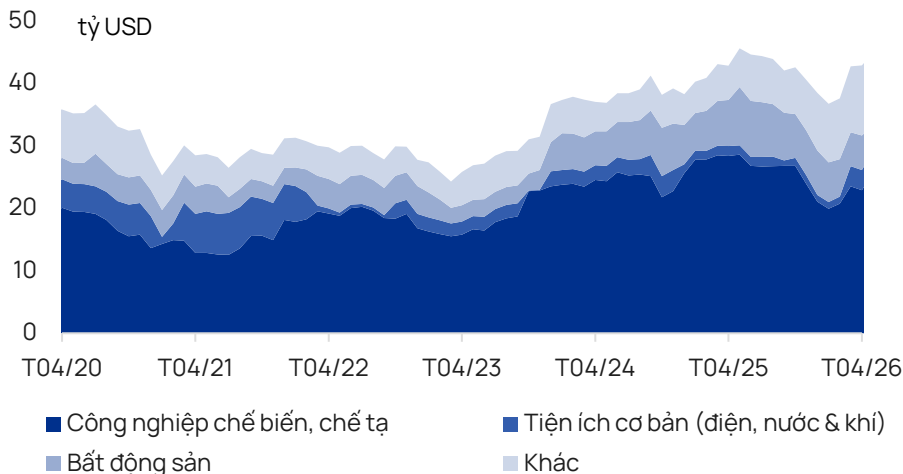
FDI đăng ký theo hình thức



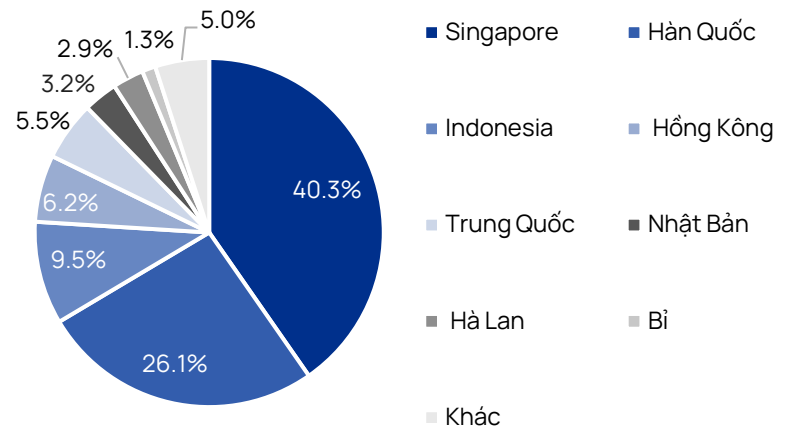
FDI đăng ký theo ngành trong 4T 2026



FDI đăng ký theo ngành (tổng trượt 12 tháng)



FDI đăng ký theo quốc gia/khu vực trong 4T 2025



Top dự án FDI theo giá trị đăng ký trong 4T 2026

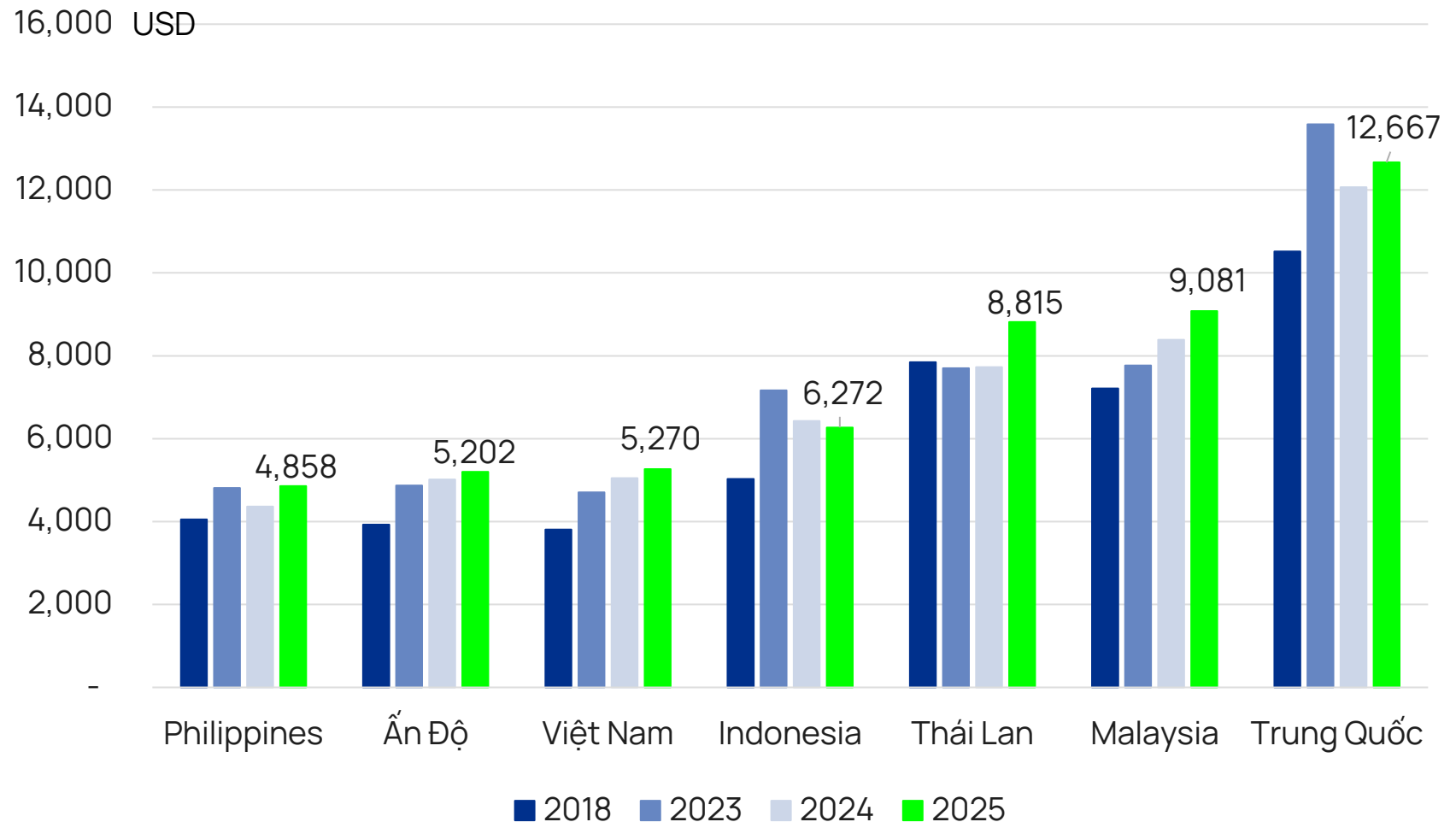
#	Dự án	Triệu USD	Quốc gia	Ngành	Địa điểm
1	Samsung Vietnam Semiconductor - Nhà máy đóng gói chip	4.000	Singapore	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Thái Nguyên
2	Dự án Nhà máy Nhiệt điện LNG Quỳnh Lập	2.200	Hàn Quốc	Điện, nước, khí đốt	Nghệ An
3	Góp vốn vào Công ty CP Đầu tư và Tài chính VLD	1.700	Indonesia	M&A	TP.HCM
4	Dự án sản xuất chip bán dẫn FCBGA của Samsung Electro Mechanics	1.200	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Thái Nguyên
5	Tăng vốn dự án Nhà máy Seojin Việt Nam	453	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Bắc Ninh
6	Tăng vốn dự án Nhà máy sản xuất lốp xe HAOHUA	400	Trung Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Đồng Nai
7	Dự án Nhà máy sản xuất thép không gỉ	380	Singapore	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Hà Tĩnh
8	Dự án nhà máy sản xuất vật liệu catốt graphite	282	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Thái Nguyên
9	Dowoosys Vina	130	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Thái Nguyên
10	Dự án TikTok Shop Việt Nam Co., Ltd.	125	Singapore	Thông tin và truyền thông	TP. Hồ Chí Minh
11	Nhà máy Jabil Technology Việt Nam Co., Ltd.	80	Singapore	Sản xuất, chế biến & chế tạo	Đồng Nai

Hội nhập toàn cầu tiếp tục là động lực thu hút FDI và thương mại

STT	Các hiệp định FTA	Trạng thái	Đàm phán	Đã ký	Có hiệu lực
1	Khu vực thương mại tự do ASEAN (AFTA)	Đã ký, có hiệu lực			1993
2	Hiệp định Hợp tác Kinh tế Toàn diện ASEAN-Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa	Đã ký, có hiệu lực			2003
3	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2007
4	Quan hệ đối tác kinh tế toàn diện ASEAN-Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2008
5	Hiệp định Đối tác Kinh tế Việt Nam - Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2009
6	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Ấn Độ	Đã ký, có hiệu lực			2010
7	Hiệp định thương mại tự do ASEAN-Úc và New Zealand	Đã ký, có hiệu lực			2010
8	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Chile	Đã ký, có hiệu lực			2014
9	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2015
10	Liên minh kinh tế Việt Nam-Á-Âu	Đã ký, có hiệu lực			2016
11	Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP)	Đã ký, có hiệu lực			01/2019
12	Hiệp định Thương mại Tự do ASEAN-Hồng Kông, Trung Quốc	Đã ký, có hiệu lực			6/2019
13	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-Liên minh Châu Âu (EVFTA)	Đã ký, có hiệu lực			8/2020
14	Hiệp định Thương mại Tự do Anh - Việt Nam	Đã ký, có hiệu lực			5/2021
15	Đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)	Đã ký, có hiệu lực			01/2022
16	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - Israel	Đã ký, có hiệu lực			7/2023
17	Hiệp hội Thương mại Tự do Việt Nam - Châu Âu (EFTA)	Đã bắt đầu đàm phán	5/2012		
18	ASEAN-Canada	Đã bắt đầu đàm phán	11/2021		
19	Việt Nam - UAE	Đã ký vào ngày 28/10/2024			

Chi phí lao động tại Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh

Tổng chi phí hàng năm cho một nhân công với 3 năm kinh nghiệm



Tái cơ cấu cấp Trung ương

1 Thủ tướng
5 Phó Thủ tướng

18 Bộ

4 Cơ quan ngang Bộ

8 Cơ quan trực
thuộc Chính phủ



Tăng 2

Phó Thủ tướng



Giảm 5 Bộ

Tăng 1 Bộ (mới)



Giảm 1

Cơ quan ngang Bộ



Giảm 3

Cơ quan trực thuộc Chính phủ

1 Thủ tướng
7 Phó Thủ tướng

14 Bộ

3 Cơ quan ngang Bộ

5 Cơ quan trực thuộc
Chính phủ

Tái cơ cấu cấp tỉnh

63 Tỉnh/Thành phố

696 Đơn vị cấp
quận/huyện

10.035 đơn vị cấp
phường/xã



Giảm 29 Tỉnh



Giảm toàn bộ



Giảm 60% - 70%

34 Tỉnh/Thành phố

Loại bỏ đơn vị hành
chính cấp quận/huyện

Khoảng 3.300 đơn vị
cấp phường/xã

Các chỉ thị chiến lược thúc đẩy tăng trưởng - Nghị quyết 57-NQ/TW/2025



Nghị quyết 57 xác định đổi mới công nghệ là động lực then chốt cho phát triển và nâng cao năng lực cạnh tranh kinh tế quốc gia

Mục tiêu đến năm 2030 bao gồm:

1. Phân bổ 2% GDP cho nghiên cứu và phát triển (R&D), trong đó hơn 60% do khu vực tư nhân tài trợ. Ít nhất 3% chi ngân sách nhà nước hàng năm được dành cho khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số, tăng dần theo từng năm.
2. Việt Nam lọt top 3 quốc gia Đông Nam Á và top 50 thế giới về chỉ số cạnh tranh kỹ thuật số và phát triển chính phủ điện tử. Đồng thời dẫn đầu Đông Nam Á về nghiên cứu và phát triển trí tuệ nhân tạo (AI) và trở thành trung tâm của một số ngành công nghệ số.
3. Kinh tế số chiếm tối thiểu 30% GDP. Hơn 80% người dân và doanh nghiệp sử dụng dịch vụ công trực tuyến; 80% giao dịch thanh toán không dùng tiền mặt.
4. Đạt 12 nhà nghiên cứu trên 10.000 dân. Xây dựng 40-50 tổ chức khoa học và công nghệ được xếp hạng khu vực và toàn cầu.
5. Phát triển hạ tầng số tiên tiến với dung lượng siêu lớn và băng thông siêu rộng, ngang tầm các quốc gia tiên tiến. Phủ sóng 5G toàn quốc. Xây dựng thành phố thông minh tại các thành phố trực thuộc Trung ương và một số tỉnh có điều kiện phù hợp. Thu hút ít nhất ba tổ chức hoặc doanh nghiệp công nghệ hàng đầu thế giới đặt trụ sở và đầu tư nghiên cứu, sản xuất tại Việt Nam.

Các chỉ thị chiến lược thúc đẩy tăng trưởng - Nghị quyết 68-NQ/TW/2025

Nghị quyết 68 xác định kinh tế tư nhân là động lực tăng trưởng chủ đạo trong tương lai

2025	2030	2045
<ul style="list-style-type: none">Hơn 940.000 doanh nghiệpChủ yếu là DN vừa & nhỏ~50% GDP	 <ul style="list-style-type: none">2 triệu doanh nghiệp20 tập đoàn lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu~55% - 58% GDP	 <ul style="list-style-type: none">3 triệu doanh nghiệpHội nhập sâu vào chuỗi cung ứng toàn cầuTrên 60% GDP

Các giải pháp trọng tâm

- Xác định kinh tế tư nhân là động lực tăng trưởng kinh tế chủ đạo.
- Đảm bảo bảo vệ đầy đủ quyền tài sản, tự do kinh doanh và cạnh tranh bình đẳng. Đẩy nhanh cải cách khung pháp lý, cắt giảm 30% thủ tục, điều kiện kinh doanh và chi phí tuân thủ.
- Cải thiện khả năng tiếp cận đất đai, vốn và nguồn nhân lực chất lượng cao cho khu vực tư nhân.
- Thúc đẩy khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số, chuyển đổi xanh, với các ưu đãi thuế, hỗ trợ R&D, v.v.
- Tăng cường liên kết giữa các doanh nghiệp tư nhân, và giữa doanh nghiệp tư nhân, nhà nước và FDI.
- Phát triển và mở rộng quy mô doanh nghiệp tư nhân vừa và lớn, hình thành các tập đoàn kinh tế tư nhân có sức cạnh tranh khu vực và toàn cầu.
- Hỗ trợ thiết thực và hiệu quả cho doanh nghiệp siêu nhỏ, nhỏ và hộ kinh doanh.
- Đề cao đạo đức kinh doanh, thúc đẩy trách nhiệm xã hội và tạo môi trường thuận lợi để doanh nhân tích cực tham gia quản trị quốc gia.

Chỉ thị chiến lược thúc đẩy tăng trưởng

Nghị quyết 57

Đổi mới công nghệ là động lực thúc đẩy tăng trưởng

Tháng 12/2024

Các sáng kiến chiến lược



Cải cách hệ thống

Loại bỏ rào cản, đẩy mạnh đổi mới



Nguồn nhân lực

Phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao



Phát triển hạ tầng số

Nền tảng cho tiến bộ công nghệ



Áp dụng công nghệ

Áp dụng ở tất cả các khu vực kinh tế quan trọng

Nghị quyết 68

Đẩy mạnh tăng trưởng khu vực kinh tế tư nhân

Tháng 5/2025

Các sáng kiến chiến lược



Loại bỏ quan điểm cũ

Xóa bỏ định kiến về kinh tế tư nhân



Giảm gánh nặng hành chính



Tăng cường bảo vệ pháp lý

Đối với quyền sở hữu và tự do kinh doanh



Tăng cường khả năng tiếp cận nguồn lực

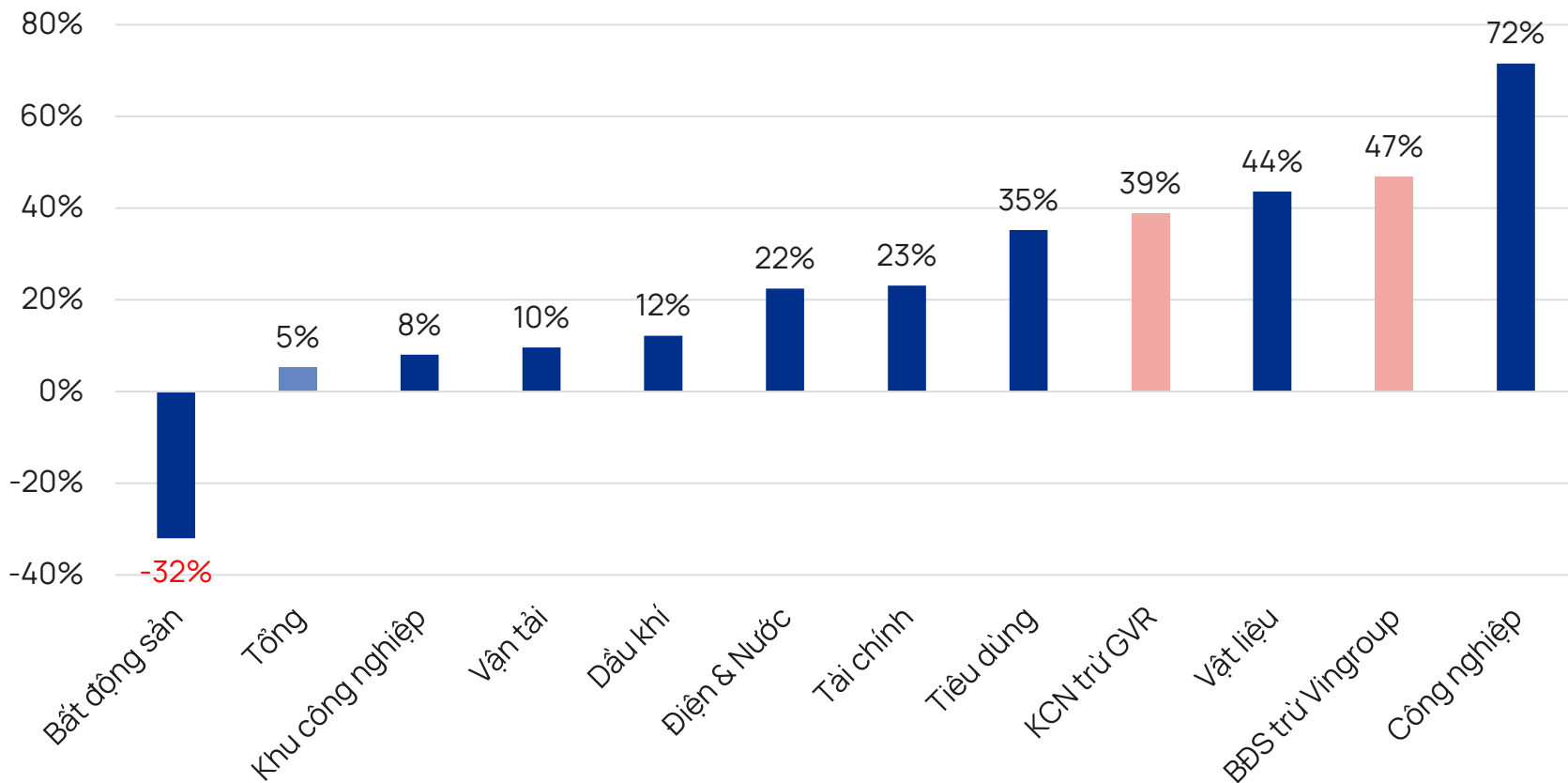
Triển vọng Thị trường

Mục tiêu VN-Index cuối năm 2026 được điều chỉnh về mức 1.955 điểm, trong khi mục tiêu cho năm 2027 được xác định tại mức 2.280 điểm

Mục tiêu chỉ số VN-Index của Vietcap

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
VN-Index (thực tế/mục tiêu của Vietcap)	1.498	1.007	1.130	1.267	1.784	1.955	2.280
Thay đổi, %	36%	-33%	12%	12%	41%	10%	17%
EPS (BBG thực tế*/Vietcap dự báo)	76,7	82,9	78,6	84,8	102,9	124,0	145,0
Thay đổi, %	67%	8%	-5%	8%	21%	20%	17%
P/E của VN-Index tại 1.884 (x)					18,3	15,2	13,0
Tỷ lệ tăng, %						4%	21%
P/E trượt theo thực tế/mục tiêu, x	19,5	12,2	14,4	14,9	17,3	15,8	15,7
P/E dự phóng 12T theo thực tế/mục tiêu, x	18,1	12,8	13,3	12,3	14,4	13,5	N/A

Danh mục theo dõi của Vietcap: Tổng mức sinh lời dự phóng 12T theo ngành*



- Được tính theo phương pháp tỷ trọng vốn hóa thị trường và dựa trên phân loại ngành của Vietcap, vốn có thể khác biệt so với phân loại ngành theo GICS và ICB.
- Danh mục theo dõi ngành bất động sản không bao gồm các công ty thuộc Tập đoàn Vingroup (VIC, VHM, VRE) và danh mục theo dõi ngành khu công nghiệp không bao gồm GVR được thể hiện nhằm mục đích so sánh.

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Cổ phiếu ưa thích theo ngành

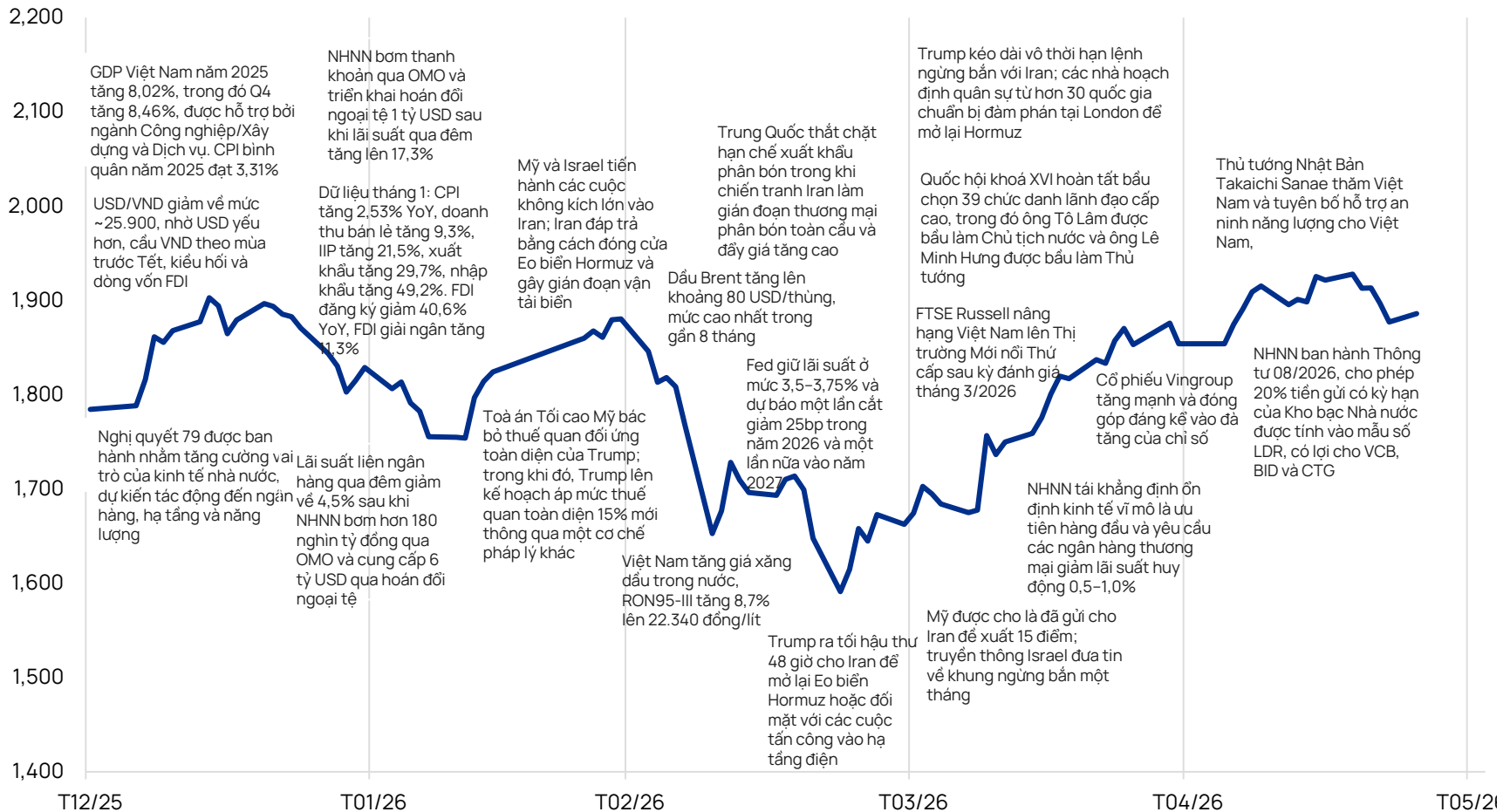
Ngành	Lựa chọn hàng đầu	Luận điểm ngành
Tài chính - Ngân hàng	CTG, MBB	Trong bối cảnh vĩ mô khó khăn hơn, các ngân hàng quy mô lớn với chất lượng tài sản tốt và nền tảng huy động vốn vững chắc có lợi thế vượt trội hơn
Tiêu dùng	MSN, MWG	Các doanh nghiệp dẫn đầu vượt trội khi ngành tiếp tục đà tăng trưởng; Động lực mạnh hơn cho bán lẻ hiện đại
Bất động sản	KDH	Giao dịch sơ cấp duy trì tăng trưởng so cùng kỳ, nhờ triển khai hạ tầng tiến triển và các ưu đãi bán hàng hấp dẫn từ chủ đầu tư để bù đắp lãi suất vay mua nhà tăng
Khu công nghiệp	IDC	Doanh số cho thuê đất phục hồi, hỗ trợ bởi dòng vốn FDI sản xuất bền vững và triển vọng thuế quan rõ ràng hơn
Vật liệu	HPG	Nhu cầu nội địa được thúc đẩy bởi chi tiêu đầu tư công mạnh và phục hồi bất động sản; biên lợi nhuận được hỗ trợ bởi chênh lệch giá đầu vào - đầu ra thuận lợi
Công nghiệp	DHC	Tăng trưởng xuất khẩu từ đầu năm khả quan nhưng bị hạn chế bởi rủi ro điều chỉnh thuế của Mỹ, doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững và ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ
Vận tải	GMD	Cảng biển trở thành ngành đầu tư hấp dẫn nhất, nơi các cảng chất lượng cao ở vị trí chiến lược cung cấp khả năng phòng thủ trước biến động thương mại toàn cầu
Dầu khí	PVS	Chu kỳ thăm dò và khai thác (E&P) thượng nguồn mới được thúc đẩy bởi các yêu cầu về an ninh năng lượng; các chính sách hỗ trợ chi phí đầu tư XDCB tăng mạnh
Điện & Nước	POW	Hiệu quả chi phí đầu tư XDCB của Nhơn Trạch 3&4, nhu cầu điện quốc gia ngày càng tăng, các yếu tố hỗ trợ từ thời tiết El Nino; mở rộng công suất nhờ các chính sách hỗ trợ được liên tục triển khai

- Ø Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của các nhà phân tích Vietcap được trình bày như trong bảng trên.
- Ø Đây không phải là “danh mục đầu tư tiêu chuẩn”. Có rất nhiều loại vốn hóa thị trường và tính thanh khoản giao dịch hàng ngày giữa các cổ phiếu được hiển thị và chúng tôi không cố gắng cân bằng vốn hóa thị trường giữa các ngành hoặc liên quan đến trọng số chỉ số.
- Ø Vui lòng tham khảo các mục Ngành trong báo cáo này để biết thêm chi tiết về các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.
- Ø Danh mục cổ phiếu lựa chọn hàng đầu đầy đủ hơn được trình bày trong báo cáo chiến lược từng ngành.

Nguồn: Vietcap tổng hợp (công nghệ được gộp vào Tiêu dùng do số lượng cổ phiếu công nghệ niêm yết tại Việt Nam còn hạn chế).

VN-Index tiếp tục tăng trong 5T 2026 trong bối cảnh nhiều yếu tố tích cực

VN-Index và các sự kiện quan trọng trong 5T 2026



Việc FTSE chính thức nâng hạng Việt Nam lên Thị trường Mới nổi Thứ cấp kỳ vọng thu hút dòng vốn ngoại đáng kể



Ước tính dòng vốn ngoại:
1-2 tỷ USD từ quỹ thụ động + 5-6 tỷ USD từ quỹ chủ động

Lộ trình nâng hạng Thị trường Mới nổi của MSCI

- MSCI dự kiến công bố kết quả Đánh giá Khả năng Tiếp cận Thị trường Toàn cầu 2026 vào **ngày 19/6** và Đánh giá Phân loại Thị trường Thường niên 2026 vào **ngày 24/6**. Kết quả sau sẽ cho biết liệu MSCI có chính thức khởi động tham vấn về khả năng nâng hạng Việt Nam từ Thị trường Cận biên lên Thị trường Mới nổi hay không (tức đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng).
- Theo quan sát của chúng tôi, các rào cản còn lại và tình trạng cải cách mới nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm:

Cơ chế Đối tác Thanh toán Trung tâm (CCP)

Yêu cầu ký quỹ trước đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài đã được bãi bỏ vào tháng 11/2024; tuy nhiên, đây chỉ là giải pháp ngắn hạn. Vào tháng 5/2026, UBCKNN đã công bố lộ trình triển khai cơ chế CCP với mục tiêu thực hiện trong quý 1/2027.

Tài khoản Giao dịch Tổng hợp (OTA)

Giao dịch tổng hợp hiện chưa được phép tại Việt Nam. Cơ chế này sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả khớp lệnh bằng cách gộp nhiều lệnh cùng mã cổ phiếu thành một lệnh duy nhất cho cùng một khách hàng. UBCKNN đã xây dựng mô hình dự thảo vào cuối năm 2025; tuy nhiên, cần tiếp tục hoàn thiện để đáp ứng yêu cầu của các nhà đầu tư tổ chức quốc tế.

Giới hạn Sở hữu Nước ngoài (FOL)

Theo đánh giá năm 2025 của MSCI, các công ty trong một số ngành có điều kiện và nhạy cảm phải chịu FOL từ 0%-75% (ví dụ: 30% đối với ngân hàng). Các giới hạn này vẫn ảnh hưởng đến hơn 10% vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam. Tháng 9/2025, Chính phủ ban hành Nghị định 245/2025/NĐ-CP ngăn doanh nghiệp tự đặt FOL thấp hơn mức tối đa theo quy định. Chúng tôi cho rằng việc nới lỏng FOL không nhất thiết là yêu cầu bắt buộc và sẽ phụ thuộc vào phản hồi của các nhà đầu tư quốc tế đối với MSCI. Ví dụ, cổ phiếu A-Share Trung Quốc được đưa vào MSCI Thị trường Mới nổi năm 2018 dù FOL chính thức vẫn là 30%.

Cập nhật An ninh Năng lượng Việt Nam: Nguồn cung ổn định trong ngắn hạn, rủi ro tiềm ẩn trong nửa cuối năm

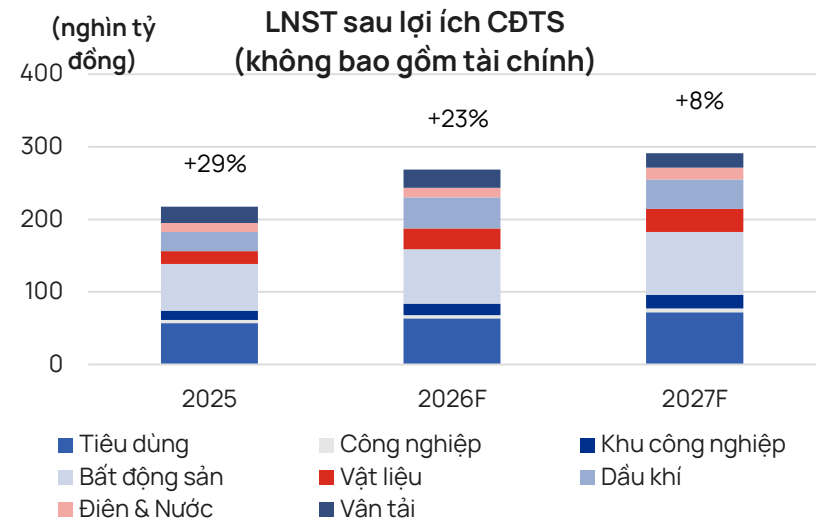
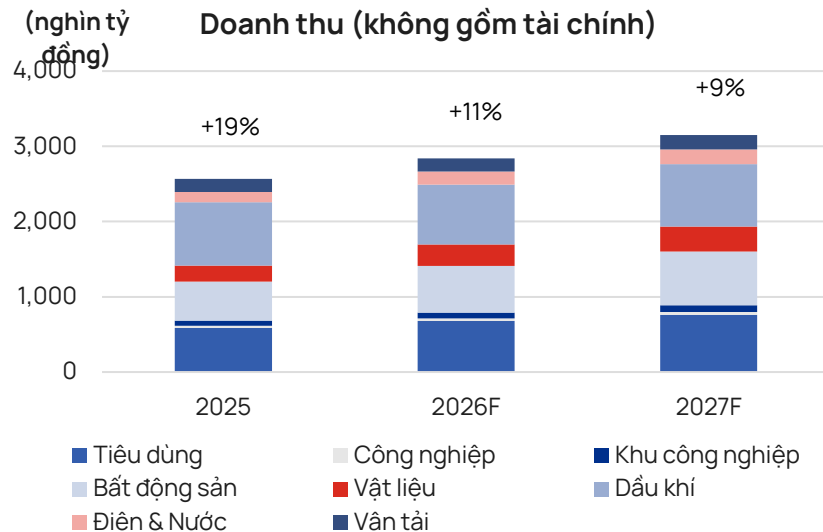
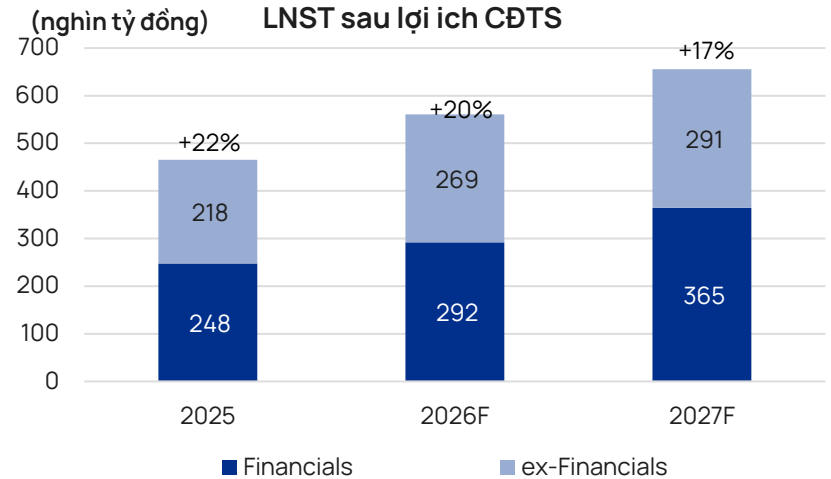
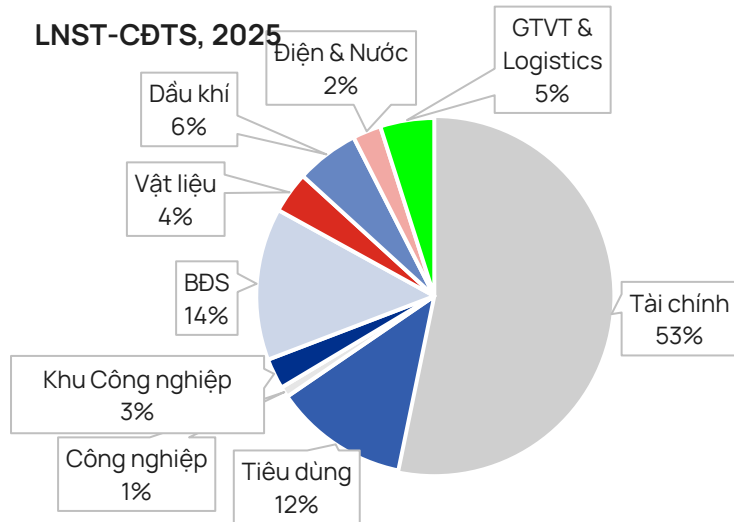
- Tiêu thụ năng lượng cuối cùng của Việt Nam tập trung chủ yếu vào xăng dầu (35%), điện (30%) và than (26%) theo số liệu năm 2023. Dù phụ thuộc cơ cấu vào nhập khẩu – nhập 50–60% dầu thô (chủ yếu từ Kuwait và Trung Đông) và 30% sản phẩm dầu tinh luyện – nguồn cung năng lượng ngắn hạn của Việt Nam vẫn rất an toàn đến cuối tháng 7/2026.
- Dầu thô & Xăng dầu tinh luyện (đảm bảo đến giữa và cuối tháng 7) thông qua đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào – bao gồm lô dầu thô Iraq dự kiến về cuối tháng 5 – Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (NSRP) đã đảm bảo nguồn dầu thô đến giữa tháng 7. Dự trữ xăng dầu toàn hệ thống ở mức cao 50–60 ngày. Các nhà phân phối lớn PLX và OIL đóng vai trò bình ổn hệ thống.
- Nếu NSRP bất ngờ ngừng hoạt động vào tháng 7, Việt Nam có thể đối mặt với thâm hụt cung 5–20% do giá cả cực cao và nguồn cung khan hiếm chứ không phải tắc nghẽn logistics. Tuy nhiên, các biện pháp giảm thiểu đã được xác định rõ: mở rộng kênh nhập khẩu (Úc, Malaysia, Hàn Quốc), áp dụng bắt buộc xăng sinh học E10 (có thể tăng tự chủ xăng lên 14%), và đàm phán cấp chính phủ cho sản phẩm Nga.
- Sản xuất điện (đủ đáp ứng trong nửa đầu năm, rủi ro El Niño gia tăng trong nửa cuối năm). Cơ cấu nguồn điện vẫn phụ thuộc nhiều vào nhiệt điện than (47%) và thủy điện (32%). Nguồn cung nửa đầu năm 2026 tương đối đầy đủ dù nhu cầu tăng mạnh (+8,7% YoY trong 5 tháng đầu năm). Than và LNG được đảm bảo đến hết quý 3, dự trữ thủy điện ở mức tương đối tốt.
- Tuy nhiên, nửa cuối năm 2026 tiềm ẩn rủi ro nếu dự báo chuyển từ La Niña sang El Niño (bắt đầu tháng 5/2026) trùng với nguồn cung than và LNG toàn cầu thắt chặt. Để phòng ngừa thiếu hụt mùa khô, EVN đang tích cực bảo tồn tài nguyên. Các biện pháp chiến lược bao gồm ưu tiên khí đốt trong nước và LNG giá thấp mua trước xung đột Trung Đông, đồng thời tạm giảm công suất các nhà máy nhiệt điện than nhập khẩu 100% để bảo toàn nhiên liệu dự phòng cho mùa khô.

Các ngành thuộc danh mục theo dõi của Vietcap: Dự báo tổng tăng trưởng & biên lợi nhuận giai đoạn 2025–2027

Tổng quan danh mục theo dõi của Vietcap theo ngành

Ngành	Doanh thu, YoY			Biên lợi nhuận ròng			LNST sau lợi ích CĐTS, YoY		
	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
Tài chính	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17%	18%	25%
Tiêu dùng	7%	16%	12%	10%	9%	9%	14%	11%	13%
Công nghiệp	12%	15%	15%	16%	15%	15%	10%	7%	17%
KCN	15%	14%	13%	19%	20%	21%	37%	21%	19%
Bất động sản	59%	19%	15%	12%	12%	12%	49%	17%	15%
Vật liệu	4%	36%	16%	8%	10%	10%	25%	63%	11%
Dầu khí	18%	-5%	4%	3%	5%	5%	39%	60%	-5%
Điện & Nước	13%	27%	12%	9%	8%	9%	53%	10%	25%
GTVT & Logistics	13%	-1%	10%	13%	14%	10%	5%	10%	-21%
Tổng cộng	nm	nm	nm	nm	nm	nm	22%	20%	17%
Phi tài chính	19%	11%	11%	8%	9%	9%	29%	23%	8%

Tổng doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS của danh mục theo dõi của Vietcap theo ngành



P/E trượt 12T của VN-Index dưới mức trung bình 10 năm

P/E trượt của VN-Index (x)



P/E trượt 12T của VN-Index (không gồm VIN) thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 10 năm

P/E trượt 12T của VN-Index (không gồm VIN) (x)



P/E dự phóng 12T của VN-Index đang nằm ở mức trung bình 10 năm

P/E dự phóng 12T (x)



P/E dự phóng 12T của VN-Index (không gồm VIN) dưới mức trung bình 10 năm

P/E dự phóng 12T (không gồm VIN) (x)



P/B trượt của VN-Index hiện ở mức trung bình 10 năm

P/B trượt của VN-Index (x)



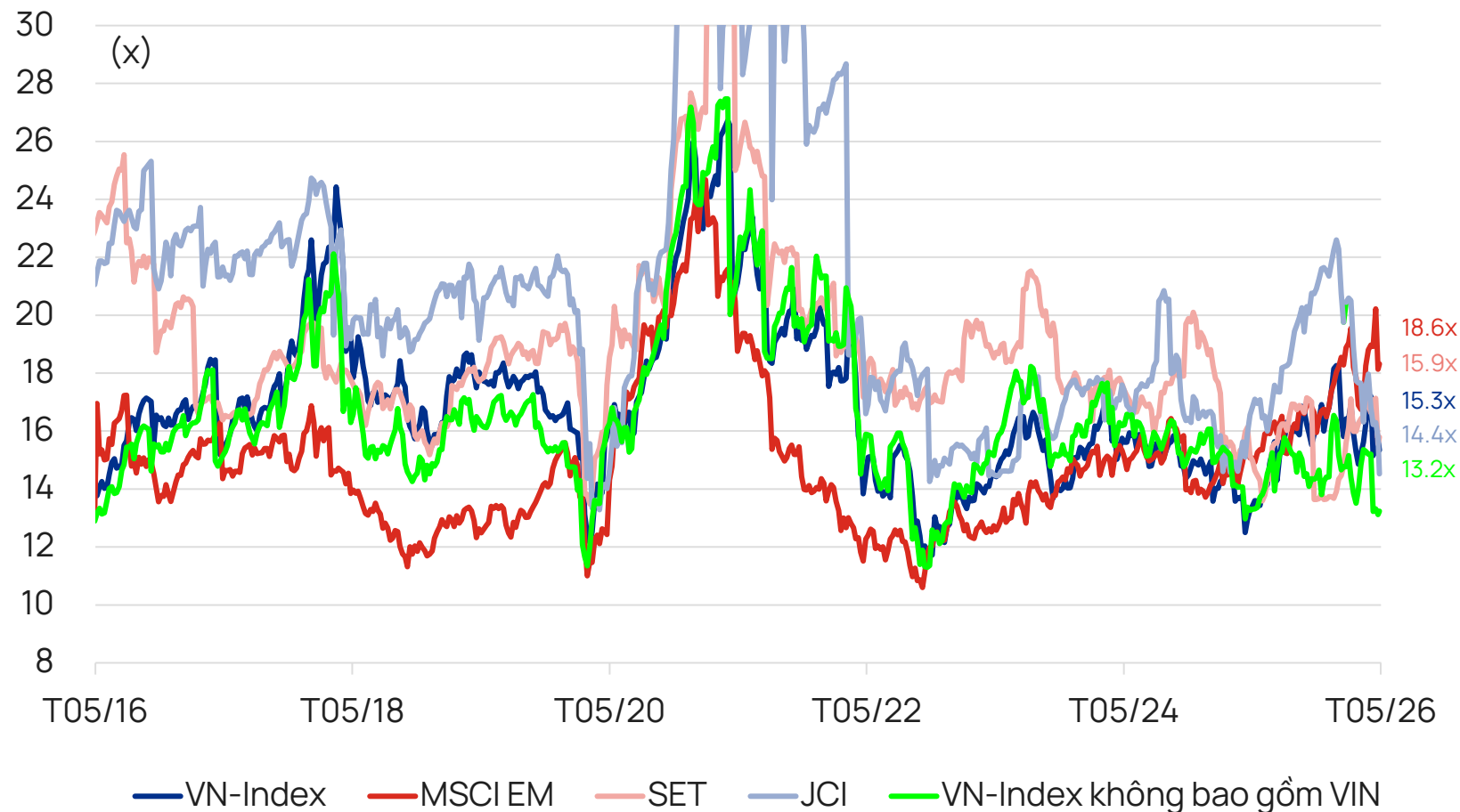
P/B trượt của VN-Index (không gồm VIN) hiện dưới mức trung bình 10 năm

P/B trượt của VN-Index (không gồm VIN) (x)

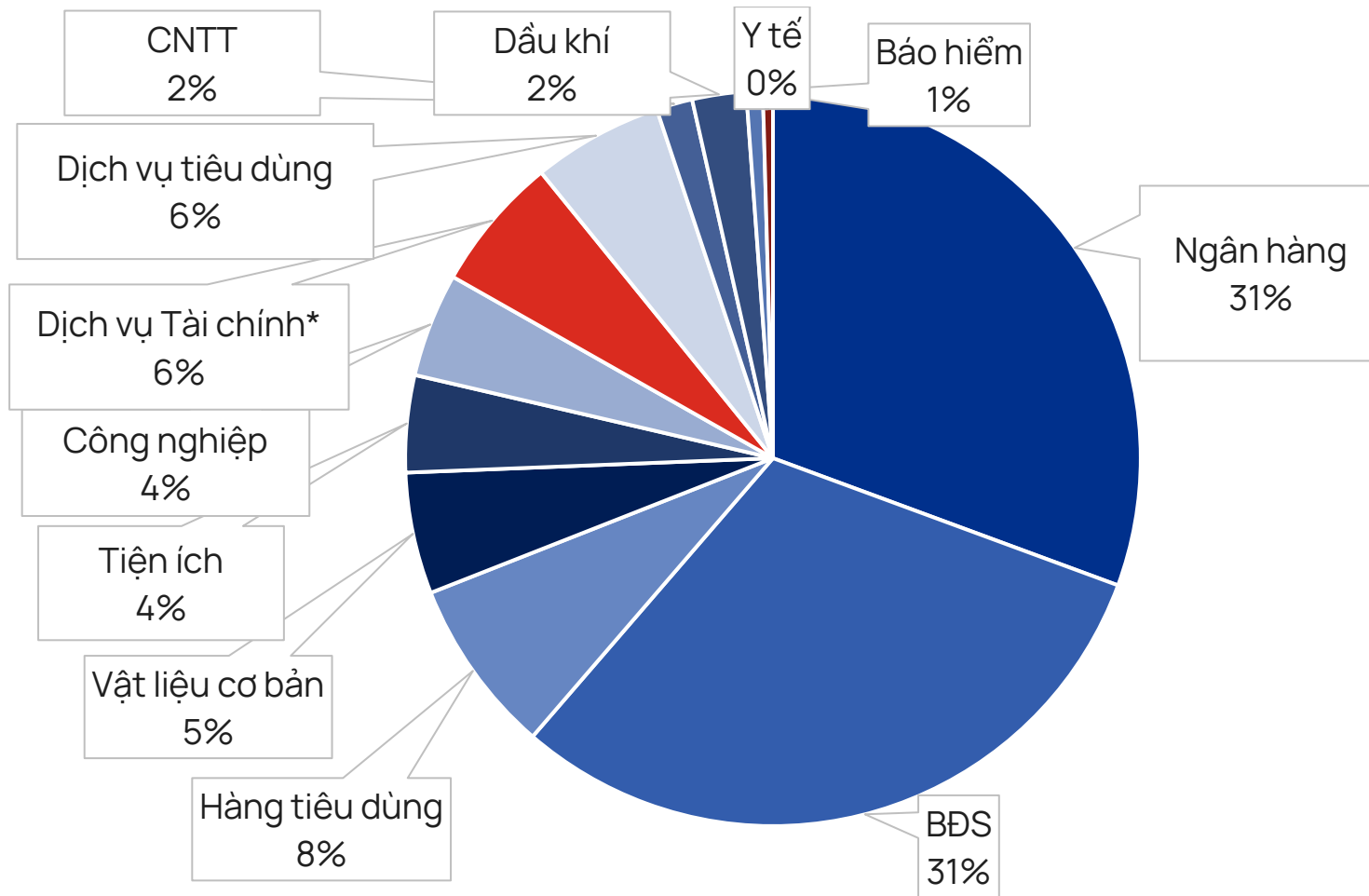


P/E trượt 12T của VN-Index dưới GEM & Thái Lan, P/E trượt 12T không gồm VIN dưới GEM & và các quốc gia TIP

P/E trượt 12T(x)

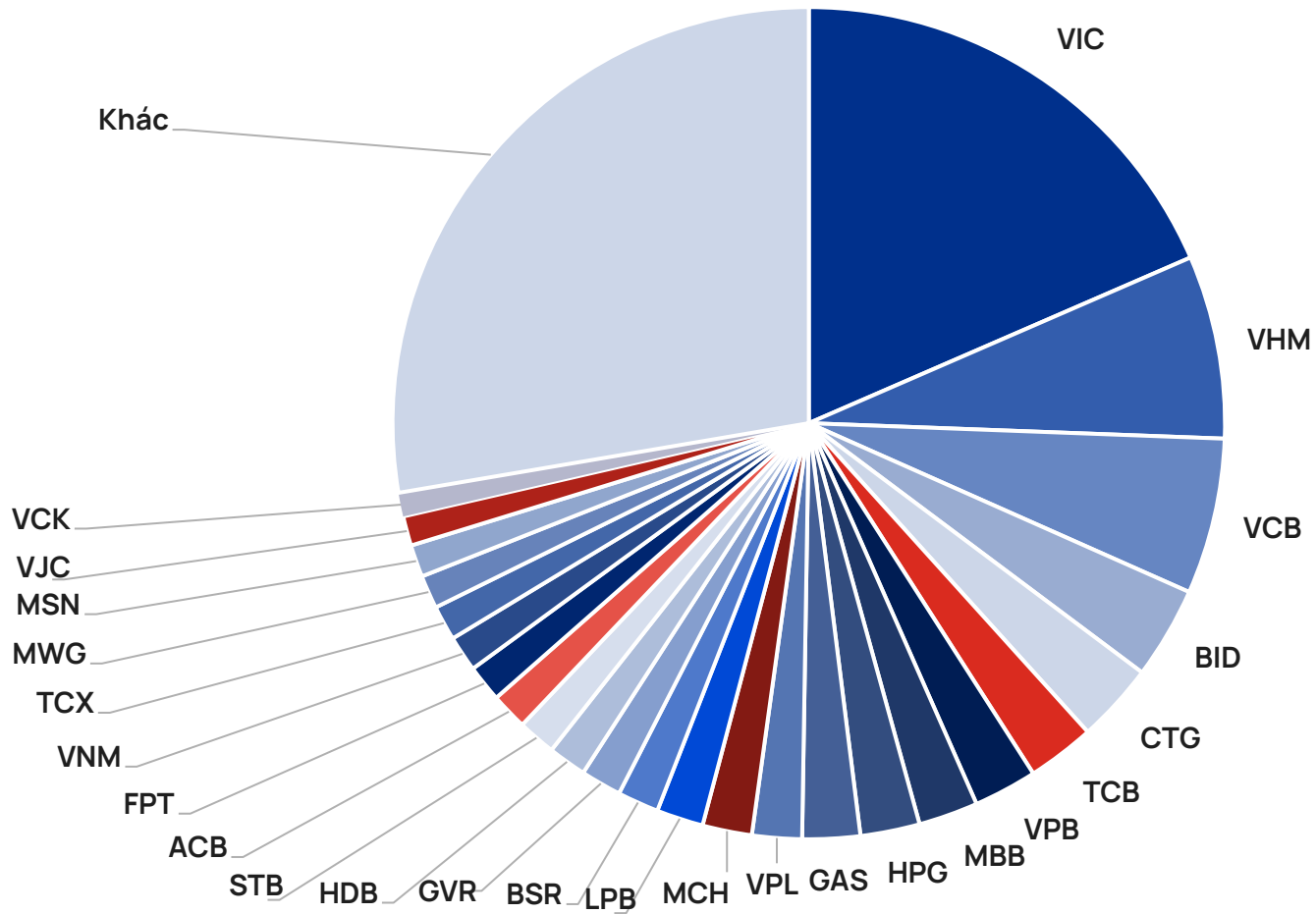


VN-Index theo phân loại ngành của ICB

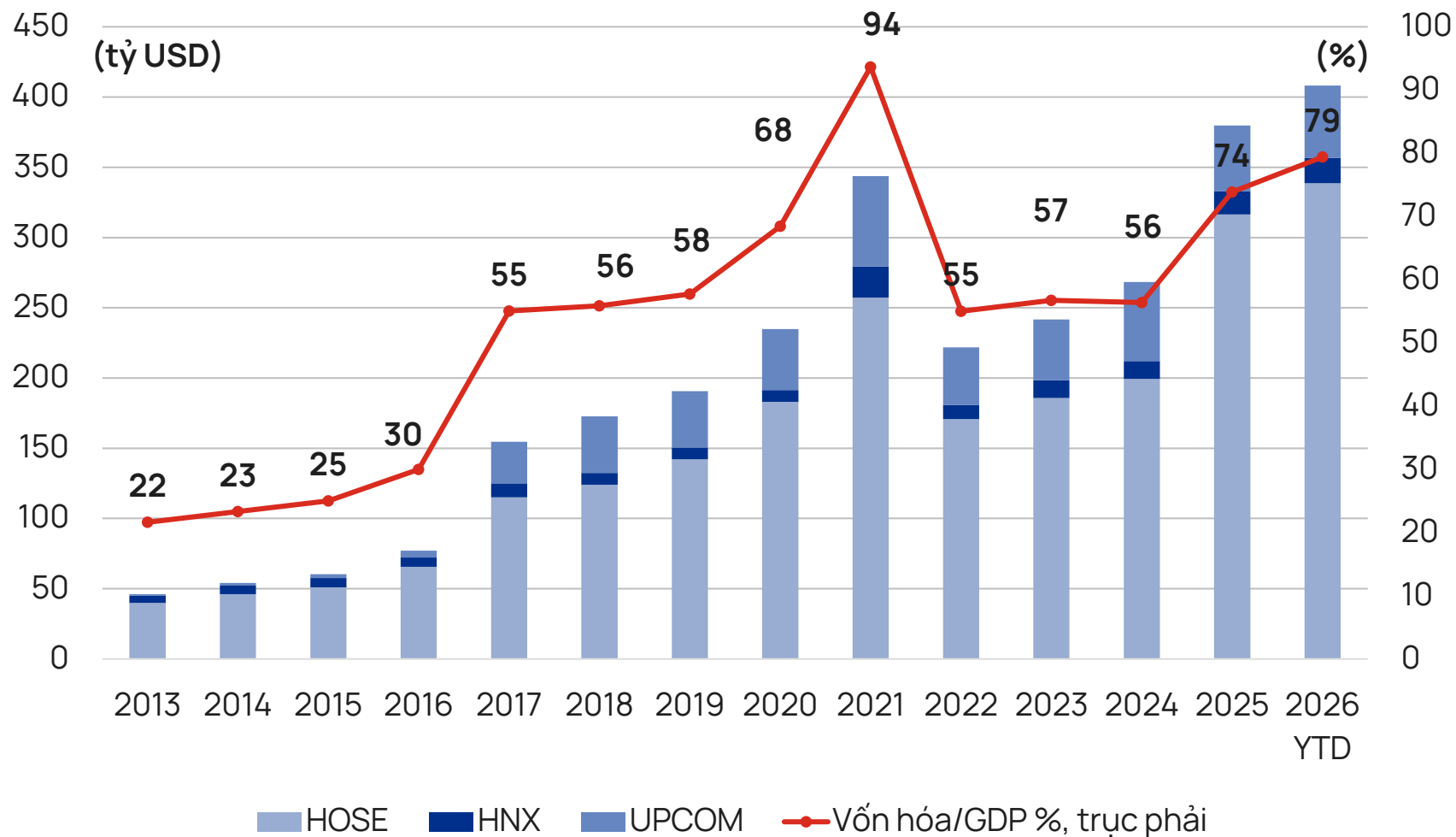


Phụ lục: Dữ liệu thị trường

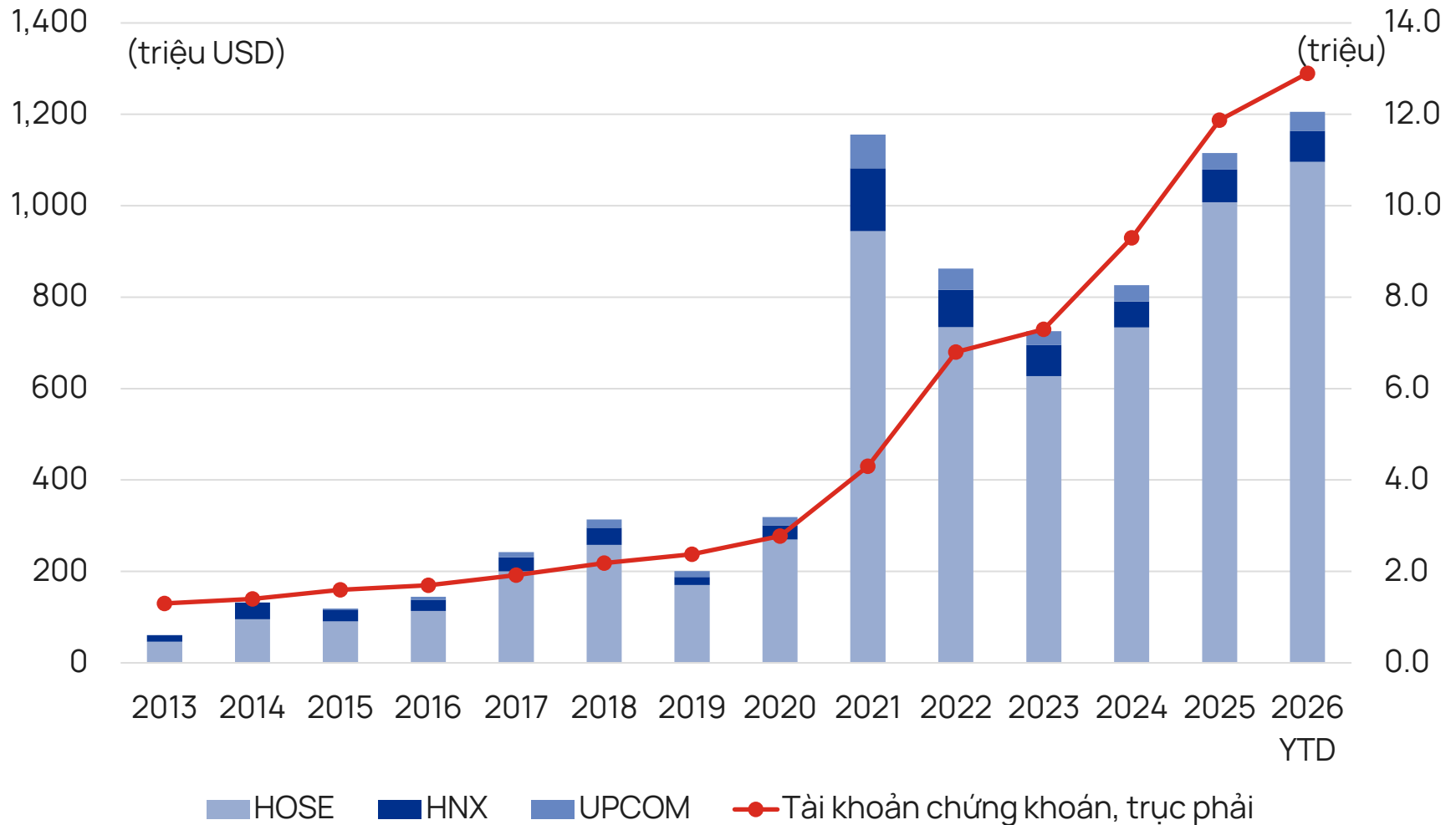
Cơ cấu giá trị vốn hóa của các cổ phiếu trong VN-Index



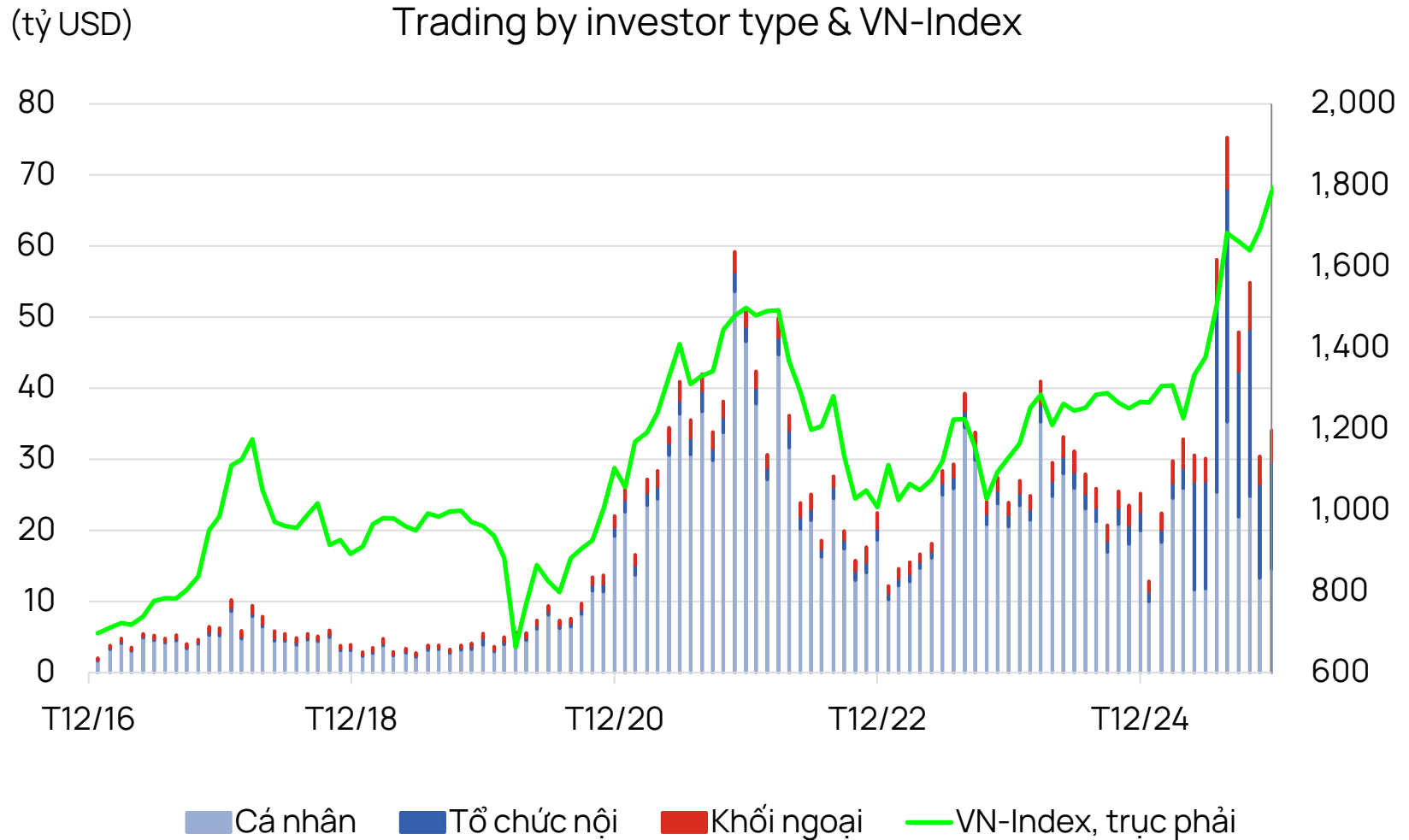
Tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường đạt 408 tỷ USD tính đến ngày 26/5/2026



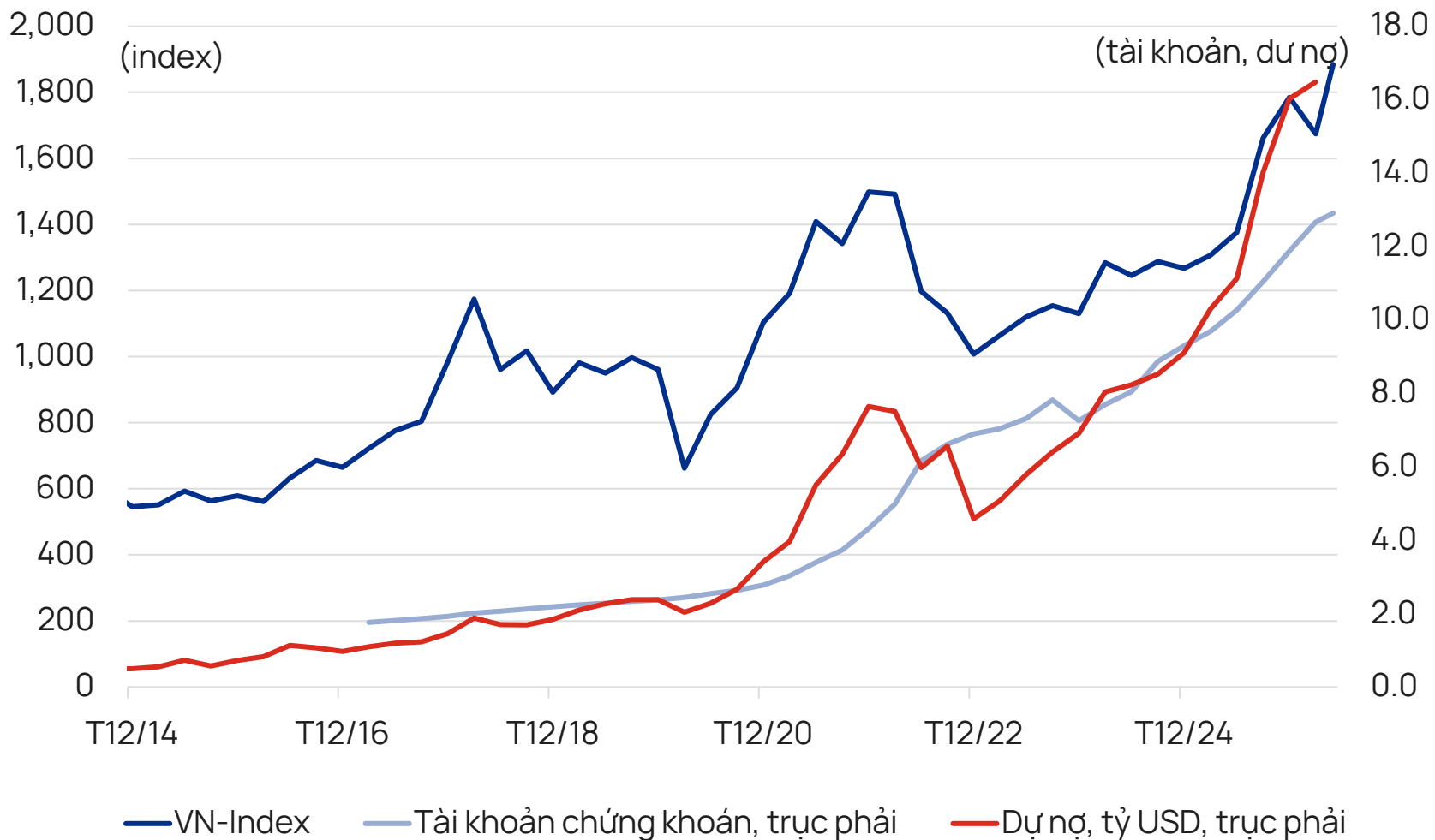
Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày (GTGD TB) & số tài khoản chứng khoán



Giá trị giao dịch hàng tháng theo nhóm nhà đầu tư & VN-Index



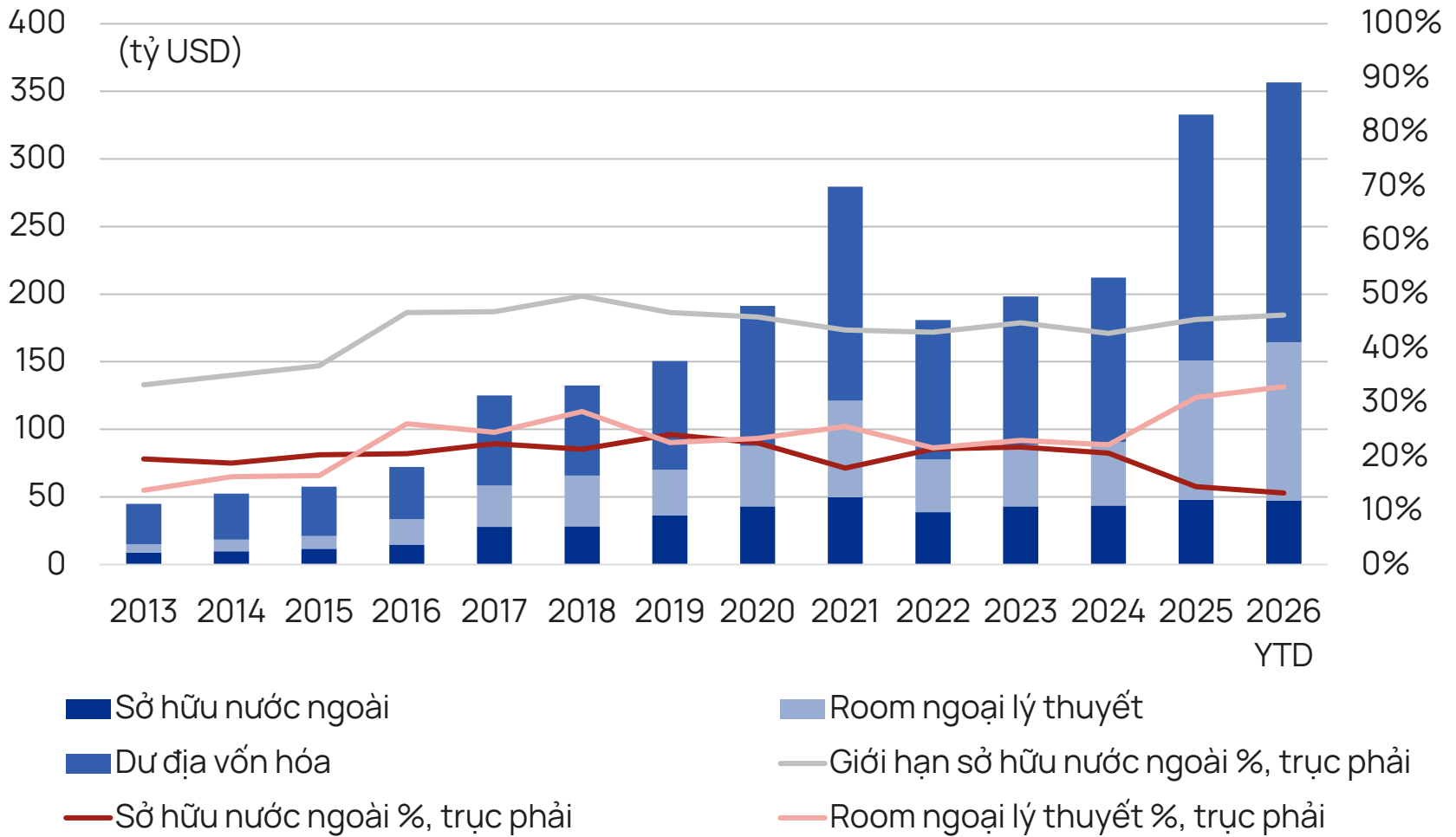
Dư nợ cho vay ký quỹ, số tài khoản chứng khoán & VN-Index



Khối ngoại bán ròng 2,1 tỷ USD tính từ đầu năm khi VN-Index tăng điểm



Trần sở hữu nước ngoài và tỷ lệ còn lại (HSX & HNX)



Ngành Ngân hàng

Chất lượng tài sản và tăng trưởng ổn định là ưu tiên hàng đầu trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều bất ổn

Tháng 5/2026

Hoàng Nam
Giám đốc

Huỳnh Thị Hồng Ngọc
Trưởng phòng

Vũ Thế Quân
Phó Trưởng phòng

Hồ Thu Nga
Chuyên viên

Đình Kiến Vương
Chuyên viên

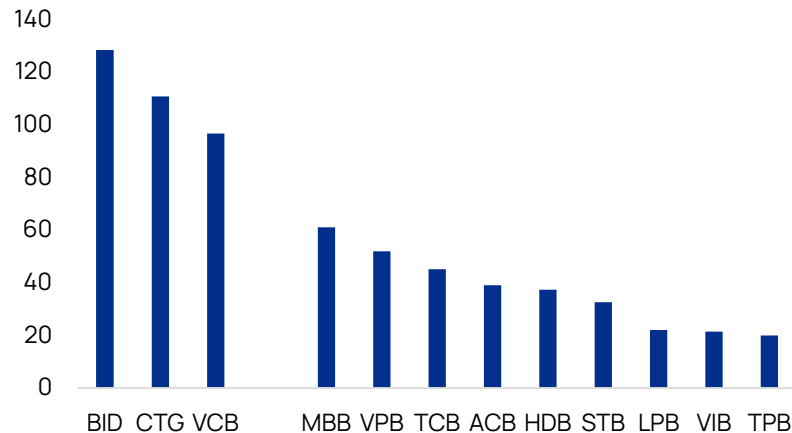
Chúng tôi ưu tiên các ngân hàng lớn có tính phòng thủ trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều bất định

- Trong bối cảnh vĩ mô còn nhiều bất ổn do giá dầu tăng cao, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng lớn có chất lượng tài sản vững chắc và nền tảng huy động vốn vững tốt, gồm **CTG, MBB, VCB và ACB**.
- Ở kịch bản tích cực xung đột Trung Đông sớm hạ nhiệt và giá dầu giảm nhanh chóng, chúng tôi sẽ thêm **TCB và VPB** – hai ngân hàng có tỷ trọng BĐS cao hơn – vào danh sách ưu tiên.

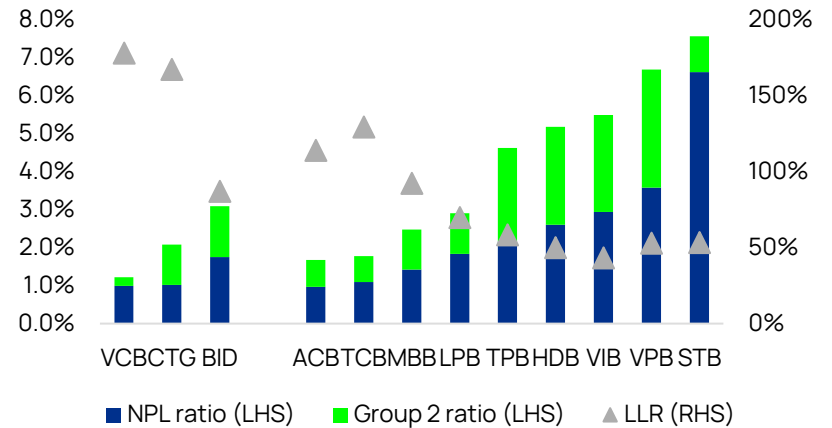
Kịch bản Vĩ mô	Kịch bản Tiêu cực		Kịch bản Cơ sở		Kịch bản Tích cực	
Giả định chính	Xung đột Trung Đông kéo dài, đẩy giá dầu, lạm phát và lãi suất tăng cao.		Giả định năm 2026: • Giá dầu Brent bình quân 75 USD • Tăng trưởng GDP - 8,5% • Lạm phát - 4,5%		Xung đột Trung Đông sớm kết thúc, khiến giá dầu giảm nhanh. Tác động lên lạm phát được kiểm soát.	
Cổ phiếu ưa thích	VCB	ACB	CTG	MBB	TCB	VPB
Quy mô (tổng tài sản)	97 tỷ USD	39 tỷ USD	111 tỷ USD	61 tỷ USD	45 tỷ USD	52 tỷ USD
Mức đa dạng của danh mục tín dụng	Cao	Thấp	Cao	Cao	Thấp	Thấp
Tỷ trọng cho vay BĐS	Thấp	Thấp	Thấp	Trung bình	Cao	Cao
Chất lượng tài sản <i>Tỷ lệ nợ xấu+Nhóm 2</i> <i>Bộ đệm dự phòng (LLR)</i>	1,2% 178%	1,7% 114%	2,1% 167%	2,5% 92%	1,8% 129%	5,6% 55%
Năng lực huy động vốn <i>Tỷ lệ CASA</i> <i>Chi phí vốn (COF)</i>	34% 2,4%	23% 4,1%	25% 3,3%	33% 3,6%	38% 3,7%	15% 5,0%
Tăng trưởng EPS 2026	19%	14%	17%	20%	15%	29%
P/B dự phóng 2026	2,0x	1,2x	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x
ROE dự phóng 2026	17,0%	17,6%	20,6%	21,4%	16,0%	16,0%

VCB, CTG, MBB và ACB nổi bật với tính phòng thủ so với nhóm ngân hàng cùng ngành

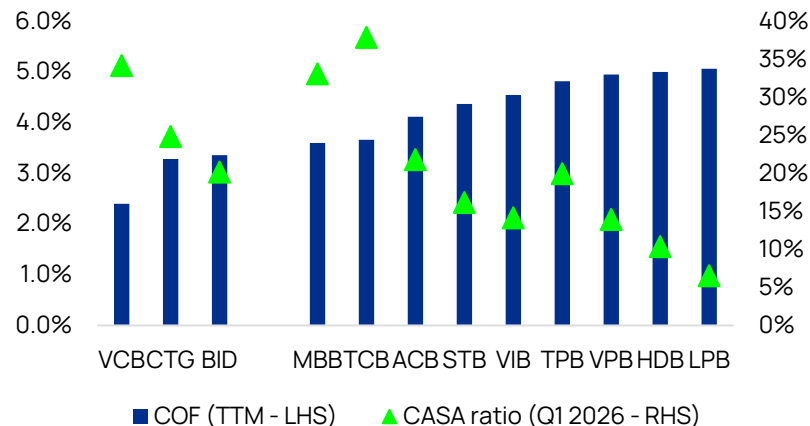
Tổng tài sản tại quý 1/2026 (tỷ USD)



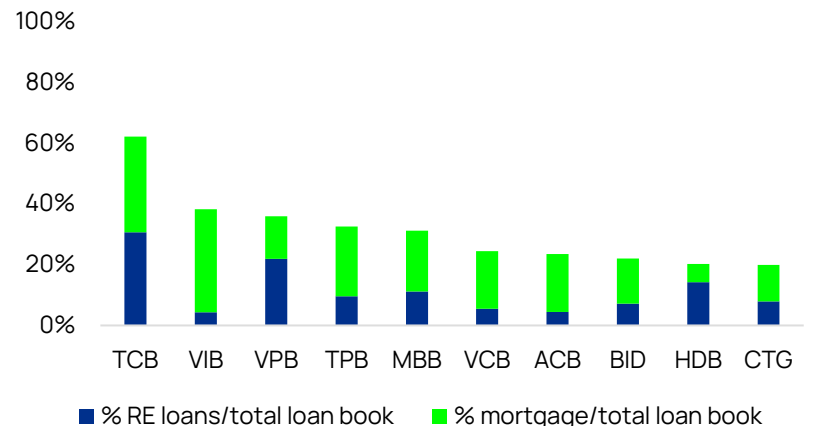
Tỷ lệ nợ xấu, nợ Nhóm 2 và bao phủ nợ xấu (LLR) tại quý 1/2026



Chi phí vốn (trượt 12 tháng) và tỷ lệ CASA tại quý 1/2026



Tỷ trọng cho vay lĩnh vực bất động sản tại quý 4/2025



Bảng so sánh các ngân hàng

Ngành ngân hàng: Các số liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
CTG	MUA	10.422	64,5%	30,0%	511	13,7	35.350	50.000	15/05/26	41,4%	0,0%	41,4%
VCB	MUA	20.363	74,8%	30,0%	1.006	23,0	64.200	78.500	18/05/26	22,3%	0,0%	22,3%
BID	MUA	11.966	76,7%	30,0%	445	15,5	43.300	50.500	21/05/26	16,6%	0,0%	16,6%
MBB	MUA	7.766	48,3%	23,2%	49	17,5	25.400	36.000	21/05/26	41,7%	2,0%	43,7%
VPB	MUA	8.448	0,0%	30,0%	459	19,2	28.050	38.000	18/05/26	35,5%	1,8%	37,3%
TCB	MUA	9.051	0,0%	22,5%	20	16,7	33.650	42.600	11/05/26	26,6%	2,1%	28,7%
HDB	MUA	5.073	0,0%	27,0%	261	19,5	26.700	33.000	06/03/26	23,6%	1,9%	25,5%
ACB	MUA	4.914	0,0%	30,0%	249	18,7	25.200	30.500	21/05/26	21,0%	2,8%	23,8%
TPB	MUA	1.711	0,0%	30,0%	106	5,4	16.250	18.600	20/05/26	14,5%	3,1%	17,6%
VIB	KHẢ QUAN	2.158	0,0%	5,0%	6	5,0	16.700	18.500	23/05/25	10,8%	0,0%	10,8%
STB	PHTT	4.888	0,0%	30,0%	878	20,0	68.300	73.500	18/05/26	7,6%	0,0%	7,6%
LPB	KÉM KHẢ QUAN	6.123	0,0%	5,0%	241	3,5	54.000	39.300	18/11/25	-27,2%	1,9%	-25,3%

Ngành ngân hàng: Tóm tắt định giá

Mã	Giá cổ phiếu	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/B hiện tại x	P/B 2026F x	P/B 2027F x	P/E trượt x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	ROE 2026F%	Tài sản/VCSSH quý gần nhất x
CTG	35.350	36,3%	16,8%	13,7%	1,5	1,3	1,1	9,1	7,8	6,8	20,6%	15,5
VCB	64.200	4,2%	19,0%	19,0%	2,4	2,0	1,7	16,5	13,9	11,7	17,0%	10,9
BID	43.300	18,3%	8,6%	9,4%	1,8	1,5	1,3	11,4	10,5	9,6	17,9%	17,8
MBB	25.400	17,3%	20,3%	20,1%	1,5	1,2	1,0	7,6	6,4	5,3	21,4%	10,8
VPB	28.050	52,0%	28,9%	20,1%	1,3	1,2	1,0	9,2	7,2	6,0	16,0%	7,4
TCB	33.650	17,2%	14,8%	18,7%	1,4	1,2	1,1	9,4	8,2	6,9	16,0%	6,4
HDB	26.700	27,7%	16,6%	26,1%	1,8	1,4	1,2	7,4	6,4	5,0	24,8%	11,8
ACB	25.200	-6,9%	14,7%	12,0%	1,4	1,2	1,0	8,4	7,3	6,5	17,6%	10,4
TPB	16.250	2,0%	4,9%	5,8%	1,0	0,9	0,8	6,1	5,8	5,5	15,8%	11,0
VIB	16.700	2,3%	22,0%	12,6%	1,2	1,1	1,0	7,8	6,4	5,7	18,2%	11,3
STB	68.300	-34,9%	0,7%	359%	2,2	2,0	1,4	21,7	21,5	4,7	10,5%	14,0
LPB	54.000	22,8%	-4,4%	15,8%	3,4	3,0	2,5	14,2	14,9	12,9	22,9%	11,7

Triển vọng kinh tế vĩ mô

Xung đột Trung Đông gây ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam

- Giá dầu leo thang gây áp lực lên lạm phát, tỷ giá và lãi suất, qua đó tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Các ngân hàng sẽ phari đối mặt với cầu tín dụng yếu hơn, chi phí huy động tăng, và áp lực lên chất lượng tài sản. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng sẽ phụ thuộc vào xung đột kéo dài trong bao lâu.
- Các ngành nhạy cảm với giá năng lượng (vận tải, sản xuất công nghiệp, nhóm thu nhập thấp) sẽ chịu tác động nặng nhất.

Ngân hàng

Nhận định của các ngân hàng về tác động tiềm tàng từ xung đột Trung Đông

VCB

- VCB ước tính xung đột sẽ kéo tăng trưởng GDP giảm 0,65 điểm % và đẩy lạm phát tăng thêm 1,38 điểm %.
- Các ngành chịu tác động mạnh nhất: vận tải, khai khoáng và vật liệu xây dựng.
- Rủi ro chất lượng tài sản:
 - (i) Với khách hàng doanh nghiệp, rủi ro tập trung vào các doanh nghiệp FDI có hoạt động xuất nhập khẩu lớn. Tuy nhiên, tác động lên VCB sẽ không nhiều nhờ danh mục tín dụng đa dạng với khách hàng chủ yếu là doanh nghiệp đầu ngành có năng lực chống chịu cao.
 - (ii) Với khách hàng bán lẻ, nhóm thu nhập trung bình chịu tác động lớn nhất do phụ thuộc vào lương và có dư nợ vay tiêu dùng, vay mua nhà cao. Nhóm thu nhập cao chủ yếu bị ảnh hưởng qua kênh tài sản nên khả năng trả nợ vẫn ổn định. Nhóm thu nhập thấp chịu sức ép về mức sống nhưng chiếm tỷ trọng nhỏ trong danh mục VCB.

CTG

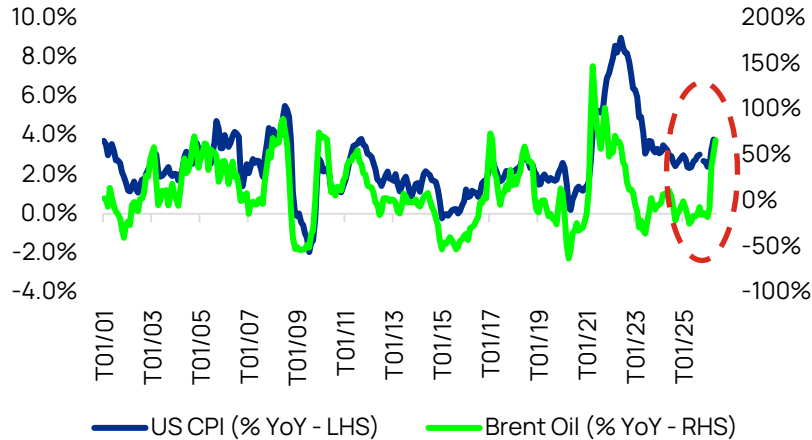
- Đến nay, lãi suất và giá dầu tăng chưa ảnh hưởng nhiều đến chất lượng tài sản. Nhóm khách hàng rủi ro cao hơn bao gồm các ngành tiêu thụ nhiều năng lượng như du lịch, thương mại, xuất khẩu (đặc biệt sang châu Âu) và khách hàng bán lẻ có tài chính yếu.

TCB

- TCB hạ dự báo tăng trưởng GDP cơ sở 2026 xuống 7,0% (từ 8,0% trước xung đột), phản ánh các tác động tiêu cực từ giá dầu tăng: (i) xuất khẩu và sản xuất suy yếu; (ii) tiêu dùng nội địa chậm lại; (iii) du lịch quốc tế trầm lắng.
- TCB chưa ghi nhận tác động trực tiếp đáng kể nào lên khách hàng. Ngân hàng đang theo dõi sát các ngành chịu rủi ro cao khi giá dầu tăng nhưng chưa phát hiện trường hợp đáng lo ngại. Ngân hàng mới chỉ thắt chặt nhẹ tiêu chí thẩm định tín dụng.

Lạm phát tăng tại Việt Nam và Mỹ có thể ảnh hưởng khả năng duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN

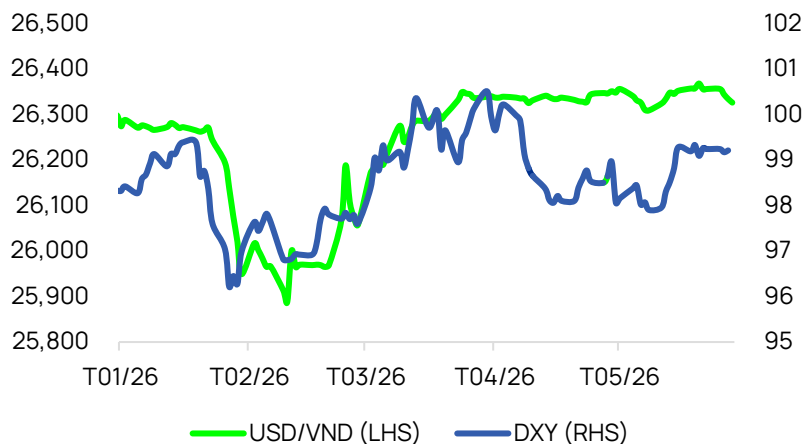
Lạm phát Mỹ tương quan chặt chẽ với biến động giá dầu



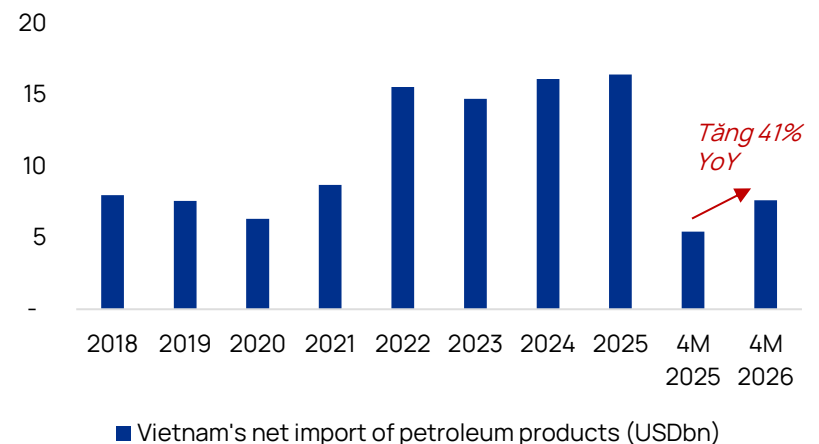
Thị trường không còn kỳ vọng FED cắt giảm lãi suất

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
6/17/2026	0.0%	0.0%	99.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.0%	90.6%	9.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.0%	71.8%	26.2%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.0%	62.3%	32.2%	5.2%	0.3%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	46.7%	39.8%	12.0%	1.5%	0.1%	0.0%
1/27/2027	0.0%	0.0%	39.7%	40.8%	16.1%	3.1%	0.3%	0.0%
3/17/2027	0.0%	0.0%	31.2%	40.6%	21.4%	5.9%	0.9%	0.1%

DXY đã tăng 1,6% kể từ khi xung đột xảy ra*

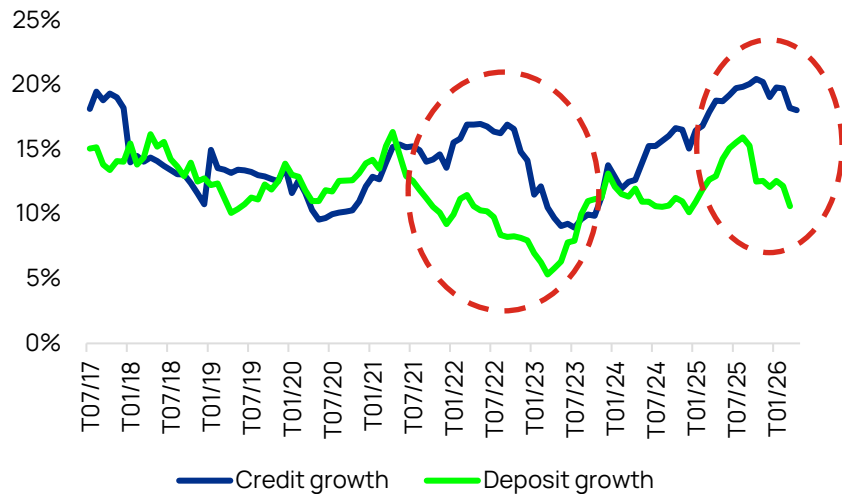


Việt Nam là nước nhập khẩu ròng các sản phẩm xăng dầu

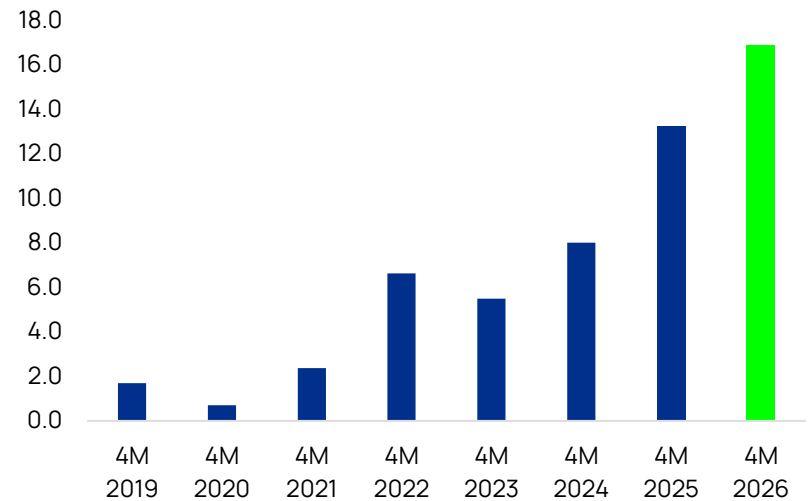


Chênh lệch tăng trưởng tín dụng và huy động vốn tiếp tục ở mức cao trong quý 1/2026, gia tăng áp lực cạnh tranh huy động

Tăng trưởng tín dụng và huy động (YoY)



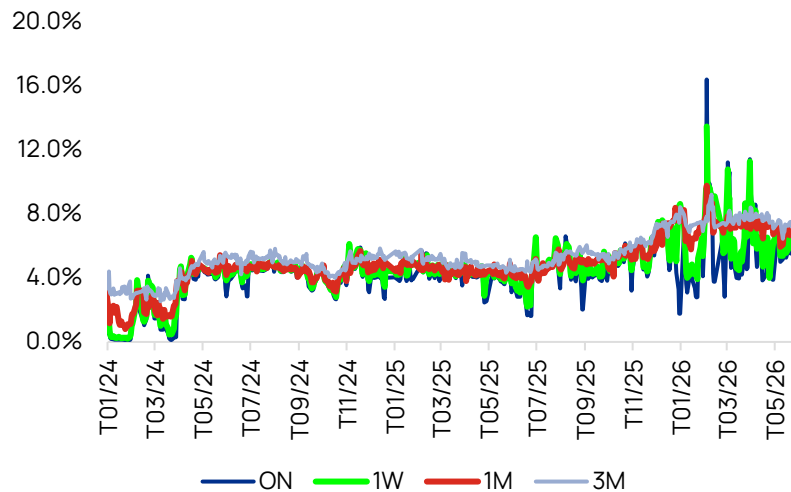
Thặng dư/(thâm hụt) ngân sách Nhà nước (tỷ USD)*



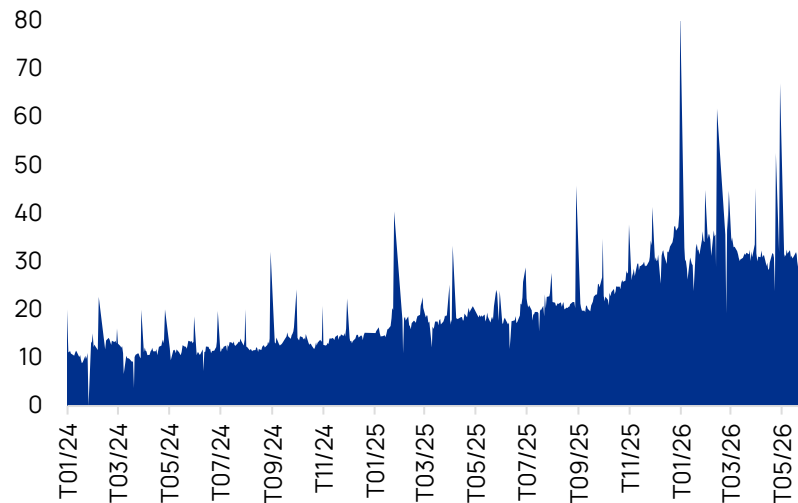
- Trong quý 1/2026, tín dụng toàn hệ thống tăng 3,18% trong khi huy động chỉ tăng 0,42%, thúc đẩy cạnh tranh huy động ngày càng gay gắt giữa các ngân hàng.
- Thặng dư ngân sách nhà nước 446 nghìn tỷ đồng trong 4T 2026 là một trong những nguyên nhân dẫn tới tăng trưởng huy động thấp. Theo đánh giá của chúng tôi, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công sẽ giúp đảo ngược xu hướng này và hỗ trợ huy động các tháng tới.

Thanh khoản hệ thống tiếp tục căng thẳng trong 5T 2026 với lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh ở các kỳ hạn

Lãi suất liên ngân hàng



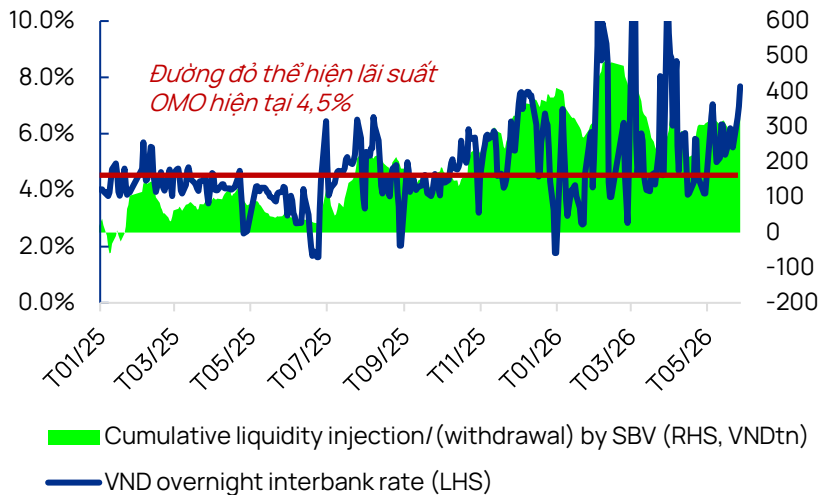
Khối lượng giao dịch liên ngân hàng (tỷ USD)



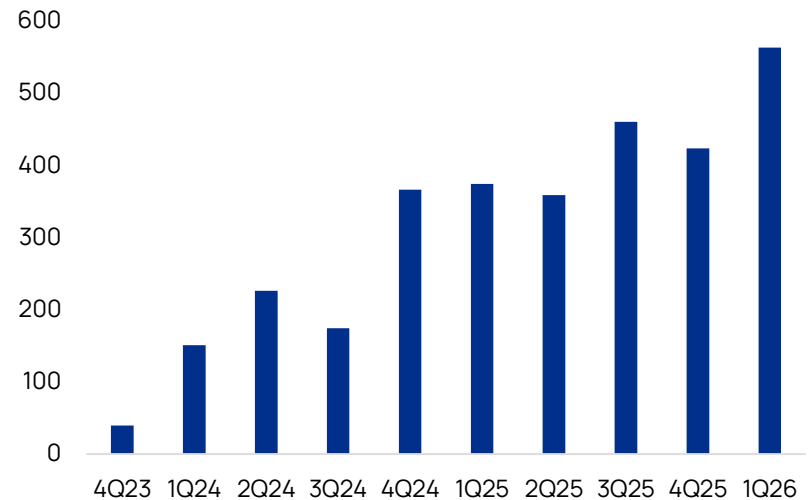
- Trái với kỳ vọng của chúng tôi từ đầu năm, lãi suất liên ngân hàng không hạ nhiệt sau Tết do xung đột Trung Đông leo thang và tăng trưởng tiền gửi tiếp tục yếu.
- Trong 5T 2026*, lãi suất qua đêm bình quân đạt trung bình 5,81% (+161 điểm cơ bản YoY) và lãi suất kỳ hạn 1 tháng đạt trung bình 7,22% (+272 điểm cơ bản YoY).
- Đáng chú ý, khối lượng giao dịch liên ngân hàng tăng mạnh trong 2026, bình quân 33,0 tỷ USD/ngày – cao hơn đáng kể so với mức 12,8–22,5 tỷ USD/ngày giai đoạn 2024–2025. Điều này phản ánh nhiều ngân hàng đang phụ thuộc hơn vào nguồn vốn liên ngân hàng để bù đắp thiếu hụt huy động.

Nghiệp vụ OMO/hoán đổi USD của NHNN và tiền gửi từ Kho bạc Nhà nước là điểm tựa quan trọng cho thanh khoản hệ thống

Nghiệp vụ thị trường mở của NHNN (nghìn tỷ đồng)



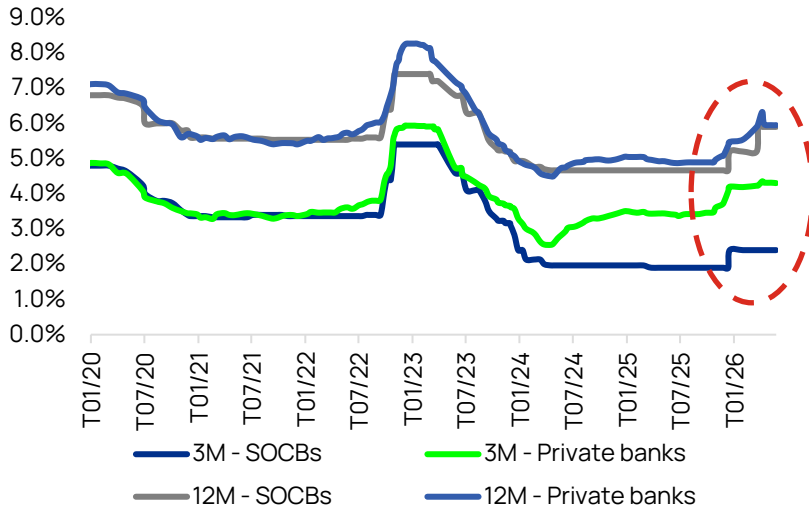
Tiền gửi KBNN tại các ngân hàng quốc doanh niêm yết (*)



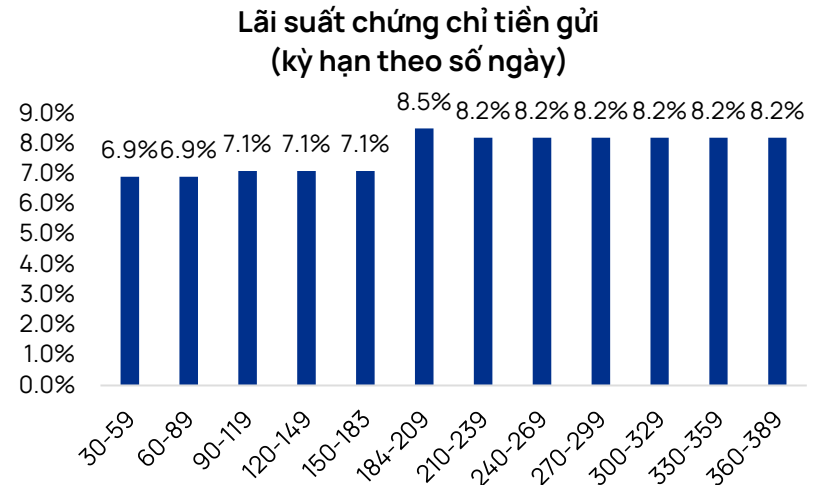
- NHNN tiếp tục linh hoạt bơm thanh khoản qua kênh OMO. Tính đến ngày 27/05, lượng bơm ròng đạt 326 nghìn tỷ đồng.
- Từ tháng 12/2025, NHNN bổ sung công cụ hoán đổi ngoại tệ (mua USD giao ngay, bán kỳ hạn 14 ngày) để hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn.
- KBNN cũng tăng mạnh tiền gửi tại các ngân hàng quốc doanh, giúp củng cố nguồn vốn cho khối này.

Lãi suất tiền gửi ổn định sau đợt tăng mạnh quý 4/2025–quý 1/2026, nhưng rủi ro tăng thêm vẫn còn nếu xung đột Trung Đông kéo dài

Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng*



Lãi suất chứng chỉ tiền gửi tại một ngân hàng tư nhân lớn



- Trong bối cảnh tiền gửi khan hiếm và LDR căng thẳng, các ngân hàng tiếp tục đẩy lãi suất huy động lên trong những tháng đầu năm 2026. Theo Techcombank, lãi suất tiền gửi (kể cả thỏa thuận) đã tăng tổng cộng 240 điểm cơ bản trong quý 4/2025–quý 1/2026.
- Do lãi suất tiền gửi bị giới hạn theo quy định (4,75%/năm với kỳ hạn dưới 6 tháng) và chịu giám sát chặt chẽ của NHNN, các ngân hàng đã đẩy mạnh phát hành chứng chỉ tiền gửi (CCTG) trong thời gian qua khi CCTG không bị ràng buộc bởi trần lãi suất như tiền gửi thông thường và có thể cung cấp lãi suất hấp dẫn hơn.
- Chúng tôi nhận định lãi suất tiền gửi sẽ được duy trì ổn định trong thời gian tới nhờ: (1) khoảng cách tín dụng–huy động thu hẹp khi tín dụng chậm lại và CCTG cải thiện, (2) ngân hàng tăng vay nước ngoài, và (3) đẩy nhanh đầu tư công. Rủi ro tăng thêm vẫn còn nếu xung đột Trung Đông kéo dài.

NHNN dịch chuyển chính sách tiền tệ sang lập trường cân bằng hơn giữa ổn định vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng

Chính sách chủ yếu

Cơ chế hạn mức tín dụng năm 2026:

- Hạn mức ban đầu ở mức 15% (thấp hơn mức 16% của 2025).
- Tăng trưởng tín dụng trong quý 1 không được vượt quá 25% hạn mức cả năm.
- Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực bất động sản (cho vay chủ đầu tư BĐS) không được vượt tăng trưởng tín dụng chung.

4 ngân hàng tiếp nhận ngân hàng 0 đồng (VCB, MBB, VPB, HDB) **không bị** áp dụng các cơ chế trên.

NHNN tổ chức họp với các ngân hàng thương mại ngày 9/4:

- NHNN đề nghị các ngân hàng thương mại đồng thuận cắt giảm lãi suất tiền gửi 0,5–1,0%/năm.

Dự thảo Thông tư thay thế Thông tư 22/2019:

- Thay LDR bằng CDR (giữ nguyên trần 85%), phản ánh chính xác hơn tổng tín dụng trên thị trường 1 so với nguồn vốn huy động từ thị trường 1. Thay đổi đáng chú ý là loại bỏ nguồn vốn liên ngân hàng khỏi mẫu số.
- Áp dụng tỷ lệ LCR và NSFR theo chuẩn Basel III, dự kiến triển khai từ năm 2028.
- Ngân hàng đạt 100% cả hai chỉ tiêu LCR và NSFR sẽ được miễn áp dụng yêu cầu CDR.
- Dự thảo đang trong quá trình lấy ý kiến từ các ngân hàng thương mại.

Thông tư 08/2026/TT-NHNN:

- Cộng thêm 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào tính toán tỷ lệ LDR theo quy định.

Tác động đối với ngành ngân hàng

- Tác động tiêu cực đến tăng trưởng tín dụng.
- Tác động tích cực đến NIM khi nguồn cung tín dụng bị thu hẹp giúp giảm cạnh tranh lãi suất cho vay.
- Giúp giảm thiểu rủi ro lạm phát/thị trường BĐS quá nóng sau mức tăng trưởng tín dụng kỷ lục năm 2025.

- Tác động không đáng kể đến lãi suất, do mức cắt giảm khá khiêm tốn và các ngân hàng tiếp tục sử dụng CCTG lãi suất cao hơn để cạnh tranh huy động vốn.

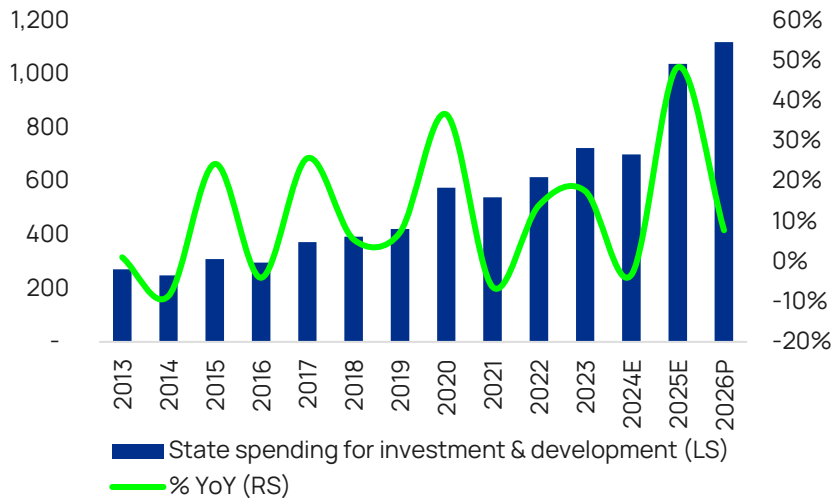
- CDR là khung thận trọng hơn. Theo ước tính của chúng tôi, phần lớn ngân hàng sẽ vượt trần 85% theo CDR. Do đó, nếu được áp dụng, có thể tạo áp lực tăng lãi suất.
- Dự thảo sẽ mang thay đổi tích cực cho sự bền vững và khả năng chống chịu của hệ thống ngân hàng trong dài hạn.
- Các ngân hàng có nền tảng huy động mạnh, CASA cao, ít phụ thuộc nguồn vốn liên ngân hàng và có vị thế vốn chủ sở hữu vững chắc sẽ được hưởng lợi, bao gồm **VCB, ACB, TCB và MBB**.

- Các ngân hàng quốc doanh gồm **VCB, BID và CTG** sẽ được hưởng lợi khi LDR có thể giảm 1,1–1,5 điểm %, theo ước tính của chúng tôi.
- Tác động tích cực gián tiếp khiêm tốn đối với thanh khoản hệ thống chung.

Chính sách tài khóa là trụ đỡ chính bù đắp tác động tiêu cực của xung đột Trung Đông lên tăng trưởng kinh tế

Chính phủ có thể tăng thêm ngân sách đầu tư công trong năm nay để thúc đẩy tăng trưởng

Chính phủ đã triển khai nhiều gói hỗ trợ tài khóa trong năm nay



Gói hỗ trợ tài khóa	Tác động đối với NSNN*
Các biện pháp hỗ trợ giá xăng dầu đến cuối tháng 6/2026 bao gồm: (1) giảm thuế nhập khẩu; (2) giảm thuế tiêu thụ đặc biệt; (3) giảm thuế bảo vệ môi trường & thuế GTGT; (4) sử dụng Quỹ Bình ổn giá xăng dầu; và (5) giảm phí trong các lĩnh vực hàng không, hàng hải, đường thủy nội địa và đường sắt.	39 nghìn tỷ đồng
Tiếp tục giảm 2% thuế GTGT trong năm 2026.	82,2 nghìn tỷ đồng
Tăng mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân từ ngày 1/1/2026.	21 nghìn tỷ đồng
Nâng ngưỡng tính thuế thu nhập cho hộ kinh doanh lên 1 tỷ đồng/năm (37.960 USD) từ mức 500 triệu đồng/năm (18.980 USD), áp dụng từ ngày 1/1/2026.	16,7 nghìn tỷ đồng

- Kế hoạch chi ngân sách cho đầu tư phát triển năm 2026 đạt 1.120 nghìn tỷ đồng, tăng 7,8% YoY.
- Tương tự năm 2025, theo đánh giá của chúng tôi Chính phủ có thể đẩy giải ngân đầu tư công vượt kế hoạch để kích thích tăng trưởng. Năm 2025, giải ngân đầu tư công thực tế tăng 48,4% YoY – cao hơn 18,7% so với kế hoạch được phê duyệt.
- Bên cạnh đầu tư công, Chính phủ đã triển khai nhiều gói hỗ trợ tài khóa (cắt giảm thuế, miễn phí) nhằm giảm nhẹ tác động giá dầu tăng và hỗ trợ tiêu dùng.

Các ngân hàng quy mô lớn sẽ hưởng lợi từ chủ trương đẩy mạnh phát triển hạ tầng của Chính phủ

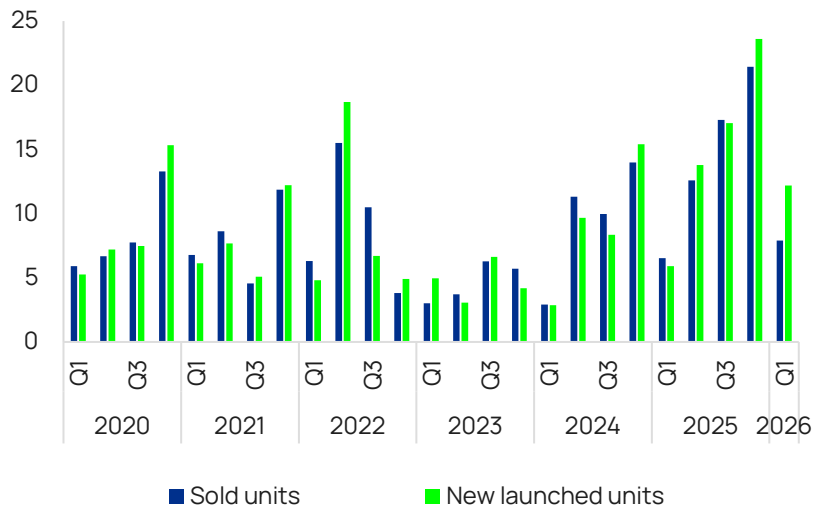
Danh sách một số dự án hạ tầng trọng điểm tại Việt Nam

	Sector	Project	CAPEX (USDbn)	Investor(s)	Banks
	Airport	Long Thanh Airport - Phase 1	4.2	Airports Corporation of Vietnam (ACV)	VCB, CTG, BID - USD1.8bn
	Airport	Gia Binh Airport	5.4	Masterise Group	N/A
	Seaport	Thuy My Seaport	0.6	Viet Phuong Group	CTG
	Seaport	Cai Mep Ha Seaport	2.0	Geleximco, ITC Corp, SCIC	N/A
	Logistics	Hanoi Ring Road No. 4 - Part 3	2.1	Vietnam Expressway Corporation (VEC)	Agribank, MB, BID, MBV - USD1.0bn
	Logistics	Road linking Gia Binh Airport with Hanoi	1.3	SunGroup	N/A
	Oil & gas	Block B gas project	5.2	PVN, PVEP, MOECO, PTTEP	VCB - USD1.0bn
	Oil & gas	White Lion - Phase 2B gas project	1.1	PVN	TCB - USD331mn
	Power	LNG power plant Quang Trach II - Phase 1	1.5	EVN	VCB, CTG, BID, Agribank - USD1.1bn
	Power	500 kV transmission line Lao Cai - Vinh Yen	0.2	EVN	VCB
	BT project	New Administrative Center in Thu Thiem (HCMC)	1.1	SunGroup	N/A
	BT project	Red River Scenic Boulevard Axis (Hanoi)	28.4	Dai Quang Minh, Thaco, Hoa Phat	N/A
	BT project	Olympic Sports Urban Complex (Hanoi)	35.7	VinGroup	N/A

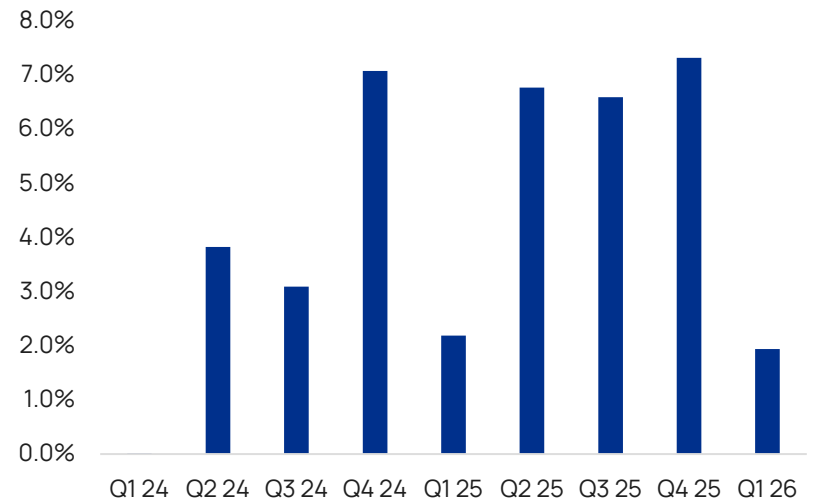
- Phát triển hạ tầng quy mô lớn sẽ là động lực tăng trưởng trọng yếu để Việt Nam hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số đầy tham vọng trong giai đoạn 2026–2030. Chiến lược này sẽ tạo ra nhiều việc làm, nâng cao năng suất và cải thiện sức cạnh tranh của doanh nghiệp Việt Nam.
- Các dự án PPP (Đối tác Công–Tu) lớn theo hình thức hợp đồng BT (Xây dựng–Chuyển giao) gia tăng, trong đó nhà thầu tư nhân nhận đất làm đối ứng cho việc phát triển hạ tầng cho Nhà nước. Chúng tôi kỳ vọng các dự án BT sẽ trở thành kênh quan trọng để các chủ đầu tư bất động sản lớn mở rộng quỹ đất trong thời gian tới.
- Các ngân hàng có quy mô lớn và chuyên môn sâu trong tài trợ dự án sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này. Các đơn vị hưởng lợi tiêu biểu bao gồm **Ngân hàng quốc doanh (VCB, BID, CTG)** và một số **ngân hàng tư nhân lớn (MBB, TCB)**.

Lãi suất tăng kìm hãm nhu cầu vay mua nhà, nhưng sẽ chưa tạo áp lực đáng kể lên chất lượng tài sản BĐS trong ngắn hạn

Tổng giao dịch căn hộ tại thị trường sơ cấp Hà Nội và TP.HCM (nghìn căn)



Tăng trưởng cho vay mua nhà theo quý tại một số ngân hàng*



- Lãi suất tăng cao có thể làm suy yếu nhu cầu vay mua nhà sau một năm 2025 tăng trưởng mạnh. Tốc độ tăng trưởng cho vay mua nhà đã chậm lại trong quý 1/2026 và chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp diễn.
- Về chất lượng tài sản, chúng tôi chưa dự kiến áp lực ngắn hạn lên nợ xấu trong năm 2026; rủi ro sẽ rõ hơn trong năm 2027 khi nhiều khoản vay chuyển từ lãi suất cố định sang thả nổi.
- Thông thường, vay mua nhà áp dụng lãi suất cố định 1-2 năm đầu. Do tăng trưởng cho vay mua nhà chỉ tăng tốc từ nửa cuối năm 2024, chúng tôi cho rằng phần lớn các khoản vay này vẫn đang trong thời gian ưu đãi.

Tổng kết hoạt động & triển vọng sắp tới của ngành Ngân hàng

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn trong 2026 nhờ TOI vững chắc và tối ưu hóa chi phí trong bối cảnh biến động vĩ mô trong tầm kiểm soát

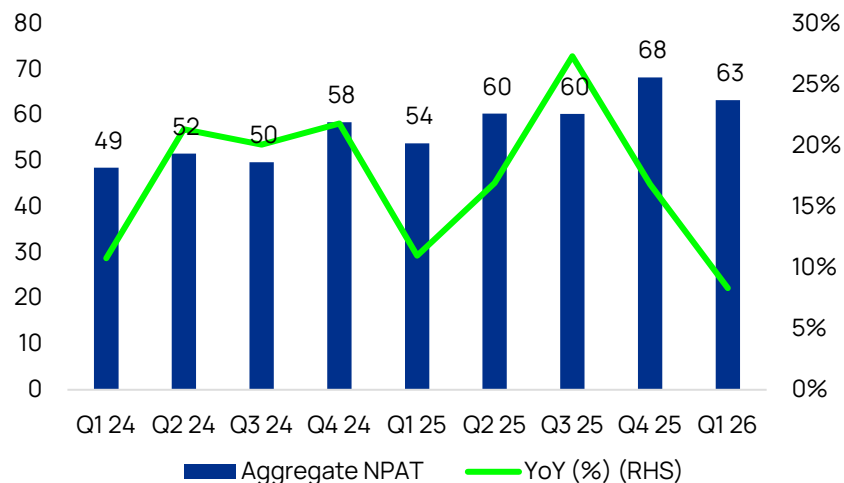
Chỉ số*	2025	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	YoY	Nhận định triển vọng năm 2026
Tăng trưởng tín dụng	20,0%	17,0%	17,6%	↓	Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và chính sách tài khóa/tiền tệ thuận lợi. Tuy nhiên, rủi ro vĩ mô quốc tế tạo áp lực lên đà tăng trưởng so với cùng kỳ.
NIM	3,10%	3,17%	3,12%	↑	Cơ cấu cho vay lãi suất cao hơn của ngân hàng quốc doanh hỗ trợ NIM; áp lực toàn ngành vẫn còn, đặc biệt với ngân hàng tư nhân đối mặt chi phí huy động tăng.
Tăng trưởng TOI	11,8%	16,3%	16,0%	↑	TOI phục hồi, chủ yếu nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh (NII tăng +19% YoY).
Tỷ lệ nợ xấu + xử lý nợ	2,6%	2,3%	2,5%	↓	Môi trường lãi suất cao làm chậm đà cải thiện chất lượng tài sản. Tín dụng bán lẻ phục hồi chưa đồng đều.
Chi phí tín dụng	1,0%	0,9%	1,0%	↔	Chi phí tín dụng tiếp tục được kiểm soát ở mức thấp, giảm so với mức bình quân 1,3% giai đoạn 2022–2024.
Tỷ lệ CIR	31,3%	31,2%	30,2%	↓	CIR tiếp tục cải thiện nhờ tăng trưởng doanh thu mạnh và nỗ lực số hóa, tối ưu hóa nhân sự/mạng lưới chi nhánh của toàn ngành.
Tăng trưởng LNST-CĐTS	16,0%	19,2%	18,1%	↑	Tăng trưởng mạnh hơn so với cùng kỳ nhờ doanh thu vững chắc và kiểm soát chi phí chặt chẽ. Tuy nhiên, NIM thấp hơn và giá định chi phí tín dụng cao hơn khiến dự báo của chúng tôi thấp hơn.
ROE	18,2%	18,8%*	18,5%*	↑	Khả năng sinh lời cải thiện sẽ hỗ trợ mở rộng bội số định giá cho ngành ngân hàng.

Phần lớn ngân hàng tái khẳng định mục tiêu kinh doanh năm 2026 nhưng thận trọng hơn trước áp lực từ vĩ mô toàn cầu

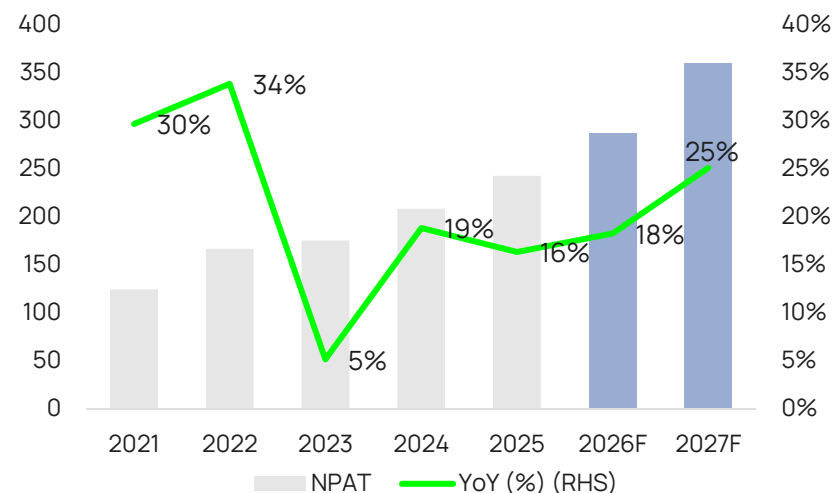
Cổ phiếu	Mục tiêu LNTT	Kế hoạch NIM	Mục tiêu tăng trưởng tín dụng	Định hướng chất lượng tài sản	Nhận xét thêm về triển vọng
VCB	5%-10%	Cải thiện nhẹ YoY	Tối thiểu 13%	Ổn định so CKN	ROE ổn định ở mức 17%-18%. FX & NFI tăng 5-10% YoY, chi phí dự phòng 3-4 nghìn tỷ đồng, thu hồi nợ xấu khoảng 3 nghìn tỷ đồng.
CTG	5%-10% (thận trọng)	Cải thiện nhẹ YoY	Tối thiểu 11%	~1,5%	Chi phí dự phòng khoảng 17-18 nghìn tỷ VND (ổn định so với cùng kỳ năm trước), tỷ lệ dự phòng nợ xấu duy trì ở mức ~150 - 180%, thu nhập từ việc thu hồi nợ đạt 10 nghìn tỷ VND (đi ngang so với cùng kỳ năm trước).
BID	Min 10%	Ổn định YoY	15-16%	< = 1,6%	Tỷ lệ CIR 32%-33%
MBB	15% - 20%	Khá ổn định YoY	~30%	< =1,5% (hợp nhất) và < =1% (ngân hàng mẹ)	Tỷ lệ CIR dưới 28%, ROE dao động 20-21%, ROA khoảng 2%
HDB	41%	Ổn định/giảm nhẹ YoY	35%	< 2%	Tăng trưởng tín dụng 35%. Tăng trưởng nguồn vốn 25%. Tỷ lệ cho vay trên vốn chủ sở hữu (LLR) >75%; Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) >25%; Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) >2%. Đang xem xét khả năng IPO của một số công ty trong hệ sinh thái của mình (HDSaison, HD Securities).
VPB	35%	~20 đcb YoY	34%	Nợ xấu tăng vừa phải	Tăng trưởng huy động 40%; lợi nhuận các công ty con tăng mạnh +30%-93% YoY.
TCB	8-15%	Giảm nhẹ YoY	12%	< =1,5%	Doanh thu phí tăng trưởng hai chữ số. Chi phí tín dụng dao động 0,6% đến 0,7%.
VIB	27%	Cải thiện nhẹ YoY	15%	NPL < 3%	Tăng trưởng huy động 26%, VIB kỳ vọng NIM phục hồi (tuy nhiên, kết quả thực tế của VIB đã thấp hơn kế hoạch trong 3 năm qua).
ACB	14%	Ổn định YoY	12%	NPL ~1%	Thu nhập phí tăng 25%. Chi phí tín dụng trở lại mức bình thường khoảng 0,2%, LLR duy trì trên 100%. LROE cải thiện từ 18% lên 20% trong năm 2027F.
STB	6%	Giảm nhẹ YoY	11,5%	NPL < =5%	Chi phí dự phòng tiếp tục ở mức cao, LLR 80-100%, CIR cải thiện nhờ tối ưu hóa chi phí và tăng trưởng doanh thu.

Tăng trưởng quy mô bảng cân đối kế toán và kiểm soát chi phí thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cao trong giai đoạn 2026-2027

LNST, theo quý (nghìn tỷ đồng)



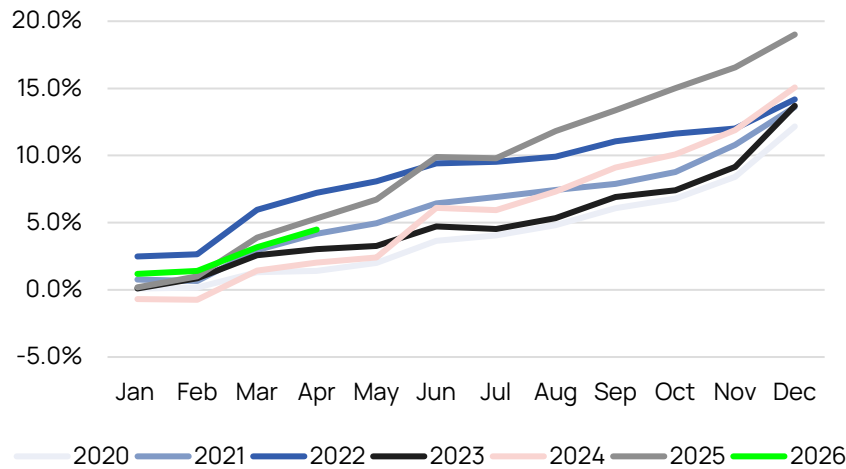
LNST, theo năm (nghìn tỷ đồng)



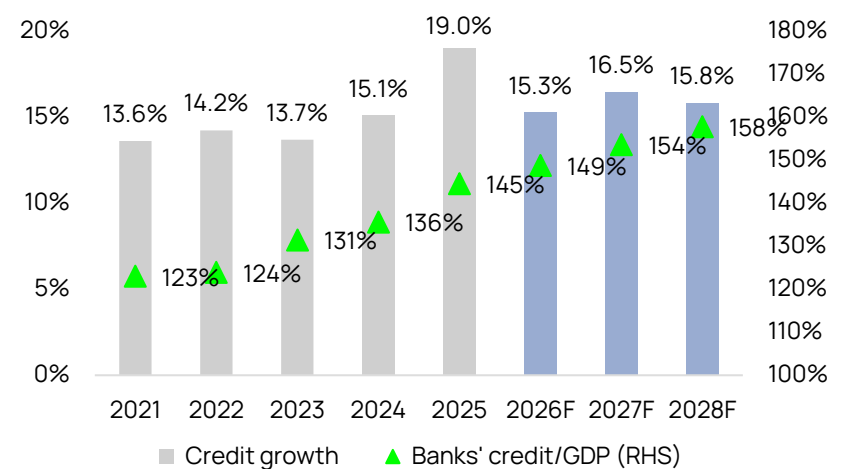
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST năm 2026 đạt 18% (điều chỉnh giảm nhẹ từ 19% trước đó), do NIM thấp hơn và chi phí tín dụng cao hơn trong bối cảnh áp lực lãi suất còn tiếp diễn. CIR của phần lớn ngân hàng được kiểm soát tốt hơn kỳ vọng. Nếu loại trừ STB, dự báo tổng tăng trưởng LNST của chúng tôi cho năm 2027 là 20%.
- Tăng trưởng 18% YoY được hỗ trợ bởi: (1) NII tăng 19% YoY nhờ tín dụng mạnh dù NIM còn áp lực (đặc biệt ngân hàng tư nhân); (2) NOII tăng 6% YoY từ nền cao, dẫn dắt bởi thu hồi nợ và đa dạng hóa phi tín dụng. OPEX tăng kiểm soát ở mức 12% YoY nhờ số hóa. Chi phí dự phòng tăng 16% do bình thường hóa tại các ngân hàng đã đẩy mạnh làm sạch bảng cân đối năm 2025 (HDB, ACB, STB).

Đà tăng trưởng tín dụng hạ nhiệt trong nửa đầu năm 2026 sau mức tăng mạnh năm 2025, nhưng vẫn duy trì ở mức khả quan

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống hàng tháng



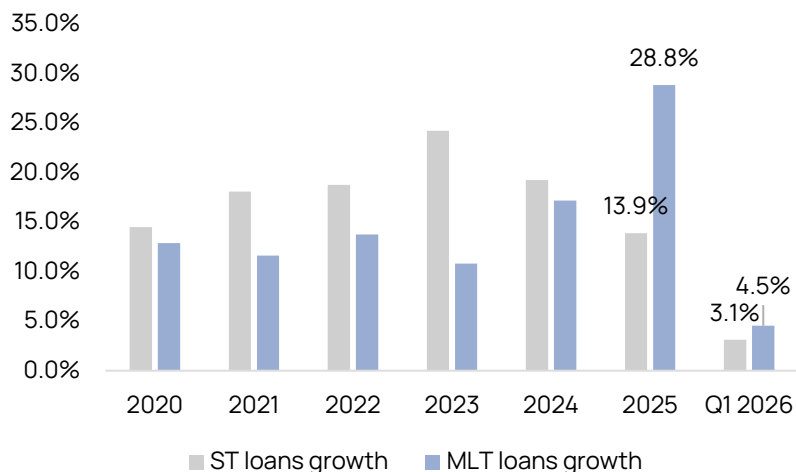
Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống hàng năm



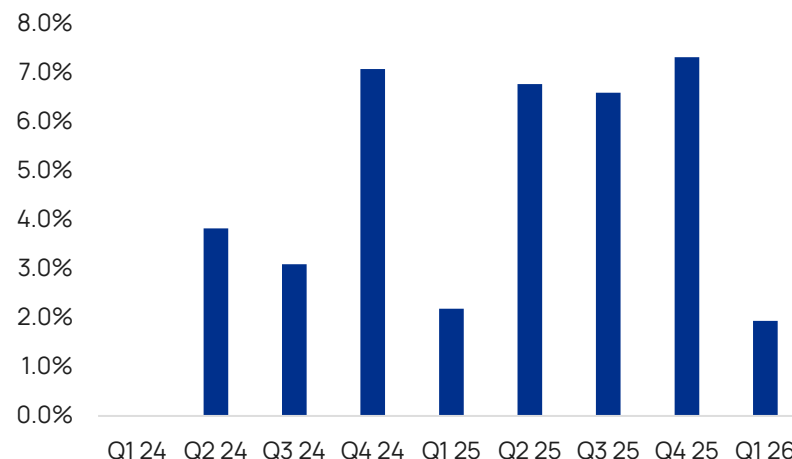
- Tăng trưởng tín dụng lũy kế đạt 4,73% đến ngày 18/5/2026 (chỉ thấp hơn cùng kỳ 2021 và 2025), phản ánh nhu cầu tín dụng vẫn cao dù lãi suất tăng.
- NHNN đặt hạn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ban đầu ở mức 15% (so với 16% năm 2025), có thể điều chỉnh theo điều kiện vĩ mô. Hạn mức ban đầu của phần lớn các ngân hàng khoảng 11%–13%. Như năm 2025, NHNN có thể nới hạn mức cho ngân hàng chất lượng cao khi điều kiện thuận lợi.
- Dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2026 của chúng tôi là 15,3% (giảm từ 16,4% trước đó). Nhiều ngân hàng cũng nhận định mức 15%–16% là khả thi, được hỗ trợ bởi nỗ lực của NHNN duy trì thanh khoản song song với việc định hướng tín dụng vào lĩnh vực ưu tiên.
- Chúng tôi nhận định tỷ lệ tín dụng/GDP sẽ duy trì ở mức kiểm soát được nhờ đóng góp dẫn từ thị trường vốn (nâng hạng TTCK, mở rộng TPĐN) và hiệu quả vốn cải thiện qua số hóa.

Tăng trưởng dư nợ trung và dài hạn tiếp tục là động lực chính trong quý 1/2026, chủ yếu từ phân khúc doanh nghiệp

Tăng trưởng dư nợ theo kỳ hạn (*)



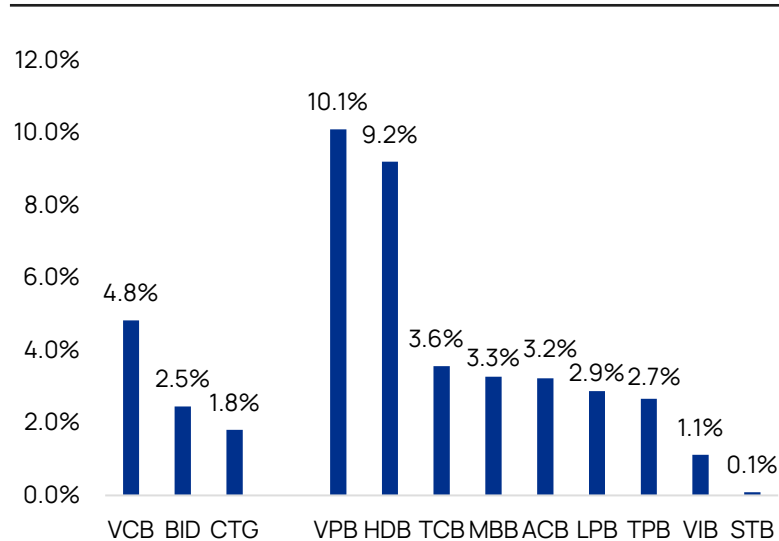
Tăng trưởng dư nợ cho vay mua nhà theo quý (**)



- Từ năm 2025, dư nợ trung-dài hạn tăng mạnh hơn ngắn hạn, cho thấy người vay ngày càng tự tin vào triển vọng kinh tế và sẵn sàng vay dài hơn.
- Về phía bán lẻ, cho vay mua nhà là động lực chính của cho vay trung-dài hạn năm 2025, nhưng đã tăng chậm lại trong quý 1/2026 do mặt bằng lãi suất cao hơn. Chúng tôi cho rằng định hướng của NHNN ưu tiên tín dụng vào lĩnh vực sản xuất cũng kìm hãm tốc độ hồi phục của cho vay thế chấp.
- Về phía doanh nghiệp, bất động sản và các dự án hạ tầng lớn là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho vay trung-dài hạn.

Các ngân hàng có hạn mức tín dụng ưu đãi tiếp tục tăng trưởng vượt trội so với toàn ngành

Tăng trưởng tín dụng quý 1/2026 của các ngân hàng trong danh mục theo dõi



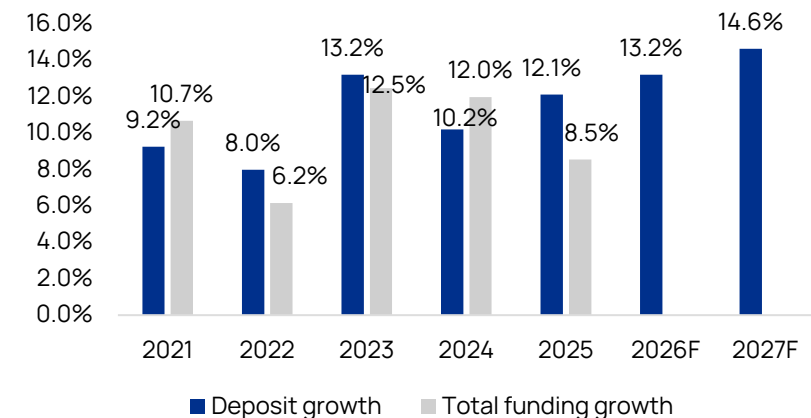
Tăng trưởng tín dụng và CAR của các ngân hàng trong danh mục theo dõi

	Tăng trưởng tín dụng 2025	Tăng trưởng tín dụng 2026	Tăng trưởng tín dụng 2027	CAR Basel II gần nhất
VCB	15,3%	14,0%	16,0%	11,1%
CTG	15,6%	12,1%	13,0%	9,8%
BID	15,3%	12,0%	13,0%	9,6%
VPB c	34,1%	33,3%	30,7%	14,4%
MBB	36,7%	31,9%	29,6%	10,9%
HDB c	31,0%	26,1%	26,8%	16,2%
VIB	17,7%	24,3%	18,0%	11,2%
LPB	18,1%	21,9%	20,0%	11,9%
TPB	18,6%	14,9%	16,9%	13,2%
ACB	18,5%	14,0%	15,0%	12,2%
TCB	20,7%	14,0%	16,0%	15,2%
STB	16,1%	12,0%	16,0%	8,5%

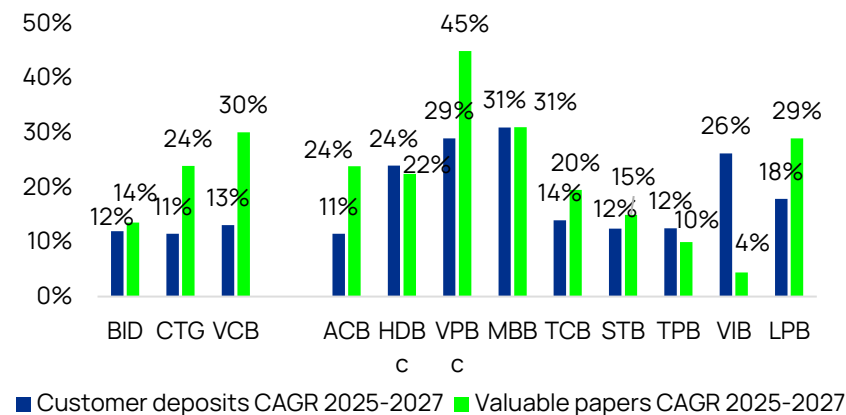
- Trong quý 1/2026, tăng trưởng tín dụng tổng hợp của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi đạt 3,7% (vượt mức 3,2% toàn hệ thống). VCB bất ngờ dẫn đầu nhóm quốc doanh, trong khi VPB, MBB, HDB và TCB tiếp tục là động lực nhóm tư nhân nhờ lợi thế quy mô và khả năng mở rộng tín dụng cả bán lẻ lẫn doanh nghiệp.
- Năm 2026, NHNN sẽ kiểm soát tín dụng chặt hơn – nhất là với BĐS – trong khi lãi suất cao hơn kìm hãm tốc độ tăng trưởng so với năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng VCB, MBB, VPB và HDB tiếp tục vượt trội nhờ hạn mức ưu đãi gắn với vai trò tài cơ cấu và sức mạnh hệ sinh thái.

Áp lực từ chênh lệch tín dụng-huy động trong tầm kiểm soát khi các ngân hàng đa dạng hóa nguồn vốn và NHNN hỗ trợ thanh khoản

Tăng trưởng tiền gửi và nguồn vốn toàn hệ thống hàng năm*



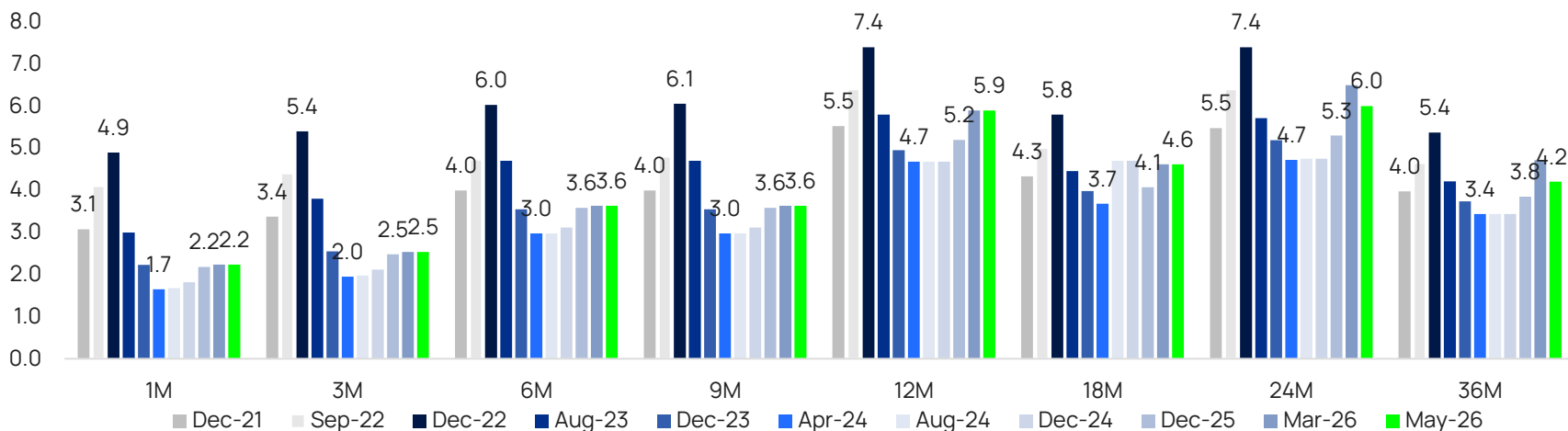
CAGR tiền gửi 2025-2027F của các ngân hàng trong phạm vi phân tích



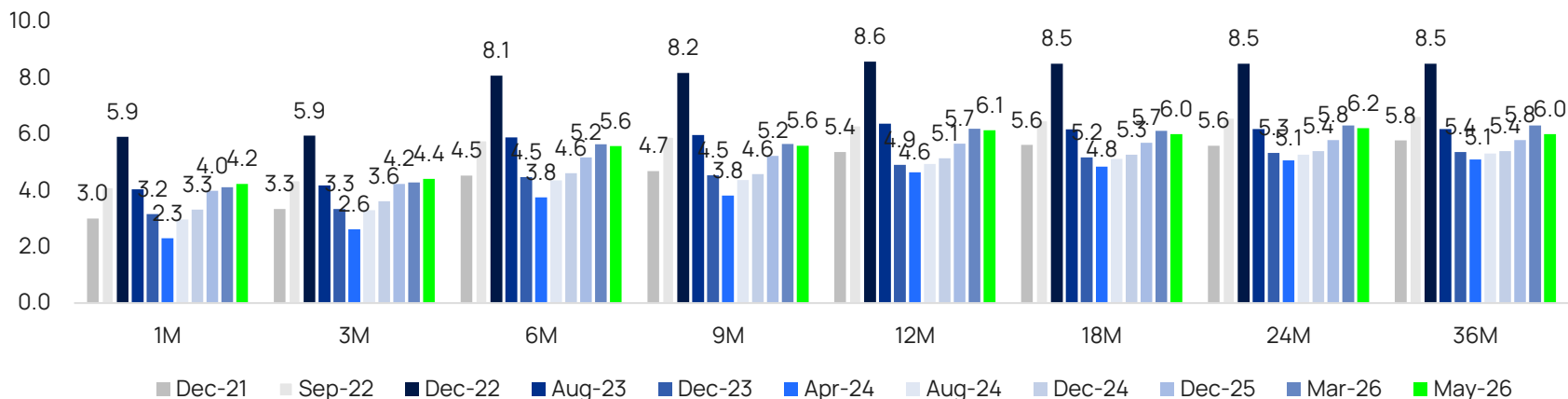
- Tính đến ngày 18/5, tăng trưởng huy động lũy kế đạt 2,69%, thấp hơn mức tăng tín dụng 4,73%. Chúng tôi kỳ vọng huy động nửa cuối năm 2026 được hỗ trợ bởi: (1) lãi suất huy động tăng, (2) giải ngân tài khóa cải thiện, (3) xuất khẩu phục hồi theo mùa vụ, và (4) mở rộng tiếp cận ngân hàng trong phân khúc bán lẻ/SME. Ngoài ra, NHNN tiếp tục kiểm soát hạn mức tín dụng và hỗ trợ thanh khoản linh hoạt, giúp duy trì ổn định hệ thống.
- Theo đánh giá của chúng tôi, tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống năm 2026 dự kiến đạt 13,2%, thấp hơn tăng trưởng tín dụng 15,3%. Trước bối cảnh huy động yếu, các ngân hàng tận dụng tiền gửi KBNN và giấy tờ có giá để bù đắp. Giấy tờ có giá ngày càng là nguồn vốn trung-dài hạn quan trọng; chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng giấy tờ có giá vượt tiền gửi tại hầu hết ngân hàng trong 2026-2027.
- Các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi liên tục gia tăng thị phần tiền gửi giai đoạn 2019-2025 nhờ tăng trưởng tín dụng nhanh hơn, uy tín cao hơn với người gửi và hệ sinh thái tích hợp giữ chân dòng tiền khách hàng. Chúng tôi nhận định xu hướng này sẽ tiếp tục trong hai năm tới.

Lãi suất tiền gửi niêm yết tăng từ cuối năm 2025 và giảm nhẹ sau chỉ đạo của NHNN vào đầu tháng 4/2026

Lãi suất tiền gửi bình quân gia quyền – ngân hàng quốc doanh (%)



Lãi suất tiền gửi bình quân gia quyền – ngân hàng tư nhân (%)



Nhiều ngân hàng lớn sở hữu hồ sơ đa dạng hóa nguồn vốn mạnh

	Nhóm ngân hàng quốc doanh				Ngân hàng tư nhân lớn				Ngân hàng tư nhân vừa			
	BID	CTG	VCB	MBB	TCB	VPB	HDB	ACB	STB	VIB	TPB	LPB
Tỷ lệ CASA Q1/2026	20,2%	24,9%	34,2%	33,1%	37,9%	13,9%	10,4%	23,1%	16,2%	14,2%	20,0%	6,6%
Ưu đãi chính sách đặc biệt Hỗ trợ chuyển giao bắt buộc (ví dụ: giảm 50% dự trữ bắt buộc); FOL 49%; tính 20% tiền gửi Kho bạc vào LDR)	Có	Có	Có	Có	–	Có	Có	–	–	–	–	–
FOL	30%	30%	30%	23,2%	22,5%	30%	27%	30%	30%	5%	30%	5%
CAR mới nhất*	9,6%	9,8%	11,1%	10,9%	15,2%	14,4%	16,2%	12,2%	8,5%	11,2%	13,2%	11,9%
Cổ đông nước ngoài chiến lược	KEB Hana 14,2%	MUFG 19,7%	Mizuho 15,0%	n.a.	n.a.	SMBC 15,0% (tiêm năng tăng lên 20%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Các bên liên quan SoftBank (~20%)	n.a.
ROE 2026 / khả năng tự tạo vốn nội bộ	18%	21%	17%	21%	16%	16%	25%	18%	11%	18%	16%	23%
Huy động vốn nước ngoài	Ít tích cực	Ít tích cực	Ít tích cực	Ít tích cực	Tích cực	Tích cực	Tích cực	Ít tích cực	Ít tích cực	Tích cực	Tích cực	Ít tích cực
Kế hoạch tăng vốn mới	Có	–	Có	Có	–	Có	Có	–	–	–	–	–
Xếp hạng PT/TG dài hạn & triển vọng Moody's mới nhất	Ba2 / Tích cực	Ba2 / Tích cực	Ba2 / Tích cực	Ba2 / Ổn định	Ba3 / Tích cực	Ba3 / Tích cực	B1 / Tích cực	Ba3 / Tích cực	B1 / Ổn định	Ba3 / Ổn định	B1 / Ổn định	Ba3 / Ổn định

Lưu ý: Bảng này phản ánh khả năng đa dạng hóa nguồn vốn theo các tiêu chí cụ thể, không phải xếp hạng chất lượng tổng thể.

CAR/ROE/CASA (so sánh tương đối giữa các ngân hàng)

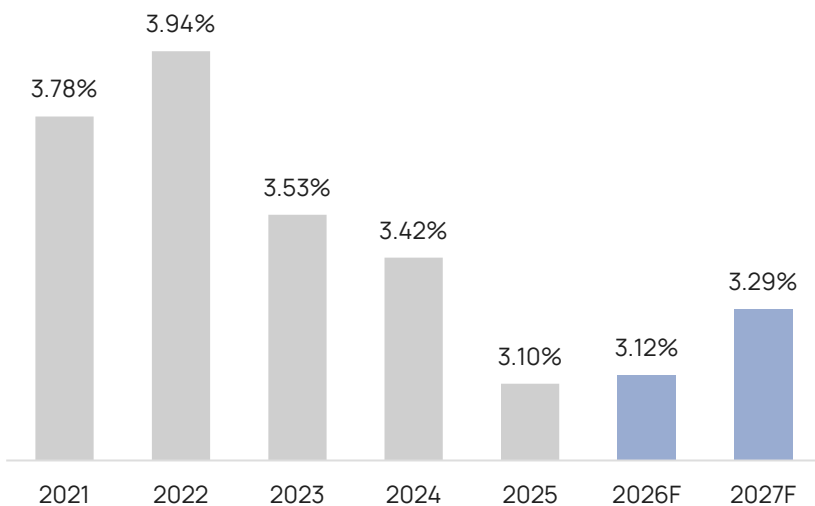


BID, VCB, VPB, HDB, MBB có kế hoạch tăng vốn cụ thể trong giai đoạn 2026-2027

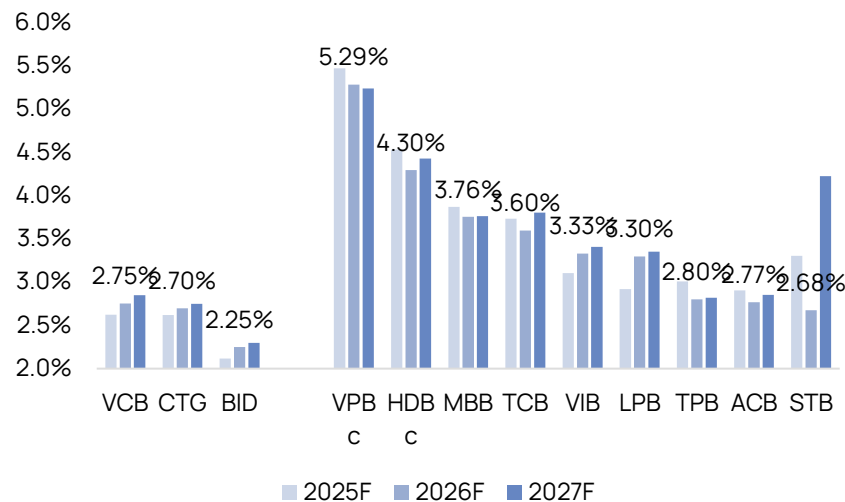
Kế hoạch tăng vốn	Có/ Không	% cổ phần phát hành, sau pha loãng	Nhà đầu tư mục tiêu	Phương thức giao dịch	CAR Basel II mới nhất
BID	Có	9,7%	Phát hành riêng lẻ: nhà đầu tư chuyên nghiệp, tổ chức trong & ngoài nước	Phát hành riêng lẻ và/hoặc chào bán ra công chúng	9,6%
CTG	Không				9,8%
VCB	Có	6,1%	Nhà đầu tư tổ chức	Phát hành riêng lẻ	11,1% (*)
ACB	Không				12,2%
HDB	Có	12,27% (700 triệu cổ phiếu, dự kiến thực hiện trong H2/2026) Chuyển đổi 165 triệu USD trái phiếu chuyển đổi	Nhà đầu tư chuyên nghiệp	Phát hành riêng lẻ	16,2%
VPB	Có	5,9%	Nhà đầu tư chiến lược quốc tế	Phát hành riêng lẻ	14,4%
MBB	Có	11,1% (8,9% từ chào bán quyền mua và 2,2% từ phát hành riêng lẻ)	Chào bán quyền mua cho cổ đông hiện hữu (10:1) và phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chuyên nghiệp	Chào bán công chúng & Phát hành riêng lẻ	10,9%
TCB		TCB không có kế hoạch tăng vốn trong năm 2026 nhưng sẵn sàng bán cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược phù hợp, nhiều khả năng thông qua thoái vốn của quỹ PE Warburg Pincus (đang nắm giữ 7,9% cổ phần)			15,2%
STB	Không				8,5%
TPB	Không				13,2%
VIB	Không				11,2%
LPB	Không				11,9%

Áp lực lãi suất tiếp diễn, chúng tôi hạ dự báo NIM cho các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi

Tổng NIM danh mục theo dõi, theo năm



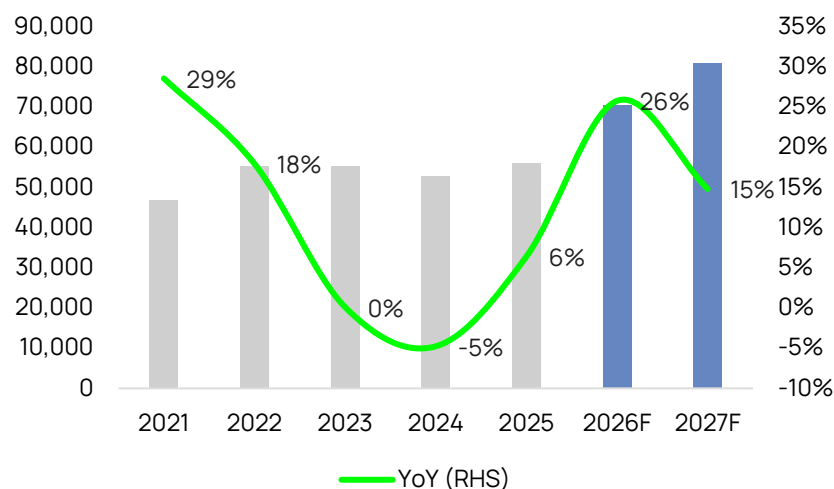
NIM theo ngân hàng, theo năm



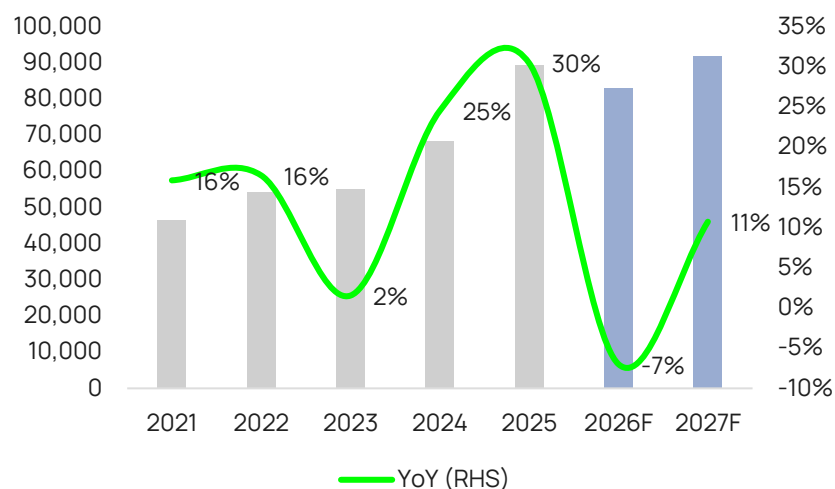
- NIM tổng hợp giảm trong quý 1/2026 xuống 3,00% (-20 đcb QoQ, -11 đcb YoY) do chi phí huy động tăng và hiệu suất bán lẻ yếu. Chỉ một số ngân hàng mở rộng được NIM trong quý, đáng chú ý là VCB và CTG.
- Chúng tôi hạ dự báo NIM 2026 từ 3,17% xuống 3,12% (+2 đcb YoY; ngân hàng quốc doanh +11 đcb, ngân hàng tư nhân -11 đcb). Trong bối cảnh lãi suất tăng, các ngân hàng quốc doanh có nền tảng huy động bền vững hơn, hưởng lợi từ môi trường định giá tín dụng thuận lợi và nhu cầu vay trung-dài hạn tăng. Ngược lại, ngân hàng tư nhân – đặc biệt những ngân hàng tập trung bán lẻ – sẽ chịu áp lực NIM lớn hơn do hiệu suất bán lẻ yếu và cạnh tranh huy động gay gắt.
- Giả định biến động vĩ mô nằm trong vùng kiểm soát, chúng tôi kỳ vọng lãi suất ổn định và có khả năng giảm trong 2027, tạo điều kiện cải thiện NIM đáng kể hơn (+17 đcb YoY; +10 đcb nếu loại trừ STB).

Thu nhập phí phục hồi mạnh; thu nhập ngoài lãi khác được kỳ vọng điều chỉnh từ mức cao

Thu nhập phí thuần tổng hợp (tỷ đồng)



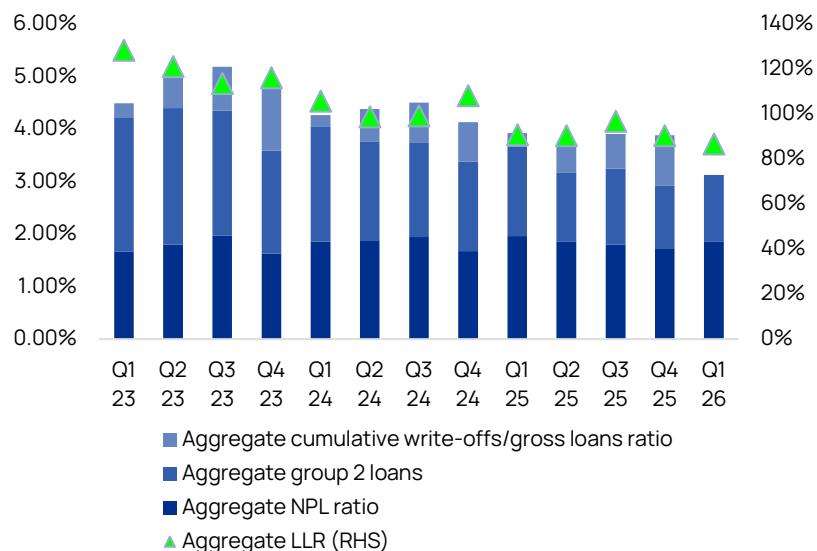
Thu nhập ngoài lãi khác tổng hợp (tỷ đồng)



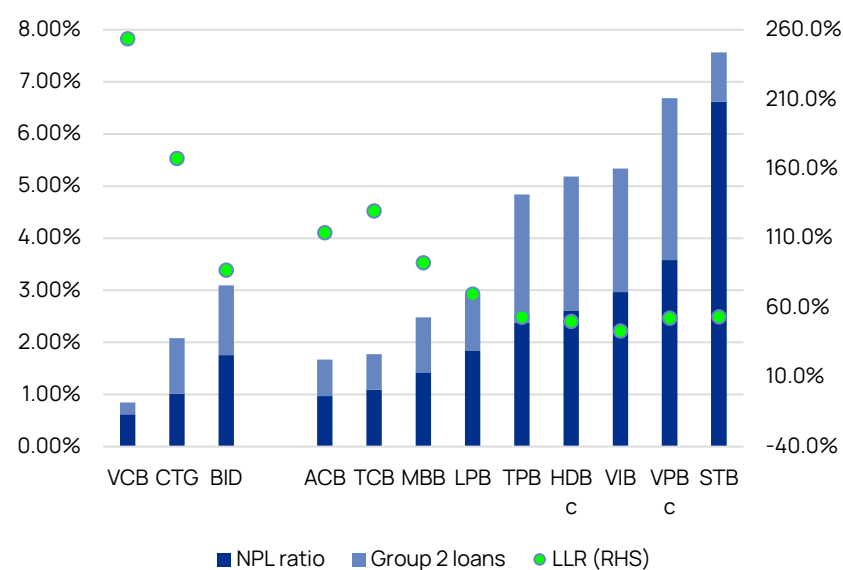
- Thu nhập phí thuần (NFI) phục hồi mạnh (+41,1% YoY) trong quý 1/2026, nhờ mảng LC, thẻ và bảo hiểm cải thiện. Chúng tôi dự báo NFI thuần tăng trưởng mạnh trong 2026 (+26% YoY), được hỗ trợ bởi: (1) mở rộng bảng cân đối tạo nhu cầu dịch vụ, (2) bancassurance phục hồi, (3) chi tiêu tiêu dùng cải thiện thúc đẩy thanh toán, và (4) các sản phẩm LC mới. Môi giới tích cực hơn và thị trường vốn thuận lợi cũng hỗ trợ tăng trưởng. NFI thuần dự báo chiếm 9,3% tổng TOI năm 2026.
- Thu nhập ngoài lãi khác năm 2026 (lãi ngoại hối, lãi kinh doanh chứng khoán, thu hồi nợ, thu nhập khác) được kỳ vọng điều chỉnh về từ mức cao 2025 trong bối cảnh hầu hết ngân hàng chưa hoàn thiện hệ sinh thái sản phẩm phi tín dụng. Nỗ lực làm sạch bảng cân đối năm 2025 (ACB, STB, HDB...) tạo tiềm năng thu hồi nợ, song kết quả năm 2026 có thể bị hạn chế do lãi suất còn cao. Thu nhập ngoài lãi khác dự báo chiếm 9,9% tổng TOI năm 2026.

Chất lượng tài sản nhìn chung vẫn ổn định trong quý 1/2026, chưa phản ánh tác động tiêu cực từ biến động vĩ mô

Chất lượng tài sản của các ngân hàng Vietcap theo dõi



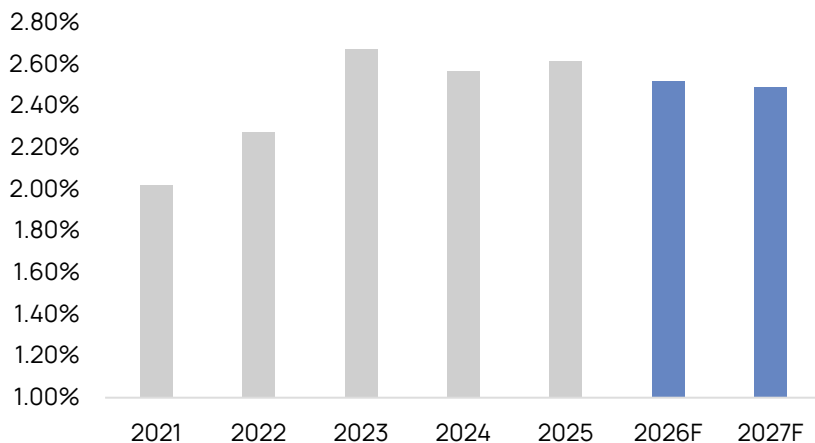
Chất lượng tài sản của các ngân hàng tại quý 1/2026



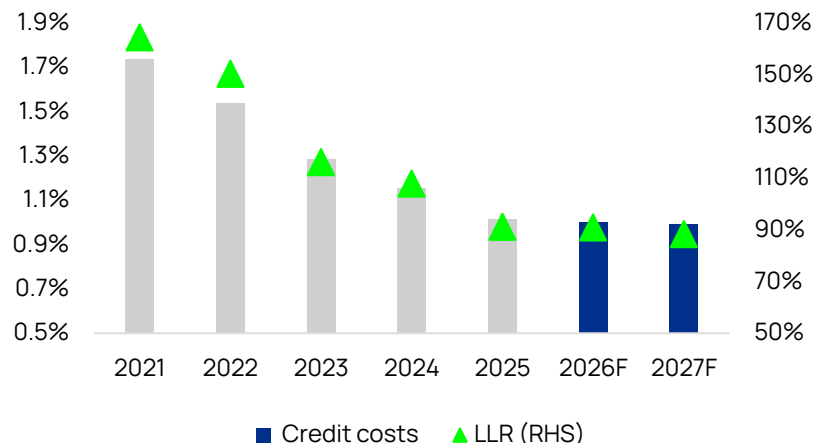
- Chất lượng tài sản thuộc danh mục theo dõi duy trì ổn định trong quý 1/2026: tỷ lệ nợ xấu tổng hợp đạt 1,85% (+12 đcb QoQ, -11 đcb YoY), LLR đạt 87% (-3 điểm % QoQ, -4 điểm % YoY). Tỷ lệ nợ nhóm 2 tăng nhẹ lên 1,27% (+9 đcb QoQ, -44 đcb YoY).
- Theo phân khúc, bán lẻ và SME vẫn chịu nhiều áp lực nhất do năng lực cạnh tranh và tài chính hạn chế, trong khi phân khúc doanh nghiệp lớn duy trì sức chống đỡ tốt.
- VCB, CTG và ACB ghi nhận chỉ số nợ xấu lành mạnh với bộ đệm dự phòng vững chắc. Ngược lại, BID, TPB và HDB ghi nhận nợ xấu tăng trong quý 1/2026, chủ yếu do áp lực kéo dài từ mảng bán lẻ. STB có tỷ lệ nợ xấu cao nhất nhóm và cần thêm thời gian để hoàn thành quá trình làm sạch bảng cân đối và tái cơ cấu.

Bối cảnh vĩ mô thách thức sẽ hạn chế mục tiêu cải thiện chi phí tín dụng và chỉ số nợ xấu trong 2026-2027

Tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng



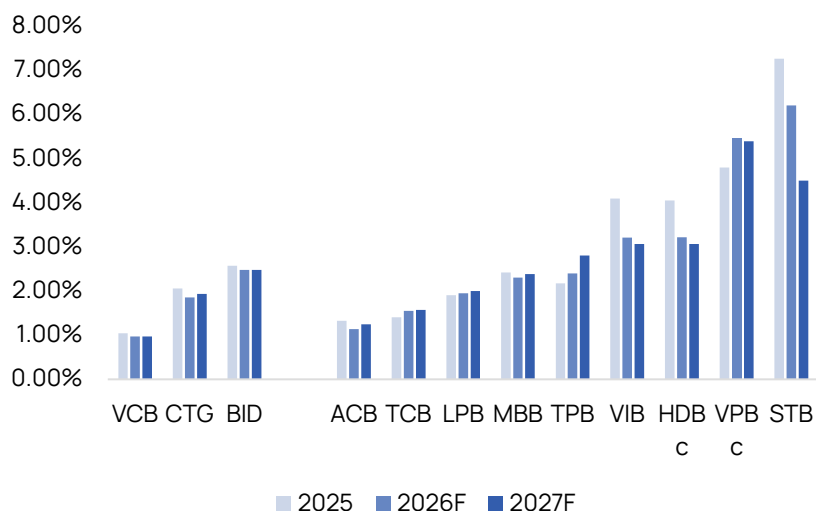
Tổng chi phí tín dụng và LLR trong danh mục theo dõi



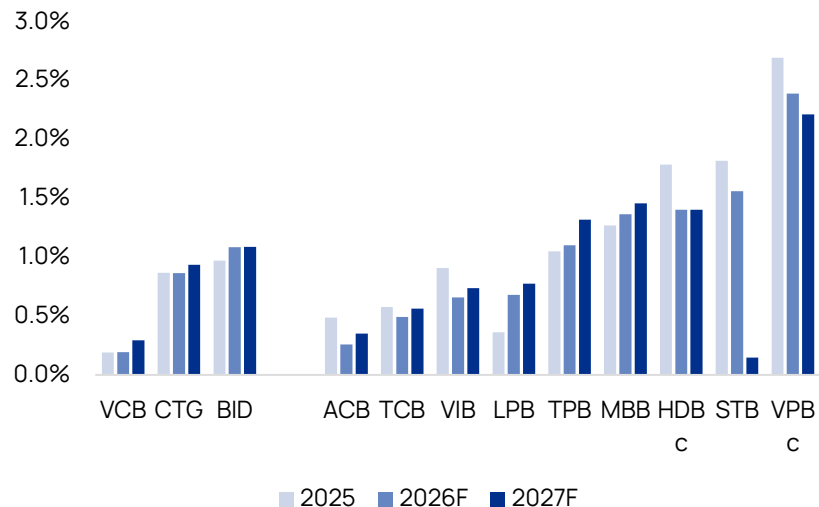
- Trước đây, chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản cải thiện đáng kể trong 2026 nhờ: (1) hoạt động kinh tế mạnh hơn thúc đẩy doanh thu và khả năng trả nợ của khách hàng, (2) thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi, và (3) luật hóa Nghị quyết 42/2017 (hiệu lực từ tháng 10/2025) tạo khung pháp lý giúp xử lý nợ xấu hiệu quả hơn.
- Theo kịch bản cơ sở, lãi suất trong nửa cuối năm 2026 tăng chậm hơn nửa đầu năm do mặt bằng hiện tại đã ở mức cao và điều kiện vĩ mô dự kiến cải thiện nhờ xuất khẩu và giải ngân tài khóa tốt hơn. Do đó, dù chúng tôi điều chỉnh nhẹ lên dự báo nợ xấu và chi phí tín dụng, theo đánh giá của chúng tôi mức tuyệt đối vẫn kiểm soát được trong 2026-2027 trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng mạnh.
- Rủi ro: biến động vĩ mô kéo dài sẽ phản ánh nhiều hơn vào bảng cân đối của các ngân hàng, tạo áp lực lên dự báo của chúng tôi.

Trong bối cảnh bất định, các ngân hàng có chất lượng tài sản hàng đầu nổi bật với bộ đệm vững chắc hơn để chống đỡ tác động tiêu cực

Tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng



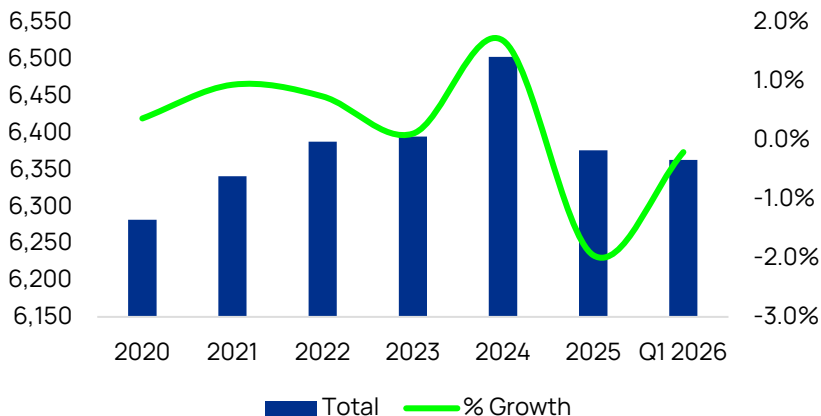
Chi phí tín dụng các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi



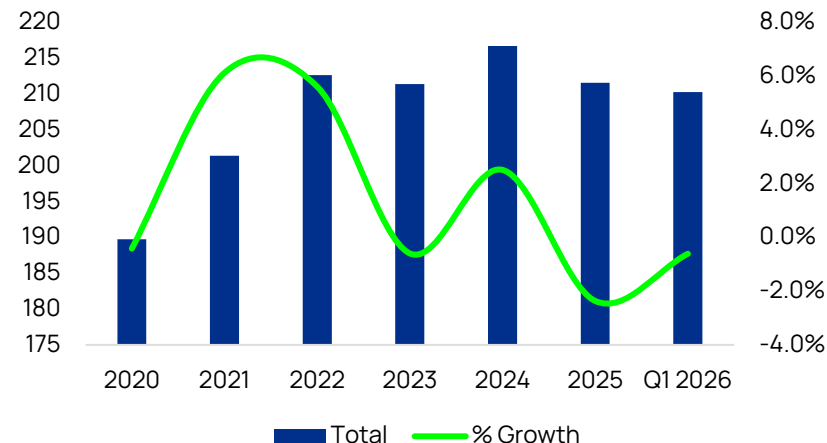
- Chúng tôi kỳ vọng VCB, CTG và các ngân hàng tư nhân hàng đầu (ACB, TCB) dẫn đầu nhóm với nợ xấu và chi phí tín dụng ở mức thấp (dưới 1%), phản ánh bằng cân đối sạch và chính sách trích lập thận trọng. Ngược lại, các ngân hàng tập trung bán lẻ/tiêu dùng như VIB, TPB, HDB và VPB sẽ có chỉ số nợ xấu cao hơn mức trung bình nhóm.
- Chúng tôi nhận định BID, MBB và LPB sẽ có chi phí tín dụng bình thường hóa từ mức thấp, trong khi VPB ghi nhận cải thiện lớn nhất từ mức nền cao 2025 – dù tốc độ có thể chậm lại nếu vĩ mô xấu hơn kịch bản cơ sở. MBB, dù tăng trưởng tín dụng mạnh nhiều năm, vẫn được kỳ vọng kiểm soát tốt chất lượng tài sản với bộ đệm dự phòng vững để chống chịu các yếu tố bất định.
- STB vẫn là ngoại lệ với lượng lớn nợ xấu công bố cuối năm 2025 liên quan đến nợ xấu tồn đọng từ các chu kỳ tín dụng trước. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ xử lý nhanh trong năm 2026 và hoàn thành tái cơ cấu cùng thu hồi tài sản thế chấp trong 2027.

CIR quý 1/2026 cải thiện tốt hơn kỳ vọng, tạo thêm bộ đệm cho thu nhập

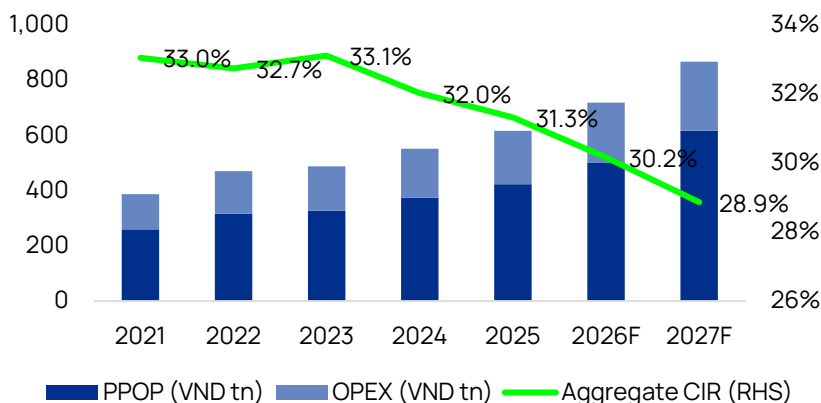
Số lượng chi nhánh & phòng giao dịch (*)



Số lượng nhân viên (nghìn) (*)



Tổng CIR, PPOP & OPEX, hàng năm

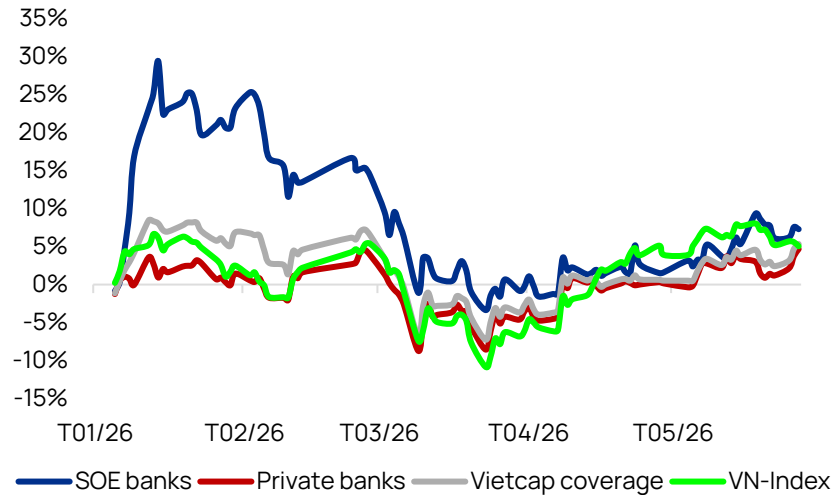


- CIR tổng hợp thuộc danh mục theo dõi đạt 29,2% trong quý 1/2026 (-1,7 điểm % YoY).
- Dự báo 2026-2027: Chúng tôi kỳ vọng đòn bẩy vận hành, chuyển dịch số hóa và ứng dụng công nghệ/AI rộng rãi hơn sẽ nâng cao năng suất, đưa CIR xuống dưới 30%.
- Dù tín dụng và doanh thu tăng mạnh, mạng lưới chi nhánh và nhân sự hầu như không mở rộng nhiều – thậm chí bắt đầu giảm ở một số ngân hàng – khi các ngân hàng chuyển dịch sang mô hình số hóa, bao gồm cả quy trình cho vay.
- TCB/MBB đang tiến xa hơn trong tối ưu hóa chi phí bằng công nghệ, trong khi STB và các ngân hàng chưa đẩy mạnh tối ưu chi phí, cho thấy còn nhiều dư địa để tiếp tục cải thiện.

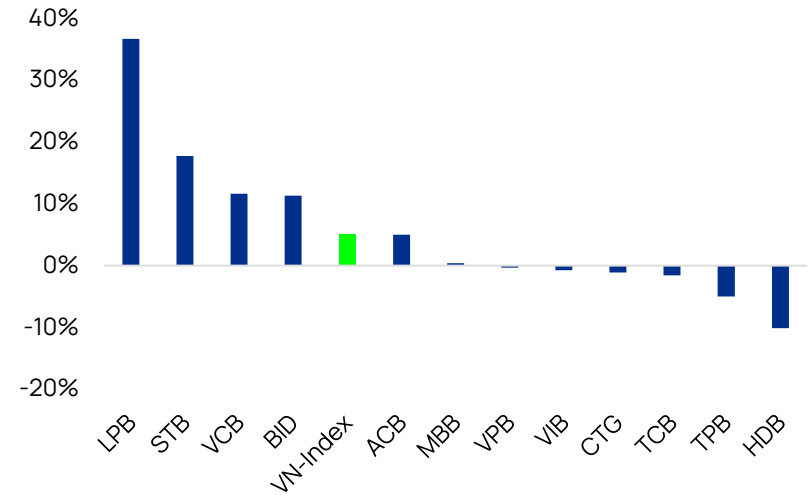
Diễn biến giá cổ phiếu & các lựa chọn cổ phiếu cho năm 2026

Cổ phiếu ngành ngân hàng có mức sinh lời khiêm tốn trong năm 2026 tính đến hiện tại

Diễn biến giá cổ phiếu tính từ đầu năm*



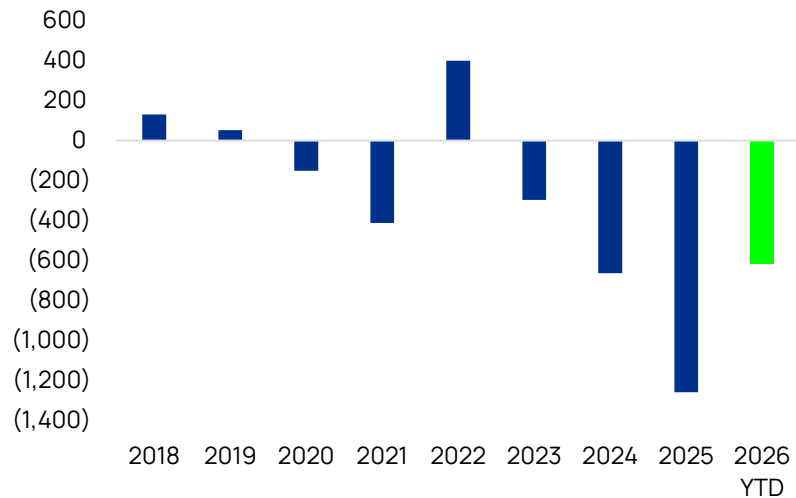
Diễn biến giá cổ phiếu tính từ đầu năm theo ngân hàng



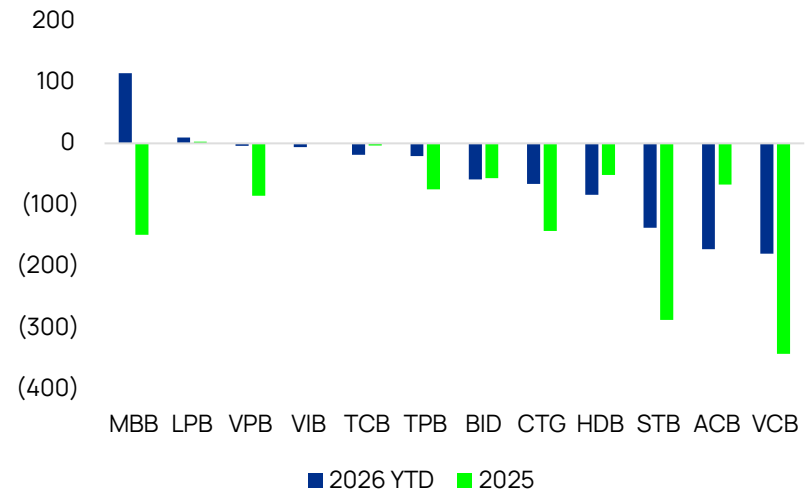
- Tính từ đầu năm đến ngày 27/5/2026, mức sinh lời trung bình của 12 ngân hàng thuộc danh mục theo dõi đạt 5%, tương đương mức tăng của VN-Index.
- Có sự phân hóa đáng kể trong nhóm: các NHTM nhà nước trung bình đạt +7% YTD, vượt trội hơn nhóm ngân hàng tư nhân (+5% YTD).
- Trong nhóm ngân hàng quốc doanh, BID và VCB đạt mức sinh lời vượt trội nhờ kế hoạch tăng vốn và Nghị quyết 79 tạo tâm lý tích cực với nhà đầu tư.
- Trong nhóm tư nhân, chỉ STB, LPB và ACB ghi nhận mức sinh lời dương. STB hưởng lợi từ tâm lý tích cực quanh quá trình tái cơ cấu; LPB được hỗ trợ bởi mức cổ tức tiền mặt lớn và IPO của LPBS dù tăng trưởng lợi nhuận của ngân hàng đã chậm lại rõ rệt. Các ngân hàng tư nhân còn lại chịu áp lực bán từ nhà đầu tư trong bối cảnh lãi suất cao và xung đột Trung Đông khó lường.

Khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh cổ phiếu ngân hàng trong 5T 2026 trước rủi ro vĩ mô gia tăng

Dòng tiền ròng từ khối ngoại trong các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi (triệu USD)



Dòng tiền ròng từ khối ngoại theo ngân hàng (triệu USD)



- Áp lực bán của khối ngoại đối với ngành ngân hàng tiếp tục trong năm nay, xuất phát từ: (1) lo ngại về thanh khoản và lãi suất tăng cao hơn, và (2) rủi ro vĩ mô gia tăng do xung đột Trung Đông.
- Những cổ phiếu bị bán ròng nhiều nhất là những cổ phiếu có hiệu suất vượt trội cả ngành lẫn VN-Index, đáng chú ý là VCB và STB.
- Chỉ một số ít cổ phiếu không chịu áp lực bán ngoại mạnh tính đến nay, bao gồm MBB, LPB và VPB.
- Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn ngoại cải thiện khi có tín hiệu rõ ràng về hạ nhiệt xung đột Trung Đông. Ngoài ra, việc nâng hạng thị trường lên FTSE Emerging Markets dự kiến thúc đẩy dòng vốn thụ động vào các cổ phiếu ngân hàng lớn như VCB, BID, STB và SHB.

Định giá hiện tại chưa ở mức chiết khấu đáng kể so với vùng lịch sử

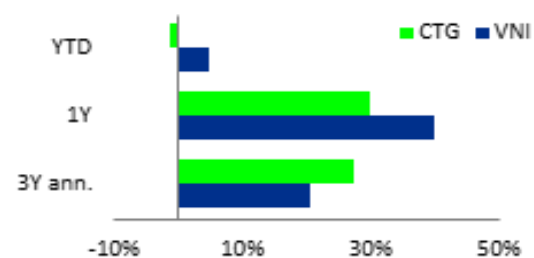
Các ngân hàng trong danh mục theo dõi hiện giao dịch tại mức P/B trượt bình quân 1,67 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm



CTG - MUA, giá mục tiêu 50.000 đồng

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	35.350 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	60.744	70.004	81.154	91.916
Giá mục tiêu*	50.000 VND	% YoY	2,3%	15,2%	15,9%	13,3%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	34.591	40.411	45.935	50.889
		% YoY	36,5%	16,8%	13,7%	10,8%
TL tăng	+41,4%	EPS	36,3%	16,8%	13,7%	10,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%	NIM	2,62%	2,70%	2,75%	2,80%
Tổng mức sinh lời	+41,4%	Tỷ lệ CASA	25,5%	26,5%	27,5%	28,5%
		Nợ xấu/cho vay	1,10%	1,15%	1,18%	1,20%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,87%	0,86%	0,93%	0,98%
GT vốn hóa	274 nghìn tỷ đồng	CIR	30,4%	30,2%	29,3%	28,9%
Room KN	13,4 nghìn tỷ đồng	P/B	1,5x	1,3x	1,1x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	360 tỷ đồng	P/E	9,1x	7,8x	6,8x	6,2x
Cổ phần Nhà nước	64,5%	ROE	21,1%	20,6%	19,6%	18,4%
SL cổ phiếu lưu hành	7.767 tỷ	ROA	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%
Pha loãng	7.767 tỷ					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 15/5/2026



Tổng quan ngân hàng

Thành lập năm 1988, CTG là ngân hàng lớn thứ hai trong danh mục theo dõi xét theo tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2025. CTG có một trong những mạng lưới chi nhánh lớn nhất Việt Nam. Ngân hàng IPO năm 2008 và niêm yết cổ phiếu từ ngày 16/7/2009.

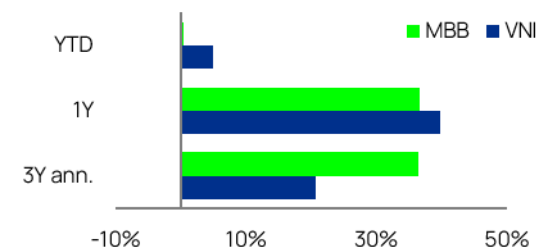
Thị phần CASA của CTG ngày càng tăng, cho thấy năng lực cạnh tranh ngày càng mạnh ở cả mảng Bán lẻ và Khách hàng doanh nghiệp. Dựa trên dữ liệu 27 ngân hàng niêm yết, thị phần CASA của CTG tăng từ 14,5% lên 16,6% trong ba năm (quý 1/2023–quý 1/2026). Tỷ lệ CASA tăng 6,8 điểm % từ 18,1% lên 24,9%, nhờ cải thiện ở cả CASA bán lẻ (từ 11,3% lên 19,5%) và CASA doanh nghiệp (từ 25,5% lên 29,7%). Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng chiếm thị phần CASA bền vững qua sản phẩm vượt trội sẽ là chìa khóa để CTG trở thành dẫn đầu ngành trong dài hạn.

Chất lượng tài sản vững chắc tạo bộ đệm quan trọng trong bối cảnh rủi ro vĩ mô gia tăng: CTG là ngân hàng duy nhất thuộc danh mục theo dõi cải thiện nợ xấu trong quý 1/2026, nhờ chính sách trích lập dự phòng và xóa nợ thận trọng. LLR đạt 167% cuối quý 1/2026, cao thứ hai danh mục theo dõi – vượt xa BID (87%) và trung vị ngân hàng tư nhân (55%). Chúng tôi nhận định bộ đệm vững này giúp CTG duy trì tăng trưởng lợi nhuận tốt ngay cả trong kịch bản xung đột Trung Đông kéo dài.

CTG xứng đáng được định giá lại cao hơn nhờ sự vượt trội ở nền tảng cơ bản và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh. Trên cơ sở P/B dự phóng năm 2026, CTG giao dịch ở 1,28 lần – thấp hơn 15%/36% so với BID/VCB – trong khi ROE năm 2026 dự báo đạt 20,6%, cao hơn BID (17,9%) và VCB (17,0%). LNST sau lợi ích CDTS năm 2026 của CTG dự báo đạt 40,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 97% dự báo VCB (41,9 nghìn tỷ đồng), song vốn hóa CTG chỉ bằng 51% VCB. Chúng tôi cho rằng CTG đang được định giá hấp dẫn so với nhóm ngân hàng thương mại khác.

MBB - MUA, giá mục tiêu 36.000 đồng

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F	
Giá cổ phiếu (27/05)	25.400 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	48.012	60.668	76.427	92.785	
Giá mục tiêu*	36.000 VND	% YoY	25,0%	26,4%	26,0%	21,4%	
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	26.779	32.206	38.691	45.049	
		% YoY	18,3%	20,3%	20,1%	16,4%	
TL tăng	41,7%	EPS	% YoY 17,3%	20,3%	20,1%	16,4%	
Lợi suất cổ tức	2,0%	NIM		3,87%	3,76%	3,76%	3,74%
Tổng mức sinh lời	43,7%	Tỷ lệ CASA		37,8%	34,0%	34,5%	35,0%
		Nợ xấu/cho vay		1,29%	1,15%	1,20%	1,30%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng		1,27%	1,37%	1,46%	1,59%
GT vốn hóa	205 nghìn tỷ đồng	CIR		29,1%	29,5%	30,0%	30,0%
Room KN	1,3 nghìn tỷ đồng	P/B		1,5x	1,2x	1,0x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	473 tỷ đồng	P/E		7,6x	6,4x	5,3x	4,5x
Cổ phần Nhà nước	48,3%	ROE		21,6%	21,4%	21,3%	20,5%
SL cổ phiếu lưu hành	8,055 tỷ	ROA		2,0%	1,7%	1,7%	1,6%
Pha loãng	8,055 tỷ	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 21/5/2026					



Tổng quan ngân hàng

Thành lập năm 1994, MBB là ngân hàng lớn thứ tư trong danh mục theo dõi xét theo tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2025. Ngân hàng IPO năm 2004 và niêm yết cổ phiếu từ tháng 11/2011.

MBB có hệ sinh thái đa dạng nhất thuộc danh mục theo dõi. Sáu công ty con trong lĩnh vực bảo hiểm, tài chính tiêu dùng, chứng khoán và quản lý tài sản tạo cơ hội bán chéo mạnh mẽ.

Áp lực NIM tiếp diễn, nhưng tăng trưởng vượt trội và chi phí tín dụng kiểm soát tốt sẽ dẫn dắt lợi nhuận. NIM quý 1/2026 của MBB giảm 26 đcb QoQ xuống 3,80%, song vẫn cao thứ hai danh mục sau VPB. Chúng tôi dự báo NIM năm 2026 là 3,76%; mức giảm thêm sẽ hạn chế nhờ nền tảng CASA mạnh và khả năng mở rộng thị phần cho vay không hy sinh biên lãi. Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi tín dụng dẫn đầu ngành (CAGR 28% trong 2025–2028) trong khi chi phí tín dụng duy trì dưới 1,6% trung bình giai đoạn.

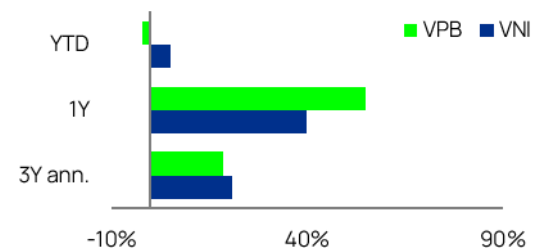
Áp dụng Basel III sớm và dư địa huy động dồi dào giúp MBB thích nghi quy định thanh khoản mới. MBB đã công bố áp dụng tính toán LCR và NSFR theo chuẩn mực Basel III từ tháng 6/2024. Với hệ sinh thái 36,2 triệu khách hàng, MBB có đa dạng đòn bẩy huy động: tiếp cận vốn nước ngoài (Moody's nâng hạng lên Ba2 tháng 5/2026) và tiềm năng tăng vốn khi FOL hiện ở mức 23,2%. Chúng tôi nhận định sự hỗ trợ của MBB với ngân hàng quốc doanh về quy mô và năng lực huy động bền vững – cùng ROE mạnh – sẽ tạo thêm linh hoạt vốn cho ngân hàng.

Định giá hấp dẫn: MBB giao dịch ở P/B dự phóng năm 2026 là 1,24 lần, chiết khấu 3% so với trung vị nhóm (1,28 lần), trong khi ROE dự phóng năm 2026 đứng thứ top 3 đạt 21,4% (sau HDB và LPB) so với trung vị 17,6%. **Rủi ro:** Áp lực lãi suất/chi phí tín dụng cao hơn kỳ vọng; NIM thấp hơn.

VPB - MUA, giá mục tiêu 38.000 đồng

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	28.050 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	56.023	69.313	83.937	101.770
Giá mục tiêu*	38.000 VND	% YoY	16,9%	23,7%	21,1%	21,2%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	23.990	30.913	37.142	43.687
		% YoY	52,0%	28,9%	20,1%	17,6%
TL tăng	35,5%	EPS	52,0%	28,9%	20,1%	17,6%
Lợi suất cổ tức	1,8%	NIM	5,47%	5,29%	5,24%	4,98%
Tổng mức sinh lời	37,3%	Tỷ lệ CASA	14,4%	14,9%	15,4%	15,4%
		Nợ xấu/cho vay	3,33%	3,51%	3,70%	3,80%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	2,7%	2,4%	2,2%	2,2%
GT vốn hóa	224 nghìn tỷ đồng	CIR	25,0%	22,5%	23,0%	23,0%
Room KN	12 nghìn tỷ đồng	P/B	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	500 tỷ đồng	P/E	9,2x	7,2x	6,0x	5,1x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	14,6%	16,0%	16,8%	17,0%
SL cổ phiếu lưu hành	7.934 bn	ROA	2,2%	2,2%	2,0%	1,9%
Pha loãng	7.934 bn					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 18/5/2026



Tổng quan Ngân hàng

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng là ngân hàng thương mại tư nhân có trụ sở tại Việt Nam, sở hữu công ty quản lý tài sản (VPBank AMC), công ty tài chính tiêu dùng (FE Credit), công ty chứng khoán (VPBank Securities) và công ty bảo hiểm (OPES).

Dù áp lực NIM ngắn hạn, VPB vẫn duy trì tăng trưởng dẫn đầu ngành với hỗ trợ từ chính sách. Hạn mức tín dụng ưu đãi của VPB lên tới 35% cho 2025-27 và 25% cho 2028 tạo lộ trình tăng trưởng vượt hệ thống đa năm, hướng tới trở thành ngân hàng tư nhân lớn thứ hai sau MBB xét theo tổng tài sản. Chúng tôi nhận định áp lực NIM có thể kiểm soát được, được hỗ trợ bởi việc cắt giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ tháng 2/2026, cải thiện cơ cấu cho vay, và lập trường hỗ trợ của NHNN. Chúng tôi hạ giả định NIM hợp nhất xuống 5,29%/5,24%/4,98% cho 2026/2027/2028, nhưng tin rằng lợi thế tăng trưởng theo chính sách, vị thế vốn/huy động mạnh và hệ sinh thái đa dạng của VPB vẫn là các hỗ trợ chính. Nợ xấu vẫn là điểm cần theo dõi dù đã cải thiện xuống mức thấp nhiều năm; tuy nhiên, chúng tôi tin áp lực tăng là có thể kiểm soát nếu biến động vĩ mô duy trì ở mức kiểm soát được.

VPB có nhiều dư địa để tiếp tục củng cố vốn và thanh khoản. Dù quy định thanh khoản dự thảo nếu được ban hành có thể gây áp lực với hầu hết ngân hàng kể cả VPB trong việc cải thiện chất lượng huy động, ngân hàng đã chuẩn bị cho tuân thủ thanh khoản Basel III nhiều năm và tự tin đáp ứng lộ trình. VPB ở vị thế tốt nhờ nền tảng huy động trung-dài hạn vững chắc, mạng lưới tiến gửi bán lẻ lớn, hệ sinh thái rộng, dư địa tăng vốn mới, và khả năng huy động vốn nước ngoài chủ động với sự hỗ trợ từ SMBC.

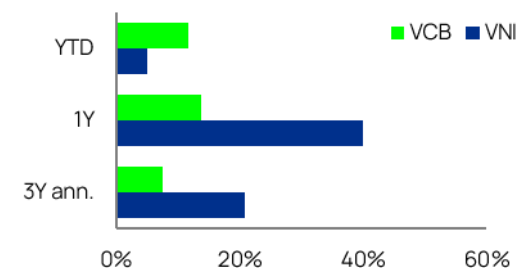
Mở rộng hệ sinh thái tạo thêm dư địa ngoài ngân hàng lõi: VPB đang xây dựng các trụ cột tăng trưởng mới trong sàn giao dịch tài sản số, quản lý tài sản, bảo hiểm nhân thọ và kinh doanh vàng, định vị tập đoàn đón bắt dòng tài chính rộng hơn và đa dạng hóa thu nhập phí. Các sáng kiến chính gồm CAEX đã tăng vốn lên 10 nghìn tỷ đồng và hướng tới phê duyệt cuối cùng vào khoảng tháng 6/2026, công ty quản lý tài sản dự kiến được cấp phép trong quý 2/2026, và tiềm năng nền tảng bảo hiểm nhân thọ qua M&A hoặc giấy phép mới.

Yếu tố hỗ trợ: Kế hoạch tăng vốn tiềm năng. **Rủi ro:** NIM thấp hơn kỳ vọng; khó kiểm soát chi phí tín dụng; phí chấm dứt hợp đồng phân phối độc quyền bancassurance nếu VPB sở hữu công ty bảo hiểm nhân thọ.

VCB - MUA, giá mục tiêu 78.500 đồng

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	64.200 đồng	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	47.205	56.057	68.818	82.768
Giá mục tiêu*	78.500 đồng	% YoY	3,6%	18,8%	22,8%	20,3%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	35.178	41.866	49.808	57.452
		% YoY	4,0%	19,0%	19,0%	15,3%
TL tăng	+22,3%	EPS	4,2%	19,0%	19,0%	15,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%	NIM	2,62%	2,75%	2,85%	2,90%
Tổng mức sinh lời	+22,3%	Tỷ lệ CASA	35,4%	36,4%	37,4%	38,4%
		Nợ xấu/cho vay	0,58%	0,65%	0,65%	0,70%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,19%	0,19%	0,29%	0,42%
GT vốn hóa	537 nghìn tỷ đồng	CIR	34,8%	34,0%	32,0%	29,5%
Room KN	26,5 nghìn tỷ đồng	P/B	2,4x	2,0x	1,7x	1,5x
GTGD/ngày (30n)	605 tỷ đồng	P/E	16,5x	13,9x	11,7x	10,1x
Cổ phần Nhà nước	74,8%	ROE	16,5%	17,0%	17,2%	17,0%
SL cổ phiếu lưu hành	8.356 bn	ROA	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Pha loãng	8.356 bn					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 18/5/2026



Tổng quan ngân hàng

Thành lập năm 1963, VCB là ngân hàng lớn thứ ba trong danh mục theo dõi xét theo tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2025, và có lợi nhuận ròng cao nhất. Ngân hàng IPO năm 2008 và niêm yết cổ phiếu từ ngày 30/6/2009.

Trong bối cảnh bất định vĩ mô gia tăng, VCB nắm giữ vị thế đầu ngành ở khả năng duy trì tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận ổn định nhờ nền tảng huy động/vốn vững chắc và tệp khách hàng chất lượng. Mạng khách hàng doanh nghiệp lớn (51% dư nợ) dần trải từ FDI, các tập đoàn nhà nước (PVN, EVN) đến các doanh nghiệp tư nhân hàng đầu (Sun Group, Hòa Phát) – đa phần các doanh nghiệp này dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh của họ. Theo đánh giá của chúng tôi, nhóm khách hàng này sẽ là động lực tăng trưởng kinh tế quan trọng của Nam Việt Nam trong cả ngắn hạn (nhờ lợi thế cạnh tranh và sức khỏe tài chính vượt trội) lẫn trong dài hạn (qua phát triển hạ tầng và thu hút FDI). Ở mảng bán lẻ (43% tổng dư nợ), VCB phục vụ tệp khách hàng thu nhập cao với tỷ lệ nợ xấu bán lẻ duy trì chỉ ở mức 0,7-1,0% qua các chu kỳ.

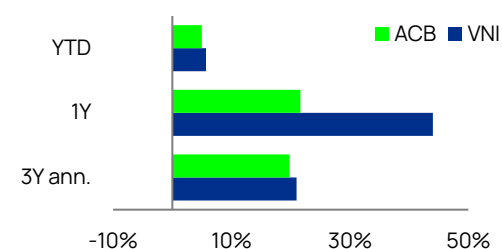
NIM vượt trội củng cố luận điểm phục hồi NIM từng bước: NIM của VCB tiếp tục cải thiện trong quý 1/2026 khi phần lớn ngân hàng cùng nhóm bị thu hẹp do áp lực chi phí vốn. Tỷ lệ CASA cao, sự dịch chuyển sang cho vay trung-dài hạn, và khả năng tăng lãi suất cho vay là các yếu tố hỗ trợ NIM. Đáng chú ý, VCB sẽ hưởng lợi từ thông tư dự thảo mới của NHNN thay thế Thông tư 22/2019 nhờ nguồn CASA cao, nền tảng vốn vượt trội và danh mục tài sản thanh khoản cao (HQLA) vững chắc.

Lợi nhuận tăng tốc trong những quý tới sẽ giúp thu hút lại sự quan tâm của nhà đầu tư: Các động lực chính đằng sau lợi nhuận VCB – tín dụng, NIM, thu nhập phí và chất lượng tài sản – đều đang diễn biến tích cực. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận có thể tăng tốc lên hai chữ số từ quý 2, với dự kiến hoàn nhập khoảng 3,1 nghìn tỷ đồng chi phí dự phòng đã trích lập cho một khoản đầu tư TPDN từ quý 4 năm ngoái. Rủi ro: VCB có thể trích lập chi phí vận hành/dự phòng thận trọng hơn trong bối cảnh vĩ mô còn bất định.

ACB - MUA, giá mục tiêu 30.500 đồng

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	25.200 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	22.872	24.433	28.266	33.024
Giá mục tiêu*	30.500 VND	% YoY	1,2%	6,8%	15,7%	16,8%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	15.623	17.921	20.077	23.213
		% YoY	-6,9%	14,7%	12,0%	15,6%
TL tăng	+21,0%	EPS	-6,9%	14,7%	12,0%	15,6%
Lợi suất cổ tức	2,8%	NIM	2,90%	2,77%	2,85%	2,95%
Tổng mức sinh lời	+23,8%	Tỷ lệ CASA	22,8%	23,3%	24,5%	25,1%
		Nợ xấu/cho vay	0,97%	1,00%	1,10%	1,05%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,49%	0,26%	0,35%	0,38%
GT vốn hóa	129 nghìn tỷ đồng	CIR	32,3%	34,2%	34,2%	33,4%
Room KN	6,5 nghìn tỷ đồng	P/B	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	755 tỷ đồng	P/E	8,4x	7,3x	6,5x	5,7x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	17,6%	17,6%	17,1%	17,2%
SL cổ phiếu lưu hành	5,1 tỷ	ROA	1,65%	1,64%	1,61%	1,63%
Pha loãng	5,1 tỷ					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 21/5/2026



Tổng quan ngân hàng

Thành lập năm 1993, ACB là ngân hàng lớn thứ bảy trong danh mục theo dõi xét theo tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2025. ACB tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ và SME. ACB niêm yết trên HNX từ tháng 11/2006 và chuyển sang HSX vào tháng 12/2020.

Quá trình chuyển đổi của ACB là yếu tố then chốt cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Năm 2025, ACB công bố chiến lược 2025–2030 trở thành tập đoàn dịch vụ tài chính hiệu quả, cung cấp giải pháp cá nhân hóa toàn diện trên nền tảng dữ liệu tích hợp, được thúc đẩy bởi công nghệ và AI. Các sáng kiến triển khai gồm tái thiết kế giá trị cho khách hàng trọng điểm và số hóa hành trình khách hàng bán lẻ/MSME. Chúng tôi kỳ vọng CIR sẽ cao hơn trong ngắn hạn (2026–2027) trước khi chuyển đổi mang lại lợi ích cụ thể. Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và hành vi tiêu dùng thay đổi, đây là bước đi cần thiết để ACB duy trì vị thế và lấy lại đà tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng ACB đang đi đúng hướng – năng lực thực thi của ban lãnh đạo sẽ là nhân tố quyết định.

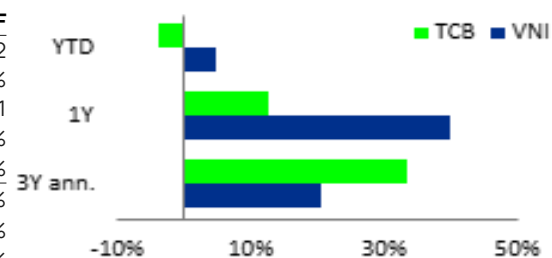
Chiến lược đẩy mạnh mảng doanh nghiệp lớn và đa quốc gia (MMLC) mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng. Cuối quý 1/2026, MMLC chiếm 13% tổng tín dụng ACB. Ngân hàng tập trung vào doanh nghiệp vừa – đặc biệt các doanh nghiệp liên quan FDI, xuất nhập khẩu và nhà thầu phụ tham gia dự án đầu tư công lớn.

Nền tảng tiền gửi chất lượng cao với CASA mạnh giúp ACB quản lý COF tốt hơn nhiều ngân hàng tư nhân trong môi trường lãi suất cao. ACB sẽ là một trong những ngân hàng được hưởng lợi tương đối theo thông tư dự thảo của NHNN thay thế Thông tư 22/2019, do ngân hàng đã đáp ứng yêu cầu về tỷ lệ LCR và NSFR tối thiểu 100%, từ đó được miễn yêu cầu về tỷ lệ CDR.

TCB - MUA, giá mục tiêu 42.600 đồng

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	33.650 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	36.959	42.373	51.204	60.882
Giá mục tiêu*	42.600 VND	% YoY	16,9%	14,6%	20,8%	18,9%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	25.290	29.124	34.664	41.251
		% YoY	17,5%	15,2%	19,0%	19,0%
TL tăng	+26,6%	EPS	17,2%	14,8%	18,7%	18,6%
Lợi suất cổ tức	2,1%	NIM	3,73%	3,60%	3,80%	3,90%
Tổng mức sinh lời	+28,7%	Tỷ lệ CASA	35,9%	36,4%	36,9%	37,4%
		Nợ xấu/cho vay	1,13%	1,13%	1,13%	1,13%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,58%	0,49%	0,56%	0,57%
GT vốn hóa	239 nghìn tỷ đồng	CIR	30,8%	30,8%	29,8%	29,1%
Room KN	526 tỷ đồng	P/B	1,4x	1,2x	1,1x	1,0x
GTGD/ngày (30n)	439 tỷ đồng	P/E	9,4x	8,2x	6,9x	5,8x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	16,0%	16,0%	16,8%	17,6%
SL cổ phiếu lưu hành	7,086 tỷ	ROA	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%
Pha loãng	7,086 tỷ					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 11/5/2026



Tổng quan ngân hàng

Thành lập năm 1993, Techcombank là ngân hàng lớn thứ năm trong danh mục theo dõi xét theo tổng tài sản; tỷ lệ cho vay thế chấp/tổng dư nợ thuộc nhóm cao nhất ngành. Ngân hàng niêm yết cổ phiếu vào tháng 6/2018.

Việc đa dạng hóa danh mục tín dụng và giảm tỷ trọng cho vay bất động sản cũng như việc phát triển các nguồn thu nhập phi dịch vụ mới sẽ giúp TCB duy trì tăng trưởng ở ở mức cao cao và cải thiện khả năng chống chịu rủi ro qua các chu kỳ kinh tế. Từ 2025, TCB đã mở rộng mạnh mẽ sang mảng cho vay tín chấp/hộ kinh doanh, tài trợ dự án hạ tầng, và kinh doanh bảo hiểm. Tỷ trọng cho vay chủ đầu tư BĐS giảm từ 33,3% (quý 4/2024) xuống 29,0% (quý 1/2026); Techcom Life đạt vị trí số 1 doanh số bancassurance trong quý 1/2026. Những kết quả này minh chứng cho năng lực thực thi hàng đầu của ngân hàng.

Năng lực công nghệ vượt trội sẽ giúp TCB giữ vững vai trò tiên phong trong phát triển sản phẩm và giúp ngân hàng cải thiện hiệu quả hoạt động. TCB là ngân hàng đầu tiên triển khai sản phẩm "Sinh lời tự động", góp phần đưa CASA đạt 37,9% cuối quý 1/2026. Từ 2020 đến 2025, doanh thu và lợi nhuận ròng ngân hàng đã tăng gấp đôi trong khi nhân sự chỉ tăng 8% – đưa TCB lên dẫn đầu về năng suất kinh doanh.

Chất lượng tài sản vững chắc là bộ đệm quan trọng cho lợi nhuận trong trường hợp vĩ mô diễn biến tiêu cực. Nợ xấu và nợ nhóm 2 của TCB tăng nhẹ trong quý 1/2026 nhưng vẫn thuộc nhóm thấp nhất ngành; LLR được duy trì vững chắc ở mức 129%. Việc này phản ánh (1) tệp khách hàng chất lượng cao của TCB tập trung vào các doanh nghiệp lớn đầu ngành và phân khúc khách hàng bán lẻ có thu nhập cao, và (2) cách tiếp cận cho vay thận trọng dù danh mục tín dụng của ngân hàng có tỷ trọng lớn ở mảng bất động sản.

Nhóm ngành Tài chính khác

Lãi suất cao hơn hỗ trợ các công ty bảo hiểm nhưng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận các CTCK

Tháng 5/2026

Đình Kiên Vương
Chuyên viên

Hồ Thu Nga
Chuyên viên

Huỳnh Thị Hồng Ngọc
Trưởng phòng

Vũ Thế Quân
Phó Trưởng phòng

Tổng quan

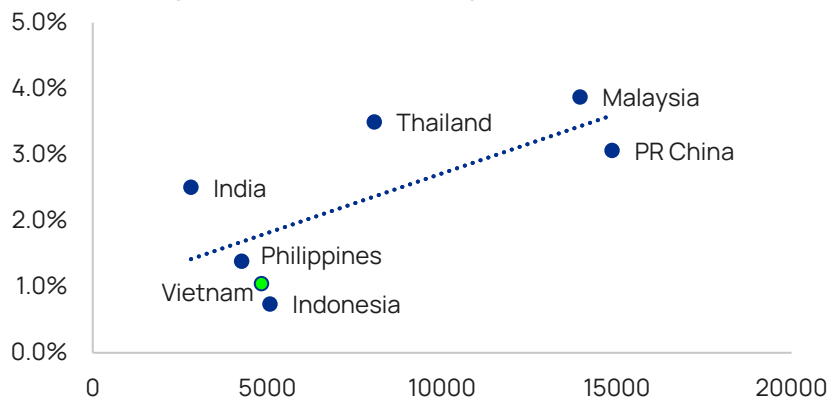
- Phí bảo hiểm ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2025, với mảng bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục vượt trội so với bảo hiểm nhân thọ. Xu hướng này tiếp diễn sang đầu năm 2026, **khi phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng 13,1% YoY trong 3T 2026, trong khi phí bảo hiểm nhân thọ vẫn yếu, giảm -4,3% YoY trong 4T 2026**. Trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao và tâm lý bán lẻ còn yếu, chúng tôi dự báo phí bảo hiểm khai thác mới của mảng nhân thọ sẽ giảm nhẹ 1,1% YoY. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi tăng trưởng doanh thu của bảo hiểm nhân thọ sẽ diễn ra từng bước, trong khi bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục hưởng lợi từ việc đẩy mạnh đầu tư công, với mức tăng trưởng phí bảo hiểm đạt 11% YoY trong năm 2026.
- Dù tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm gốc chậm lại, chúng tôi vẫn kỳ vọng **tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn cho các công ty bảo hiểm trong năm 2026**, nhờ kết quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm cải thiện, thu nhập tài chính tăng và dự phòng kỹ thuật giảm (chỉ áp dụng với doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ) trong bối cảnh lãi suất tăng.
- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực dài hạn đối với ngành bảo hiểm Việt Nam, **đồng thời ưu tiên mảng bảo hiểm nhân thọ trong ngắn hạn nhờ động lực tăng trưởng lợi nhuận**. BVH tiếp tục là doanh nghiệp dẫn đầu với nền tảng khách hàng vững chắc và mạng lưới phân phối rộng khắp, dù vẫn còn những thách thức trung hạn liên quan đến việc huy động vốn để nâng cao năng lực cạnh tranh và đáp ứng các yêu cầu quy định, bao gồm khung vốn mới áp dụng từ năm 2028 đối với các doanh nghiệp bảo hiểm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng bất kỳ tiến triển nào trong kế hoạch tăng vốn của BVH đều có thể là yếu tố hỗ trợ cho việc định giá lại cổ phiếu này.
- **Ngành chứng khoán Việt Nam đang đối mặt với môi trường hoạt động kém thuận lợi hơn trong ngắn hạn**, khi thanh khoản thị trường suy yếu trong bối cảnh lãi suất cao và bất định vĩ mô gia tăng từ xung đột Trung Đông chưa được giải quyết. Tuy nhiên, lượng tài khoản mới mở vẫn tích cực, cho thấy sự quan tâm của nhà đầu tư vẫn được duy trì – nhiều nhà đầu tư có thể đang chờ thời điểm thích hợp để tham gia. Thanh khoản có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2026 nếu căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt và khả năng vĩ mô được cải thiện. Bên cạnh đó, dòng vốn liên quan đến FTSE từ sự kiện nâng hạng dự kiến của Việt Nam vào tháng 9/2026 cũng có thể hỗ trợ tâm lý thị trường.
- Chúng tôi kỳ vọng **tăng trưởng lợi nhuận của các CTCK sẽ yếu hơn trong năm 2026**, chủ yếu do tác động của chi phí vốn tăng cao lên khả năng sinh lời của mảng cho vay ký quỹ và đầu tư – hai mảng cốt lõi của các doanh nghiệp chứng khoán. Chúng tôi lưu ý rằng các CTCK có ít khả năng tăng lãi suất cho vay ký quỹ do phí vốn tăng sang khách hàng do cạnh tranh gay gắt trong mảng này.
- Nhìn chung, dù định giá có vẻ tương đối hấp dẫn, chúng tôi duy trì **quan điểm trung lập trong ngắn hạn đối với các CTCK** do những áp lực vĩ mô còn tồn tại, nhưng vẫn duy trì cái nhìn tích cực về triển vọng dài hạn của ngành, dựa trên (1) triển vọng dài hạn hấp dẫn của VN-Index được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận bền vững của các doanh nghiệp niêm yết, (2) tăng trưởng trong tham gia thị trường từ cả nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, và (3) thị trường vốn tiếp tục phát triển với sự hỗ trợ chính sách từ Chính phủ.

Ngành Bảo hiểm

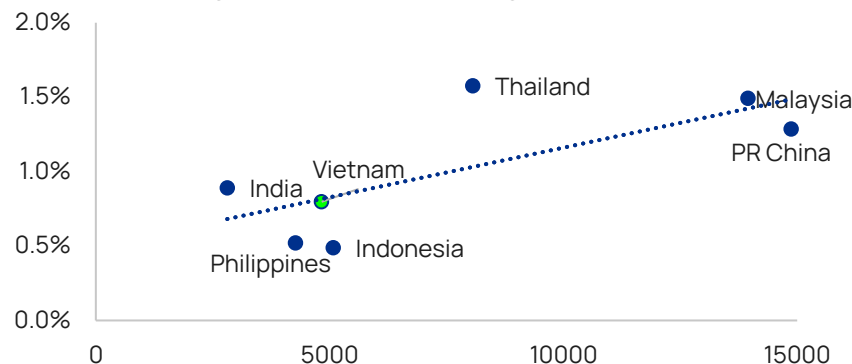
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn, môi trường lãi suất thuận lợi trong ngắn hạn

Mức độ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam vẫn còn thấp

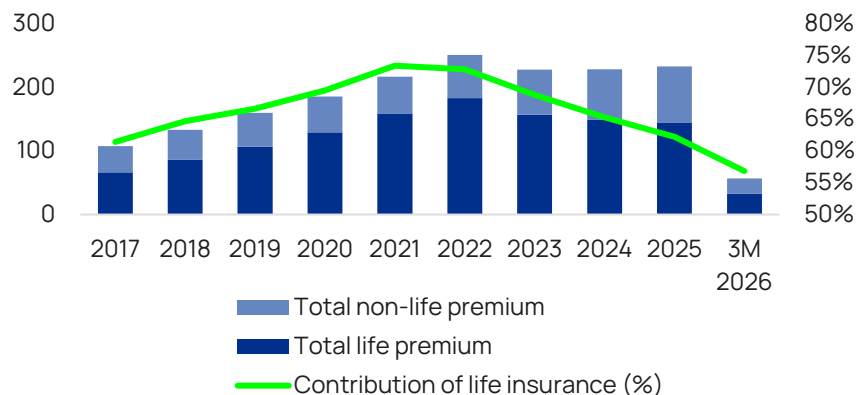
Mức độ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ so với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (*) (2025)



Mức độ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ so với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (*) (2025)



Tổng phí bảo hiểm gốc theo loại hình (nghìn tỷ đồng) và tỷ trọng bảo hiểm nhân thọ (%) (2017 – 2025)



- Mức độ thâm nhập bảo hiểm tại Việt Nam thấp ở cả mảng nhân thọ và phi nhân thọ, lần lượt đạt 1,05% và 0,80%, thấp hơn so với các nước trong khu vực như Malaysia và Thái Lan.
- Giai đoạn 2017–2022, tổng ngành bảo hiểm tăng trưởng với CAGR 18,4%, chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng nhân thọ, đặc biệt trong giai đoạn 2020–2022 do ảnh hưởng của COVID-19. Từ năm 2023, bảo hiểm nhân thọ chịu áp lực sụt giảm do khủng hoảng bancassurance & sự phai nhạt của hiệu ứng COVID-19.
- Mảng phi nhân thọ tiếp tục tăng trưởng hai chữ số trong những năm gần đây nhờ nhu cầu bảo vệ rõ ràng & tuân thủ pháp luật.
- Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng mảng phi nhân thọ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao, trong khi mảng nhân thọ sẽ dần lấy lại tốc độ tăng trưởng mạnh nhờ (1) xu hướng già hóa dân số thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm nhân thọ và (2) thu nhập & trình độ hiểu biết tài chính của người tiêu dùng ngày càng được nâng cao.

Bối cảnh kinh tế hỗ trợ triển vọng dài hạn của ngành

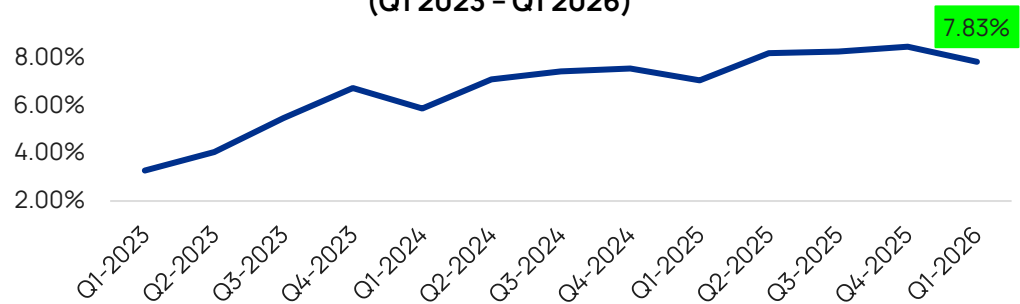
Tăng trưởng GDP: Kinh tế mở rộng thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm

Quy định pháp lý: Khung pháp lý rõ ràng, hiện đại hóa củng cố niềm tin

Nhân khẩu học: Tầng lớp trung lưu gia tăng và nhận thức tài chính ngày càng cao tiếp tục thúc đẩy nhu cầu

Động lực tăng trưởng chính của ngành bảo hiểm

Tăng trưởng GDP quý của Việt Nam (%)
(Q1 2023 - Q1 2026)



Nghị định 46/2023 hướng dẫn Luật Kinh doanh bảo hiểm 2022 (yêu cầu vốn và cấp phép chặt chẽ hơn, giám sát bancassurance được thắt chặt)

Thông tư 67/2023 (Bảo hiểm số và quy định bán hàng)

Nghị định số 105/2025/NĐ-CP (Mở rộng phạm vi bảo hiểm cháy nổ bắt buộc; tăng mức phí bảo hiểm tối thiểu)

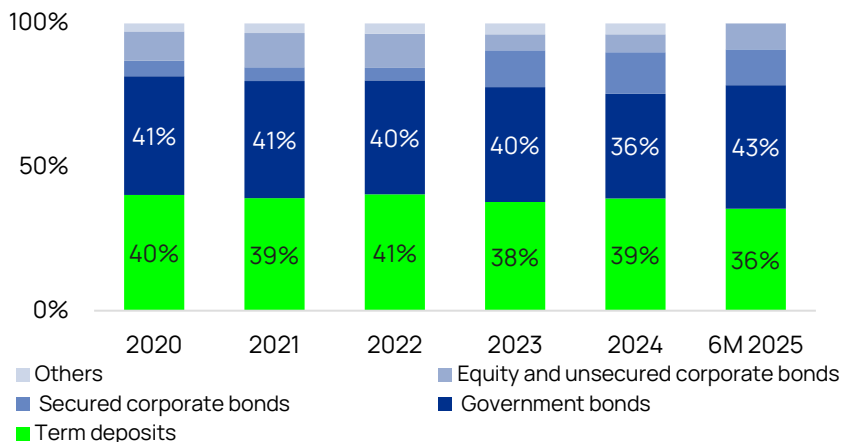
Dự thảo sửa đổi Luật Kinh doanh bảo hiểm (2025)
Đơn giản hóa thủ tục và tăng cường cạnh tranh trong tái bảo hiểm và dịch vụ hỗ trợ

Mục tiêu của Chính phủ đối với ngành bảo hiểm

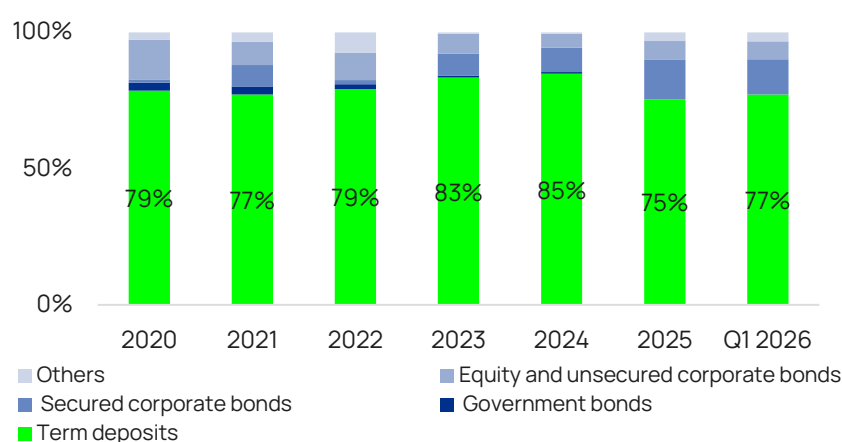
	2025	2026-2030
Tăng trưởng phí bảo hiểm	2%	10%/năm
Tăng trưởng phí bảo hiểm qua kênh trực tuyến	N/A	10%/năm
CAGR tổng tài sản, tổng đầu tư	Tăng trưởng tổng tài sản: 10,4% YoY (**) Tăng trưởng tổng đầu tư: 13,1% YoY (**)	10%/năm
Phí bảo hiểm/GDP	1,85%*	3,0% - 3,5%
Tỷ lệ thâm nhập BHNT trên dân số (%)	10,9%*	18%
Phí bảo hiểm bình quân đầu người	2,3 triệu đồng/người*	3 triệu đồng/người

Áp lực tăng lãi suất hỗ trợ lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm trong năm 2026

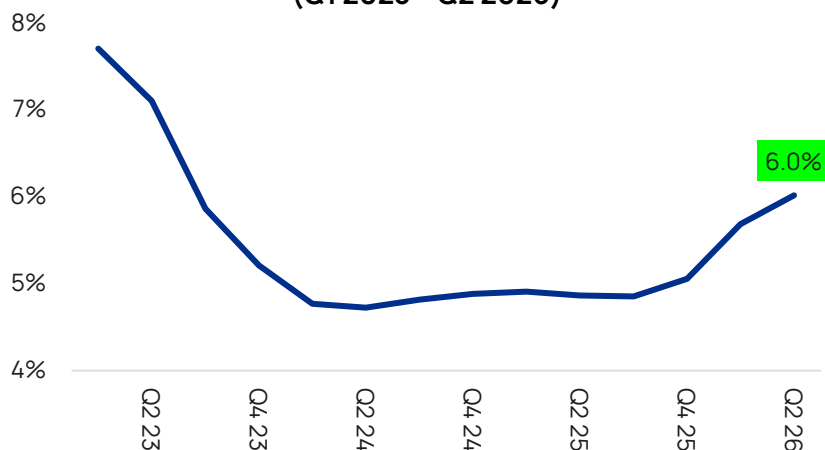
Danh mục đầu tư của công ty bảo hiểm nhân thọ



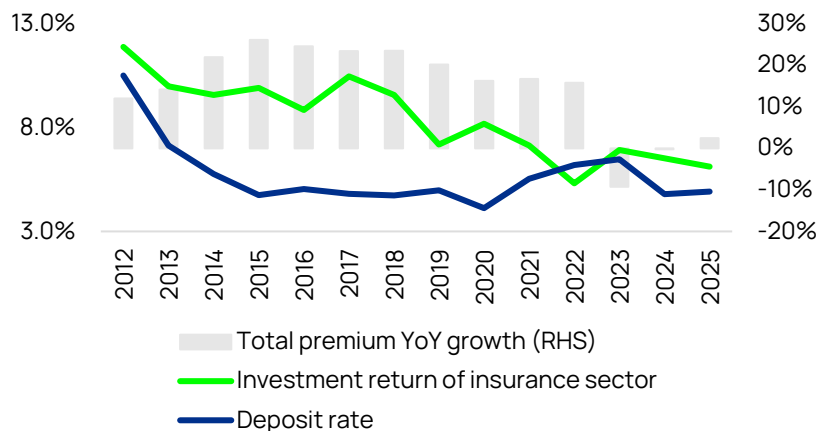
Danh mục đầu tư của công ty bảo hiểm phi nhân thọ



Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân (%) (Q1 2023 - Q2 2026)



Lãi suất tiền gửi* của các NHTM có tương quan thuận chiều mạnh với lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm



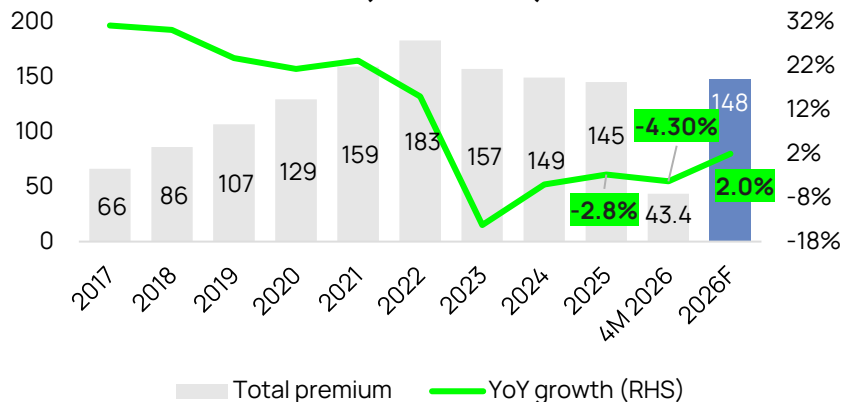
Nguồn: World Bank, Bộ Tài chính, Vietcap. Sáu công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu cấu thành danh mục đầu tư 6T 2025 gồm: Manulife, Prudential, Dai-ichi, AIA, Generali và MB Ageas. Sáu công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu cấu thành danh mục đầu tư năm 2025 & quý 1/2026 gồm: PVI, PTI, BMI, MIG, BIC và PGI. Mười hai công ty nêu trên cùng BVH, ABI cấu thành ước tính lợi suất đầu tư của các công ty bảo hiểm năm 2025. (*) Từ năm 2021, Vietcap sử dụng lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng làm đại diện cho mặt bằng lãi suất.

Bảo hiểm Nhân thọ

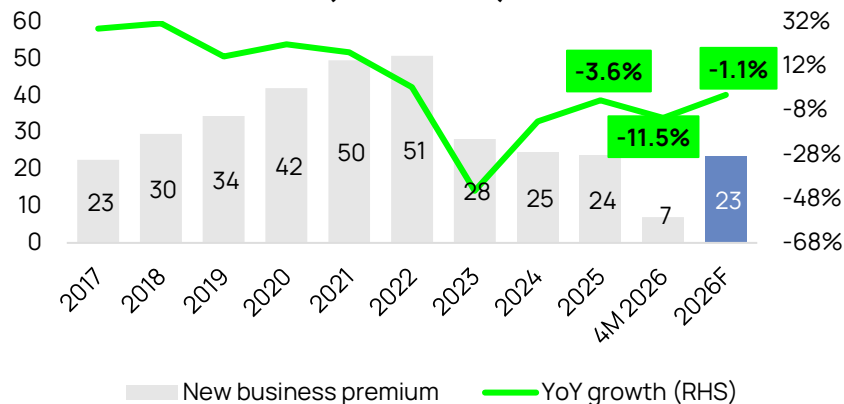
Lãi suất cao hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn, trong khi đã phục hồi doanh số khai thác mới vẫn còn chậm

Tổng phí bảo hiểm tiếp tục giảm trong 4T 2026 do phí năm đầu yếu

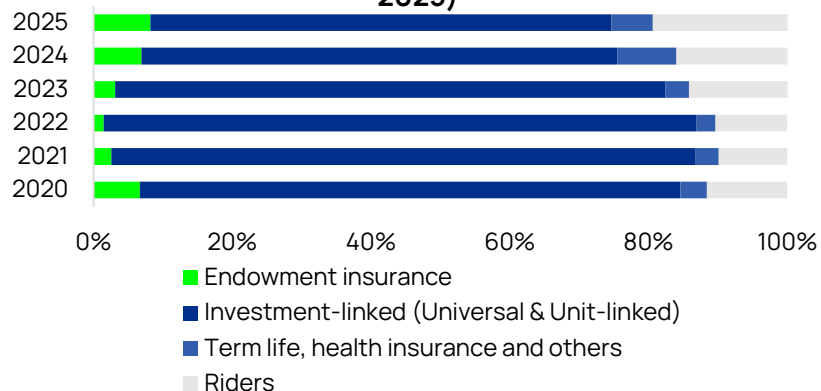
Tổng phí bảo hiểm nhân thọ (nghìn tỷ đồng) & tăng trưởng YoY (2018 - 2026)



Phí bảo hiểm năm đầu (nghìn tỷ đồng) & tăng trưởng YoY (2018 - 2026)



Phí bảo hiểm khai thác mới theo dòng sản phẩm (2020-2025)

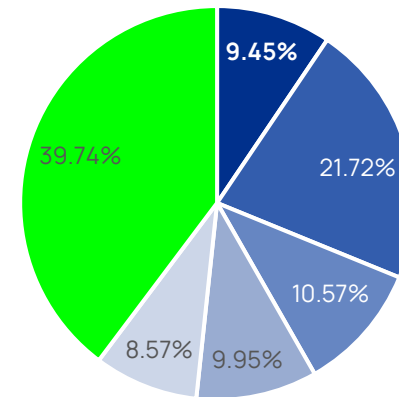
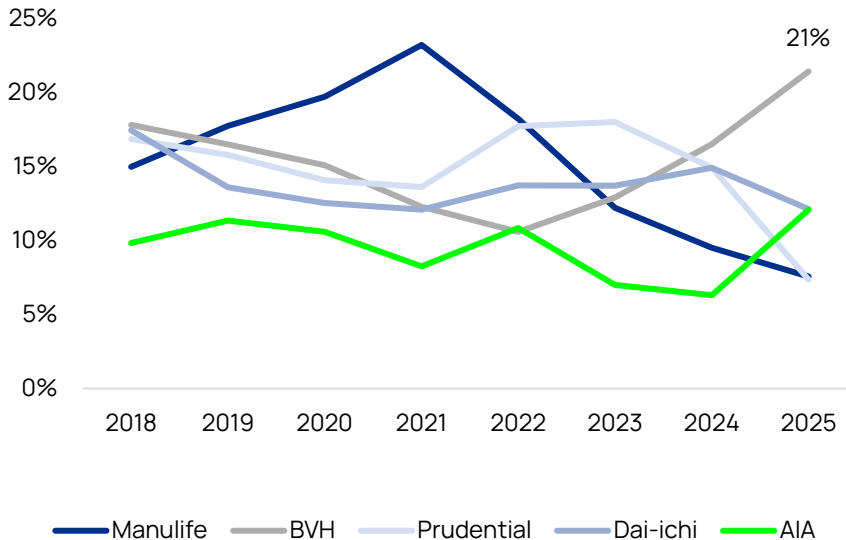


- Tổng phí bảo hiểm nhân thọ năm 2025 giảm YoY, dù có khởi đầu tích cực trong 6T 2025. Tăng trưởng âm tiếp tục kéo dài sang năm 2026, với phí năm đầu/tổng phí trong 4T 2026 giảm -11,5%/-4,3% YoY.
- Sản phẩm liên kết đầu tư đã là dòng sản phẩm bán chạy nhất trong nhiều năm, nhưng tỷ trọng đang giảm dần khi khách hàng chuyển sang các sản phẩm bảo vệ truyền thống và chăm sóc sức khỏe.
- Trong ngắn hạn, với môi trường lãi suất duy trì ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng phí bảo hiểm năm đầu (FYP) của ngành nhân thọ tiếp tục đối mặt với khó khăn, với FYP cả năm giảm nhẹ, **do đó tổng phí chỉ tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2026.**

BVH & Techcom Life ghi nhận kết quả nổi bật so với các doanh nghiệp cùng ngành

Thị phần phí bảo hiểm khai thác mới của các công ty BHNT (2018 - 2025)

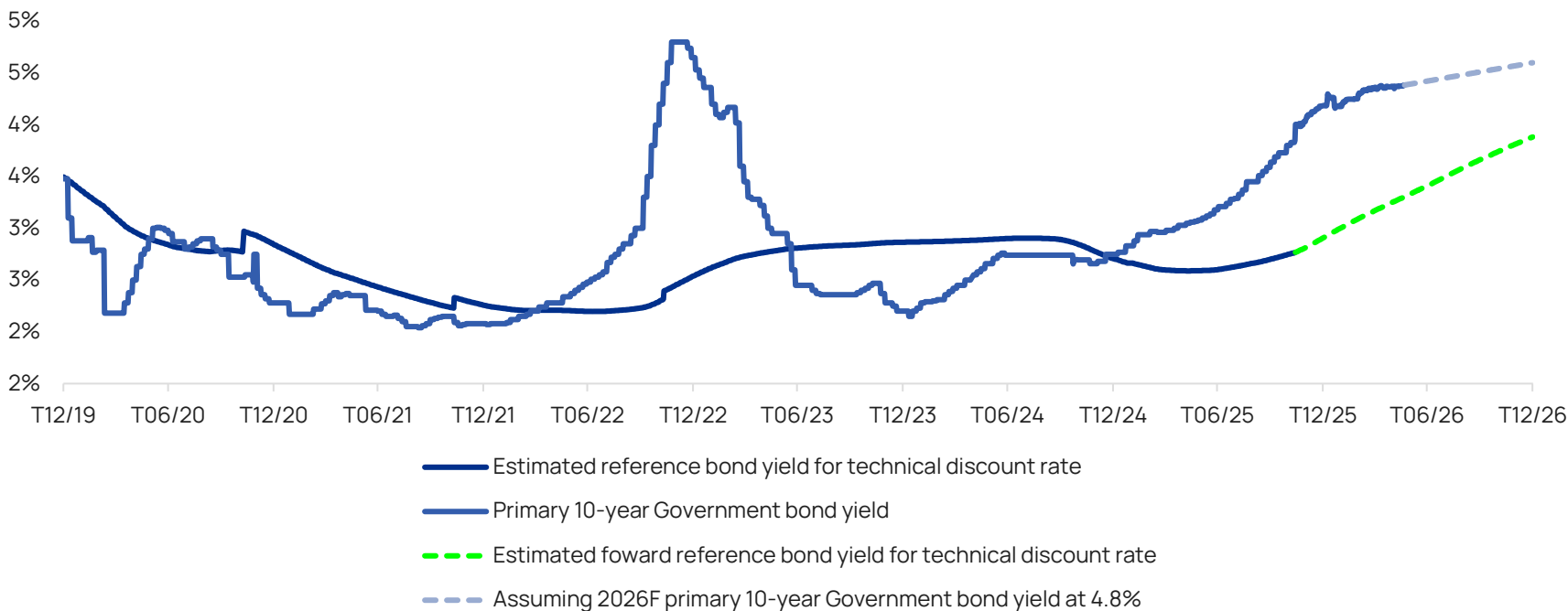
Thị phần phí bảo hiểm khai thác mới của các công ty BHNT tính đến 4T 2026



- Các sai phạm liên quan đến bancassurance đã ảnh hưởng tiêu cực đến niềm tin khách hàng, và quy định chặt chẽ hơn từ NHNN gây áp lực lên thị phần của nhiều công ty bảo hiểm nước ngoài vốn phụ thuộc chủ yếu vào kênh bancassurance. Ngược lại, **BVH đã tận dụng mô hình đại lý và mạng lưới phân phối mạnh để lấy lại vị trí dẫn đầu thị trường, ghi nhận mức tăng thị phần đáng kể vào cuối năm 2025.**
- Bước sang năm 2026, xu hướng về cơ bản không thay đổi, với BVH tiếp tục dẫn đầu thị trường với 22% thị phần sau 4 tháng đầu năm. Tuy nhiên, thị trường đón nhận một doanh nghiệp mới – Techcom Life – lọt vào top 5 công ty bảo hiểm có phí khai thác mới cao nhất chỉ sau chưa đầy một năm thành lập. Theo quan điểm của chúng tôi, thành công của Techcom Life **chủ yếu đến từ bán chéo trong hệ sinh thái ngân hàng, với tệp khách hàng tập trung vào nhóm khách hàng giàu có**

Lợi suất trái phiếu Chính phủ tăng giúp nâng lãi suất kỹ thuật và hỗ trợ giảm mức dự phòng

Lợi suất TPCP 10 năm của Việt Nam và lãi suất tham chiếu ước tính cho lãi suất kỹ thuật



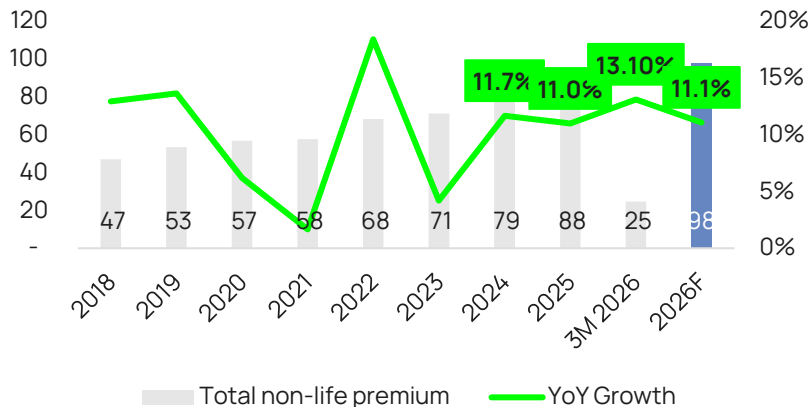
- Từ năm 2022, lãi suất chiết khấu dùng để tính dự phòng được xác định tối đa bằng 80% lãi suất bình quân của trái phiếu Chính phủ kỳ hạn trên 10 năm phát hành trong vòng 24 tháng trước thời điểm trích lập dự phòng.
- Do lợi suất TPCP dài hạn tăng trong năm 2025 và duy trì ở mức cao suốt H1 2026, **lãi suất kỹ thuật, theo tính toán của chúng tôi, sẽ tăng mạnh vào cuối năm 2026** (giả định lợi suất TPCP 10 năm dần đạt 4,8% vào cuối năm 2026). Điều này sẽ hỗ trợ dự phòng toán học của bảo hiểm nhân thọ, dẫn đến mức chi phí trích lập dự phòng bổ sung thấp hơn.

Bảo hiểm Phi nhân thọ

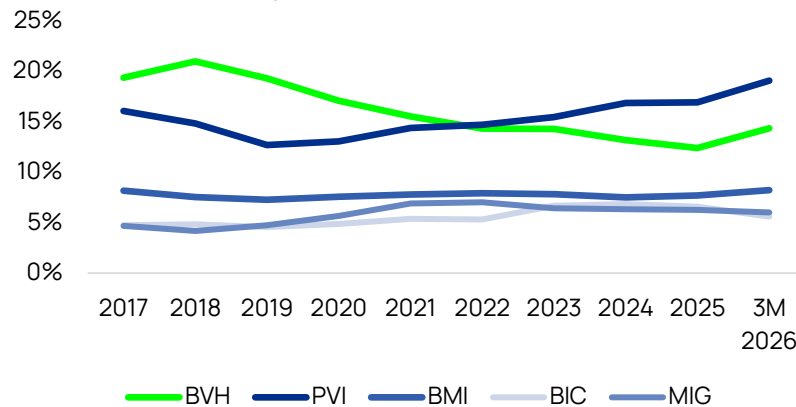
Tăng trưởng phí bảo hiểm mạnh mẽ tiếp tục trong năm 2026

Tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục khả quan trong năm 2026

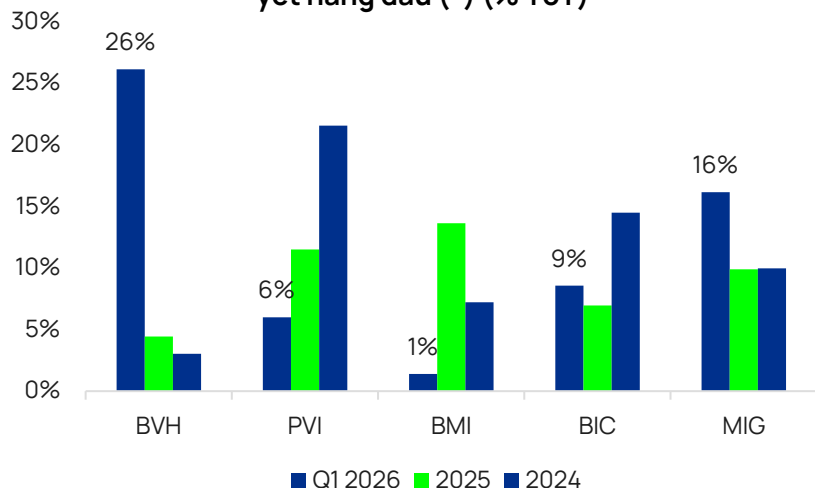
Tổng phí bảo hiểm gốc (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng (%) (2018 - 2026)



Thị phần phí bảo hiểm gốc của 5 công ty BHPNT niêm yết hàng đầu (*) (2017 - Q1 2026)

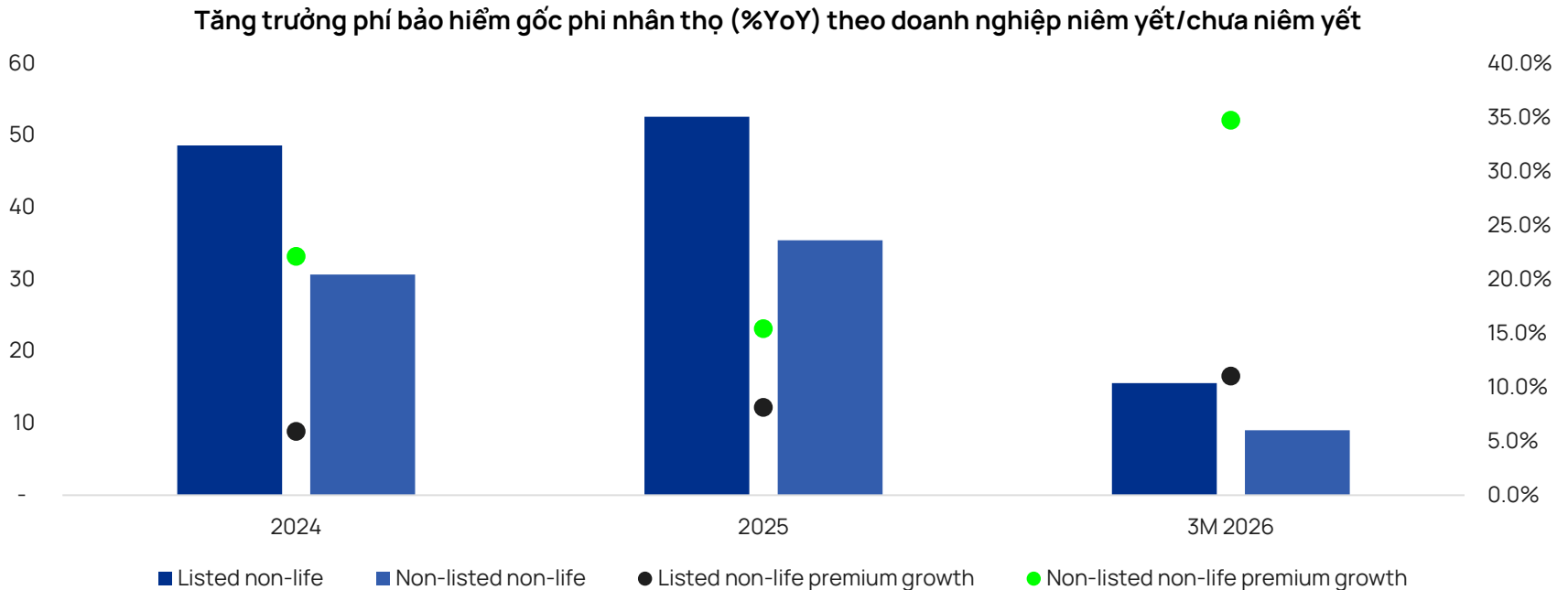


Tăng trưởng phí bảo hiểm gốc của 5 công ty BHPNT niêm yết hàng đầu (*) (% YoY)



- Năm 2025, tổng phí bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục đạt tăng trưởng hai chữ số ở mức 11%. Đà tăng trưởng này duy trì sang năm 2026, với tổng phí bảo hiểm gốc 3T 2026 đạt 25 nghìn tỷ đồng (tăng 13,1% YoY). Mục tiêu tăng trưởng GDP cao của Chính phủ, mức độ thâm nhập bảo hiểm còn thấp, siết chặt quy định bảo hiểm bắt buộc (như Nghị định 105/2025 về bảo hiểm cháy nổ), cùng với nhận thức ngày càng tăng sau đại dịch và thiên tai, sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ trong tương lai.
- Trong số các doanh nghiệp dẫn đầu thị trường, trong khi hầu hết đang thu hẹp thị phần do ưu tiên cải thiện biên bảo lãnh phát hành, PVI nổi bật với việc mở rộng thị phần. Chúng tôi cho rằng điều này xuất phát từ khả năng khai thác mạng lưới khách hàng doanh nghiệp rộng lớn trong khi duy trì tỷ lệ kết hợp ở mức thấp nhất thị trường.

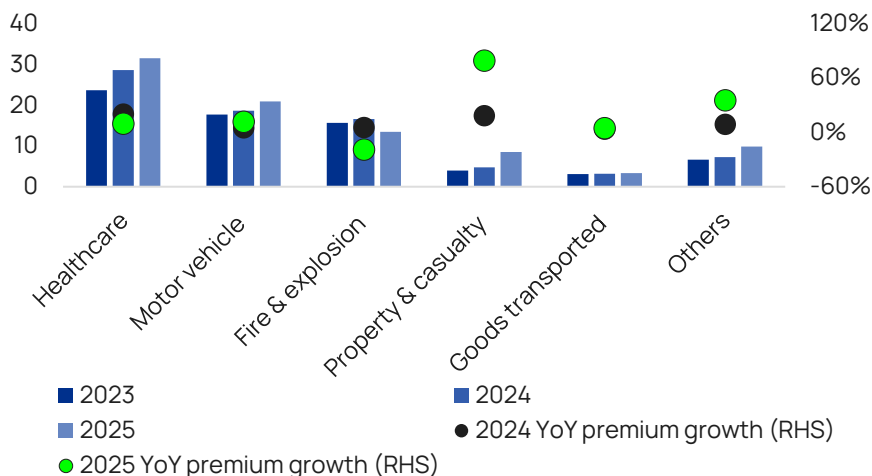
Các doanh nghiệp niêm yết vẫn chiếm ưu thế nhưng các đơn vị chưa niêm yết đang dần thu hẹp khoảng cách



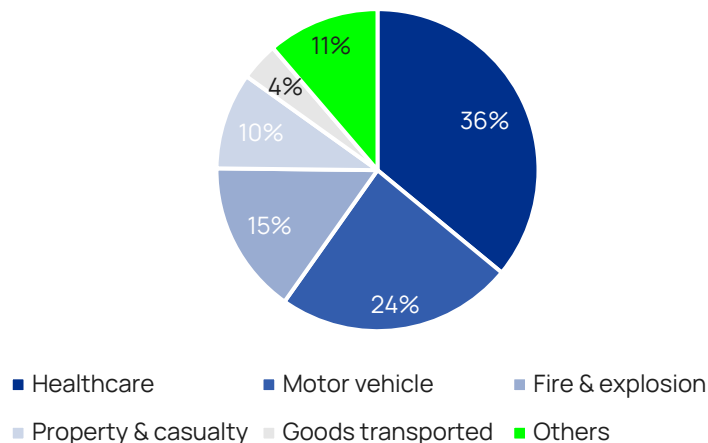
- Các công ty bảo hiểm phi nhân thọ niêm yết (PVI, BVH, MIG, BIC...) vẫn chiếm gần 2/3 tổng phí bảo hiểm gốc toàn ngành nhờ nền tảng khách hàng vững chắc cùng mạng lưới khách hàng doanh nghiệp nhà nước và/hoặc hệ sinh thái ngân hàng (MIG, BIC, AGI...).
- Tuy nhiên, các doanh nghiệp phi nhân thọ chưa niêm yết đang dần gia tăng thị phần. Chúng tôi cho rằng điều này có thể do (1) sự mở rộng của các công ty nước ngoài trong lĩnh vực phi nhân thọ và (2) một số ngân hàng nhỏ thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ riêng để khai thác doanh thu bán chéo, nhưng chưa niêm yết. Điều này có thể tạo ra áp lực cạnh tranh ngày càng tăng đối với các doanh nghiệp dẫn đầu hiện tại.

Bảo hiểm tài sản tăng mạnh, bảo hiểm sức khỏe & xe cơ giới duy trì tăng trưởng ổn định

Tổng phí bảo hiểm gốc theo dòng nghiệp vụ giai đoạn 2023-2025 (nghìn tỷ đồng)



Tỷ trọng phí bảo hiểm gốc phi nhân thọ theo nghiệp vụ năm 2025



Bảo hiểm sức khỏe

- Nhận thức sau đại dịch ngày càng tăng.
- Dân số già hóa và tầng lớp trung lưu mở rộng – dự kiến tăng gấp đôi từ 13% năm 2023 lên 26% năm 2026.

Bảo hiểm xe cơ giới

- Bảo hiểm trách nhiệm dân sự bắt buộc theo Nghị định 67/2023/NĐ-CP.
- Việt Nam có tỷ lệ sở hữu phương tiện cao.



Bảo hiểm tài sản & thiệt hại

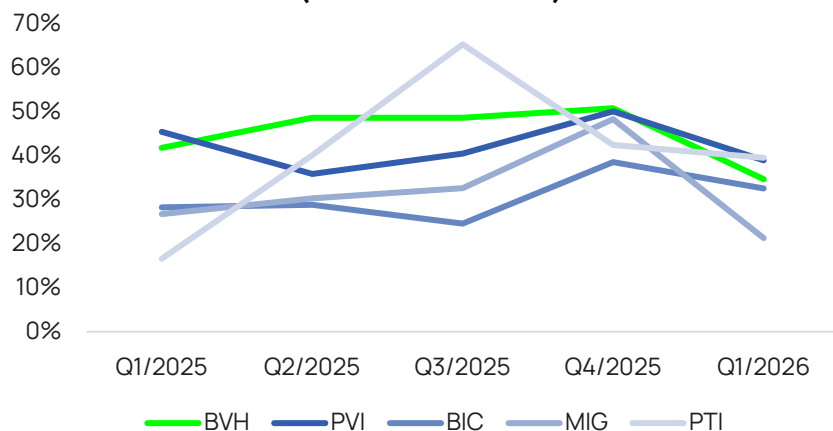
- Đầu tư quy mô lớn vào năng lượng, giao thông, hạ tầng.
- Nhận thức rủi ro và nhu cầu phòng ngừa tăng cao sau các thảm họa thiên nhiên nghiêm trọng.

Bảo hiểm cháy nổ

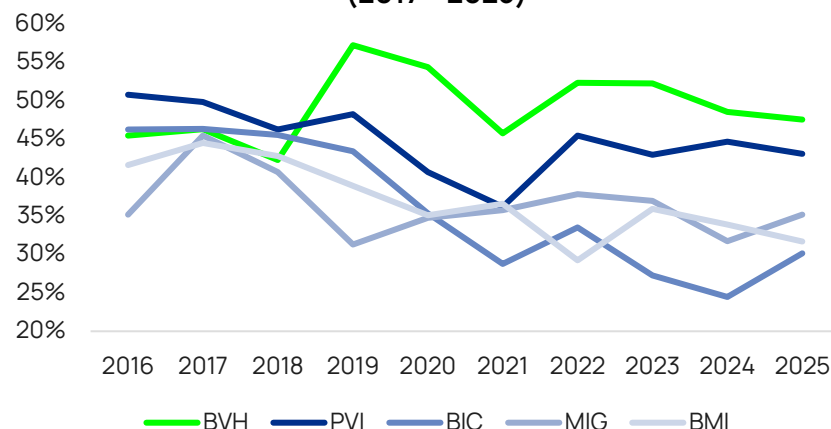
- Nghị định 105/2025/NĐ-CP mở rộng phạm vi bảo hiểm bắt buộc.
- Khu công nghiệp tiếp tục mở rộng thúc đẩy thêm nhu cầu bảo hiểm cháy nổ.

Chi phí bồi thường trở về mức bình thường trong quý 1/2026, trong khi ổn định dài hạn vẫn được duy trì

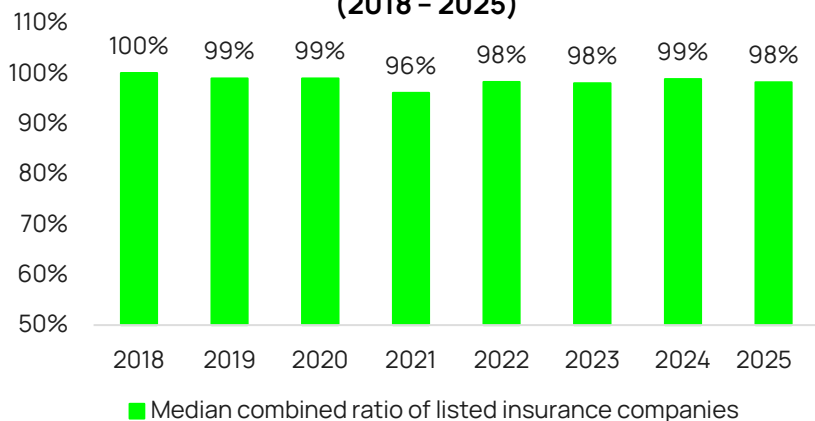
Ước tính tỷ lệ bồi thường của 5 CT BHPNT niêm yết hàng đầu (Q1 2025 - Q1 2026)



Ước tính tỷ lệ bồi thường của 5 CT BHPNT niêm yết hàng đầu (2017 - 2025)



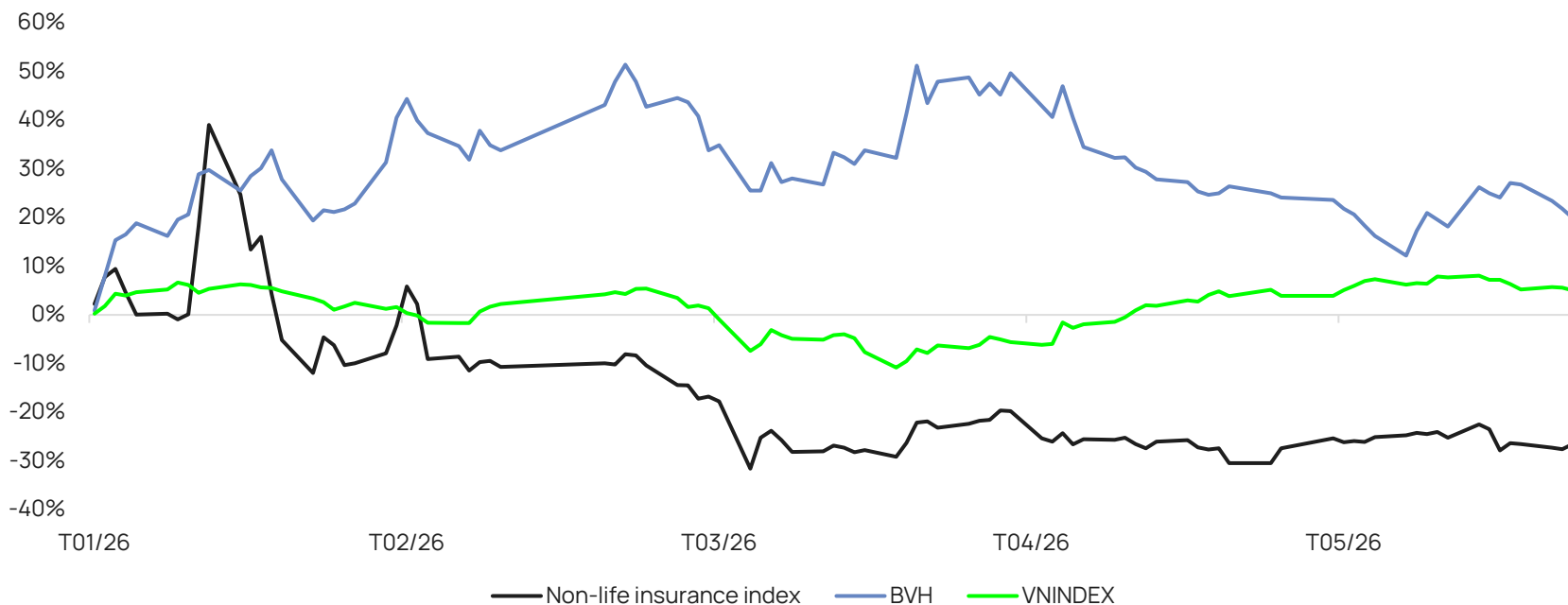
Tỷ lệ kết hợp trung vị của các công ty BHPNT niêm yết (%) (2018 - 2025)



- Do các cơn bão lớn (Matmo, Fengshen và Kalmaegi) gây ra tổn thất nghiêm trọng về tài sản & xe cơ giới, tỷ lệ bồi thường tăng mạnh trong quý 3 & quý 4/2025 nhưng nhanh chóng giảm trở lại trong quý 1/2026, phù hợp với dự báo trước đó của chúng tôi.
- Tính ổn định dài hạn vẫn được duy trì, với tỷ lệ cả năm không thay đổi đáng kể. Đáng chú ý, tỷ lệ bồi thường của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu tiếp tục giảm trong dài hạn năm 2025, phản ánh kết quả bảo lãnh phát hành được cải thiện. Tỷ lệ kết hợp của ngành cũng duy trì ổn định ở mức khoảng 98%-100%.

BVH là doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết lớn duy nhất vượt trội so với VN-Index từ đầu năm đến nay

Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết so với VN-Index (*)

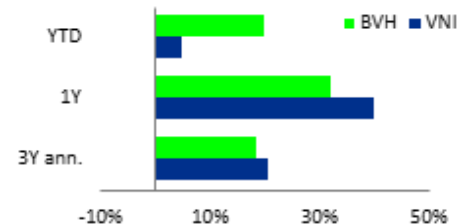


Mã CK	Thay đổi tuyệt đối	Tương đối so với VNI
BVH	19,90%	14,85%
MIG	2,54%	-3,16%
BIC	3,73%	-1,97%
BMI	-14,45%	-20,15%
PVI	-15,38%	-21,07%

BVH – KHẢ QUAN, Giá mục tiêu 56.900 đồng

Khuyến nghị*	KÉM KHẢ QUAN		2025	2026F	2027F
Giá CP (27/5)	68.100 VND	Phi BH gốc (tỷ đồng)	46,380	50,435	55,811
Giá mục tiêu*	56.900 VND	% YoY	8,8%	8,7%	10,7%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2,691	3,194	3,627
		% YoY	23,2%	18,7%	13,5%
TL tăng	-16,4%	EPS	23,2%	18,7%	13,5%
Lợi suất cổ tức	+1,3%	Nhân thọ/Tổng phí	74,3%	73,5%	73,2%
Tổng mức sinh lời	-15,1%	Tỷ lệ giữ lại	91,5%	91,2%	91,1%
		Chi phí bồi thường/DTBH	44,5%	43,7%	43,4%
Ngành	Bảo hiểm	Danh mục đầu tư/ Vốn CSH	10,1x	9,8x	9,3x
GT vốn hóa	50 nghìn tỷ đồng	P/B	1,6x	1,4x	1,3x
Room KN	2,7 nghìn tỷ đồng	P/E	14,6x	12,3x	10,8x
GTGD/ngày (30n)	58 tỷ đồng	ROE	11,3%	12,2%	12,4%
Cổ phần Nhà nước	68,0%	ROA	1,1%	1,2%	1,2%
SL cổ phiếu lưu hành	742 tr	Lợi suất danh mục ĐT	4,3%	4,4%	4,4%
Pha loãng	742 tr				

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 26/5/2025



Tổng quan công ty

BVH là tập đoàn tài chính đa ngành được thành lập năm 1965 với tư cách là doanh nghiệp nhà nước 100% trong lĩnh vực bảo hiểm tổng hợp. BVH bắt đầu kinh doanh bảo hiểm nhân thọ từ năm 1996 và sau đó mở rộng sang các mảng môi giới, ngân hàng và quản lý quỹ.

BVH tiếp tục là đơn vị dẫn đầu trong cả hai mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, được hỗ trợ bởi thương hiệu mạnh, nền tảng khách hàng rộng lớn và mạng lưới đại lý phủ rộng – đây là kênh bán hàng cốt lõi giúp nâng cao chất lượng tư vấn khách hàng. Dù tăng trưởng phí bảo hiểm toàn ngành phục hồi chậm, BVH dẫn đầu khối bảo hiểm nhân thọ về phí bảo hiểm khai thác mới trong 4T 2026, đồng thời xếp thứ hai về phí bảo hiểm phi nhân thọ trong 3T 2026, sau PVI.

Chúng tôi tiếp tục duy trì kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong ngắn hạn, được hỗ trợ bởi lãi suất thuận lợi. Dù phí bảo hiểm phục hồi chậm trong đầu năm 2026 (đặc biệt là mảng nhân thọ), lợi nhuận ròng của BVH được hỗ trợ mạnh bởi hai yếu tố: (1) lợi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục tăng giúp giảm gánh nặng trích lập dự phòng kỹ thuật, với lợi ích có thể kéo dài sang năm 2027, và (2) thu nhập đầu tư cải thiện trong môi trường lãi suất cao. Ngoài ra, BVH đã mở rộng hoạt động repo trái phiếu để bù đắp tăng trưởng phí yếu và mở rộng danh mục đầu tư.

Kết quả kinh doanh quý gần đây cho thấy tiềm năng tăng trưởng vượt dự báo hiện tại của chúng tôi, được củng cố bởi đà tăng trưởng lợi nhuận và môi trường kinh doanh cải thiện.

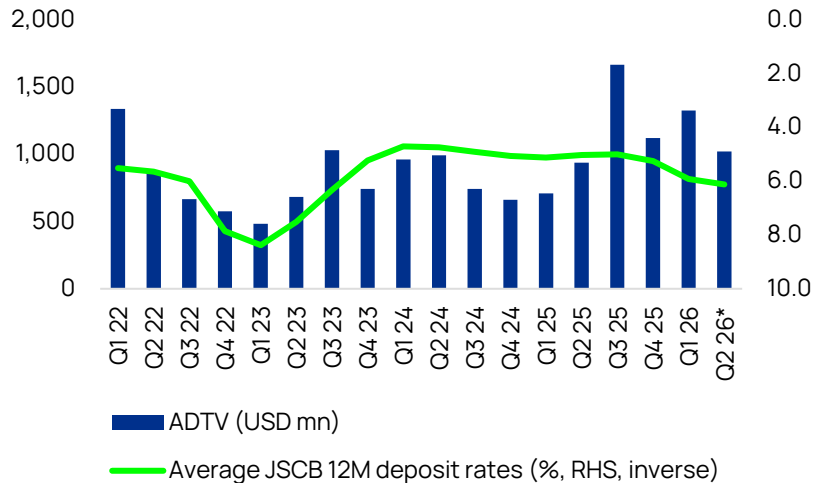
Tiến trình cổ phần hóa Bảo Việt Life và Bảo Việt Insurance (phi nhân thọ) có thể là yếu tố tái định giá quan trọng. Khi quá trình tái cơ cấu vốn nhà nước được đẩy nhanh, việc đẩy mạnh cổ phần hóa các công ty con và huy động vốn thành công sẽ giúp củng cố năng lực vốn và duy trì vị thế dẫn đầu thị trường của BVH trong dài hạn.

Ngành Chứng khoán

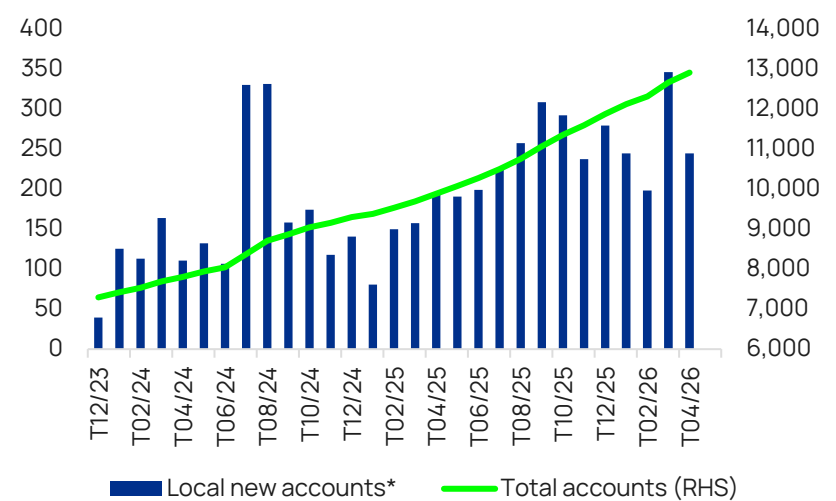
Lãi suất cao gây áp lực lên triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn; tiềm năng dài hạn vẫn hấp dẫn

Thanh khoản thị trường có thể cải thiện trong nửa cuối năm 2026 nếu căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông hạ nhiệt

GTGDTB trên ba sàn giao dịch theo quý (triệu USD)



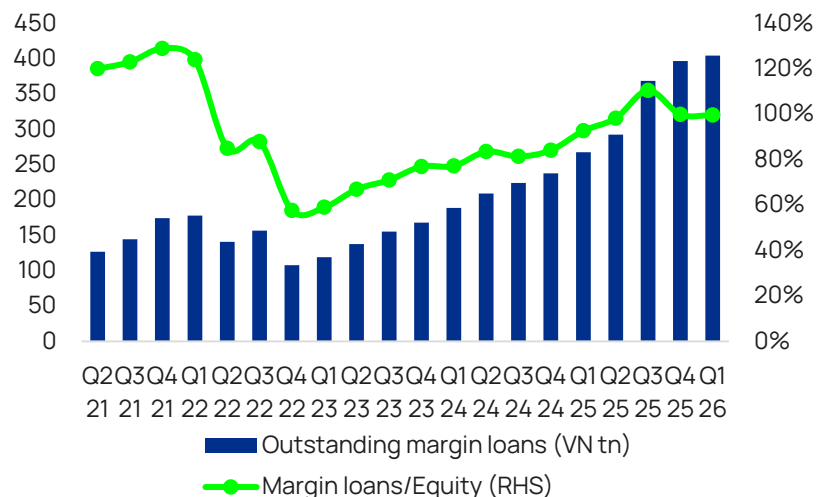
Tổng số tài khoản chứng khoán và tài khoản nhà đầu tư trong nước mới mở (nghìn tài khoản)



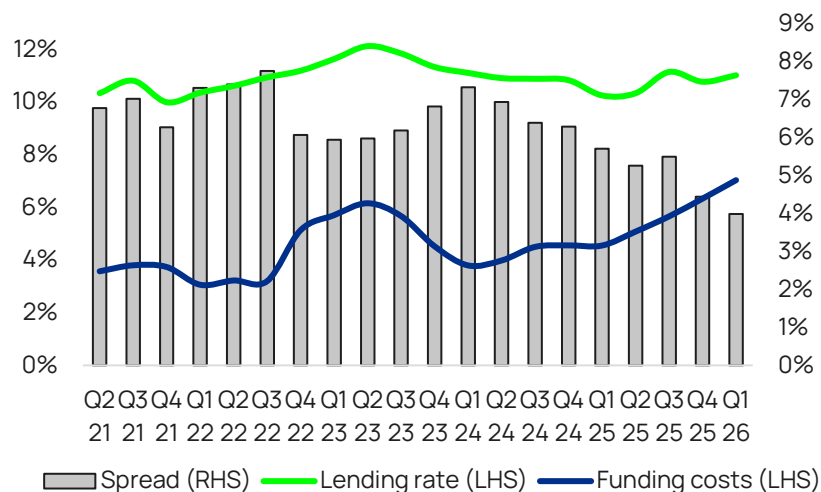
- Giá trị giao dịch trung bình (GTGDTB) trên cả 3 sàn chứng khoán Việt Nam trong 5T 2026* đạt 1,3 tỷ USD, giảm 9,5% so với nửa cuối năm 2025. Chúng tôi cho rằng thanh khoản thị trường suy yếu là do tâm lý nhà đầu tư thận trọng hơn vì (1) môi trường lãi suất cao và (2) bất định vĩ mô gia tăng từ xung đột Trung Đông chưa được giải quyết.
- Số lượng tài khoản chứng khoán mới mở trong 4T 2026 vẫn ở mức tích cực, cho thấy sự quan tâm của nhà đầu tư đối với thị trường cổ phiếu vẫn còn. Tuy nhiên, do thanh khoản chưa cải thiện, nhiều nhà đầu tư có thể đang chờ thời điểm thích hợp để tham gia.
- Nếu căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông hạ nhiệt trong những tuần tới, chúng tôi kỳ vọng thanh khoản thị trường trong nửa cuối năm 2026 sẽ cải thiện so với nửa đầu năm 2026 khi nhà đầu tư có thêm cơ sở để dự báo triển vọng vĩ mô Việt Nam. Ngoài ra, dòng vốn ngoại liên quan đến việc nâng hạng FTSE của Việt Nam sẽ hỗ trợ tâm lý thị trường.

Khả năng sinh lời cho vay ký quỹ tiếp tục chịu áp lực từ chi phí vốn tăng cao

Tổng dư nợ margin theo quý (nghìn tỷ đồng)



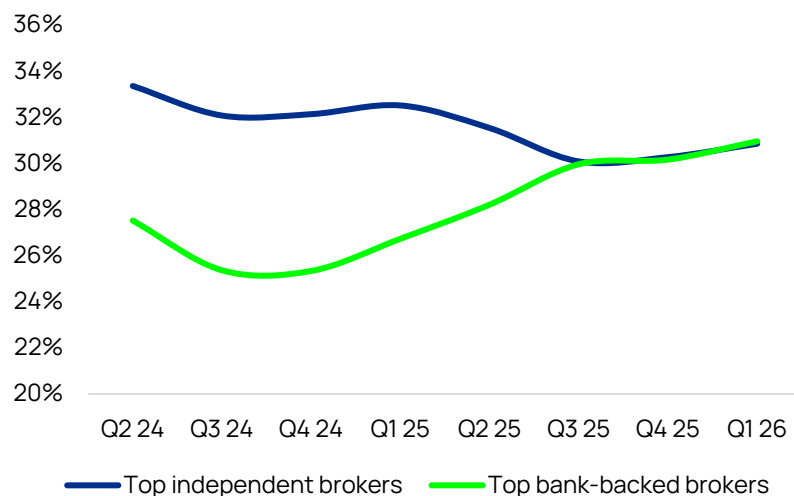
Biên lãi suất cho vay chịu áp lực từ chi phí vốn tăng cao



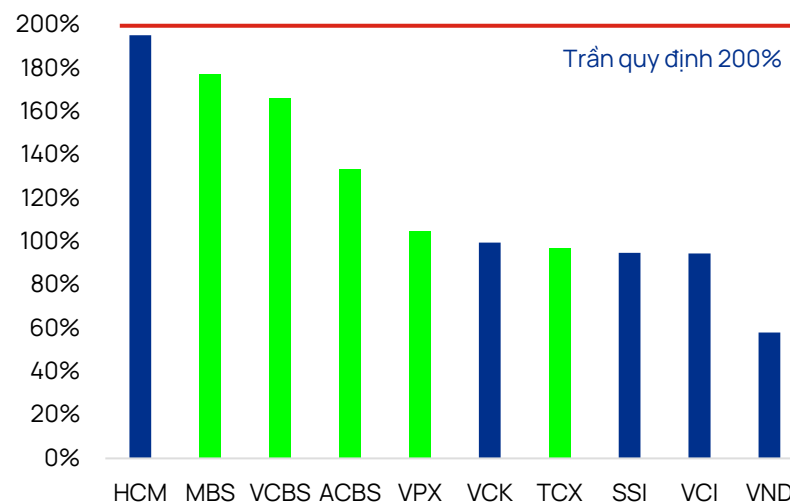
- Theo dữ liệu FiinPro, tổng dư nợ cho vay ký quỹ toàn thị trường chỉ tăng 2,0% so với quý trước trong quý 1/2026, đạt 404 nghìn tỷ đồng. Lãi suất cho vay ký quỹ tăng và bất ổn vĩ mô leo thang là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng tín dụng chậm lại.
- Tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu vẫn ở mức lành mạnh khoảng 100%, thấp hơn nhiều so với giới hạn quy định 200% và giảm so với mức đỉnh gần đây 111% vào quý 3/2025. Bên cạnh tăng trưởng cho vay ký quỹ chậm lại, lượng vốn đáng kể được huy động từ IPO của TCX, VPX và VCK trong quý 4/2025 (gần 1,4 tỷ USD) cũng góp phần đưa tỷ lệ này xuống. Tỷ lệ tương đối thấp này cho thấy dư địa tăng trưởng đáng kể trong tương lai khi hoạt động thị trường phục hồi.
- Đáng lưu ý, khả năng sinh lời cho vay ký quỹ tiếp tục suy giảm trong quý 1/2026 do chi phí huy động vốn tăng. Trong khi đó, cạnh tranh gay gắt giữa các CTCK – sau đợt huy động vốn lớn – đã hạn chế khả năng chuyển chi phí vốn tăng sang khách hàng. Sự thu hẹp NIM trong mảng cho vay ký quỹ sẽ là yếu tố hạn chế đà tăng trưởng lợi nhuận của các CTCK trong năm 2026.

Các CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng tiếp tục giành thị phần cho vay ký quỹ từ các CTCK độc lập

Thị phần cho vay margin của các CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng hàng đầu so với CTCK độc lập



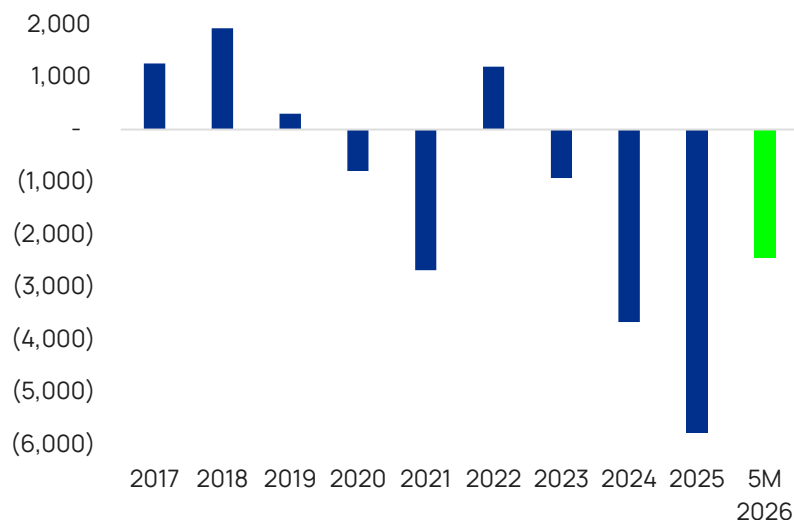
Dư nợ margin/VCSH Q1 2026 của các CTCK hàng đầu



- Phân tích của chúng tôi về các CTCK hàng đầu cho thấy các công ty thuộc hệ sinh thái ngân hàng như TCX, VPX, MBS, ACBS và VCBS đã liên tục giành thị phần cho vay ký quỹ từ các CTCK độc lập trong hai năm qua. Chúng tôi cho rằng sự vượt trội này xuất phát từ nền tảng vốn và huy động vốn mạnh hơn so với các CTCK độc lập.
- Chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh trong mảng cho vay ký quỹ sẽ tiếp tục gay gắt trong thời gian tới khi nhiều CTCK đang có kế hoạch tăng vốn trong năm nay thông qua phát hành riêng lẻ (SHS, VCK), phát hành quyền mua (HCM, VND) và IPO (LPBS, HDS, Kafi).

Áp lực bán ròng của khối ngoại tiếp diễn trong 5T 2026

Giá trị mua/bán ròng lũy kế của khối ngoại trên ba sàn chứng khoán Việt Nam (triệu USD)



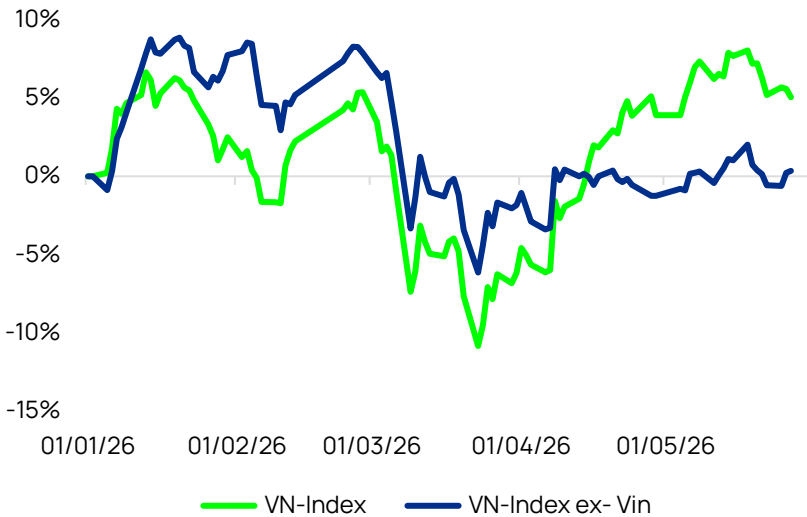
% Sở hữu nước ngoài trên TTCK Việt Nam



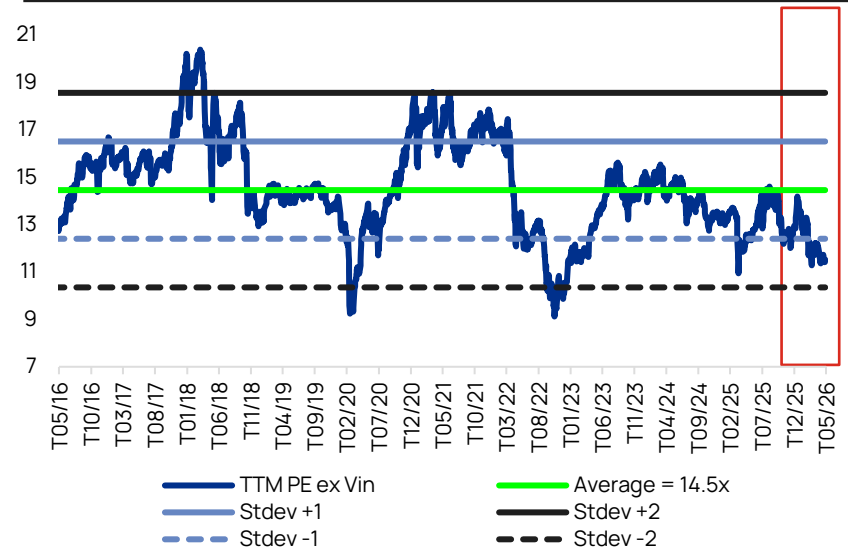
- Trong 5T 2026*, nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng tổng cộng 2,4 tỷ USD cổ phiếu Việt Nam trên cả ba sàn giao dịch, tăng 44% YoY năm trước. Áp lực bán gia tăng trong năm nay đến từ (1) các yếu tố bất lợi vĩ mô leo thang, bao gồm lãi suất cao hơn và giá dầu tăng do xung đột Trung Đông, và (2) việc phân bổ lại vốn sang các thị trường khác.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn ngoại sẽ tiếp tục nhạy cảm với diễn biến tại Trung Đông và môi trường lãi suất trong nước của Việt Nam. Tuy nhiên, đáng chú ý là Việt Nam dự kiến sẽ đón nhận đợt dòng vốn ngoại thụ động đầu tiên từ việc nâng hạng FTSE vào tháng 9/2026.

Định giá vẫn hấp dẫn đối với nhiều ngành trong VN-Index

Diễn biến VN-Index trong 5T 2026



P/E trượt 10 năm của VN-Index (loại trừ các cổ phiếu Vingroup)



- VN-Index đã tăng khoảng 5% từ đầu năm đến nay, nhưng nếu loại trừ bốn cổ phiếu liên quan đến Vingroup (VIC, VHM, VRE và VPL), chỉ số này về cơ bản đi ngang ở mức +0,3% YTD.
- P/E trượt của VN-Index (loại trừ các cổ phiếu Vingroup) chỉ ở mức 11,4 lần tính đến ngày 27/5/2026, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân lịch sử 10 năm là 14,5 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn cho nhà đầu tư trung và dài hạn, đặc biệt nếu xung đột Trung Đông có dấu hiệu hạ nhiệt.

Việc FTSE chính thức nâng hạng lên thị trường Mới nổi Thứ cấp dự kiến thu hút dòng vốn ngoại đáng kể



Dòng vốn ngoại ước tính:
1-2 tỷ USD từ quỹ thụ động + 5-6 tỷ USD từ quỹ chủ động

Trong ngành chứng khoán, SSI, VCI, VIX và VND có thể được đưa vào các chỉ số FTSE

Ngày 15/4/2026, FTSE công bố danh sách sơ bộ gồm 23 cổ phiếu đủ điều kiện đưa vào chỉ số

Mã CK	Ngành	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng	VH tự do chuyển nhượng (triệu USD)	Tỷ trọng ước tính	Dòng vốn ước tính (triệu USD)*
VHM	Bất động sản	25,898	30%	7,769	13%	264
HPG	Vật liệu cơ bản	8,190	49%	4,013	7%	137
MSN	Hàng tiêu dùng	4,366	60%	2,619	4%	89
FPT	Công nghệ	4,930	49%	2,416	4%	82
VCB	Ngân hàng	20,939	11%	2,303	4%	78
VNM	Hàng tiêu dùng	5,001	40%	2,000	3%	68
SSI	Dịch vụ tài chính	2,769	70%	1,938	3%	66
VIX	Dịch vụ tài chính	1,753	100%	1,753	3%	60
STB	Ngân hàng	5,181	30%	1,554	3%	53
VJC	Dịch vụ tiêu dùng	4,110	30%	1,233	2%	42
VRE	Bất động sản	2,962	40%	1,185	2%	40
SHB	Ngân hàng	2,930	30%	879	1%	30
VCI	Dịch vụ tài chính	1,143	70%	800	1%	27
NVL	Bất động sản	1,364	49%	668	1%	23
VND	Dịch vụ tài chính	1,037	75%	778	1%	26
GEX	Công nghiệp	1,698	50%	849	1%	29
BID	Ngân hàng	12,358	6%	742	1%	25
KBC	Bất động sản	1,161	49%	569	1%	19
KDH	Bất động sản	1,023	50%	511	1%	17
BSR	Dầu khí	6,021	8%	482	1%	16
DGC	Vật liệu cơ bản	714	49%	350	1%	12
GEE	Công nghiệp	2,643	13%	344	1%	12

Lộ trình nâng hạng Thị trường Mới nổi của MSCI

- MSCI dự kiến công bố kết quả Đánh giá Khả năng Tiếp cận Thị trường Toàn cầu 2026 vào **ngày 19/6** và Đánh giá Phân loại Thị trường Thường niên 2026 vào **ngày 24/6**. Kết quả sau sẽ cho biết liệu MSCI có chính thức khởi động tham vấn về khả năng nâng hạng Việt Nam từ Thị trường Cận biên lên Thị trường Mới nổi hay không (tức đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng).
- Theo quan sát của chúng tôi, các rào cản còn lại và tình trạng cải cách mới nhất của thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm:

Cơ chế Đối tác Thanh toán Trung tâm (CCP)

Yêu cầu ký quỹ trước đối với nhà đầu tư tổ chức nước ngoài đã được bãi bỏ vào tháng 11/2024; tuy nhiên, đây chỉ là giải pháp ngắn hạn. Vào tháng 5/2026, UBCKNN đã công bố lộ trình triển khai cơ chế CCP với mục tiêu thực hiện trong quý 1/2027.

Tài khoản Giao dịch Tổng hợp (OTA)

Giao dịch tổng hợp hiện chưa được phép tại Việt Nam. Cơ chế này sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả khớp lệnh bằng cách gộp nhiều lệnh cùng mã cổ phiếu thành một lệnh duy nhất cho cùng một khách hàng. UBCKNN đã xây dựng mô hình dự thảo vào cuối năm 2025; tuy nhiên, cần tiếp tục hoàn thiện để đáp ứng yêu cầu của các nhà đầu tư tổ chức quốc tế.

Giới hạn Sở hữu Nước ngoài (FOL)

Theo đánh giá năm 2025 của MSCI, các công ty trong một số ngành có điều kiện và nhạy cảm phải chịu FOL từ 0%-75% (ví dụ: 30% đối với ngân hàng). Các giới hạn này vẫn ảnh hưởng đến hơn 10% vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam. Tháng 9/2025, Chính phủ ban hành Nghị định 245/2025/NĐ-CP ngăn doanh nghiệp tự đặt FOL thấp hơn mức tối đa theo quy định. Chúng tôi cho rằng việc nới lỏng FOL không nhất thiết là yêu cầu bắt buộc và sẽ phụ thuộc vào phản hồi của các nhà đầu tư quốc tế đối với MSCI. Ví dụ, cổ phiếu A-Share Trung Quốc được đưa vào MSCI Thị trường Mới nổi năm 2018 dù FOL chính thức vẫn là 30%.

Làn sóng IPO tiếp diễn sẽ củng cố chiều sâu và thanh khoản thị trường

Ngành Tài chính



Ngành Tiêu dùng



Các ngành khác



Tài sản kỹ thuật số – cơ hội kinh doanh tiềm năng đang hình thành

Khung pháp lý

Luật Công nghệ Công nghệ số

Định nghĩa tài sản số

Nghị quyết 05/2025/NQ-CP

Thí điểm thị trường tài sản mã hóa trong 5 năm

Cơ hội thị trường lớn

17 triệu

Người Việt Nam sở hữu tài sản mã hóa (*)

#4

Chỉ số chấp nhận tiền mã hóa

Quy trình cấp phép



Tháng 3, Bộ Tài chính thông báo đã xem xét và đánh giá hồ sơ đăng ký của năm công ty là đầy đủ và hợp lệ theo quy định.
Tháng 5, TCEX và SCEX thông báo đã vượt qua giai đoạn 1 của quy trình cấp phép.

Đơn vị đủ điều kiện



Công ty Cổ phần Tài sản Kỹ thuật số Việt Nam

Hệ sinh thái liên quan



Định giá ngành chứng khoán ở mức khá hấp dẫn

P/B bình quân của 9 CTCK (SSI, VCI, HCM, VND, MBS, SHS, VIX, BSI, FTS)*



- Dựa trên mức P/B bình quân của 9 CTCK niêm yết lớn, ngành đang giao dịch ở bội số P/B lịch sử 1,8 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm là 2,0 lần.
- Mức định giá hiện tại khá hấp dẫn so với vùng lịch sử, tuy nhiên trước những áp lực đáng kể lên lợi nhuận do lãi suất cao và bất định vĩ mô gia tăng, chúng tôi giữ **quan điểm trung lập** đối với cổ phiếu ngành chứng khoán giai đoạn này.
- Dù vậy, chúng tôi vẫn tích cực về triển vọng dài hạn của ngành, nhờ (1) triển vọng dài hạn hấp dẫn của VN-Index được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận bền vững của các doanh nghiệp niêm yết, (2) tăng trưởng cơ cấu trong tham gia của cả nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, và (3) tiếp tục phát triển thị trường vốn với sự hỗ trợ của Chính phủ.

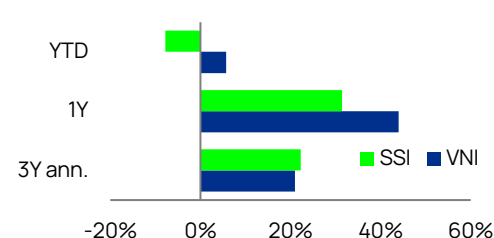
Giá cổ phiếu các CTCK có tương quan cao với diễn biến VN-Index và hoạt động giao dịch



SSI – Thị phần hàng đầu với nền tảng khách hàng vững chắc

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/5)	27.900 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	12.759	13.587	14.955	15.982
Giá mục tiêu	35.100 VND	% YoY	46,5%	6,5%	10,1%	6,9%
TL tăng	25,8%	LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	4.105	5.241	6.062	6.415
Lợi suất cổ tức	3,6%	% YoY	44,8%	27,7%	15,7%	5,8%
Tổng mức sinh lời	+29,4%	EPS	25,2%	12,6%	11,4%	5,8%
Ngành	Chứng khoán	Biên LN gộp	59,6%	67,4%	68,8%	69,3%
GT vốn hóa	68 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	32,5%	39,1%	41,1%	40,7%
Room KN	32 nghìn tỷ đồng	Cho vay ký quỹ/VCSH	124,1%	115,6%	107,5%	106,5%
GTGD/ngày (30n)	500 tỷ đồng	Nợ vay ròng/VCSH	176,2%	176,0%	169,1%	174,6%
Cổ phần Nhà nước	0%	P/B	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x
SL cổ phiếu lưu hành	2.491 tr	P/E	17,1x	15,2x	13,6x	12,9x
Pha loãng	2.491 tr	ROE	13,2%	14,0%	13,9%	13,7%
		ROA	4,6%	4,8%	5,0%	5,0%

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 8/12/2025. Dự báo lợi nhuận, giá mục tiêu và khuyến nghị của chúng tôi đang trong giai đoạn đánh giá



Tổng quan công ty

SSI là CTCK chứng khoán hàng đầu trong 5 năm qua với hoạt động trải rộng các mảng chứng khoán, đầu tư tự doanh, quản lý tài sản và ngân hàng đầu tư. SSI được thành lập năm 1999 và tính đến quý 1/2026 có 1.453 nhân viên với hiện diện tại TP.HCM, Hà Nội và Hải Phòng.

SSI là một trong những CTCK hàng đầu Việt Nam. Công ty đứng thứ hai về thị phần trên HOSE (11,1% trong quý 1/2026), thứ hai về dư nợ margin (thị phần 9,1% cuối quý 1/2026), và tỷ lệ dư nợ margin/vốn chủ sở hữu ở mức thấp so với các CTCK lớn (95% trong quý 1/2026). Chúng tôi kỳ vọng SSI, với vị thế dẫn đầu thị trường, sẽ tận dụng được đà tăng trưởng của TTCK Việt Nam nhờ vị thế vốn/nguồn vốn vững mạnh, nền tảng khách hàng lớn và đội ngũ quản lý dày dặn kinh nghiệm.

SSI ghi nhận kết quả lợi nhuận quý 1/2026 tích cực nhờ thị phần môi giới tiếp tục cải thiện. SSI báo cáo LNTT quý 1/2026 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (+52% YoY), nhờ tăng trưởng doanh thu trên hầu hết các mảng kinh doanh. Doanh thu môi giới tăng 95% YoY, doanh thu cho vay margin tăng 67% YoY, khi thị phần môi giới của SSI trên 3 sàn đạt 10,9% trong quý 1/2026 (+1,2 điểm % YoY).

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của SSI sẽ hạ nhiệt trong phần còn lại của năm. Chi phí huy động vốn tăng sẽ tác động tiêu cực đến hiệu quả mảng cho vay margin và tự doanh – vốn là những đóng góp chính vào lợi nhuận. Chúng tôi lưu ý dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu cho SSI hiện đang trong quá trình xem xét lại.

Định giá SSI khá hấp dẫn khi cổ phiếu đang giao dịch ở P/B lịch sử 1,8 lần, thấp hơn bình quân 5 năm là 2,2 lần.

Ngành Tiêu dùng

Các doanh nghiệp dẫn đầu bút phá trong bối cảnh hợp nhất ngành tiếp diễn

Tháng 5/2026

Hoàng Nam
Giám đốc

Bùi Xuân Vĩnh
Chuyên viên Cao cấp

Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên Cao cấp

Nguyễn Thảo Nguyên
Chuyên viên

Tổng quan

Ngành tiêu dùng Việt Nam tiếp tục mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn hấp dẫn, được củng cố bởi các động lực cơ cấu thuận lợi bao gồm cơ cấu dân số trẻ, thu nhập khả dụng ngày càng tăng và dư địa đô thị hóa còn lớn. Những yếu tố này tạo nền tảng cho dư địa tăng trưởng nhiều năm của tỷ lệ thâm nhập bán lẻ hiện đại, xu hướng cao cấp hóa, cũng như mức chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe và nhu cầu tiêu dùng không thiết yếu ngày càng tăng.

Các nỗ lực của Chính phủ nhằm chính thức hóa khu vực kinh tế phi chính thức đang thúc đẩy quá trình dịch chuyển từ kênh truyền thống (GT) sang kênh hiện đại (MT). Bên cạnh đó, các doanh nghiệp hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) đang dần phục hồi sau giai đoạn tái cơ cấu hoạt động và hưởng lợi từ làn sóng ra mắt sản phẩm mới.

Mặc dù bối cảnh vĩ mô ngắn hạn còn tương đối yếu, phần lớn các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều ghi nhận KQKD quý 1/2026 khả quan, với doanh thu tăng trưởng trên diện rộng và biên lợi nhuận từ ổn định đến cải thiện ở các mảng bán lẻ hiện đại, dược phẩm, FMCG và tiêu dùng không thiết yếu.









Trong bối cảnh đó, chúng tôi ghi nhận triển vọng tích cực nhất nằm ở các phân khúc bán lẻ nhu yếu phẩm hiện đại, nhà thuốc và bán lẻ trang sức. Chúng tôi ưu tiên các doanh nghiệp có vị thế vượt trội trong mỗi ngành hàng. Các cổ phiếu khuyến nghị hàng đầu bao gồm MWG, FRT, PNJ và MSN:

- Chuỗi bán lẻ thực phẩm (BHX) của **MWG** đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh chóng nhờ các quy định pháp lý thuận lợi. Bên cạnh đó, chuỗi điện máy dẫn đầu thị trường (DMX) đang gia tăng thị phần sau khi hoàn tất quá trình cải tổ hoạt động.
- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của **PNJ**, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển liên tục từ trang sức không thương hiệu sang có thương hiệu, cùng với thu nhập khả dụng được cải thiện. PNJ cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục giành thêm thị phần, nhờ các nỗ lực của Chính phủ trong việc chính thức hóa thị trường vàng. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 tăng 26% YoY, chủ yếu nhờ tăng trưởng doanh thu bán lẻ 14% YoY, vượt xa mức tăng trưởng chung của ngành. PNJ hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026 là 10,1 lần. Đây là mức định giá tương đối hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty.
- Chúng tôi cũng duy trì quan điểm tích cực trong dài hạn đối với **FRT**, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng bền vững của Long Châu (mảng chăm sóc sức khỏe) với chuỗi nhà thuốc dẫn đầu thị trường, cùng với việc mở rộng quy mô mảng dịch vụ tiêm chủng. Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS tăng 42% YoY, chủ yếu nhờ đà tăng trưởng mạnh mẽ của Long Châu và kỳ vọng về việc FPT Shop sẽ duy trì đà sinh lời.
- Trong hệ sinh thái tiêu dùng - bán lẻ của **MSN**, MCH (doanh nghiệp đầu ngành FMCG) đang phục hồi sau các gián đoạn ở kênh GT. WinCommerce, chuỗi bán lẻ thực phẩm, đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh chóng. Bên cạnh đó, tất cả các mảng kinh doanh chính khác của MSN cũng đã bắt đầu ghi nhận lãi. Ngoài ra, MSN còn được hưởng lợi từ giá vonfram đạt mức cao kỷ lục trong mảng kinh doanh ngoài ngành cốt lõi là Masan High-Tech Materials.

Xu hướng và triển vọng chính của ngành

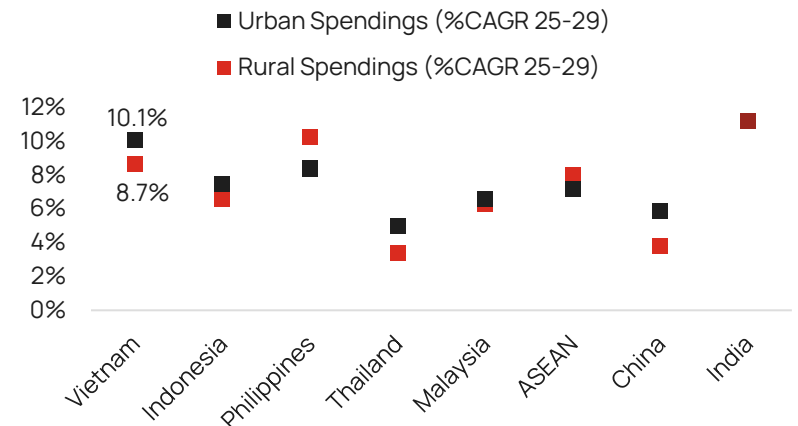
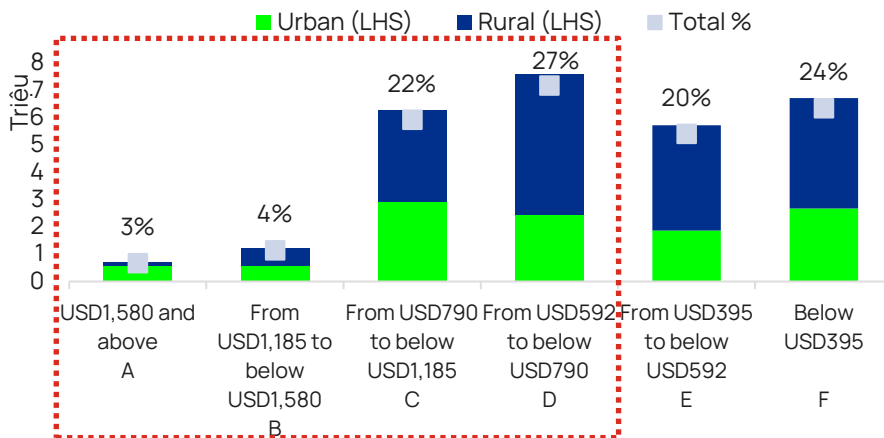
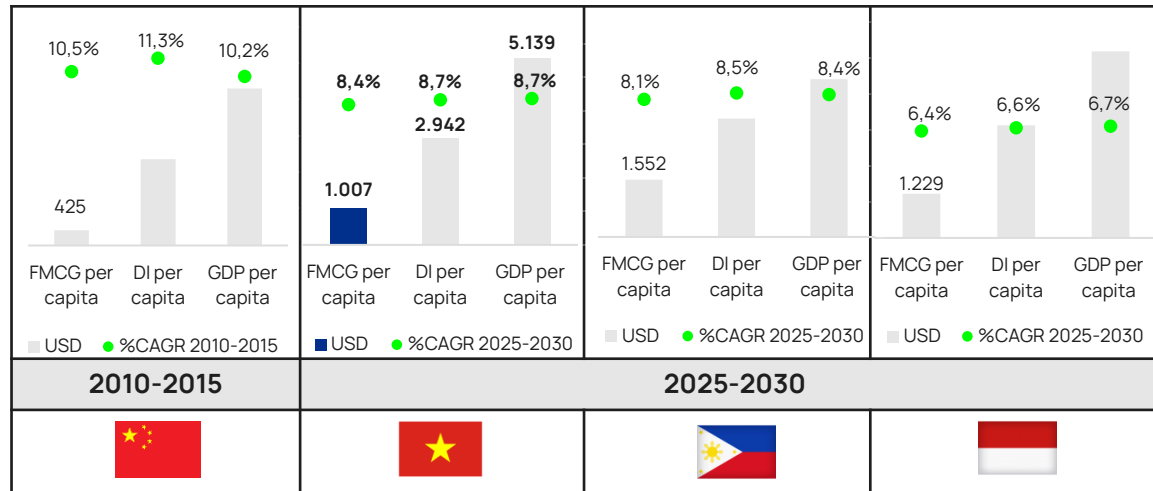
Các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi ghi nhận kết quả vượt trội trước bối cảnh vĩ mô ngắn hạn

Việt Nam nổi bật tại châu Á: GDP & tốc độ đô thị hóa bắt kịp nhanh chóng từ mức nền thấp

		 Việt Nam	 Indonesia	ASEAN				Quốc gia dân số cao	
				 Philippines	 Thái Lan	 Malaysia	 ASEAN	 Trung Quốc	 Ấn Độ
GDP bình quân đầu người	USD (2025E)	5.139	5.187	4.275	7.515	12.752	6.121	13.800	2.986
	CAGR 21-25 (%)	9,7%	7,7%	9,4%	4,1%	5,3%	7,4%	4,5%	10,7%
	CAGR 25-29 (%)	8,8%	6,7%	8,4%	4,0%	5,0%	6,5%	5,1%	10,1%
Chi tiêu tiêu dùng	CAGR 21-25 (%)	7,7%	8,5%	10,7%	10,0%	9,8%	9,6%	5,1%	12,1%
	CAGR 25-29 (%)	9,4%	7,2%	9,1%	4,5%	6,5%	7,4%	5,4%	11,2%
Thu nhập gộp trung bình của người trẻ (15-34 tuổi)	USD (2025E)	3.843	4.286	4.852	5.382	10.737	4.959	10.564	2.880
	CAGR 21-25 (%)	7,9%	7,4%	10,5%	4,9%	6,8%	8,1%	3,5%	10,1%
	CAGR 25-29 (%)	7,1%	6,2%	7,6%	5,6%	5,6%	6,3%	4,5%	9,6%
Tỷ lệ đô thị hóa	%	38,6%	59,7%	55,6%	55,0%	77,7%	54,0%	66,9%	37,2%
Dân số đô thị	Triệu người (2025E)	39	171	65	39	27	375	942	545
	CAGR 21-25 (%)	2,6%	1,9%	1,4%	1,3%	2,1%	1,8%	1,5%	2,3%
	CAGR 25-29 (%)	2,3%	1,7%	1,5%	1,1%	1,6%	1,6%	1,1%	2,3%

Thu nhập tăng tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng chi tiêu mạnh mẽ hơn

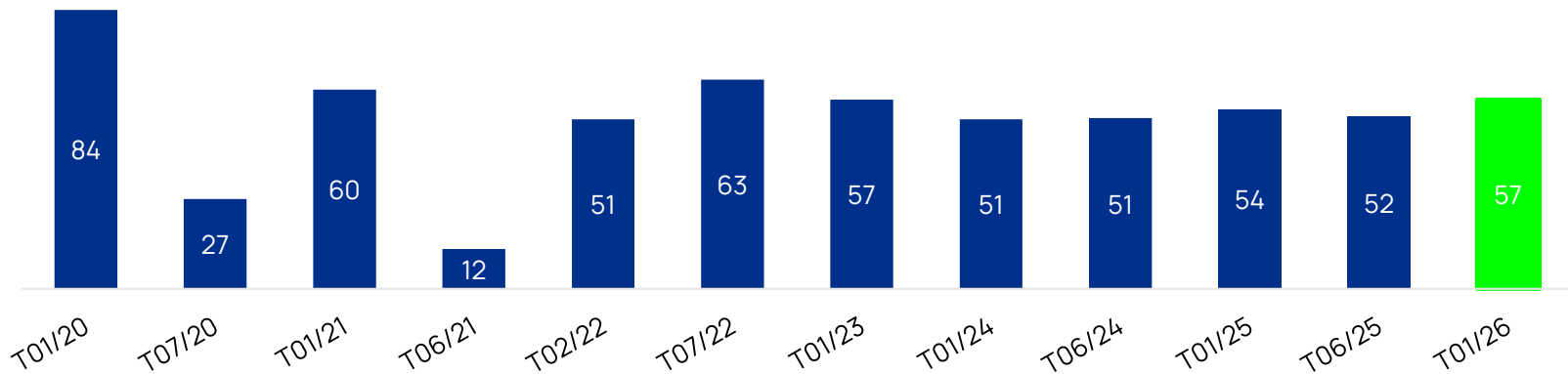
So sánh tương quan trong giai đoạn có cùng nền tảng kinh tế*: Việt Nam có nhiều nét tương đồng nhất với giai đoạn tăng trưởng vàng của Trung Quốc trong 5 năm tới



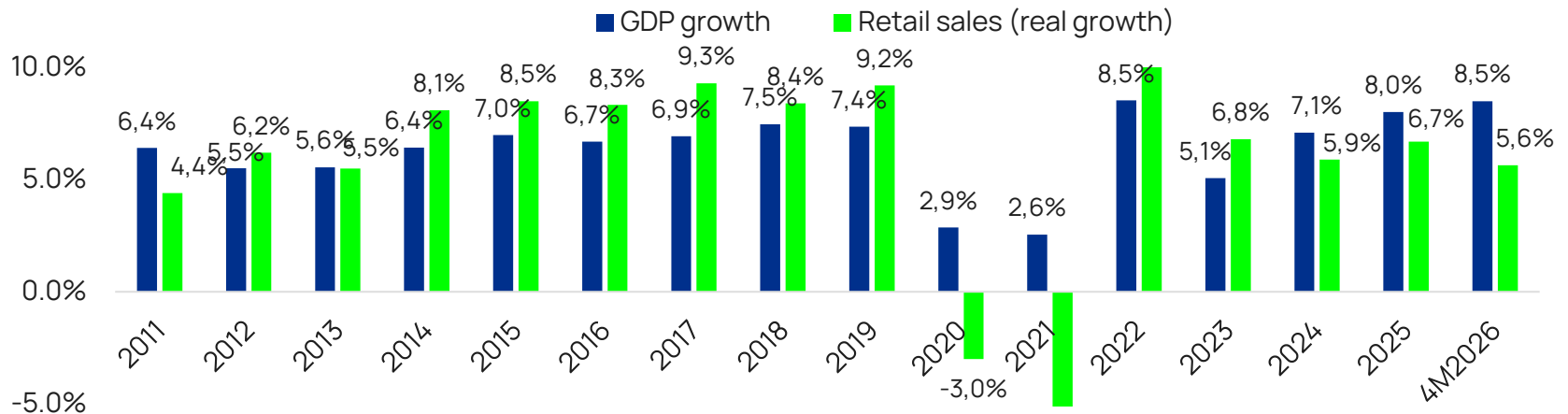
Nguồn: Vietcap tổng hợp; *Cùng nền tảng kinh tế nghĩa là ở mức GDP bình quân đầu người và thu nhập khả dụng bình quân đầu người (DI per capita) tương đương; **Chi tiêu FMCG bao gồm chi tiêu dùng cho thực phẩm, đồ uống, thuốc lá, dược phẩm, các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và chăm sóc cá nhân.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ 4T 2026 chủ yếu nhờ yếu tố giá – tăng trưởng thực chậm lại

Niềm tin người tiêu dùng được cải thiện trước dịp Tết

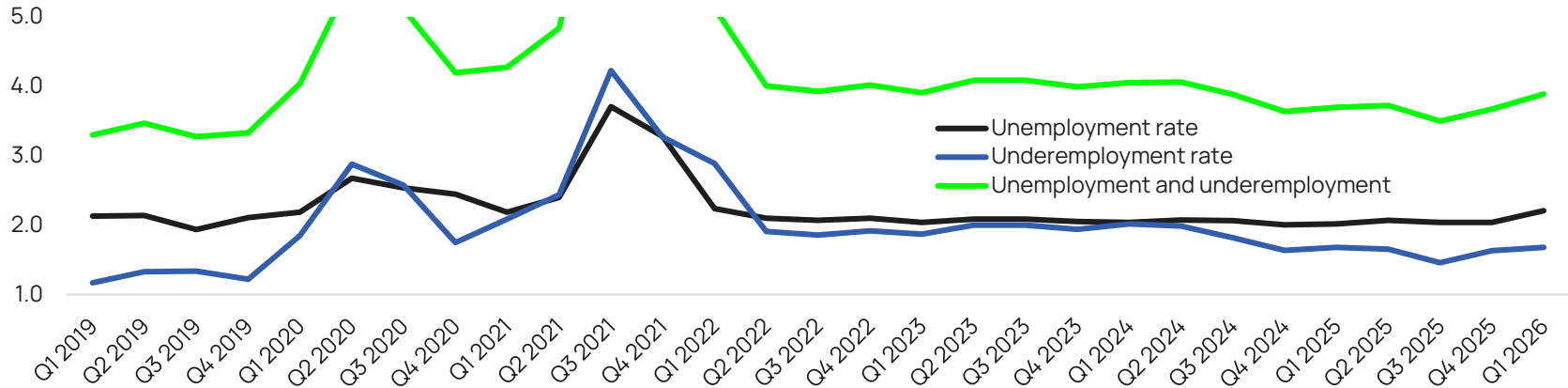


Tăng trưởng bán lẻ thực được hỗ trợ bởi tâm lý người tiêu dùng, nhưng vẫn thấp hơn mức tăng trưởng GDP trong bối cảnh các yếu tố bất lợi còn hiện hữu

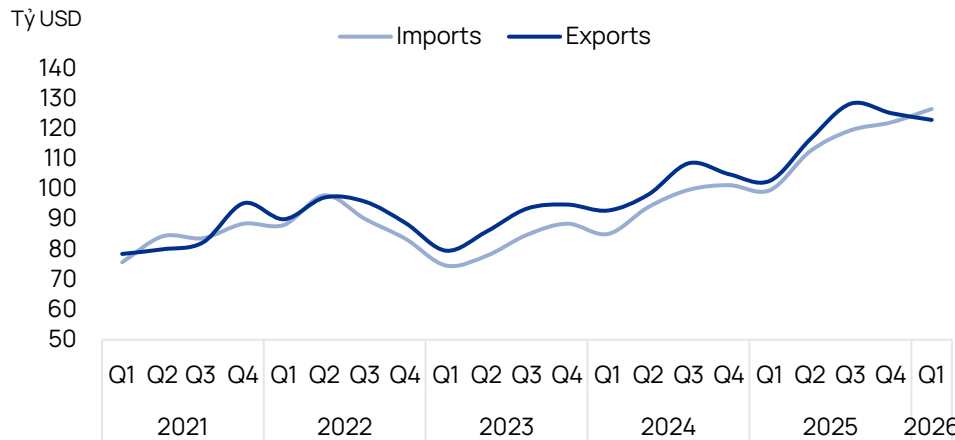


Triển vọng lao động và thương mại suy yếu, nhưng PMI vẫn duy trì trên ngưỡng 50

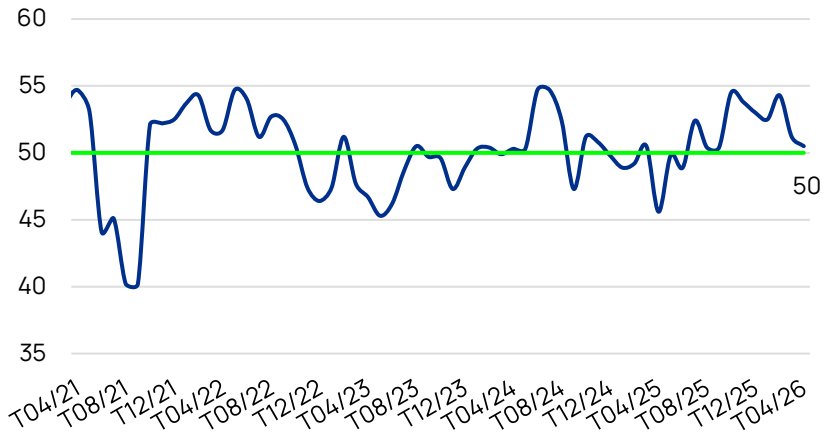
Tỷ lệ thất nghiệp tại Việt Nam có xu hướng tăng nhẹ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát



Thương mại hàng hóa quốc tế của Việt Nam: thâm hụt thương mại gia tăng do nhập khẩu năng lượng tăng mạnh

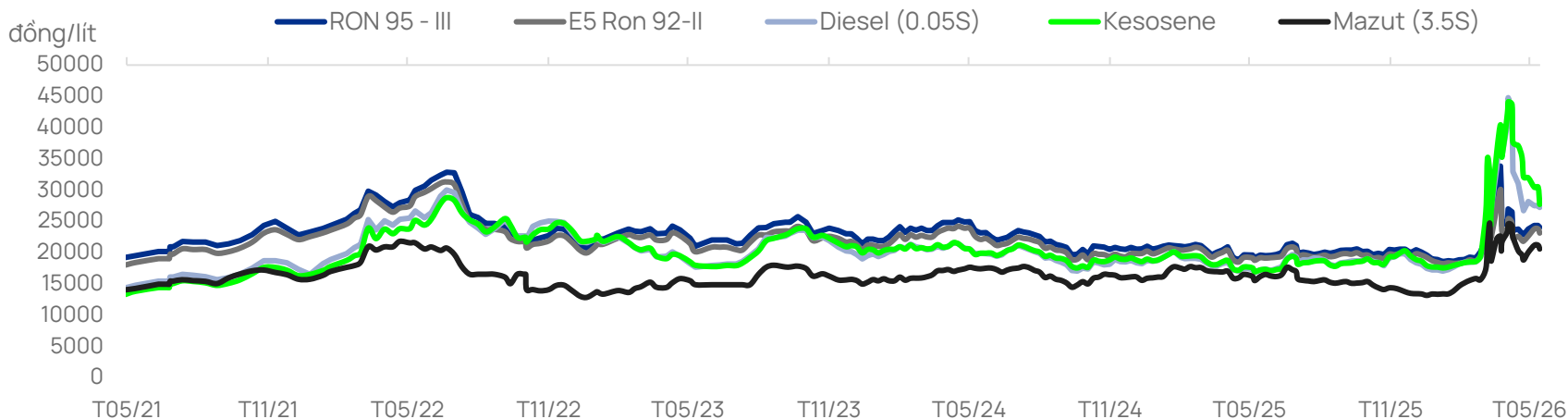


Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam của S&P Global tiếp tục duy trì trên ngưỡng 50, tuy nhiên đà tăng trưởng đang chậm lại

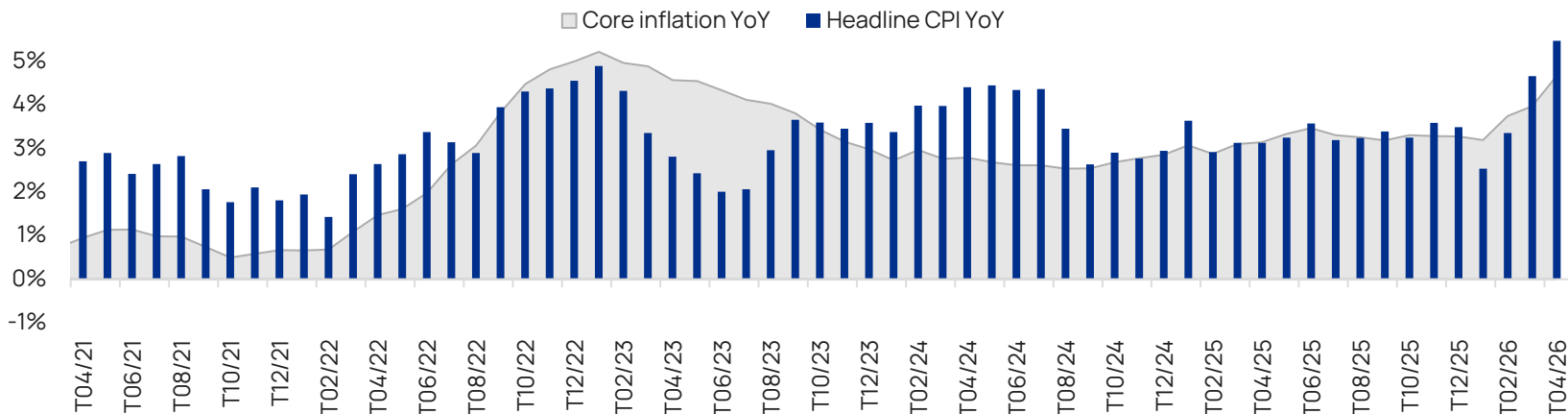


Lạm phát do năng lượng tăng tốc từ tháng 3/2026

Giá xăng dầu bán lẻ tăng mạnh kể từ tháng 3/2026 trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị



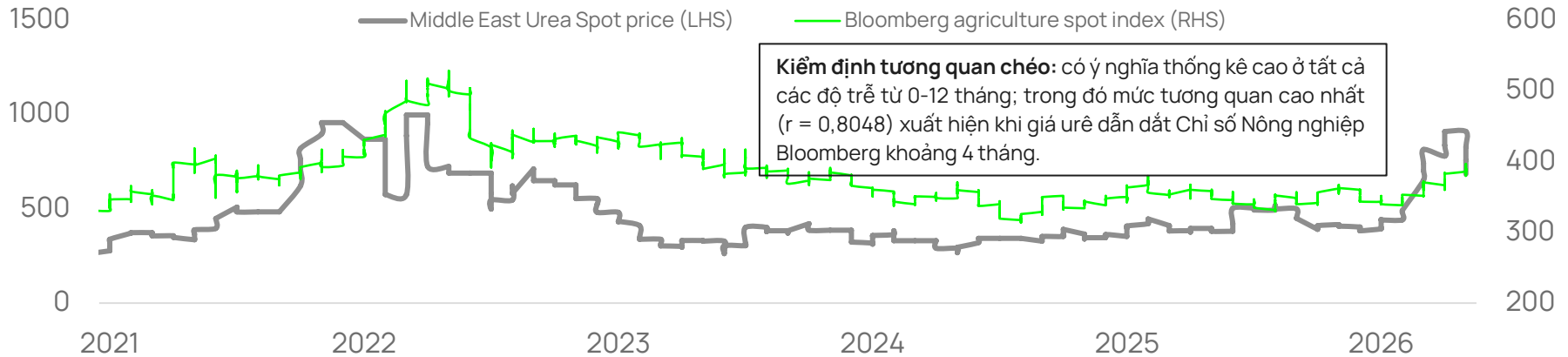
CPI tiệm cận mức 5%, chịu áp lực từ giá năng lượng tăng cao



Chi phí đầu vào tăng làm gia tăng áp lực lạm phát

Việc tăng giá urê/phân bón dự kiến sẽ làm dịch chuyển mặt bằng giá hàng hóa nông nghiệp trong các tháng tới

Giá urê giao ngay so với chỉ số giá hàng hóa nông nghiệp*

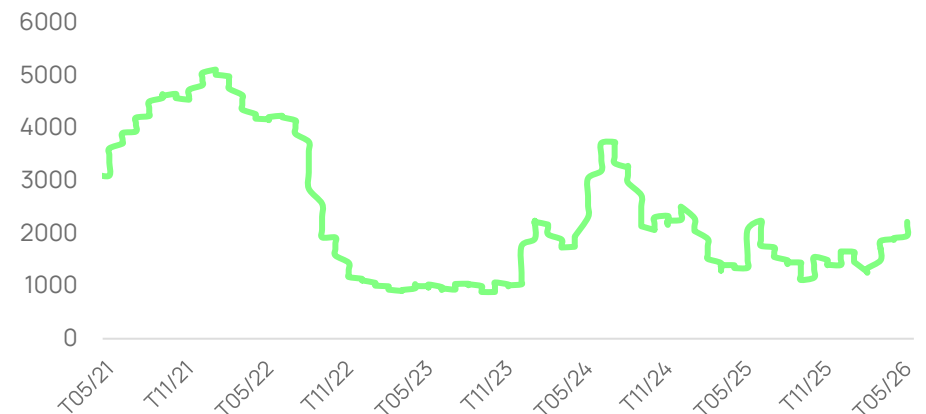


Giá nhôm chạm đỉnh năm 2022; cuộc vận tải tăng cao, làm gia tăng áp lực chi phí đóng gói và logistics













Giá nhôm giao ngay trên sàn LME



Chỉ số cước vận tải container**



Tổng kết KQKD quý 1/2026: Phần lớn doanh nghiệp trong danh mục theo dõi ghi nhận tăng trưởng doanh thu tích cực và biên lợi nhuận từ ổn định đến cải thiện

		TT doanh thu YoY	Thay đổi biên lợi nhuận YoY	Nhận định của Vietcap
Nhà bán lẻ ICT & điện máy		+33%	GPM +1,1 điểm %	Tăng trưởng được dẫn dắt bởi giá trị sản phẩm và nhu cầu nâng cấp thiết bị
		+31%	NPM +0,8 điểm %	
Bán sỉ		+54%	NPM +0,4 điểm %	Tăng trưởng trên diện rộng ở tất cả các ngành hàng
Nhà bán lẻ dược phẩm		+28%	NPM +0,3 điểm %	Doanh thu bình quân tháng / cửa hàng cải thiện và mạng lưới cửa hàng tiếp tục mở rộng
Nhà bán lẻ thực phẩm		+19%	NPM 2,9% trong Q1/2026 so với 1,7% trong năm TC 2025	Khả năng sinh lời được cải thiện dù tốc độ mở mới cửa hàng duy trì ở mức +25-40%/năm)
		+29%	NPM 1,8% trong Q1/2026 so với 1,3% trong năm TC 2025	
Doanh nghiệp sản xuất FMCG		+4%	GPM +0,6 điểm %	Tiếp tục giành thêm thị phần trong bối cảnh thị trường thu hẹp trong quý 1/2026, đi đúng lộ trình đạt tăng trưởng 8%-9% trong năm 2026
		+13%	GPM 0,0 điểm %	Chiến lược Retail Supreme, đổi mới sản phẩm và mở rộng sang các ngành hàng lân cận thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng 15%/năm
		11% ²	GPM +5,1 điểm % ²	Đà phục hồi được hỗ trợ nhờ doanh số bán hàng tích cực trong dịp Tết và tác động tích cực từ chi phí đầu vào thấp
		+22% ³	GPM +6,4 điểm % ³	Mảng sữa đậu nành tăng trưởng mạnh nhờ ra mắt sản phẩm mới và giá đường đầu vào ở mức thấp
Nhà bán lẻ hàng tiêu dùng không thiết yếu		+22% ⁴	NPM +1,5 điểm %	Giá trị đơn hàng trung bình tăng trưởng hai chữ số YoY, được hỗ trợ bởi giá bán cao hơn
		39% ⁵	ROE +0,7 điểm %	Lợi nhuận tăng mạnh nhờ các CTLK, với kết quả bán hàng tích cực của Ford và Toyota

Các xu hướng ngành định hình sự phân hóa

	FMCG	Bán lẻ dược phẩm & thực phẩm	Bán lẻ trang sức	Bán lẻ điện tử - điện máy	Logistics	Công nghệ	Viễn thông
	VNM, SAB, MCH	FRT, MWG, MSN	PNJ	MWG, FRT	VTP	FPT	CTR
Kỷ nguyên tăng trưởng mới của Việt Nam							
Phát triển hạ tầng							
Chuyển đổi số & ứng dụng AI							
Chu kỳ kinh tế							
Lãi suất tăng cao hơn							
Giá hàng hóa tăng cao hơn							
Nhân khẩu học							
Đô thị hóa							
Thu nhập người tiêu dùng gia tăng							
Chính thức hóa nền kinh tế							
Siết chặt kiểm soát hàng hóa không rõ nguồn gốc & thuế							
Tiêu chuẩn an toàn thực phẩm, dược phẩm và thực phẩm chức năng							
Bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ (IP)							

Chủ đề chính và triển vọng

Các nhà bán lẻ hiện đại đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng

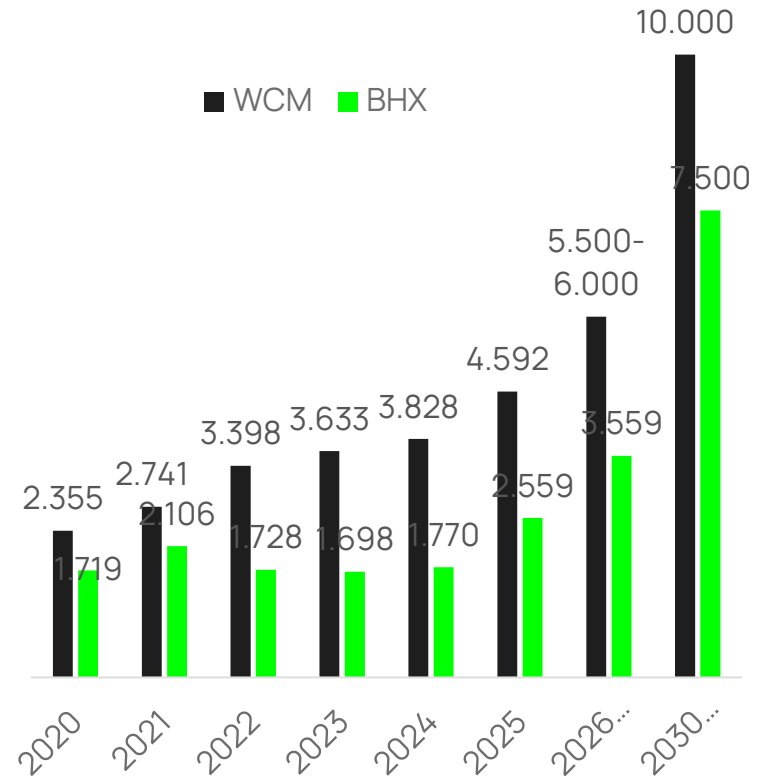
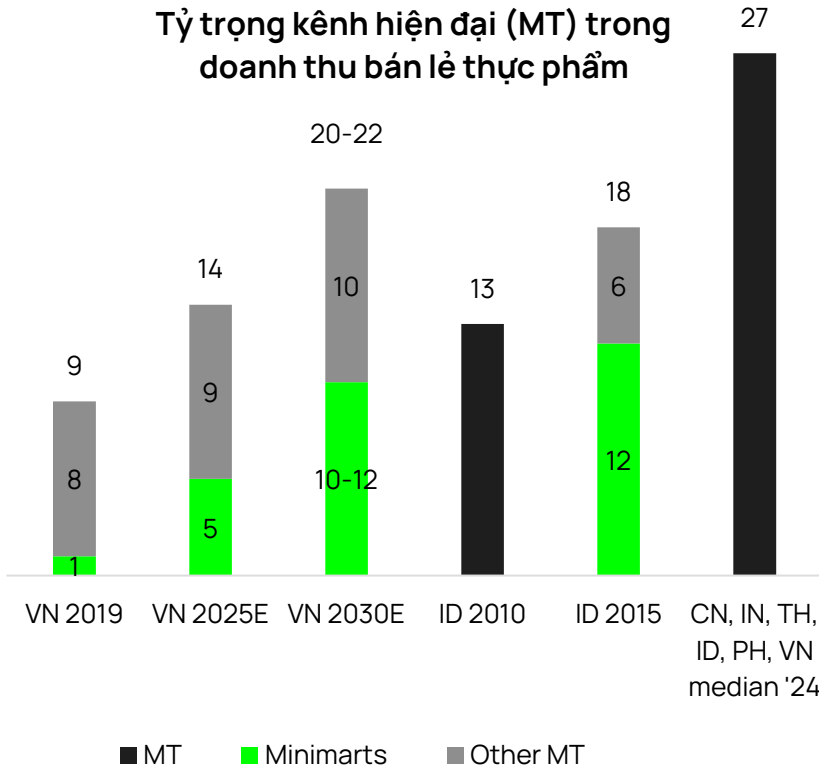
- Mạng bán lẻ bách hóa mở rộng quy mô nhanh chóng
- Mạng bán lẻ điện tử - điện máy tăng tốc trở lại nhờ AI
- Vị thế dẫn đầu của Long Châu trong mảng dược phẩm thúc đẩy lợi nhuận và tiêu chủng
- PNJ tiếp tục hợp nhất ngành trang sức

Bách hóa: Các chuỗi minimart đầu ngành tăng tốc tăng trưởng sau khi xác định được mô hình sinh lời và cơ chế pháp lý thuận lợi

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bách hóa hiện đại của VN sẽ tăng 2-3 lần trong 2025-2030 do thâm nhập còn thấp so với khu vực

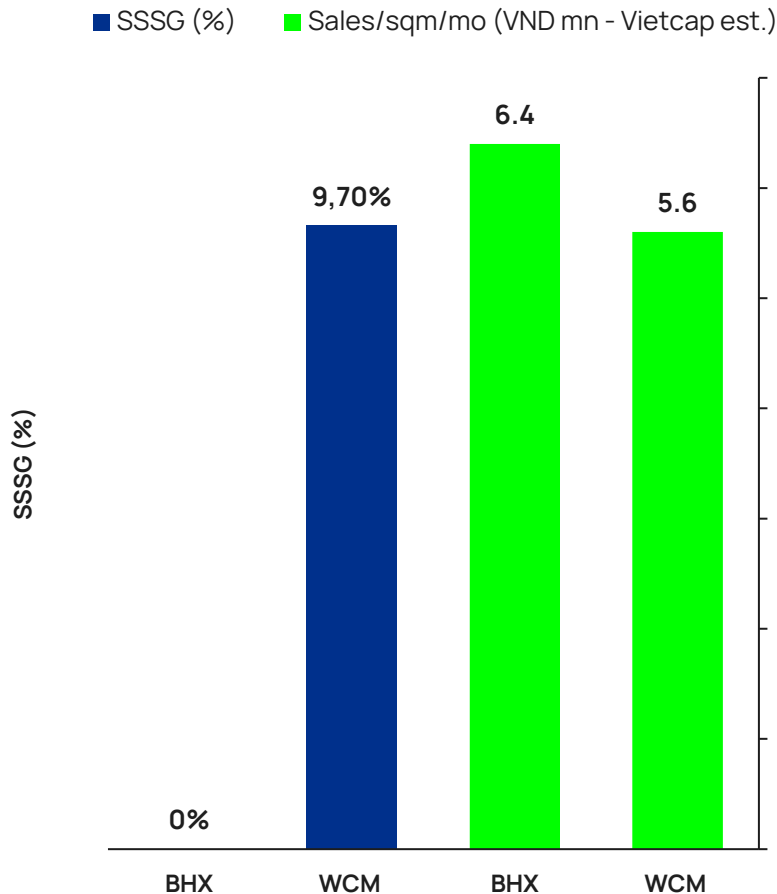
Số lượng cửa hàng của BHX & WCM dự kiến tăng mạnh từ năm 2025 trở đi sau giai đoạn trầm lắng 2023-2024

Tỷ trọng kênh hiện đại (MT) trong doanh thu bán lẻ thực phẩm

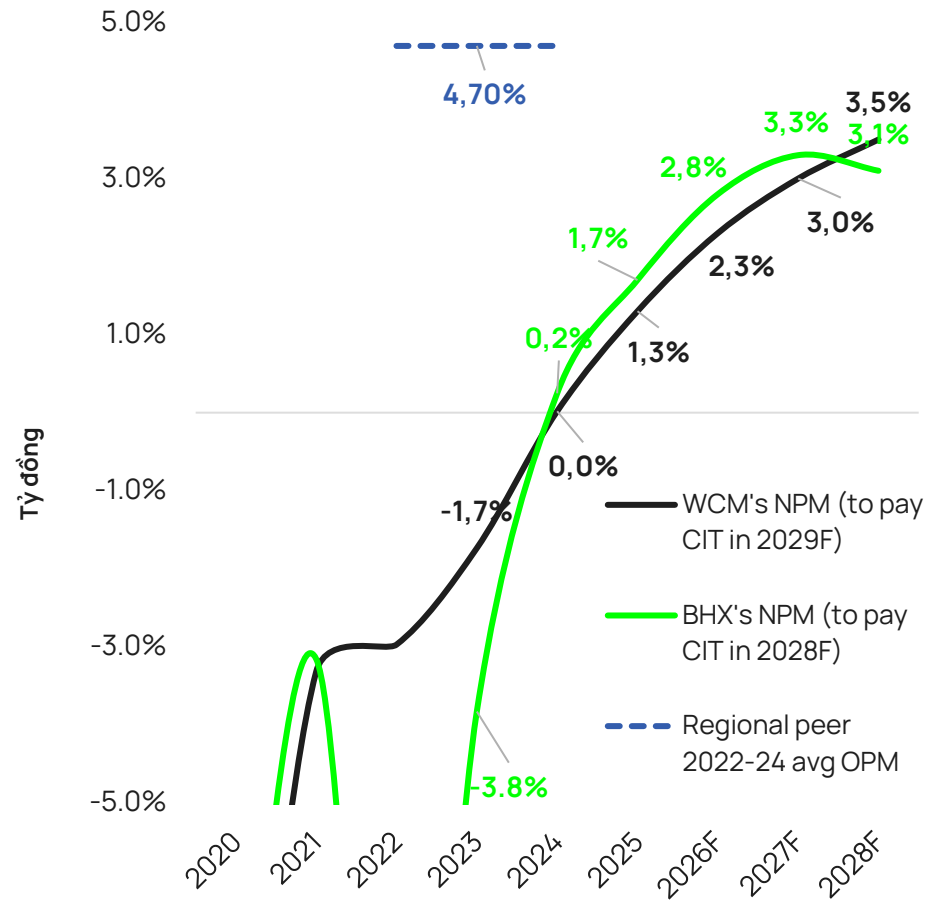


Bách hóa: Đánh đổi giữa tăng trưởng và biên lợi nhuận trong ngắn hạn; triển vọng dài hạn vẫn tích cực

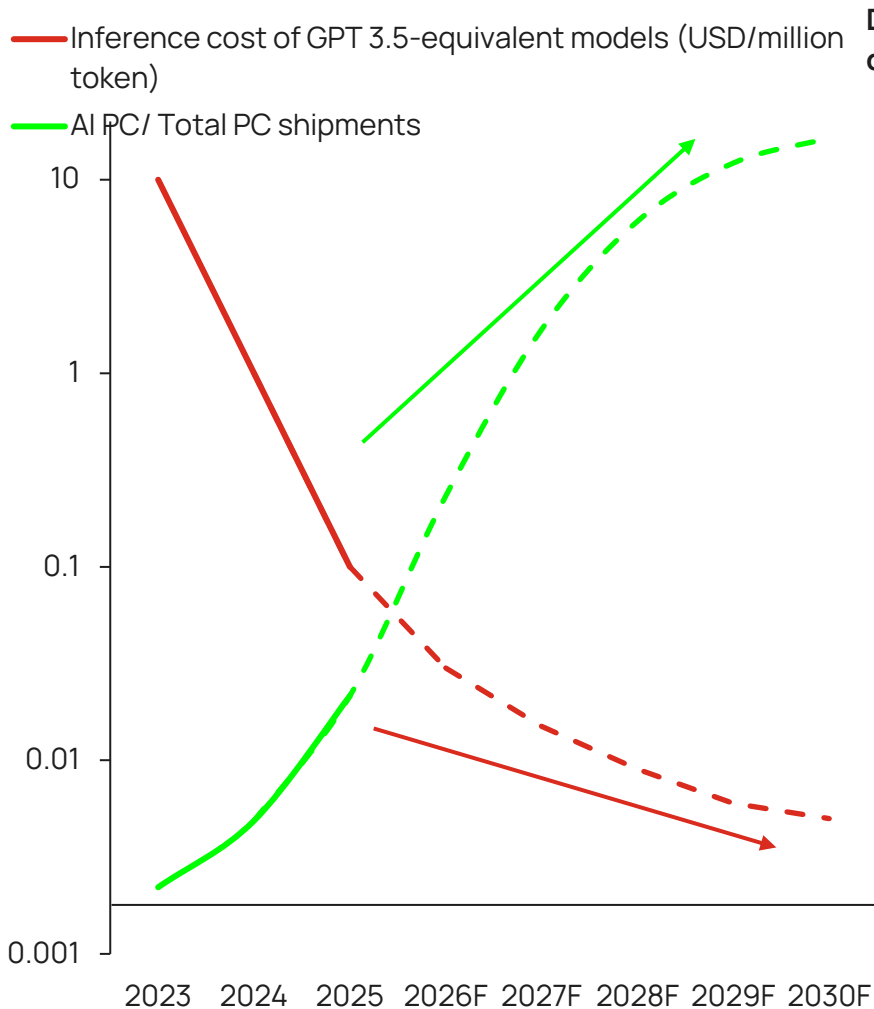
Năm 2025: WCM thu hẹp khoảng cách về doanh thu/m², trong khi BHX tập trung tối ưu hóa chi phí



Trong dài hạn, WCM hướng tới mục tiêu cải thiện biên lợi nhuận gộp lên trên 5%, trong khi BHX đặt mục tiêu trở lại lộ trình tăng trưởng SSSG dương với

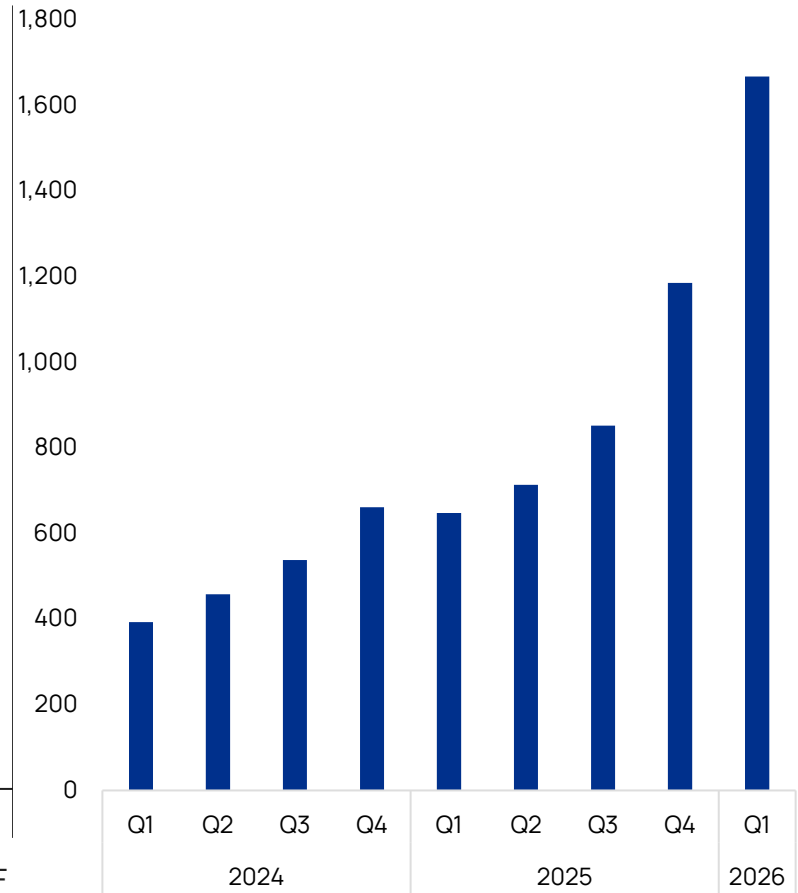


ICT: Việc ứng dụng AI thúc đẩy nhu cầu thiết bị điện tử và phần cứng



Doanh số máy chủ của DGW tăng mạnh 4,2 lần trong quý 1/2026 so với quý 1/2024

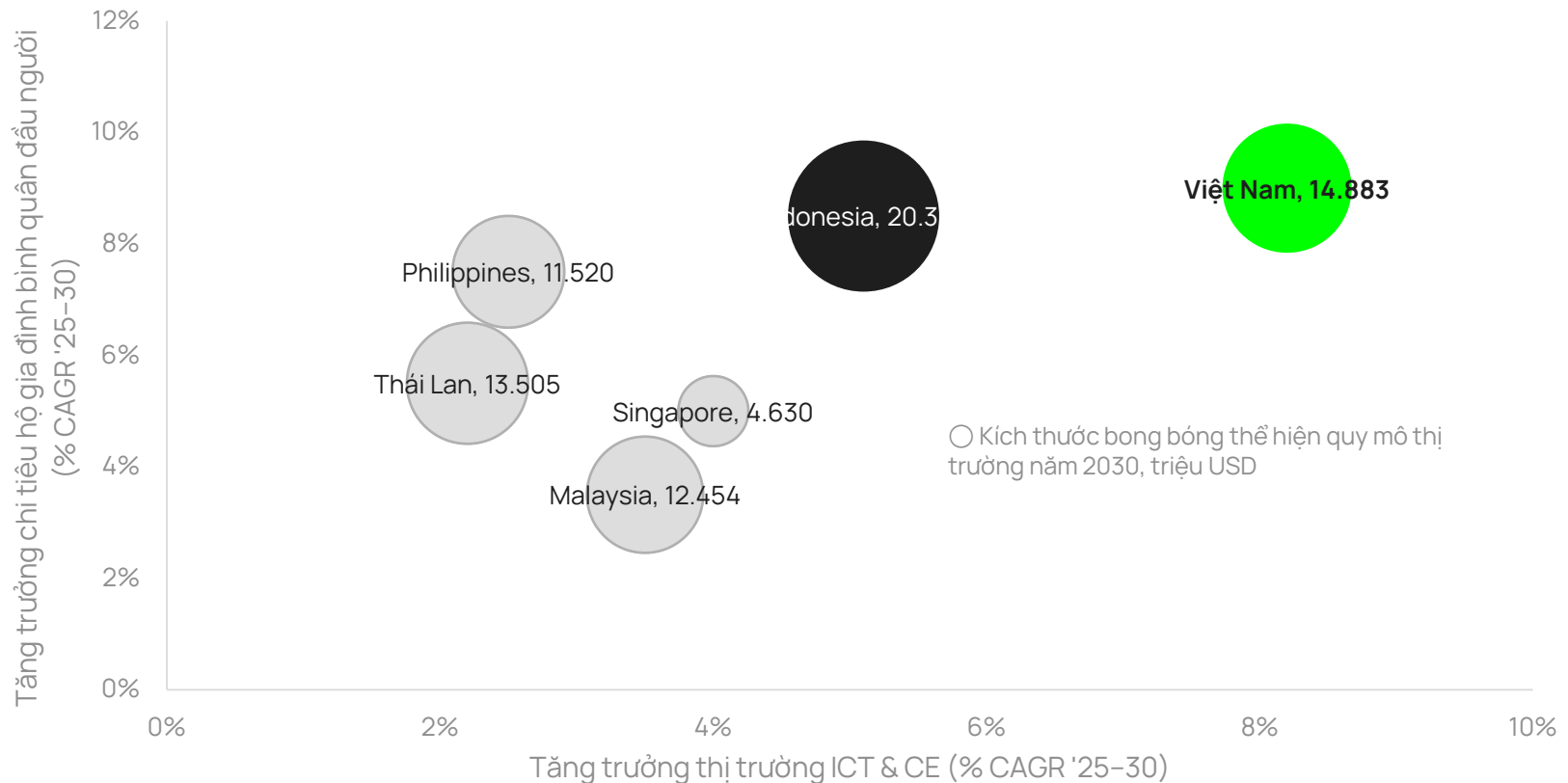
Tỷ đồng



ICT & CE: Việt Nam tăng trưởng vượt trội so với khu vực. Việc tăng giá bán và xu hướng nâng cấp dẫn dắt tăng trưởng giá trị

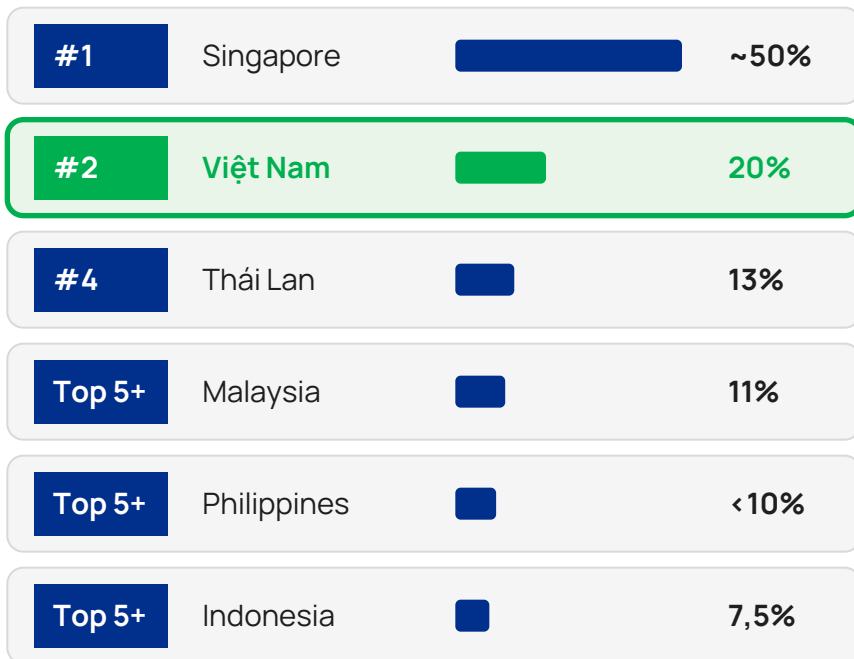
ICT & CE Việt Nam: 10 tỷ USD → 15 tỷ USD với CAGR 8,2% giai đoạn 2025-2030 – tốc độ tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á

Quy mô thị trường ICT & CE năm 2030 và CAGR 5 năm (%)



ICT: Sản phẩm Apple chính hãng gia tăng thị phần tại Việt Nam

Thứ hạng và thị phần của iPhone tại từng quốc gia



Nhu cầu dịch chuyển sang kênh phân phối chính hãng

Thị trường bậc 1

Vào tháng 9/2025: iPhone 17 được mở bán cùng ngày với Singapore --> Hàng xách tay kém lợi thế hơn



Chính thức hóa

Siết chặt thuế và kiểm soát hóa đơn điện tử
■ Các kênh phân phối chính hãng được hưởng lợi



25% → 50%

Thị phần của DMX (2022 → 2025)



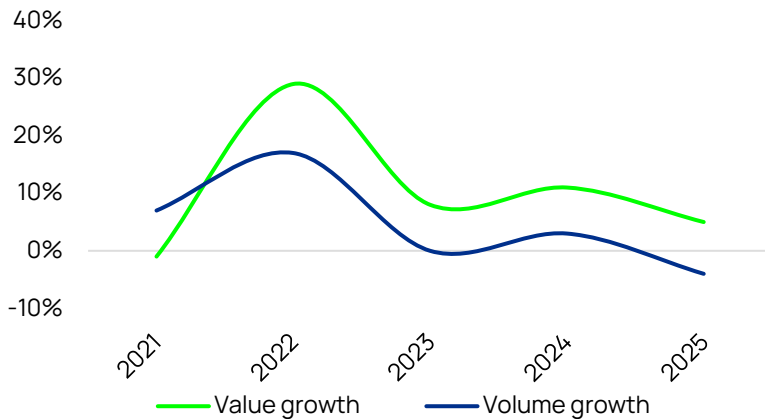
+60% YoY

Doanh thu 4T 2026 của DMX



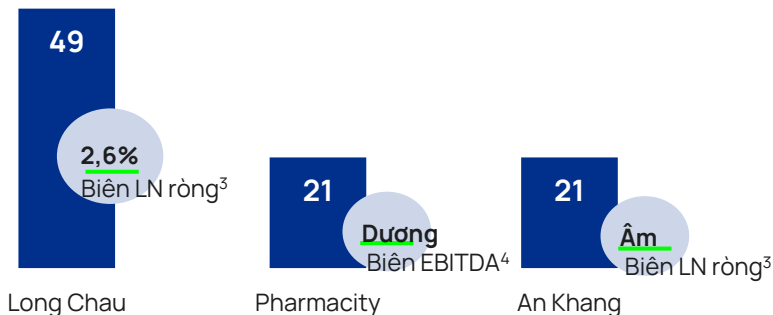
Dược phẩm: Vị thế dẫn đầu của Long Châu trên thị trường bán lẻ dược phẩm đang chuyển hóa thành sự cải thiện về biên lợi nhuận

Thị trường dược phẩm VN tăng trưởng với CAGR đạt 8%¹ (2021-25), với TT giá trị liên tục vượt TT sản lượng, minh chứng cho xu hướng chuyển biến thuận lợi trong cơ cấu sản phẩm và giá cả

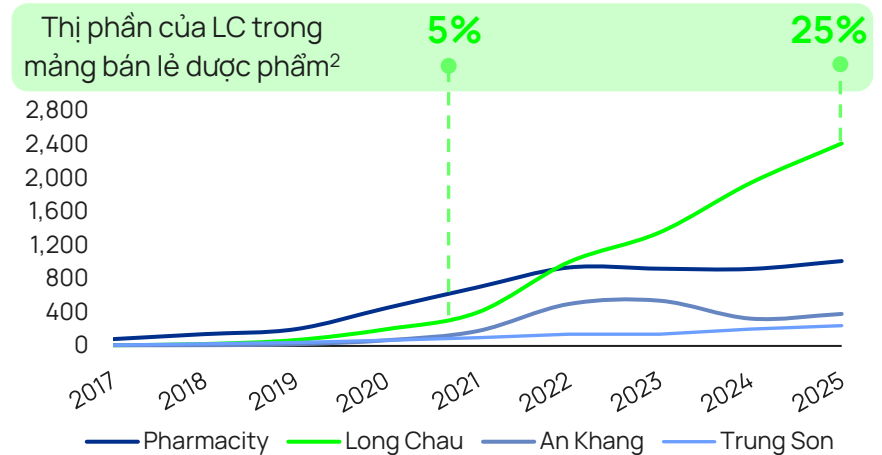


Long Châu ghi nhận mức doanh thu/cửa hàng dẫn đầu ngành

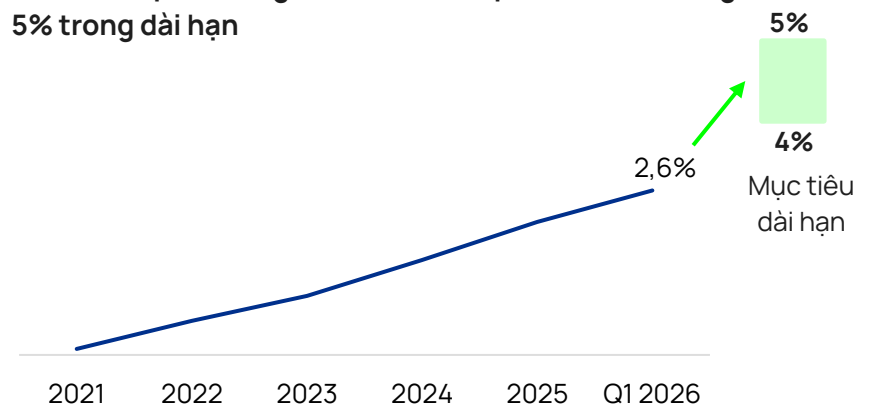
■ TTM monthly sales/store* (USD thousand)



Long Châu đang dẫn đầu cuộc đua hợp nhất thị trường, nhờ lợi thế vượt trội về mở rộng mạng lưới cửa hàng và SSSG



Long Châu nhanh chóng cải thiện lợi nhuận kể từ khi hòa vốn năm 2021, với định hướng của ban lãnh đạo về biên LN ròng ở mức 4%-5% trong dài hạn

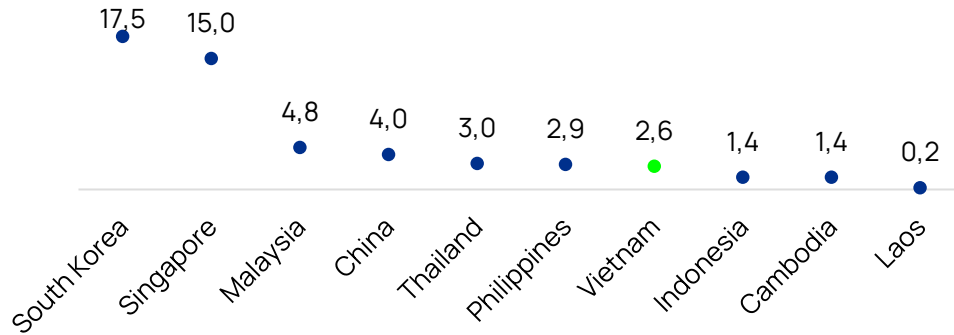


Tiêm chủng: Thị trường còn nhiều dư địa, các chính sách hỗ trợ giúp đẩy nhanh tốc độ mở rộng các chuỗi tư nhân

Thu nhập và nhận thức về chăm sóc sức khỏe ngày càng cao thúc đẩy nhu cầu tiêm chủng

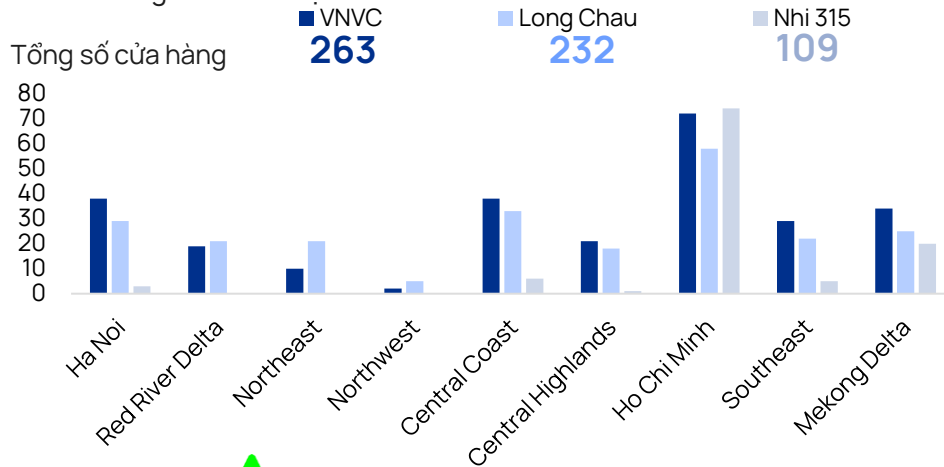
Quy mô thị trường¹ **0,8 tỷ USD**

Chi tiêu vắc-xin bình quân đầu người (USD)¹

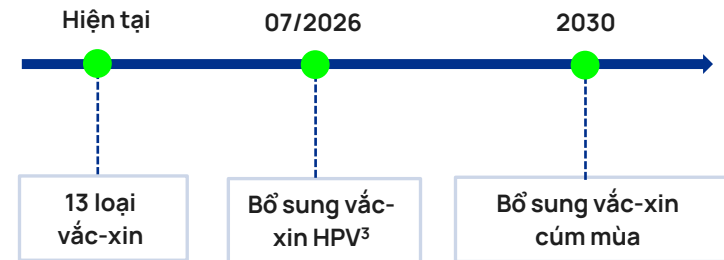


VNVC hiện là chuỗi mạng lưới rộng nhất; Long Châu nhanh chóng thu hẹp khoảng cách nhờ tận dụng mạng lưới nhà thuốc sẵn có

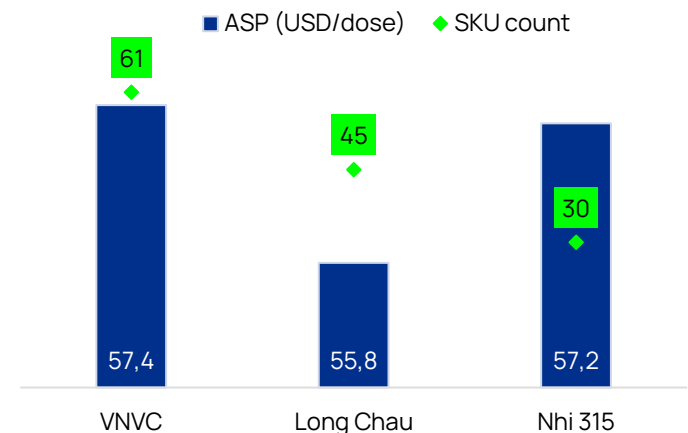
SL cửa hàng theo khu vực



Các chính sách hỗ trợ thuận lợi giúp nâng cao nhận thức về chăm sóc sức khỏe dự phòng
Lộ trình mở rộng độ bao phủ vắc-xin thuộc Chương trình Tiêm chủng Mở rộng (EPI²)



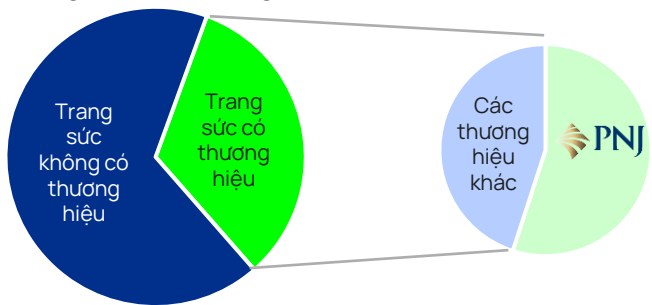
Chuỗi tiêm chủng tư nhân cung cấp danh mục vắc-xin đa dạng hơn so với EPI; Long Châu có mức giá cạnh tranh nhất⁴



Nguồn: Công bố của công ty, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: ¹Dữ liệu ước tính năm 2025; ²EPI là chương trình nhà nước tài trợ cung cấp vắc-xin miễn phí cho trẻ em và phụ nữ mang thai theo lịch tiêm cố định; ³Vi-rút u nhú ở người; ⁴Giá bán trung bình các loại vắc-xin phổ thông thuộc 15 nhóm vắc-xin được cung cấp bởi cả ba chuỗi.

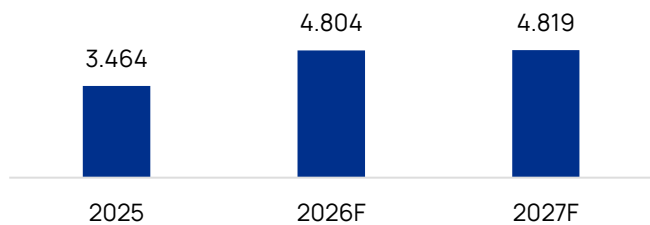
Trang sức: Lợi thế cạnh tranh vượt trội của PNJ trong việc nắm bắt các cơ hội hợp nhất ngành

Trang sức có thương hiệu chiếm 33% thị trường, trong đó PNJ nắm giữ vị thế dẫn đầu¹

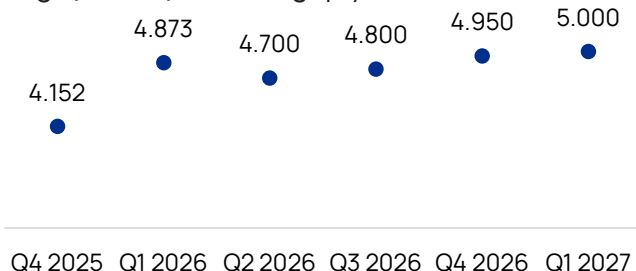


Dự báo đồng thuận Bloomberg nhận định giá vàng tăng 39% YoY 2026 trước khi đi ngang 2027

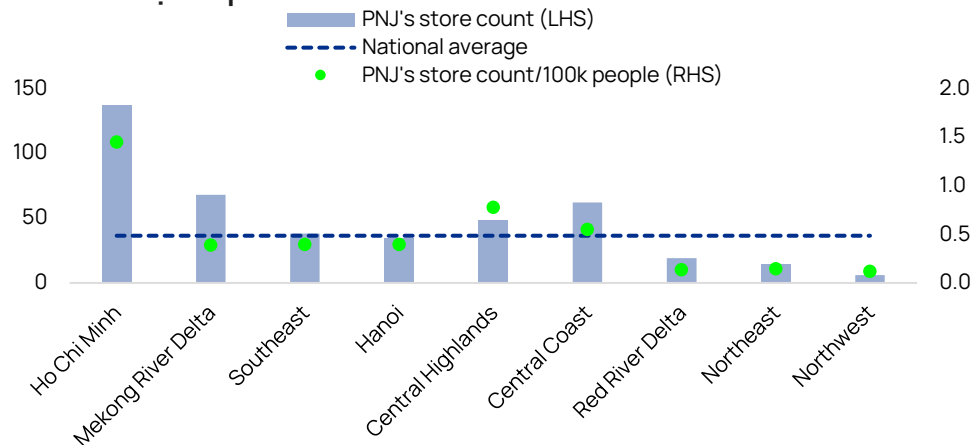
Trung vị của dự báo hàng năm



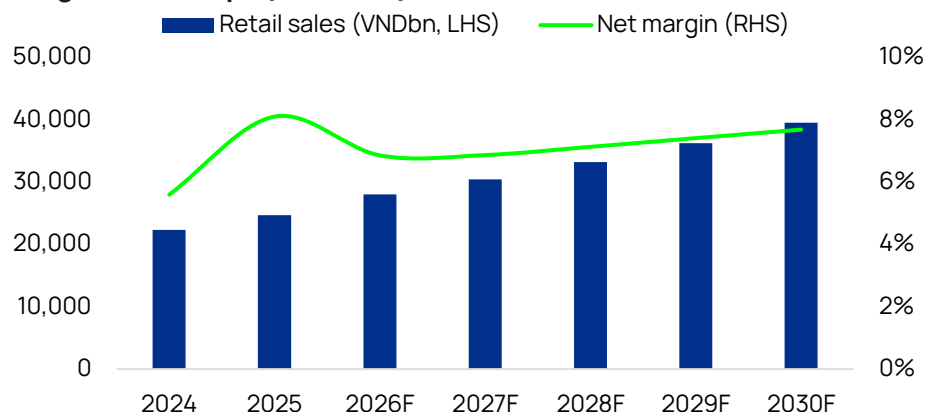
Trung vị của dự báo hàng quý



Dur địa mở rộng mạng lưới cửa hàng còn lớn tại khu vực phía Bắc và các khu vực cấp 2/3²



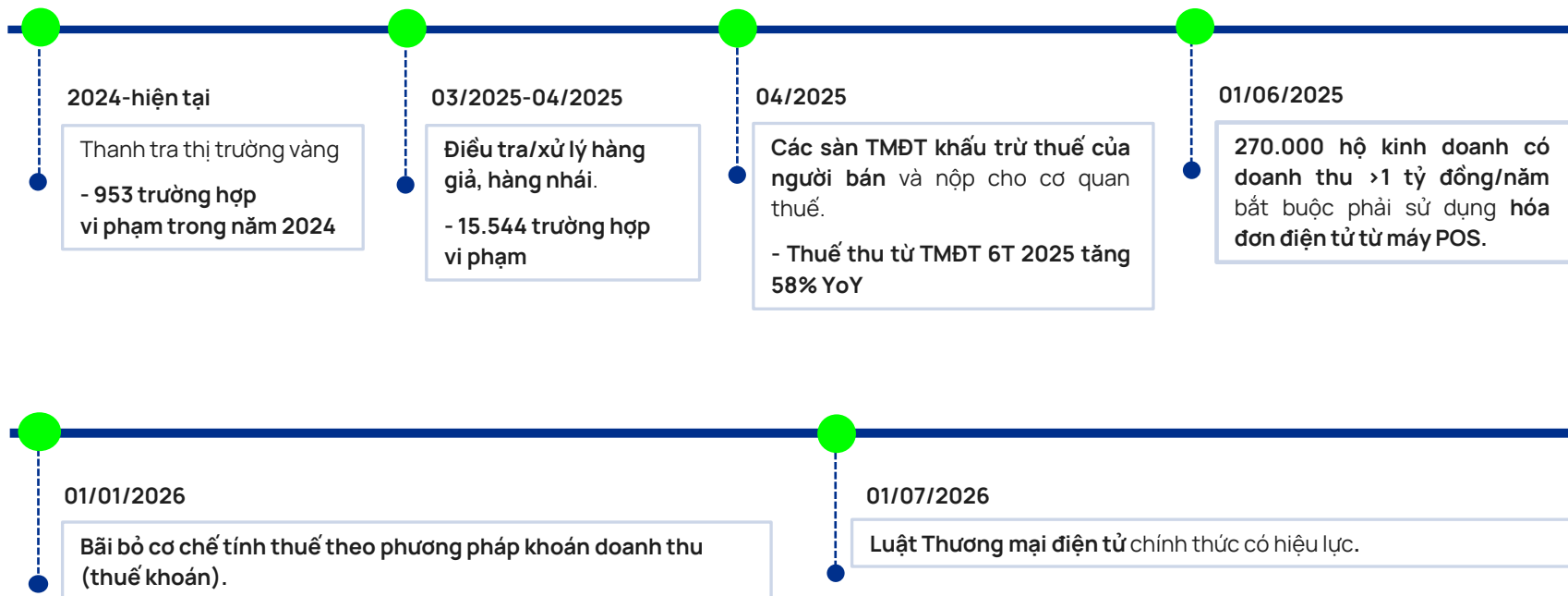
Chúng tôi dự báo CAGR LNST-CĐTĐ đạt 13% trong giai đoạn 2025-30, được thúc đẩy bởi CAGR doanh thu bán lẻ 10% và khả năng sinh lời tiếp tục cải thiện



Xu hướng và triển vọng chính của ngành

Kênh bán lẻ hiện đại tiếp tục hưởng lợi từ việc siết chặt quản lý khu vực kinh tế phi chính thức

Siết chặt quản lý thuế, hàng lậu & hàng giả, cùng TMĐT giúp tạo ra môi trường cạnh tranh bình đẳng cho các nhà bán lẻ hiện đại



Hộ kinh doanh sẽ kê khai doanh thu cao hơn để phù hợp với số liệu thực tế, sau đó chịu ảnh hưởng bởi các quy định về hóa đơn điện tử, kế toán và thuế

Biểu thuế TNCN được phê duyệt cho hộ kinh doanh từ năm 2026 (sửa đổi vào tháng 5/2026)

Các bậc doanh thu hàng năm	Thuế TNCN (PIT)
0-1 tỷ đồng	Miễn thuế
1-3 tỷ đồng	Nếu có thể xác định chi phí một cách hợp lý Thuế TNCN = (doanh thu - chi phí) x 15%
	Nếu không thể xác định chi phí một cách hợp lý Thuế TNCN = (doanh thu - 1 tỷ đồng) x thuế suất PIT * Thuế suất PIT dựa trên các loại hình kinh doanh: <ul style="list-style-type: none"> • Phân phối, cung cấp hàng hóa (bán sỉ & bán lẻ): 0.5% • Dịch vụ, xây dựng không bao gồm nguyên vật liệu: 2% • Sản xuất, vận tải; dịch vụ gắn với hàng hóa; xây dựng có bao gồm nguyên vật liệu: 1.5% • Dịch vụ số (giải trí, quảng cáo): 5% • Khác: 1%
3-50 tỷ đồng	Thuế TNCN = (doanh thu - chi phí) x 17%
Trên 50 tỷ đồng	Thuế TNCN = (doanh thu - chi phí) x 20%

(1) Việc kê khai hiện đã minh bạch hơn:

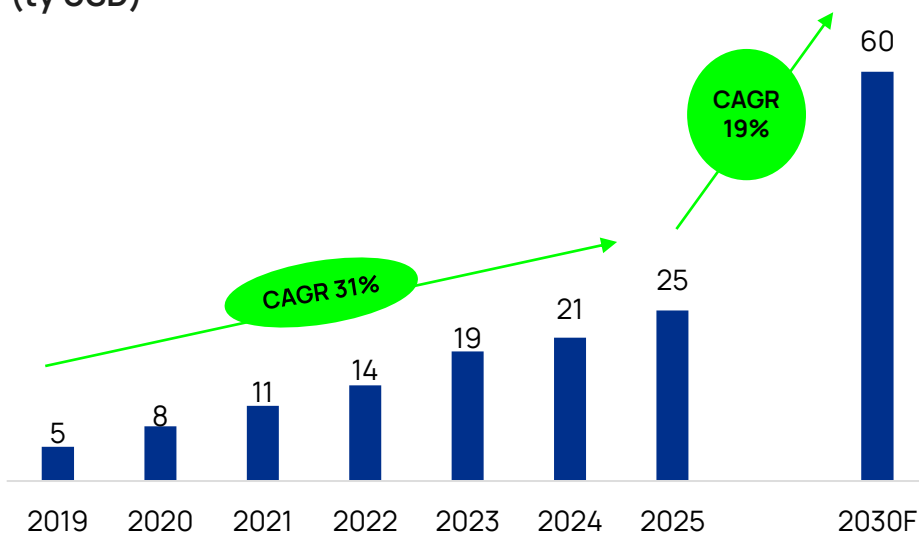
- Hóa đơn bán sỉ phản ánh một phần doanh thu của nhà bán lẻ.
- Mức xử phạt nặng hơn.
- Triển khai hóa đơn điện tử.

(2) Bắt đầu nộp thuế GTGT (VAT), thuế thu nhập và sử dụng hóa đơn điện tử.

(3) Bắt đầu thực hiện hạch toán lợi nhuận.

Thương mại điện tử: Mức độ tuân thủ cao hơn & cạnh tranh bình đẳng, tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng với kênh thương mại hiện đại truyền thống

Tổng giá trị hàng hóa giao dịch của ngành TMĐT Việt Nam (tỷ USD)



Năm 2025: Người bán đối mặt với phí cao và quy định thắt chặt hơn

- Số lượng cửa hàng hoạt động: -7%
- Sàn TMĐT phải khấu trừ thuế của người bán
- Bỏ miễn thuế nhập khẩu với đơn hàng < 1 triệu đồng
- Shopee : phí cố định +1-2 điểm %, phí DV Voucher Xtra +1-1,5 điểm %.
- TikTok Shop : phí nền tảng tăng gấp 3 lần, áp dụng thêm phí xử lý đơn hàng mới ở mức 3.000 đồng.

Luật Thương mại điện tử (có hiệu lực tháng 7/2026)



Cạnh tranh công bằng

- Không độc quyền đơn vị thanh toán hoặc vận chuyển;
- Không thao túng hiển thị sản phẩm hoặc lượt đánh giá.



Bảo vệ người tiêu dùng & người bán

- Cơ chế xử lý khiếu nại rõ ràng;
- Minh bạch thông tin sản phẩm và điều khoản giao dịch;



Giao dịch xuyên biên giới

- Người bán nước ngoài phải đăng ký kinh doanh, có đại diện tại Việt Nam;
- Sàn TMĐT đảm bảo tuân thủ thuế, hải quan và an toàn.

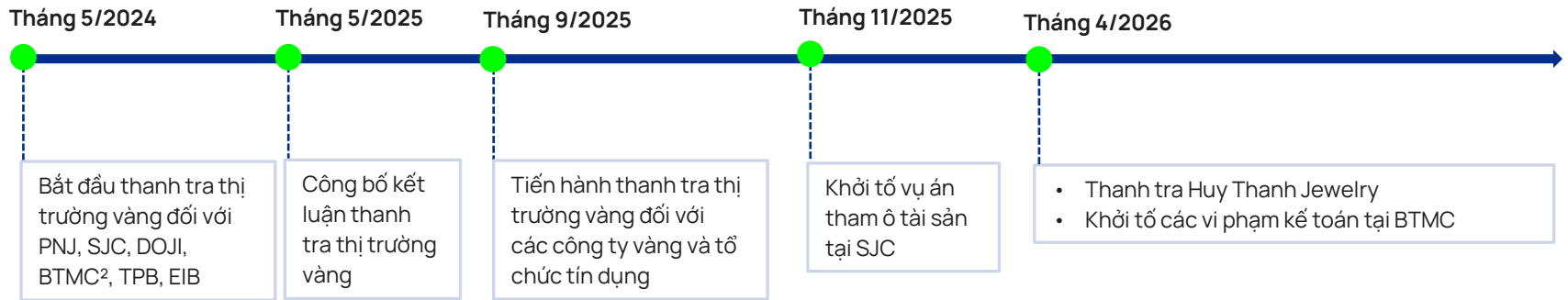


Khung trách nhiệm rõ ràng & cơ chế phản hồi

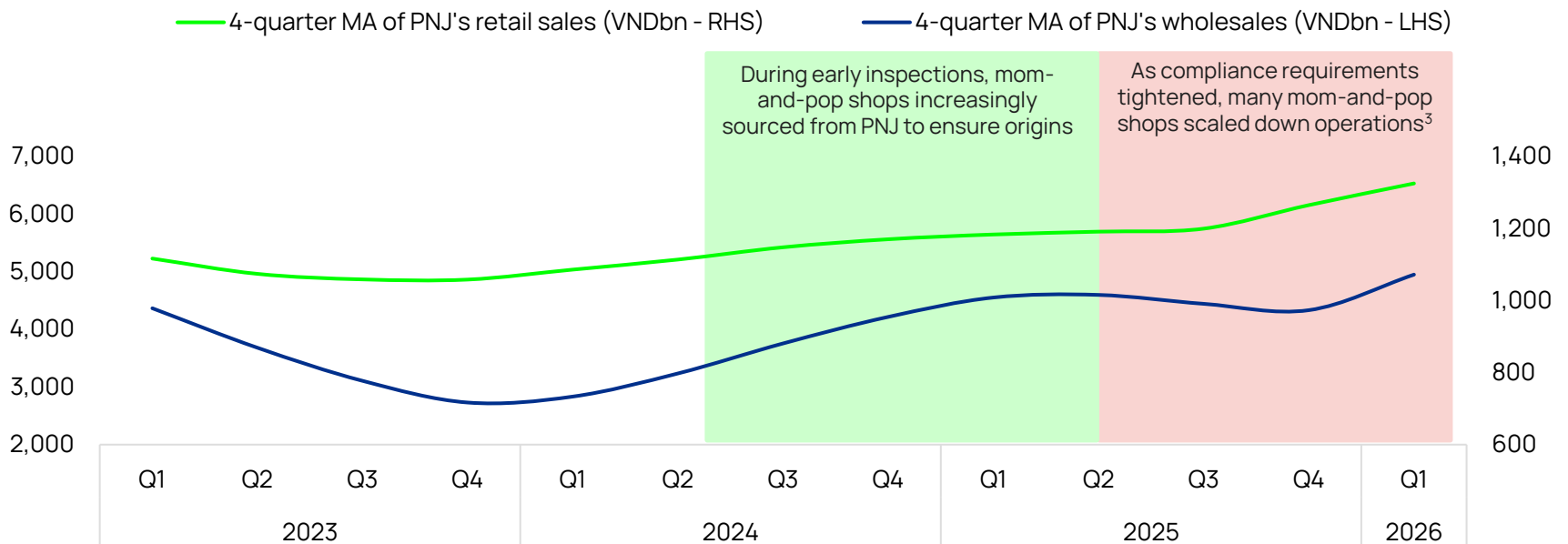
Thúc đẩy hàng nội địa và hiện đại hóa thị trường

Thị trường vàng: Dịch chuyển cơ cấu theo hướng minh bạch, tạo lợi thế cho các doanh nghiệp lớn có uy tín và tuân thủ pháp luật

Hoạt động thanh tra thị trường vàng tiếp diễn đến tháng 4/2026, tập trung vào các chuỗi nhỏ và cửa hàng truyền thống nhỏ lẻ¹



Doanh thu bán lẻ của PNJ vượt trội so với bán sỉ (đại diện cho nhóm cửa hàng truyền thống nhỏ lẻ)



Nguồn: Truyền thông trong nước, các cơ quan Chính phủ, PNJ, Vietcap. (¹Các sự kiện chính đã được nêu bật, trong khi các đợt thanh tra quy mô nhỏ đối với các tiệm vàng truyền thống đã được tiến hành trên diện rộng kể từ năm 2024; ²Bảo Tín Minh Châu; ³Mặc dù TT doanh thu bán sỉ vượt bán lẻ trong quý 1/2026, điều này chủ yếu do giá vàng tăng, trong khi nhu cầu cốt lõi vẫn còn yếu)

Xu hướng và triển vọng chính của ngành

Viễn thông & Công nghệ: Các sáng kiến do Nhà nước dẫn dắt sẽ thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng tiếp theo của ngành viễn thông; giảm phát AI vẫn là áp lực ngắn hạn đối với mảng dịch vụ CNTT

Viễn thông: Các sáng kiến do Nhà nước dẫn dắt thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng mới

Các diễn biến gần đây đang tái định hình ngành viễn thông



Môi trường pháp lý ngày càng mang tính hỗ trợ, giúp củng cố dịch vụ viễn thông hiện tại và mở ra cơ hội mới

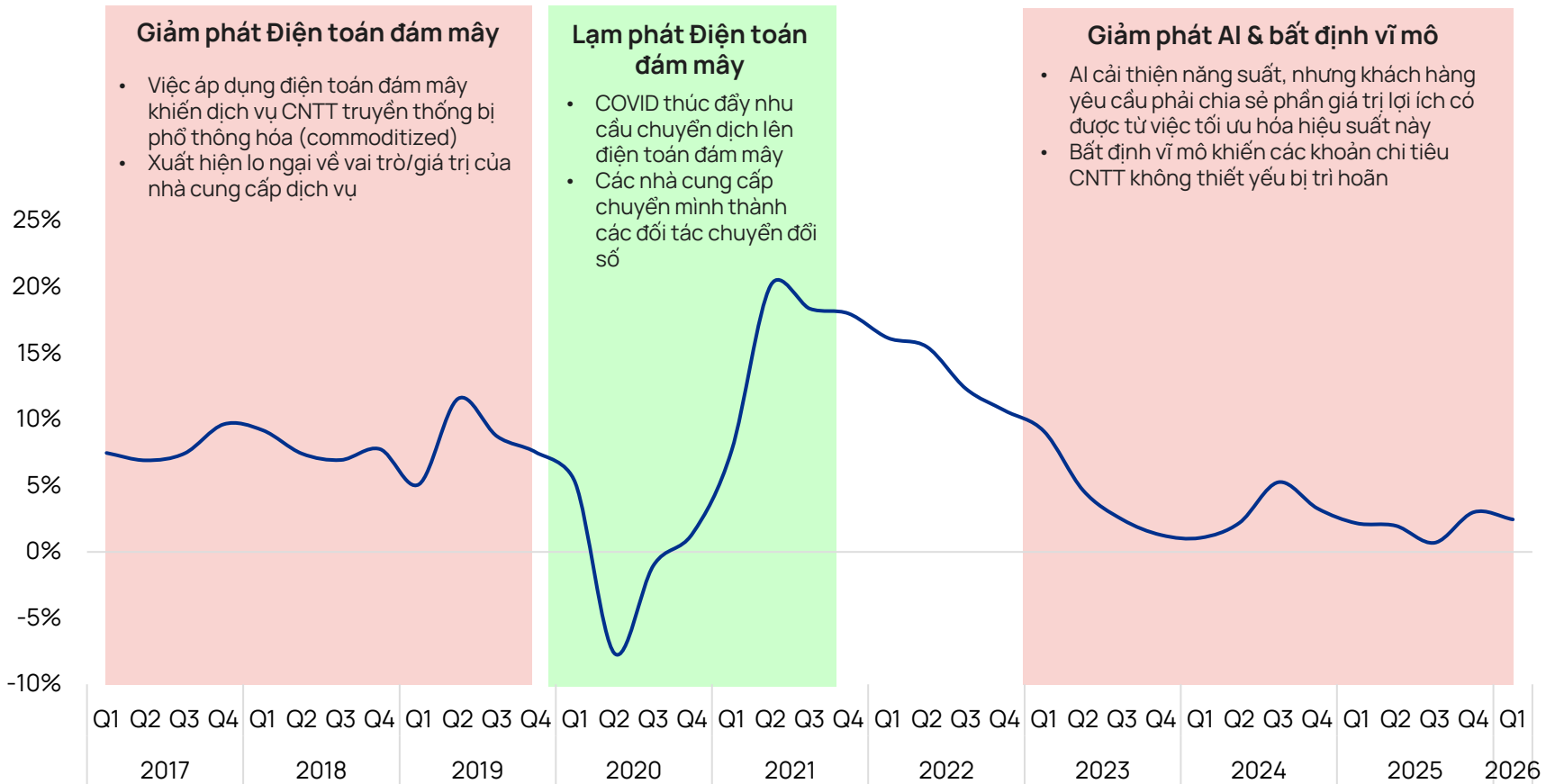
<p>Thắt chặt thực thi quy định về IP³ bao gồm xử lý vi phạm bản quyền số (phim, nhạc, show truyền hình, game) (từ 07-30/05/2026)</p>	<p>Chiến lược phát triển ngành văn hóa đặt mục tiêu tăng trưởng giá trị ngành đạt 10%/năm đến năm 2030 (ban hành vào tháng 11/2025)</p>	<p>Dự thảo nghị định thí điểm cá cược (đua ngựa/đua chó & bóng đá quốc tế) (công bố vào tháng 01/2026)</p>
--	--	---

Sáng kiến do Nhà nước dẫn dắt có thể sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp có vị thế tốt trong ngành

<p>FOX & GTel Camera an ninh</p>	<p>FOX Chip AI được sử dụng trong các loại camera dân dụng & an ninh</p>
<p>Hệ thống báo cháy tự động Khoảng 10.000 thiết bị được lắp đặt trên toàn quốc bởi GTel</p>	<p>Tích hợp xác thực điện tử Tích hợp định danh điện tử VNeID vào nền tảng của FOX (Hi FPT, FangTV, và FPT Life) (thông qua hợp tác giữa FOX và Trung tâm RAR⁴ thuộc MoPS)</p>

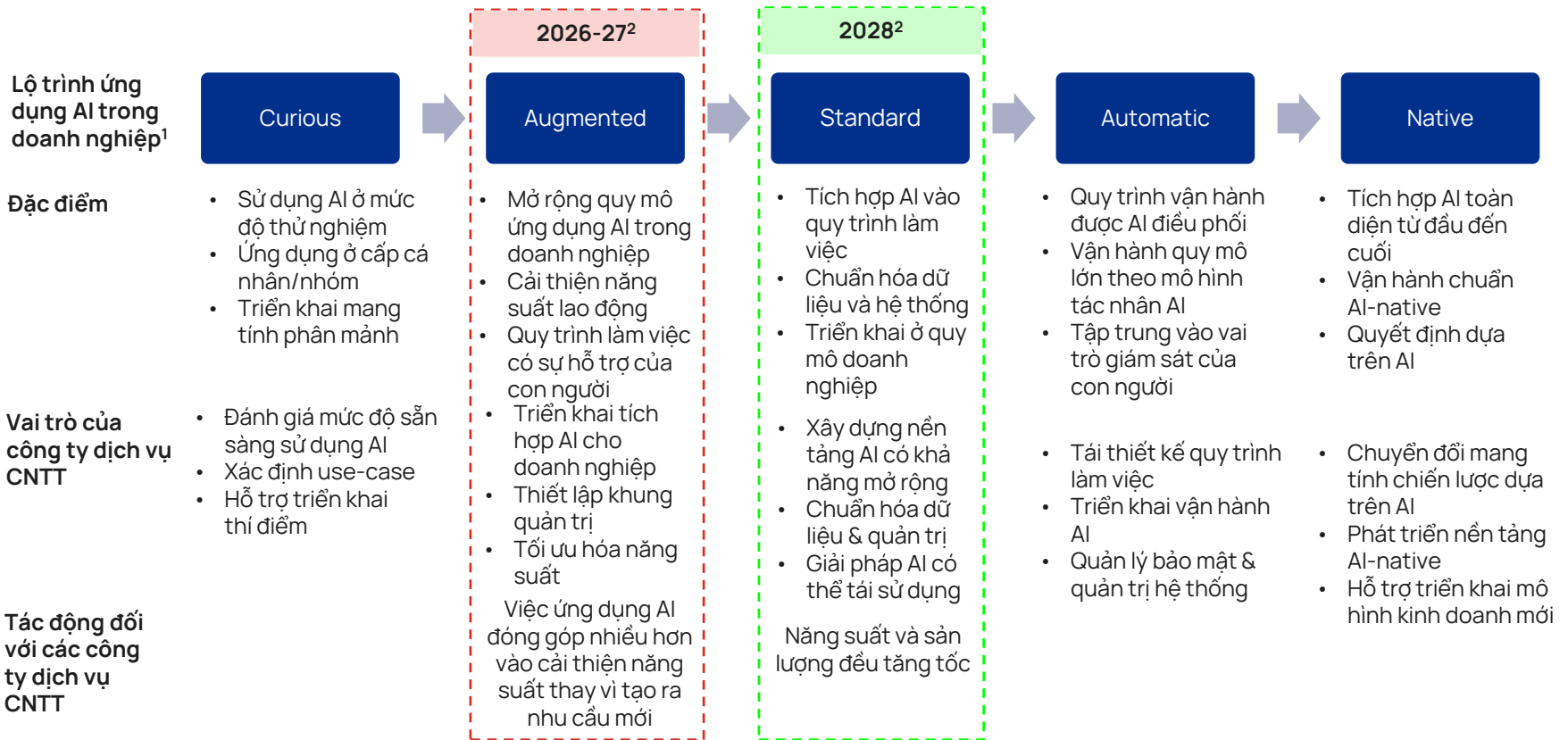
Công nghệ: Giảm phát AI tiếp tục là yếu tố gây áp lực trong ngắn hạn trước khi chuyển biến tích cực sang giai đoạn lạm phát AI

Diễn biến tăng trưởng doanh thu YoY của một số công ty dịch vụ CNTT Ấn Độ*



Công nghệ: Việc ứng dụng AI hiện tại chủ yếu giúp cải thiện năng suất hơn là thúc đẩy nhu cầu gia tăng

Chúng tôi kỳ vọng quá trình chuyển dịch từ giai đoạn "augmented" sang "standard" vào năm 2028

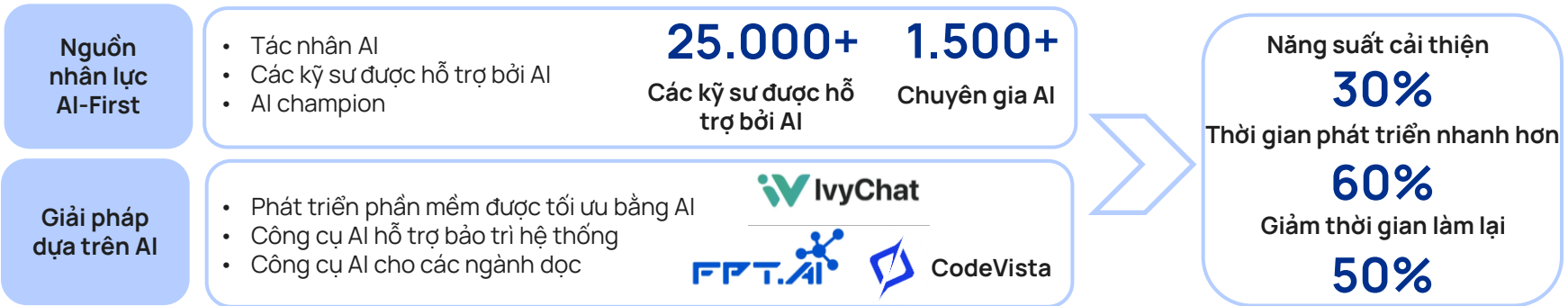


Tín hiệu chuyển dịch: Quy mô hợp đồng tăng, thời hạn hợp đồng dài hơn, tỷ trọng dự án AI tăng và biên lợi nhuận mở rộng

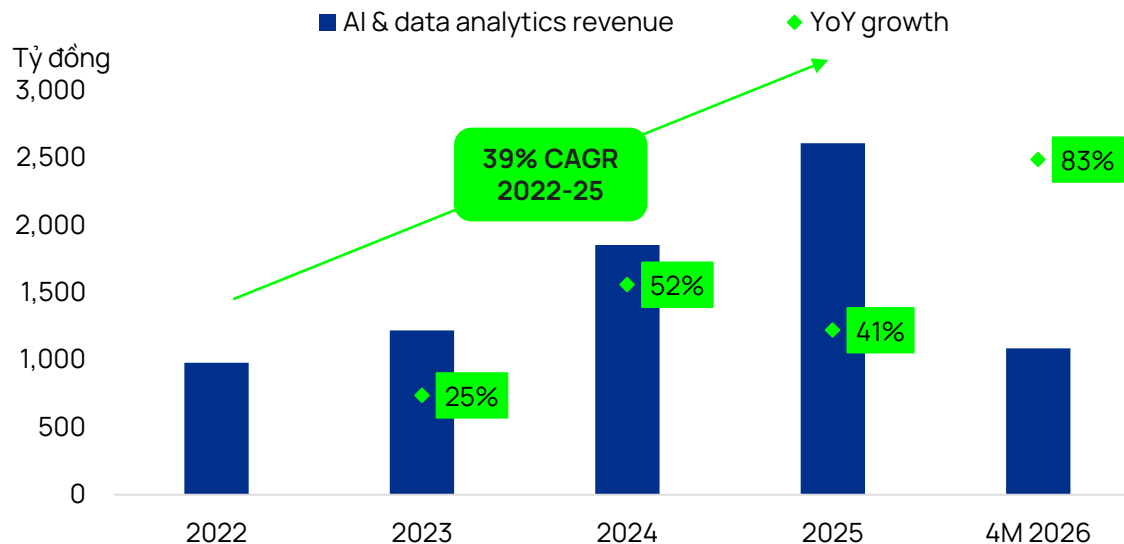
Nguồn: FPT, Vietcap tổng hợp (1)Chúng tôi sử dụng mô hình CASAN để minh họa cho hành trình ứng dụng AI của doanh nghiệp. CASAN là mô hình đánh giá năng lực AI-native gồm 5 cấp độ do FPT phát triển nhằm đánh giá, hướng dẫn và hiện thực hóa quá trình chuyển đổi số/AI tại các doanh nghiệp; (2)Giả định trong kịch bản cơ sở của Vietcap: Chúng tôi dự báo giai đoạn giảm phát do AI hiện tại sẽ kéo dài cho đến cuối năm 2027. Đến năm 2028, các hợp đồng IT truyền thống dài hạn sẽ được gia hạn, trong khi nhu cầu liên quan đến AI sẽ mở rộng quy mô khi tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư (ROI) từ việc ứng dụng AI trở nên rõ ràng hơn và các doanh nghiệp hoàn tất việc hiện đại hóa hệ thống cũ/tái cơ cấu tổ chức.)

Công nghệ: FPT đang chuyển dịch từ nhà cung cấp dịch vụ CNTT sang công ty AI-First

Nền tảng AI FleziPT thúc đẩy quá trình chuyển đổi của FPT (dựa trên dữ liệu từ website FPT Software)



Doanh thu từ mảng AI & phân tích dữ liệu của FPT tăng mạnh với CAGR đạt 39% trong giai đoạn 2022-2025, qua đó nâng tỷ lệ đóng góp vào doanh thu chuyển đổi số (DX) từ 13% lên 16%



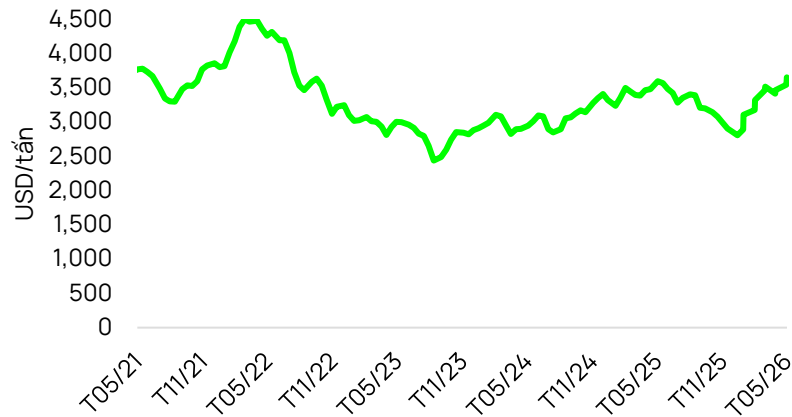
Xu hướng và triển vọng chính của ngành

Các tập đoàn lớn ngành FMCG đang trở lại

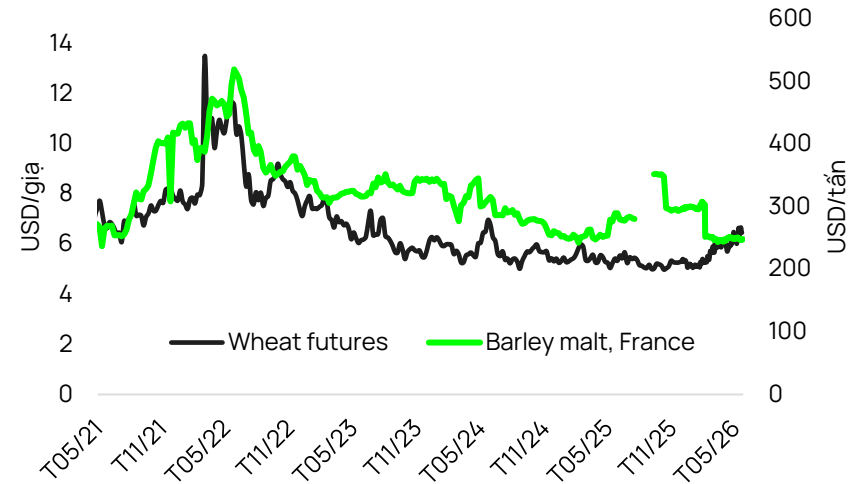
- Tái cấu trúc hoạt động marketing, phân phối và cải tiến sản phẩm
- Tuy nhiên, vẫn đối mặt với những gián đoạn ngắn hạn ở kênh GT

Giá các loại hàng hóa nông sản đang tăng lại

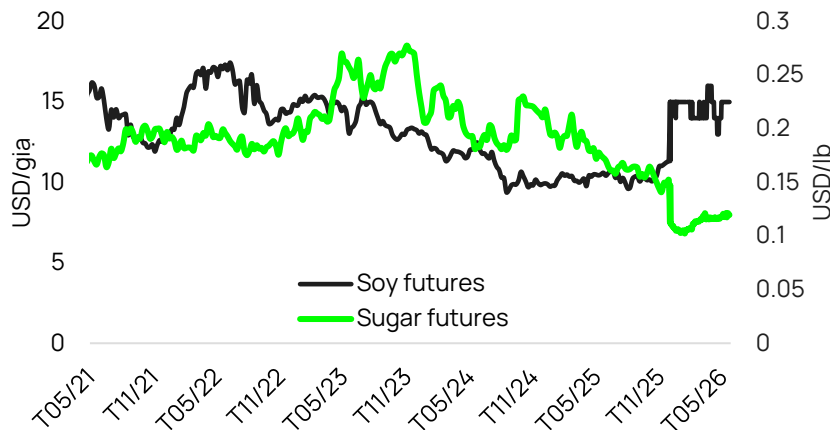
Giá trung bình sữa bột nguyên kem & tách béo



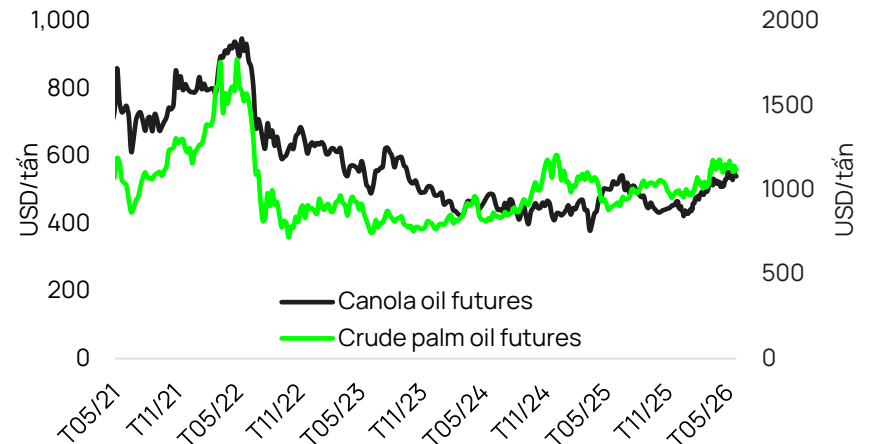
Giá lúa mì & đại mạch



Giá đường & đậu nành

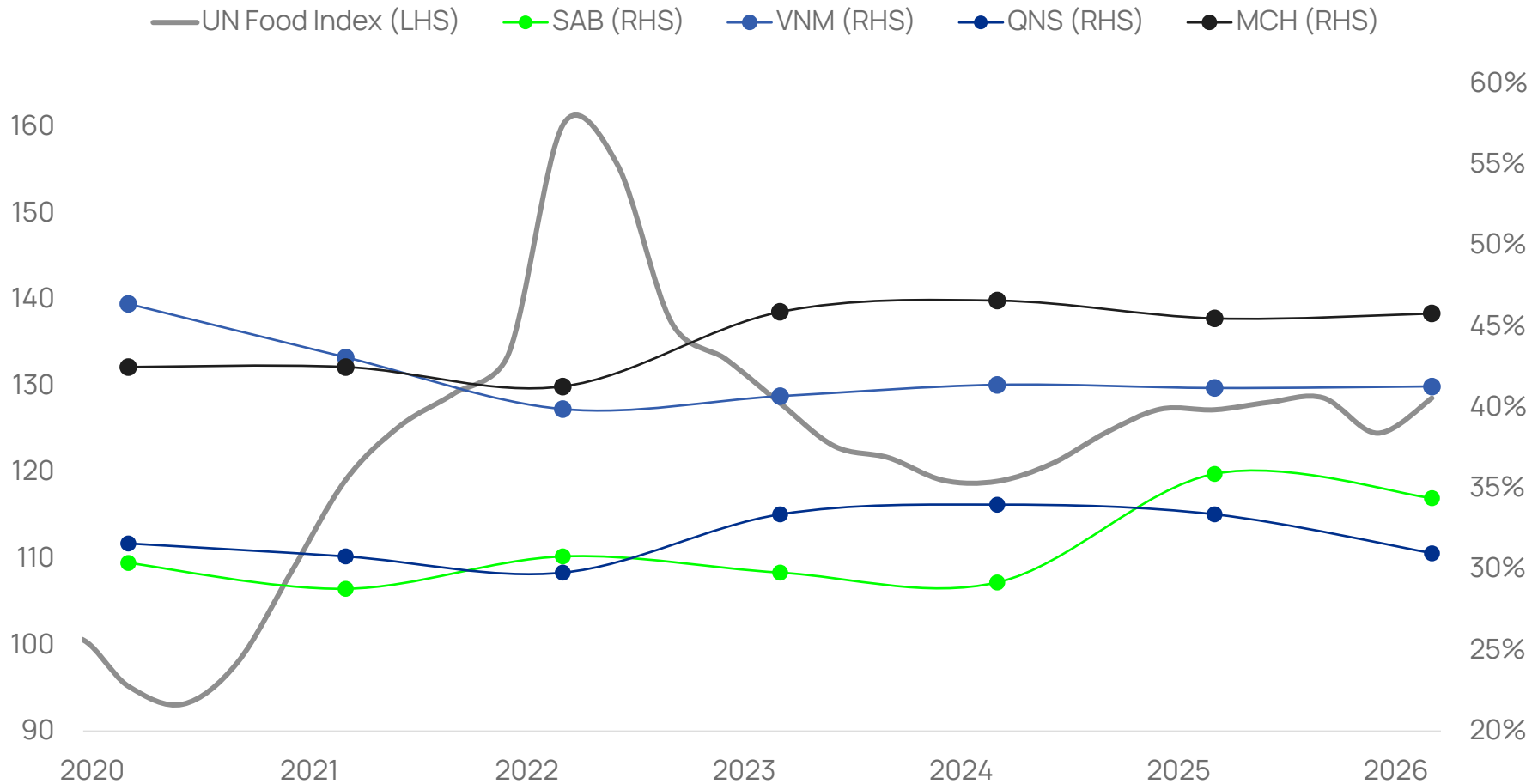


Giá dầu thực vật

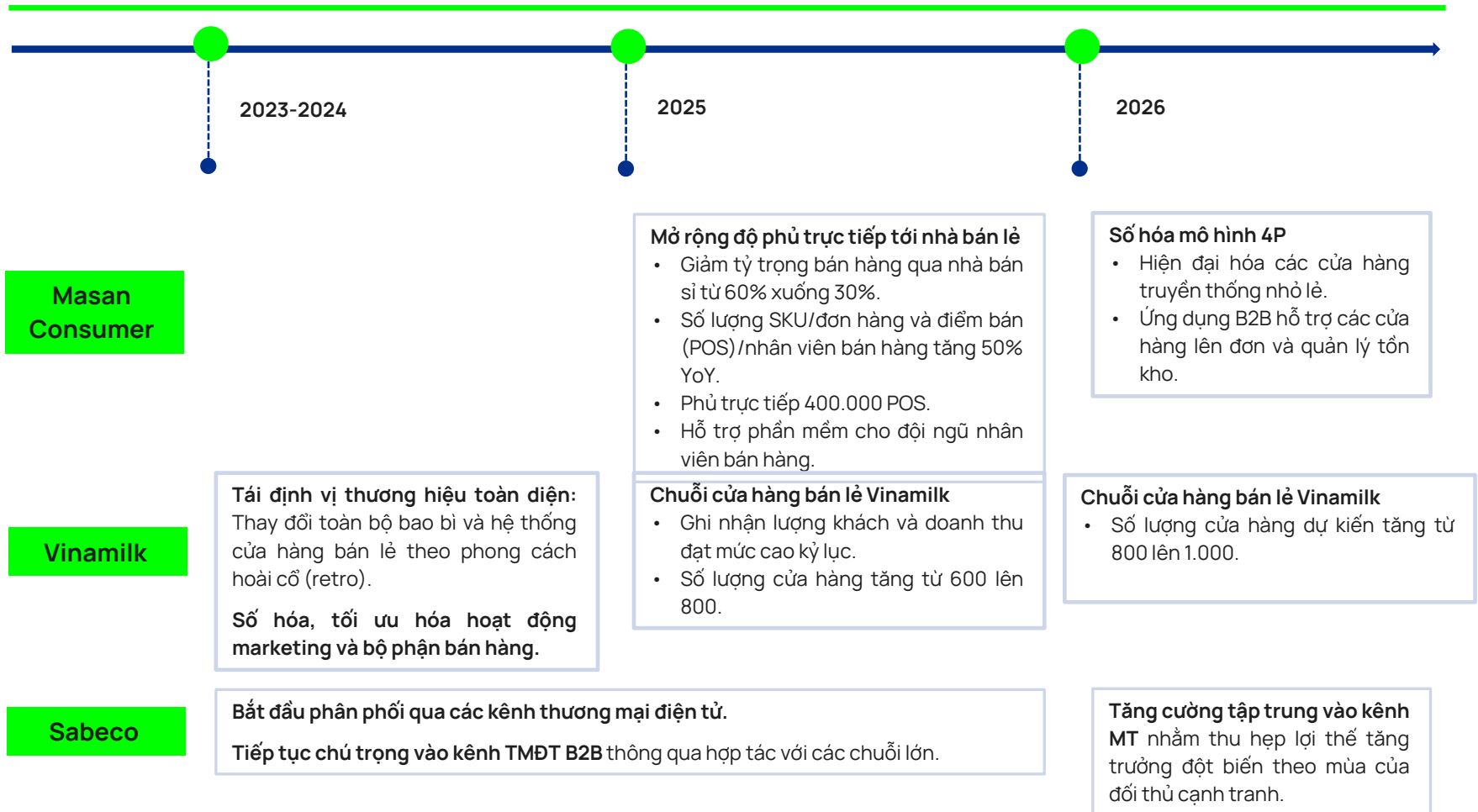


Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của ngành FMCG trong lịch sử vẫn duy trì ổn định nhờ chuyển chi phí đầu vào sang người tiêu dùng

Chỉ số giá hàng hóa nông sản* và biên lợi nhuận gộp ngành FMCG**



Những cải tiến về công nghệ, phân phối và marketing mở đường cho lợi thế cạnh tranh bền vững hơn và tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ



Hoạt động ra mắt sản phẩm và tái định vị thương hiệu đang tăng tốc



2023-2024

Masan Consumer

- Tiên phong trong các dòng gia vị, thực phẩm & đồ uống (F&B) cao cấp và hương vị mới
- Nước giặt Chante 8 trong 1 giúp thị phần tăng từ 5,5% lên 6,4%

2025

- 22 sản phẩm mới* (chủ yếu từ Quý 4/2025) trong tất cả các danh mục, bao gồm các món ăn chế biến sẵn mới lạ và gia vị cao cấp

Đường Quảng Ngãi

- Ra mắt sữa chua uống thực vật Veyo
- Đa dạng hóa hương vị trong các sản phẩm sữa đậu nành chủ lực.
- Ra mắt và tái định vị thương hiệu nhiều danh mục sản phẩm, tiên phong về hương vị.

Vinamilk

- Tái định vị tất cả các danh mục, tiên phong về hương vị và các thị trường ngách
- Trở thành doanh nghiệp dẫn đầu thị trường sữa thực vật.

- 90 SKU được ra mắt và tái tung trong 9T
- Dòng sữa cao cấp Green Farm.
- Đóng góp doanh thu từ sản phẩm mới đạt mức cao kỷ lục.

Ra mắt sản phẩm trong các danh mục tăng trưởng cao: sữa người lớn, cao đậm và các sản phẩm chú trọng sức khỏe.

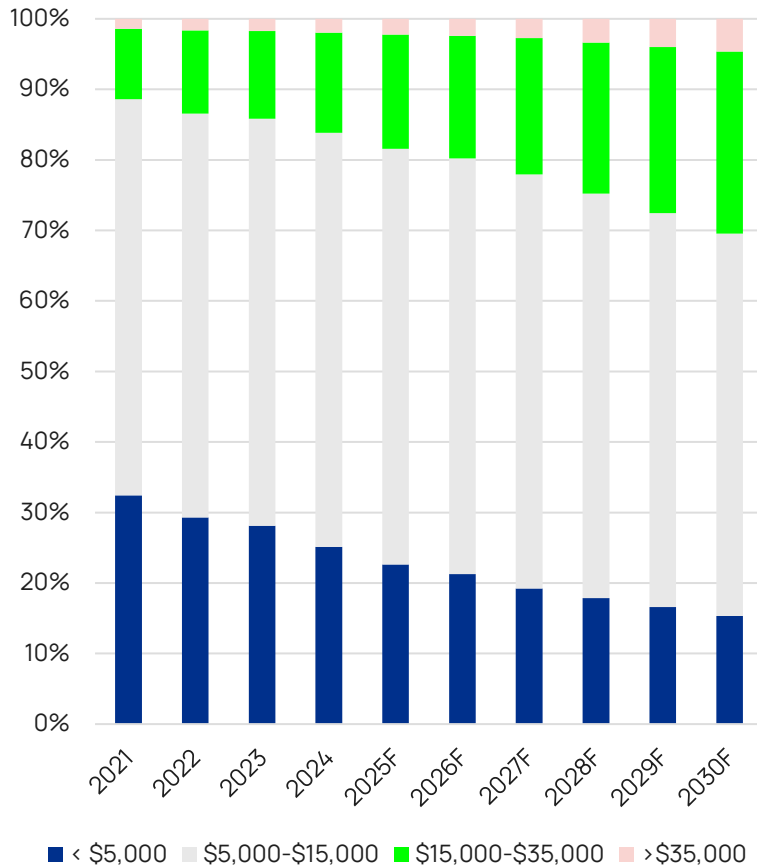
Sabeco

Tiếp tục thâm nhập phân khúc cận cao cấp với việc ra mắt Saigon Export Premium và 333 Pilsner

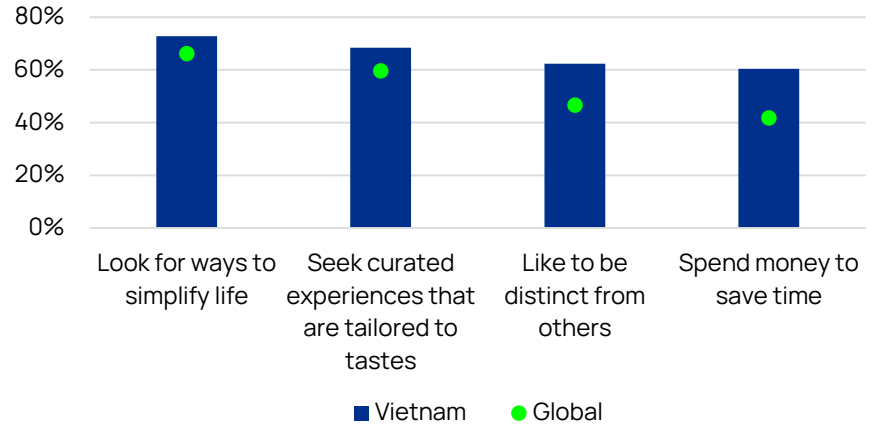
- Ra mắt phiên bản lon 250ml của Saigon Chill, với kế hoạch mở rộng quy cách này sang các thương hiệu khác nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm và thúc đẩy cao cấp hóa.
- Các sản phẩm cao cấp đang ngày càng thu hút được sự quan tâm.

Xu hướng cao cấp hóa tiếp tục diễn ra khi người tiêu dùng chuyển dịch từ phân khúc bình dân sang trung cấp, và từ cao cấp sang siêu cao cấp

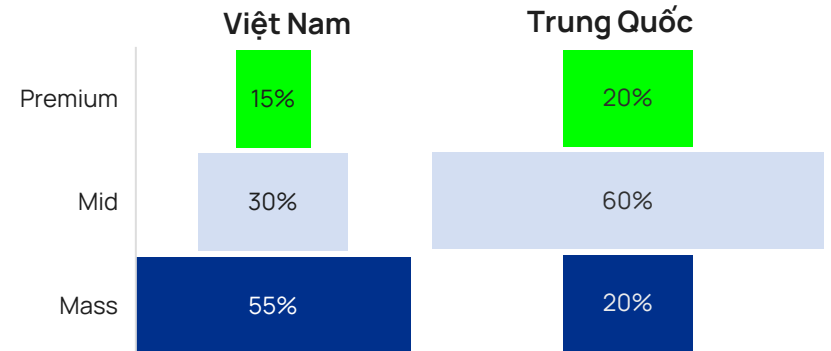
Tỷ trọng hộ gia đình thu nhập cao dự kiến tăng



Điều gì thúc đẩy thị hiếu người tiêu dùng đối với các sản phẩm cao cấp?*



Cao cấp hóa: Phân khúc giá thị trường FMCG**



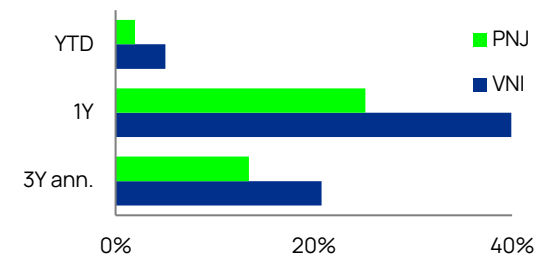
Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong ngành tiêu dùng

Cổ phiếu	Nhận định
MSN	<p>Hệ sinh thái tiêu dùng mạnh mẽ tập trung vào các nhu cầu thiết yếu hàng ngày của người tiêu dùng.</p> <ul style="list-style-type: none">Chuỗi bán lẻ bách hóa (WCM) đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh trong bối cảnh các quy định hỗ trợ.Doanh nghiệp đầu ngành FMCG đang phục hồi sau những gián đoạn ở kênh thương mại truyền thống (GT).Các mảng kinh doanh chính khác cũng đã có lãi.Định giá đang ở mức chiết khấu so với phương pháp tổng giá trị thành phần.
MWG	<p>Doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trong ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam, thị trường đang trải qua quá trình tăng trưởng dài hạn nhanh chóng của lĩnh vực bách hóa hiện đại.</p> <ul style="list-style-type: none">Chuỗi bán lẻ bách hóa (BHX) đã đạt lợi nhuận và đang mở rộng nhanh chóng trong bối cảnh các quy định hỗ trợ.Chuỗi điện máy thống lĩnh thị trường đang mở rộng thị phần và doanh thu dịch vụ.
FRT	<p>Câu chuyện tăng trưởng dài hạn được dẫn dắt bởi chuỗi nhà thuốc dẫn đầu thị trường của Long Châu cùng với việc mở rộng dịch vụ tiêm chủng.</p> <ul style="list-style-type: none">Chuỗi nhà thuốc hiện đại dẫn đầu, hưởng lợi từ mức độ thâm nhập còn thấp và tiềm năng hợp nhất thị trường.Dịch vụ tiêm chủng dự kiến bước vào giai đoạn đóng góp lợi nhuận tích cực từ năm 2027, trong bối cảnh nhận thức về chăm sóc sức khỏe dự phòng ngày càng nâng cao.FPT Shop dự kiến duy trì hiệu quả hoạt động có lợi nhuận cùng với mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn.
PNJ	<p>Nhà bán lẻ trang sức có thương hiệu hàng đầu, hưởng lợi từ quá trình chính thức hóa ngành và nhu cầu trang sức thời trang gia tăng.</p> <ul style="list-style-type: none">Thu nhập khả dụng tăng cùng với xu hướng dịch chuyển từ trang sức không thương hiệu sang trang sức có thương hiệu là động lực thúc đẩy nhu cầu dài hạn.Tiềm năng gia tăng thị phần, được hỗ trợ bởi quá trình chính thức hóa thị trường vàng đang diễn ra.Mở rộng mạng lưới cửa hàng ở mức độ vừa phải tại các đô thị cấp 2/3 và khu vực miền Bắc, nơi mức độ thâm nhập còn thấp.

PNJ – Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trang sức thời trang Việt Nam

Khuyến nghị ¹	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	65.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	34.976	52.040	55.625	59.654
Giá mục tiêu ¹	88.900 VND	%YoY	-8%	49%	7%	7%
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	2.828	3.562	3.813	4.247
TL tăng	+36,1%	% YoY	34%	26%	7%	11%
Lợi suất cổ tức	3,1%	EPS	33%	26%	7%	10%
Tổng mức sinh lời	+39,2%	Biên LN gộp	22,0%	18,2%	17,9%	18,2%
		Biên LN từ HĐKD	10,1%	8,8%	8,5%	8,7%
Ngành	Trang sức	Biên LN ròng	8,1%	6,8%	6,9%	7,1%
GT vốn hóa	33,3 tỷ đồng	DTTD/doanh thu	0,8%	6,1%	5,6%	6,1%
Room KN	368,2 tỷ đồng	P/E	12,7x	10,1x	9,4x	8,5x
GTGD/ngày (30n)	81,5 tỷ đồng	P/B	2,5x	2,1x	1,8x	1,6x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	23,1%	24,7%	22,5%	21,5%
SL cổ phiếu lưu hành	511,7 tr	Nợ vay ròng/VCSH	12,8%	-3,3%	-14,5%	-25,2%
Pha loãng	511,7 tr					



Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 431 cửa hàng tính đến cuối năm 2025.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của PNJ, với dự báo CAGR doanh thu bán lẻ giai đoạn 2025–30 đạt 10% và CAGR LNST-CĐTĐS đạt 13%. Triển vọng này được hỗ trợ bởi (1) nhu cầu ngày càng tăng đối với trang sức thời trang, nhờ xu hướng dịch chuyển liên tục từ trang sức không thương hiệu sang trang sức có thương hiệu và thu nhập khả dụng cải thiện; (2) tiềm năng gia tăng thị phần, được hỗ trợ bởi quá trình chính thức hóa ngành; và (3) vị thế cạnh tranh vững chắc của PNJ.

Tiềm năng gia tăng thị phần được hỗ trợ bởi quá trình chính thức hóa thị trường vàng đang diễn ra. Kể từ quý 2/2024, một số yếu tố bất lợi về mặt pháp lý đã gây áp lực lên các nhà bán lẻ trang sức, bao gồm các đợt thanh tra thị trường vàng cũng như các yêu cầu tuân thủ chặt chẽ hơn liên quan đến thuế và hóa đơn điện tử đối với hộ kinh doanh gia đình. Chúng tôi cho rằng những biện pháp này sẽ tiếp tục thúc đẩy quá trình chính thức hóa ngành, từ đó củng cố vị thế dẫn đầu của PNJ và hỗ trợ gia tăng thị phần trong thời gian tới.

Mở rộng cửa hàng ở mức độ vừa phải nhằm khai thác dư địa tăng trưởng tại các khu vực còn thâm nhập thấp. Chúng tôi dự báo PNJ sẽ mở rộng 15 cửa hàng mỗi năm trong thời gian tới, chủ yếu tại khu vực miền Bắc và các đô thị cấp 2 và cấp 3, nơi mật độ cửa hàng của công ty hiện vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trung bình toàn quốc.

PNJ hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026/27 lần lượt là 10,1 lần/9,4 lần. Chúng tôi đánh giá đây là mức định giá hấp dẫn so với mức P/E trượt 12 tháng trung bình 5 năm là 15,2 lần.

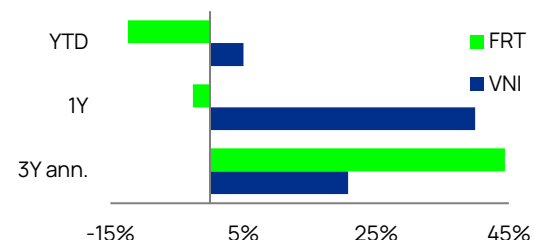
Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro: Nhu cầu mạnh hơn/yếu hơn; tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn/chậm hơn.

FRT – Vị thế thống trị lĩnh vực chăm sóc sức khỏe dẫn dắt tăng trưởng dài hạn

Khuyến nghị ¹	MUA		2025F	2026F ²	2027F ²	2028F ²
Giá cổ phiếu (27/05)	131.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	51.083	60.574	69.414	76.350
Giá mục tiêu ¹	178.800 VND	%YoY	27%	19%	15%	10%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	795	1.129	1.654	2.122
		% YoY	150%	42%	46%	28%
TL tăng	+36,5%	EPS	118%	42%	46%	28%
Lợi suất cổ tức	0,8%	Biên LN gộp	19,6%	20,3%	20,8%	21,2%
Tổng mức sinh lời	+37,3%	Biên EBITDA	3,4%	3,5%	3,9%	4,3%
		Biên LN từ HĐKD	2,6%	3,3%	4,0%	4,7%
Ngành	Bán lẻ	Biên LN ròng	1,6%	1,9%	2,4%	2,8%
GT vốn hóa	22,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	15,8x	12,0x	9,3x	7,7x
Room KN	3,6 nghìn tỷ đồng	P/E	28,1x	19,8x	13,5x	10,5x
GTGD/ngày (30n)	79,8 tỷ đồng	P/B	4,3x	3,4x	2,6x	2,0x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	26,1%	23,7%	25,8%	26,2%
SL cổ phiếu lưu hành	170,3 tr					
Pha loãng	170,3 tr					

¹ Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 13/11/2025

² Các số liệu giai đoạn 2026–28 phản ánh cập nhật dự báo mới nhất của chúng tôi và chưa bao gồm KQKD thực tế năm 2025.



Tổng quan Công ty

Được thành lập năm 2012, FPT Retail sở hữu (1) chuỗi nhà thuốc Long Châu hàng đầu tại Việt Nam và (2) FPT Shop - chuỗi bán lẻ ICT lớn thứ hai Việt Nam. FRT đã mở rộng thêm dịch vụ tiêm chủng trong mảng chăm sóc sức khỏe của công ty.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của FRT, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng bền vững của Long Châu (mảng chăm sóc sức khỏe), với chuỗi nhà thuốc dẫn đầu thị trường và việc mở rộng quy mô mảng dịch vụ tiêm chủng.

Chúng tôi tin rằng Long Châu sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận mảng nhà thuốc ở mức hai chữ số trong trung hạn, trong khi động lực tăng trưởng dài hạn sẽ tiếp tục được duy trì nhờ mảng dịch vụ tiêm chủng. Với tỷ lệ thâm nhập của kênh nhà thuốc hiện đại tại Việt Nam ước khoảng 16% vào năm 2025, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn còn dư địa lớn cho quá trình hợp nhất ngành. Với tư cách là chuỗi nhà thuốc hiện đại hàng đầu, LC sở hữu lợi thế lớn để tận dụng cơ hội này thông qua việc mở rộng mạng lưới cửa hàng sang các khu vực cấp 2–3. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng dài hạn của LC sẽ được củng cố khi mảng tiêm chủng bước vào giai đoạn đóng góp lợi nhuận tích cực từ năm 2027, được hỗ trợ bởi lợi thế so với các cơ sở tiêm chủng công lập tại Việt Nam, nhận thức về chăm sóc sức khỏe dự phòng ngày càng nâng cao và thu nhập gia tăng. Những yếu tố này được cụ thể hóa vào dự báo của chúng tôi về **CAGR doanh thu giai đoạn 2025–30 của LC đạt 12%**, được húc đẩy bởi SSSG và việc tiếp tục mở mới cửa hàng. Cùng với hiệu quả vận hành cải thiện và cơ cấu doanh thu tốt hơn, LC dự kiến sẽ ghi nhận **CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt mức 33%**.

Chúng tôi dự phóng FPT Shop đạt CAGR doanh thu giai đoạn 2025–30 ở mức 4%, đồng thời duy trì hiệu quả hoạt động có lợi nhuận ở mức khiêm tốn.

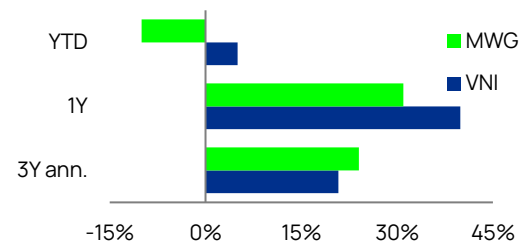
FRT hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026/27 lần lượt là 19,8 lần/13,5 lần, vẫn thấp hơn mức P/E dự phóng trung bình 5 năm khoảng 22 lần.

Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro: Tốc độ mở mới cửa hàng và khả năng sinh lời của Long Châu cao hơn/thấp hơn dự kiến; sự phục hồi khả năng sinh lời của FPT Shop mạnh hơn/yếu hơn dự kiến.

MWG – Tăng trưởng lợi nhuận ở mức gần 20%, được thúc đẩy bởi cả DMX và BHX

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	80.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	156.458	188.499	219.544	251.181
Giá mục tiêu*	101.000 VND	%YoY	16,5%	20,5%	16,5%	14,4%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	7.037	8.531	10.067	11.897
		EPS % YoY	89,0%	18,0%	15,0%	18,2%
TL tăng	26,3%	Biên LN gộp	19,4%	20,8%	21,3%	21,6%
Lợi suất cổ tức	1,3%	Biên EBITDA	5,7%	5,9%	5,9%	5,8%
Tổng mức sinh lời	27,5%	Biên LN từ HĐKD	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
		Biên LN ròng	4,5%	4,5%	4,6%	4,7%
Ngành	Bán lẻ	DTTD/doanh thu	5,0%	4,1%	4,3%	4,7%
GT vốn hóa	121 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	13,6x	9,0x	8,9x	7,9x
Room KN	105,2 tỷ đồng	P/E	16,6x	14,1x	12,2x	10,5x
GTGD/ngày (30n)	599,6 tỷ đồng	ROE	23,3%	22,8%	22,1%	21,5%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROIC	9,8%	10,4%	10,8%	11,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,48 tỷ					
Pha loãng	1,48 tỷ					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 14/10/2025



Tổng quan Công ty

MWG sở hữu các chuỗi bán lẻ ICT & CE dẫn đầu tại Việt Nam với tổng thị phần đạt 50%. Để duy trì đà tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ, MWG đang triển khai mở rộng chuỗi minimart Bách Hóa Xanh.

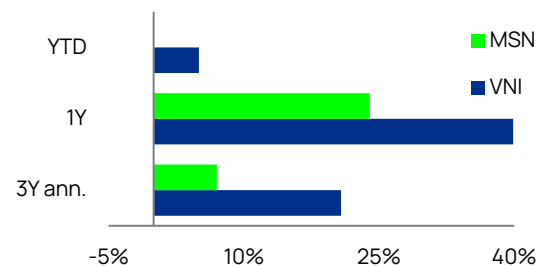
DMX: Năm trụ cột thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng tiếp theo. Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2025–2028 lần lượt đạt 11%/15% đối với các mảng ICT/CE, dịch vụ tài chính (25%) và Thợ Điện Máy Xanh (hợp nhất từ năm 2026). Chuyển dịch cơ cấu lợi nhuận gộp: Doanh thu dịch vụ hợp nhất dự kiến tăng từ 10% lên 18% tổng lợi nhuận gộp vào năm 2028. Năm trụ cột thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng tiếp theo của DMX gồm (1) **Tăng trưởng bằng chất** nhằm gia tăng thị phần và cải thiện biên lợi nhuận; (2) **Dịch vụ tài chính**: biên lợi nhuận cao, không rủi ro tín dụng, khả năng thu hút khách hàng tốt; (3) **Thợ Điện Máy Xanh**: Thương mại hóa hạ tầng dịch vụ điện máy lớn nhất Việt Nam; (4) Super App: tích hợp hạ tầng và dịch vụ offline của MWG, tạo sự khác biệt so với phần lớn các nền tảng TMĐT; (5) **EraBlue**: Tăng trưởng 8 năm bằng hơn 10 năm của DMX; tiềm năng dài hạn lớn.

Trong giai đoạn 2025–2030, chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng BHX tăng mạnh từ 2.500 lên 6.000, qua đó đạt CAGR doanh thu 26%, đồng thời biên lợi nhuận ròng cải thiện từ 1,7% lên 2,8%. Riêng năm 2026, chúng tôi dự báo LNST tăng mạnh từ 806 tỷ đồng lên 1,9 nghìn tỷ đồng, nhờ mở mới 800 cửa hàng, SSSG đạt 8%, cùng với biên LN ròng mở rộng lên mức 2,6% từ mức 1,7% của năm 2025.

Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro: Khả năng sinh lời mảng ICT mạnh hơn/yếu hơn dự kiến; tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn/chậm hơn dự kiến; hiệu quả vận hành tại BHX.

MSN – Hệ sinh thái tiêu dùng–bán lẻ, động lực tăng trưởng bổ sung từ mảng khoáng sản

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F	
Giá cổ phiếu (27/05)	76.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	81.621	96.121	106.923	121.288	YTD
Giá mục tiêu*	101.200 VND	%YoY	-1,9%	17,8%	11,2%	13,4%	1Y
		LN từ HĐKD	28,3%	19,5%	-3,2%	18,4%	3Y ann.
		LNTT	30,9%	42,0%	12,1%	27,3%	
TL tăng	+32,3%	LNST-CDTS ¹ (VND bn)	4.109	3.853	4.143	6.245	
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS ¹	143,3%	81,6%	7,0%	50,0%	
Tổng mức sinh lời	+32,3%	Biên EBITDA ²	17,5%	17,1%	15,9%	16,1%	
		Biên LN từ HĐKD	9,7%	9,5%	8,3%	8,6%	
Ngành	Tiêu dùng	Biên LN ròng ¹	5,0%	4,0%	3,9%	5,1%	
GT vốn hóa	110,5 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	2,5%	2,1%	1,7%	7,1%	
Room KN	27,7 tỷ đồng	EV/EBITDA ²	12,8x	10,4x	10,1x	8,8x	
GTGD/ngày (30n)	468,1 tỷ đồng	P/E ¹	31,0x	30,3x	28,3x	18,8x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	3,4x	3,0x	2,8x	2,5x	
SL CP lưu hành	1,44 tỷ	ROE ¹	12,5%	11,2%	11,0%	15,0%	
Pha loãng	1,51 tỷ						



Tổng quan Công ty

Tập đoàn Masan chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiêu dùng bao gồm FMCG, bán lẻ và chuỗi giá trị thịt. Các mảng kinh doanh khác bao gồm vật liệu từ kim loại và tỷ lệ sở hữu đáng kể tại Techcombank.

MCH là một tài sản tăng trưởng ở quy mô lớn hiếm có trong ngành FMCG châu Á. Chúng tôi dự báo (1) LNST sau lợi ích CDTS năm 2026 sẽ phục hồi 20% YoY nhờ quá trình cải tổ hệ thống phân phối và (2) CAGR LNST sau lợi ích CDTS giai đoạn 2026-28 đạt 16%, với biên lợi nhuận ròng mở rộng từ 22,4% lên 24,0%. Chúng tôi cũng kỳ vọng MCH sẽ duy trì ROE ở mức 45% bất chấp vị thế tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu đạt trên 30%. Công ty có nhiều động lực tăng trưởng trong thị trường khả dụng trị giá 16 tỷ USD, năng lực đổi mới sáng tạo và cao cấp hóa đã được khẳng định, đồng thời đang cải tổ phân phối và công nghệ để chiến thắng ở cả kênh GT và MT.

WCM là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường bán lẻ bách hóa hiện đại. Chúng tôi dự báo doanh thu và biên lợi nhuận ròng sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn 2025-2030. WCM đã đạt biên lợi nhuận ròng 1,3% ngay cả khi số lượng cửa hàng mở mới đạt mức kỷ lục là 800 cửa hàng trong năm 2025. Tăng trưởng LFL đã tăng mạnh lên 14% trong 4T 2025. Định vị giá trị của WCM (đáng tiền, hướng tới tầng lớp trung lưu khá giả) phù hợp với các vùng tăng trưởng tiềm năng của Việt Nam, cân bằng giữa tăng trưởng và đa dạng hóa.

Cộng hưởng tiêu dùng - bán lẻ: Các công ty con hỗ trợ lẫn nhau về công nghệ, logistics, thấu hiểu người tiêu dùng, chiết khấu chiến thuật và phát triển nhãn hàng riêng.

MSN hiện đang giao dịch ở mức chiết khấu so với định giá tổng của từng phần.

Yếu tố hỗ trợ: Giảm nghĩa vụ tài chính đối với nhà đầu tư, dòng tiền thu được từ việc giảm tỷ lệ sở hữu tại MHT.

Rủi ro chính đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Khả năng sinh lời của MSR thấp hơn dự kiến; cải thiện doanh số và lợi nhuận của WCM thấp hơn kỳ vọng; áp lực lạm phát và gián đoạn kênh GT do việc loại bỏ thuế khoán;

Ngành Tiêu dùng: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn lại (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
FPT	MUA	4.759	5,8%	49%	742	37,1	73.600	116.600	22/10/2025	58,4%	3,1%	61,5%
MCH	PHTT	6.496	60,7%	49%	2.170	1,7	132.200	181.700	28/11/2025	37,4%	4,5%	42,0%
PNJ	MUA	1.268	0,0%	49%	14	3,1	65.300	88.900	12/05/2026	36,1%	3,1%	39,2%
FRT	MUA	847	0,0%	49%	138	3,0	131.000	178.800	13/11/2025	36,5%	0,8%	37,3%
SAB	MUA	2.325	36,0%	100%	967	1,7	47.750	59.000	06/01/2026	23,6%	10,5%	34,0%
MSN	MUA	4.199	0,0%	49%	1.054	17,8	76.500	101.200	21/05/2025	32,3%	0,0%	32,3%
MWG	MUA	4.459	0,0%	49%	4	22,8	80.000	101.000	14/10/2025	26,3%	1,3%	27,5%
VNM	MUA	4.665	36,0%	100%	2.981	8,4	58.800	70.300	24/04/2025	19,6%	6,8%	26,4%
VHC	MUA	464	0,0%	100%	369	2,2	58.300	71.600	26/01/2026	22,8%	3,4%	26,2%
QNS	KQ	605	0,0%	49%	239	0,5	48.800	53.400	30/08/2024	9,4%	8,2%	17,6%
DGW	PHTT	350	0,0%	49%	95	2,0	41.700	45.400	18/11/2025	8,9%	1,2%	10,1%
CTR	KQ	391	65,7%	49%	171	1,7	90.000	96.800	14/04/2026	7,6%	1,7%	9,2%
VTP	PHTT	439	60,7%	49%	194	2,0	66.800	71.800	25/05/2026	7,5%	0,0%	7,5%
VEA	PHTT	1.777	88,5%	49%	846	0,4	35.200	30.800	28/10/2025	-12,5%	13,7%	1,2%

Ngành Tiêu dùng: Tổng hợp định giá

Mã	Giá CP, VND	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	Tt EPS 2027F %	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026 x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất X	Nợ vay ròng/ VCSH quý gần nhất x
FPT	73.600	19%	12%	16%	14,1	12,9	11,1	6,6	26%	3,8	-0,4
MCH	132.200	-15%	15%	16%	25,6	22,4	19,3	19,5	44%	9,8	-0,2
PNJ	65.300	33%	26%	7%	12,7	10,1	9,4	7,0	25%	2,5	0,1
FRT	131.000	150%	42%	46%	28,1	19,8	13,5	15,8	24%	4,3	0,3
SAB	47.750	2%	5%	1%	14,3	13,6	13,4	7,7	23%	2,7	-0,8
MSN¹	76.500	156%	3%	42%	31,0	30,3	28,3	7,4	13%	3,2	1,0
MWG	80.000	89%	18%	15%	16,6	14,1	12,2	9,0	23%	3,3	-0,3
VNM	58.800	12%	-7%	6%	13,1	14,0	13,2	8,4	27%	3,8	-0,4
VHC	58.300	14%	27%	16%	9,6	7,5	6,5	5,1	17%	1,3	-0,2
QNS	48.800	-24%	33%	5%	9,3	7,0	6,7	4,8	20%	1,4	-0,6
DGW	41.700	22%	13%	21%	16,8	14,9	12,3	12,4	17%	2,5	0,1
CTR	90.000	11%	17%	11%	17,2	14,7	13,2	7,8	29%	4,6	-0,5
VTP	66.800	-5%	-16%	-16%	27,9	33,3	39,5	16,6	17%	6,1	-0,3
VEA	35.200	0%	-3%	-3%	6,4	6,6	6,8	3,8	26%	1,6	-0,5

Ngành Giao thông Vận tải & Logistics

Chu kỳ đầu tư hạ tầng tăng tốc trên nhiều phân khúc; các yếu tố bất lợi từ Trung Đông thách thức khả năng phục hồi trong ngắn hạn.

Tháng 5/2026

Nguyễn Thị Ngọc Hân

Chuyên viên

han.nguyenngoc@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.191

Hoàng Gia Huy

Chuyên viên

huy.hoang@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.526

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng Cao cấp

vy.nguyen@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.147

Tổng quan

- **Lượng khách hàng không:** Chính sách thu hút khách du lịch và chi tiêu tiêu dùng cải thiện tiếp tục thúc đẩy đà tăng trưởng: Trong năm 2026/2027/2028, chúng tôi dự báo số lượng hành khách quốc tế sẽ đạt lần lượt 49/54/61 triệu người (+3%*/+12%/+13% YoY) và số lượng hành khách trong nước lần lượt đạt 74/82/89 triệu người (+1,0%/+10%/+9% YoY).
- **Hàng hóa hàng không:** Tình trạng gián đoạn nguồn cung dầu tại Trung Đông đặt ra rủi ro đối với triển vọng năm 2026 của chúng tôi, do các hãng hàng không cắt giảm tần suất bay trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao. KQKD 4 tháng đầu năm của SCS ghi nhận mức suy giảm đáng kể (sản lượng quốc tế/nội địa giảm lần lượt 6%/5% YoY), trong đó mức độ suy giảm tập trung vào giai đoạn tháng 3 – tháng 4 sau khi xung đột Trung Đông bùng phát (quốc tế -13% YoY, trong nước -8% YoY).
- **Chính phủ đã gia hạn thời gian hoàn thành Giai đoạn 1 của dự án Sân bay quốc tế Long Thành (LTH) đến cuối năm 2026.** Tính đến đầu tháng 5, khối lượng thi công của LTH tại công trường đã đạt 76%; tuy nhiên, theo truyền thông trong nước, tình trạng thiếu hụt lao động nghiêm trọng tạo ra rủi ro triển khai đáng kể, dù mốc mục tiêu vẫn là cuối năm 2026. Thủ tướng đã có chỉ đạo về việc tiếp tục duy trì hoạt động bình thường cho ACV và tháo gỡ các vướng mắc liên quan đến thanh toán cho nhà thầu. ACV đã bổ nhiệm ông Lê Văn Khiên làm quyền Chủ tịch HĐQT sau khi cựu Chủ tịch tiền nhiệm bị bắt giữ do các vi phạm về đấu thầu, qua đó ổn định bộ máy lãnh đạo. Những diễn biến này hỗ trợ cho dự báo của chúng tôi về việc Giai đoạn 1 LTH sẽ bắt đầu đi vào vận hành trong nửa đầu năm 2027 (H1 2027), với những ảnh hưởng không đáng kể đến hoạt động sân bay cốt lõi của ACV.
- **Nhà ga hàng hóa số 1 – Cảng hàng không quốc tế Long Thành (LTH-C1):** ACV sẽ là chủ đầu tư nhà ga LTH-C1, vì vậy SCS sẽ không sở hữu cổ phần trong nhà ga này. Về tiến độ đấu thầu, gói thầu xây dựng đã đóng và công tác thi công đang được triển khai. Tuy nhiên, gói thầu khai thác vận hành vẫn chưa được mở. Chúng tôi dự kiến gói thầu này sẽ được mở vào một thời điểm cụ thể trong năm 2026 hoặc đầu năm 2027 nhằm đảm bảo nhà ga có thể đi vào vận hành trong H1 2027 song song với nhà ga hành khách chính.
- **Cảng biển:** Chỉ số PMI tháng 3/tháng 4 năm 2026 của Việt Nam đã lần lượt hạ nhiệt xuống mức 51,2/50,5 (từ mức 54,3 trong giai đoạn tháng 1 – tháng 2), trong đó chỉ số thành phần đơn đặt hàng xuất khẩu mới giảm xuống khoảng 45 (so với mức trên 50 trong giai đoạn tháng 1 – tháng 2), qua đó cho thấy triển vọng thương mại ngắn hạn kém tích cực hơn do ảnh hưởng từ xung đột Trung Đông. Tuy nhiên, một xu hướng tương tự từng xảy ra trong giai đoạn tháng 9/2024 – tháng 9/2025, khi các chỉ số thành phần PMI thường xuyên rơi vào vùng suy giảm nhưng tăng trưởng thương mại và dòng vốn FDI vẫn duy trì khả quan. Dự báo hiện tại của chúng tôi đối với GMD (theo Báo cáo cập nhật mới nhất ngày 25/05/2026) đã bao gồm các giả định thương mại thận trọng hơn; tuy nhiên, nếu xu hướng phân kỳ của giai đoạn 2024–2025 lặp lại, chúng tôi nhận thấy tiềm năng điều chỉnh tăng đối với các số liệu dự báo của mình, dù cần đánh giá thêm dữ liệu thương mại quý 2 và kết quả sản lượng thực tế của GMD.
- **Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu:**

GMD: Chúng tôi tiếp tục lựa chọn GMD là cổ phiếu ưu tiên hàng đầu trong ngành cảng biển, nhờ được hỗ trợ bởi (1) danh mục cảng chất lượng cao, được quản lý tốt tại các vị trí chiến lược; (2) triển vọng tăng trưởng lợi nhuận rõ nét trên toàn bộ tài sản cốt lõi trong năm 2026, với đà tăng trưởng tại tất cả các cảng; và (3) mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS năm 2026 sẽ tăng 34% YoY, trong khi GMD hiện đang giao dịch ở mức P/E cốt lõi dự phóng năm 2026 là 13,1 lần và EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 7,6 lần, vẫn thấp hơn mức trung bình lịch sử và trung vị của các công ty cùng ngành (không bao gồm Trung Quốc). Chúng tôi cho rằng mức định giá thấp này là chưa hợp lý nếu xét đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, vị thế dẫn đầu thị trường và danh mục dự án mở rộng rõ ràng của GMD.

Ngành Giao thông Vận tải & Logistics: Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
GMD*	MUA	1.213	0%	41%	92	4,8	74.900	95.500	25/05/26	27,5%	3,3%	30,8%
SCS	PHTT	186	14%	10%	36	0,2	51.600	51.200	13/01/26	-0,8%	10,7%	9,9%
ACV	PHTT	5.943	95%	2%	2.806	1,6	43.900	48.000	18/05/26	9,3%	0,0%	9,3%
AST	MUA	123	0%	46%	4	0,0	72.000	80.600	26/08/25	11,9%	4,9%	16,8%

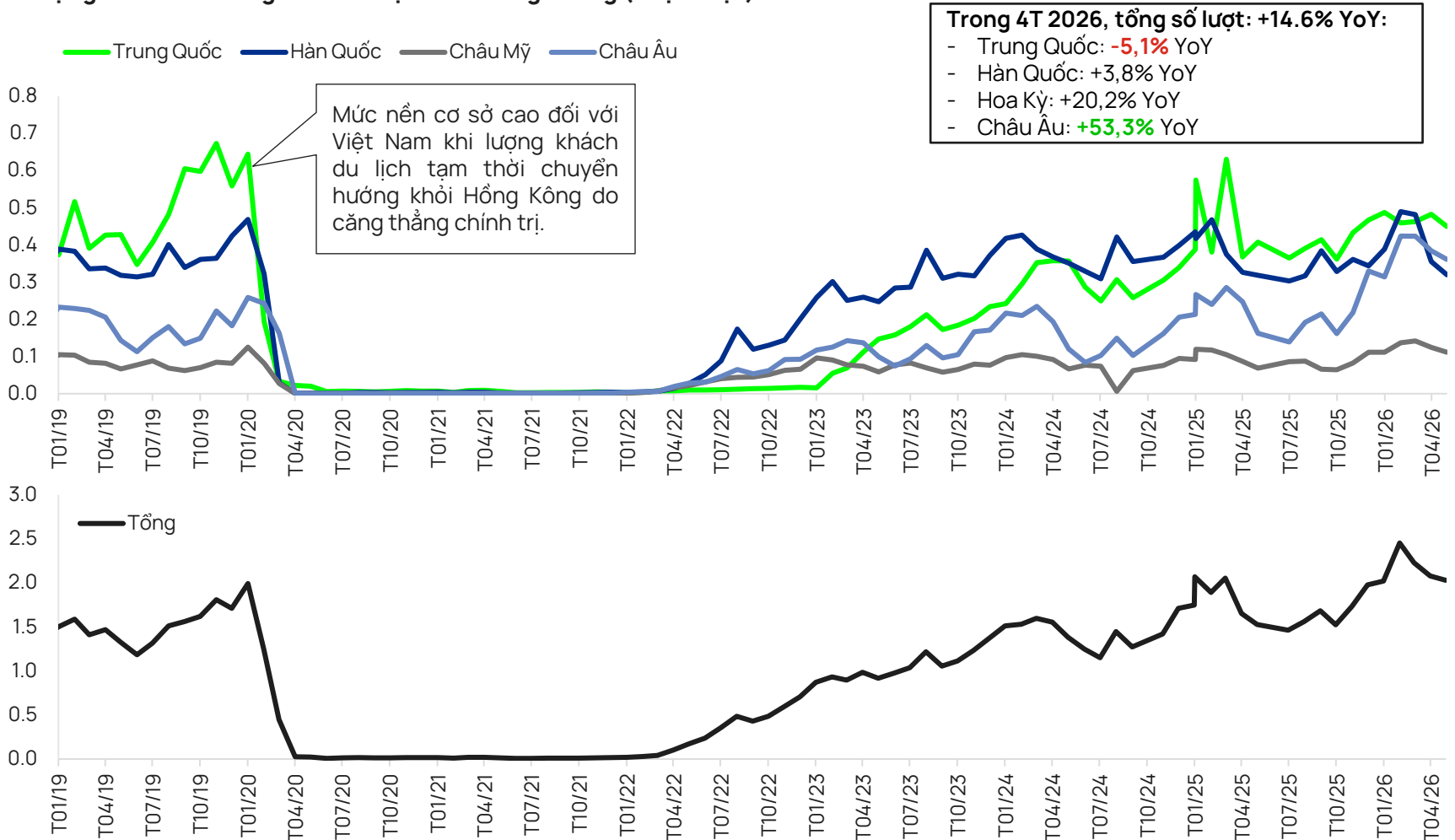
Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/VC SH quý gần nhất (x)
GMD*	74.900	24,2%	30,3%	12,2%	17,1x	13,1x	11,7x	7,6x	19%	2,4x	0,0x
SCS	51.600	8,7%	-7,2%	-23,1%	6,5x	7,0x	9,1x	4,1x	43%	2,9x	-0,8x
ACV	43.900	7,7%	1,0%	-50,9%	14,0x	13,9x	28,3x	10,2x	17%	2,2x	-0,1x
AST	72.000	73,4%	3,3%	16,7%	13,0x	12,5x	10,8x	8,0x	29%	4,0x	-0,1x

Ngành hàng không: Lưu lượng duy trì tích cực từ đầu năm đến nay, nhưng căng thẳng Trung Đông gây áp lực lên triển vọng năm 2026

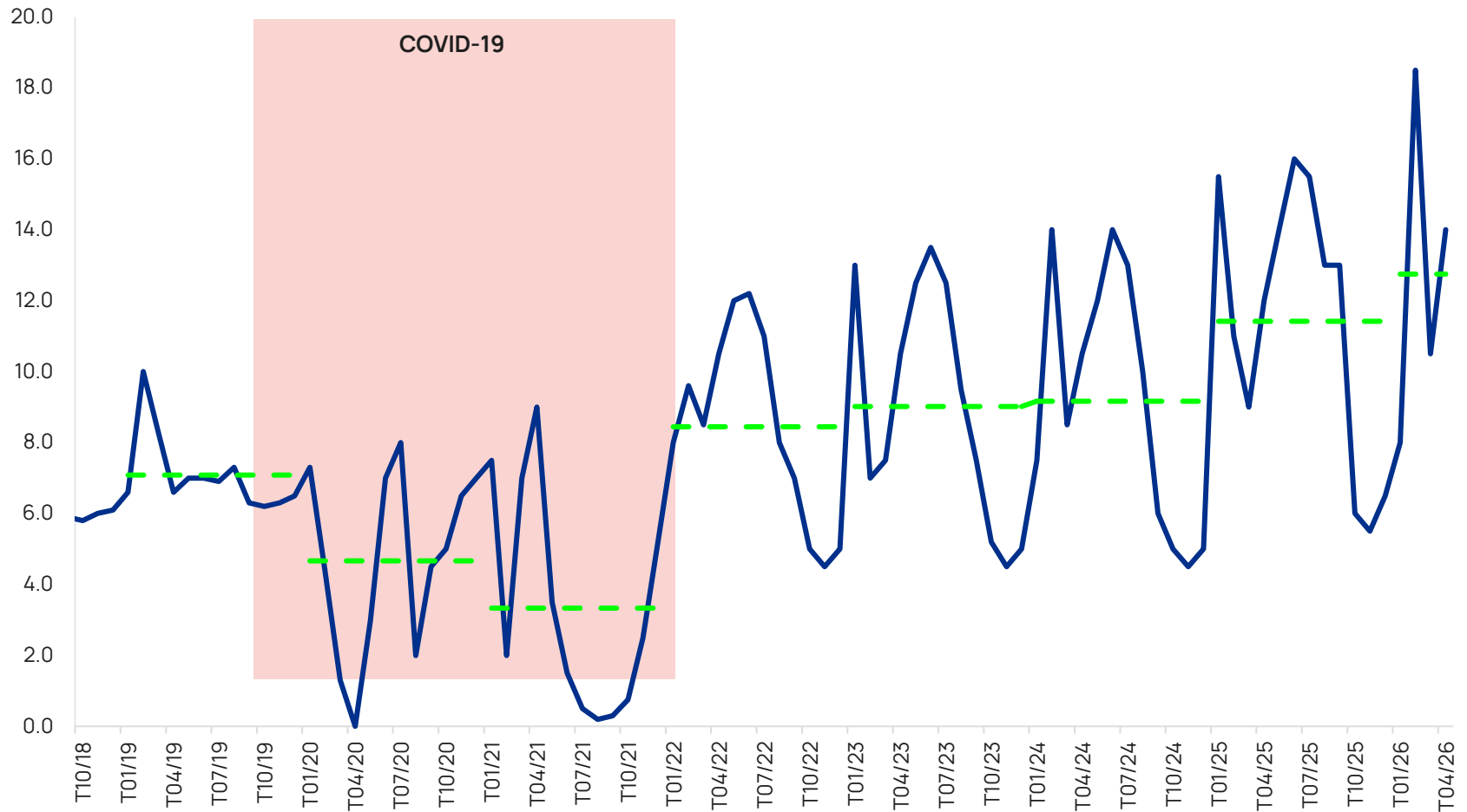
Hành khách quốc tế: Lưu lượng hành khách 4T 2026 tích cực, nhưng triển vọng vẫn còn bất định do căng thẳng Trung Đông

Lượng khách nước ngoài đến Việt Nam hàng tháng (triệu lượt)



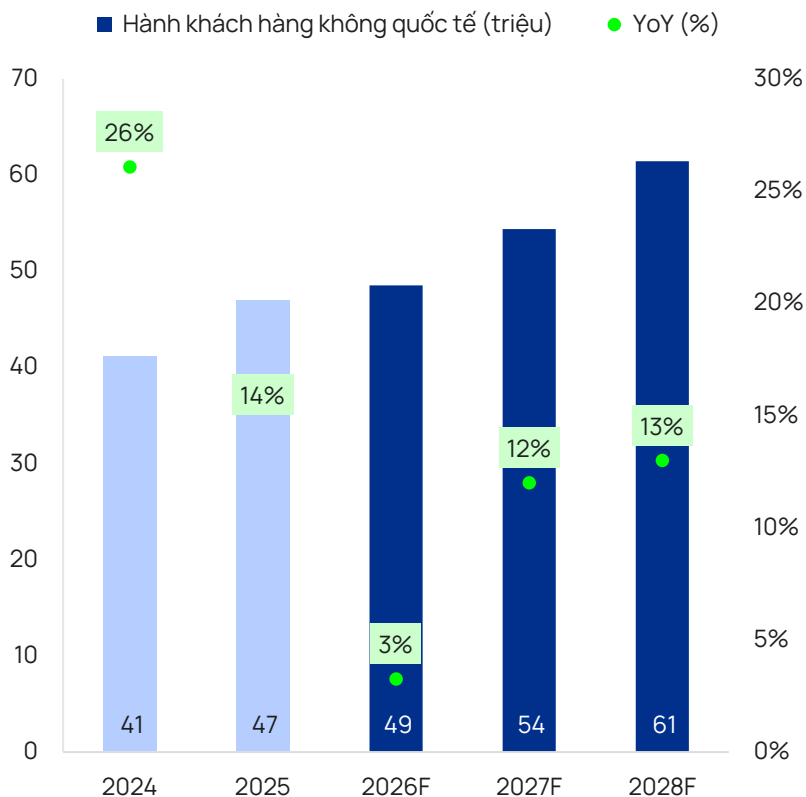
Hành khách trong nước: Đà tăng trưởng tiếp tục duy trì ổn định

Tổng số lượng khách tham quan trong nước tại Việt Nam theo tháng* (triệu lượt)

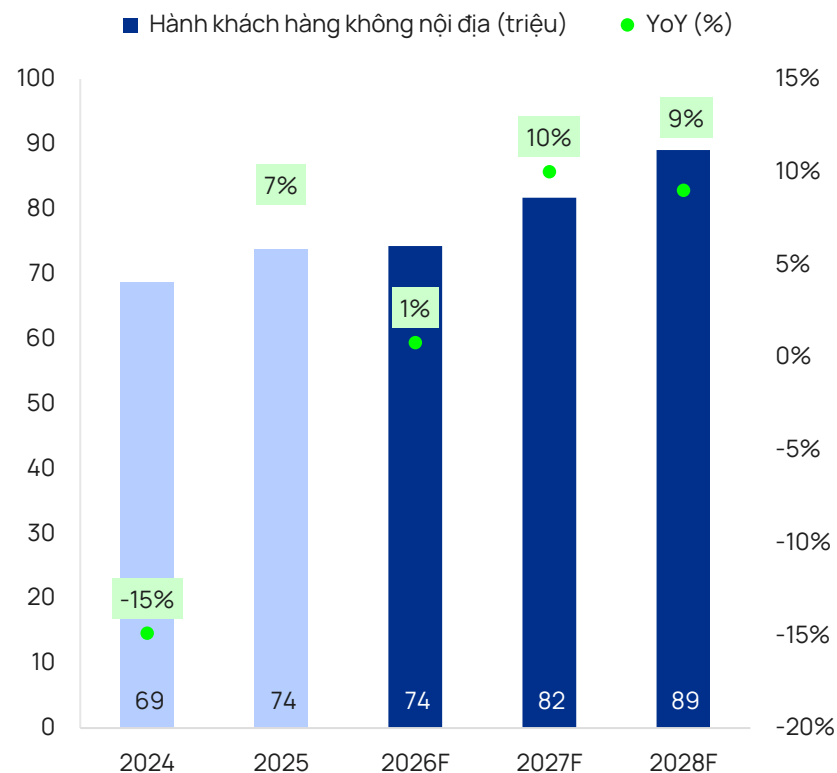


[1] Dự báo của Vietcap: Tăng trưởng lượng hành khách của ACV dự kiến hạ nhiệt trong năm 2026 do loại trừ Sân bay Quốc tế Phú Quốc (PQC) và tác động từ cảng thẳng Trung Đông

Dự báo lượng hành khách hàng không quốc tế của ACV



Dự báo lượng hành khách hàng không nội địa của ACV



Lưu ý: Kể từ ngày 01/01/2026, CTCP Cảng hàng không Mặt Trời (SAC) chính thức quản lý và vận hành Sân bay Quốc tế Phú Quốc (PQC). Đồng thời, Bộ Xây dựng đã thu hồi giấy phép khai thác của ACV. **Theo đó, chúng tôi loại trừ đóng góp của PQC khỏi các dự báo từ năm 2026 trở đi.** Trong giai đoạn 2023–2025, PQC đóng góp trung bình 4,4% lượng hành khách quốc tế và 4,0% lượng hành khách trong nước của ACV, tương đương 6% LNST năm 2024 của ACV, theo công bố của ACV.

[2] Dự báo của Vietcap: Tăng trưởng lượng hành khách của ACV dự kiến hạ nhiệt trong năm 2026 do loại trừ Sân bay Quốc tế Phú Quốc (PQC) và tác động từ cảng thẳng Trung Đông

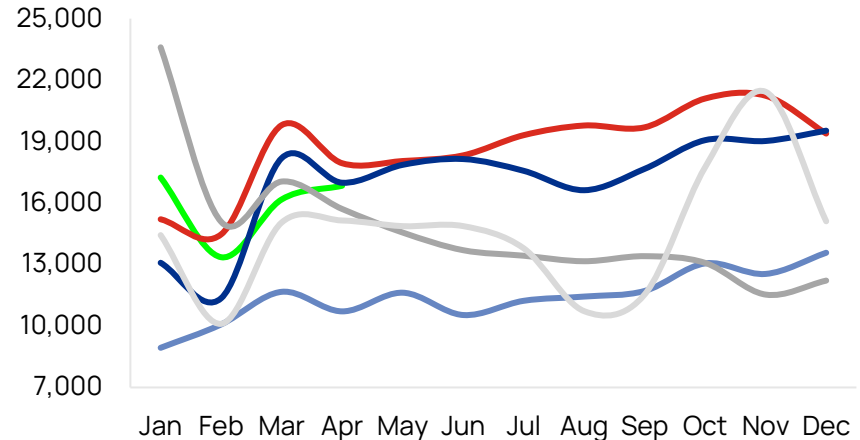
Tăng trưởng lượng hành khách của ACV (triệu khách)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng lượng khách của ACV, Báo cáo*	113,2	109,7	120,7	122,8	136,1	150,5
- Khách quốc tế	32,6	41,1	47,0	48,5	54,4	61,4
- Khách trong nước	80,6	68,6	73,7	74,3	81,7	89,1
%YoY						
Tổng lượng khách của ACV, Báo cáo*	14,3%	-3,1%	10,0%	1,8%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế	171,7%	26,1%	14,4%	3,3%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước	-7,4%	-14,9%	7,4%	0,8%	10,0%	9,0%
Tổng lượng khách của ACV, Điều chỉnh PQC**	109,0	105,6	114,9	122,8	136,1	150,5
- Khách quốc tế	32,0	39,3	44,1	48,5	54,4	61,4
- Khách trong nước	76,9	66,3	70,7	74,3	81,7	89,1
%YoY						
Tổng lượng khách của ACV, Điều chỉnh PQC**	16,6%	-3,1%	8,8%	6,9%	10,8%	10,6%
- Khách quốc tế	170,0%	22,5%	12,4%	10,0%	12,0%	13,0%
- Khách trong nước	-5,7%	-13,8%	6,7%	5,0%	10,0%	9,0%

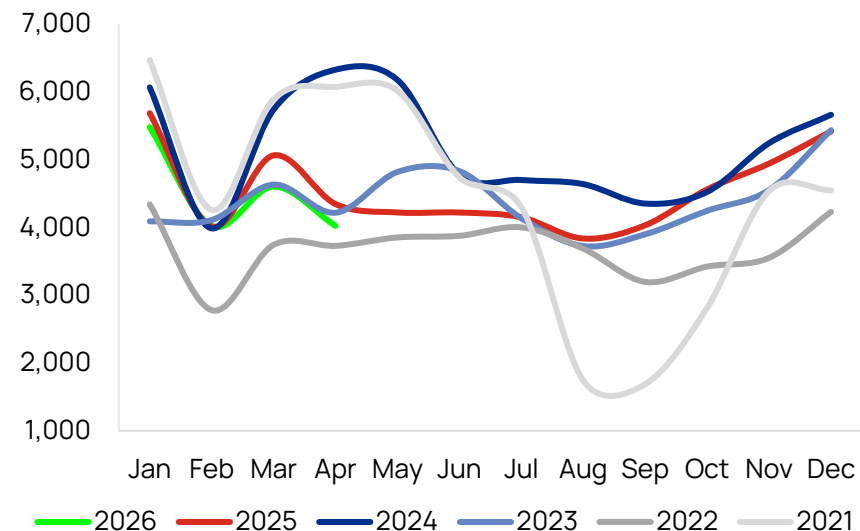
Hàng hóa hàng không: Rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo năm 2026 của chúng tôi do xung đột Trung Đông

- Trước đây, chúng tôi dự báo tăng trưởng năm 2026 đối với mảng hàng hóa quốc tế đạt khoảng 8% đến 10%, phù hợp với tốc độ tăng trưởng dài hạn của ngành, và tăng trưởng thông lượng hàng hóa trong nước đạt mức 5% đến 9% từ mức nền thấp.
- Tuy nhiên, tình trạng gián đoạn nguồn cung dầu kéo dài tại Trung Đông hiện đang đặt ra rủi ro điều chỉnh giảm đối với những kỳ vọng này, do các hãng hàng không cắt giảm tần suất bay trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao và tình trạng thiếu hụt nguồn cung.
- KQKD 4 tháng đầu năm của SCS ghi nhận mức suy giảm đáng kể, với sản lượng quốc tế giảm 6% YoY và sản lượng trong nước giảm 5% YoY.
- Mức độ suy giảm tập trung chủ yếu vào giai đoạn tháng 3 và tháng 4, sau khi xung đột Trung Đông leo thang. Trong 2 tháng đầu năm 2026 (2T 2026), sản lượng quốc tế tăng 3% YoY trong khi sản lượng trong nước giảm 2% YoY. Tính chung trong giai đoạn tháng 3 và tháng 4, sản lượng quốc tế giảm 13% YoY và sản lượng trong nước giảm 8% YoY.

Sản lượng hàng hoá quốc tế 4T 2026 của SCS -6% YoY (tấn)



Sản lượng hàng hoá trong nước 4T 2026 của SCS -5% YoY (tấn)



Hàng hóa hàng không: Phân tích kịch bản của ban lãnh đạo SCS về tác động của xung đột Trung Đông

Ban lãnh đạo SCS đã phác thảo ba kịch bản lên KQKD, dựa trên diễn biến giá nhiên liệu:

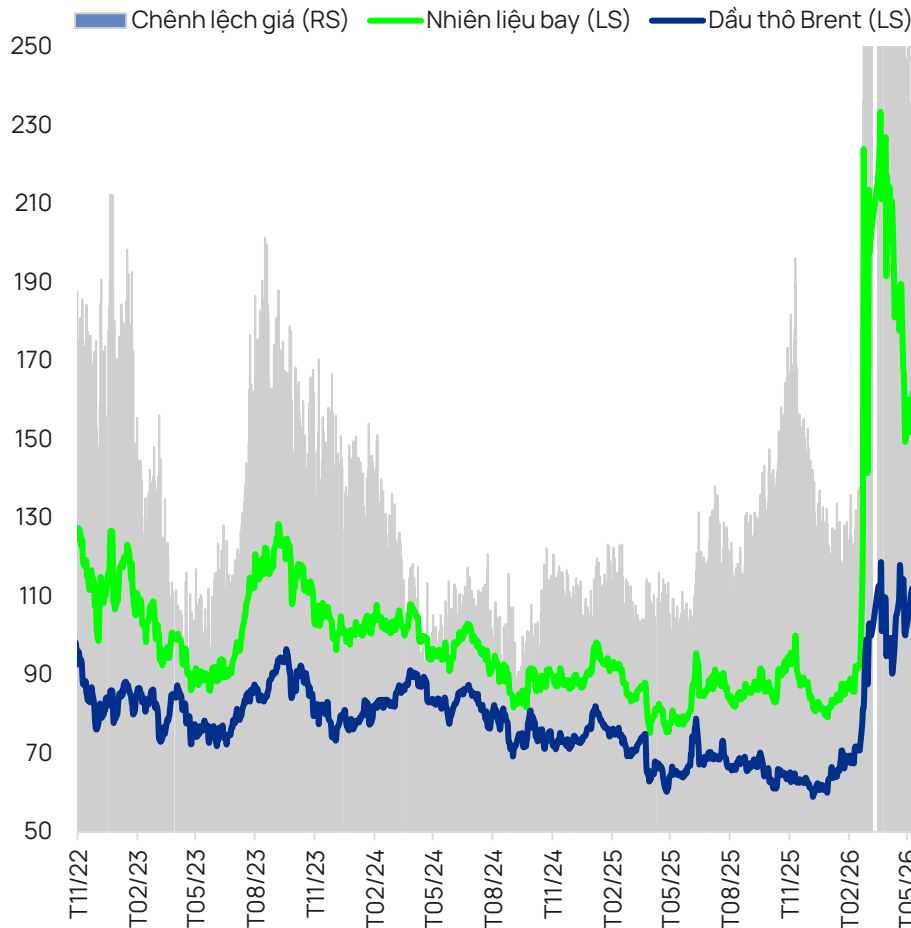
- (1) Kịch bản Cơ sở (Giá nhiên liệu dưới 110 USD/thùng):** Giá định giá nhiên liệu tăng ở mức vừa phải và căng thẳng Trung Đông không leo thang nghiêm trọng. Các hãng hàng không tối ưu hóa đường bay, khiến sản lượng hàng hóa bị kim hãm nhẹ nhưng vẫn tăng trưởng.
- (2) Kịch bản Tiêu cực (Giá nhiên liệu 110-120 USD/thùng):** Giá định xung đột kéo dài và giá nhiên liệu tăng mạnh. Các hãng hàng không cắt giảm các chuyến bay đường dài, khiến sản lượng hàng hóa giảm nhẹ, nhưng được bù đắp một phần nhờ dịch chuyển phương thức vận tải từ đường biển sang đường hàng không.
- (3) Kịch bản Xấu nhất (Giá nhiên liệu trên 120 USD/thùng):** Giá định xung đột diễn ra nghiêm trọng và kinh tế toàn cầu suy thoái. Xuất khẩu của Việt Nam giảm mạnh, các hãng hàng không cắt giảm chuyến bay và sản lượng hàng hóa suy giảm đáng kể.

Phân tích kịch bản năm 2026 của ban lãnh đạo SCS

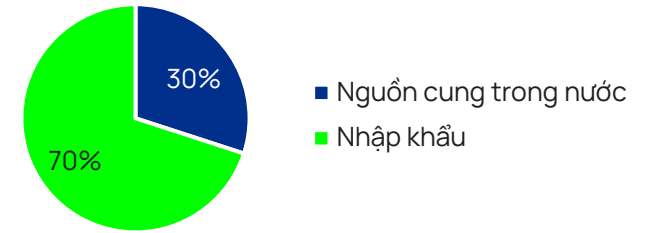
Kịch bản	Giá dầu (USD/thùng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Doanh thu YoY	LNST (tỷ đồng)	LNST YoY	Dự báo năm 2026 của Vietcap (tỷ đồng)	% so với dự báo năm 2026 của Vietcap
Kịch bản Cơ sở	Dưới 110	1.200 đến 1.300	Đi ngang đến +9%	760 đến 820	+1% đến +9%		Doanh thu: 109%-119% LNST: 108%-116%
Kịch bản Tiêu cực	110-120	1.100 đến 1.180	-8% đến -1%	680 đến 750	-10% đến đi ngang	Doanh thu: 1.097 LNST: 707	Doanh thu: 100%-108% LNST: 96%-106%
Kịch bản Xấu nhất	Trên 120	900 đến 1.050	-25% đến -12%	500 đến 650	-33% đến -13%		Doanh thu: 82%-96% LNST: 71%-92%

Rủi ro thiếu hụt nguồn cung nhiên liệu bay vẫn hiện hữu

Giá nhiên liệu bay (USD/thùng)

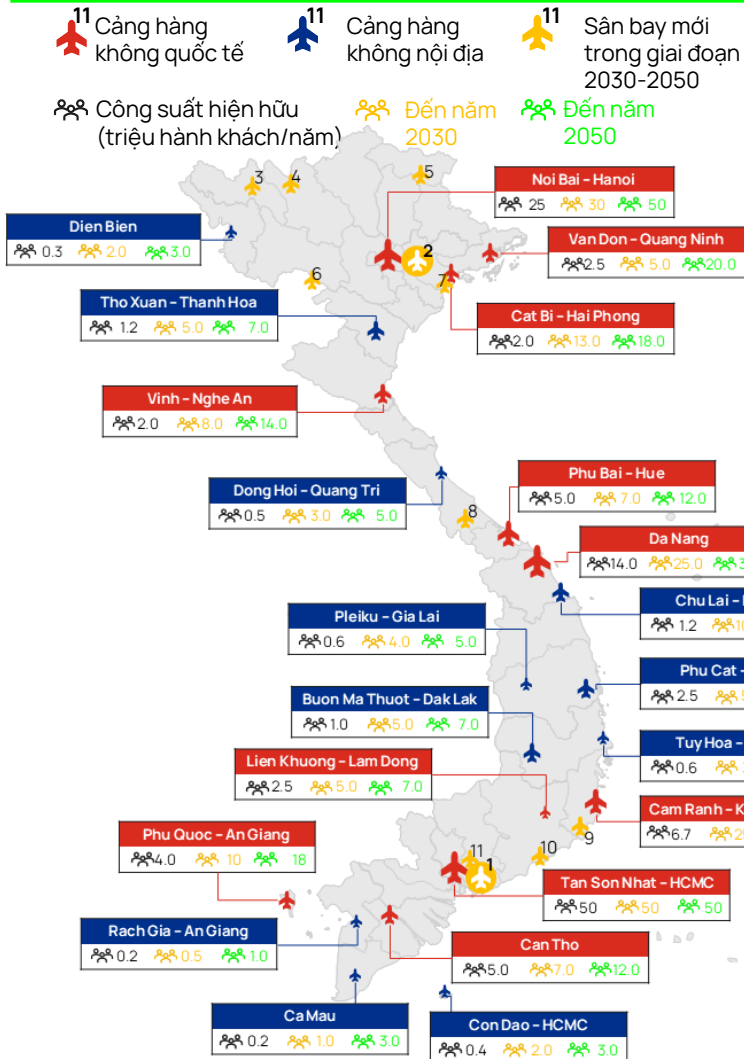


Nguồn cung nhiên liệu bay của Việt Nam (2025)

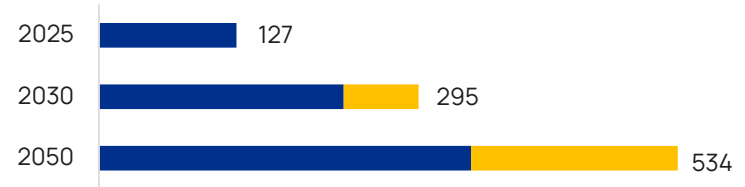


- Việt Nam nhập khẩu khoảng 70% nhu cầu nhiên liệu bay, trong đó khoảng 60% được nhập khẩu từ Thái Lan và Trung Quốc. Khoảng 30% còn lại được cung cấp trong nước bởi BSR và NSRP.
- Giá nhiên liệu bay vẫn duy trì ở mức cao, đạt 147 USD/thùng vào cuối tháng 5/2026 (+57% so với cuối tháng 2), dù đã giảm 32% so với mức cuối tháng 3.
- Mặc dù số liệu của Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) cho thấy lượng hành khách trong 4 tháng đầu năm 2026 vẫn duy trì tích cực, đạt 46 triệu lượt (+18% YoY), chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng đối với ngành hàng không. Tình trạng bất ổn kéo dài về nguồn cung nhiên liệu cùng với chi phí nhiên liệu ở mức cao có thể khiến các hãng hàng không triển khai công suất một cách kỷ luật hơn, kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn và áp dụng phụ phí nhiên liệu, qua đó hạn chế dư địa tăng trưởng lợi nhuận dù nhu cầu vẫn tương đối tích cực.
- Căng thẳng kéo dài tại Trung Đông tiếp tục là một rủi ro lớn, có thể khiến giá nhiên liệu bay duy trì ở mức cao trong thời gian dài, dẫn đến nguy cơ cắt giảm chuyến bay và làm suy yếu nhu cầu sau khi áp dụng phụ phí nhiên liệu. Các biện pháp hỗ trợ chính sách, bao gồm giảm thuế bảo vệ môi trường và thuế đối với nhiên liệu hàng không, cùng với việc áp dụng thuế nhập khẩu 0% đối với nhiên liệu từ các nước ngoài ASEAN (có hiệu lực từ tháng 4 đến tháng 6/2026), sẽ góp phần giảm bớt áp lực chi phí, nhưng khó có thể bù đắp hoàn toàn cú sốc tăng giá nhiên liệu.

Quy hoạch tổng thể hệ thống cảng hàng không Việt Nam: Lộ trình công suất đến năm 2030 và 2050



Triển vọng công suất hành khách của hệ thống sân bay* (triệu hành khách/năm) ■ 22 sân bay hiện hữu ■ Sân bay quy hoạch mới



DS 11 sân bay quy hoạch mới và mục tiêu công suất (triệu hành khách/năm)

Danh sách sân bay	2030	2050
1. Long Thành (LTH) - Đồng Nai	25,0	100,0
2. Gia Bình (GBA) - Bắc Ninh	30,0	50,0
3. Lai Châu	0,5	1,5
4. Sa Pa - Lào Cai	3,0	5,0
5. Cao Bằng	-	2,0
6. Na San - Sơn La	1,0	2,0
7. Hải Phòng	-	12,0
8. Quảng Trị - Quảng Bình	1,0	2,0
9. Thanh Sơn - Khánh Hòa	1,5	3,0
10. Phan Thiết - Lâm Đồng	2,0	3,0
11. Biên Hòa - Đồng Nai	5,0	10,0
Tổng	69,0	190,5

- Việt Nam dự kiến sẽ tăng hơn gấp đôi công suất sân bay vào năm 2030 và gấp bốn lần vào năm 2050, nhờ việc nâng cấp các sân bay đầu mối hiện hữu và xây dựng thêm 11 sân bay mới.
- Long Thành (LTH) và Gia Bình (GBA) chiếm khoảng 80% tổng công suất quy hoạch mới, đồng thời sẽ đóng góp lần lượt 19% và 28% tổng công suất hàng không quốc gia vào các năm 2030 và 2050.

Tư nhân hóa sân bay tại Việt Nam: Nâng cao chất lượng danh mục tài sản của ACV, với GBA là rủi ro chính cần theo dõi

Ngành hàng không Việt Nam đang chứng kiến sự tham gia ngày càng lớn của khu vực tư nhân, khi áp lực vốn đầu tư XDCB của ACV trong bối cảnh dự án LTH được đẩy nhanh tiến độ đang thúc đẩy sự phụ thuộc nhiều hơn vào các nhà phát triển tư nhân để tài trợ cho các dự án sân bay mới và mở rộng trong trung hạn. Đáng chú ý, các sân bay được chuyển giao cho khu vực tư nhân chủ yếu là các tài sản có hiệu quả khai thác thấp hơn, phục vụ du lịch nghỉ dưỡng hoặc khu vực địa phương, trong khi ACV vẫn giữ lại các đầu mối hàng không có mật độ khai thác cao như Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và sân bay LTH trong tương lai.

Chúng tôi cho rằng xu hướng này tạo ra động lực mang tính cấu trúc giúp tái định hình danh mục tài sản của ACV, đồng thời tạo điều kiện để các doanh nghiệp tư nhân xây dựng các hệ sinh thái tích hợp.

- Về phía ACV, việc chuyển giao các tài sản có hiệu quả sinh lời thấp nhưng đòi hỏi vốn đầu tư lớn sẽ giúp giảm áp lực vốn đầu tư XDCB trong trung hạn, cho phép ACV tập trung nguồn lực cho siêu dự án LTH và các sân bay đầu mối có biên lợi nhuận cao, mật độ khai thác lớn. Qua đó, ACV có thể chuyển đổi từ mô hình khai thác toàn hệ thống sang mô hình tập trung vào các “đầu mối cốt lõi” hiệu quả hơn, tương tự như mô hình của Airports of Thailand (AOT), đơn vị vận hành các sân bay có lưu lượng lớn nhất tại Thái Lan.
- Về phía khu vực tư nhân, xu hướng này cho phép phát triển các hệ sinh thái du lịch tích hợp với hiệu quả kinh tế tiềm năng cao hơn tại các sân bay có lưu lượng thấp. Ví dụ, Sun Group đang kết hợp quyền sở hữu sân bay (Phủ Quốc, Phan Thiết), hoạt động hàng không (Sun PhuQuoc Airways) và hệ sinh thái nghỉ dưỡng quy mô lớn.

Sự tham gia của khu vực tư nhân trong ngành sân bay tại Việt Nam

	Nhà đầu tư	Vốn đầu tư XDCB* (nghìn tỷ đồng)	Công suất	Tình trạng
Sân bay Quốc tế Gia Bình (Bắc Ninh)	Masterise thông qua Masterise Aviation Infrastructure	196,4	- Giai đoạn 1 (2025–2030): 30 triệu hành khách; 1,6 triệu tấn hàng hóa - Giai đoạn 2 (2031–2050): 50 triệu hành khách; 2,5 triệu tấn hàng hóa	- Khởi công ngày 19/08/2025.
Mở rộng Sân bay Quốc tế Phú Quốc (Kiên Giang)	Sun Group thông qua SAC	22	- Hiện tại: 4 triệu hành khách - Đến năm 2030: 18 triệu hành khách, thực hiện trong 2 giai đoạn	- ACV chính thức chuyển giao hoạt động khai thác cho SAC kể từ ngày 01/01/2026. - Dự án mở rộng đang trong quá trình xây dựng.
Sân bay Phan Thiết (Bình Thuận) - Hạng mục hàng không dân dụng	Sun Group thông qua Công ty Cổ phần Sân bay Mặt Trời Phan Thiết	3,8	- Đến năm 2050: 50 triệu hành khách - Đến năm 2030: 2 triệu hành khách - Đến năm 2050: 3 triệu hành khách	- Hạng mục quân sự đã hoàn thành và đi vào vận hành từ cuối năm 2025. - Sun Group trở thành nhà đầu tư hạng mục dân dụng vào tháng 3/2026. - Mục tiêu khởi công: tháng 4/2026.
Sân bay Quảng Trị (Quảng Trị)	Hợp đồng PPP – BOT: T&T Group (Nhà đầu tư chủ đạo), CIENCO4 (Nhà thầu chính)	5,8	- Đến năm 2026: 1,0 triệu hành khách - Đến năm 2050: 2,0 triệu hành khách	- Việc xây dựng được nối lại sau các trì hoãn trước đó; dự án đang triển khai nhưng tiến độ vẫn còn chậm.

Hạ tầng kết nối giữa LTH và TP.HCM

Các tuyến kết nối trọng điểm giữa LTH và TP.HCM

	Tuyến đường	Chiều dài	Hiện trạng	Mục tiêu hoàn thành
Đường bộ				
Mở rộng Cao tốc TP.HCM – Long Thành	Tuyến cao tốc duy nhất từ trung tâm thành phố đến LTH khi khai thác: Nút giao An Phú – HCM-Long Thành-Dầu Giây – Quốc lộ 51 – Đường T1	55km	Quá tải; đang được mở rộng: (1) nâng cấp 21 km từ 4 làn lên 8-10 làn xe; (2) cầu Long Thành thứ hai bổ sung một nhịp cầu mới với 5 làn xe.	Q1/2027
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	Hành lang kết nối khu vực phía Tây và Đồng bằng sông Cửu Long: Bến Lức – LTH	58km	Đang xây dựng	Q3/2026
Vành đai 3 – LTH	Vành đai 3 – Đường 25B/C – Quốc lộ 51 – LTH	50km	- Vành đai 3: thông xe ngày 19/12/2025. - Đường 25B và 25C: đang được nâng cấp.	- Vành đai 3: thông xe toàn tuyến tháng 6/2026 - 25B & 25C: tháng 6/2026
Đường sắt/Metro				
Mở rộng Tuyến Metro số 1	Bến Thành – Suối Tiên – LTH	41km	Tuyến mở rộng (Suối Tiên – LTH) đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi.	Đến 2030-2031
Tuyến Metro số 2	Bến Thành – Thủ Thiêm	5,6km	Đề xuất áp dụng Cơ chế khẩn cấp. Đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi.	Đến 2030
Tuyến Metro số 6	Sân bay Tân Sơn Nhất – Phú Hữu – Thủ Thiêm – LTH	54km	Đang trong giai đoạn quy hoạch.	Chưa xác định
Đường sắt Thủ Thiêm – Long Thành	Kết nối trung tâm TP.HCM đến LTH trong 30 phút khi đi vào hoạt động: Ga Thủ Thiêm – [20 ga trung gian] – LTH	42km	Mục tiêu khởi công vào giữa năm 2026.	Đến 2030

Hạ tầng giao thông đường bộ: Đẩy nhanh việc triển khai các dự án mới

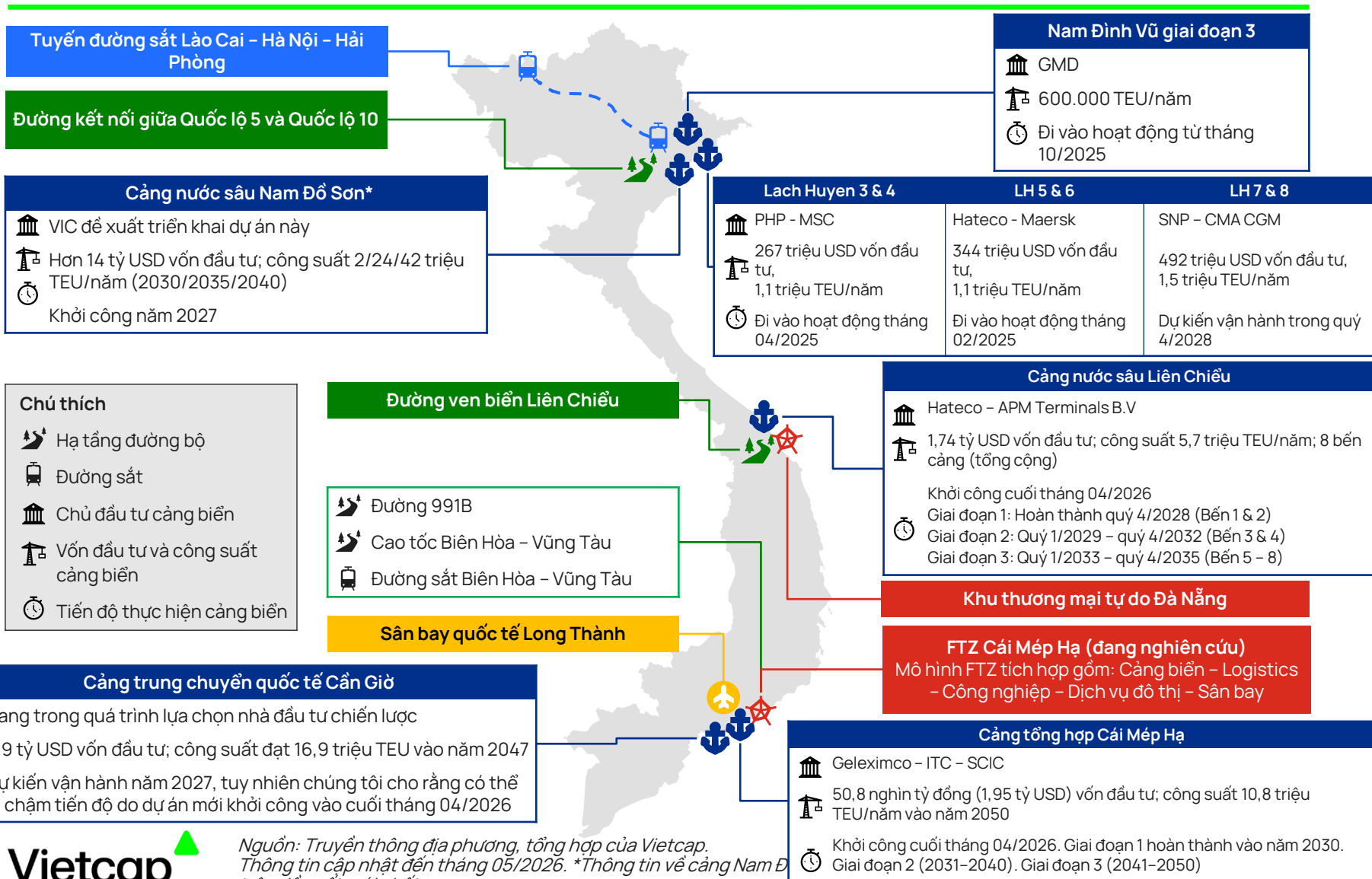
Chúng tôi nhận thấy được sự tăng tốc trong việc triển khai các dự án cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ mới

Các dự án hạ tầng trọng điểm

STT	Dự án	Công suất/Chiều dài/Quy mô	Vốn đầu tư	Tiến độ	Thời gian
1	Cao tốc Bắc - Nam - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2	654 km 724 km	88,1 nghìn tỷ đồng 147 nghìn tỷ đồng	Đã hoàn thành Đang thi công	Hoàn thành trong năm 2026
2	Vành đai 3 TP.HCM	92 km	75,4 nghìn tỷ đồng	Đang thi công	Hoàn thành trong năm 2026
3	Vành đai 4 TP.HCM - Giai đoạn 1	159 km	120,4 nghìn tỷ đồng	Được Quốc hội phê duyệt	Khởi công trước tháng 5/2026. Hoàn thành vào nửa đầu năm 2028.
4	Vành đai 4 Hà Nội	112.8 km	85,8 nghìn tỷ đồng	Đang thi công	Cơ bản hoàn thành năm 2026, đưa vào khai thác năm 2027.
5	Đường sắt tốc độ cao Bắc - Nam	Tốc độ tối đa 350km/h, nối liền TP.HCM - Hà Nội. Dài 1.541km	67,4 tỷ USD	Được Quốc hội phê duyệt	Khởi công cuối năm 2026. Hoàn thành năm 2035.
6	Đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh	Tốc độ tối đa 350km/h. Nối liền Hà Nội - Quảng Ninh. Dài 120km	147,4 nghìn tỷ đồng	Đang thi công	Khởi công ngày 12/4/2026. Hoàn thành năm 2028.
7	Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	Tuyến chính: 391km, tuyến nhánh: 28km	203,2 nghìn tỷ đồng	Đang triển khai	2025 - 2030
8	Đường sắt Biên Hòa - Vũng Tàu	122.7 km	163,1 nghìn tỷ đồng	Quy hoạch được Thủ tướng phê duyệt	
9	Đường kết nối Sân bay Gia Bình với Hà Nội	41.3km	83 nghìn tỷ đồng	Được Thủ tướng phê duyệt theo hình thức công trình khẩn cấp	Hoàn thành trước APEC 2027.
10	Vành đai 5 Hà Nội	340km	~265,5 nghìn tỷ đồng (sơ bộ)	Đang chờ phê duyệt các đoạn chính	Một phần đang triển khai; phần lớn dự kiến khởi công trong quý 4/2026.
11	Cao tốc Vinh - Thanh Thủy	60 km	24 nghìn tỷ đồng	Được Quốc hội phê duyệt	Khởi công ngày 18/5/2026.
12	Mở rộng Cao tốc Bắc - Nam	1.144 km	152 nghìn tỷ đồng	Bộ GTVT đề xuất	Khởi công trong quý 2/2026, hoàn thành một phần trong quý 4/2028.

Cảng biển: Mở rộng hệ thống cảng biển trên toàn quốc đồng bộ với phát triển hạ tầng đường bộ và các khu thương mại tự do (FTZ); triển vọng thương mại tích cực

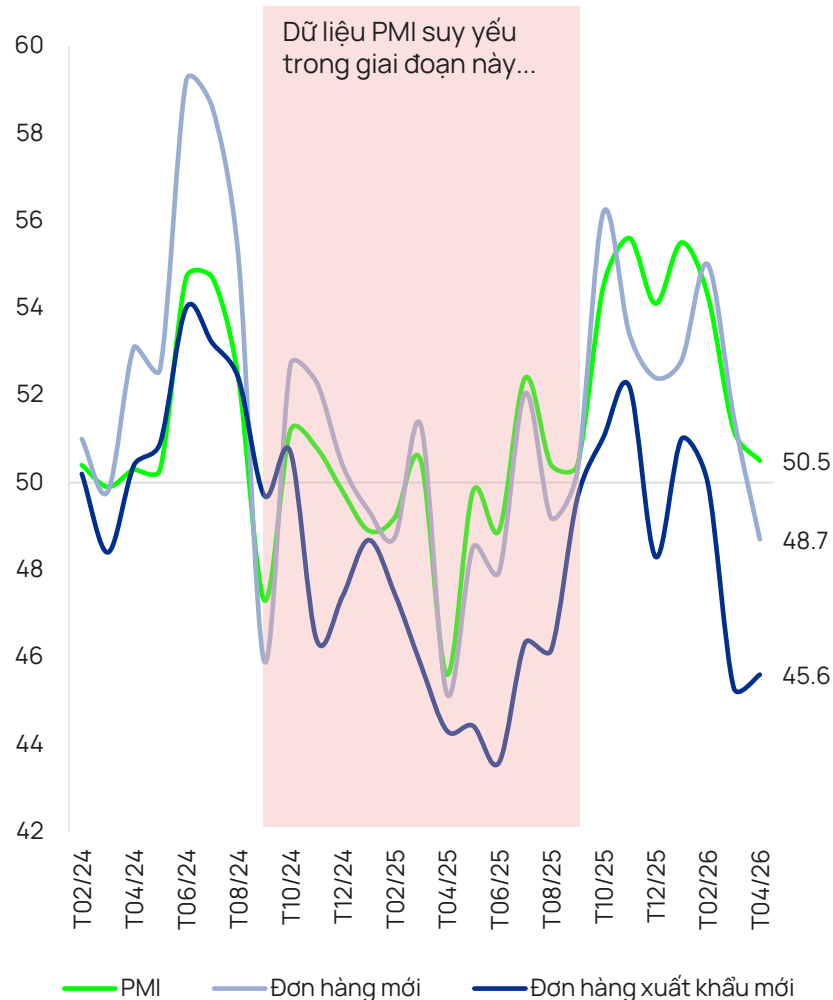
Cảng biển: Tăng trưởng công suất cảng biển trên toàn quốc đồng bộ với hạ tầng giao thông và các khu thương mại tự do (FTZ)



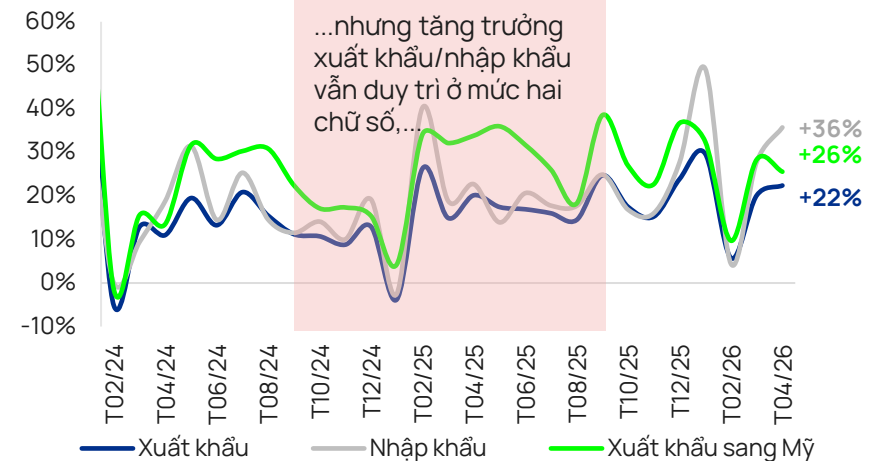
Nguồn: Truyền thông địa phương, tổng hợp của Vietcap. Thông tin cập nhật đến tháng 05/2026. *Thông tin về cảng Nam Đình Vũ để xuất mới nhất.

PMI suy yếu củng cố triển vọng thương mại thận trọng hơn; dự địa tăng trưởng có thể xuất hiện nếu xu hướng phân kỳ giữa PMI và hoạt động thương mại trong lịch sử lặp lại (1)

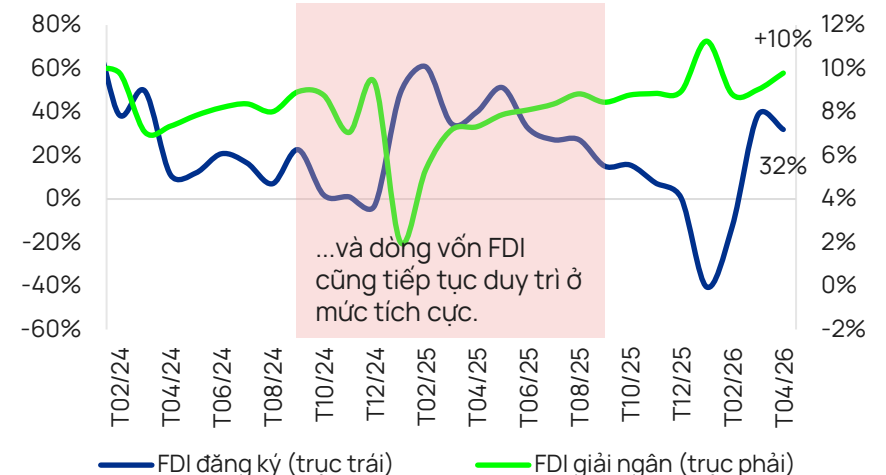
PMI của Việt Nam và các chỉ số thành phần được chọn



Tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam so với cùng kỳ



FDI đăng ký và FDI giải ngân của Việt Nam, tăng trưởng so với cùng kỳ lũy kể từ đầu năm



PMI suy yếu củng cố triển vọng thương mại thận trọng hơn; dư địa tăng trưởng có thể xuất hiện nếu xu hướng phân kỳ giữa PMI và hoạt động thương mại trong lịch sử lặp lại (2)

Nhận định về PMI tháng 3-4/2026 và tác động đối với thông lượng hàng hóa của GMD

PMI của Việt Nam trong tháng 3 và tháng 4/2026 suy yếu dưới tác động của xung đột Trung Đông. Các chỉ số thành phần quan trọng của ngành sản xuất, bao gồm Đơn hàng mới và Đơn hàng xuất khẩu mới, đã giảm xuống dưới ngưỡng 50 sau nhiều tháng duy trì trong vùng mở rộng, qua đó cho thấy nhu cầu thương mại có thể suy yếu trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, một diễn biến tương tự cũng đã xảy ra trong giai đoạn tháng 9/2024 đến tháng 9/2025, khi các chỉ số này thường xuyên rơi vào vùng thu hẹp. Dù vậy, tăng trưởng thương mại và dòng vốn FDI vẫn duy trì tích cực trong suốt giai đoạn đó, như minh họa trong ba biểu đồ trước (giai đoạn được đánh dấu màu đỏ).

Đối với GMD, trong Báo cáo Cập nhật gần nhất của chúng tôi (ngày 25/05/2026), chúng tôi đã phản ánh một mức độ suy yếu nhất định của nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu, qua đó dẫn đến dự báo tăng trưởng thông lượng hàng hóa của GMD ở mức thấp hơn. Tuy nhiên, nếu mô hình của giai đoạn 2024-2025 lặp lại (tức PMI vẫn yếu nhưng dữ liệu thương mại thực tế và dòng vốn FDI vẫn duy trì tích cực), thì dự báo tăng trưởng thông lượng hiện tại của chúng tôi đối với GMD vẫn còn dư địa tăng trưởng.

Kết quả thông lượng hàng hóa quý 1/2026 của GMD

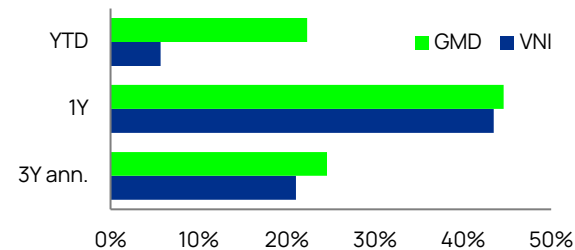
Nghìn TEU	Q1 2025	Q4 2025	Q1 2026	QoQ	YoY	2026F*	2026F YoY	Q1 2026/ dự báo 2026
Nam Đình Vũ	355	380	328	-14%	-8%	1.720	15%	19%
Gemalink	440	527	523	-1%	19%	2.121	10%	25%
Phước Long + Bình Dương	340	501	382	-24%	12%	1.787	8%	21%
Tổng cộng	1.135	1.408	1.233	-12%	9%	5.629	11%	22%

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

GMD – Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2026, định giá vẫn hấp dẫn [MUA +30,8%]

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	74.900VND	Doanh thu (tỷ đồng)	5.946	7.340	8.149	8.622
Giá mục tiêu*	95.500VND	% YoY	23%	23%	11%	6%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	1.676	2.645	2.997	3.504
		% YoY	15%	58%	13%	17%
TL tăng	+27,5%	EPS lõi** % YoY	24%	30%	12%	16%
Lợi suất cổ tức	3,3%	Biên LN gộp	45,7%	46,1%	46,8%	47,2%
Tổng mức sinh lời	+30,8%	Biên EBITDA	34,4%	36,7%	37,9%	38,8%
		Biên LN từ HĐKD	27,4%	29,2%	31,0%	32,2%
Ngành	Cảng	Biên LN ròng	28,2%	36,0%	36,8%	40,6%
GT vốn hóa	31,6 nghìn tỷ đồng	FCF/Doanh thu	5,0%	5,7%	29,9%	32,1%
Room KN	2.430,1 tỷ đồng	EV/EBITDA	9,8x	7,6x	6,8x	6,1x
GTGD/ngày (30n)	126,2 tỷ đồng	P/E**	17,1x	13,1x	11,7x	10,1x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	2,4x	2,2x	1,9x	1,7x
SL cổ phiếu lưu hành	432,9 triệu	ROE	15,6%	19,2%	19,1%	19,5%
Pha loãng	432,9 triệu					

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 25/05/2026.



Tổng quan Công ty

GMD là một trong những công ty vận hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics nội địa hàng đầu Việt Nam, với năng lực tích hợp xuyên suốt chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là điều hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics.

Chúng tôi tiếp tục đánh giá tích cực GMD nhờ (1) hệ thống cảng chất lượng cao, được vận hành hiệu quả và sở hữu vị trí chiến lược, (2) nền tảng thương mại mạnh của Việt Nam, và (3) diễn biến thuận lợi của thị trường cảng biển. Tại miền Bắc, công suất mới tại Lạch Huyện đang làm gia tăng mức độ cạnh tranh trong phân khúc cảng nước sâu, tuy nhiên NDV vẫn duy trì khả năng cạnh tranh tốt; trong khi tại miền Nam, nhu cầu mạnh và nguồn cung hạn chế đang hỗ trợ cho toàn bộ các cảng phía Nam của GMD. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng 5 năm tới của GMD, do đây là cảng duy nhất có kế hoạch mở rộng rõ ràng tại khu vực Cái Mép – Thị Vải (CM-TV), qua đó giúp cảng có vị thế thuận lợi để nắm bắt đà gia tăng của nhu cầu trong giai đoạn tới. Vui lòng tham khảo thêm thông tin chi tiết tại [Báo cáo Ngành Cảng biển](#) ngày 26/02/2026 của chúng tôi.

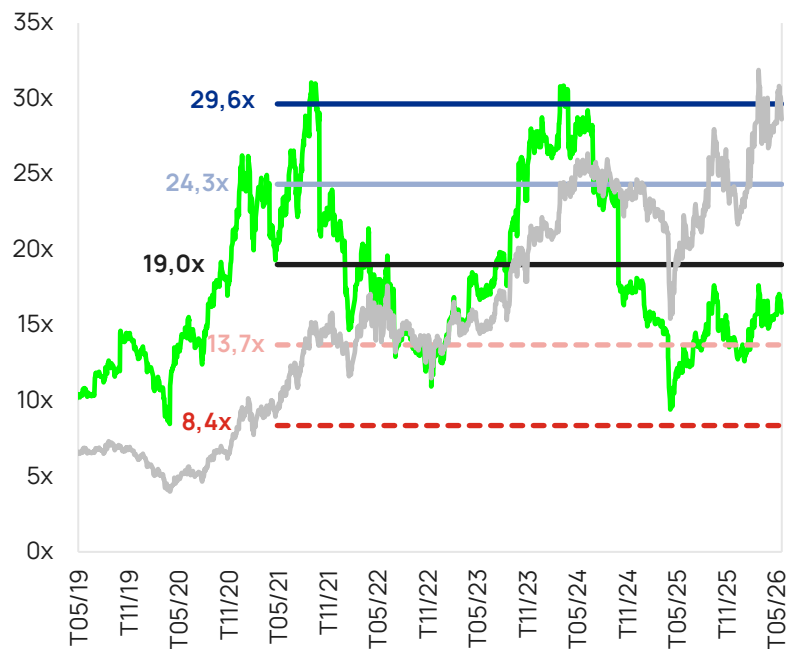
Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi năm 2026 sẽ tăng 34% YoY, nhờ đóng góp tích cực từ tất cả các cảng. Tại khu vực phía Bắc, thông lượng của NDV dự kiến sẽ tăng 15% YoY nhờ mở rộng NDV3, trong khi giá bán trung bình tăng 5% YoY. Tại khu vực phía Nam, tăng trưởng của ICD Phước Long và cảng Bình Dương chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán trung bình (+20% YoY), cùng với tăng trưởng sản lượng 8% YoY. Đối với GML, chúng tôi cũng dự báo tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ sản lượng tăng (+10% YoY), giá bán trung bình tăng (+10% YoY) và biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá bán trung bình cao hơn và đòn bẩy hoạt động.

Định giá vẫn hấp dẫn so với mức trung bình 5 năm của công ty và các doanh nghiệp cùng ngành, trong khi triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực. Tại mức giá hiện tại, GMD hiện đang giao dịch ở mức P/E cốt lõi năm 2026 là 13,1x và EV/EBITDA là 7,6x, thấp hơn lần lượt khoảng 1,1 và 1,6 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm. So với các doanh nghiệp cùng ngành, GMD cũng đang được định giá thấp hơn, với EV/EBITDA trượt 12 tháng và năm 2026 lần lượt là 9,2x và 7,6x, trong khi mức trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành ngoài Trung Quốc là 11,5x và 11,1x. Theo quan điểm của chúng tôi, mức chiết khấu này nhìn chung chưa hợp lý nếu xét đến triển vọng thương mại tích cực hơn của Việt Nam, vị thế dẫn đầu của GMD và kế hoạch mở rộng công suất rõ ràng tại GML. Theo kế hoạch hiện tại, GML2 và GML3 có thể giúp GMD tăng gấp đôi công suất lên 3 triệu TEU/năm, và công suất có thể tăng lên tới 4 triệu TEU/năm nếu đề xuất kéo dài cầu cảng được phê duyệt. Trong quá khứ, GMD thường giao dịch với mức định giá cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Định giá so với giá trong quá khứ của GMD

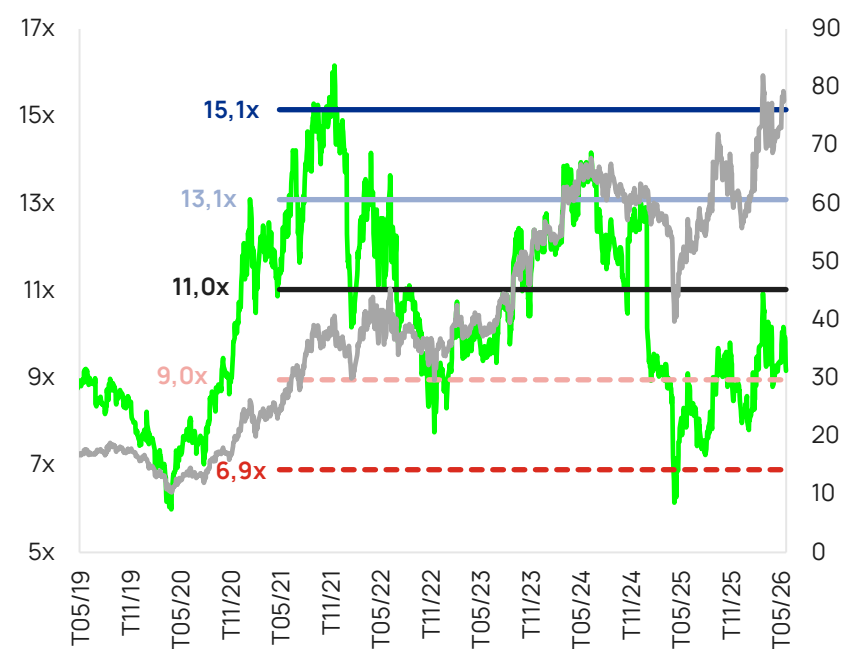
GMD đang được giao dịch ở mức thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (SD) so với mức trung bình 5 năm của P/E cốt lõi trượt và thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm của EV/EBITDA trượt.

Hệ số P/E cốt lõi trượt của GMD*



- P/E, cốt lõi
- Trung bình 5 năm
- +2 SD
- +1 SD
- - - -1 SD
- - - -2 SD
- Giá cổ phiếu (nghìn đồng, trục phải)

Hệ số EV/EBITDA trượt của GMD**



- EV/EBITDA trượt*
- Trung bình 5 năm
- +2 SD
- +1 SD
- - - -1 SD
- - - -2 SD
- Giá cổ phiếu (nghìn đồng, trục phải)

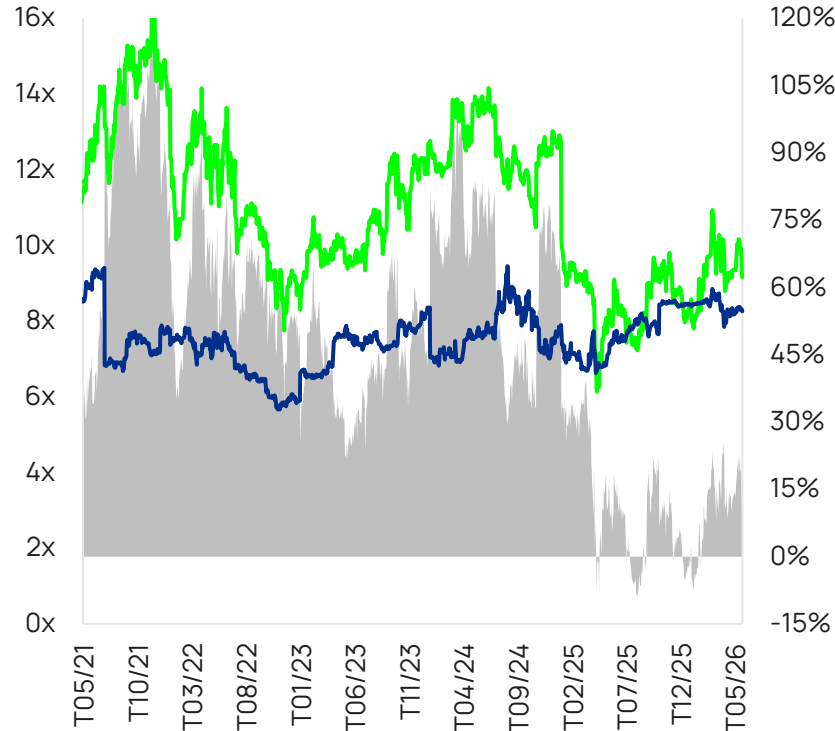
Định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành (1)

Công ty	Quốc gia	VHTT (triệu USD)	DT trượt (triệu USD)	DT trượt YoY%	LNST trượt (triệu USD)	LNST trượt YoY%	CAGR DT 5 năm gần nhất %	CAGR LNST- CĐT5 5 năm gần nhất %	CAGR EBITDA 5 năm gần nhất %**	Nợ ròng/ VCSH quý gần nhất %	ROE 2024 %	ROA 2024 %	ROE TB 5 năm %	ROA TB 5 năm %	P/E trượt x	EV/ EBITDA trượt x**	P/E 2026F x	EV/ EBITDA 2026F x***
China Merchants Port	Trung Quốc	8.060	2.460	6%	1.260	4%	6%	17%	8%	24%	7%	2%	7%	2%	8,0x	11,9x	7,7x	N/A
Qingdao Port	Trung Quốc	8.120	2.700	-1%	801	-4%	7%	7%	8%	-20%	12%	8%	12%	8%	8,2x	6,9x	7,7x	5,8x
Shanghai Port	Trung Quốc	17.510	5.690	4%	2.140	-4%	9%	10%	9%	8%	10%	6%	11%	7%	8,7x	6,5x	8,7x	6,0x
Tangshan Port	Trung Quốc	4.050	840	9%	322	16%	-6%	2%	0%	-35%	9%	8%	9%	8%	13,3x	6,6x	13,4x	6,2x
China Merchants Port Holding	Hồng Kông	8.430	1.710	13%	986	-22%	8%	5%	5%	16%	6%	4%	7%	4%	10,4x	8,3x	8,8x	7,1x
Westports	Malaysia	5.240	817	40%	266	21%	10%	9%	7%	6%	25%	12%	26%	13%	19,7x	11,5x	18,0x	11,1x
Intl Container Term Svcs	Philippines	26.740	3.450	21%	1.180	28%	17%	92%	20%	175%	56%	13%	64%	12%	23,9x	13,8x	22,4x	12,8x
Trung vị các công ty cùng ngành		8.120	2.460	9%	986	4%	8%	9%	8%	8%	10%	8%	11%	8%	10,4x	8,3x	8,8x	6,7x
Trung vị các CT cùng ngành của TQ		8.090	2.580	5%	1.030	0%	7%	8%	8%	-6%	10%	7%	10%	7%	8,5x	6,7x	8,2x	6,0x
Trung vị các CT cùng ngành ngoài TQ		8.430	1.710	21%	986	21%	10%	9%	7%	16%	25%	12%	26%	12%	19,7x	11,5x	18,0x	11,1x
GMD	Việt Nam	1.213	234	20%	103*	30%*	18%	27%*	25%	-15%	16%*	11%*	13%*	8%*	15,8x*	9,2x	13,1x*	7,6x

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tại ngày 27/05/2026). Các chỉ số định giá năm 2026 của GMD được xây dựng dựa trên dự báo theo kịch bản cơ sở của Vietcap. * Đối với các chỉ số này của GMD, chúng tôi sử dụng lợi nhuận cốt lõi (lợi nhuận không bao gồm lãi từ thoái vốn và các khoản thu nhập/chi phí khác). ** Chúng tôi sử dụng EBITDA bao gồm phần đóng góp từ các công ty liên kết. *** Do dữ liệu đồng thuận của Bloomberg không có phần đóng góp dự phóng từ các công ty liên kết đối với các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi sử dụng kết quả cả năm gần nhất để tính toán EBITDA dự phóng của các doanh nghiệp cùng ngành, bao gồm cả phần thu nhập/(lỗ) từ các công ty liên kết.

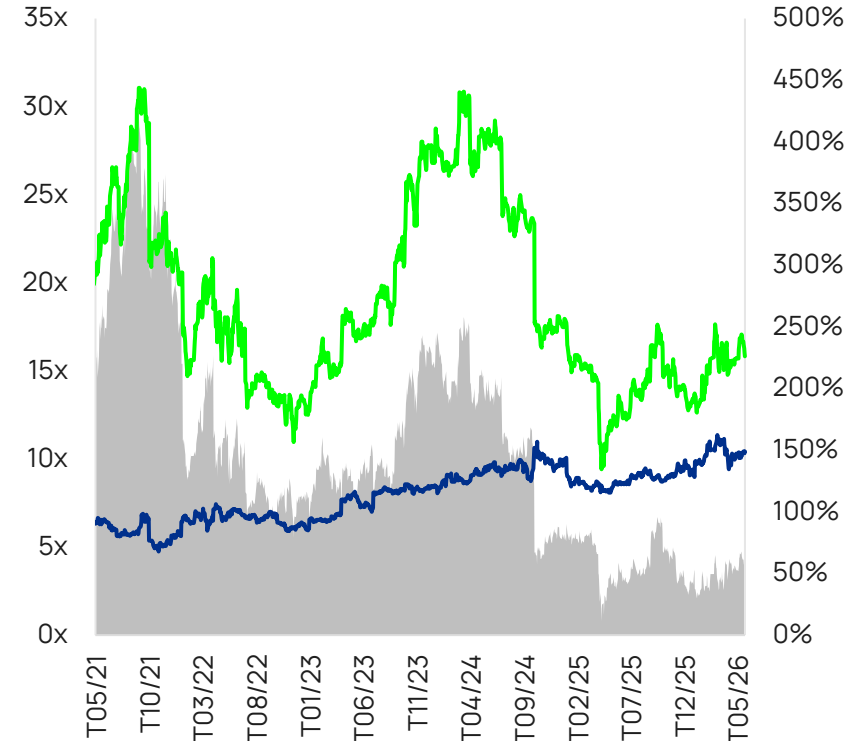
Định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành (2)

Hệ số EV/EBITDA trượt của GMD và mức trung vị EV/EBITDA trượt của nhóm doanh nghiệp cùng ngành tổng hợp



Chênh lệch so với các công ty cùng ngành (trục phải)
 GMD (trục trái)
 Trung vị các công ty cùng ngành (trục trái)

Hệ số P/E cốt lõi trượt của GMD** so với mức trung vị P/E trượt của nhóm doanh nghiệp cùng ngành tổng hợp

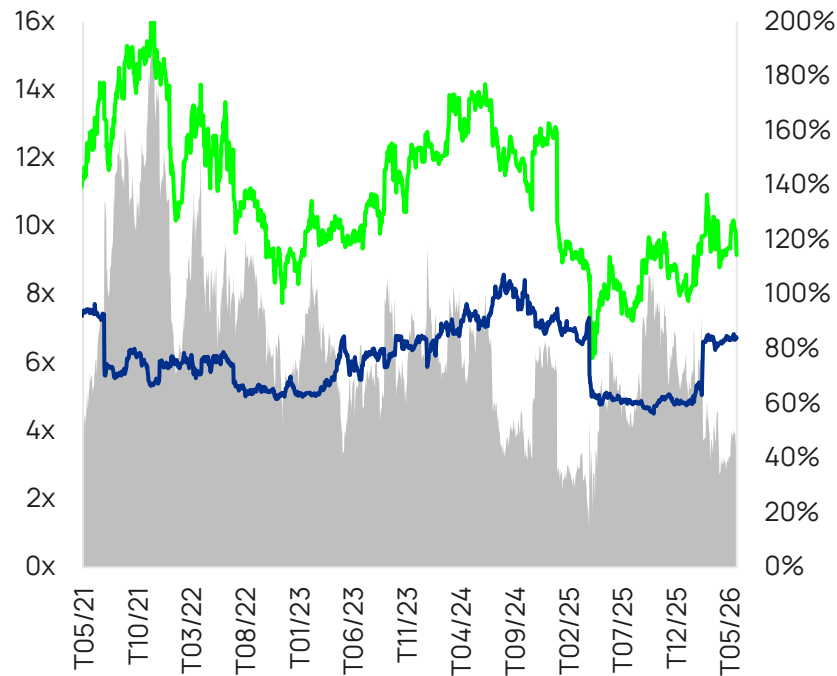


Chênh lệch so với các công ty cùng ngành (trục phải)
 GMD (trục trái)
 Trung vị các công ty cùng ngành (trục trái)

Định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành (3)

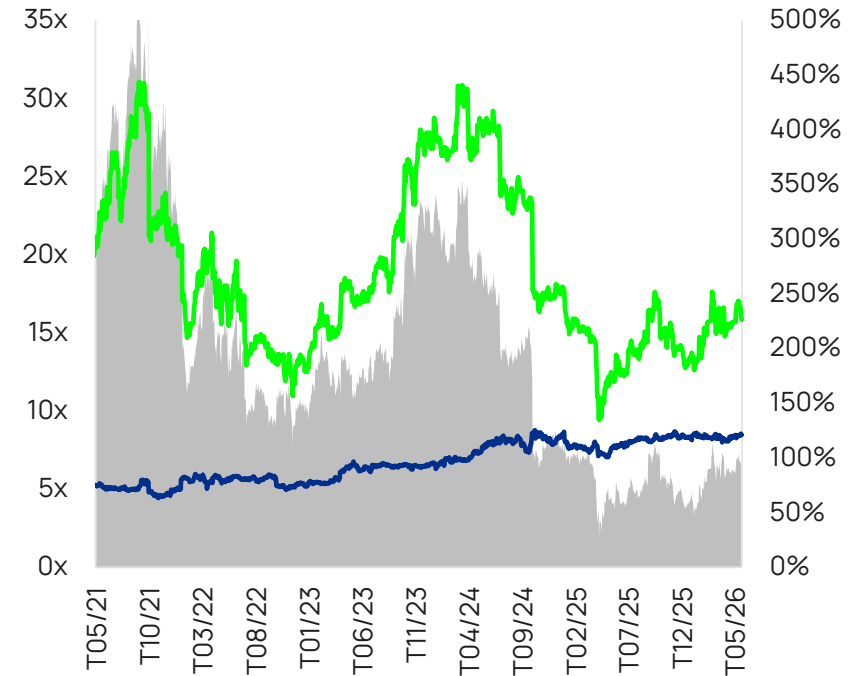
So với các công ty cùng ngành Trung Quốc, GMD đang được giao dịch ở mức định giá cao hơn đáng kể. Chúng tôi cho rằng điều này là hợp lý, do các rào cản thương mại mà Trung Quốc phải đối mặt cao hơn nhiều so với Việt Nam.

EV/EBITDA trượt của GMD và trung vị các CTCN Trung Quốc*



- Chênh lệch so với các công ty cùng ngành (trục phải)
- GMD (trục trái)
- Trung vị các CTCN Trung Quốc (trục trái)

P/E cốt lõi trượt của GMD* so với P/E trượt trung vị các CTCN Trung Quốc

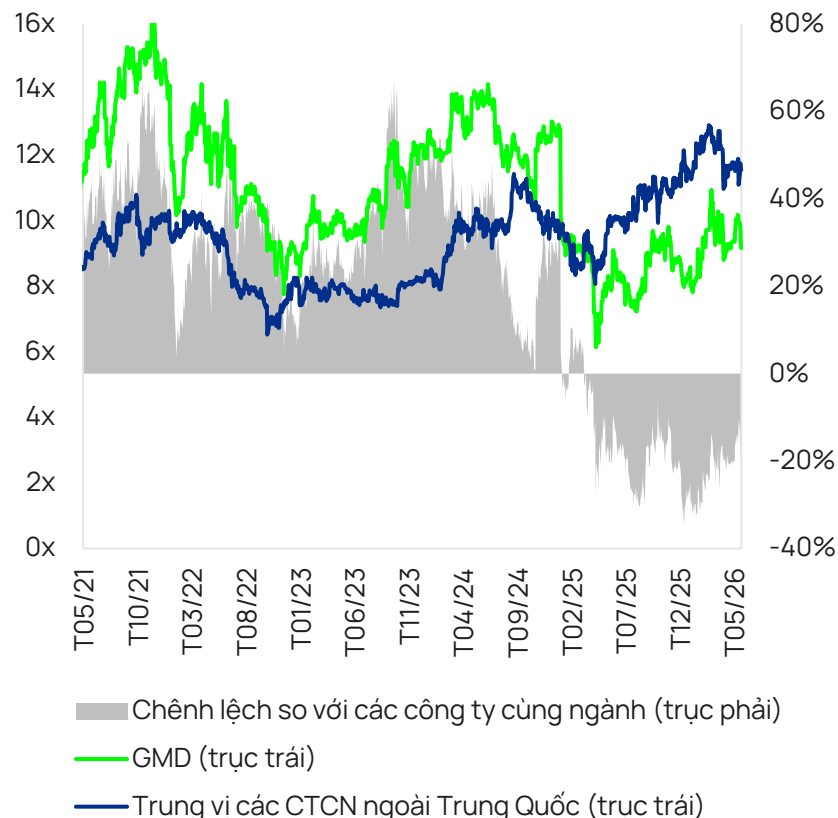


- Chênh lệch so với các công ty cùng ngành (trục phải)
- GMD (trục trái)
- Trung vị các CTCN Trung Quốc (trục trái)

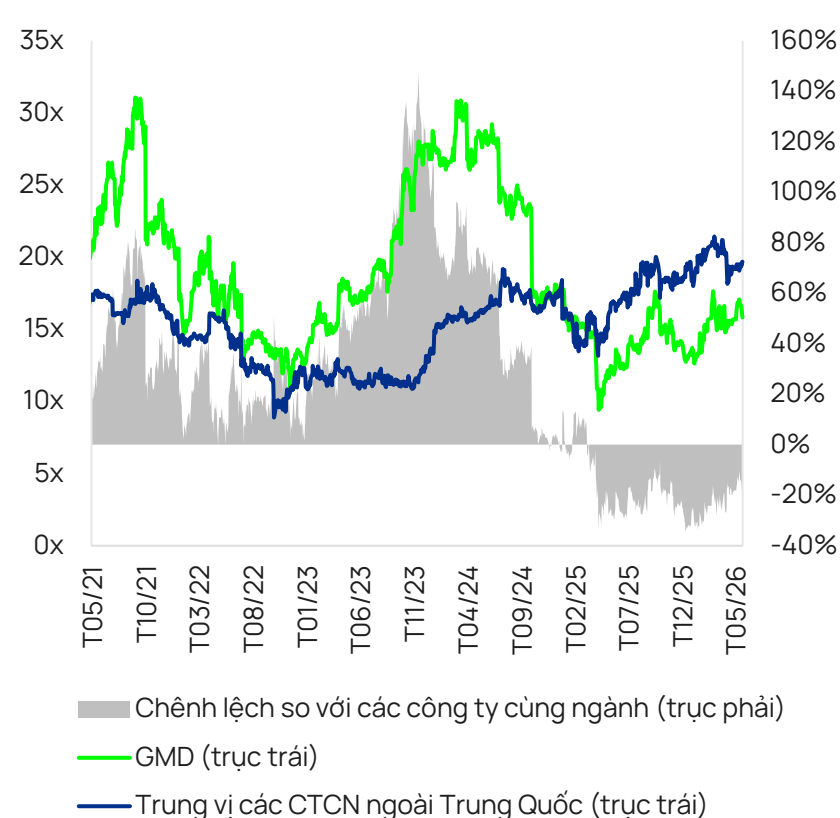
Định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành(4)

So với các doanh nghiệp cùng ngành ngoài Trung Quốc, GMD đang được giao dịch với mức chiết khấu, mặc dù Việt Nam có triển vọng thương mại tương đối tích cực hơn (nhờ chênh lệch thuế quan với Mỹ ở mức thấp và các yếu tố nền tảng vững chắc từ xu hướng “China+1”), vị thế dẫn đầu của GMD trong ngành cảng biển trong nước và các kế hoạch mở rộng công suất của công ty. Do đó, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của GMD là hấp dẫn khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành.

EV/EBITDA trượt của GMD và mức trung vị EV/EBITDA trượt của nhóm doanh nghiệp cùng ngành ngoài Trung Quốc*



P/E cốt lõi trượt của GMD so với mức trung vị P/E trượt của nhóm doanh nghiệp cùng ngành ngoài Trung Quốc.**



Ngành Sản xuất Công nghiệp

Tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ kể từ đầu năm, nhưng rủi ro tái áp đặt thuế quan giúp các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững và mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ thấp ở vị thế thuận lợi hơn

Tháng 5/2026

Tổng quan

Triển vọng ngành sản xuất năm 2026: Tăng trưởng xuất khẩu YTD mạnh mẽ, nhưng rủi ro tái áp đặt thuế quan giúp các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững và mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ thấp ở vị thế thuận lợi hơn

- **Bối cảnh vĩ mô:** Sau cú sốc thuế quan của Mỹ vào tháng 4/2025, mức thuế suất cơ sở tạm thời 10% sẽ được áp dụng đến hết tháng 7/2026, và chu kỳ điều chỉnh thuế tiếp theo là rủi ro chính cần theo dõi. Rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ đã hạ nhiệt, và bối cảnh thị trường Mỹ tăng trưởng chậm hơn nhưng ổn định hơn sẽ hỗ trợ cho triển vọng xuất khẩu năm 2026 của Việt Nam. Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh kể từ đầu năm (YTD), dù thâm hụt thương mại có xu hướng mở rộng do gia tăng nhập khẩu máy tính/linh kiện điện tử và nhiên liệu.
- **Mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ theo ngành:** Dệt may và gỗ vẫn là các ngành chịu ảnh hưởng lớn nhất trong kịch bản tái áp đặt thuế quan, do tỷ trọng doanh thu trực tiếp từ thị trường Mỹ ở mức cao. Ngành giấy bao bì ít chịu tác động trực tiếp từ thị trường Mỹ, qua đó giúp các doanh nghiệp trong nước được "bảo vệ" trước chu kỳ thuế quan tiếp theo, diễn biến này củng cố cho quan điểm ưu tiên của chúng tôi đối với các cổ phiếu có lợi thế cạnh tranh bền vững trong mảng này.

Phân ngành giấy bao bì: Tình trạng dư cung toàn ngành được giải quyết, kết hợp với tăng trưởng nhu cầu bền vững

- **Tái cân bằng nguồn cung:** Việc đóng cửa làng nghề giấy Phong Khê đã loại bỏ khoảng 1,9 triệu tấn/năm công suất toàn ngành tính đến cuối quý 2/2025, qua đó giải quyết tình trạng dư cung vốn từng gây áp lực lên giá bán trung bình (ASP) giai đoạn 2023-24.
- **Triển vọng nhu cầu:** Theo VPPA, nhu cầu giấy bao bì tại Việt Nam dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) từ 8-10% đến năm 2030, được hỗ trợ bởi xu hướng chuyển đổi sang bao bì xanh vì môi trường, hoạt động sản xuất/xuất khẩu duy trì tích cực, và sản lượng từ thương mại điện tử dự kiến tăng gấp ba lần vào năm 2030.
- **Chi phí đầu vào:** Giá nguyên liệu đầu vào OCC (giấy tái chế) vẫn duy trì ổn định; các doanh nghiệp đảm bảo được lượng hàng tồn kho OCC trong bối cảnh giá OCC có xu hướng tăng sẽ có vùng đệm phòng ngừa rủi ro liên quan đến căng thẳng Trung Đông trong ngắn hạn.

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu - DHC

- **Luận điểm đầu tư chính:** DHC nắm giữ khoảng 4% thị phần giấy bao bì tại Việt Nam thông qua hai nhà máy giấy bao bì và hai nhà máy bao bì carton, sở hữu lợi thế về chi phí thấp và ít chịu tác động trực tiếp từ thuế quan của Mỹ. Trong quý 1/2026, DHC ghi nhận KQKD tích cực với LNST sau lợi ích CĐTS tăng 81% YoY, nhờ sự phục hồi ASP toàn ngành và hiệu suất vận hành nhà máy bao bì carton đạt 100% vào cuối năm 2025 (so với mức 70% trong năm 2024). Chúng tôi kỳ vọng ASP ở các mảng sẽ duy trì ở mức cao, nhờ sự tái cân bằng cung - cầu trong bối cảnh nhu cầu gia tăng. Dự án mở rộng Giao Long 3 (GL3) giúp bổ sung thêm 390.000 tấn/năm (+128% công suất) với cơ cấu sản phẩm 30% kraftliner / 70% testliner sẽ là động lực tăng trưởng cốt lõi trong dài hạn. Tiến độ xây dựng nhà máy GL3 hiện vẫn đi đúng lộ trình, dự kiến vận hành trong nửa cuối năm 2027, với kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ diễn ra nhanh chóng.
- **Rủi ro chính:** Các đối thủ cạnh tranh gia tăng công suất gây áp lực lên ASP, kết quả áp thuế từ Mỹ cao hơn dự kiến, và chi phí OCC/cước vận chuyển tăng đột biến.

Ngành Công nghiệp: Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

Dữ liệu chính

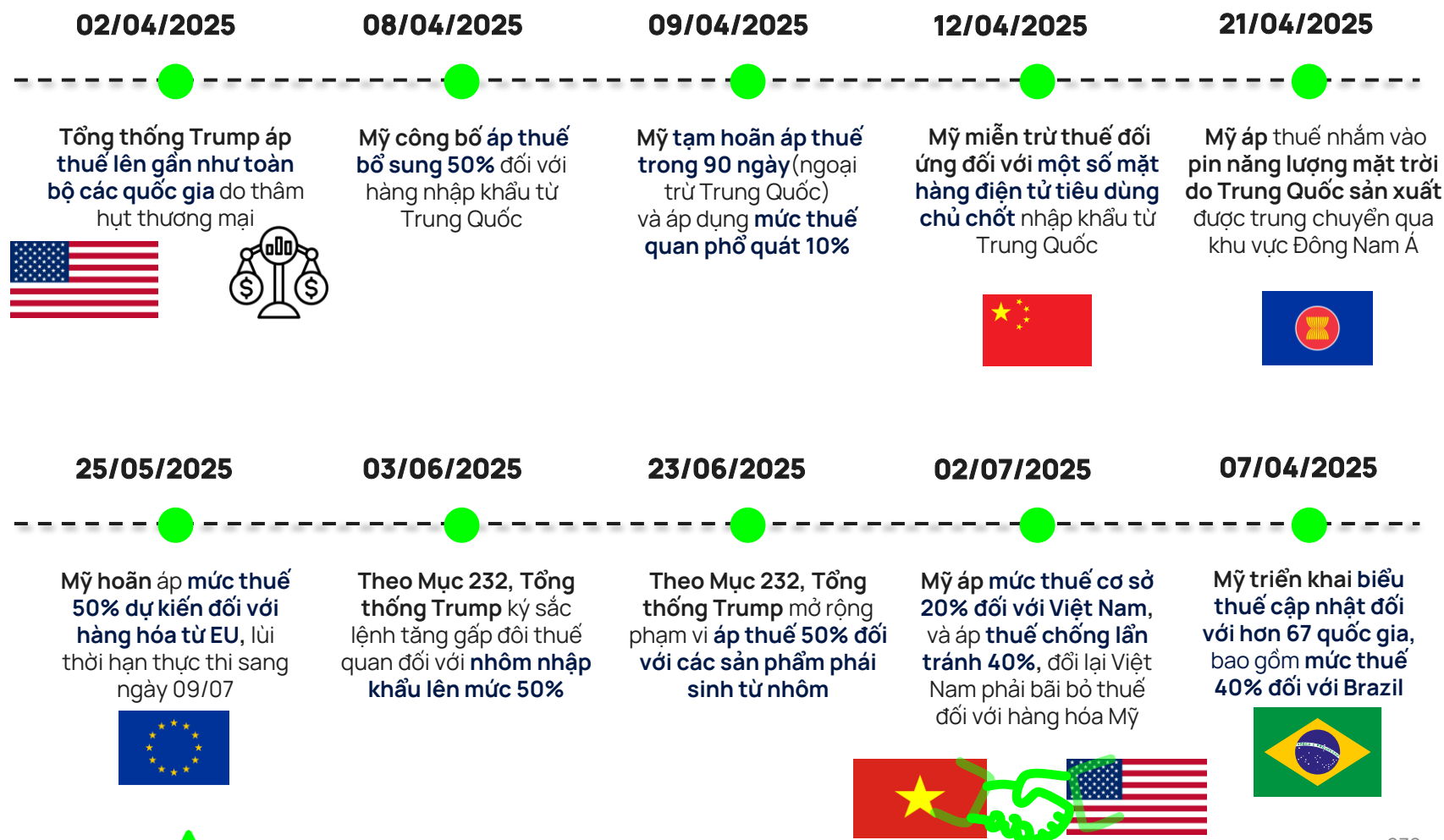
Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDT B 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
DGC	ĐANG ĐÁNH GIÁ LẠI	688	0%	5%	303	5,7	47.750	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
DHC	MUA	132	0%	35%	20	0,3	36.000	40.100	16/12/25	11,4%	3,6%	15,0%
PTB	KQ	152	0%	16%	14	0,7	39.950	52.000	06/10/25	30,2%	5,3%	35,4%
STK	KQ	65	0%	18%	53	0,0	12.150	25.500	17/01/25	109,9%	0,0%	109,9%
TLG	MUA	180	0%	11%	160	0,2	49.050	61.900	12/09/25	26,2%	7,1%	33,3%
ACG	MUA	197	0%	38%	23	0,0	34.350	45.800	15/07/25	33,3%	4,9%	38,3%

Tóm tắt định giá

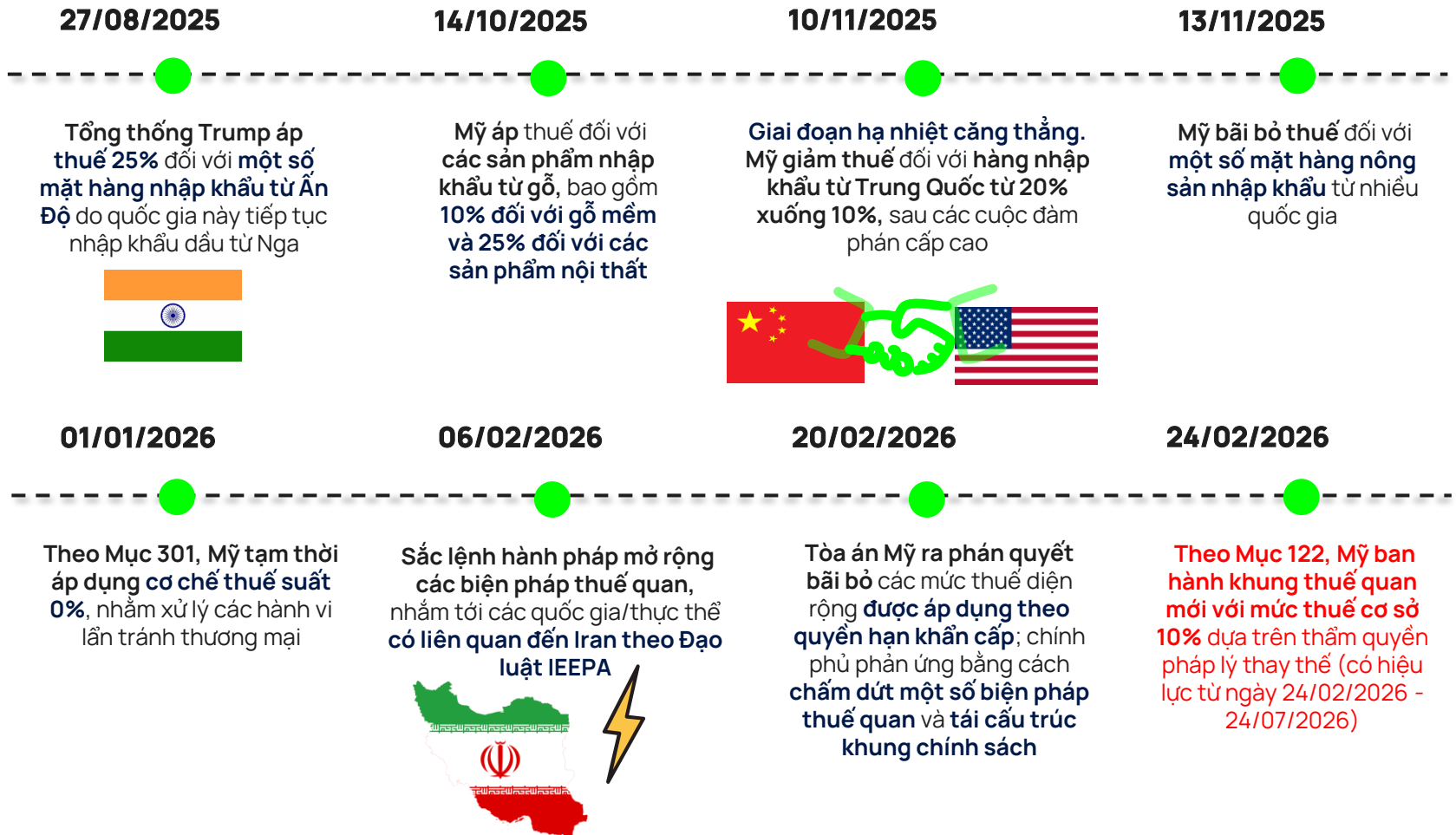
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA* 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
DGC	47.750	1,3%	5,0%	15,1%	6,4x	6,1x	5,3x	2,1x	19%	1,1x	-0,7x
DHC	36.000	62,4%	3,1%	19,3%	8,7x	8,4x	7,1x	5,8x	17%	1,4x	0,5x
PTB	39.950	45,8%	-22,9%	7,5%	5,3x	6,9x	6,4x	4,4x	12%	0,9x	0,5x
STK	12.150	-26,1%	320,7%	65,3%	34,4x	8,2x	4,9x	5,9x	8%	1,0x	1,2x
TLG	49.050	-11,2%	31,8%	15,7%	10,5x	8,0x	6,9x	6,2x	21%	2,0x	0,2x
ACG	34.350	19,9%	26,4%	15,8%	10,8x	8,6x	7,4x	5,1x	14%	1,2x	-0,3x

Từ cú sốc thuế quan đến hạ cánh mềm: Đà phục hồi xuất khẩu của Việt Nam được củng cố, dù rủi ro tái áp đặt thuế quan vẫn là điểm trọng tâm cần theo dõi

[1] Sự leo thang trong chính sách thương mại của Mỹ từ mức thuế quan "Liberation Day" năm 2025



[2] Chính sách thương mại của Mỹ hạ nhiệt về mức thuế cơ sở tạm thời 10% đến hết tháng 7/2026, trước khi có đợt điều chỉnh chính sách tiếp theo



[3] Chính sách thương mại của Mỹ đối với các mặt hàng xuất khẩu dệt may và gỗ của Việt Nam

Tóm tắt mức thuế quan của Mỹ đối với các quốc gia xuất khẩu dệt may chủ chốt

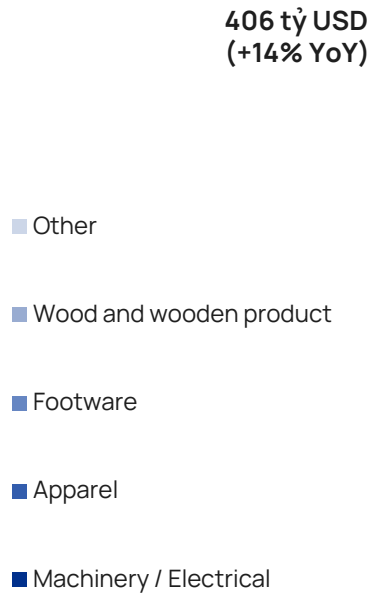
	Tỷ trọng nhập khẩu của Mỹ (2025)	Thuế suất trước các điều chỉnh của Tổng thống Trump	Thuế đối ứng công bố ngày 02/04/2025	Thuế theo IEEPA (có hiệu lực đến 23/02/2026)	Thuế hiện hành (Phụ thu 10% theo Mục 122*, không bao gồm thuế MFN)
Trung Quốc*	14,6%	3,3-18,5%	34%, tăng lên 84% rồi 125%, sau đó giảm về 10%	10%	35% (cộng thêm 25% từ nhiệm kỳ Trump 1)
Việt Nam	20,8%		46%	20%	10%
Bangladesh	10,0%		37%	20%	10%
Ấn Độ**	6,3%		26%	25%	10%
Cambodia	6,2%		49%	19%	10%
Khác	42,1%				

Tóm tắt mức thuế quan của Mỹ đối với các quốc gia xuất khẩu đồ gỗ nội thất chủ chốt

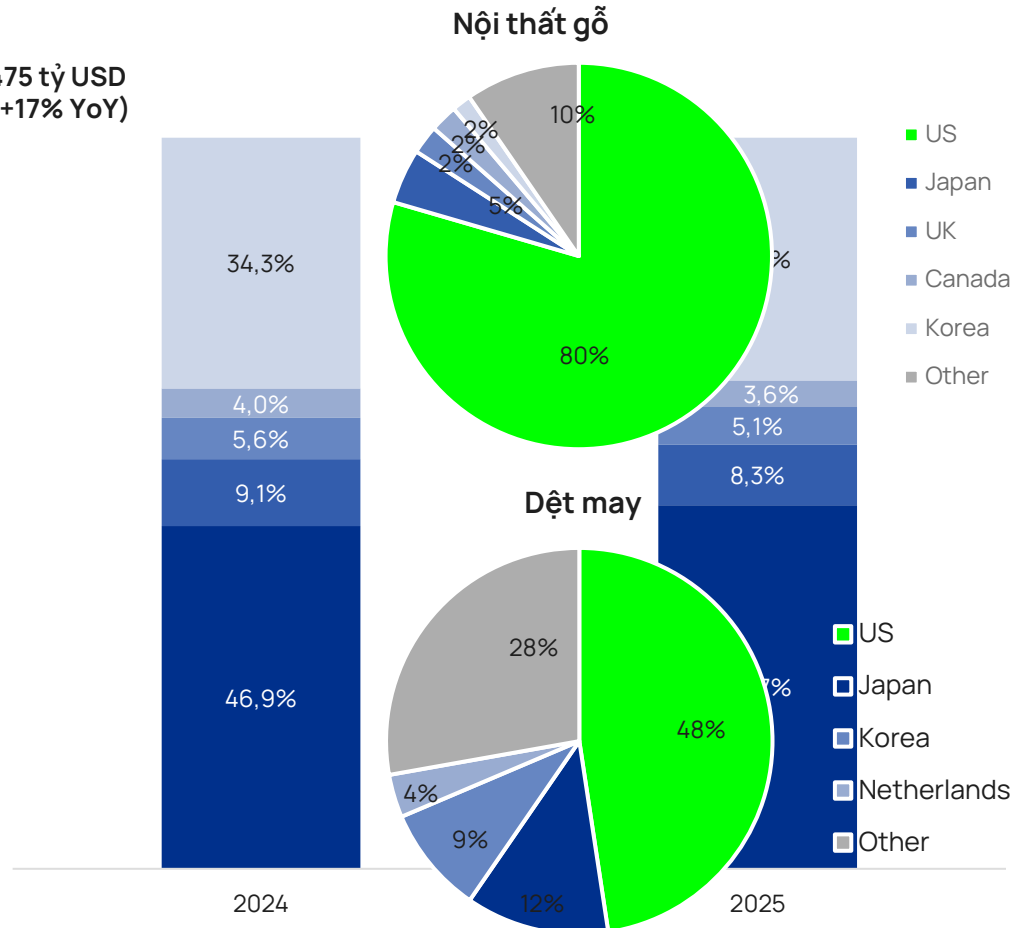
	Tỷ trọng nhập khẩu của Mỹ (2025)	Thuế suất (trước ngày 02/04/2025)	Thuế Chống bán phá giá (CBPG) / Chống trợ cấp (CVD) / Tự vệ	Thuế đối ứng (có hiệu lực từ 07/08/2025)	Thuế gỗ và các sản phẩm gỗ	
					(có hiệu lực từ 14/10/2025)	(có hiệu lực từ 01/01/2027)
Việt Nam	47,1%	- Đồ gỗ nội thất, Gỗ xẻ, Gỗ tròn: 0% - Gỗ dán: 0-8%	- Gỗ cứng & gỗ dán trang trí: đang bị điều tra CBPG/CVD, cùng với Trung Quốc và Indonesia	20%	- Gỗ mềm và gỗ xẻ: 10%	- Gỗ mềm và gỗ xẻ: 10%
Trung Quốc*	10,7%		- Tủ bếp và bàn trang điểm bằng gỗ: Thuế CBPG từ 4,37% - 262,18% và thuế CVD từ 13,33% - 293,45% - Gỗ cứng & gỗ dán trang trí: đang bị điều tra CBPG/CVD, cùng với Việt Nam và Indonesia	45%	- Một số sản phẩm gỗ bọc đệm: 25%	- Một số sản phẩm gỗ bọc đệm: 30%
Canada	6,4%	0% (USMCA)	- Gỗ xẻ: Thuế CVD 14,63% và thuế CBPG 20,56%	35%	- Tủ bếp và bàn trang điểm: 25%	- Tủ bếp và bàn trang điểm: 50%
Mexico	6,2%	0% (USMCA)	Không có	25%		
Khác	29,6%					

Mức độ phụ thuộc đáng kể của xuất khẩu dệt may và gỗ của Việt Nam vào thị trường Mỹ

Giá trị xuất khẩu của Việt Nam

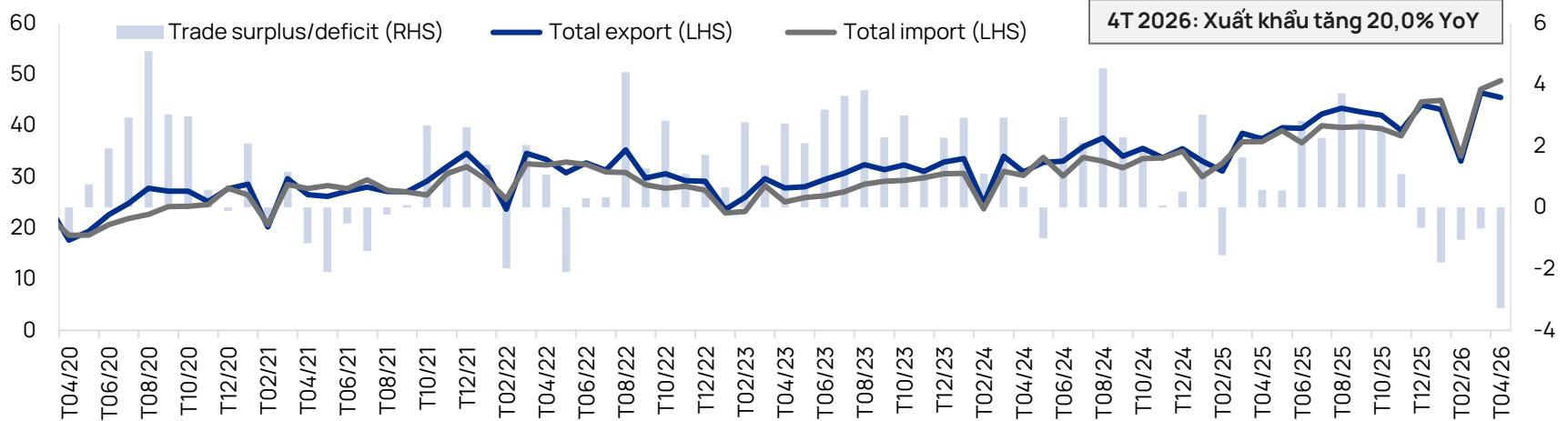


Thị trường xuất khẩu chính của các sản phẩm chủ lực (2024)

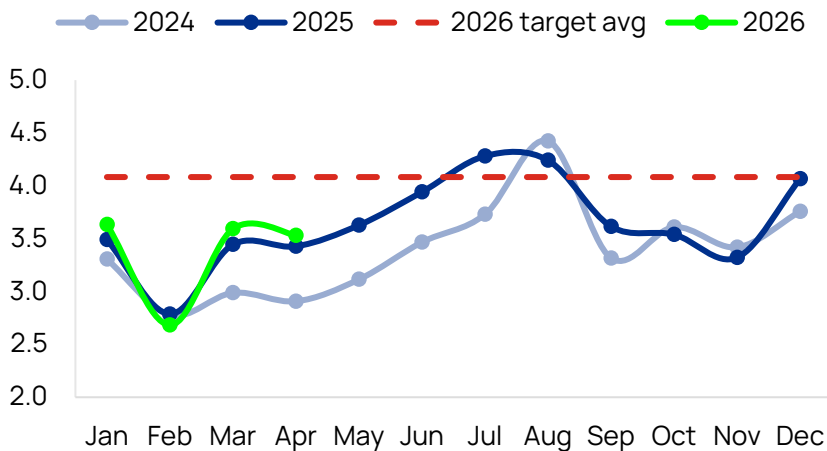


Dù vậy, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam vẫn tiếp tục tăng trưởng mạnh; Thâm hụt thương mại nới rộng do gia tăng nhập khẩu máy tính, linh kiện điện tử và nhiên liệu

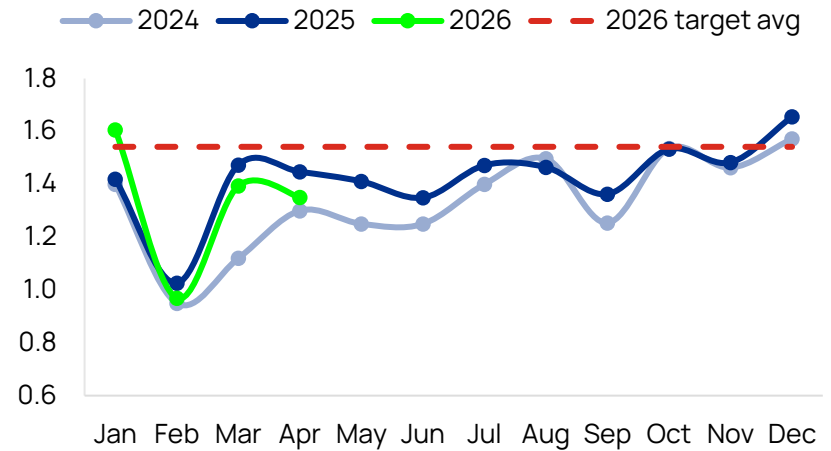
Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam (tỷ USD)



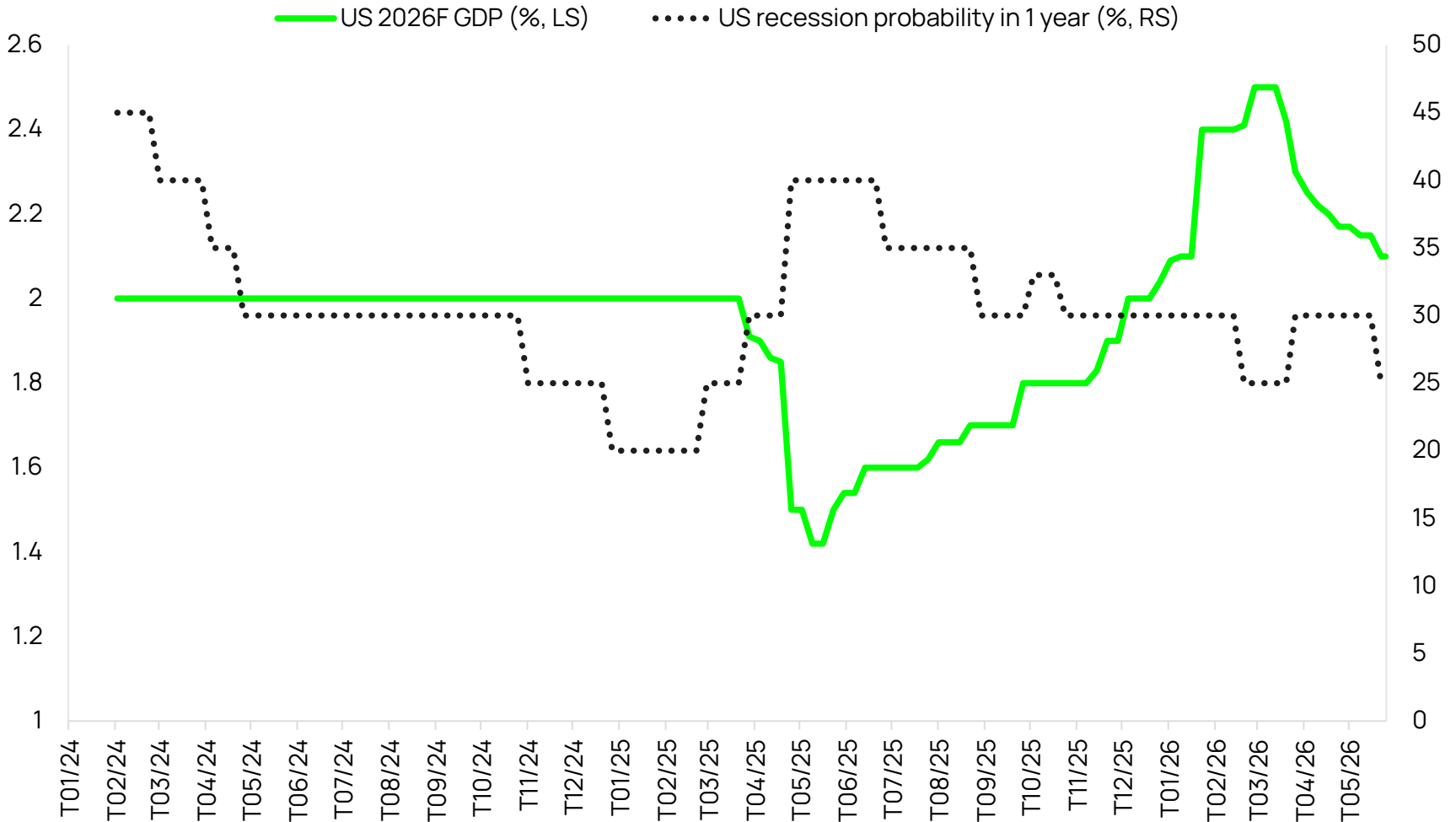
Xuất khẩu dệt may của Việt Nam (tỷ USD)



Xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam (tỷ USD)



Rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ hạ nhiệt – bối cảnh thị trường Mỹ tăng trưởng chậm hơn nhưng ổn định hơn tiếp tục hỗ trợ cho triển vọng xuất khẩu năm 2026 của Việt Nam

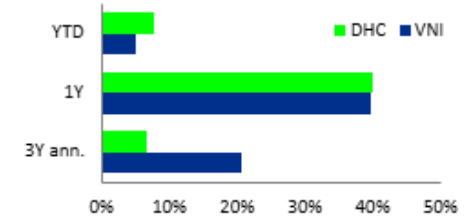


Cổ phiếu lựa chọn: Ưu tiên các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh bền vững, mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ thấp và có các dự án mở rộng

DHC: Việc giảm công suất mang tính cấu trúc của ngành, tăng tốc vận hành các nhà máy bao bì carton và việc vận hành dự án GL3 tạo nền tảng cho đà tăng trưởng nhiều năm

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (26/03)	36.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.631	3.696	4.681	5.567
Giá mục tiêu*	40.100 VND	%YoY	1%	2%	27%	19%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	393	405	483	461
		% YoY	62%	3%	19%	-5%
TL tăng	+11,4%	EPS	62%	3%	19%	-5%
Lợi suất cổ tức	3,6%	Biên LN gộp	16,2%	16,6%	16,0%	15,0%
Tổng mức sinh lời	+15,0%	Biên EBITDA	14,9%	14,4%	14,3%	14,0%
		Biên LN từ HĐKD	11,7%	11,7%	11,1%	10,2%
Ngành	Giấy bao bì	Biên LN ròng	10,8%	11,0%	10,3%	8,3%
GT vốn hóa	3,5 nghìn tỷ đồng	DTTD/Doanh thu	-5,2%	-8,9%	-7,3%	4,7%
Room KN	526 tỷ đồng	EV/EBITDA	5,7x	5,8x	4,6x	3,9x
GTGD/ngày (30n)	7,9 tỷ đồng	P/E	8,7x	8,4x	7,1x	7,4x
Cổ phần Nhà nước	0.0%	P/B	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x
SL cổ phiếu lưu hành	96,6 tr	ROE	18,7%	17,0%	17,8%	15,3%
Pha loãng	96,6 tr					

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 16/12/2025



Tổng quan Công ty

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~4% trong năm 2024, theo ước tính của chúng tôi. DHC sở hữu 2 nhà máy sản xuất giấy tái chế và 1 nhà máy sản xuất bao bì tại tỉnh Bến Tre ở miền Nam. Các sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy bao bì và thùng carton.

Việc giảm công suất giấy mang tính cấu trúc đã hỗ trợ cải thiện chênh lệch giá, thúc đẩy sự phục hồi lợi nhuận trong ngắn hạn của DHC từ mức nền thấp. Việc đóng cửa làng nghề giấy Phong Khê đã loại bỏ 1,9 triệu tấn công suất giấy bao bì/năm, giúp tái cân bằng cung - cầu toàn ngành sau giai đoạn dư cung trước đây. Trong khi đó, giá nguyên liệu đầu vào OCC nhìn chung vẫn duy trì ổn định. Trong năm 2025, ASP tăng 4% YoY, giúp biên lợi nhuận gộp mở rộng thêm 4,3 điểm phần trăm YoY lên mức 16,2%. Chúng tôi kỳ vọng mức chênh lệch giá thuận lợi này sẽ tiếp tục duy trì, qua đó hỗ trợ mở rộng thêm biên lợi nhuận gộp trong năm 2026.

Mảng thùng carton: Hiệu suất hoạt động đạt 100% vào cuối năm 2025, trong khi ASP dự kiến sẽ phục hồi theo đà tăng giá giấy ở thượng nguồn. Nhu cầu được hỗ trợ bởi hoạt động xuất khẩu duy trì tích cực và tiêu thụ nội địa cải thiện. Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động sẽ đạt lần lượt 95%/100% trong năm 2026/27, qua đó cho thấy dư địa tăng nhẹ so với dự báo năm 2026 hiện tại của chúng tôi. ASP mảng này đã giảm 5% YoY trong năm 2025, từ đó phản ánh độ trễ trong việc chuyển giao chi phí tăng của giá giấy đầu vào sang giá bán. Khi giá giấy đầu vào đã phục hồi, chúng tôi kỳ vọng ASP mảng bao bì carton cũng sẽ dần tăng trở lại, tiếp thêm động lực tăng trưởng giá bán cho đà cải thiện lợi nhuận được dẫn dắt bởi sản lượng bán.

KQKD quý 1 vượt kỳ vọng, củng cố tiềm năng điều chỉnh tăng cho triển vọng năm 2026. DHC đã công bố doanh thu quý 1/2026 đạt 967 tỷ đồng (+17% YoY; hoàn thành 26% dự báo cả năm của chúng tôi) và LNST đạt 137 tỷ đồng (+81% YoY; hoàn thành 34% dự báo của chúng tôi), vượt mức kỳ vọng của chúng tôi. Kết quả tích cực này được hỗ trợ bởi mặt bằng giá bán duy trì ổn định ở mức cao và lượng hàng tồn kho OCC chi phí thấp được sử dụng cho hoạt động sản xuất trong quý 1. Trong khi giá giấy dự kiến sẽ tiếp tục ổn định, việc đảm bảo lượng hàng tồn kho OCC của DHC kéo dài đến hết tháng 7/2026 sẽ tạo ra vùng đệm chi phí trước bối cảnh áp lực logistics liên quan đến căng thẳng Trung Đông.

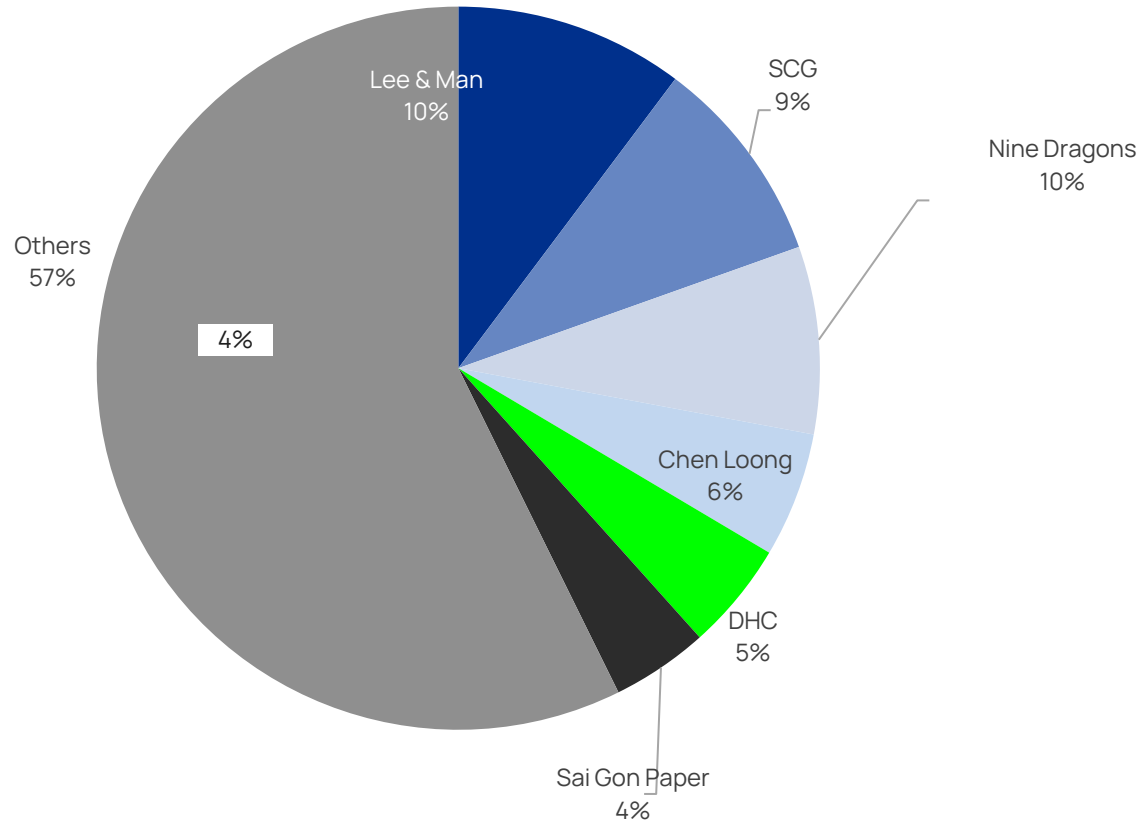
GL3 là động lực tăng trưởng dài hạn trọng yếu, tập trung vào sản phẩm kraftliner có biên lợi nhuận cao. Chúng tôi kỳ vọng GL3 sẽ bắt đầu vận hành trong nửa cuối năm 2027. Nhà máy sẽ bổ sung khoảng 390 nghìn tấn/năm (khoảng 1.200 tấn/ngày), qua đó nâng tổng công suất của DHC thêm 128% từ mức hiện tại là 304 nghìn tấn/năm. GL3 sẽ chủ yếu sản xuất kraftliner (30%) và testliner (70%), với cơ cấu sản phẩm có thể điều chỉnh linh hoạt tùy thuộc vào nhu cầu thị trường. Việc mở rộng công suất này, kết hợp với danh mục sản phẩm cao cấp hơn, sẽ giúp DHC duy trì biên lợi nhuận ổn định và khả năng tăng lợi nhuận bền vững.

Rủi ro: Áp lực đối với giá bán do các đối thủ cạnh tranh tăng công suất; thuế quan của Mỹ cao hơn dự kiến; chi phí OCC/cước vận chuyển tăng đột biến.

Lợi thế về chi phí giúp DHC tận dụng tốt đà tăng trưởng tiêu thụ giấy tại Việt Nam

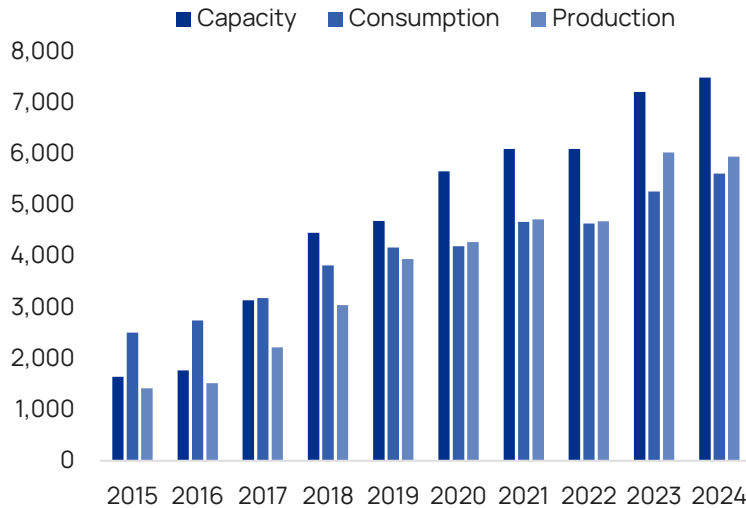
Cơ cấu thị phần giấy bao bì tại Việt Nam theo công suất

Chi phí đầu tư nhà máy (USD/tấn) của các doanh nghiệp giấy bao bì lớn tại Việt Nam

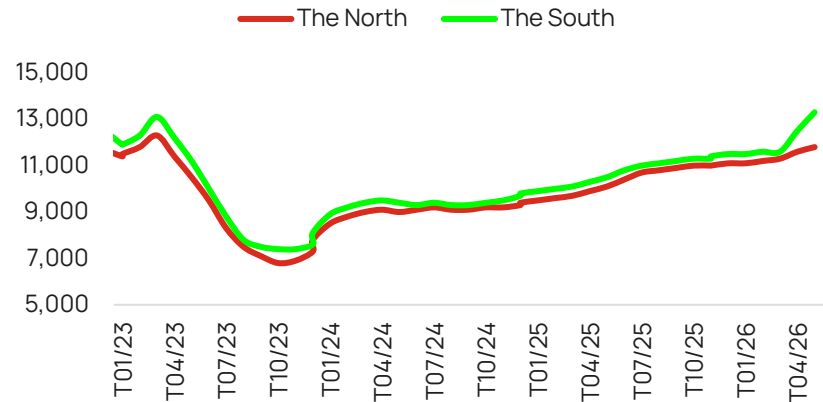


DHC: Cắt giảm công suất giấy mang tính cấu trúc tái định hình ngành, hỗ trợ phục hồi chênh lệch giá và cải thiện biên lợi nhuận

Thống kê giấy của Việt Nam (triệu tấn)



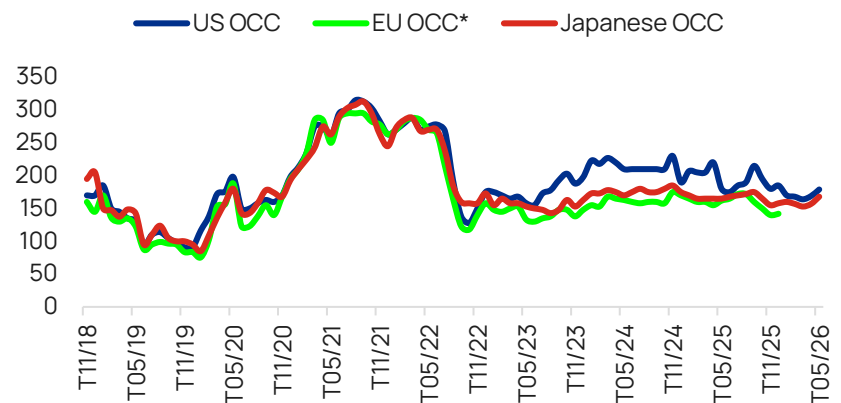
Giá giấy Việt Nam (đồng/kg)



Việc giảm công suất giấy mang tính cấu trúc đang tái định hình ngành. Làng giấy Phong Khê đóng cửa vào cuối quý 2/2025, tương đương với 1,9 triệu tấn/năm công suất giấy bao bì đã bị cắt giảm, theo VPPA. Diễn biến này đã giải quyết hiệu quả tình trạng dư cung kéo dài của ngành, vốn là nguyên nhân cốt lõi gây áp lực biên lợi nhuận trong nhiều năm qua.

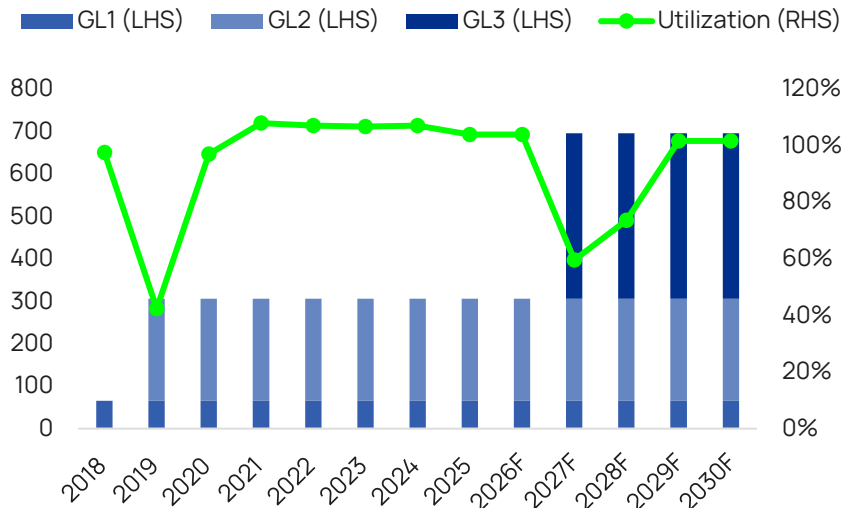
Trong khi đó, nhu cầu giấy bao bì được VPPA dự báo tăng trưởng với CAGR đạt 8-10% đến năm 2030. Diễn biến này được thúc đẩy bởi (1) xu hướng tiêu dùng bền vững gia tăng, (2) hoạt động sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục mở rộng, và (3) thương mại điện tử có tiềm năng tăng gấp ba lần trong giai đoạn 2024-2030, theo báo cáo "E-Economy SEA 2024".

Giá OCC nhập khẩu của Việt Nam (USD/tấn)



DHC: Dự án Giao Long 3 (+128% công suất) thúc đẩy tăng trưởng dài hạn; cơ cấu sản phẩm kraftliner hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận

Công suất mảng giấy của DHC (nghìn tấn/năm, %)



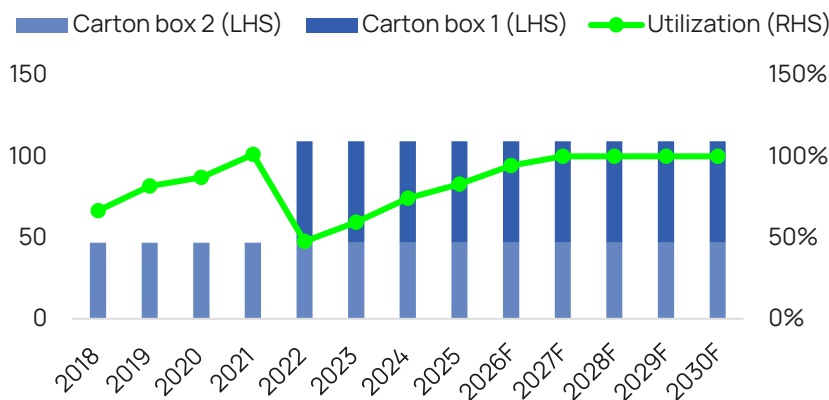
GIAO LONG 3

Giao Long 3 (GL3) sẽ bổ sung 390 nghìn tấn/năm (khoảng 1.200 tấn/ngày), qua đó tăng tổng công suất của DHC thêm 128% so với mức hiện tại. Nhà máy hiện đang trong giai đoạn xây dựng, dự kiến sẽ vận hành thử nghiệm trong quý 2/2027 và vận hành thương mại từ quý 3. Theo ban lãnh đạo, hiệu suất hoạt động dự kiến đạt lần lượt 70%/80%/90%/100% trong các năm 2027/28/29/30.

GL3 được thiết kế với cơ cấu sản phẩm 30% kraftliner / 70% testliner, và có thể điều chỉnh linh hoạt tùy thuộc vào nhu cầu thị trường. Kraftliner là dòng sản phẩm cao cấp và có giá trị cao hơn, qua đó có thể hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận trong bối cảnh mặt bằng giá thuận lợi.

*Chúng tôi hiện giả định GL3 sẽ đi vào vận hành trong nửa cuối năm 2027, với hiệu suất hoạt động dự phóng lần lượt đạt 25%/50% trong năm 2027/2028.

Công suất bao bì carton của DHC (triệu sản phẩm/năm, %)



[1] MỞ RỘNG NHÀ MÁY BAO BÌ BẾN TRE

- Công suất: 60 triệu sản phẩm
- Vốn đầu tư XDCB: 120 tỷ đồng
- Doanh thu: 450 tỷ đồng
- Vận hành: Quý 4/2026

[2] NHÀ MÁY MỚI - BAO BÌ ĐỒNG HẢI

- Công suất: 120 triệu sản phẩm
- Vốn đầu tư XDCB: 500 tỷ đồng
- Doanh thu: 1,0 nghìn tỷ đồng
- Vận hành: Quý 1/2028

* Các dự án này hiện chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi do còn bất định về tiến độ; diễn biến này mở ra khả năng tăng trưởng ngoài dự báo, dù cần thêm đánh giá chi tiết.

Ngành Vật liệu Xây dựng

Thị trường trong nước tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026

Tháng 5/2026

Tổng quan

Triển vọng nhu cầu thép năm 2026: Nhu cầu trong nước sẽ hỗ trợ tăng trưởng, đặc biệt nhờ nhu cầu đầu tư hạ tầng mạnh mẽ

- **Thị trường trong nước:** Nhu cầu sẽ được thúc đẩy bởi chi tiêu hạ tầng ở mức cao, từ cả khu vực công và tư nhân, cùng với sự phục hồi của thị trường BDS, qua đó hỗ trợ doanh số bán thép xây dựng. Chính phủ đã đề ra kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng trong năm 2026, với quy mô đạt mức 1,12 triệu tỷ đồng (+28% YoY). Bên cạnh các dự án của Chính phủ, chúng tôi cũng ghi nhận sự tham gia ngày càng tăng của khu vực tư nhân trong phát triển hạ tầng.
- **Xuất khẩu:** Chủ nghĩa bảo hộ tiếp tục gây áp lực lên xuất khẩu thép của Việt Nam trong năm 2026, tuy nhiên dự địa để ghi nhận thêm một mức giảm YoY mạnh là hạn chế, do nền so sánh đã thấp của năm 2025. Dù vậy, chúng tôi vẫn nhận thấy tiềm năng tăng trưởng đối với xuất khẩu HRC sang thị trường Hàn Quốc. Vào cuối tháng 2/2026, Ủy ban Thương mại Hàn Quốc đã khuyến nghị áp thuế chống bán phá giá khoảng 33% đối với HRC từ Nhật Bản và Trung Quốc (hai quốc gia chiếm hơn 90% tổng lượng HRC nhập khẩu vào Hàn Quốc). Theo đó, sản lượng xuất khẩu HRC của HPG trong tháng 3 đã tăng mạnh, trong đó Hàn Quốc đóng góp 25% tổng kim ngạch xuất khẩu (so với mức $\leq 5\%$ trong năm 2025 và 2T 2026). Tuy nhiên, đợt tăng mạnh trong tháng 3 có thể được thúc đẩy bởi đà tăng giá thép ngắn hạn (do những ảnh hưởng từ Trung Đông), thay vì sự thay đổi cơ cấu của nhu cầu, và công suất HRC nội địa của Hàn Quốc cũng vượt tổng nhu cầu (theo ước tính của chúng tôi). Do đó, chúng tôi cho rằng cần đánh giá thêm về tính bền vững của xu hướng này. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo và sẽ tiếp tục theo dõi dữ liệu trong những tháng tới.

Triển vọng về giá bán đầu ra, giá đầu vào và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép tại Việt Nam (quan điểm cả năm)

- **Giá bán đầu ra:** Chúng tôi kỳ vọng giá thép tại Việt Nam sẽ phục hồi dần nhưng còn nhiều biến động trong năm 2026, được thúc đẩy bởi (1) việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực (anti-involution) của Trung Quốc, (2) việc Trung Quốc siết chặt xuất khẩu thép thông qua hệ thống cấp phép xuất khẩu (có hiệu lực từ ngày 01/01/2026), và (3) việc Việt Nam áp thuế CBPG đối với HRC khổ rộng của Trung Quốc gần đây. Lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc trong quý 1/2026 đã giảm 10% YoY – ghi nhận mức giảm lần đầu tiên sau 3 năm tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, những tác động tích cực này sẽ phần nào bị ảnh hưởng bởi nhu cầu xây dựng yếu tại Trung Quốc.
- **Giá đầu vào:** Chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt và than cốc trong năm 2026 sẽ duy trì ở mức thấp, do nguồn cung tăng và nhu cầu thép suy yếu của Trung Quốc từ việc cắt giảm công suất. Đối với quặng sắt, Úc dự kiến sẽ tăng sản lượng xuất khẩu khoảng 2% mỗi năm trong giai đoạn 2026–2027, trong khi Simandou – một trong những mỏ quặng sắt hàm lượng cao chưa được khai thác lớn nhất thế giới – dự kiến sẽ sản xuất khoảng 60 triệu tấn trong năm 2026, và tăng lên 120 triệu tấn khi đạt công suất tối đa từ năm 2027. Đối với than cốc, giá đã tăng khoảng 17% từ cuối năm 2025 đến tháng 2/2026 do thời tiết cực đoan tại Úc nhưng sau đó giá đã hạ nhiệt khi mùa bão kết thúc; DISR dự báo xuất khẩu than cốc của Úc sẽ tăng 4,3% mỗi năm trong giai đoạn 2026–2027. Chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào trung bình cả năm sẽ ở mức thấp hơn so với giá bán đầu ra.
- **Biên lợi nhuận:** Chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá đầu vào – đầu ra thuận lợi sẽ giúp biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thượng nguồn như HPG cải thiện YoY. Đối với các doanh nghiệp tồn mạ hạ nguồn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng với triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 do cạnh tranh trong nước vẫn gay gắt trong bối cảnh triển vọng xuất khẩu kém tích cực. Mức độ cạnh tranh cao khiến các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc chuyển chi phí HRC đầu vào tăng cao sang giá bán, qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp cốt lõi, như đã ghi nhận trong suốt năm 2025. Đối với xung đột tại Trung Đông, chúng tôi kỳ vọng tác động không đáng kể đến dự báo cả năm, nhưng trong ngắn hạn, điều này có thể tạm thời hỗ trợ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép nhờ độ trễ giữa giá đầu ra và giá đầu vào, tuy nhiên lợi ích này có thể đảo chiều nếu căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt.

Việt Nam áp dụng các biện pháp để bảo hộ ngành thép trong nước trước thép nhập khẩu: Bộ Công Thương đã áp thuế tạm thời đối với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ giữa tháng 4/2026, với mức thuế là 27,83%. Đây là thông tin tích cực cho các nhà sản xuất HRC thượng nguồn, bao gồm HPG và Formosa.

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu - HPG: Chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá đầu vào – đầu ra thuận lợi sẽ giúp biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thượng nguồn như HPG cải thiện YoY. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo năm 2026 của HPG sẽ tăng mạnh 68% YoY, được thúc đẩy bởi tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi từ mảng thép (+58% YoY) và khoản lãi thoái vốn BDS trong quý 1 (khoảng 4 nghìn tỷ đồng). Tăng trưởng lợi nhuận mảng thép được hỗ trợ bởi (1) tăng trưởng sản lượng bán hàng từ thép xây dựng và HRC, và (2) biên lợi nhuận cải thiện nhẹ khi Trung Quốc kiểm soát xuất khẩu/sản xuất thép, cùng với nguồn cung quặng sắt mới từ Simandou giúp giảm chi phí đầu vào. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi quý 2 sẽ tiếp tục cải thiện QoQ, được hỗ trợ bởi mức thuế mới đối với HRC khổ rộng, đã tăng giá do chi phí đẩy liên quan đến Trung Đông kéo dài sang tháng 4–tháng 5, và lợi ích từ thời điểm ghi nhận hàng tồn kho. Định giá cổ phiếu vẫn ở mức hấp dẫn: Tại mức giá thị trường, P/E dự phóng năm 2026 báo cáo/cốt lõi lần lượt ở mức 8,0 lần / 9,5 lần. Đây là mức hấp dẫn so với P/E trung bình 10 năm là 10,5 lần và mức CAGR lợi nhuận cốt lõi giai đoạn 2025–2028 đạt 29%.

Vật liệu xây dựng: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

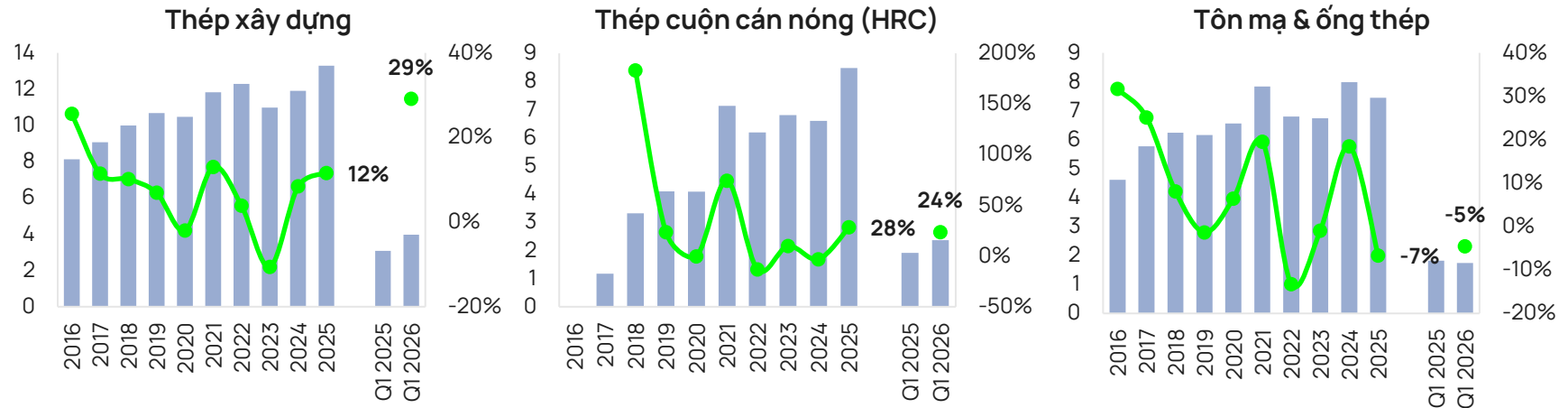
Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
HPG*	MUA	7.740	0%	22%	2.096	29,4	24.150	35.400	12/05/26	46,6%	1,9%	48,5%
BMP**	MUA	432	0%	81%	82	1,0	139.000	192.500	12/11/25	38,5%	11,5%	50,0%
NKG	PHTT	237	0%	5%	107	1,4	13.950	13.100	18/04/25	-6,1%	0,0%	-6,1%
HSG***	PHTT	392	0%	4%	178	1,8	12.800	10.400	18/04/25	-18,8%	3,9%	-14,7%

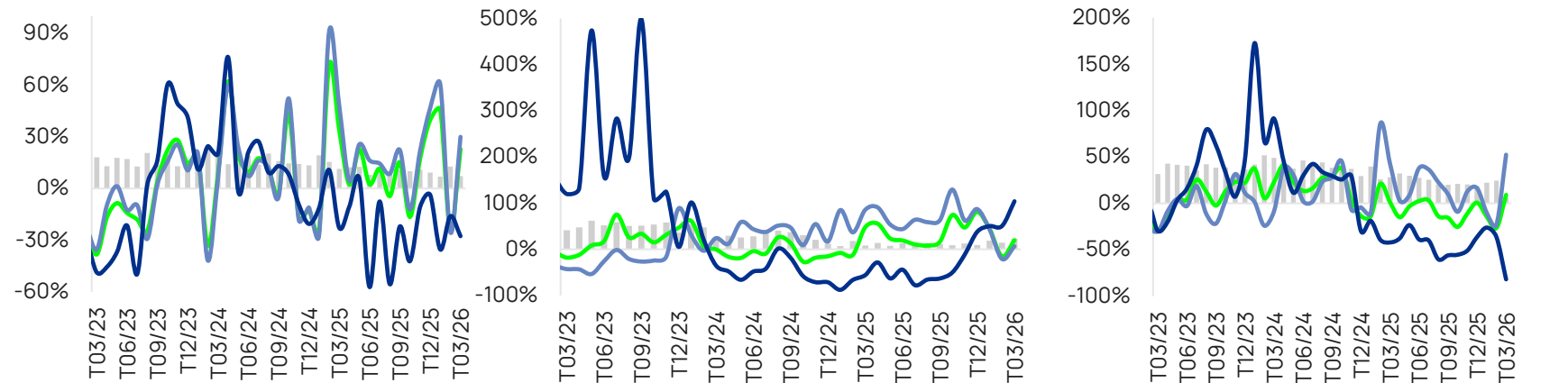
Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/ EBITDA* 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ VCSH quý gần nhất (%)
HPG*	24.150	30,9%	41,5%	31,0%	13,4x	9,5x	7,2x	6,4x	15%	1,5x	0,4x
BMP**	139.000	23,7%	15,3%	-3,7%	9,4x	8,1x	8,4x	4,6x	47%	3,6x	-0,8x
NKG	13.950	-66,1%	193,3%	65,3%	31,7x	10,8x	6,5x	6,6x	7%	0,8x	0,7x
HSG***	12.800	23,2%	-6,4%	43,1%	16,5x	17,6x	12,3x	9,5x	5%	0,9x	0,6x

Quý 1/2026: Thép xây dựng tăng trưởng mạnh nhờ chi tiêu hạ tầng; HRC duy trì tăng trưởng hai chữ số trong khi tôn mạ & ống thép tăng chậm hơn



■ Sales volume (million tonnes - LHS) ● Growth (% YoY - RHS)

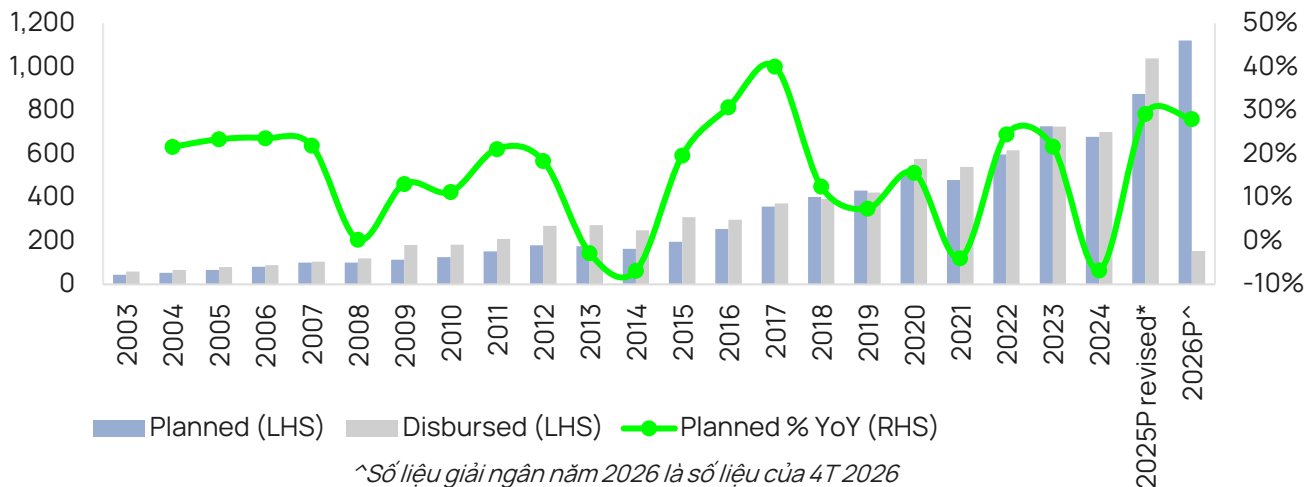


■ % of export in total sales volume ● Total sales volume YoY growth ● Domestic sales volume YoY growth ● Export sales volume YoY growth

Thị trường trong nước: Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2026 của mảng VLXD sẽ đạt khoảng 15%, nhờ được dẫn dắt bởi hoạt động xây dựng hạ tầng (1)

Chi NSNN cho đầu tư & phát triển (nghìn tỷ đồng)

Chính phủ đã đặt ra kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng cho năm 2026, đạt **1.120 nghìn tỷ đồng** (+28% YoY so với kế hoạch năm 2025 điều chỉnh là 875 nghìn tỷ đồng). Đây là mức cao kỷ lục mới đối với kế hoạch đầu tư công hằng năm.

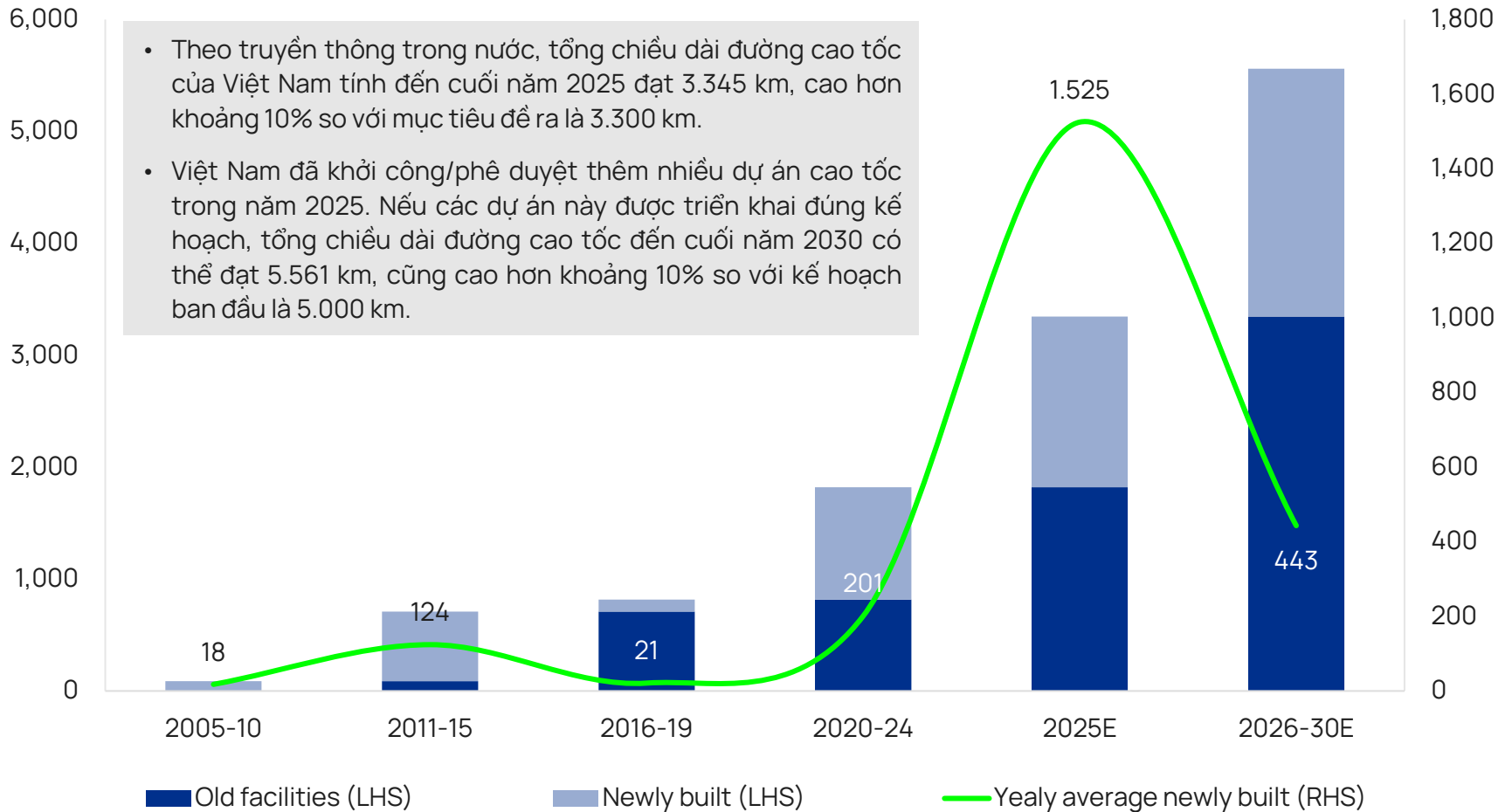


Chi NSNN cho đầu tư & phát triển giai đoạn 2020-2026

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	KH năm 2026
Kế hoạch chi trong năm	471 nghìn tỷ đồng +9% so với kế hoạch năm 2019	477 nghìn tỷ đồng +1% so với kế hoạch năm 2020	526 nghìn tỷ đồng +10% so với kế hoạch năm 2021	727 nghìn tỷ đồng +38% so với kế hoạch năm 2022	677 nghìn tỷ đồng -7% so với kế hoạch năm 2023	875 nghìn tỷ đồng +29% so với kế hoạch năm 2024	1.120 nghìn tỷ đồng +28% so với kế hoạch năm 2025
Giải ngân thực tế	576 nghìn tỷ đồng	516 nghìn tỷ đồng	530 nghìn tỷ đồng	725 nghìn tỷ đồng	700,1 nghìn tỷ đồng**	1.039 nghìn tỷ đồng	153,2 nghìn tỷ đồng +16,4% YoY trong 4T 2026
Giải ngân thực tế so với kế hoạch	122,5%	108,1%	100,8%	99,8%	103,4%*	118,7%	13,7% kế hoạch năm

Thị trường trong nước: Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2026 của mảng VLXD sẽ đạt khoảng 15%, nhờ được dẫn dắt bởi hoạt động xây dựng hạ tầng (1)

Tiến độ xây dựng các tuyến đường cao tốc tại Việt Nam (km)



Thị trường trong nước : Các dự án hạ tầng trọng điểm hiện đang được triển khai (1)

Các dự án hạ tầng trọng điểm

STT	Dự án	Công suất / Chiều dài / Quy mô	Vốn đầu tư XDCB	Mô hình	Tình trạng	Thời gian
1	Đường cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2	654 km 724 km	88,1 nghìn tỷ đồng 147 nghìn tỷ đồng	PPP hỗn hợp, Nhà nước	Đã hoàn thành Đang thực hiện	Hoàn thành vào năm 2026
2	Đường vành đai 3 TPHCM	92 km	75,4 nghìn tỷ đồng	Nhà nước	Đang thực hiện	Hoàn thành vào năm 2026
3	Đường vành đai 4 TPHCM - Giai đoạn 1	159 km	120,4 nghìn tỷ đồng	PPP hỗn hợp, nhà nước	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư	Khởi công trong tháng 5/2026. Hoàn thành vào nửa đầu năm 2028
4	Đường vành đai 4 Hà Nội	112,8 km	85,8 nghìn tỷ đồng	PPP hỗn hợp, nhà nước	Đang thực hiện	Hoàn thành cơ bản vào năm 2026, vận hành hoàn chỉnh vào năm 2027
5	Sân bay quốc tế Long Thành - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2 - Giai đoạn 3	100 triệu hành khách (hk), 5 triệu tấn hàng hóa (hh) 25 triệu hk; 1,2 triệu tấn hh 25 triệu hk; 0,3 triệu tấn hh 50 triệu hk; 1,5 triệu tấn hh	336,6 nghìn tỷ đồng 109,7 nghìn tỷ đồng 80 nghìn tỷ đồng	DNNN dẫn dắt, nhà nước	Đang thực hiện Chưa khởi công Chưa khởi công	Vận hành hoàn chỉnh vào nửa đầu năm 2027* 2028 - 2032
6	Đường sắt cao tốc Bắc Nam	Tốc độ tối đa 350km/h, kết nối TP.HCM-Hà Nội. 1.541km	67,4 tỷ USD	N/A	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư	Khởi công vào cuối năm 2026. Hoàn thành vào năm 2035
7	Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh	120 km	147,4 nghìn tỷ đồng	Tư nhân	Đang thi công	Khởi công ngày 12/04/2026. Hoàn thành vào năm 2028
8	Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	Tuyến chính: 391km, Tuyến phụ: 28km	203,2 nghìn tỷ đồng	Nhà nước	Đang thi công	2025 - 2030
9	Đường sắt Biên Hòa – Vũng Tàu	122,7 km	163,1 nghìn tỷ đồng	N/A	Quy hoạch tổng thể đã được Thủ tướng phê duyệt	
10	Dự án Điện hạt nhân Ninh Thuận	Công suất thiết kế: Tổng cộng 4.000 – 6.400 MW, gồm Ninh Thuận 1 & 2	16 tỷ USD	DNNN dẫn dắt, nhà nước	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư, đang giải phóng mặt bằng	Vận hành trong giai đoạn 2030 - 2035
11	Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ	2.200ha, có thể tiếp nhận tàu lớn nhất thế giới (250.000 DWT)	6,7 tỷ USD	Dự kiến do khu vực tư nhân dẫn dắt**		
12	Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ	2,1 triệu TEU/năm (2027), 4,8 triệu TEU/năm (2030), 16,9 triệu TEU/năm (2047)	Gần 130 nghìn tỷ đồng	Hỗn hợp DNNN, vốn nước ngoài	Khởi công cuối tháng 4/2026	

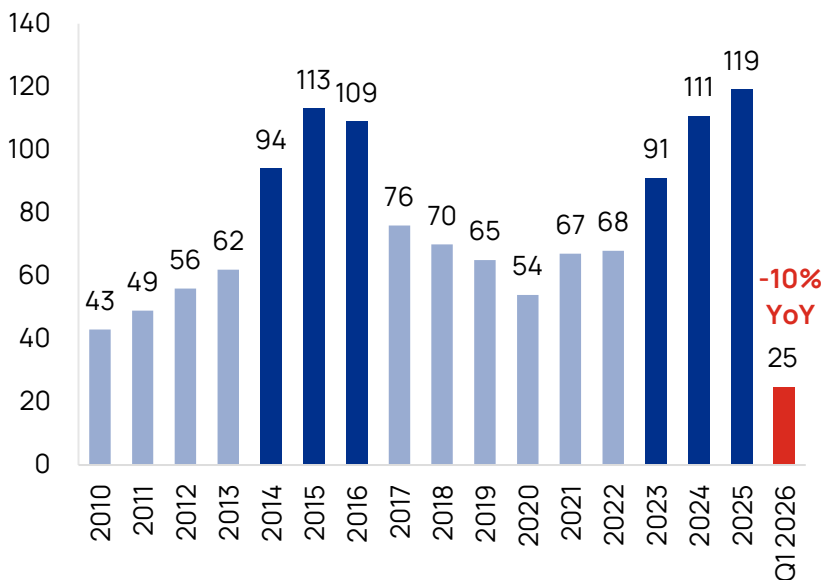
Thị trường trong nước : Các dự án hạ tầng trọng điểm hiện đang được triển khai (2)

Các dự án hạ tầng trọng điểm

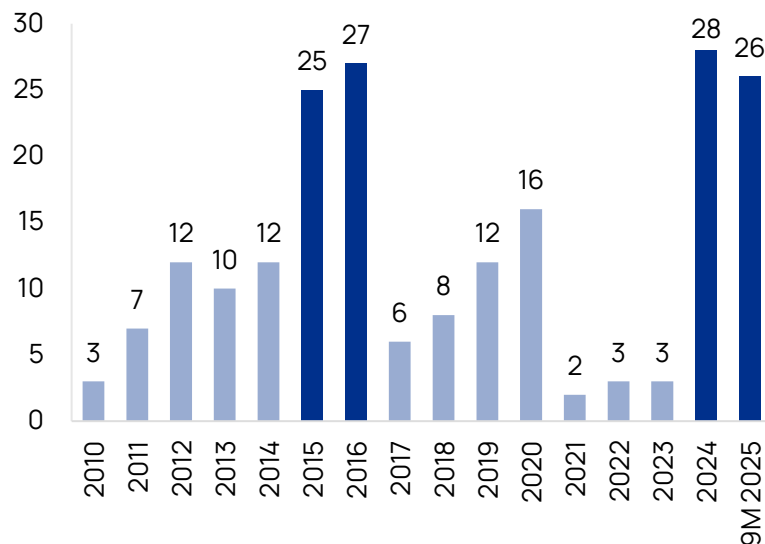
STT	Dự án	Công suất / chiều dài	Vốn đầu tư XDCB	Mô hình	Tình trạng	Thời gian
1	Đại lộ Sông Hồng	11.000ha	>855 nghìn tỷ đồng	PPP (BT), Liên danh tư nhân dẫn dắt	Khởi công ngày 19/12/2025	Hoàn thành vào năm 2030
2	Khu đô thị thể thao Olympic Hà Nội	>9.171 ha	925,6 nghìn tỷ đồng	Tư nhân	Đang thực hiện	Hoàn thành: - Khu vực SVĐ: 2028 - Toàn bộ dự án: 2035
3	Tuyến đường kết nối Sân bay Gia Bình với Hà Nội	41,3km	83 nghìn tỷ đồng	PPP	Được Thủ tướng phê duyệt là công trình khẩn cấp	Hoàn thành trước APEC 2027
4	Đường Vành đai 5 Hà Nội	340 km	Ước tính sơ bộ 265,5 nghìn tỷ đồng	Nhà nước	Đang chờ phê duyệt các đoạn trọng điểm	Đã triển khai một phần; phần lớn dự kiến khởi công trong quý 4/2030
5	Cao tốc Vinh – Thanh Thủy	60 km	24 nghìn tỷ đồng	Nhà nước	Đã được Quốc Hội phê duyệt chủ trương đầu tư	Khởi công ngày 18/05/2026
6	Cao tốc Bắc – Nam mở rộng	1.144 km	152 nghìn tỷ đồng	N/A	Được đề xuất bởi Bộ Xây dựng	Khởi công vào quý 2/2026, hoàn thành một phần vào quý 4/2028
7	Sân bay quốc tế Gia Bình (GBA)	- Giai đoạn 1: 30 triệu hành khách; 1,6 triệu tấn hh - Giai đoạn 2: 50 triệu hành khách; 2,5 triệu tấn hh	Giai đoạn 1: 141,0 nghìn tỷ đồng Giai đoạn 2: 55,2 nghìn tỷ đồng	Tư nhân	Đang thực hiện	Giai đoạn 1: 2026-2030 Giai đoạn 2: 2030-2050

Xuất khẩu: Chủ nghĩa bảo hộ dự kiến tiếp tục gây áp lực lên xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2026, nhưng dự địa giảm mạnh thêm là khá hạn chế do 2025 đã là mức nền thấp

Kim ngạch xuất khẩu thép của Trung Quốc (triệu tấn)



Số lượng các vụ điều tra chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc trên phạm vi toàn cầu



- Chúng tôi xem các cuộc điều tra CBPG đang diễn ra đối với thép Trung Quốc như một chỉ báo đại diện cho xu hướng gia tăng mạnh của chủ nghĩa bảo hộ thép trên phạm vi toàn cầu.
- Chúng tôi dự báo xuất khẩu thép của Việt Nam trong năm 2026 sẽ tiếp tục trầm lắng trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu kéo dài. Dù vậy, thị trường sẽ không lặp lại mức giảm YoY sâu như đã ghi nhận trong năm 2025, do hầu hết các thị trường xuất khẩu lớn đều đã áp thuế lên thép Việt Nam, đặc biệt là thép dẹt. Những biện pháp này đã gây áp lực đáng kể lên kết quả xuất khẩu năm 2025 và chúng tôi không kỳ vọng xuất khẩu thép sẽ phục hồi đáng kể trong năm 2026F, khi các biện pháp bảo hộ thường có hiệu lực kéo dài trong nhiều năm.
- Theo Viện Sắt thép Đông Nam Á (SEAISI), lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc trong quý 1/2026 giảm 10% YoY – đánh dấu bước ngoặt sau ba năm tăng trưởng liên tiếp – dưới tác động từ (1) các quốc gia áp dụng biện pháp bảo hộ đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc, và (2) Trung Quốc siết chặt xuất khẩu thông qua hệ thống cấp phép mới được áp dụng. Chúng tôi đánh giá đây là sự chuyển dịch mang tính cơ cấu tích cực cho giá thép toàn cầu trong thời gian tới.

Xuất khẩu: Trung Quốc khôi phục cơ chế cấp phép xuất khẩu thép từ tháng 1/2026 sau 17 năm; Tác động tích cực cho HPG

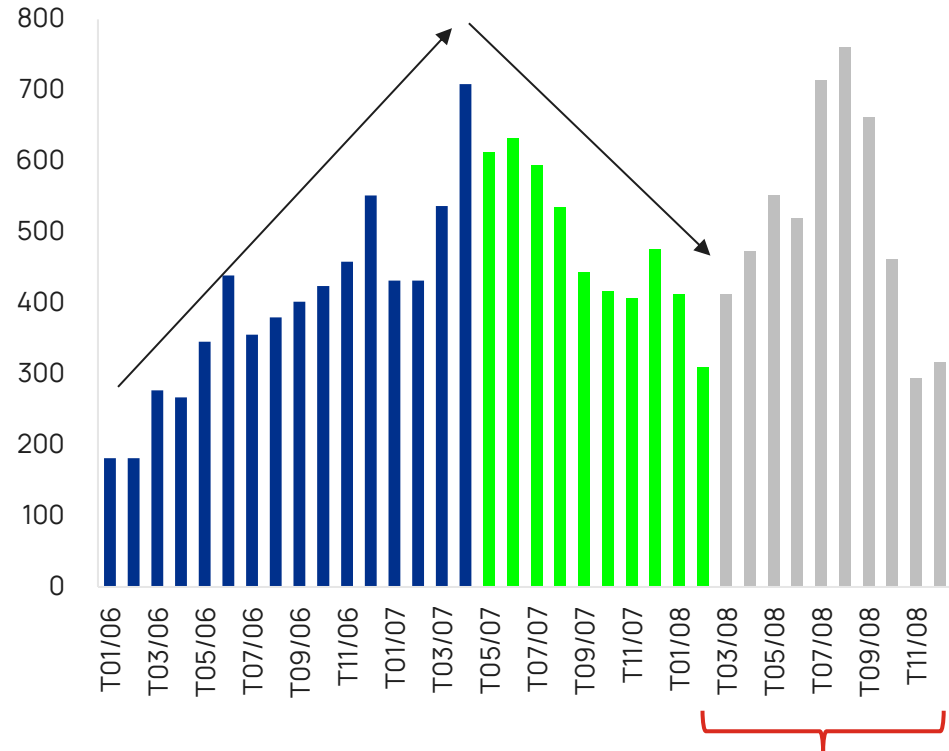
Sự kiện: Vào tháng 12/2025, Bộ Thương mại Trung Quốc đã ban hành cơ chế cấp phép xuất khẩu thép, có hiệu lực từ ngày 01/01/2026, thay thế cho cơ chế xuất khẩu mở trước đây.

Cụ thể, các đơn vị xuất khẩu phải xin giấy phép kèm hồ sơ chứng từ hỗ trợ trước khi giao hàng, áp dụng cho khoảng 300 nhóm sản phẩm thép, bao gồm thép nguyên liệu, thép thành phẩm và thép không gỉ.

Tác động đối với Việt Nam:

- Việc này đánh dấu sự khôi phục đối với cơ chế cấp phép từng được áp dụng gần nhất trong giai đoạn 2007–2008 (sau đó bị bãi bỏ trong giai đoạn từ ngày 01/01/2009 đến ngày 31/12/2025), qua đó cho thấy sự thay đổi chính sách quan trọng nhằm kiểm chế xuất khẩu và giảm căng thẳng thương mại.
- Chúng tôi đánh giá diễn biến này là tích cực đối với các nhà sản xuất thép ngoài Trung Quốc, do việc siết chặt kiểm soát xuất khẩu có thể làm giảm nguồn cung thép giá rẻ từ Trung Quốc trên thị trường toàn cầu, qua đó hỗ trợ giá bán trung bình của HPG. Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi thực tế sẽ phụ thuộc vào mức độ kiểm soát đối với sản lượng xuất khẩu (trong khi các chỉ tiêu cụ thể hiện vẫn chưa được công bố).
- Đối với các doanh nghiệp tôn mạ tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng diễn biến này cũng sẽ hỗ trợ cải thiện mặt bằng giá bán trong nước. Tuy nhiên, tác động ròng đến lợi nhuận nhiều khả năng sẽ ở mức hạn chế do mức độ cạnh tranh trong nước cao, từ đó khiến các doanh nghiệp khó có thể chuyển hoàn toàn phần tăng giá HRC đầu vào sang giá bán đầu ra.

Diễn biến xuất khẩu thép của Trung Quốc trong giai đoạn gần nhất áp dụng cơ chế cấp phép xuất khẩu, từ tháng 5/2007 đến tháng 12/2008 (Đơn vị: 10 nghìn tấn)



Xuất khẩu trong giai đoạn này lần lượt được thúc đẩy bởi xu hướng tăng/giảm của giá thép quốc tế trong nửa đầu năm/nửa cuối năm 2008, thay vì chịu tác động chủ yếu từ cơ chế cấp phép xuất khẩu.

Xuất khẩu: Xuất khẩu của HPG tăng mạnh trong tháng 3 nhờ tiến độ mở rộng công suất của DQSC2, giá thép cao và đề xuất thuế CBPG của Hàn Quốc đối với Nhật Bản & Trung Quốc (1)

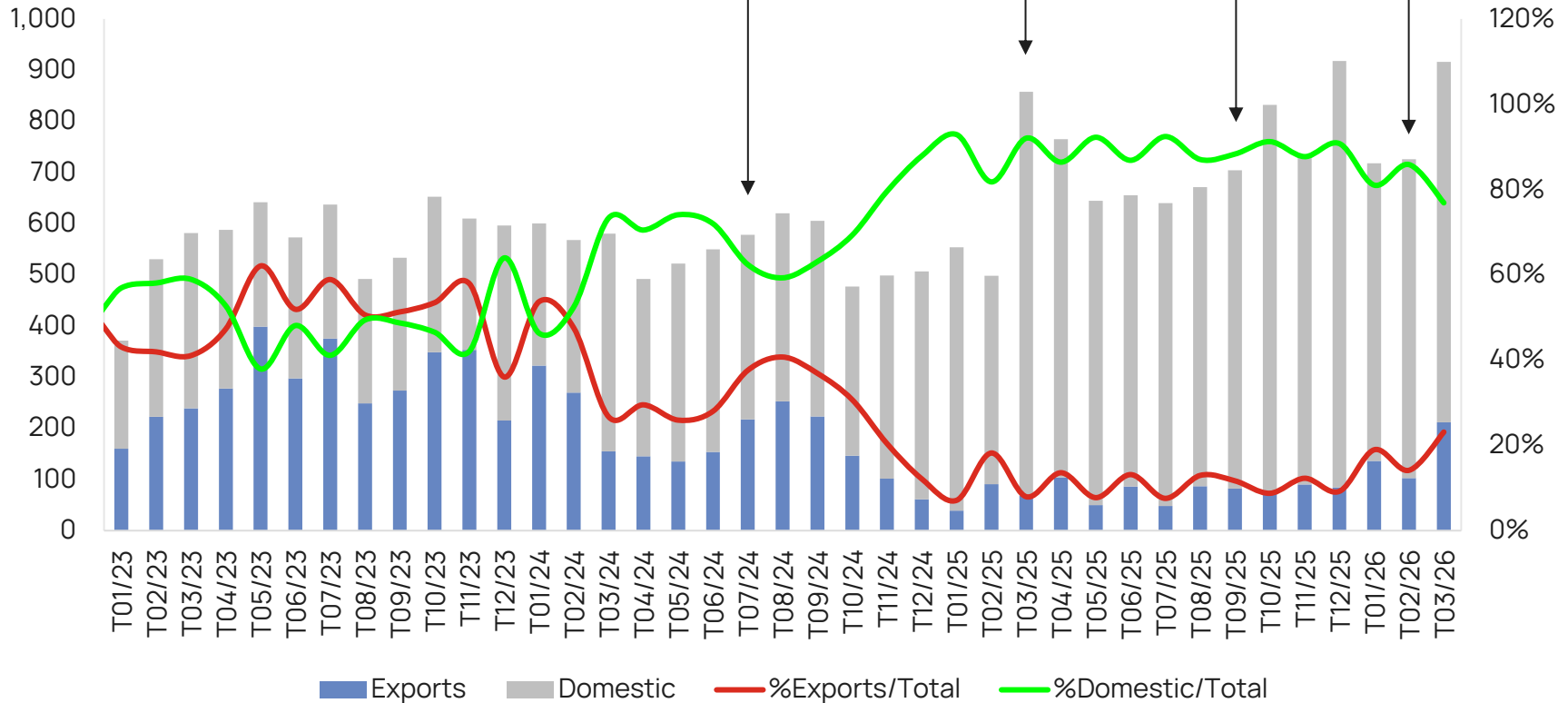
VIỆT NAM - TỔNG SẢN LƯỢNG: Sản lượng bán HRC, theo doanh số bán trong nước và xuất khẩu (nghìn tấn)

Hạn ngạch nhập khẩu HRC của EU bắt đầu có hiệu lực (EU từng là thị trường lớn trước khi có rào cản thương mại: chiếm lần lượt khoảng 35%/50% tổng lượng xuất khẩu HRC trong năm 2023/nửa đầu năm 2024)

AD20 tại Việt Nam có hiệu lực, DQSC2 giai đoạn 1 đi vào vận hành

DQSC2 giai đoạn 2 đi vào vận hành

Hàn Quốc đề xuất áp thuế CBPG 33% đối với HRC từ Nhật Bản và Trung Quốc

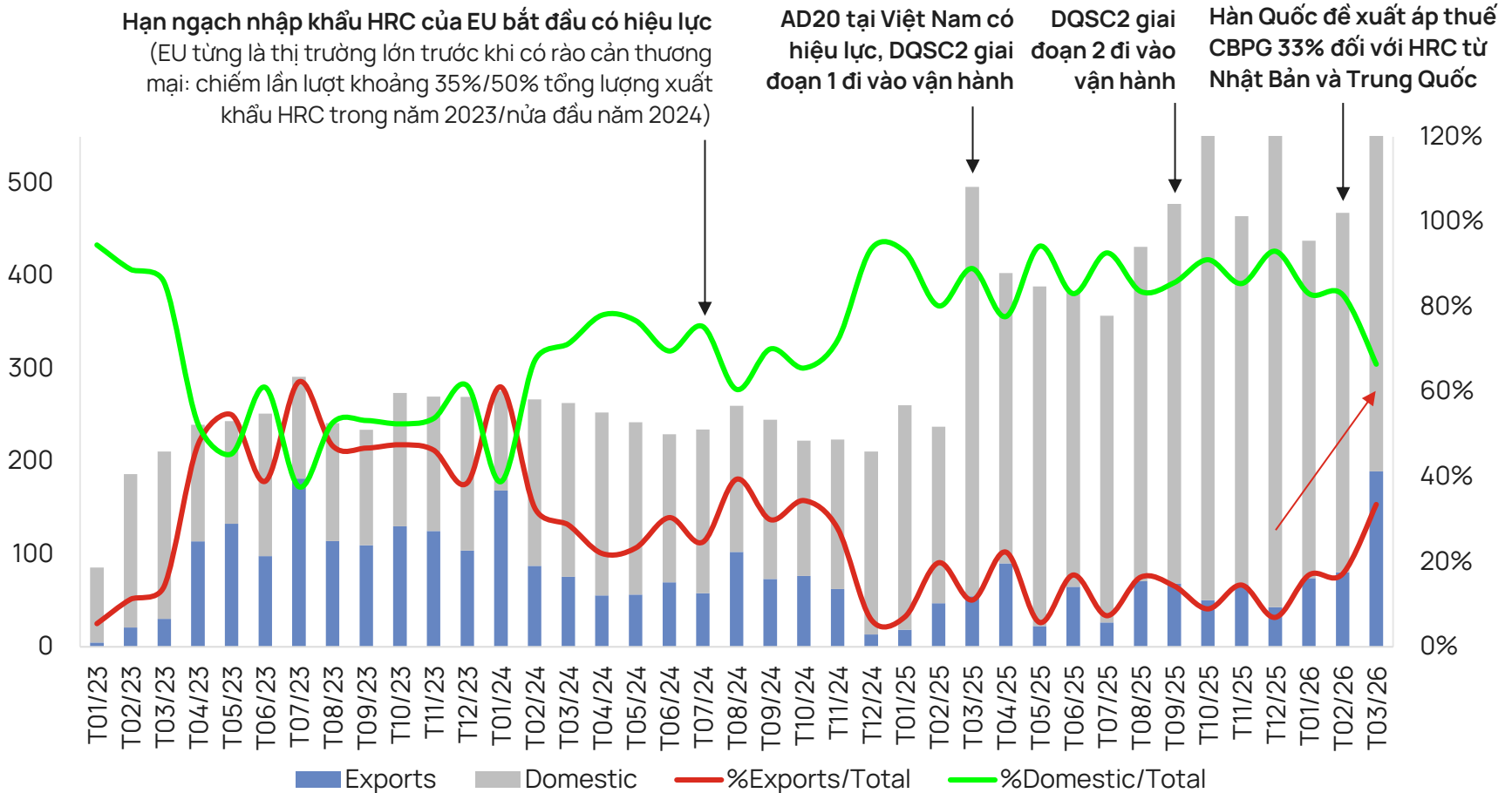


Xuất khẩu: Xuất khẩu của HPG tăng mạnh trong tháng 3 nhờ DQSC2, giá thép cao và đề xuất thuế CBPG của Hàn Quốc đối với Nhật Bản & Trung Quốc (2)

- Trong quý 1/2026, sản lượng bán HRC tại Việt Nam tăng 24% YoY, nhờ tiến độ DQSC2 gia tăng tỷ lệ sử dụng công suất (so với mức đóng góp bằng 0 trong quý 1/2025). Doanh số trong nước tăng 12% YoY, trong khi xuất khẩu tăng hơn gấp đôi từ mức nền thấp.
- **Đà tăng trưởng xuất khẩu từ thị trường Hàn Quốc và giá thép tăng nhờ các diễn biến tại Trung Đông đã thúc đẩy mạnh mẽ xuất khẩu của HPG trong tháng 3.** Cụ thể, động lực xuất khẩu trong tháng 3 được khuếch đại bởi (1) đà tăng mạnh của giá thép do căng thẳng tại Trung Đông, và (2) nhu cầu gia tăng từ Hàn Quốc sau khi Ủy ban Thương mại quốc gia này đề xuất áp thuế chống bán phá giá khoảng 33% đối với HRC nhập khẩu từ Nhật Bản và Trung Quốc (hai quốc gia chiếm hơn 90% tổng lượng HRC nhập khẩu của Hàn Quốc trong giai đoạn từ tháng 1/2021 đến tháng 1/2025). Theo đó, Hàn Quốc chiếm 25% tổng lượng xuất khẩu của HPG trong tháng 3 (so với mức $\leq 5\%$ trong năm 2025 và 2T 2026).
- **Lượng xuất khẩu sang Hàn Quốc tăng đột biến trong tháng 3 của HPG có thể mang tính tạm thời, trong bối cảnh Hàn Quốc đang dư thừa công suất HRC mang tính cấu trúc.** Thực tế, đợt tăng mạnh trong tháng 3 nhiều khả năng chỉ là một ngoại lệ. Đà tăng giá HRC đã thúc đẩy xuất khẩu của HPG cũng đồng thời kích thích nhu cầu thép nội địa của Hàn Quốc, qua đó tạm thời làm tăng nhu cầu nhập khẩu HRC từ Việt Nam. Khi đà tăng giá này hạ nhiệt, tình trạng dư thừa công suất mang tính cấu trúc tại Hàn Quốc có thể hạn chế nhu cầu nhập khẩu bền vững – chúng tôi ước tính trong năm 2024, công suất HRC nội địa của Hàn Quốc vượt tổng nhu cầu (tiêu thụ trong nước + xuất khẩu) khoảng 6 triệu tấn, hoặc khoảng 3 triệu tấn ngay cả khi chưa tính đến nhập khẩu. Do đó, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi dữ liệu trong các tháng tới để đánh giá tính bền vững của sản lượng xuất khẩu HRC ở mức cao sang Hàn Quốc, và chưa đưa yếu tố này vào mô hình dự báo hiện tại.
- **Đợt tăng mạnh xuất khẩu trong tháng 3 chủ yếu được ghi nhận ở HPG, trong khi xuất khẩu của Formosa vẫn ở mức thấp.** Tỷ trọng xuất khẩu HRC của HPG trên tổng doanh số tăng mạnh lên 33% trong tháng 3/2026, từ mức 12% trong năm 2025 và 17% trong 2T 2026. Ngược lại, tỷ trọng xuất khẩu của Formosa trong tháng 3 chỉ đạt 6%, so với 8% trong năm 2025 và 16% trong 2T 2026.

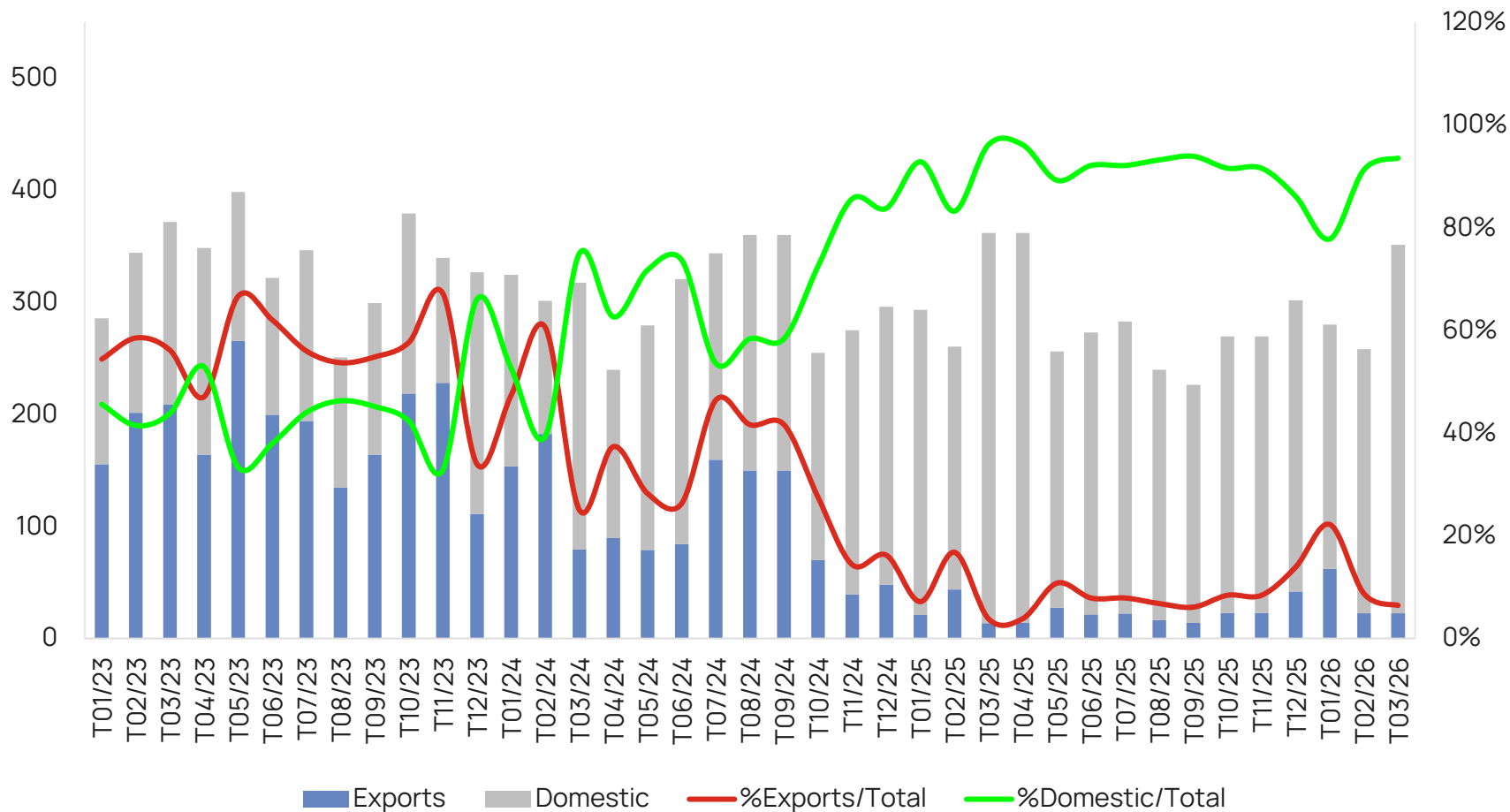
Xuất khẩu: Xuất khẩu của HPG tăng mạnh trong tháng 3 nhờ tiến độ mở rộng công suất của DQSC2, giá thép cao và đề xuất thuế CBPG của Hàn Quốc đối với Nhật Bản & Trung Quốc (3)

HPG: Sản lượng bán HRC, theo doanh số bán trong nước và xuất khẩu (nghìn tấn)



Xuất khẩu: Xuất khẩu của Formosa vẫn duy trì ở mức thấp, kém tích cực hơn so với đà tăng mạnh của HPG

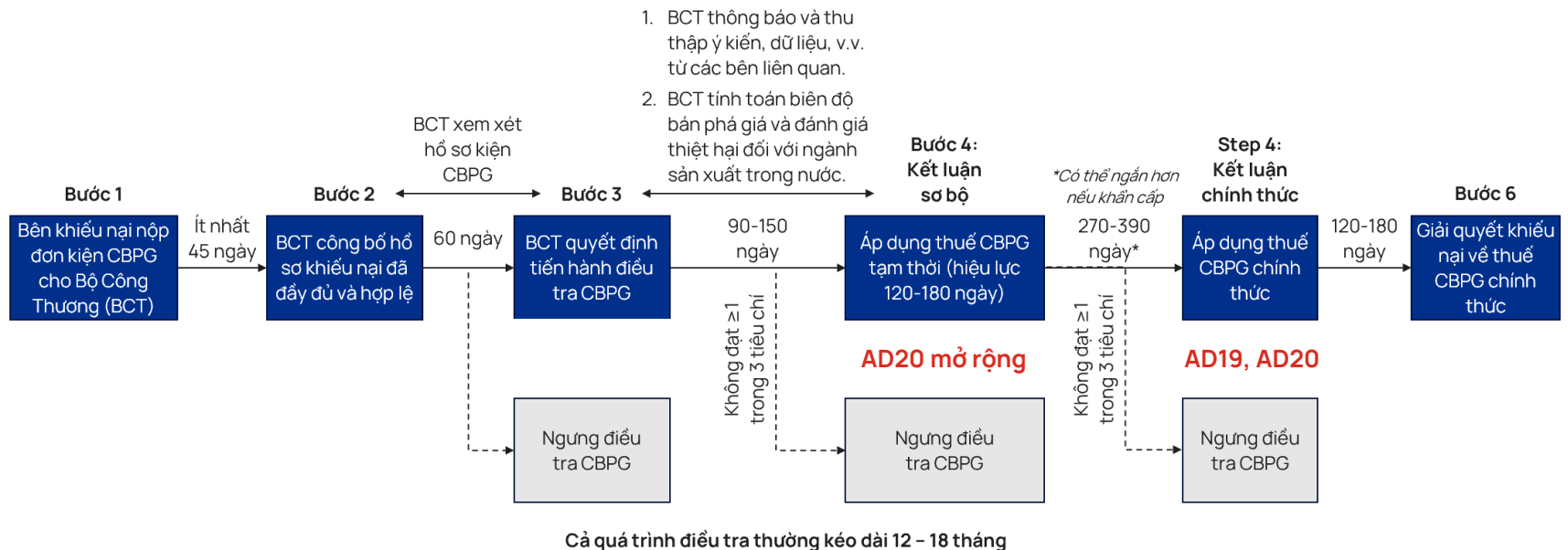
FORMOSA: Sản lượng bán HRC, theo doanh số bán trong nước và xuất khẩu (nghìn tấn)



Thuế quan trong nước: Chính phủ Việt Nam cũng đã triển khai các biện pháp nhằm bảo vệ thị trường trong nước trước áp lực thép Trung Quốc bán phá giá

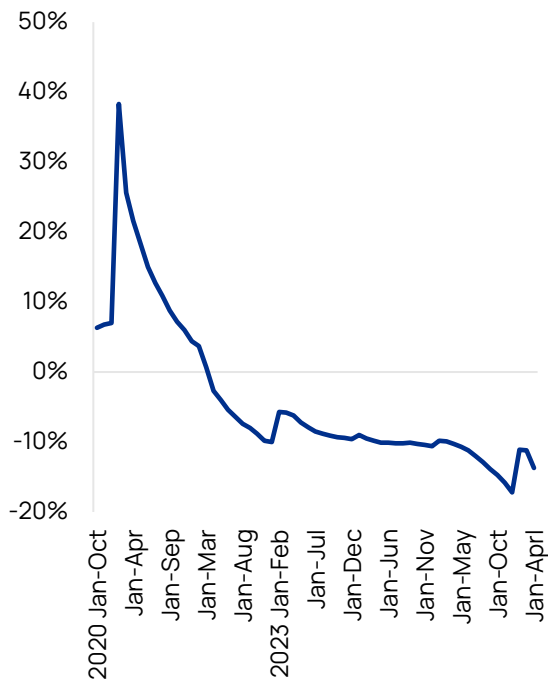
- **Thuế CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu (AD19):** Vào tháng 8/2025, Bộ Công Thương đã áp dụng thuế CBPG chính thức đối với phần lớn tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (37,13%) và Hàn Quốc (12,0%-15,7%). Một số nhà sản xuất quy mô nhỏ được miễn trừ.
- **Thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu (AD20):** Có hiệu lực từ ngày 06/07/2025, Bộ Công Thương áp dụng thuế CBPG chính thức ở mức 23,1%-27,83% đối với HRC Trung Quốc nhập khẩu. Biện pháp này áp dụng cho HRC khổ hẹp (bề rộng dưới 1,88 mét), có hiệu lực 5 năm.
- **Điều tra CBPG đối với HRC khổ rộng (AD20 mở rộng):** Vào ngày 02/04/2026, Bộ Công Thương đã áp thuế tạm thời đối với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc - được định nghĩa là HRC có chiều rộng >1.880 mm và <2.300 mm. Mức thuế suất là 27,83%, tương đương mức thuế cao nhất hiện đang áp dụng theo AD20. Biện pháp này có hiệu lực từ ngày 17/04/2026 và sẽ được duy trì cho đến khi (1) thuế CBPG chính thức đối với hành vi lẫn tránh thuế HRC khổ rộng Trung Quốc được ban hành (thông thường có hiệu lực trong nhiều năm), hoặc (2) biện pháp AD20 ban đầu hết hiệu lực (tức tháng 7/2030), theo Điều 94 Nghị định số 86/2025/NĐ-CP. Chúng tôi gọi mức thuế này là "AD20 mở rộng".

Quá trình điều tra CBPG diễn hình tại Việt Nam



Giá hàng hóa: Nhu cầu xây dựng cơ bản tại Trung Quốc vẫn ở mức yếu

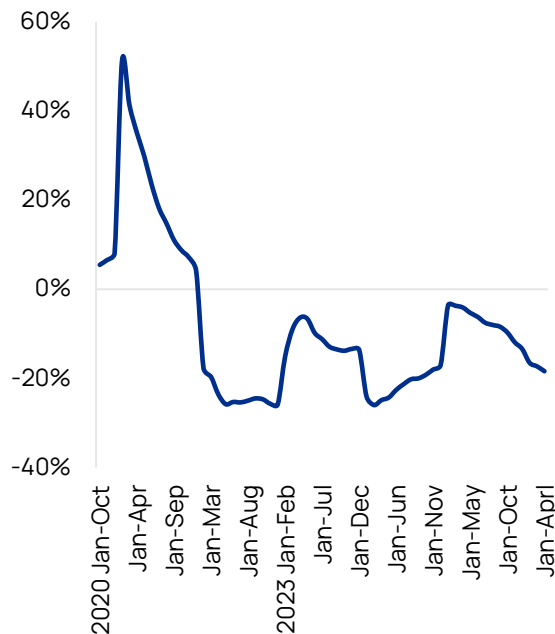
Đầu tư phát triển BĐS của Trung Quốc so với đầu năm, YoY



Tổng cộng (tháng 1 - 4/2026): -13,7%

- Tòa nhà dân cư: -13,1%
- Tòa nhà văn phòng: -18,3%
- Tòa nhà thương mại: -19,5%

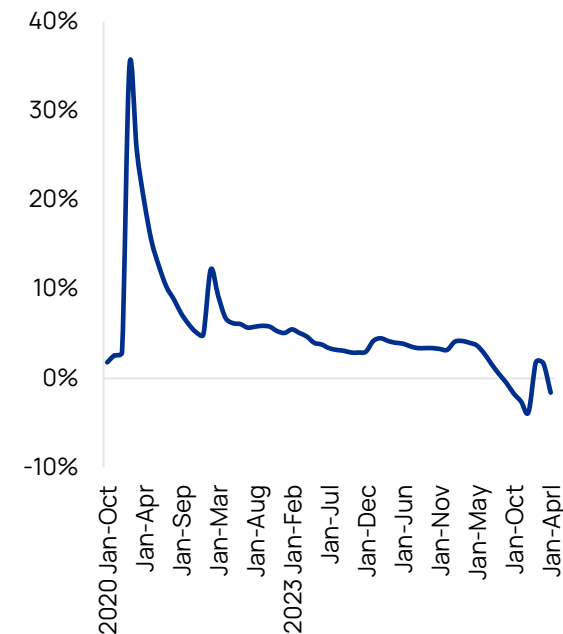
Quỹ đầu tư phát triển BĐS của Trung Quốc so với đầu năm, YoY



Tổng cộng (tháng 1 - 4/2026): -18,4%

- Cho vay trong nước: -25,9%
- Đầu tư nước ngoài: -82,1%
- Quỹ tự huy động: -10,5%
- Tiền gửi & biên lai tạm ứng: -17,6%
- Cho vay thế chấp cá nhân: -31,7%

Đầu tư vào tài sản cố định so với đầu năm, YoY



Tổng cộng (tháng 1 - 4/2026): -1,6%

- Do nhà nước sở hữu/nắm giữ: +2,5%
- Đầu tư tư nhân: -5,2%

Giá hàng hóa: Quan điểm cả năm; Tác động ngắn hạn từ Trung Quốc; biên lợi nhuận của các nhà sản xuất thép thượng nguồn tại Việt Nam dự kiến cải thiện YoY (1)

Quan điểm của chúng tôi về giá hàng hóa cho cả năm 2026:

Đầu ra: Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần với nhiều biến động trong năm 2026. Nguyên nhân chính đến từ (1) việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực của Trung Quốc, nhằm giải quyết tình trạng dư thừa công suất, và (2) Trung Quốc kiểm soát hoạt động xuất khẩu thép nghiêm ngặt hơn, có hiệu lực từ 01/01/2026; và (3) các biện pháp bảo hộ thuế quan của Việt Nam từ “AD20 mở rộng” đối với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ giữa tháng 4/2026. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ phục hồi giá thép Trung Quốc sẽ diễn ra dần dần, do nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc hiện vẫn còn yếu.

Đầu vào: Chúng tôi dự báo giá đầu vào tiếp tục ở mức thấp trong năm 2026 do nguồn cung tăng và nhu cầu thép của Trung Quốc giảm:

- 1. Quặng sắt – Dự kiến nguồn cung mới từ dự án Simandou sẽ tạo áp lực lên giá quặng sắt toàn cầu từ năm 2026:** Theo DISR* (Úc), Úc dự kiến mở rộng sản lượng xuất khẩu quặng sắt gần 2%/năm trong giai đoạn 2026-2027. Tuy nhiên, bước chuyển dịch đáng kể nhất đến từ nguồn cung mới của dự án Simandou tại châu Phi. Simandou – một trong những mỏ quặng sắt hàm lượng cao (~65% Fe) chưa khai thác lớn nhất thế giới với trữ lượng trên 2,0 tỷ tấn – bắt đầu đi vào vận hành từ cuối năm 2025. Theo Bloomberg, sản lượng dự kiến đạt khoảng 60 triệu tấn trong năm 2026, và tăng lên 120 triệu tấn từ năm 2027 khi đạt công suất tối đa. Khi vận hành đủ công suất, Simandou sẽ chiếm khoảng 10% tổng lượng nhập khẩu quặng sắt qua đường biển hàng năm của Trung Quốc (tương đương khoảng 7,5% thương mại quặng sắt đường biển toàn cầu), qua đó bổ sung nguồn cung mang tính cấu trúc đáng kể cho thị trường.
- 2. Than cốc - Giá có thể hạ nhiệt sau các đợt tăng do yếu tố thời tiết khi nguồn cung từ Úc phục hồi:** Giá than cốc tăng khoảng 17% từ cuối tháng 11/2025 đến tháng 2/2026 (theo Bloomberg), chủ yếu do gián đoạn nguồn cung tạm thời liên quan đến thời tiết tại Úc (quốc gia xuất khẩu than luyện cốc lớn nhất thế giới). Giá bắt đầu giảm từ giữa tháng 2 và đến nay đã giảm khoảng 5% so với mức đỉnh giữa tháng 2, khi mùa bão tại Úc lắng xuống, dù vẫn duy trì ở mức cao so với đầu năm do xung đột tại Trung Đông. Sau các gián đoạn ngắn hạn này, chúng tôi kỳ vọng giá cả năm sẽ duy trì ở mức thấp. DISR dự báo xuất khẩu than luyện cốc của Úc tăng 4,3%/năm trong giai đoạn 2026-2027, qua đó cho thấy nguồn cung than cốc đường biển sẽ tiếp tục gia tăng.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng **việc Trung Quốc cắt giảm công suất thép theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực cũng có thể làm giảm nhu cầu** quặng sắt và than cốc do sản lượng thép giảm, qua đó gia tăng thêm áp lực giảm giá đối với đầu vào.

Giá hàng hóa: Quan điểm cả năm; Tác động ngắn hạn từ Trung Đông; biên lợi nhuận của các nhà sản xuất thép thượng nguồn tại Việt Nam dự kiến cải thiện YoY (2)

Xung đột Trung Đông: Không tác động đáng kể đến quan điểm cả năm 2026 của chúng tôi, nhưng có thể dẫn đến biến động lợi nhuận ngắn hạn đối với các doanh nghiệp thép.

Căng thẳng tại Trung Đông đã đẩy giá thép Việt Nam tăng kể từ tháng 3/2026, chủ yếu do chi phí đầu vào, cước vận chuyển và chi phí năng lượng cao hơn. Kể từ đầu tháng 3/2026, chúng tôi ghi nhận sự gia tăng của giá bán trên diện rộng ở các sản phẩm thép tại Việt Nam, bao gồm thép xây dựng (+9-10% YTD và +5% so với giai đoạn trước xung đột); giá HRC của HPG (+18% đối với giá giao kỳ hạn tháng 6 so với tháng 1, và +17% so với giai đoạn trước xung đột); giá HRC nhập khẩu ngoài Trung Quốc tăng từ 20% trở lên trên cơ sở YTD; và giá tôn mạ, dựa trên các khảo sát kênh phân phối của chúng tôi. Về phía đầu vào, giá quặng sắt nhìn chung đi ngang trên cơ sở YTD nhưng tăng khoảng 5% so với giai đoạn trước xung đột, trong khi giá than cốc tăng khoảng 5% YTD, dù vẫn thấp hơn khoảng 10% so với mức đỉnh giữa tháng 2 khi tình trạng gián đoạn nguồn cung tại Úc đã hạ nhiệt.

Chúng tôi kỳ vọng diễn biến này mang tính tích cực trong ngắn hạn đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp thép, do giá bán (thường được bán theo giá giao ngay) điều chỉnh nhanh hơn so với giá vốn hàng tồn kho (được mua trước đó ở mức giá thấp hơn), qua đó tạo ra lợi ích tạm thời từ độ trễ hàng tồn kho. Tuy nhiên, lợi ích này nhiều khả năng chỉ mang tính tạm thời và có thể đảo chiều khi các gián đoạn địa chính trị hạ nhiệt.

Theo giả định kịch bản cơ sở mới nhất của nhóm phân tích ngành Năng lượng về việc tình trạng gián đoạn bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 5 và được bình thường hóa hoàn toàn từ tháng 7/2026, **chúng tôi kỳ vọng tác động lên biên lợi nhuận cả năm sẽ ở mức trung tính hoặc tích cực nhẹ**, tùy thuộc vào năng lực quản trị hàng tồn kho của từng doanh nghiệp.

Triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của các doanh nghiệp thép Việt Nam (quan điểm cả năm)

Các doanh nghiệp thép thượng nguồn (ví dụ: HPG) – tích cực: Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp thượng nguồn sẽ được hưởng lợi từ diễn biến thuận lợi giữa giá đầu ra và giá đầu vào trong năm 2026, khi giá nguyên vật liệu đầu vào duy trì ở mức thấp hơn và giá thép phục hồi dần, qua đó ảnh hưởng tích cực tới đà tăng trưởng của biên lợi nhuận.

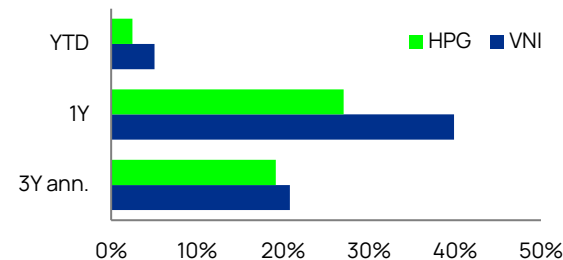
Các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn (ví dụ: NKG, HSG) – thận trọng: Chúng tôi vẫn thận trọng với triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn, dù kỳ vọng giá thép tại Trung Quốc sẽ phục hồi, do cạnh tranh nội địa vẫn ở mức gay gắt trong bối cảnh triển vọng xuất khẩu còn yếu. Trong năm 2025, kim ngạch xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam, vốn trước đây chiếm khoảng 50% tổng sản lượng bán, bị gián đoạn. Các doanh nghiệp đã chuyển hướng mạnh trở lại thị trường trong nước, vốn đã trong tình trạng dư cung kéo dài. Kết quả là, các nhà sản xuất không thể chuyển hết phần tăng của chi phí HRC sang giá bán, dẫn đến biên lợi nhuận gộp cốt lõi bị thu hẹp trong suốt năm 2025.

Triển vọng ngắn hạn: Căng thẳng tại Trung Đông tạm thời hỗ trợ lợi nhuận nhờ độ trễ thuận lợi giữa giá đầu ra và giá đầu vào, điều này đã phản ánh vào KQKD quý 1 của các doanh nghiệp thép niêm yết trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Sau tháng 3, chúng tôi tiếp tục ghi nhận các đợt tăng giá trong suốt tháng 4 và kéo dài đến đầu tháng 5, chủ yếu tập trung vào thép HRC và các sản phẩm thép dẹt. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép quý 2 sẽ duy trì ở mức cao và biên lợi nhuận sẽ tiếp tục mở rộng QoQ. Đối với quý 3 và các quý tiếp theo, kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định giá thép đầu ra và chi phí đầu vào sẽ giảm bớt khi xung đột hạ nhiệt, đồng nghĩa với việc biên lợi nhuận suy yếu. Dù vậy, nếu các gián đoạn kéo dài và giá thép duy trì ở mức cao, chúng tôi nhận thấy tiềm năng điều chỉnh tăng đối với các dự báo biên lợi nhuận của HPG.

HPG - Lợi nhuận năm 2026 dự kiến tăng mạnh nhờ việc ghi nhận khoản lãi một lần và KQKD tích cực của mảng thép

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	24.150 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	156.116	209.249	244.410	264.987
Giá mục tiêu*	35.400 VND	%YoY	12%	34%	17%	8%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	15.453	25.930	28.612	33.558
		% YoY	29%	68%	10%	17%
TL tăng	+46,6%	EPS cốt lõi**	31%	42%	31%	17%
Lợi suất cổ tức	1,9%	Biên LN gộp	15,7%	16,8%	17,7%	18,4%
Tổng mức sinh lời	+48,5%	Biên EBITDA	18,5%	19,3%	19,9%	20,6%
		Biên LN từ HDKD	13,1%	13,8%	14,8%	15,6%
		Biên LN ròng**	9,9%	10,5%	11,7%	12,7%
Ngành	Thép	DTTD/Doanh thu	-2,9%	2,0%	7,6%	11,1%
GT vốn hóa	202,5 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	9,0x	6,4x	5,3x	4,8x
Room KN	55,2 nghìn tỷ đồng	P/E cốt lõi**	13,4x	9,5x	7,2x	6,2x
GTGD/ngày (30n)	773,2 tỷ đồng	P/B	1,6x	1,3x	1,2x	1,0x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE cốt lõi**	12,6%	15,4%	17,4%	18,0%
SL CP lưu hành	8,4 tỷ					
Pha loãng	8,4 tỷ					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 12/05/2026, đã điều chỉnh theo đợt trả cổ tức bằng cổ phiếu gần đây.



Tổng quan Công ty

HPG là công ty sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các dòng sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng (công suất 5,8 triệu tấn/năm), HRC (8,4 triệu tấn/năm), ống thép (1,2 triệu tấn/năm) và tôn mạ (400.000 tấn/năm).

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng lợi nhuận ngắn hạn và trung hạn của HPG, được hỗ trợ bởi các yếu tố thuận lợi cả trong nước và quốc tế. Ở thị trường trong nước, chi tiêu cho hạ tầng ở mức kỷ lục được kỳ vọng sẽ duy trì nhu cầu thép xây dựng, trong khi tăng trưởng mảng HRC sẽ được thúc đẩy nhờ việc tăng công suất của dự án DQSC2 và các biện pháp bảo hộ thuế quan đối với HRC Trung Quốc (bao gồm cả khổ hẹp và khổ rộng). Ở thị trường quốc tế, HPG sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi dần của giá thép Trung Quốc dưới chính sách hạn chế cạnh tranh nội bộ, các biện pháp kiểm soát xuất khẩu thép chặt chẽ hơn của Trung Quốc, cùng với bối cảnh nguyên liệu đầu vào thuận lợi hơn nhờ nguồn cung quặng sắt và than cốc bằng đường biển gia tăng trong năm 2026.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 tăng 68%, nhờ sự tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi từ mảng thép và khoản lãi một lần từ thoái vốn BDS được ghi nhận trong quý 1 (đóng góp khoảng 4 nghìn tỷ đồng vào LNST). Chúng tôi dự phóng lợi nhuận mảng thép sẽ tăng 58% YoY, nhờ (1) tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng (hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng) và HRC (nhờ đóng góp cả năm từ DQSC2 và bảo hộ thuế quan đối với hàng nhập khẩu), và (2) biên lợi nhuận cải thiện nhẹ khi Trung Quốc kiểm soát sản lượng/xuất khẩu thép, cùng nguồn cung quặng sắt mới từ dự án Simandou. Trong quý 1, xuất khẩu thép của Trung Quốc giảm 10% YoY.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi quý 2/2026 sẽ cải thiện QoQ, nhờ sự hỗ trợ từ sản lượng thép, ASP và biên lợi nhuận cải thiện. Sản lượng sẽ được hưởng lợi từ chi tiêu cho hạ tầng, mức thuế quan mới áp dụng cho thép HRC khổ rộng của Trung Quốc và đà tăng tích cực của giá thép. ASP dự kiến sẽ tăng do áp lực lạm phát chi phí đẩy liên quan đến căng thẳng Trung Đông tiếp tục hỗ trợ mặt bằng giá, với các đợt điều chỉnh tăng giá thường xuyên trên toàn ngành (chủ yếu là thép dẹt) được ghi nhận trong suốt tháng 4 và kéo dài sang tháng 5. Trong khi đó, biên lợi nhuận được hưởng lợi từ độ trễ hàng tồn kho khi ASP điều chỉnh nhanh hơn so với chi phí hàng tồn kho được thu mua ở mức thấp hơn trước đó.

Định giá hấp dẫn: Tại mức giá thị trường hiện tại, P/E báo cáo/cốt lõi dự phóng năm 2026 lần lượt ở mức 8,0 lần/9,5 lần, tương đối hấp dẫn so với mức P/E trung bình 10 năm là 10,5 lần; tăng trưởng lợi nhuận báo cáo/cốt lõi dự phóng năm 2026 đạt 68%/42% YoY và CAGR lợi nhuận cốt lõi giai đoạn 2025-2028 đạt 29%.

Nhận định ban đầu về tác động tiềm ẩn của VinMetal đối với HPG (1)

Tổng quan về VinMetal:

- **Thời điểm khởi công:** Theo truyền thông trong nước, nhà máy đã khởi công vào ngày 19/12/2025. Chúng tôi ước tính thời gian xây dựng khoảng 2-3 năm, dựa trên tiến lệ triển khai dự án của HPG.
- **Địa điểm:** Hà Tĩnh, Việt Nam
- **Công suất hàng năm:** 5 triệu tấn trong Giai đoạn 1. Vốn đầu tư XDCB là 80 nghìn tỷ đồng
- **Cơ cấu sản phẩm:** Thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao và thép chuyên dụng, thép đường ray và thép kết cấu. Cơ cấu sản phẩm chi tiết của nhà máy hiện chưa được công bố.
- **Mục tiêu hiện tại:** Phục vụ nhu cầu nội bộ của các doanh nghiệp lớn trong hệ sinh thái Vingroup (Vinhomes, VinFast,...) và các dự án hạ tầng, năng lượng, giao thông sắp tới (ví dụ đường sắt cao tốc) mà Vingroup đang hoặc dự kiến sẽ tham gia.
- **Tham vọng dài hạn:** Trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về “thép xanh” tại Việt Nam, ứng dụng công nghệ phát thải carbon thấp và sử dụng năng lượng tái tạo/giải pháp tái sử dụng năng lượng.
- **Cập nhật mới nhất:** Vào ngày 07/05/2026, VinMetal công bố đã ký kết biên bản ghi nhớ (MoU) với Primetals Technologies, tập đoàn công nghệ luyện kim hàng đầu thế giới. Theo MoU, hai công ty sẽ phát triển một khu tổ hợp gang thép quy mô lớn tại Hà Tĩnh, bao gồm cả các dòng sản phẩm thép dài và thép dẹt, ứng dụng công nghệ tiên tiến, thân thiện môi trường và số hóa theo tiêu chuẩn quốc tế.

Quan điểm ban đầu của chúng tôi về tác động tiềm tàng đối với HPG:

- Chúng tôi kỳ vọng áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng khi nguồn cung mới đi vào hoạt động, do công suất 5 triệu tấn/năm là khá lớn, tương đương gần 1/3 tổng công suất hiện tại của HPG.

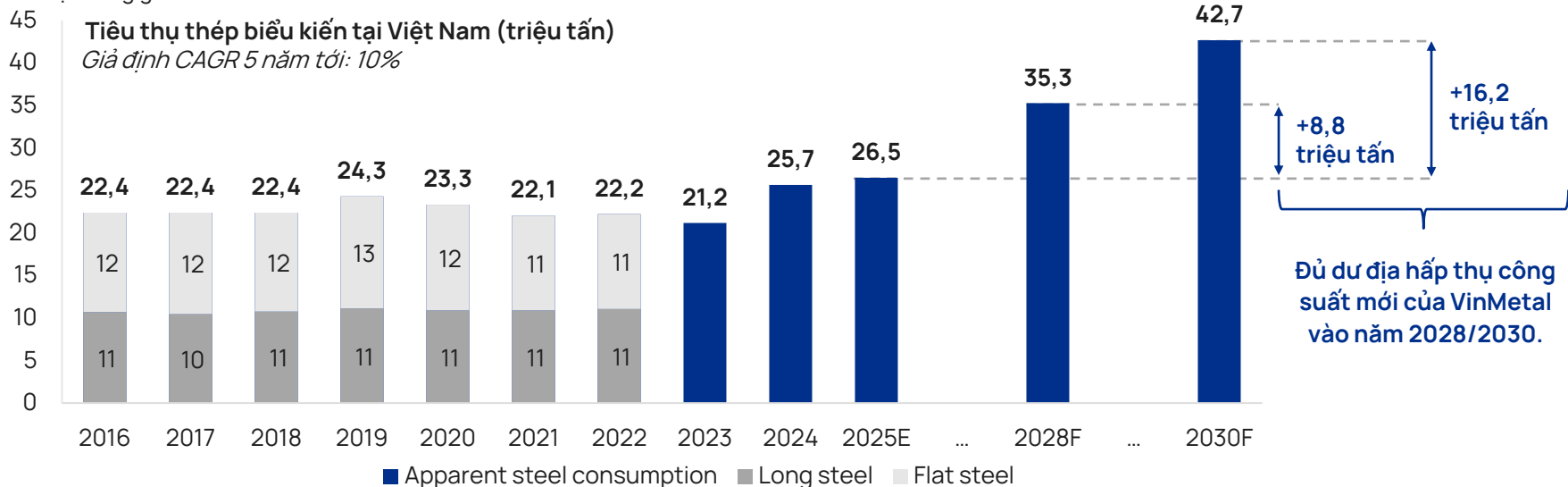
Một số yếu tố cần theo dõi (do thông tin hiện còn hạn chế):

- **Tiến độ phát triển của VinMetal:** Nếu VinMetal lựa chọn xây dựng nhà máy mới, chúng tôi cho rằng thời gian triển khai sẽ mất 2-3 năm (dựa trên vốn đầu tư cho các dự án trước đây của HPG), tương đương với tác động không đáng kể lên HPG ít nhất trước cuối năm 2027/đầu năm 2028. Tuy nhiên, nếu VinMetal lựa chọn các phương án nhanh hơn (ví dụ M&A/mua lại nhà máy thép hiện hữu), áp lực cạnh tranh có thể xuất hiện sớm hơn.
- **Vốn đầu tư theo từng dòng sản phẩm:** Nếu tỷ trọng đầu tư vào thép xây dựng và HRC (các sản phẩm cốt lõi của HPG) cao, áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng; ngược lại, nếu tỷ trọng này thấp hơn, tác động sẽ được giảm bớt.

Nhận định ban đầu về tác động tiềm ẩn của VinMetal đối với HPG (2)

Các yếu tố giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh đối với HPG:

- Yếu tố bù đắp từ phía cầu trong trung hạn:** Nhu cầu thép của Việt Nam năm 2025 đạt khoảng 26,5 triệu tấn (theo VSA). Tại ĐHCĐ năm 2026, ban lãnh đạo HPG kỳ vọng nhu cầu thép nội địa sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) tối thiểu 10% trong 5 năm tới (xem thông tin chi tiết tại [Báo cáo ĐHCĐ](#) của chúng tôi), cao hơn đáng kể so với giả định sơ bộ trước đây của chúng tôi là 4–5%. Dựa trên mức CAGR 10%, nhu cầu thép tăng thêm sẽ đạt khoảng 8,8 triệu tấn vào năm 2028 và khoảng 16,2 triệu tấn vào năm 2030 – mức thừa đủ để hấp thụ công suất 5 triệu tấn theo kế hoạch của VinMetal. Ngay cả với mức CAGR thận trọng là 4–5%, nhu cầu tăng thêm khoảng 3,3–4,2 triệu tấn vào năm 2028 cũng sẽ bao phủ 66–84% công suất theo kế hoạch của VinMetal, do đó áp lực cạnh tranh tạo ra là không đáng kể, khi các nhà máy mới hiếm khi đạt công suất tối đa ngay trong năm đầu vận hành. Ví dụ, DQSC2 ban đầu được kỳ vọng chỉ vận hành ở mức 60–70% công suất, chủ yếu được hỗ trợ bởi nhu cầu thay thế hàng nhập khẩu trong bối cảnh thuế CBPG đối với thép Trung Quốc vẫn ở mức cao. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá rủi ro cạnh tranh từ VinMetal là hạn chế, khi tăng trưởng nhu cầu được kỳ vọng là đủ để hấp thụ công suất mới mà không gây tác động đáng kể đến HPG.
- Chi phí của thép xanh:** Theo thông tin từ truyền thông, VinMetal dự kiến tập trung vào công nghệ thép xanh. Do chi phí của sản xuất thép phát thải thấp cao hơn so với công nghệ BOF truyền thống, chúng tôi cho rằng các dòng thép thương mại phổ thông của HPG sẽ phần nào được “bảo vệ” khỏi cạnh tranh trực tiếp. Ví dụ, theo khảo sát ngành của chúng tôi, vào giữa tháng 4/2026, giá thép dẹt xanh cao hơn khoảng 20–40% so với mặt bằng giá cơ sở.



VIC thiết lập quan hệ hợp tác với Pomina; tác động tiềm tàng đối với HPG

Chúng tôi ghi nhận Vingroup (HOSE: VIC) và Pomina (UpCOM: POM) đang ngày càng gắn kết về mặt định hướng chiến lược.

- Vào giữa tháng 11/2025, VinMetal (công ty con do VIC sở hữu 98%) đã bổ nhiệm ông Đỗ Tiến Sỹ – CEO kiêm Phó Chủ tịch POM – giữ chức CEO.
- Đến cuối tháng 11/2025, VIC công bố hợp tác chiến lược và hỗ trợ tài chính cho Pomina (UpCOM: POM), với các nội dung chính như sau:
 - Theo thỏa thuận, VIC sẽ thông qua VinMetal để cấp vốn lưu động cho POM với lãi suất 0% trong tối đa 2 năm (hạn mức chưa được công bố). VIC cũng sẽ ưu tiên POM làm nhà cung cấp thép cho các doanh nghiệp trong hệ sinh thái của công ty, bao gồm VinFast, Vinhomes và VinSpeed, đồng thời hỗ trợ Pomina trong quá trình tái cơ cấu. Bảng CĐKT quý 1/2026 của POM đã cho thấy những tín hiệu hợp tác ban đầu, với khoản phải thu từ Vin đạt 202 tỷ đồng và khoản phải trả Vin đạt 772 tỷ đồng, so với việc không ghi nhận các khoản mục này trong năm 2025.
 - Liên quan đến thay đổi nhân sự cấp cao tại VinMetal, ông Đỗ Tiến Sỹ – người vừa được bổ nhiệm làm CEO VinMetal – sẽ quay trở lại điều hành POM, trong khi ông Phạm Nhật Quân Anh (con trai Chủ tịch VIC) sẽ đảm nhiệm vị trí CEO của VinMetal.

Tổng quan về POM: Pomina từng là một trong những doanh nghiệp thép xây dựng lớn tại khu vực phía Nam, với 30% thị phần miền nam vào năm 2013 (tương đương 16% thị phần toàn quốc). Tuy nhiên, nhiều năm quản trị yếu kém và khó khăn tài chính đã khiến doanh nghiệp suy yếu. Trong 10T 2025, thị phần thép xây dựng của POM theo số liệu VSA được ghi nhận ở mức 0%. Dù vậy, dựa trên BCTC của POM và mặt bằng giá thép xây dựng trên thị trường, chúng tôi ước tính POM vẫn chiếm khoảng 1-2% thị phần thép xây dựng trong năm 2024 và trong 9T 2025.

Quan điểm của chúng tôi về VinMetal và POM: Diễn biến này (1) hỗ trợ cho thanh khoản của POM trong ngắn hạn và hỗ trợ quá trình tái cơ cấu của POM, đồng thời (2) giúp VIC/VinMetal tăng cường năng lực trong ngành thép và có thể khai thác hiệu quả hơn công suất hiện hữu của POM. Về dài hạn, nếu POM cải thiện được hiệu quả vận hành, diễn biến này có thể giúp đảm bảo nguồn cung thép ổn định hơn cho các hoạt động xây dựng trong hệ sinh thái Vingroup.

Tác động tiềm tàng đối với HPG:

- Nếu hỗ trợ từ VIC giúp Pomina khôi phục hoạt động sản xuất, áp lực cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng. Tuy nhiên, tác động này chỉ giới hạn ở mảng thép xây dựng, do POM không sản xuất HRC và vì vậy không cạnh tranh với HPG trong mảng tấm thép.
- **Đối với nhu cầu thép xây dựng của các dự án liên quan đến Vingroup,** chúng tôi kỳ vọng POM sẽ trở thành nhà cung cấp được ưu tiên theo thỏa thuận hợp tác. Điều này có thể khiến HPG giảm một phần sản lượng thép xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động vẫn trong vòng kiểm soát, do (1) công suất của POM nhỏ hơn đáng kể so với HPG (1,5 triệu tấn so với 5,8 triệu tấn), và (2) VIC nhiều khả năng sẽ đa dạng hóa nguồn cung, thay vì phụ thuộc vào một nhà cung cấp duy nhất..
- **Đối với thị trường thương mại nói chung,** chúng tôi không kỳ vọng POM sẽ tạo ra thách thức đáng kể đối với HPG. Quy mô vượt trội, cấu trúc chi phí tích hợp và lợi thế kinh tế theo quy mô mang lại cho HPG lợi thế chi phí mang tính cấu trúc, điều mà POM khó có thể theo kịp.

Ngành Bất động sản

Triển vọng tăng trưởng được củng cố trong nửa cuối 2026
nhờ bối cảnh thị trường dần ổn định

Tháng 5/2026

Ngành BĐS: Đà tăng trưởng được củng cố trong nửa cuối 2026 nhờ hoạt động mở bán sôi động hơn và mặt bằng lãi suất dần ổn định

Tóm tắt

- **Chúng tôi kỳ vọng lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp sẽ tiếp tục tăng trưởng YoY trong năm 2026, với xu hướng sẽ rõ nét hơn vào nửa cuối năm.** Chúng tôi ghi nhận thấy các tín hiệu tích cực của thị trường (mặc dù lãi suất tăng YoY), bao gồm sự gia tăng các sự kiện bán hàng sau Tết. Ngoài ra, mức tăng trưởng ~15% YoY của tổng lượng giao dịch sơ cấp tại Hà Nội và TP.HCM (theo ước tính của chúng tôi trên số liệu của CBRE) trong quý 1/2026 cũng cho thấy nhu cầu thị trường sơ cấp vẫn tương đối ổn định. Dự báo tăng trưởng năm 2026 của chúng tôi được thúc đẩy bởi (i) nền tảng nhu cầu ở thực ổn định và nhu cầu đầu tư dài hạn có chọn lọc, (ii) sự gia tăng của nguồn cung mới, (iii) tiến độ đầu tư hạ tầng được đẩy mạnh, và (iv) chính sách bán hàng ngày càng hấp dẫn hơn từ phía chủ đầu tư nhằm hỗ trợ người mua trước bối cảnh lãi suất vay mua nhà tăng YoY. Đây là kịch bản cơ sở của chúng tôi, trong đó lãi suất được kỳ vọng sẽ dần ổn định trong nửa cuối 2026 và biến động vĩ mô nhìn chung được kiểm soát.
- **Chúng tôi kỳ vọng tâm lý người mua nhà sẽ cải thiện nhờ định hướng về lãi suất được rõ ràng hơn,** như được thể hiện qua các thông tin gần đây về đề nghị của NHNN yêu cầu các NHTM điều chỉnh giảm lãi suất huy động và tăng cường kiểm tra việc giảm lãi suất. Ngay cả khi chi phí đi vay chưa được điều chỉnh đáng kể, sự cải thiện kỳ vọng trong tâm lý người mua nhà, cùng với các chương trình ưu đãi từ chủ đầu tư, sẽ củng cố quan điểm của chúng tôi về sự phục hồi dần của lượng giao dịch sơ cấp trong các quý tới, dù mức độ phục hồi sẽ có sự phân hóa giữa các dự án và phân khúc sản phẩm.
- **Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–27 của các chủ đầu tư nhà ở thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi sẽ cao hơn giai đoạn trước,** nhờ được hỗ trợ bởi các dự án mới mở bán, việc tiếp tục triển khai các giai đoạn tiếp theo của các dự án và việc NVL dự kiến tái khởi động hoạt động bán BĐS trong năm 2026. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS bình quân hàng năm trong giai đoạn 2026–27 của các chủ đầu tư có vốn hóa trung bình (KDH, NLG, NVL, DXG và HDC) sẽ tăng ~10% so với mức trung bình 5 năm trước đó.
- **Ngành BĐS nhà ở Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ các động lực tăng trưởng cấu trúc dài hạn tích cực,** bao gồm cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện, sự gia tăng của dân số đô thị và tầng lớp trung lưu, cùng tỷ lệ sử dụng gói vay thế chấp ngày càng phổ biến. Trong trung hạn, việc Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và cải cách pháp lý (ví dụ: mục tiêu sửa đổi Luật Đất đai vào năm 2026) sẽ củng cố sự tăng trưởng bền vững của ngành.
- **Rủi ro giảm đối với dự báo năm 2026 của chúng tôi:** Lạm phát cao hơn kỳ vọng có thể gây áp lực thanh khoản/lãi suất lớn hơn dự kiến, ảnh hưởng tiêu cực mạnh hơn đến tâm lý người mua nhà, làm chậm tiến độ mở bán dự án và tăng chi phí huy động vốn cho chủ đầu tư.
- **Cổ phiếu khuyến nghị hàng đầu: KDH và NLG,** nhờ định giá hấp dẫn, thương hiệu vững chắc, bảng cân đối kế toán lành mạnh, và chu kỳ tăng trưởng doanh số bán BĐS/lợi nhuận được hỗ trợ bởi danh mục dự án chất lượng. Chúng tôi cho rằng thị trường chưa phản ánh đầy đủ một số yếu tố khai phá giá trị, bao gồm: **KDH** - chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận rõ nét (LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến tăng 53%/39% trong các năm 2026/27) cùng tiềm năng khai thác từ quỹ đất rộng hơn 500 ha tại khu vực lõi TP.HCM; **NLG** - đang bước vào chu kỳ tăng trưởng (được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng doanh số bán BĐS tích cực, dự phóng tăng 21% YoY trong năm 2026, sau mức tăng 2,3 lần YoY trong năm 2025) và việc triển khai đồng thời các dự án từ quỹ đất ~550 ha (theo ước tính của chúng tôi) tại TP.HCM và các tỉnh thành có tốc độ tăng trưởng cao.

Các cổ phiếu BĐS nhà ở thuộc danh mục theo dõi của Vietcap

Ngành Bất động sản nhà ở - Các chỉ số chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room KN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
KDH	MUA	980	0%	50%	240	5,1	23.000	42.600	11/05/26	85%	0%	85%
NLG	MUA	486	0%	50%	49	2,1	26.400	45.800	11/05/26	73%	2%	75%
NVL	MUA	1.306	0%	49%	578	19,7	15.400	20.000	01/10/25	30%	0%	30%
DXG	MUA	644	0%	50%	189	11,0	13.380	16.400	06/04/26	23%	0%	23%
HDC	KQ	138	0%	49%	66	1,5	18.150	24.600	09/01/26	36%	0%	36%
DXS	KQ	177	0%	50%	76	1,2	8.050	8.300	06/04/26	3%	0%	3%
VRE	PHTT	2.695	0%	49%	985	12,7	31.250	34.200	29/05/26	10%	3%	13%
VHM	PHTT	22.977	0%	50%	9.721	41,2	147.400	153.700	29/05/26	4%	4%	8%
VIC	BÁN	60.830	0%	48%	27.753	49,8	210.800	101.600	30/03/26	-52%	0%	-52%

Ngành Bất động sản nhà ở - Tóm tắt định giá

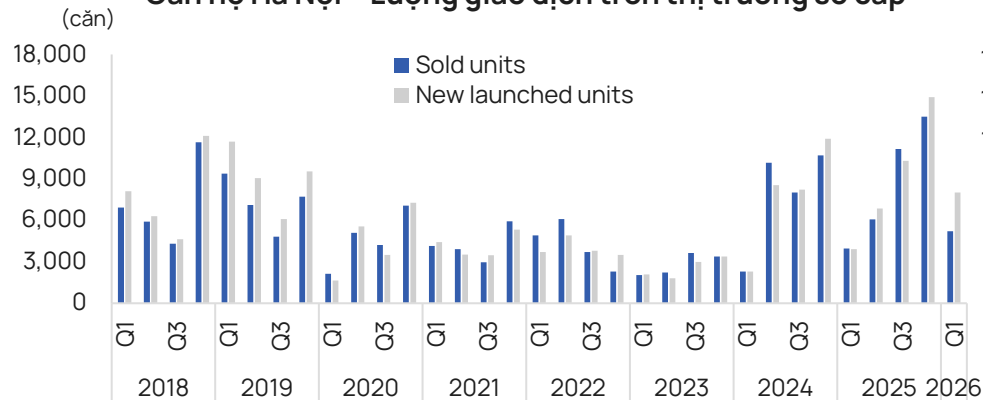
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 12T gần nhất x	P/E 2026 x	P/E 2027 x	P/B quý gần nhất x	P/B 2026F x	P/B 2027F x	ROE 2026F %	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất
KDH	23.000	19%	52%	39%	22,5	17,1	12,3	1,4	1,3	1,2	8%	54%
NLG	26.400	34%	-18%	36%	16,7	18,8	13,8	1,0	0,9	0,9	6%	-13%
NVL	15.400	N.M.	-79%	672%	10,3	86,0	11,1	0,7	0,8	0,8	2%	80%
DXG	13.380	-28%	-4%	718%	76,7	76,6	9,4	1,2	1,2	1,0	2%	-4%
HDC	18.150	814%	-51%	-38%	5,3	11,6	18,9	1,2	1,2	1,2	10%	52%
DXS	8.050	150%	7%	28%	10,3	13,8	10,8	0,7	0,7	0,6	6%	23%
VRE	31.250	57%	-14%	6%	10,3	12,8	12,2	1,4	1,4	1,2	11%	5%
VHM	147.400	39%	31%	3%	9,3	11,0	10,7	2,3	2,3	1,9	22%	43%
VIC	210.800	-5%	-3%	38%	136,8	143,2	103,4	10,8	10,1	9,2	7%	185%

Nhìn lại: Đà tăng trưởng giao dịch sơ cấp YoY trong quý 1 cho thấy nhu cầu thị trường sơ cấp tương đối ổn định dù lãi suất vay mua nhà cao YoY

HÀ NỘI - GIAO DỊCH SƠ CẤP QUÝ 1/2026

Căn hộ: ~5.200 căn **tăng ~30% YoY**
 BĐS liền thổ: ~1.000 căn **giảm ~45% YoY**

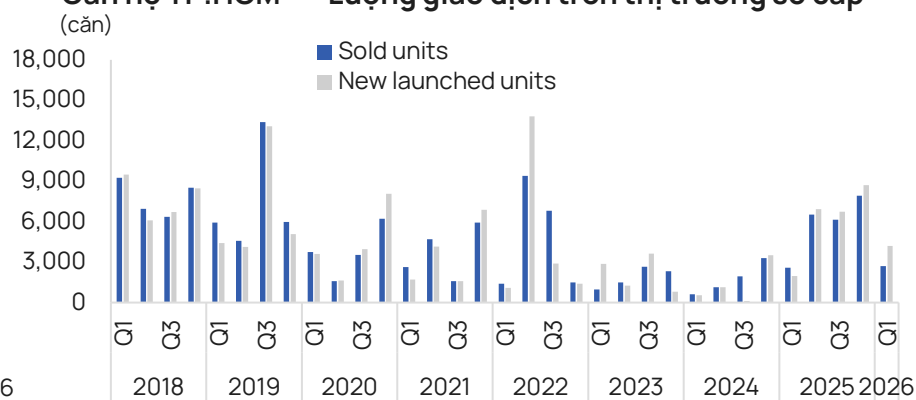
Căn hộ Hà Nội - Lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp



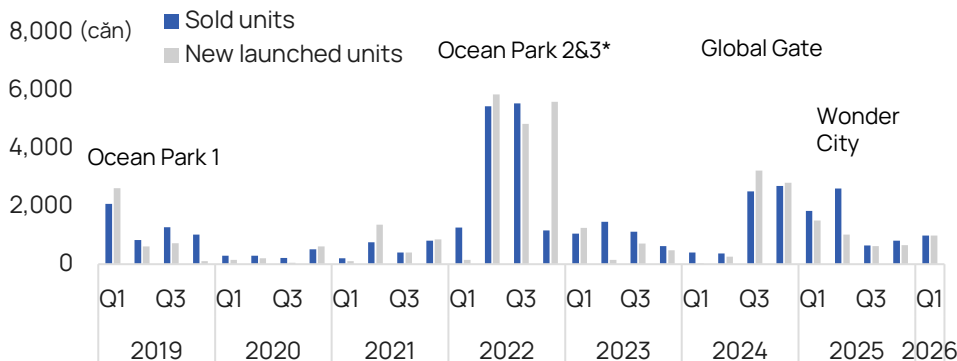
TP.HCM - GIAO DỊCH SƠ CẤP QUÝ 1/2026

Căn hộ: ~2.700 căn **tăng ~5% YoY**
 BĐS liền thổ: ~750 căn **tăng 9 lần YoY**

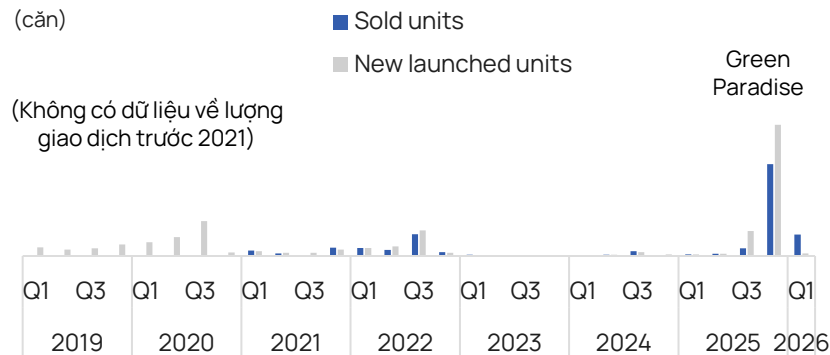
Căn hộ TP.HCM^ - Lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp



BĐS liền thổ Hà Nội - Lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp



BĐS liền thổ TP.HCM^ - Lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp



Hoạt động thị trường phục hồi sau Tết; đà tăng trưởng được kỳ vọng vào nửa cuối 2026



Triển vọng năm 2026: Kỳ vọng lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp sẽ ghi nhận tăng trưởng YoY nhờ mặt bằng lãi suất dần ổn định trong nửa cuối 2026 (kịch bản cơ sở)

KỊCH BẢN CƠ SỞ CỦA VIETCAP – TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2026 <i>Giả định lãi suất dần ổn định trong nửa cuối năm 2026 và biến động vĩ mô được kiểm soát</i>	Thay đổi so với dự báo tại thời điểm đầu năm 2026
01 Triển vọng thị trường Tăng trưởng giao dịch trên thị trường sơ cấp Kỳ vọng lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp sẽ duy trì đà tăng trưởng YoY trong năm 2026.	Điều chỉnh Dự báo mức tăng trưởng được điều chỉnh giảm Điều chỉnh giảm
02 Động lực thị trường Các yếu tố cung cầu <ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu ở thực duy trì ổn định cùng nhu cầu đầu tư dài hạn. Nguồn cung mới gia tăng trên thị trường sơ cấp. Hạ tầng tiếp tục được đầu tư và hoàn thiện, cải thiện khả năng kết nối. Các chương trình ưu đãi bán hàng hấp dẫn giúp giảm bớt tác động từ lãi suất cho vay mua nhà tăng cao. 	Điều chỉnh Các chính sách bán hàng hấp dẫn hơn từ chủ đầu tư giúp bù đắp một phần tác động tiêu cực từ mặt bằng lãi suất cao hơn kỳ vọng; các yếu tố cung cầu khác nhìn chung không thay đổi. Điều chỉnh một phần
03 Giá bán Giá bán sơ cấp ròng trung bình Dự kiến tăng trưởng ở mức một chữ số trung bình YoY so với năm 2025, phản ánh việc các chủ đầu tư chuyển một phần chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, chi phí xây dựng và chi phí tài chính vào giá bán.	Điều chỉnh Duy trì quan điểm – Tăng trưởng giá bán sơ cấp ở mức một chữ số trung bình vẫn là kịch bản cơ sở của chúng tôi. Duy trì
04 Hành vi người mua & đặc điểm nhu cầu Xu hướng chọn lọc và nhu cầu ở thực chiếm ưu thế <ul style="list-style-type: none"> Người mua ngày càng thận trọng và chọn lọc hơn, ưu tiên các dự án có khả năng kết nối tốt, pháp lý rõ ràng và chủ đầu tư uy tín. Nhu cầu ở thực tiếp tục chiếm ưu thế; hoạt động đầu cơ vẫn ở mức thấp. 	Điều chỉnh Thời gian ra quyết định của người mua kéo dài hơn; tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng nhu cầu nhà ở vẫn vững chắc. Điều chỉnh một phần
05 Triển vọng doanh số bán BĐS Doanh số bán BĐS giai đoạn 2026–27 của các chủ đầu tư trong danh mục theo dõi Tổng doanh số bán BĐS bình quân hàng năm dự kiến trong giai đoạn 2026–27 của các chủ đầu tư có vốn hóa vừa trong danh mục theo dõi của chúng tôi (KDH, NLG, NVL, DXG, HDC) tăng ~10% so với mức TB 5 năm quá khứ. <ul style="list-style-type: none"> Động lực đến từ: i) Các dự án mới mở bán và các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu, ii) NVL dự kiến sẽ tái khởi động hoạt động bán BĐS trong năm 2026. 	Điều chỉnh Giữ nguyên dự báo doanh số bán BĐS bình quân hàng năm trong giai đoạn 2026–27 cao hơn so với mức lịch sử. Duy trì

Người mua thận trọng trong quá trình ra quyết định, chủ đầu tư tăng cường ưu đãi bán hàng để thúc đẩy tỷ lệ hấp thụ

Thời gian quyết định kéo dài

Người mua có xu hướng **mất nhiều thời gian hơn để đưa ra quyết định**, đồng thời ưu tiên các dự án có pháp lý rõ ràng, khả năng kết nối giao thông thuận lợi và chủ đầu tư uy tín.

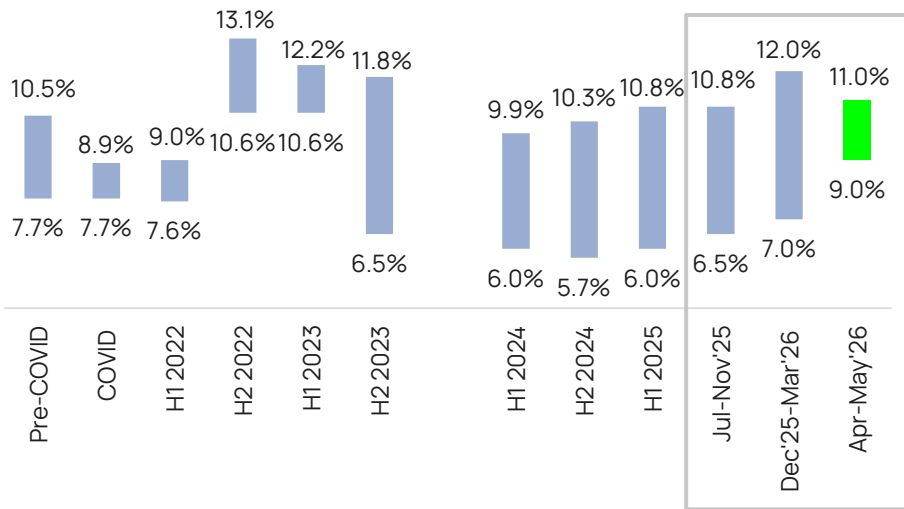
Nhu cầu ở thực chiếm ưu thế

Nhóm khách hàng ở thực có nền tảng tài chính ổn định và mức sử dụng đòn bẩy hợp lý được kỳ vọng sẽ tiếp tục dẫn dắt hoạt động giao dịch trên thị trường sơ cấp.

Chiến lược giá được duy trì

Giá mở bán tiếp tục xu hướng tăng, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng **tốc độ tăng giá sẽ chậm lại** so với dự báo vào cuối năm 2025.

Khảo sát của Vietcap về lãi suất cho vay mua nhà ưu đãi (cố định trong 1-2 năm đầu) tại một số ngân hàng (%/năm) (1)



Chính sách ưu đãi của chủ đầu tư - Một số dự án tiêu biểu (2)

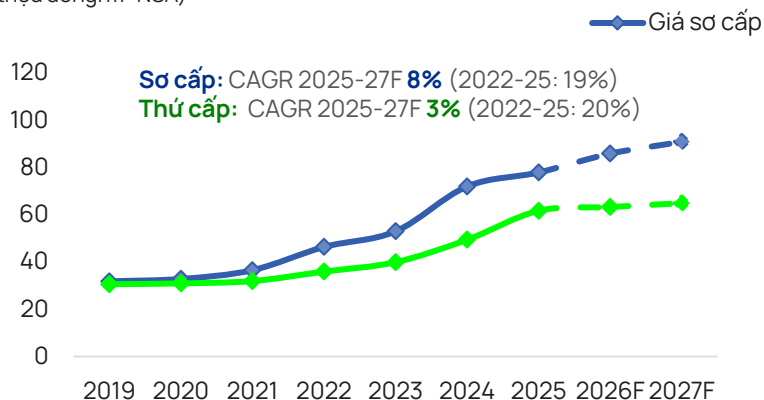
Dự án	Thanh toán	Chiết khấu thanh toán nhanh	Gói vay mua nhà
VHM (các dự án)	* Lên đến 3 năm * Ra mắt chương trình dùng vàng mua BĐS	12,5%	Lãi suất cố định lên đến 5 năm
Gladiators by the Waters (KDH & Keppel; TP.HCM)	Tiến độ thanh toán tiêu chuẩn 12 tháng	Hoàn tiền 8%	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 18 tháng
Izumi City (NLG; Đồng Nai)	12/24/36 tháng	4,5-10,5%	Chủ đầu tư hỗ trợ lãi suất lên đến 9%/năm
The Privé (DXG; TP.HCM)	Lên đến 30 tháng	12%	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 24 tháng

Nguồn: Vietcap ước tính và tổng hợp đến tháng 5/2026. Lưu ý: (1) Mức lãi suất cho vay mua nhà được trình bày dựa trên khảo sát của chúng tôi tại một số ngân hàng được lựa chọn, thực hiện tại một thời điểm cụ thể. Mặc dù một số ngân hàng quốc doanh niêm yết lãi suất lên tới 14% kể từ tháng 1/2026, chúng tôi cho rằng các mức lãi suất này hiện không được áp dụng rộng rãi đối với nhu cầu vay mua nhà trên thị trường, do đó không được đưa vào phần so sánh này. Mức lãi suất thực tế có thể khác biệt tùy thuộc vào quá trình thẩm định thêm đối với các yếu tố như hồ sơ tín dụng của khách hàng, thời hạn vay, tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản (LTV), chất lượng tài sản bảo đảm và dự án liên quan. (2) Giá bán ròng có thể thay đổi tùy theo chính sách bán hàng được áp dụng.

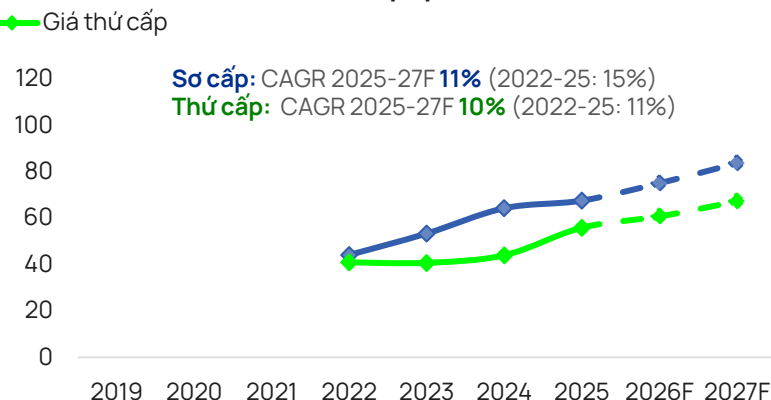
Giá bán tiếp tục tăng; tốc độ tăng giá căn hộ dần hạ nhiệt

(triệu đồng/m² NSA)

Giá căn hộ tại Hà Nội

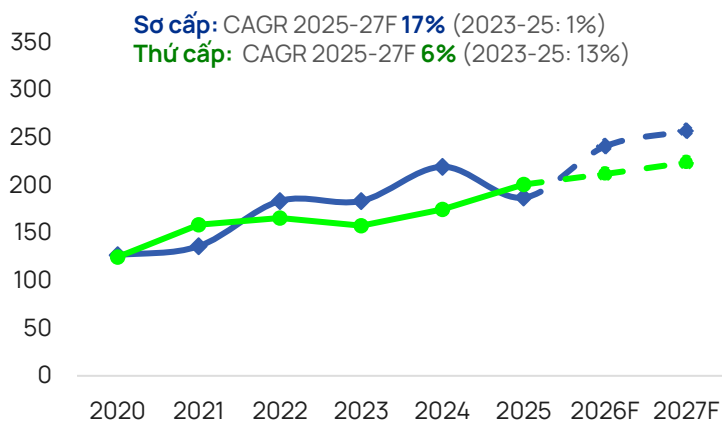


Giá căn hộ tại TP.HCM

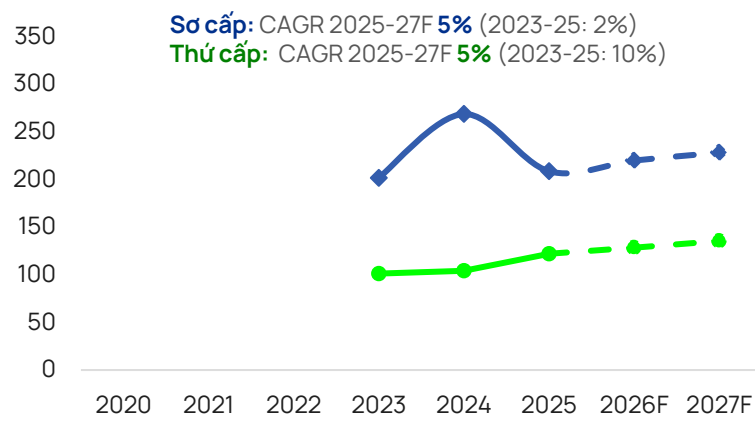


(triệu đồng/m² đất)

Giá BĐS liên thổ tại Hà Nội



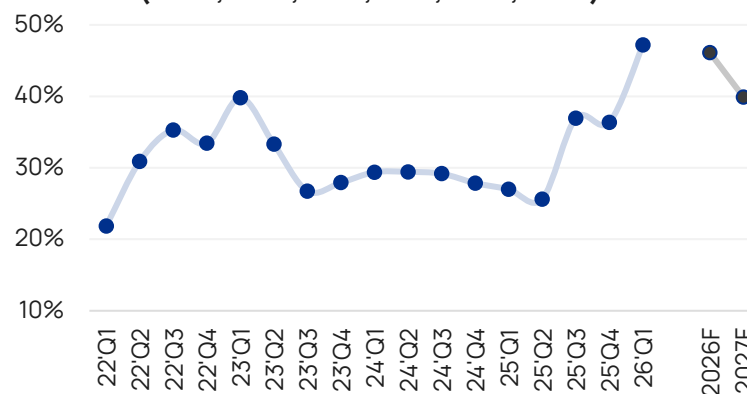
Giá BĐS liên thổ tại TP.HCM



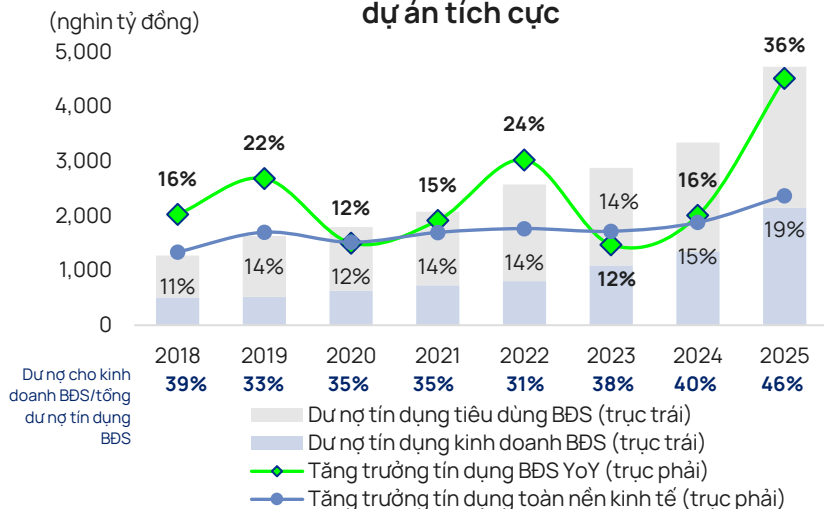
Sức khỏe tài chính của các doanh nghiệp thuộc phạm vi theo dõi dự kiến trong tầm kiểm soát dù đòn bẩy tài chính gia tăng

- Đòn bẩy tài chính gia tăng: Trung vị tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH của các chủ đầu tư trong danh mục theo dõi (VHM, KDH, NLG, NVL, DXG và HDC) tăng lên ~47% tính đến cuối quý 1/2026.
- Vay nợ phục vụ tăng trưởng: Hoạt động tăng nợ vay phản ánh nhu cầu tài trợ dự án và chuẩn bị cho chu kỳ mở bán tiếp theo.
- Sức khỏe tài chính trong tầm kiểm soát: Dòng tiền mạnh từ doanh số bán BĐS dự kiến trong năm 2026, đến từ backlog cuối năm 2025 và các hoạt động bán mới trong năm 2026, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ khả năng trả nợ.
- Đa dạng kênh huy động vốn: Từ doanh số bán BĐS, các khoản vay ngân hàng, trái phiếu, huy động vốn cổ phần, liên doanh và hoạt động chuyển nhượng tài sản tiềm năng.

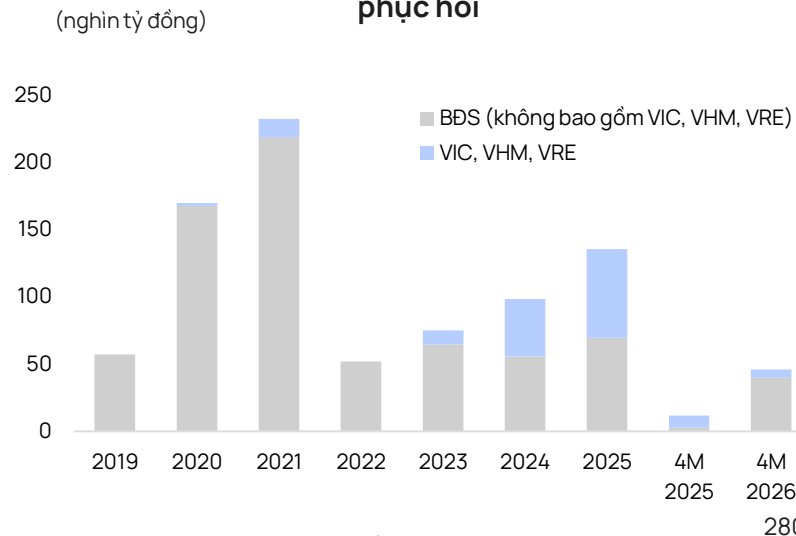
Trung vị tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH của các chủ đầu tư BĐS nhà ở trong danh mục theo dõi (VHM, KDH, NLG, NVL, DXG, HDC)



Tăng trưởng tín dụng BĐS phản ánh hoạt động triển khai dự án tích cực



Hoạt động phát hành trái phiếu BĐS trong nước bắt đầu phục hồi



Đẩy mạnh phát triển hạ tầng sẽ tái định hình tăng trưởng và mở rộng dư địa phát triển BĐS tại Việt Nam

Một số công trình hạ tầng tiêu biểu trong 5 năm tới

Dự án	Tỉnh/Thành phố	Tình trạng triển khai	Các dự án BĐS dự kiến hưởng lợi của các chủ đầu tư được niêm yết	KH 2026	KH 2027	KH 2028	KH 2029	KH 2030
Tuyến metro Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo	Hà Nội	Khởi công vào tháng 10/2025.	N/A					
Tuyến metro Hòa Lạc – Văn Cao	Hà Nội	Khởi công vào ngày 19/12/2025.	Smart City của VHM, Charm Villas của HDG					
Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh	Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng và Quảng Ninh	Khởi công vào ngày 12/4/2026.	Global Gate Hạ Long của VHM					
Vành đai 3	TP.HCM, Tây Ninh, Đồng Nai	Dự kiến hoàn thành toàn bộ dự án vào cuối năm 2026.	Grand Park của VHM, Tân Tạo của KDH, Waterpoint của NLG, Long Tân của DIG					
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	TP.HCM, Đồng Nai	Thông xe toàn tuyến vào ngày 18/5/2026.	The Light City của HDC					
Tuyến metro Bến Thành – Tham Lương	TP.HCM	Khởi công vào ngày 15/1/2026.	N/A					
Tuyến metro Bến Thành – Cầu Giờ	TP.HCM	Khởi công vào ngày 19/12/2025.	Green Paradise của VHM					
Tuyến metro Bến Thành – Thủ Thiêm	TP.HCM	Lần lượt khởi công vào ngày 29/4 và dự kiến trước ngày 30/6/2026.	N/A					
Cầu Cát Lái, Long Hưng và Phú Mỹ 2	TP.HCM, Đồng Nai	Dự kiến xây dựng từ quý 2/2026 sau lễ khởi công vào tháng 1/2026	Aqua City của NVL, Izumi City của NLG					

Các cải cách pháp lý dự kiến sẽ thúc đẩy tiến độ triển khai dự án; các chính sách hỗ trợ khả năng tiếp cận nhà ở đang trong giai đoạn nghiên cứu

Nhận định: Các cải cách pháp lý cho thấy Chính phủ sẵn sàng điều chỉnh chính sách kịp thời nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng đất và tăng cường tính minh bạch. Trong khi đó, các biện pháp cải thiện khả năng chi trả nhà ở vẫn đang được nghiên cứu. Hiệu quả triển khai trên thực tế sẽ phụ thuộc vào các văn bản hướng dẫn chi tiết và mức độ thực thi của các bên liên quan, do đó tác động đến từng doanh nghiệp BĐS có thể khác nhau.

ĐÃ BAN HÀNH & CÓ HIỆU LỰC

Nghị quyết 18-NQ/TW	Luật Đất đai 2024	Nghị quyết 171/2024/QH15	Nghị quyết 254/2025/QH15	Nghị định 357/2025/NĐ-CP	Nghị quyết 79-NQ/TW
Tháng 6/2022	Hiệu lực từ tháng 8/2024	Hiệu lực từ tháng 4/2025	Hiệu lực từ tháng 1/2026	Hiệu lực từ tháng 3/2026	Tháng 1/2026
Đặt mục tiêu hoàn thành Luật Đất đai sửa đổi vào năm 2023	Cải cách định giá đất theo cơ chế thị trường, cải cách quy định về giao đất đai và thu hồi đất	Thí điểm phát triển nhà ở thương mại trên đất khác; phù hợp theo quy hoạch của từng tỉnh	Tháo gỡ một số vướng mắc trong triển khai Luật Đất đai 2024; mở rộng bảng giá đất, làm rõ phương thức định giá các dự án BT	Mã định danh điện tử cho từng sản phẩm bất động sản	Mục tiêu hoàn thành số hóa đất đai trên toàn quốc; Luật Đất đai sửa đổi đến năm 2026

ĐANG XEM XÉT & NGHIÊN CỨU

SỬA ĐỔI LUẬT ĐẤT ĐAI

Mục tiêu năm 2026 – Đang thực hiện

- Dự kiến được xem xét tại kỳ họp thứ hai của Quốc hội khóa XVI (cuối năm 2026).
- Một số điểm chính:** (1) Đồng bộ các thủ tục hành chính phù hợp với mô hình chính quyền địa phương 2 cấp, và (2) luật hóa các nghị quyết gần đây (ví dụ: Nghị quyết 254), qua đó nâng cao tính nhất quán của khung pháp lý.

ĐỀ XUẤT THÍ ĐIỂM NHÀ Ở GIÁ PHÙ HỢP

Dự thảo – Đang xem xét

- Hướng đến người có thu nhập trung bình (> 20 triệu đồng/tháng).
- Cơ chế đề xuất:** Đơn giản hóa thủ tục lựa chọn nhà đầu tư, ưu đãi điều kiện vay vốn, và đề xuất biên lợi nhuận ở mức 15%.

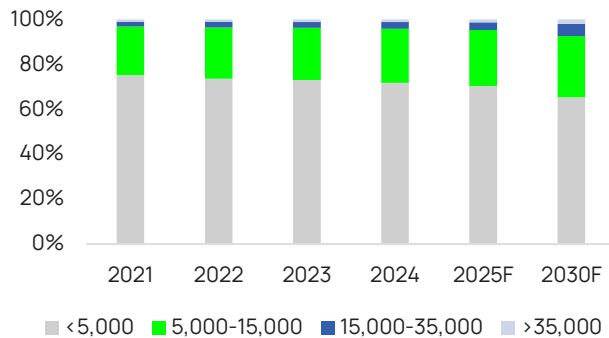
ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH NHÀ Ở CHO THUÊ

Định hướng – Đang nghiên cứu

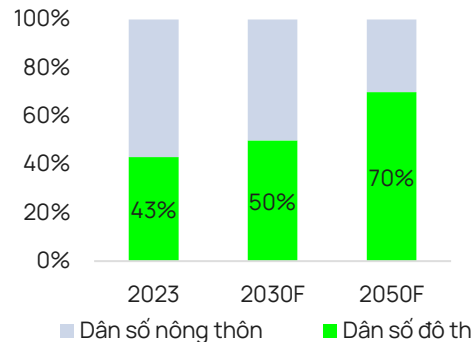
- Tổng Bí thư:** Từ nay đến 2030, nhà ở để bán vẫn cần thiết, nhưng nhà ở cho thuê phải được xác định là trụ cột chiến lược.
- Nhiệm vụ:** Nghiên cứu các chính sách nhằm thúc đẩy thị trường căn hộ cho thuê và khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân.

Triển vọng dài hạn: Các động lực tăng trưởng của ngành BĐS nhà ở vẫn duy trì vững chắc

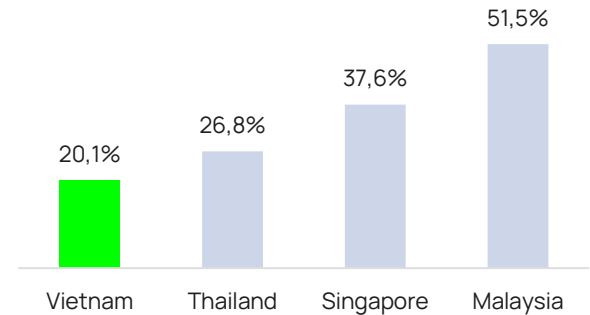
Cơ cấu thu nhập khả dụng dự kiến của hộ gia đình Việt Nam (%), tính theo USD



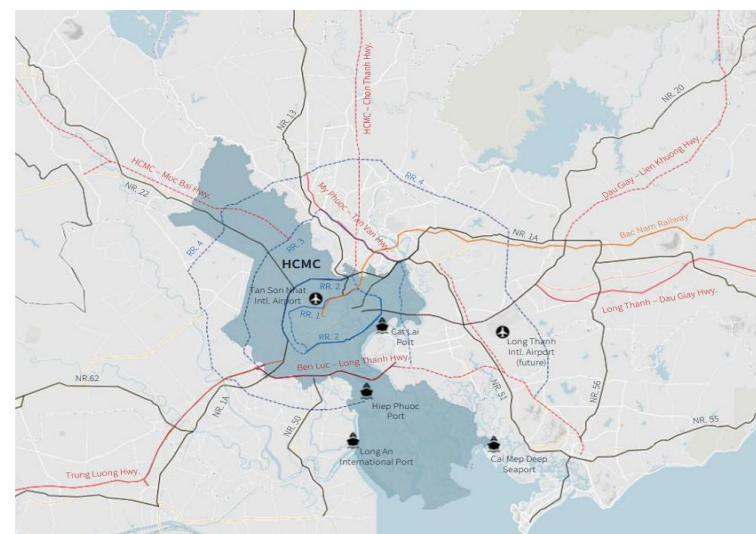
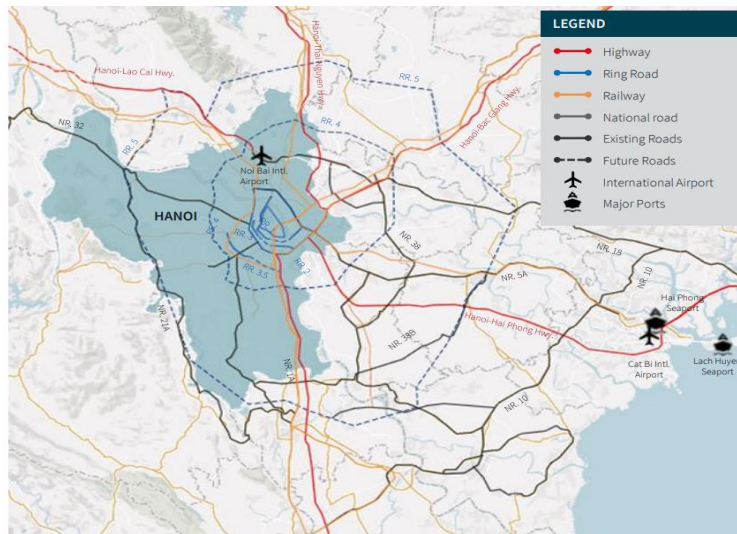
Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam (%)



Tổng dư nợ cho vay mua nhà trên GDP (%) trong năm 2025



Việc cải thiện cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy BĐS phát triển ở các khu vực xung quanh trung tâm Hà Nội và TP.HCM



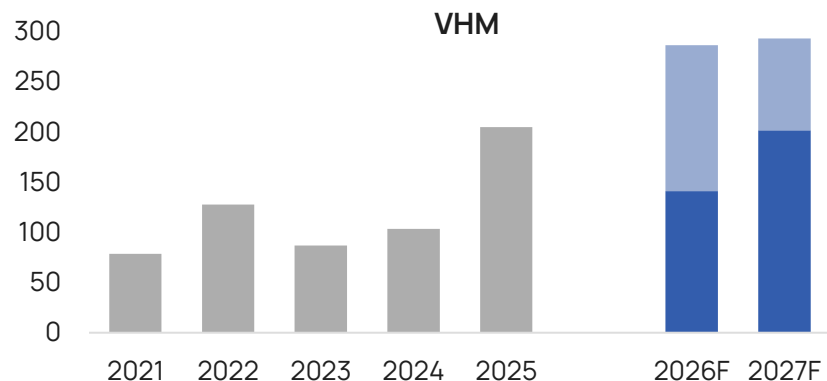
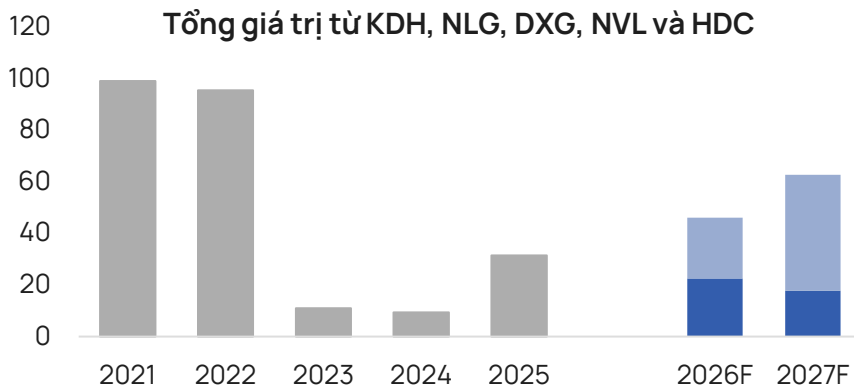
Danh mục theo dõi ngành BĐS của Vietcap

Doanh số bán BĐS ghi nhận chu kỳ tăng trưởng mới trong giai đoạn 2026-2027; Nhịp điều chỉnh mở ra cơ hội đầu tư hấp dẫn; Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu: KDH, NLG

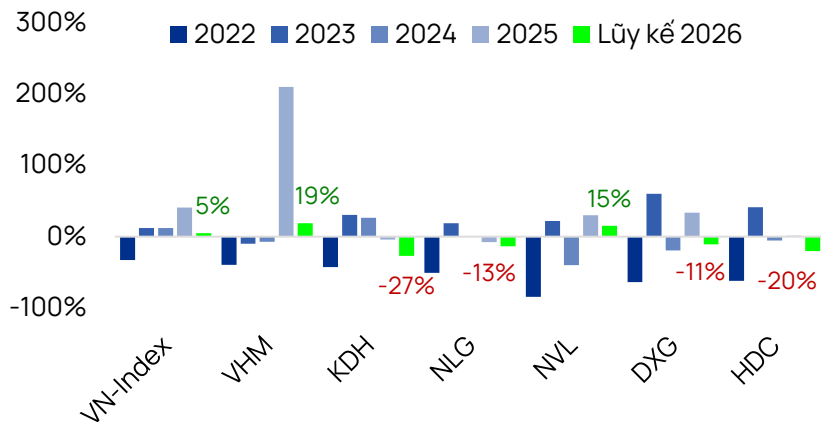
Giá trị và mức tăng trưởng doanh số bán BĐS của các chủ đầu tư BĐS nhà ở thuộc danh mục theo dõi của Vietcap*

■ Từ các dự án mới mở bán từ quý 4/2025 trở đi

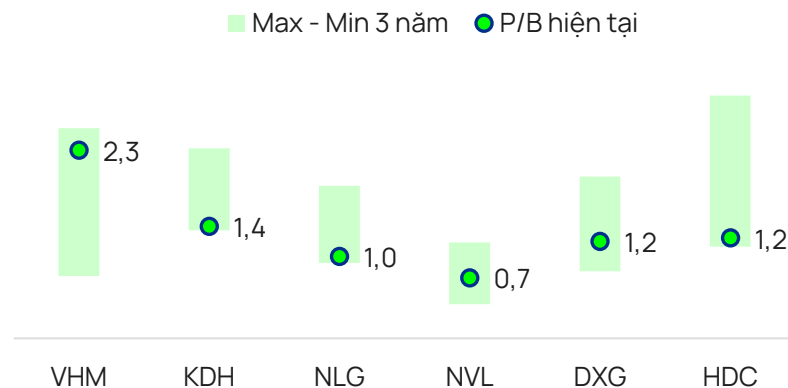
■ Từ các giai đoạn tiếp theo của các dự án mở bán trước quý 4/2025



Diễn biến giá cổ phiếu



Hệ số P/B



Nguồn: Dữ liệu công ty, dự báo của Vietcap cho doanh số bán BĐS giai đoạn 2026-2027. Lưu ý: (*) Doanh số bán trong giai đoạn 2021-2025 bao gồm cả số liệu công bố của công ty và ước tính của Vietcap. Giá cổ phiếu và dữ liệu P/B tính đến ngày 27/05/2026.

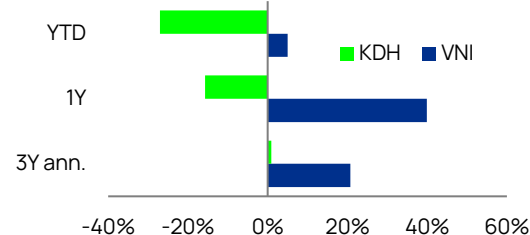
Các dự án đang mở bán và chuẩn bị mở bán dự kiến sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2026

Chủ đầu tư	Dự án	Tổng diện tích (ha)	Thời điểm mở bán	Tiến độ mở bán các dự án trọng điểm và cập nhật kế hoạch mở bán sắp tới
VHM	Green Paradise (Cần Giờ, TP.HCM)	2.870	Quý 3/2025	<ul style="list-style-type: none"> Ghi nhận các giao dịch bán lẻ lớn trong quý 3/2025 và quý 1/2026. Bắt đầu mở bán lẻ trong quý 1/2026.
	Global Gate Hạ Long (Quảng Ninh)	> 4.000	Quý 2/2026	<ul style="list-style-type: none"> Mở bán chính thức vào tháng 5/2026. Kick off vào tháng 4/2026.
	Hải Vân Bay (Đà Nẵng)	512	Cuối quý 1/2026	<ul style="list-style-type: none"> Bắt đầu mở bán cho khách hàng cá nhân từ cuối tháng 3 và đầu tháng 4/2026. Nhận giấy phép bán hàng vào tháng 4/2026.
	Saigon Park (TP.HCM)	880	KH 2026	<ul style="list-style-type: none"> Khởi công vào tháng 4/2026, kick off vào tháng 5/2026.
KDH	Gladia by the Waters (TP.HCM)	11,8	Tháng 9/2025	<ul style="list-style-type: none"> Phân khu thấp tầng (226 căn thấp tầng; đã hoàn tất xây dựng): đang triển khai bán hàng, với hơn 60% số căn đã bán tính đến cuối quý 1/2026. Phân khu cao tầng (616 căn hộ và 23 shophouse; khởi công vào tháng 1/2026): ban lãnh đạo dự kiến mở bán trong quý 3/2026.
NLG	Izumi City (Đồng Nai)	170	Mở bán lần đầu 2021; tái mở bán 2025	<ul style="list-style-type: none"> Phân khu thấp tầng: tổng ~2.900 căn (~25% đã bán tính đến cuối tháng 4/2026*).
	Mizuki Park (TP.HCM)	26	2017	<ul style="list-style-type: none"> Đang triển khai bán hàng phân khu Trellia Cove; phân khu CCTM1 được khởi công tháng 5/2026.
	Elyse Island (Đồng Nai)	45	Tháng 12/2025	<ul style="list-style-type: none"> Tổng 583 căn thấp tầng; ~7% đã bán tính đến cuối tháng 4/2026*.
	Southgate (Long An)	165	2019	<ul style="list-style-type: none"> Đang triển khai bán hàng phần thấp tầng và phân khu cao tầng (Solaria Rise).
	Sol Garden (VSIP Hải Phòng)	21	Tháng 4/2026	<ul style="list-style-type: none"> Giai đoạn 1 gồm 369 căn thấp tầng; ~29% đã bán tính đến cuối tháng 4/2026*.
NVL	Aqua City (Đồng Nai)	615	2019	<ul style="list-style-type: none"> Bắt đầu bàn giao sổ hồng từ tháng 6/2026. Từ quý 2 – quý 3/2026, ban lãnh đạo kỳ vọng chuyển đổi một phần các hợp đồng đặt cọc đã ký trước đây cho các căn đã bán thành hợp đồng mua bán. Dự kiến mở bán lại vào cuối năm 2026.
	NovaWorld Phan Thiết (Bình Thuận)	1.000	2019	<ul style="list-style-type: none"> Dự kiến hoàn tất xác định tiền sử dụng đất trong quý 2/2026.
DXG	The Privé (TP.HCM)	4,3	Mở bán lần đầu 2018; tái mở bán 2025	<ul style="list-style-type: none"> Hiện đang mở bán, với mục tiêu bàn giao từ quý 2–quý 3/2027 theo chia sẻ của ban lãnh đạo.
	Gem Sky World (Đồng Nai)	92	2020	<ul style="list-style-type: none"> Dự kiến khởi động lại hoạt động bán hàng vào cuối năm 2026.
HDC	Eco Home 1 (Bà Rịa – Vũng Tàu)	0,4	Quý 2/2026	<ul style="list-style-type: none"> Nhận giấy phép bán hàng trong tháng 4/2026; hiện đang mở đăng ký cho người mua nhà.

KDH – Định giá hấp dẫn, lợi nhuận bước vào chu kỳ tăng trưởng mới

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	23.000 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	4.651	6.272	9.405	10.002
Giá mục tiêu*	42.600 VNĐ	% YoY	41,9%	34,8%	50,0%	6,4%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.200	3.573	4.041	4.293
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.045	1.603	2.226	2.936
TL tăng	+85,2%	% YoY	29,2%	53,4%	38,9%	31,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS % YoY	19,0%	51,9%	38,9%	31,9%
Tổng mức sinh lời	+85,2%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	6.000	6.700	8.300	10.400
		Biên LN gộp	59,2%	68,3%	54,4%	54,5%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	47,3%	57,0%	43,0%	42,9%
GT vốn hóa	25,8 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	22,5%	25,6%	23,7%	29,4%
Room KN	6,3 nghìn tỷ đồng	ROE	5,8%	8,3%	10,4%	12,3%
GTGD/ngày (30n)	134,1 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	34,9%	48,3%	41,9%	34,7%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	26,0x	17,1x	12,3x	9,3x
SL CP lưu hành	1,1 tỷ	P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,0x
Pha loãng	1,1 tỷ					

* Cập nhật ngày 11/5/2026



Tổng quan công ty

KDH là chủ đầu tư có vị thế vững chắc trong phân khúc BĐS liên thổ (nhà phố và biệt thự) tại TP.HCM. Kể từ năm 2017, công ty từng bước mở rộng sang phân khúc căn hộ. Hiện KDH sở hữu danh mục dự án với tổng quỹ đất hơn 500 ha tại các khu vực lõi của TP.HCM.

KDH là chủ đầu tư BĐS liên thổ với hoạt động chủ yếu tập trung tại TP.HCM và sở hữu quỹ đất hơn 500 ha tại các vị trí trọng điểm: Dựa trên danh mục dự án đã công bố, KDH hiện sở hữu hơn 500 ha quỹ đất tại các khu vực trọng điểm của TP.HCM, tương đương ít nhất khoảng 10 năm phát triển dự án theo ước tính của chúng tôi. Bên cạnh đó, KDH có lịch sử triển khai thành công nhiều dự án chất lượng cao với tiến độ bàn giao đúng cam kết và hạ tầng được đầu tư đồng bộ. Việc tập trung phát triển tại các vị trí chiến lược, đã phát triển và có nhu cầu cao tại TP.HCM tiếp tục củng cố sức hấp dẫn của các sản phẩm do công ty phát triển.

Khu đô thị tích hợp gần 40 ha tại Bình Trưng – Cát Lái sẽ là động lực cho chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận trong nhiều năm: Với Gladia by the Waters (11,8 ha; liên doanh với Keppel, KDH sở hữu 51%), các dự án liền kề Bình Trưng Đông (18,2 ha) và dự án Cát Lái mới nhận chuyển nhượng (8,2 ha), KDH đã tích lũy khoảng 40 ha quỹ đất sạch tại khu vực phía Đông TP.HCM, khu vực có nhu cầu cao nhờ kết nối trực tiếp với sân bay quốc tế Long Thành. Chúng tôi dự báo riêng Gladia và Bình Trưng Đông sẽ đóng góp khoảng 75% doanh thu lũy kế giai đoạn 2026-2028, qua đó mang lại triển vọng lợi nhuận khả quan và củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về đà tăng trưởng bền vững của KDH.

Danh mục dự án trung hạn dự kiến tăng tốc đáng kể từ năm 2027: Bên cạnh phân khu thấp tầng của Gladia (đã bán hơn 60% tính đến cuối quý 1/2026), chúng tôi kỳ vọng phân khu cao tầng của Gladia sẽ bắt đầu mở bán trong năm 2026 và bàn giao từ năm 2027. Đồng thời, The Solina, KCN Lê Minh Xuân mở rộng và dự án Bình Trưng Đông được kỳ vọng sẽ đóng góp vào doanh số bán BDS và doanh thu từ năm 2027 trở đi. Đối với dự án Tân Tạo (quy mô khoảng 330 ha), ban lãnh đạo đặt mục tiêu sẽ hoàn tất phần lớn công tác giải phóng mặt bằng trong năm 2026.

KDH hiện giao dịch ở mức P/B dự phóng các năm 2026/2027 là 1,3 lần/1,2 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 2,1 lần. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại vẫn khá hấp dẫn, nhờ được hỗ trợ bởi chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng (LNST sau lợi ích CĐTS dự báo tăng 53%/39% trong năm 2026/2027) cùng tiềm năng khai thác quỹ đất hơn 500 ha tại các vị trí trọng điểm ở TP.HCM trong dài hạn, qua đó tạo nền tảng cho triển vọng tăng trưởng trong nhiều năm tới.

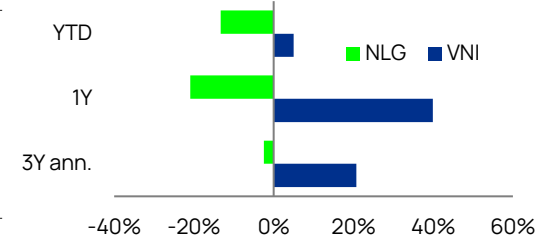
Rủi ro: Tiến độ mở bán các dự án mới diễn ra chậm hơn kỳ vọng; mức lạm phát cao có thể tiếp tục gây áp lực lên thanh khoản thị trường và mặt bằng lãi suất.

NLG – Doanh số bán BĐS tăng tốc thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	26.400 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	5.645	5.417	5.203	5.051
Giá mục tiêu*	45.800 VND	% YoY	-21,6%	-4,0%	-3,9%	-2,9%
		Doanh thu cốt lõi**	6.000	7.200	10.400	13.000
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	701	710	967	1.304
TL tăng	+73,5%	% YoY	35,4%	1,3%	36,2%	34,9%
Lợi suất cổ tức	1,9%	EPS % YoY	33,6%	-18,2%	36,2%	34,9%
Tổng mức sinh lời	+75,4%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	11.900	14.400	15.300	15.900
		Biên LN gộp	41,8%	42,1%	40,2%	36,6%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	18,9%	21,3%	18,7%	15,7%
GT vốn hóa	12,8 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	12,4%	13,1%	18,6%	25,8%
Room KN	1,3 nghìn tỷ đồng	ROE	6,3%	5,5%	7,2%	9,1%
GTGD/ngày (30n)	55,2 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-17,8%	-2,5%	-4,4%	-10,5%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	15,4x	18,8x	13,8x	10,2x
SL CP lưu hành	485,1 tr.	P/B	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
Pha loãng	485,1 tr.					

* Cập nhật ngày 11/5/2026.

** Tổng doanh thu BĐS cốt lõi (tỷ đồng) bao gồm các dự án chưa hợp nhất; số liệu làm tròn đến hàng trăm gần nhất.



Tổng quan công ty

NLG là chủ đầu tư BĐS với hơn 30 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BĐS phân khúc vừa túi tiền hàng đầu ở TPHCM, NLG đã đang chuyển hướng sang căn hộ trung cấp và nhà phố/biệt thự tại TP. HCM, Tây Ninh (Long An), Đồng Nai, Hải Phòng và Cần Thơ.

NLG là chủ đầu tư giàu kinh nghiệm với danh mục sản phẩm được định vị tốt ở phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp: NLG có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS phía Nam nhờ quan hệ với các đối tác chiến lược, thương hiệu uy tín, danh mục sản phẩm trung cấp và bảng cân đối kế toán lành mạnh.

Đà tăng trưởng của doanh số bán BĐS dự kiến sẽ tiếp tục được củng cố trong năm 2026: Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán BĐS của NLG sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực, tăng 21% YoY trong năm 2026 (sau khi tăng 2,3 lần YoY trong năm 2025), được hỗ trợ bởi hoạt động mở bán tích cực tại các dự án đã hoàn thiện pháp lý, tại các vị trí chiến lược và các chính sách bán hàng hấp dẫn mang tính hỗ trợ cho người mua (hỗ trợ lãi suất và tiến độ thanh toán linh hoạt). Chúng tôi dự báo các dự án đóng góp chính vào doanh số bán BĐS năm 2026 sẽ bao gồm cụm dự án tại Đồng Nai (Izumi City và Elyse Island; chiếm 37%), Southgate (22%), Mizuki Park (19%) và dự án mới mở bán Sol Garden (10%). Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng doanh số bán BĐS sẽ tiếp tục duy trì trong các năm tiếp theo, với mức tăng 6% YoY trong năm 2027 và 4% YoY trong năm 2028, nhờ được hỗ trợ bởi kế hoạch mở bán Akari City giai đoạn 3 vào năm 2027 và Waterpoint giai đoạn 2 vào năm 2028.

Lợi nhuận dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2027-2028 nhờ được hỗ trợ bởi hoạt động bàn giao BĐS tích cực: Chúng tôi dự báo tổng doanh thu cốt lõi từ BĐS sẽ đạt 30,6 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2028, tăng 46% so với giai đoạn 2023-2025, nhờ đà tăng trưởng của doanh số bán BĐS từ năm 2025. Chúng tôi ước tính backlog của NLG (khoảng 13 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 4/2026, theo ước tính của chúng tôi) sẽ đóng góp khoảng 42% vào tổng doanh thu BĐS cốt lõi trong giai đoạn 2026-2028 theo dự báo của chúng tôi. Điều này sẽ hỗ trợ LNST sau lợi ích CĐTS ghi nhận mức tăng 36% YoY trong năm 2027 và 35% YoY trong năm 2028, sau khi gần như đi ngang trong năm 2026 do mức nền cao từ khoản lãi thoái vốn ghi nhận trong năm 2025.

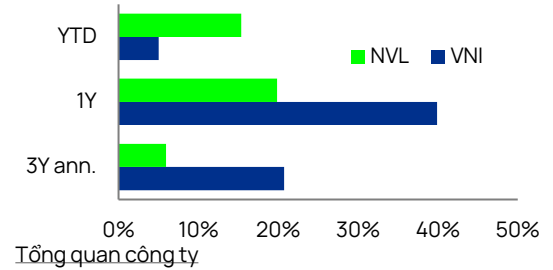
NLG hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng các năm 2026/2027 lần lượt là 1,0 lần/0,9 lần, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 1,6 lần. Do đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang được định giá thấp đáng kể so với nền tảng cơ bản vững chắc của doanh nghiệp.

Rủi ro: Tiến độ bán hàng tại các dự án trọng điểm chậm hơn kỳ vọng; mức lạm phát cao có thể tiếp tục gây áp lực lên thanh khoản thị trường và mặt bằng lãi suất.

NVL – Tái cấu trúc hứa hẹn khởi động chu kỳ phục hồi doanh số bán BĐS

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025	2026F	2027F
Giá CP (27/5)	15.400 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	9.073	6.965	12.772	18.799
Giá mục tiêu*	20.000 VNĐ	% YoY	90,7%	-23,2%	83,4%	47,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-1.900	2.594	2.127	4.202
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	-6.455	1.700	402	3.222
TL tăng	+29,9%	% YoY	N.M.	N.M.	-76,4%	701,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS % YoY	N.M.	N.M.	-79,2%	671,5%
Tổng mức sinh lời	+29,9%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	2.800	2.500	11.400	31.300
		Biên LN gộp	0,9%	64,4%	36,3%	38,6%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	-20,9%	37,2%	16,7%	22,4%
GT vốn hóa	34,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	-71,1%	24,4%	3,1%	17,1%
Room KN	15,2 nghìn tỷ đồng	ROE	-17,0%	4,1%	2,1%	15,9%
GTGD/ngày (30n)	518,1 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	120,4%	106,6%	136,8%	129,2%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	N.M.	17,9x	86,0x	11,1x
SL CP lưu hành	2,23 tỷ	P/B	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
Pha loãng	2,23 tỷ					

* Cập nhật ngày 01/10/2025



Tổng quan công ty

Novaland là một trong những chủ đầu tư BĐS lớn nhất tại Việt Nam, chủ yếu tập trung vào các dự án BĐS nhà ở và BĐS nghỉ dưỡng tại khu vực phía Nam. Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn trải dài từ khu vực trung tâm TP.HCM, Đồng Nai đến các vùng ven biển Bà Rịa – Vũng Tàu và Bình Thuận. NVL bắt đầu tái cấu trúc hoạt động kinh doanh từ quý 4/2022.

Nỗ lực tái cơ cấu dự kiến sẽ tạo nền tảng cho sự phục hồi: Từng là một trong những chủ đầu tư hàng đầu tại khu vực phía Nam, NVL bắt đầu quá trình tái cơ cấu sau khi đối mặt với áp lực thanh khoản vào cuối năm 2022. Kể từ quý 2/2025, các nỗ lực tái cơ cấu của NVL đã đạt được những tiến triển đáng kể hơn trong việc tháo gỡ các vấn đề pháp lý tại các dự án trọng điểm, qua đó tạo nền tảng cho việc tái khởi động hoạt động phát triển dự án và từng bước khôi phục niềm tin của người mua nhà.

Doanh số bán BĐS dự kiến phục hồi trong năm 2026 nhờ việc mở bán các giai đoạn mới: Trong năm 2025, công ty tập trung vào hoạt động triển khai dự án, bao gồm đẩy mạnh xây dựng tại các dự án đã mở bán (chủ yếu là Aqua City), trong khi thanh khoản trên thị trường thứ cấp bắt đầu cải thiện từ nửa cuối năm 2025. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ sự phục hồi của hoạt động bán hàng từ năm 2026 trở đi. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS giai đoạn 2026-2027 sẽ đạt 42,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ việc mở bán trở lại các sản phẩm chưa bán hết tại Aqua City, NovaWorld Phan Thiết (NVW PT) và NovaWorld Hồ Tràm (NVW HT).

Dòng tiền thu về dự kiến tăng tốc trong giai đoạn 2026-2028 nhờ hoạt động bàn giao được đẩy mạnh: Tính đến cuối quý 2/2025, tổng doanh số bán hàng chưa ghi nhận của NVL đạt 228 nghìn tỷ đồng (8,7 tỷ USD), trong đó Aqua City chiếm 48%, NVW PT chiếm 26%, NVW HT chiếm 10% và các dự án tại TP.HCM chiếm 16%. Phần tiền còn lại dự kiến thu được từ các sản phẩm đã bán, ước tính khoảng 100 nghìn tỷ đồng, được kỳ vọng sẽ được ghi nhận dần đến năm 2029.

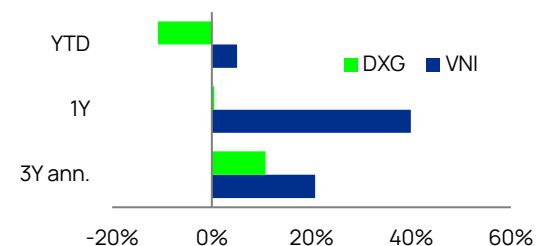
Aqua City được kỳ vọng sẽ là dự án đầu tiên phục hồi: Chúng tôi kỳ vọng những tiến triển pháp lý tại Aqua City, cùng với tiến độ xây dựng được đẩy nhanh và hạ tầng ngày càng hoàn thiện, sẽ hỗ trợ công ty tăng cường bàn giao sản phẩm và mở bán mới từ năm 2026. Trong khi đó, quá trình phục hồi tại NVW PT và NVW HT có thể sẽ diễn ra chậm hơn. Bên cạnh đó, quỹ đất quy mô lớn của NVL tại các vị trí chiến lược ở khu vực trung tâm TP.HCM hiện vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý.

Rủi ro: Tiến trình tái cấu trúc có thể kéo dài hơn dự kiến; khả năng pha loãng từ các kế hoạch phát hành cổ phiếu; cấu trúc sở hữu và lợi ích tại dự án có thể thay đổi trong quá trình tái cấu trúc.

DXG – LNST sau lợi ích CĐTTS dự kiến đi ngang trong năm 2026; và tăng trưởng mạnh trong năm 2027 nhờ hoạt động bàn giao tại The Privé

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	13.380 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	4.192	3.869	10.387	18.049
Giá mục tiêu*	16.400 VNĐ	% YoY	-12,6%	-7,7%	168,5%	73,8%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	872	751	3.037	5.862
		LNST sau CĐTTS (tỷ đồng)	231	237	1.883	4.137
TL tăng	+22,6%	% YoY	-9,8%	2,8%	693,3%	119,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS % YoY	-27,8%	-4,0%	718,1%	120,5%
Tổng mức sinh lời	+22,6%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	10.800	12.500	6.100	7.900
		Biên LN gộp	54,6%	51,4%	54,5%	56,1%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	20,8%	19,4%	29,2%	32,5%
GT vốn hóa	16,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	5,5%	6,1%	18,1%	22,9%
Room KN	5,0 nghìn tỷ đồng	ROE	1,9%	1,7%	12,2%	22,5%
GTGD/ngày (30n)	289,3 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	4,7%	3,2%	0,5%	-8,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	73,5x	76,6x	9,4x	4,2x
SL CP lưu hành	1,3 tỷ	P/B	1,2x	1,2x	1,0x	0,8x
Pha loãng	1,3 tỷ					

* Cập nhật ngày 06/4/2026; đã điều chỉnh cho đợt phát hành cổ phiếu thường 14% vào tháng 5/2026



Tổng quan công ty

DXG là chủ đầu tư BĐS nhà ở trung cấp với quỹ đất tập trung tại TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai. Công ty con do DXG sở hữu 59% là CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) là công ty môi giới bất động sản hàng đầu với khoảng 30% thị phần trên toàn quốc.

Tăng trưởng lợi nhuận năm 2027 được kỳ vọng sẽ được dẫn dắt bởi những đợt bàn giao đầu tiên tại The Privé: Chúng tôi kỳ vọng The Privé (quy mô 4,3 ha tại phường Bình Trưng, TP.HCM; khoảng 3.200 căn thuộc 12 tòa tháp, trong đó các tòa 5-8 đã bán hết và khoảng 50% số căn tại các tòa 10-11 đã được bán tính đến tháng 4) sẽ được bán hết trong năm 2027 và bắt đầu bàn giao từ năm 2027. Dự án này được ước tính sẽ đóng góp khoảng 82% vào tổng doanh số bán BĐS dự báo của DXG trong giai đoạn 2026-2027. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng Gem Sky World (GSW; khoảng 4.000 sản phẩm thấp tầng và đất nền tại Đồng Nai; khoảng 60% đã bán tính đến cuối năm 2025) sẽ được mở bán trở lại vào cuối năm 2026, nhờ được hỗ trợ bởi tiến độ phát triển của sân bay quốc tế Long Thành. Chúng tôi dự báo GSW và The Privé sẽ đóng góp lần lượt khoảng 19%/25% và 0%/42% vào tổng doanh thu trong các năm 2026/2027 (so với khoảng 18% doanh thu từ GSW trong năm 2025).

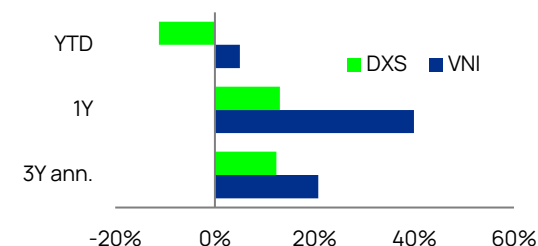
Danh mục dự án quy mô lớn hỗ trợ tăng trưởng doanh số bán BĐS trong dài hạn: Bên cạnh GSW và The Privé, DXG đang định hướng triển khai danh mục dự án mở bán quy mô lớn trong giai đoạn 2026-2027, bao gồm Opal Cityview (1,0 ha), Ngọc Khánh (~1 ha), Park View (5,0 ha), Opal Luxury (8,6 ha), Park City (10,5 ha), Gem City (Opal City; 6,1 ha) và Lux Star (1,1 ha). Các dự án này nằm tại địa bàn tỉnh Bình Dương cũ (nay thuộc TP.HCM sau khi sáp nhập địa giới hành chính), ngoại trừ Gem City và Lux Star nằm tại khu vực TP.HCM cũ. Trong số này, chúng tôi đã đưa Opal Cityview, Park View, Park City, Gem City và Lux Star vào mô hình định giá và dự báo, cùng với Gem Premium (15,0 ha; khoảng 6.000 căn hộ), với hoạt động mở bán dự kiến diễn ra trong giai đoạn 2028-2029. Trong khi đó, Opal Luxury và Ngọc Khánh hiện chưa được đưa vào dự báo và định giá của chúng tôi. Tuy nhiên, theo chia sẻ của DXG, tình trạng pháp lý của hai dự án này phần lớn đã hoàn tất và có thể mang lại dư địa tăng thêm cho dự báo hiện tại.

Rủi ro: Tiến độ mở bán các dự án mới chậm hơn kỳ vọng.

DXS – KQKD quý 1 vượt kỳ vọng; tiềm năng tăng cho dự báo hiện tại

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	8.050 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	3.966	3.974	4.583	5.043
Giá mục tiêu*	8.300 VNĐ	% YoY	62,7%	0,2%	15,3%	10,0%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	674	731	893	1.147
		% YoY	51,7%	8,5%	22,1%	28,4%
TL tăng	+3,1%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	352	375	479	641
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	149,9%	6,6%	28,0%	33,6%
Tổng mức sinh lời	+3,1%	EPS % YoY	149,9%	6,6%	28,0%	33,6%
		Biên LN gộp	43,2%	42,9%	44,0%	47,2%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	17,0%	18,4%	19,5%	22,7%
GT vốn hóa	4,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	8,9%	9,4%	10,5%	12,7%
Room KN	2,0 nghìn tỷ đồng	ROE	5,7%	5,7%	6,9%	8,5%
GTGD/ngày (30n)	31,6 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	21,2%	16,8%	8,4%	-0,9%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	14,7x	13,8x	10,8x	8,1x
SL CP lưu hành	579,1 tr.	P/B	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
Pha loãng	579,1 tr.					

* Cập nhật ngày 6/4/2026



Tổng quan công ty

DXS là công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam với khoảng 30-35% thị phần, đồng thời tham gia phát triển dự án tự đầu tư có chọn lọc (ví dụ: Regal Legend, Regal Maison). DXS đã tận dụng mô hình môi giới dịch vụ toàn diện để hỗ trợ biên lợi nhuận cao hơn và nâng cao khả năng thu hút, giữ chân thị phần.

Chúng tôi kỳ vọng lượng giao dịch trên thị trường sơ cấp sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng YoY trong năm 2026, với sự cải thiện rõ nét hơn trong nửa cuối năm. Chúng tôi dự báo DXS sẽ duy trì tương đối ổn định doanh thu môi giới trong năm 2026 so với cùng kỳ, nhờ được hỗ trợ bởi vị thế dẫn đầu thị trường (thị phần khoảng 30-35% theo DXS) và đội ngũ bán hàng khoảng 4.000 nhân sự tính đến cuối năm 2025.

Lượng tiền đặt cọc và hàng tồn kho ở mức cao phản ánh backlog doanh thu tích cực: Tính đến cuối năm 2025, DXS đã ghi nhận 5,8 nghìn tỷ đồng (+19% YoY) tiền đặt cọc liên quan đến các hợp đồng tiếp thị/phân phối và 5,1 nghìn tỷ đồng (+16% YoY) hàng tồn kho. Mức tăng trưởng YoY của cả hai chỉ tiêu cho thấy công ty đang sở hữu danh mục dự án quy mô lớn, có thể được chuyển hóa thành doanh thu khi điều kiện thị trường cải thiện. Đối với mảng phát triển BĐS, chúng tôi kỳ vọng các dự án do Regal Group, công ty con do DXS sở hữu 55%, phát triển, bao gồm Regal Legend (21 ha, Quảng Bình), Regal Maison (Phú Yên) và Regal Victoria (Quảng Nam), sẽ là những động lực chính đóng góp doanh thu cho mảng này trong giai đoạn 2026-2028, nhờ việc các dự án này đã sẵn sàng cho hoạt động bán hàng và bàn giao.

Việc mở bán mới và mở bán trở lại các dự án của DXG sẽ hỗ trợ mảng môi giới: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu môi giới từ các dự án liên quan đến DXG, bao gồm The Privé và Gem Sky World, sẽ đóng góp khoảng 18% vào doanh thu môi giới dự kiến của DXS trong giai đoạn 2026-2027, so với khoảng 10% trong năm 2025.

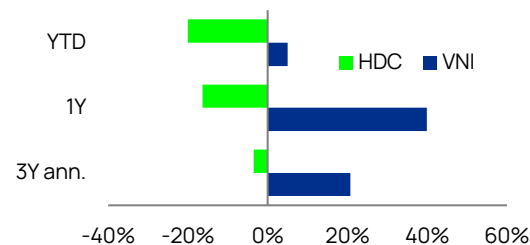
Chúng tôi nhận thấy khả năng điều chỉnh tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 của chúng tôi, do kết quả quý 1/2026 đã hoàn thành khoảng 50% dự báo cả năm của chúng tôi, mặc dù cần đánh giá chi tiết hơn.

Rủi ro: Hoạt động bán BĐS phục hồi chậm hơn kỳ vọng.

HDC – Doanh số bán BĐS năm 2026 dự kiến phục hồi nhờ The Light City giai đoạn 1 và Eco Home 1

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	18.150 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	456	1.119	1.371	1.578
Giá mục tiêu*	24.600 VNĐ	% YoY	-16,4%	145,1%	22,5%	15,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-6	349	372	495
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	639	315	213	314
TL tăng	+35,5%	% YoY	867,7%	-50,8%	-32,2%	47,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	814,4%	-51,2%	-38,4%	29,3%
Tổng mức sinh lời	+35,5%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	300	1.100	1.600	2.000
		Biên LN gộp	21,2%	39,5%	34,1%	38,2%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	-1,4%	31,2%	27,1%	31,4%
GT vốn hóa	3,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	140,0%	28,1%	15,6%	19,9%
Room KN	1,7 nghìn tỷ đồng	ROE	24,9%	10,1%	5,9%	7,7%
GTGD/ngày (30n)	39,5 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	57,9%	44,7%	50,5%	55,7%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	5,7x	11,6x	18,9x	14,6x
SL CP lưu hành	199,8 tr.	P/B	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x
Pha loãng	249,8 tr.					

* Cập nhật ngày 9/1/2026



Tổng quan Công ty

HDC là chủ đầu tư bất động sản với 35 năm kinh nghiệm. HDC hiện sở hữu các dự án với tổng diện tích đất hơn 400 ha, chủ yếu tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu (nay thuộc TP.HCM sau khi sáp nhập tỉnh).

HDC là chủ đầu tư giàu kinh nghiệm, hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường Bà Rịa - Vũng Tàu: Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng HDC có thể tận dụng quỹ đất lớn của mình nhờ bề dày kinh nghiệm phát triển dự án tại Bà Rịa - Vũng Tàu cùng với sự cải thiện của hạ tầng giao thông tại khu vực phía Nam.

Lợi nhuận từ các giao dịch chuyển nhượng dự án cùng sự cải thiện của hoạt động bàn giao BĐS sẽ hỗ trợ KQKD năm 2026: Chúng tôi dự báo HDC sẽ ghi nhận tổng lợi nhuận sau thuế từ việc chuyển nhượng dự án Thống Nhất và ghi nhận phần còn lại của giao dịch chuyển nhượng cổ phần tại dự án Đại Dương ở mức khoảng 194 tỷ đồng trong năm 2026. Khoản lợi nhuận này dự kiến đóng góp khoảng 61% vào LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026. Bên cạnh đó, hoạt động bàn giao BĐS tại The Light City giai đoạn 1, Ngọc Tước 2 và Eco Home 1 được kỳ vọng sẽ đóng góp phần còn lại của LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026, trong khi lợi nhuận gộp từ mảng này được dự báo sẽ tăng gấp 5 lần so với năm 2025.

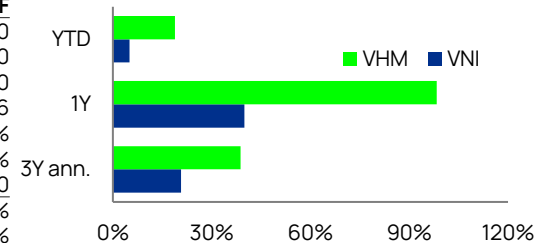
Doanh số bán BĐS giai đoạn 2026-2027 được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh nhờ các dự án mở bán mới và nhu cầu người mua nhà cải thiện: Chúng tôi dự báo doanh số bán BĐS trong các năm 2026/2027 sẽ lần lượt tăng mạnh lên mức 1,1 nghìn tỷ đồng/1,6 nghìn tỷ đồng, so với mức không đáng kể trong giai đoạn 2023-2025. Động lực chính đến từ việc mở bán giai đoạn tiếp theo của The Light City giai đoạn 1 và mở bán mới dự án Eco Home 1 trong năm 2026, cùng với việc mở bán một số dự án quy mô nhỏ khác trong năm 2027 như East 3/2 và HODECO Phú Mỹ. Chúng tôi cũng kỳ vọng các dự án hạ tầng đang được triển khai, bao gồm cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu và kế hoạch cầu vượt biển Cần Giuộc - Vũng Tàu, sẽ hỗ trợ nhu cầu nhà ở tại Bà Rịa - Vũng Tàu (nay thuộc TP.HCM sau khi sáp nhập địa giới hành chính). Điều này sẽ mang lại lợi ích cho HDC nhờ quỹ đất lớn và vị trí chiến lược của công ty tại khu vực này.

Rủi ro : Tiến độ phát triển các dự án kéo dài hơn kỳ vọng.

VHM – Hoạt động bán lô lớn sẽ là động lực tăng trưởng của năm 2026

Khuyến nghị*	PHTT		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (29/5)	156.000 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	153.271	192.948	201.775	223.210
Giá mục tiêu*	153.700 VNĐ	Doanh thu BĐS cốt lõi**	138.400	199.700	225.600	226.500
		LN từ HĐKD** (tỷ đồng)	44.100	80.600	95.300	101.800
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	41.895	54.875	56.435	57.396
TL tăng	-1,5%	% YoY	31,7%	31,0%	2,8%	1,7%
Lợi suất cổ tức	3,9%	EPS	38,8%	31,0%	2,8%	1,7%
Tổng mức sinh lời	+2,4%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	205.300	287.300	294.000	306.100
		Biên LN gộp	30,2%	44,1%	44,3%	45,6%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD**	31,9%	40,4%	42,3%	44,9%
GT vốn hóa	639,1 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	27,3%	28,4%	28,0%	25,7%
Room KN	270,9 nghìn tỷ đồng	ROE	19,0%	21,7%	19,0%	16,2%
GTGD/ngày (30n)	1,1 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	37,8%	47,5%	37,9%	35,7%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	15,3x	11,7x	11,4x	11,2x
SL CP lưu hành	4,11 tỷ	P/B	2,7x	2,4x	2,0x	1,7x
Pha loãng	4,11 tỷ					

* Cập nhật ngày 29/5/2026; ** Chỉ bao gồm mảng bán BĐS cốt lõi, trong đó có các hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) và các giao dịch bán lô lớn được ghi nhận vào thu nhập tài chính.



Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 72,07%, đã khẳng định vị thế là chủ đầu tư hàng đầu trong phân khúc nhà ở tại Việt Nam khi triển khai thành công một số dự án quy mô lớn.

Chúng tôi cho rằng VHM có vị thế thuận lợi để duy trì đà tăng trưởng dài hạn trong lĩnh vực BĐS nhà ở tại Việt Nam nhờ vị thế dẫn đầu thị trường, quỹ đất quy mô lớn và năng lực đã được chứng minh trong việc phát triển các dự án quy mô lớn.

Giao dịch bán lô lớn sẽ là động lực chính thúc đẩy triển vọng tăng trưởng năm 2026: VHM ghi nhận KQKD quý 1/2026 tích cực, trong đó các giao dịch bán lô lớn đóng góp khoảng 80-90% lợi nhuận ghi nhận và khoảng 80% doanh số bán BĐS. Chúng tôi kỳ vọng các giao dịch bán lô lớn sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận và doanh số bán BĐS trong phần còn lại của năm 2026, đặc biệt tại các dự án sắp triển khai như Global Gate Hạ Long và Saigon Park, khi các giao dịch bán lô lớn thường chiếm tỷ trọng lớn trong giai đoạn đầu mở bán.

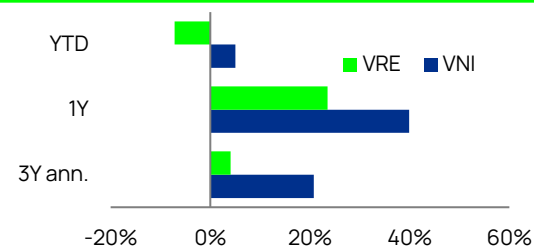
Doanh số bán lẻ dự kiến sẽ cải thiện dần nhờ các đợt mở bán đang diễn ra: Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ sẽ dần phục hồi, nhờ được hỗ trợ bởi các hoạt động mở bán đang triển khai tích cực cùng với các chính sách bán hàng đa dạng của VHM. Trong quý 1/2026, VHM đã bắt đầu mở bán lẻ tại Green Paradise và Hải Vân Bay. Trong khi đó, Saigon Park đã tổ chức sự kiện kick-off và Global Gate Hạ Long đã có chuỗi sự kiện tri ân bán hàng từ tháng 5/2026.

Quy hoạch mới của Hà Nội sẽ củng cố giá trị dài hạn của quỹ đất VHM, đặc biệt là Global Sportia: Chúng tôi cho rằng quỹ đất của VHM tại Hà Nội, đặc biệt là dự án Global Sportia (~9.170 ha), ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quy hoạch tổng thể mới của Hà Nội (được phê duyệt ngày 13/05), với định hướng phát triển đô thị tích hợp, cấu trúc đô thị đa trung tâm và đẩy nhanh tiến độ các công trình giao thông. Các định hướng này có thể từng bước thúc đẩy nhu cầu nhà ở dịch chuyển về các đại đô thị tại khu vực Hà Nội mở rộng. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh tại dự án Global Sportia (bao gồm bán lô lớn và bán lẻ) sẽ bắt đầu từ năm 2027.

Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Tiến độ bán hàng tại các dự án trọng điểm diễn ra nhanh hơn/chậm hơn kỳ vọng.

VRE – Hoạt động cho thuê bán lẻ ổn định sẽ hỗ trợ lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng trong năm 2026

Khuyến nghị*	PHTT		2025	2026F	2027F	2028F	
Giá CP (29/5)	32.250 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	8.837	10.204	11.481	15.014	YTD
Giá mục tiêu*	34.200 VNĐ	% YoY	-1,1%	15,5%	12,5%	30,8%	1Y
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.893	4.658	4.985	6.232	3Y ann.
		NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.798	6.395	6.849	7.462	
TL tăng	+6,0%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	6.446	5.530	5.836	7.047	
Lợi suất cổ tức	3,1%	% YoY	57,4%	-14,2%	5,5%	20,8%	
Tổng mức sinh lời	+9,1%	EPS	57,4%	-14,2%	5,5%	20,8%	
		Biên LN gộp	53,5%	53,6%	51,9%	50,6%	
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	44,1%	45,6%	43,4%	41,5%	
GT vốn hóa	73,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	72,9%	54,2%	50,8%	46,9%	
Room KN	26,3 nghìn tỷ đồng	ROE	14,3%	11,1%	10,7%	11,6%	
GTGD/ngày (30n)	326,1 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	3,8%	2,7%	-1,7%	-7,4%	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	11,4x	13,3x	12,6x	10,4x	
SL CP lưu hành	2,3 tỷ	P/B	1,5x	1,4x	1,3x	1,1x	
Pha loãng	2,3 tỷ						



Tổng quan Công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty hiện sở hữu 1,91 triệu m² diện tích sàn bán lẻ với bốn mô hình: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP) và Vincom+ (VC+).

VRE là nhà phát triển TTTM hàng đầu với vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng phát triển của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam trong dài hạn, nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và năng lực triển khai tốt.

Chúng tôi dự báo NOI mảng cho thuê năm 2026 tăng 10% YoY, phản ánh sự tăng trưởng ổn định của mảng cho thuê bán lẻ. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng cho thuê bán lẻ của VRE tăng 14% YoY trong năm 2026, so với mức tăng trưởng một chữ số hàng năm trong giai đoạn 2024–2025, nhờ (1) đóng góp cả năm từ các TTTM mới khai trương trong năm 2025 (VMM Ocean City và VMM Royal Island) và (2) tỷ lệ lấp đầy cải thiện lên mức 89% trong năm 2026 (so với 84–87% trong giai đoạn 2024–2025), chủ yếu nhờ tệp khách thuê được củng cố và các sáng kiến nâng cấp tài sản đang được triển khai.

Danh mục dự án TTTM mới sẽ tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn: Trong kế hoạch năm 2026, ban lãnh đạo dự kiến khai trương một VCP tại Wonder City (Hà Nội; GFA bán lẻ 25.000 m²). Bên cạnh đó, VRE đã đặt cọc để đảm bảo quỹ đất phát triển 764.000 m² GFA bán lẻ trong 5 năm tới. Chúng tôi kỳ vọng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE đạt 1,94 triệu m² vào cuối năm 2026 (so với 1,91 triệu m² cuối năm 2025), đồng thời dự báo GFA bán lẻ mới bổ sung trung bình khoảng 109.000 m²/năm trong giai đoạn 2026–2030. Chúng tôi cũng kỳ vọng danh mục mở bán bất động sản mới sẽ bắt đầu đóng góp vào mức tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2027.

Cổ tức năm tài chính 2025 dự kiến được chi trả trong quý 3/2026; ban lãnh đạo đưa ra tín hiệu duy trì chính sách cổ tức, tùy thuộc đánh giá hàng năm: Kế hoạch cổ tức tiền mặt cho năm tài chính 2025 ở mức 1.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 3,1%) dự kiến được chi trả trong quý 3/2026. Tại ĐHCĐ tháng 4/2026, ban lãnh đạo cũng cho biết rằng công ty định hướng tiếp tục chi trả cổ tức, với mức cổ tức cụ thể sẽ được xem xét và quyết định hàng năm sau khi đánh giá các nhu cầu phát triển dài hạn. Trong dự báo, chúng tôi đã đưa kế hoạch cổ tức năm tài chính 2025 vào mô hình và giả định không chi trả cổ tức cho các năm tài chính 2026–2028.

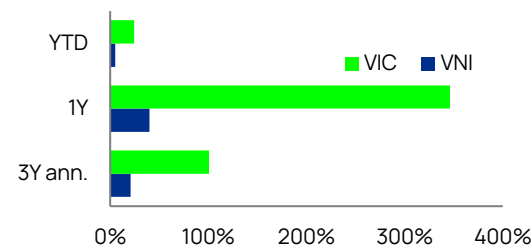
Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Tiến độ nhanh hơn/chậm hơn dự kiến của tăng trưởng lợi nhuận mảng cho thuê bán lẻ, việc mở bán các phần shophouse mới được mua lại và việc triển khai các dự án theo hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) với VIC/VHM diễn ra nhanh hơn/chậm hơn dự kiến.

VIC – Doanh số bán BĐS và doanh số bàn giao xe điện duy trì tích cực; tiếp tục nhận được sự hỗ trợ từ Chủ tịch; đòn bẩy tài chính dự kiến giảm sau khi tách mảng sản xuất Việt Nam của VinFast

Khuyến nghị*	BÁN		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	210.800 VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	331.838	382.425	451.154	522.938
Giá mục tiêu*	101.600 VNĐ	% YoY	75,5%	15,2%	18,0%	15,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.629	21.001	53.141	88.895
		LNTT (tỷ đồng)	26.437	26.343	40.387	58.299
TL tăng	-51,8%	LNST-CDTS (tỷ đồng)	11.350	11.171	15.465	15.736
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-4,6%	-1,6%	38,4%	1,7%
Tổng mức sinh lời	-51,8%	EPS^	-5,0%	-3,1%	38,4%	1,7%
		Biên LN gộp	15,9%	21,5%	26,8%	29,2%
Ngành	Đa ngành	Biên LN từ HĐKD	1,1%	5,5%	11,8%	17,0%
GT vốn hóa	1.599,0 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	3,4%	2,9%	3,4%	3,0%
Room KN	731,1 nghìn tỷ đồng	ROE	8,0%	7,3%	9,3%	8,6%
GTGD/ngày (30n)	1,3 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	169,5%	218,9%	199,8%	185,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E^	138,7x	143,2x	103,4x	101,7x
SL CP lưu hành	7,60 tỷ	P/B^	10,7x	10,1x	9,2x	8,4x
Pha loãng	7,63 tỷ					

* Cập nhật ngày 30/3/2026 (chưa cập nhật tác động của việc tách mảng sản xuất của VinFast và dự báo ngày 29/5 của VHM và VRE)

^ Không bao gồm phần cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của công ty con



Tổng quan về công ty

VIC là một tập đoàn đa ngành với phạm vi hoạt động rộng, bao gồm phát triển BĐS nhà ở, dịch vụ khách sạn – nghỉ dưỡng, và sản xuất ô tô. Bên cạnh đó, VIC đang mở rộng sang các lĩnh vực mới với một số dự án quy mô lớn được đề xuất/chấp thuận trong các mảng năng lượng, phát triển hạ tầng và logistics.

VIC là doanh nghiệp dẫn đầu ngành BĐS: Chúng tôi kỳ vọng thương hiệu **Vinhomes** sẽ tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu nhà ở gia tăng của tầng lớp trung lưu đang phát triển. Chúng tôi dự báo tổng doanh số bán BĐS của VHM trong giai đoạn 2026-2028 sẽ đạt 887 nghìn tỷ đồng, nhờ được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai và các dự án mới.

Mảng khách sạn nghỉ dưỡng đang trên đà phục hồi: Chúng tôi kỳ vọng LN từ HĐKD của mảng này sẽ ghi nhận dương trong năm 2026, nhờ sự phục hồi của ngành du lịch và sự cải thiện của hiệu quả hoạt động.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bàn giao xe điện của VinFast sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số đến năm 2028. Chúng tôi dự báo Việt Nam vẫn sẽ là thị trường cốt lõi của VinFast, trong khi quá trình mở rộng hiện nay (bao gồm GSM) cùng các quan hệ hợp tác tại các thị trường châu Á có thể hỗ trợ cải thiện dần mức độ nhận diện thương hiệu và khả năng thâm nhập thị trường quốc tế theo thời gian. Chúng tôi dự báo mảng công nghiệp của VIC sẽ hòa vốn ở cấp lợi nhuận gộp vào năm 2027 và hòa vốn ở cấp EBITDA vào năm 2028.

Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch tái cơ cấu của VinFast sẽ giúp giảm mức độ thâm dụng vốn của VIC. Theo quan điểm của chúng tôi, quá trình tái cơ cấu này có thể giúp giảm nhu cầu vốn trong tương lai của VinFast và cải thiện đánh giá của thị trường đối với rủi ro bảng cân đối kế toán của Vingroup. Về dài hạn, việc tách riêng hoạt động này cũng có thể giúp VIC phân bổ vốn có chọn lọc hơn cho các ưu tiên chiến lược.

Các lĩnh vực kinh doanh mới có thể mang lại lợi ích chiến lược trong dài hạn, nhưng đóng góp lợi nhuận trong trung hạn vẫn còn hạn chế. Việc VIC mở rộng sang các lĩnh vực mới, bao gồm năng lượng, hạ tầng và thép, có thể hỗ trợ tạo nguồn thu ổn định trong dài hạn, nâng cao khả năng đảm bảo nguồn cung vật liệu và mở rộng khả năng tiếp cận quỹ đất mới. Chúng tôi kỳ vọng các khoản góp vốn của VIC vào VinEnergy, VinSpeed và VinMetal trong tương lai sẽ được triển khai phù hợp với tiến độ phát triển dự án và tỷ lệ sở hữu tương ứng là 19%, 10% và 98%.

Yếu tố hỗ trợ: Doanh số bán BĐS cao hơn kỳ vọng; thêm các kênh huy động vốn mới; các dự án năng lượng và hạ tầng quy mô lớn được triển khai nhanh hơn dự kiến.

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp

Kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN phục hồi trong năm 2026 nhờ dòng vốn FDI ổn định và bức tranh thương mại rõ ràng hơn

Tháng 5/2026

Ngành BĐS KCN: Kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN phục hồi trong năm 2026 nhờ dòng vốn FDI ổn định và bức tranh thương mại rõ ràng hơn

Tổng quan:

- **Chúng tôi dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN của các chủ đầu tư niêm yết lớn phục hồi khoảng 37% YoY trong năm 2026 và khoảng 29% YoY trong năm 2027**, sau mức suy giảm ước tính khoảng 10% YoY trong năm 2025 và khoảng 36% YoY trong năm 2024. Đà phục hồi được hỗ trợ nhờ sự cải thiện trong hoạt động tiếp cận khách thuê, hoạt động đàm phán mở rộng của khách thuê dần bình thường hóa và đóng góp từ các dự án KCN mới đi vào vận hành.
- **Phê duyệt KCN được đẩy nhanh và quỹ đất mở rộng hỗ trợ tăng trưởng ngành trong trung hạn**, đặc biệt đối với các chủ đầu tư có năng lực triển khai mạnh, quỹ đất dự trữ đã hoàn tất bồi thường giải phóng mặt bằng và khả năng thu hút khách thuê FDI tốt.
- **Xu hướng FDI vào lĩnh vực sản xuất duy trì tích cực**: Vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực sản xuất 4 tháng đầu năm 2026 (4T 2026) tăng khoảng 21% YoY, được thúc đẩy bởi hoạt động mở rộng và M&A sôi động. Các thông báo đầu tư gần đây từ các tập đoàn điện tử, logistics và bán dẫn cho thấy nhu cầu mở rộng sản xuất của khách thuê vẫn duy trì ở mức tích cực.
- **Lợi thế chi phí sản xuất của Việt Nam được duy trì trong bối cảnh môi trường thuế quan ổn định hơn**: Trong khi các cuộc điều tra liên quan đến Điều khoản 301 và chuyển tải hàng hóa vẫn là rủi ro cần theo dõi, Việt Nam hiện duy trì mức thuế suất thực tế thuộc nhóm thấp so với các đối tác sản xuất lớn trong khu vực ASEAN, qua đó bảo toàn lợi thế cạnh tranh tương đối trong chuỗi cung ứng sản xuất toàn cầu. Chúng tôi cho rằng hệ sinh thái điện tử đã định hình, chi phí lao động cạnh tranh, cơ sở hạ tầng không ngừng cải thiện và mạng lưới FTA rộng của Việt Nam sẽ tiếp tục hỗ trợ xu hướng đa dạng hóa sản xuất dài hạn vào Việt Nam.
- **Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu**: IDC, KBC và VGC. **IDC** được hỗ trợ bởi quỹ đất sẵn sàng cho thuê quy mô lớn, danh mục khách thuê đa dạng và lợi suất cổ tức hấp dẫn. **KBC** nổi bật với danh mục dự án mở rộng đa dạng và tiềm năng tăng giá dài hạn từ KĐT quy mô lớn Trảng Cát. **VGC** được hỗ trợ bởi doanh số cho thuê đất KCN tích cực và đà phục hồi tiếp tục của mảng VLXD.
- **Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi**: Kết quả thuế quan bất lợi hơn dự kiến từ các cuộc điều tra về chuyển tải hàng hóa, tiến độ phê duyệt và ra mắt dự án KCN chậm hơn kỳ vọng, và nhu cầu sản xuất toàn cầu suy yếu.

Danh mục theo dõi KCN của Vietcap

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH tr USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
IDC	MUA	624	0%	49%	202	2,7	43.300	54.600	17/03/26	26%	5%	31%
KBC	MUA	1.099	0%	49%	456	5,0	30.750	42.500	13/03/26	38%	0%	38%
VGC	MUA	737	39%	49%	350	1,3	43.300	66.800	11/05/26	54%	5%	59%
SIP	MUA	476	2%	49%	223	0,8	51.800	69.800	22/12/25	35%	4%	39%
PHR	MUA	347	67%	49%	119	1,5	67.500	71.300	25/03/26	6%	2%	8%
SZC	KQ	169	58%	20%	28	0,6	24.700	42.400	01/07/25	72%	4%	76%
GVR	KQ	5.283	97%	13%	662	6,5	34.800	30.500	31/12/25	-12%	1%	-11%

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp: Tổng hợp định giá

Mã	Giá CP VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E 12T gần nhất x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	P/B điều chỉnh quý gần nhất x	P/B điều chỉnh 2026F x	P/B điều chỉnh 2027F x	ROE 2026F %	Nợ vay ròng/ CSH quý gần nhất %
IDC	43.300	-3%	4%	16%	8,9	8,3	7,1	1,7	1,5	1,3	28%	-21%
KBC	30.750	349%	42%	30%	15,4	9,7	7,5	1,2	1,0	0,9	11%	86%
VGC	43.300	27%	20%	42%	15,7	12,2	8,6	1,9	1,9	1,6	19%	9%
SIP	51.800	13%	6%	7%	10,4	9,7	9,0	1,1	1,1	0,9	25%	-29%
PHR	67.500	4%	118%	38%	15,3	9,7	7,1	1,9	1,7	1,4	23%	-52%
SZC	24.700	16%	11%	22%	20,5	12,6	10,4	1,3	1,2	1,1	12%	62%
GVR	34.800	33%	15%	8%	21,8	22,8	21,2	2,2	2,1	2,0	10%	-36%

Lợi thế chi phí sản xuất của Việt Nam vẫn vững chắc khi triển vọng thuế quan ổn định hơn

Thuế suất Mỹ: Mức đỉnh IEEPA và mức hiện tại (*)

Quốc gia	Mức đỉnh IEEPA	Trước phán quyết của Tòa án Tối cao Mỹ	Thuế suất hiện tại*	Mức giảm/tăng so với đỉnh
Việt Nam	46%	20%	10% (ĐK 122)	-36 điểm %
Trung Quốc	54%	54%	35% (hiện hành + điều khoản 122)	-19 điểm %
Thái Lan	36%	19%	19% (theo khung TT)	-17 điểm %
Indonesia	32%	19%	19% (theo khung TT)	-13 điểm %
Malaysia	24%	19%	19% (theo khung TT)	-5 điểm %
Bangladesh	37%	19%	19% (theo khung TT)	-18 điểm %

Ưu Lợi thế chênh lệch chi phí được duy trì vững chắc

Mức thuế 10% của Việt Nam thuộc nhóm thấp nhất, ngang với Ấn Độ, so với mức 19% của các quốc gia ASEAN đã đạt khung thỏa thuận – duy trì khoảng cách chi phí khoảng 9 điểm phần trăm, qua đó củng cố xu hướng dịch chuyển sản xuất đang diễn ra.

Ưu Điều khoản 122 hết hạn ngày 24/07/2026

Diễn biến thuế quan trong nửa cuối năm phụ thuộc vào ba kịch bản: đàm phán thỏa thuận song phương, Quốc hội Mỹ gia hạn Điều khoản 122, hoặc điều tra chi tiết hơn theo Điều khoản 301.

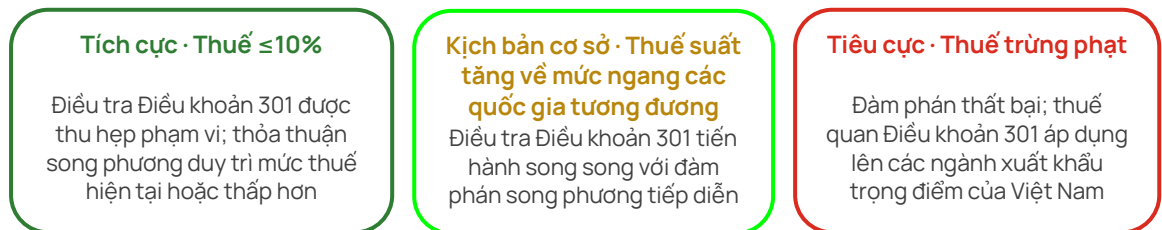
Ưu Rủi ro theo Điều khoản 301** ở mức có thể kiểm soát

Điều khoản 301 có thể ảnh hưởng đến các ngành trọng điểm thu hút FDI như điện tử, song chúng tôi đánh giá khả năng leo thang thành thuế quan diện rộng theo mô hình áp dụng với Trung Quốc năm 2017 là khó xảy ra, do Việt Nam đang hợp tác tích cực với USTR và đóng vai trò chiến lược như nguồn thay thế trong chuỗi cung ứng từ Trung Quốc.

Lộ trình cơ chế pháp lý – Diễn biến kịch bản của Điều khoản 301



CÁC KỊCH BẢN · Các kết quả có thể xảy ra xoay quanh kịch bản cơ sở của chúng tôi



Nguồn: Nhà Trắng, Bộ Công Thương, Hiệp hội ngành nghề, ước tính và tổng hợp của Vietcap tính đến ngày 29/05. Lưu ý: (*) Thuế suất Trung Quốc: 25% từ nhiệm kỳ đầu của Trump + 10% thuế mới (Điều khoản 122) trong 150 ngày; Trump có thể nâng mức thuế Điều khoản 122 từ 10% lên 15% trong thời gian tới; (**) Điều khoản 122 vs. Điều khoản 301: Điều khoản 122 áp dụng thuế đồng nhất toàn quốc (tối đa 15%, giới hạn 150 ngày), trong khi Điều khoản 301 yêu cầu điều tra chính thức của USTR và nhắm vào các ngành cụ thể (điện tử, bán dẫn, ô tô) mà không giới hạn mức thuế hay thời gian.

Dòng vốn FDI ổn định hỗ trợ nhu cầu cho thuê đất KCN tích cực

VỐN FDI ĐĂNG KÝ

Tổng 4T 2026: 18,2 tỷ USD **+32% YoY**

Ngành chế biến – chế tạo dẫn đầu với 10,8 tỷ USD (+21%).

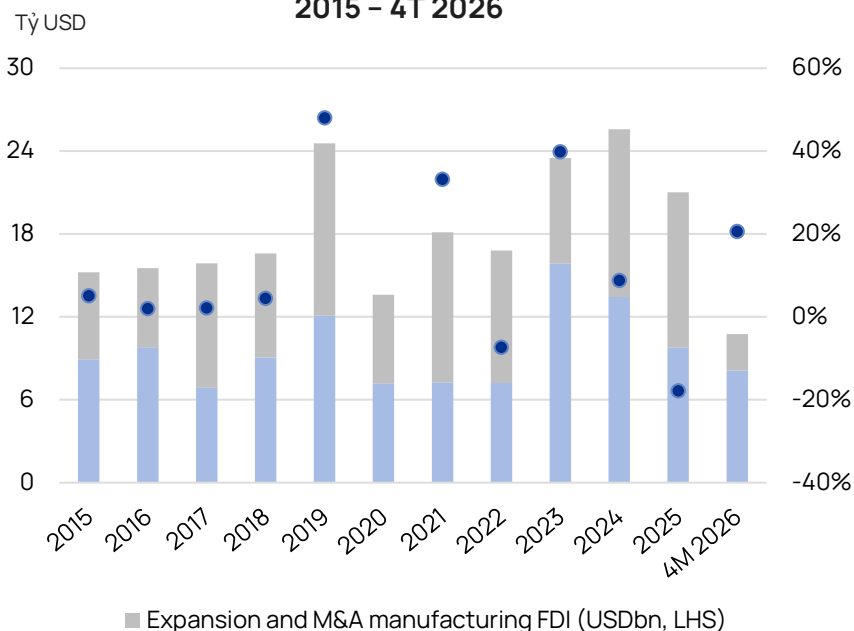
Vốn mở rộng & M&A tăng mạnh **+140%** khi các nhà đầu tư hiện hữu đẩy mạnh mở rộng quy mô – tín hiệu tích cực hơn so với vốn đầu tư dự án mới (-19%, do chậm trễ tạm thời).
Củng cố luận điểm dịch chuyển sản xuất hậu thuế quan.

VỐN FDI GIẢI NGÂN

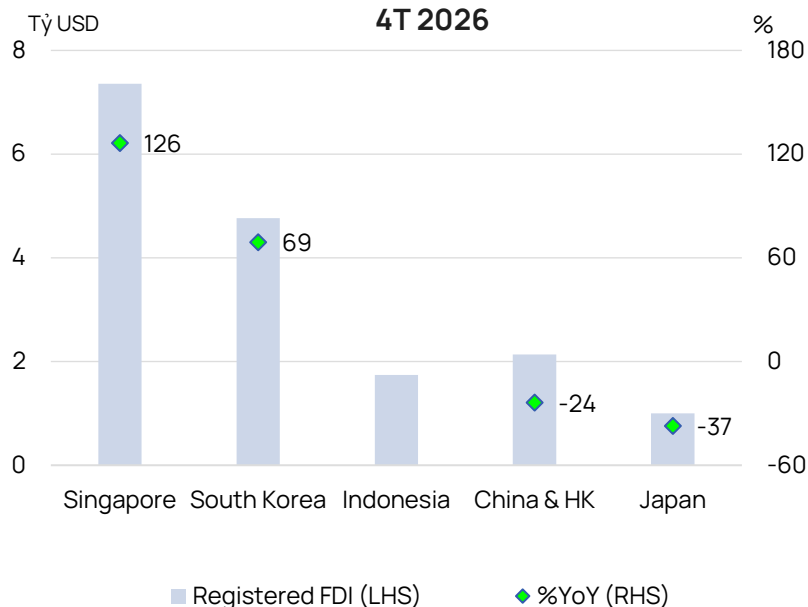
Tổng 4T 2026: 7,4 tỷ USD **+9,8% YoY**

Vốn đăng ký lớn đang chuyển hóa thành dòng vốn thực chảy vào đầu tư nhà máy và đất KCN. Chúng tôi dự báo tăng trưởng giải ngân **+9% mỗi năm trong 2026/2027**, qua đó hỗ trợ tiếp tục mở rộng sản xuất và từng bước đa dạng hóa chuỗi cung ứng vào Việt Nam.

Cơ cấu FDI đăng ký ngành chế biến – chế tạo, 2015 – 4T 2026



Các quốc gia dẫn đầu về lượng FDI (tổng vốn) đầu tư vào Việt Nam, 4T 2026



Làn sóng FDI định vị Việt Nam là điểm đến dịch chuyển sản xuất trọng yếu

Các dự án đầu tư sản xuất lớn được công bố trong năm 2025 & 5T 2026

Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn đầu tư (triệu USD)	Tổng DT (ha)	Tỉnh/TP	KCN
Hợp đồng thuê/MOU KCN mới trong 5T 2026						
Luxshare	CN	Điện tử	N/A	Khoảng 100	Bắc Ninh	Dự án mở rộng Quế Võ II (KBC)
Posco	SK	Pin xe điện	282	37	Thái Nguyên	Sông Công II (VGC)
Sembcorp	SG	Logistics	70	N/A	Đồng Nai	Lộc An - Bình Sơn (SIP)
Meiko	JP	Điện tử	50	N/A	Phú Thọ	N/A
Hợp đồng thuê/MOU KCN mới trong năm 2025						
AIC/KBC/Vietinbank	HK	Trung tâm dữ liệu AI	2.000	10	TP. HCM	Tân Phú Trung (KBC)
Syre	Sweden	Dệt may	1.000	20	Bình Định	Nhơn Hội A
HPG/CCEED/STG VN	VN/CN/ US	Pin	850	12-15	TP. HCM	Khu Công nghệ cao
Viettel	VN	Trung tâm R&D	380	13	Hà Nội	Khu Công nghệ cao Hòa Lạc
Luxshare-ICT	CN	Điện tử	300	4	Bắc Ninh	Nam Sơn - Hạp Lĩnh (KBC)
Goertek	CN	Điện tử	N/A	31	Bắc Ninh	Nam Sơn - Hạp Lĩnh (KBC)
Lares Pte.Ltd	SG	Gốm sứ	200	32	Thanh Hóa	Vạn Thắng - Yên Thọ
ICT Vina	SK	Thiết bị y tế	177	8	Đà Nẵng	Khu Công nghệ cao Đà Nẵng
Nitto Denko	JP	Phim phân cực	132	9	Hưng Yên	Thăng Long II
Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn đầu tư (triệu USD)	Địa điểm nhà máy		Ngày công bố*
Kế hoạch đầu tư tiềm năng đáng chú ý từ các nhà sản xuất lớn						
Cooler Master	TW	Điện tử	3.000	Bắc Ninh		03/2026 (để xuất; khoảng 100 ha)
SK Group	SK	Trung tâm dữ liệu AI	2.000	Nghệ An		04/2026 (để xuất)
BE Semiconductor	NL	Bán dẫn	1.000	N/A		03/2025 (để xuất)

Chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN phục hồi trong năm 2026 khi triển vọng thương mại dần trở nên rõ ràng hơn và các dự án KCN mới bắt đầu đóng góp vào nguồn cung cho thuê

DỰ BÁO VIETCAP

Tổng doanh số cho thuê đất KCN: **+37% năm 2026 & +29% năm 2027**

Doanh số từ các dự án do các công ty niêm yết mà chúng tôi theo dõi (KBC, IDC, VGC, GVR, SIP, SZC, LHG, BCM, KDH) phát triển dự kiến sẽ phục hồi sau mức giảm khoảng 10% YoY năm 2025 và khoảng 36% năm 2024.

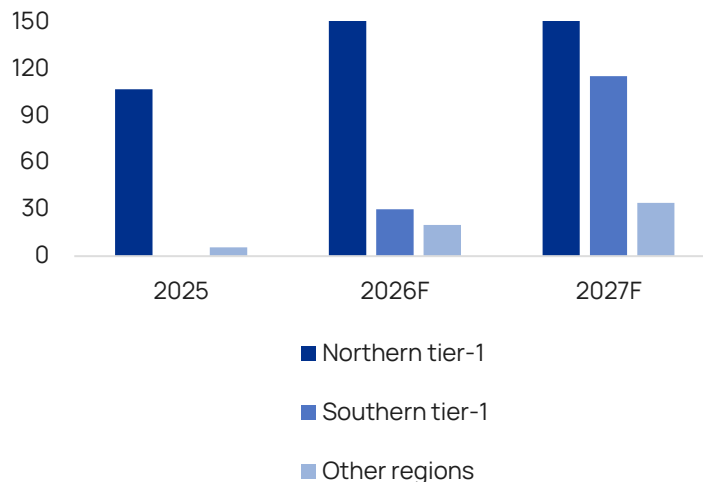
ĐỘNG LỰC PHỤC HỒI

- Mở bán dự án mới, tập trung tại các KCN cấp 1 miền Bắc và miền Nam.
- Nhu cầu cao tại các KCN trọng điểm.
- Sự cải thiện dần trong nhu cầu mở rộng sản xuất của khách thuê.

Dự báo của Vietcap về tổng doanh số cho thuê đất KCN (ha) *



Cơ cấu nguồn cung mới theo khu vực (ha)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Số liệu của VGC và KBC phản ánh diện tích bàn giao đất KCN; (*) Dựa trên dự báo của Vietcap đối với một số chủ đầu tư BĐS KCN, bao gồm KBC, IDC, VGC, GVR, SIP, SZC, LHG, BCM và KDH. Chúng tôi xác định TP.HCM và Đồng Nai ở phía Nam, và Hà Nội, Hưng Yên, Bắc Ninh, và Hải Phòng ở phía Bắc là các khu công nghiệp cấp 1. Các khu công nghiệp cấp 2 bao gồm tất cả các tỉnh thành khác.

Đà cho thuê đất KCN trong quý 1/2026 được duy trì, thị trường phía Bắc ghi nhận kết quả vượt trội; tăng trưởng giá thuê chậm lại nhưng vẫn duy trì ở mức tích cực

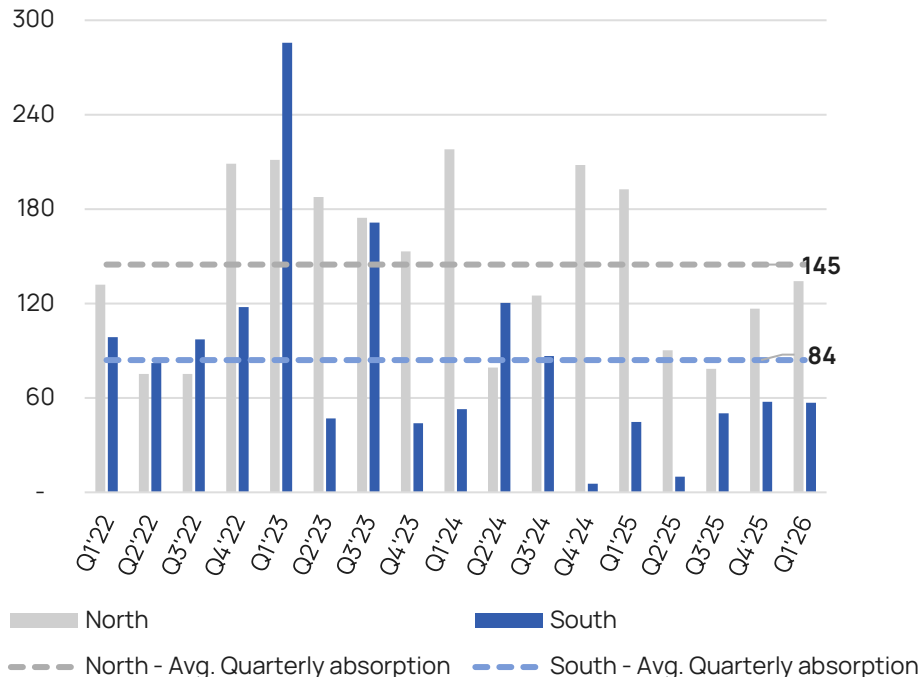
NHẬN ĐỊNH CHÍNH

Theo CBRE, doanh số cho thuê đất KCN quý 1/2026 (không tính MOU) **đạt khoảng 134 ha** tại **miền Bắc**, trong khi **miền Nam** duy trì ổn định so với quý trước ở mức **khoảng 57 ha**. Miền Bắc tiếp tục ghi nhận kết quả vượt trội so với miền Nam, phản ánh mức độ tập trung FDI công nghệ cao hơn.

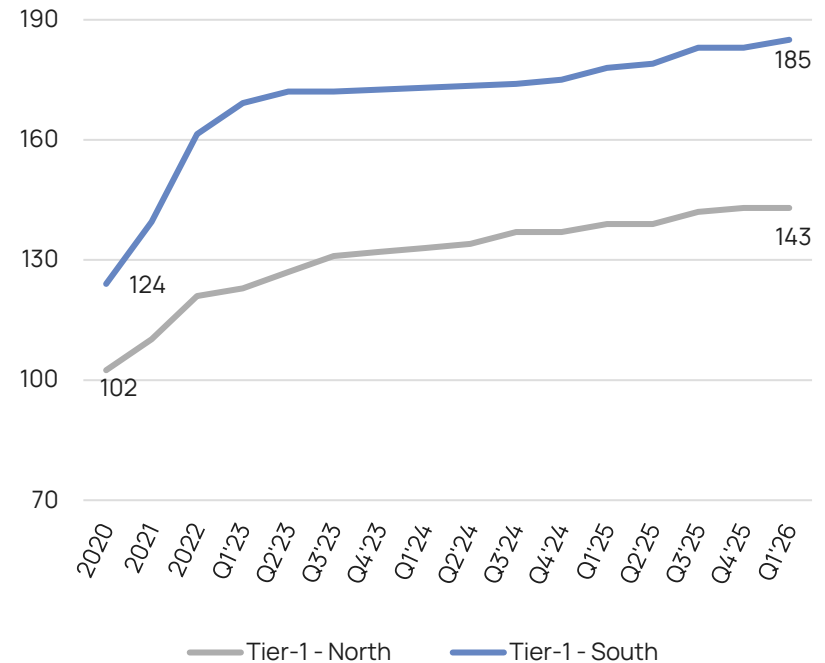
XU HƯỚNG GIÁ THUÊ

Giá chào thuê đất KCN **tăng 3,0%/3,9% YoY** tại miền Bắc/Nam trong quý 1/2026 (theo CBRE), chậm lại đáng kể so với tốc độ tăng khoảng 10%/năm giai đoạn 2021-2023; chúng tôi kỳ vọng đà tăng giá thuê sẽ cải thiện khi nguồn cung gia tăng và bối cảnh vĩ mô ổn định trở lại.

Dữ liệu tổng hợp của CBRE về diện tích hấp thụ ròng đất KCN (ha)



Giá chào thuê KCN trung bình (USD/m²/thời hạn còn lại)



Nguồn cung đất KCN mới dự kiến sẽ hỗ trợ đà phục hồi của doanh số cho thuê

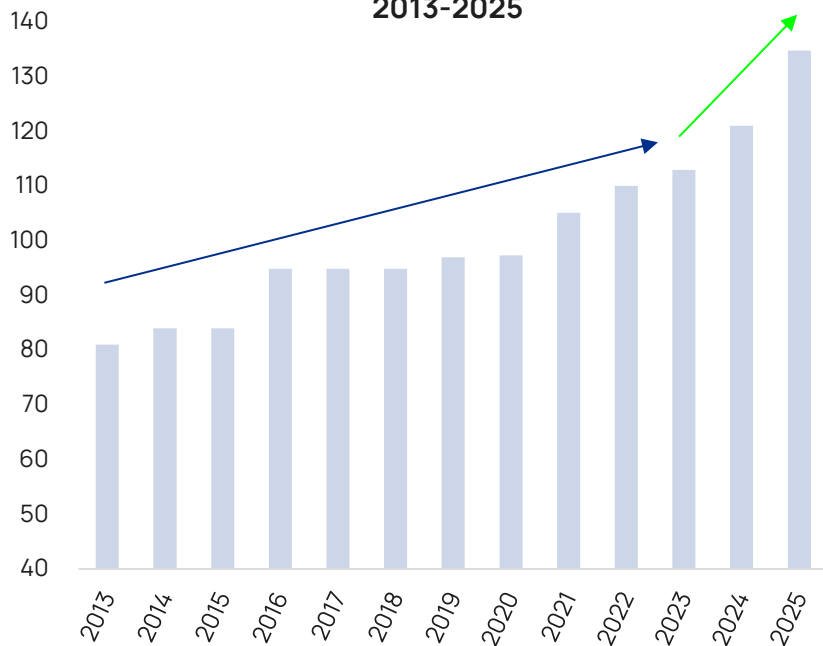
MỞ RỘNG NGUỒN CUNG

Phê duyệt KCN tăng tốc mạnh trong 2024–2025, với ước tính **khoảng 25.500 ha** đất KCN mới được phê duyệt – giúp tổng quỹ đất tăng trưởng **khoảng 7,2% trong năm 2024** và **khoảng 11,3% trong năm 2025**, vượt xa mức trung bình 10 năm là 3,5%. Tổng quỹ đất KCN đang hoạt động tại Việt Nam đạt khoảng 100.000 ha, lớn nhất trong khối ASEAN.

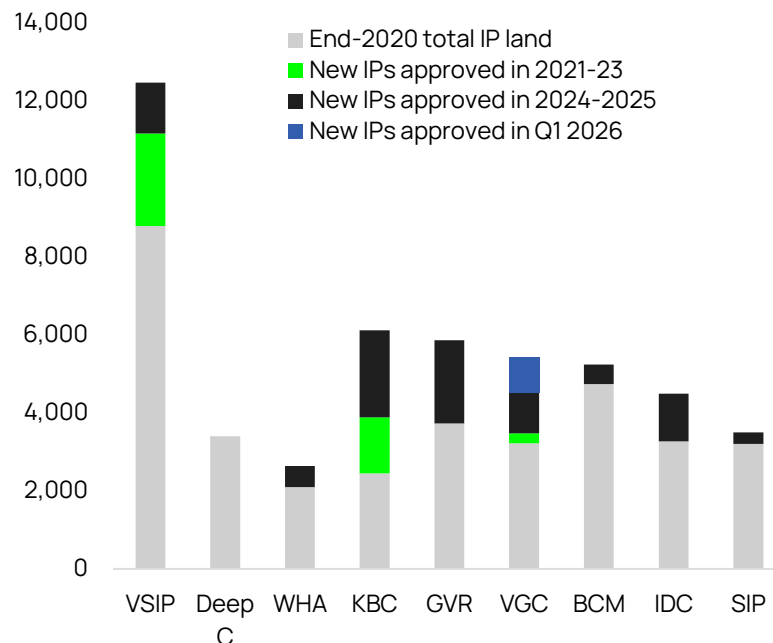
VỊ THẾ CỦA CÁC CHỦ ĐẦU TƯ

Trong giai đoạn 2024 đến quý 1/2026, **GVR, KBC, IDC và VGC** đã mở rộng quỹ đất thông qua các dự án mới được phê duyệt. Các chủ đầu tư có bảng cân đối kế toán lành mạnh, khả năng thu hút khách thuê FDI tốt và năng lực triển khai dự án quy mô lớn sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ làn sóng cung KCN tiếp theo.

Tổng diện tích đất KCN (ha) của các KCN thành lập* tại Việt Nam giai đoạn 2013-2025

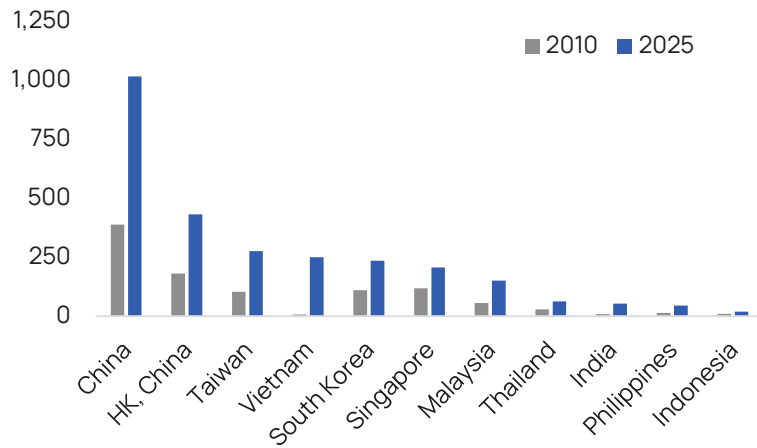


Tổng diện tích đất KCN được phê duyệt của các chủ đầu tư trong và ngoài nước từ năm 2020-quý 1/2026

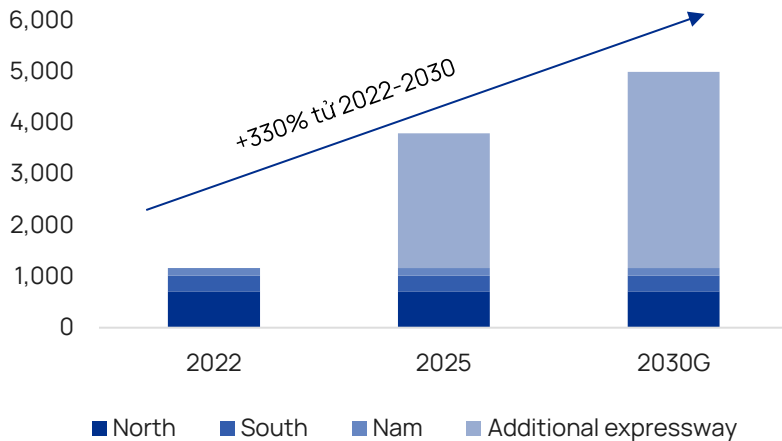


Việt Nam tiếp tục duy trì các lợi thế để thu hút dòng vốn FDI

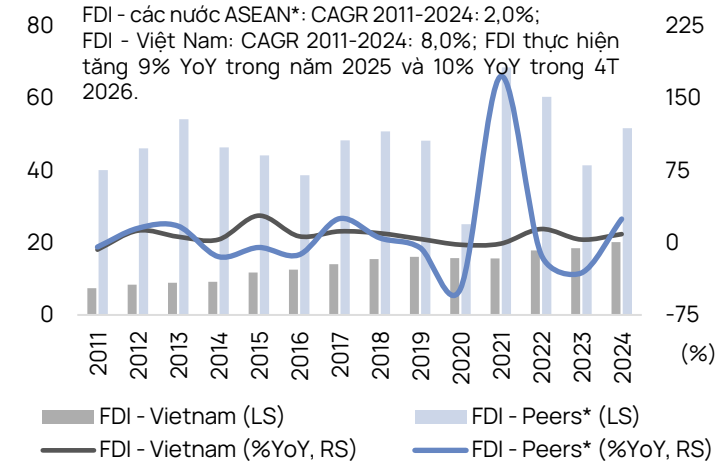
Giá trị xuất khẩu ngành điện tử, một số nền kinh tế châu Á năm 2010 & 2025 (tỷ USD)



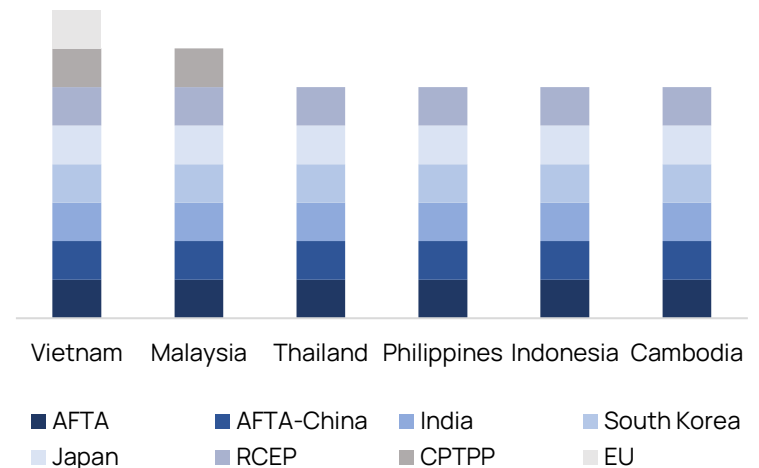
Chiều dài đường cao tốc tại Việt Nam (Đơn vị: km)



Dòng vốn FDI ròng (cán cân thanh toán, tỷ USD hiện hành) đổ vào Việt Nam và các nước trong khu vực



Hệ thống FTA giữa các quốc gia Đông Nam Á



Các diễn biến pháp lý tiềm năng có thể trở thành yếu tố hỗ trợ tích cực cho tâm lý thị trường đối với ngành KCN

Chính sách	Trạng thái	Tác động chính đến ngành KCN	Nhận định của Vietcap
Khả năng ban hành Nghị quyết về phát triển FDI	<ul style="list-style-type: none"> Đầu năm 2026, Thủ tướng yêu cầu trình Nghị quyết FDI lên Bộ Chính trị. Trong thời gian chờ đợi, định hướng chính sách FDI tiếp tục được truyền đạt qua các khung chính sách kinh tế-xã hội tổng thể và phát biểu của lãnh đạo cấp cao. 	<ul style="list-style-type: none"> Thiết lập khung chiến lược cấp cao định vị FDI là trụ cột cốt lõi trong mô hình kinh tế Việt Nam. Bổ sung cho các chính sách kinh tế khu vực tư nhân và nhà nước hiện hành. Thúc đẩy đầu tư nước ngoài chất lượng cao và mang tính chiến lược hơn. 	<ul style="list-style-type: none"> Do chưa có tiến triển mới, chúng tôi đánh giá tiềm năng hỗ trợ trong ngắn hạn còn hạn chế từ một Nghị quyết FDI độc lập.
Nghị định 20/2026/NĐ-CP	<ul style="list-style-type: none"> Ban hành ngày 15/01/2026. 	<ul style="list-style-type: none"> Quy định cơ chế và chính sách đặc thù nhằm phát triển kinh tế tư nhân. 	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi đánh giá nghị định này có tác động hỗ trợ vừa phải đối với nhu cầu thuê đất KCN, thông qua việc cải thiện khả năng tiếp cận đất đai/mặt bằng và tối ưu chi phí cho các khách thuê đủ điều kiện (doanh nghiệp tư nhân công nghệ cao, SME, doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới). Mức độ và thời điểm tác động sẽ phụ thuộc vào triển khai tại từng địa phương và nhu cầu thị trường.
Nghị quyết 79-NQ/TW về thoái vốn nhà nước	<ul style="list-style-type: none"> Ban hành bởi Bộ Chính trị ngày 06/01/2026. 	<ul style="list-style-type: none"> Hỗ trợ tiếp tục cổ phần hóa nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Có khả năng kích hoạt làn sóng thoái vốn nhà nước mới trong giai đoạn 2026-2027. 	<p>Chúng tôi đánh giá đây là yếu tố hỗ trợ tích cực tiềm năng cho các chủ đầu tư KCN có gốc nhà nước – GVR, PHR và BCM – với động lực tăng trưởng đến từ việc đẩy nhanh chuyển đổi quyền sử dụng đất và tái định giá các doanh nghiệp thuộc diện thoái vốn.</p>

Danh mục theo dõi các chủ đầu tư KCN của Vietcap

VGC, KBC và IDC dẫn đầu về quy mô quỹ đất và mức độ hiện hữu của backlog dự kiến đón đầu làn sóng tăng trưởng KCN tiếp theo

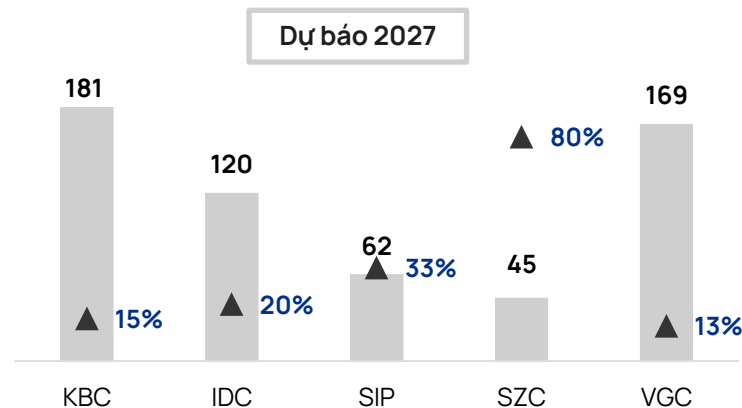
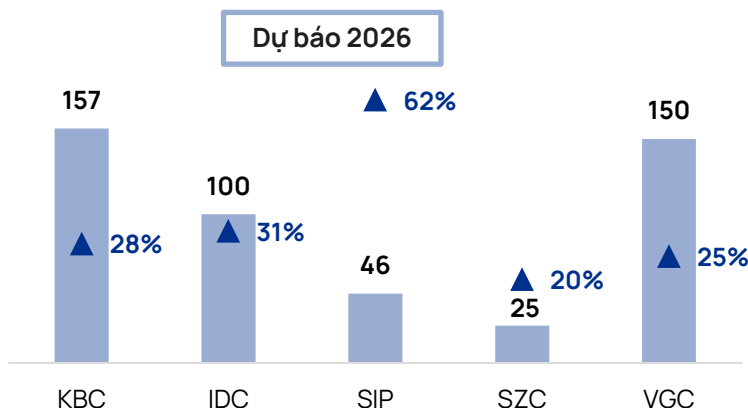
Mã	Doanh số cho thuê đất KCN năm 2026	Doanh số cho thuê đất KCN năm 2025	Doanh số cho thuê đất KCN quý 1/2026	Backlog chưa ghi nhận ước tính cuối quý 1/2026	Quỹ đất KCN còn lại có thể cho thuê	Khả năng gia tăng quỹ đất & ghi nhận lợi nhuận
IDC	100 ha	76 ha	Khoảng 20 ha đất cho thuê (ước tính)	Khoảng 65 ha	Khoảng 1.300 ha	Trung bình trong ngắn hạn, mạnh trong dài hạn
SIP	46 ha	29 ha	35 ha đất cho thuê	N/A	Khoảng 1.100 ha	Trung bình
SZC	25 ha	21 ha	N/A	Khoảng 20 ha	Khoảng 550 ha	Hạn chế
GVR	Khoảng 50 ha	Khoảng 30 ha	N/A	N/A	N/A	Với GVR và PHR, triển vọng phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng chuyển đổi quỹ đất
PHR	Không đáng kể	Không đáng kể	Không đáng kể	N/A	N/A	
VGC	150 ha đất bàn giao	120 ha	20 ha đất bàn giao; 110 ha đất cho thuê	Khoảng 120 ha	Khoảng 1.800 ha	Mạnh
KBC	157 ha đất bàn giao	123 ha	15 ha đất bàn giao; 30 ha đất cho thuê	Khoảng 165 ha	Khoảng 2.500 ha	Mạnh

Danh mục dự án KCN sắp mở bán hỗ trợ dự báo chu kỳ tăng trưởng doanh số cho thuê đất của chúng tôi

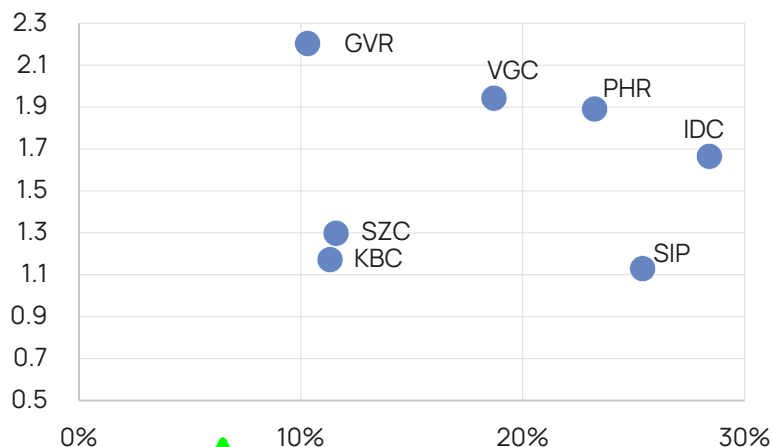
Chủ đầu tư	Dự án	Tỉnh/TP	Tổng diện tích đất (ha)	Thời gian ra mắt *	Tiến độ
KBC	Lộc Giang	Tây Ninh	466	2026G	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Tân Tập	Tây Ninh	654	2027F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Cụm CN Long An	Tây Ninh	170	2027F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Kim Thành 2 GD 1	Hải Phòng	235	2028F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Bình Giang	Hải Phòng	148	2028F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Phú Bình	Thái Nguyên	675	2028F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Sông Hậu 2	Cần Thơ	380	2030F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
IDC	Tân Phước 1	Đồng Tháp	470	Quý 4/2026G	Đang thi công
	Vinh Quang GD 1	Hải Phòng	226	Quý 4/2026G	Đang thi công
	Mỹ Xuân B1 mở rộng	TP. HCM	110	2028F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Phú Long	Ninh Bình	415	2029F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
VGC	Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	296	2027F	Đang thi công
	Trấn Yên	Yên Bái	254	2027F	Đang thi công
	Khu Công nghiệp Số 1	Hưng Yên	260	2028F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Tây Phổ Yên	Thái Nguyên	499	2028F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
	Phù Ninh	Phụ Thọ	409	2029F	Đang đền bù giải phóng mặt bằng
SIP	Long Đức GD 2	Đồng Nai	294	2027G	Đang đền bù giải phóng mặt bằng

Tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN khả quan và định giá hấp dẫn củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi với ngành KCN

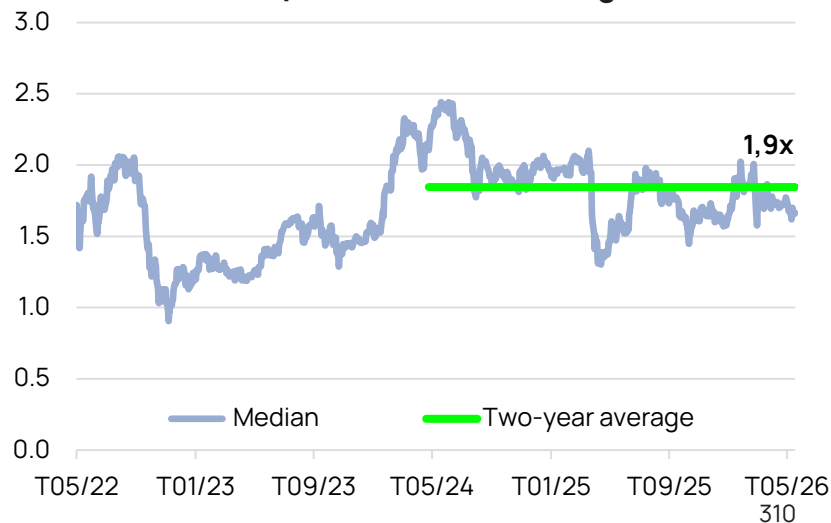
Dự báo doanh số cho thuê đất KCN (ha) và tăng trưởng (% YoY) của một số chủ đầu tư KCN*



Một số cổ phiếu KCN với ROE dự phóng năm 2026 (trục hoành) và P/B điều chỉnh dự phóng năm 2026 (trục tung)

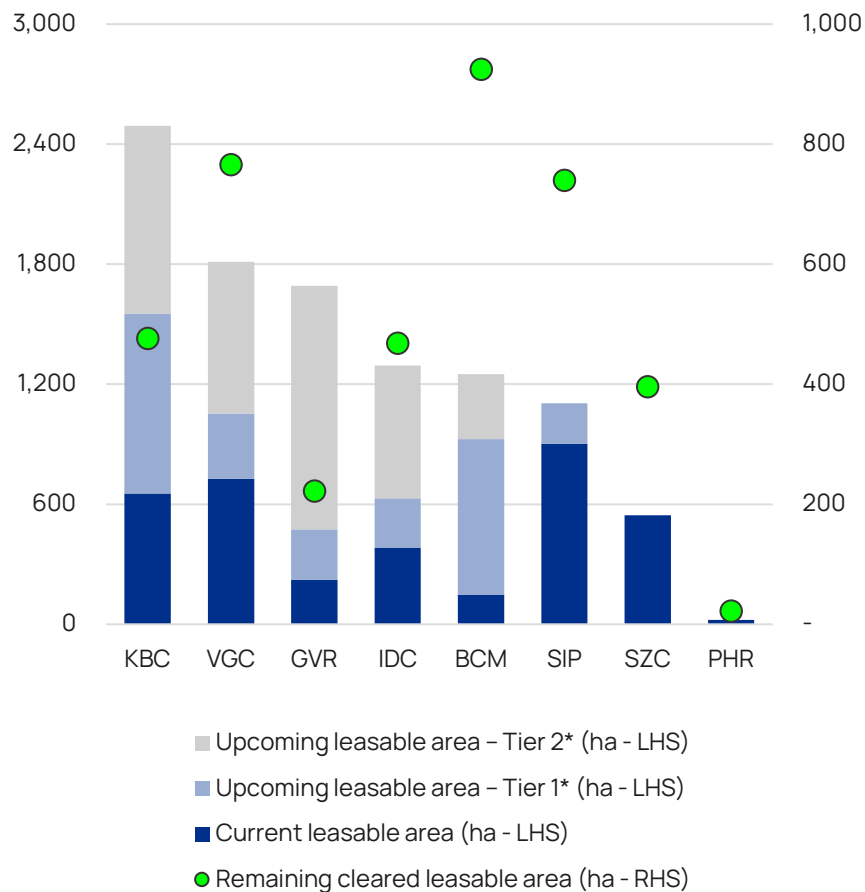


P/B điều chỉnh của các cổ phiếu KCN thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi

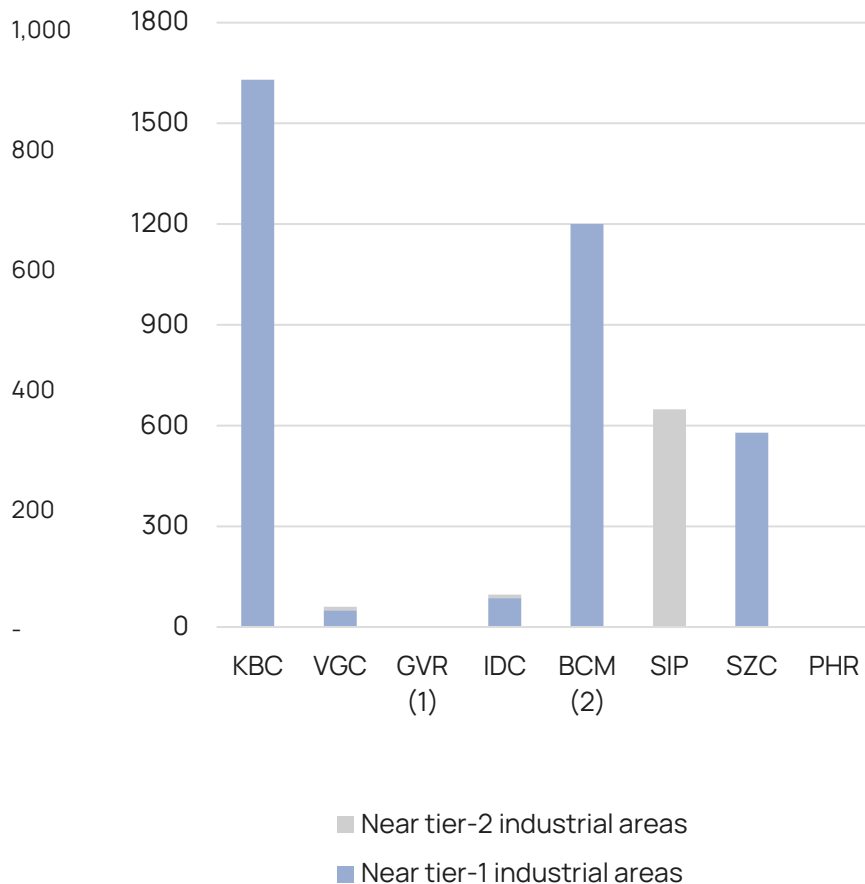


Các chủ đầu tư KCN sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn sẽ hưởng lợi nhiều nhất trong bối cảnh nhu cầu thuê đất KCN duy trì bền vững

Diện tích đất cho thuê (ha) tại các dự án KCN của một số chủ đầu tư đã nhận được phê duyệt đầu tư[^]



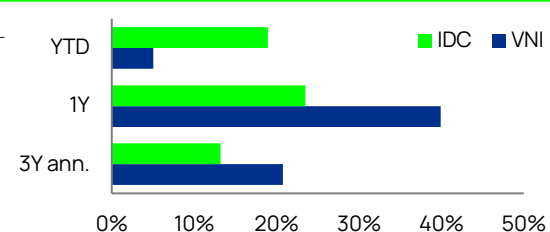
Tổng diện tích đất (ha) của các dự án khu đô thị nằm trong danh mục triển khai của một số chủ đầu tư



IDC – Quỹ đất được định vị tốt hỗ trợ phục hồi doanh số cho thuê đất KCN

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/05)	43.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	8.588	9.151	10.783	12.747
Giá mục tiêu*	54.600 VND	% YoY	-2,9%	6,6%	17,8%	18,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.664	2.807	3.371	4.195
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.932	2.010	2.325	2.889
TL tăng	+26,1%	% YoY	-3,2%	4,0%	15,7%	24,3%
Lợi suất cổ tức	4,6%	EPS	-3,2%	4,0%	15,7%	24,3%
Tổng mức sinh lời	+30,7%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	3.477	3.476	4.518	6.035
		Biên LN gộp	35,6%	35,4%	35,9%	37,5%
Ngành	BDS KCN & nhà ở	Biên LN từ HĐKD	31,0%	30,7%	31,3%	32,9%
GT vốn hóa	16,4 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	22,5%	22,0%	21,6%	22,7%
Room KN	5,3 nghìn tỷ đồng	ROE	32,0%	28,4%	27,8%	28,9%
GTGD/ngày (30n)	60,5 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-17,9%	-10,4%	-5,7%	-9,2%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	8,6x	8,3x	7,1x	5,7x
SL CP lưu hành	379,5 tr	P/B điều chỉnh	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x
Pha loãng	379,5 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 17/03/2026.



Tổng quan công ty:

Tổng CT IDICO (HNX: IDC) là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam với tổng diện tích hiện tại khoảng 4.500 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm miền Nam và miền Bắc. IDC cũng đầu tư vào các nhà máy thủy điện, phân phối điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản.

Doanh số cho thuê và bàn giao đất KCN dự kiến phục hồi trong năm 2026: Đối với giai đoạn 2026–27, chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN phục hồi lên mức 100 ha/120 ha (+32%/+20%), nhờ quỹ đất sẵn sàng cho thuê quy mô lớn tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm và kế hoạch triển khai các KCN mới từ năm 2026. Đáng chú ý, KCN Vinh Quang giai đoạn 1 và KCN Tân Phước 1 dự kiến đóng góp khoảng 20% tổng doanh số cho thuê đất KCN 2026–27. Đối với doanh số bàn giao đất KCN, chúng tôi dự báo tăng lần lượt 14%/19% YoY lên 80 ha/95 ha trong năm 2026/27, nhờ backlog chưa ghi nhận ước tính khoảng 65 ha tính đến cuối quý 1/2026 cùng với triển vọng phục hồi doanh số cho thuê đất.

Quỹ đất KCN và khu đô thị quy mô lớn hỗ trợ tăng trưởng trung hạn: Tính đến cuối năm 2025, IDC sở hữu khoảng 1.300 ha đất KCN còn lại có thể cho thuê, trong đó khoảng 500 ha đã hoàn tất giải phóng mặt bằng, tập trung tại các tỉnh công nghiệp cấp 1 có kết nối hạ tầng tốt. KCN Vinh Quang giai đoạn 1 và KCN Tân Phước 1 đã khởi công trong quý 1/2026. Để bổ trợ cho danh mục KCN, IDC dự kiến mở bán dự án khu đô thị Hựu Thành (47 ha; Tây Ninh) vào năm 2027, sau khi khởi công hạ tầng tháng 11/2025.

Mở rộng nhà xưởng xây sẵn/nhà kho xây sẵn (NXXS/NKXS) và điện mặt trời áp mái nhằm củng cố triển vọng dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng IDC duy trì doanh số cho thuê NXXS/NKXS mới ở mức khoảng 8 ha/năm, dựa trên khoảng 10 ha đã cho thuê tính đến cuối năm 2025, trong bối cảnh công ty lên kế hoạch phát triển thêm khoảng 47 ha NXXS/NKXS trong trung hạn. Song song đó, chúng tôi dự kiến công suất điện mặt trời áp mái đạt khoảng 120 MWp vào năm 2030, so với mức lắp đặt hiện tại khoảng 15 MWp.

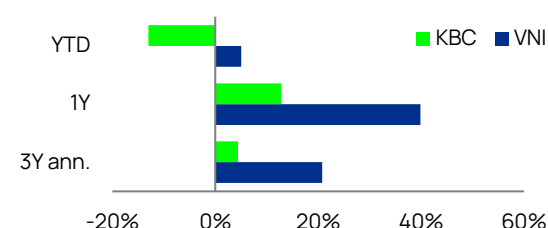
IDC hiện giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2026/2027 lần lượt là 1,5 lần/1,3 lần (dựa trên dự báo theo kịch bản thuê quan cơ sở của chúng tôi), thấp hơn mức trung vị P/B trượt 2 năm của nhóm doanh nghiệp cùng ngành là 1,9 lần.

Rủi ro: Thuế quan Mỹ áp đặt lên Việt Nam cao hơn kỳ vọng, khiến đà phục hồi cho thuê đất KCN diễn ra chậm hơn dự kiến.

KBC – Quỹ đất dồi dào, backlog chưa ghi nhận thúc đẩy lợi nhuận

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/05)	30.750 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	6.687	10.456	14.743	17.515
Giá mục tiêu*	42.500 VND	% YoY	140,9%	56,4%	41,0%	18,8%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.437	4.482	5.906	7.972
		% YoY	235,8%	83,6%	31,8%	35,0%
TL tăng	+38,2%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	2.104	2.979	3.872	5.296
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	450,8%	41,6%	30,0%	36,8%
Tổng mức sinh lời	+38,2%	EPS	348,9%	41,6%	30,0%	36,8%
		Biên LN gộp	47,7%	52,2%	49,7%	54,7%
Ngành	BDS KCN & nhà ở	Biên LN từ HĐKD	36,4%	42,9%	40,1%	45,5%
GT vốn hóa	28,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	31,5%	28,5%	26,3%	30,2%
Room KN	11,8 nghìn tỷ đồng	ROE	9,7%	11,3%	13,0%	15,4%
GTGD/ngày (30n)	123,6 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	75,5%	82,1%	70,4%	56,6%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	13,8x	9,7x	7,5x	5,5x
SL CP lưu hành	941,8 tr	P/B	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
Pha loãng	941,8 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 13/03/2026.



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 2002, KBC là một chủ đầu tư phát triển KCN tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 8.000 ha đất công nghiệp và đất nhà ở. Phần lớn đất đai của KBC nằm ở các trung tâm công nghiệp tại miền Bắc. Các khách hàng chính của KBC bao gồm LG, Foxconn, Canon và GoerTek.

Backlog đất KCN chưa ghi nhận doanh thu lớn dự kiến sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của mảng KCN trong năm 2026: Chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất KCN tăng 28%/15% YoY lên 157 ha/181 ha trong năm 2026/2027, so với mức 123 ha trong năm 2025. Triển vọng này được hỗ trợ bởi (1) backlog chưa ghi nhận ước khoảng 165 ha tính đến cuối quý 1/2026 và (2) việc mở bán các dự án mới, đặc biệt là KCN Long An (Lộc Giang và Tân Tập) và Cụm công nghiệp (CCN) Long An. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh số sẽ tiếp tục ghi nhận đóng góp từ các dự án đang triển khai như KCN Nam Sơn-Hạp Lĩnh, KCN Tân Phú Trung và CCN Hưng Yên.

Mảng KĐT thúc đẩy tăng trưởng trong trung và dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng diện tích bàn giao đất KĐT tăng mạnh trong giai đoạn 2027–2028, nhờ mở bán KĐT Tràng Cát (Hải Phòng; 585 ha) và tái ra mắt KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh). Chúng tôi kỳ vọng KĐT Tràng Cát sẽ ghi nhận doanh số bán theo lô lớn tích cực nhờ thủ tục pháp lý của dự án đã hoàn tất với việc hoàn thành giải phóng mặt bằng và đã nộp tiền sử dụng đất, cũng như chi phí đầu vào hấp dẫn và dư địa tăng giá lớn nhờ quá trình đầu tư dài hạn của KBC từ năm 2006. Mặc dù chưa đưa phần đóng góp lợi nhuận từ dự án Trump International Hưng Yên vào mô hình dự báo, chúng tôi cho rằng dự án này có thể mang lại động lực tăng trưởng dài hạn bổ sung.

KBC hiện giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2026/2027 lần lượt là 1,0 lần/0,9 lần (dựa trên dự báo theo kịch bản thuế quan cơ sở của chúng tôi), thấp hơn mức trung vị P/B trượt 2 năm của nhóm doanh nghiệp cùng ngành là 1,9 lần.

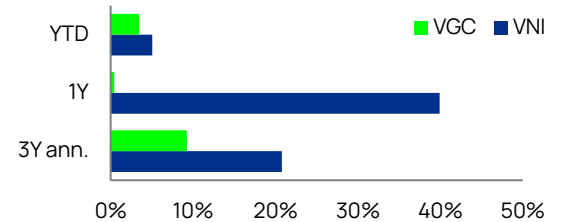
Chúng tôi lưu ý rằng dự báo LNST-CĐTS năm 2026 đạt 3,0 nghìn tỷ đồng (+42% YoY) vẫn đối mặt với rủi ro thực hiện, chủ yếu phụ thuộc vào thời điểm bàn giao đất và ghi nhận doanh thu tại KĐT Tràng Cát (Hải Phòng; 585 ha). Tại ĐHCĐ năm 2026, cổ đông đã thông qua cổ tức tiền mặt cho năm tài chính 2026 ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu, với các đợt tạm ứng (một hoặc nhiều đợt) sẽ do HĐQT quyết định dựa trên KQKD thực tế; trước đó không có cổ tức nào được chia cho năm tài chính 2025.

Rủi ro: Chậm trễ trong việc mở bán các dự án mới và/hoặc khách thuê trì hoãn kế hoạch đầu tư; mức thuế quan mà Mỹ áp lên hàng hóa Việt Nam cao hơn dự kiến khiến đà phục hồi doanh số cho thuê đất KCN diễn ra chậm hơn kỳ vọng.

VGC – Doanh số cho thuê đất KCN năm 2026 tích cực hỗ trợ khả năng hiện thực hóa hoạt động bàn giao

Khuyến nghị	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/05)	43.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	13.315	17.003	19.721	23.308
Giá mục tiêu*	66.800 VND	% YoY	11,8%	27,7%	16,0%	18,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.294	2.748	3.780	4.942
		% YoY	20,0%	19,8%	37,6%	30,7%
TL tăng	+54,3%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.403	1.684	2.390	3.147
Lợi suất cổ tức	5,1%	% YoY	27,0%	20,0%	41,9%	31,7%
Tổng mức sinh lời	+59,4%	EPS	26,7%	19,7%	42,1%	31,7%
		Biên LN gộp	30,0%	28,1%	30,7%	32,2%
Ngành	BĐS KCN & nhà ở	Biên LN từ HĐKD	17,2%	16,2%	19,2%	21,2%
GT vốn hóa	19,4 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	10,5%	9,9%	12,1%	13,5%
Room KN	9,3 nghìn tỷ đồng	ROE	16,5%	18,7%	23,4%	25,9%
GTGD/ngày (30n)	31,6 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	8,6%	20,0%	12,5%	2,2%
Cổ phần Nhà nước	38,6%	P/E	14,6x	12,2x	8,6x	6,5x
SL CP lưu hành	448 tr	P/B điều chỉnh	2,0x	1,9x	1,6x	1,4x
Pha loãng	448 tr					

* Giá MT và khuyến nghị cập nhật ngày 11/05/2026; Từ báo cáo GEX do nhóm nghiên cứu ngành năng lượng của chúng tôi phân tích và theo dõi.



Tổng quan công ty

VGC là chủ đầu tư KCN hàng đầu, chiếm ưu thế tại khu vực phía Bắc Việt Nam với quỹ đất có thể cho thuê đạt khoảng 1.800 ha tính đến cuối quý 1/2026. Với bề dày lịch sử hơn 50 năm thành lập và được cổ phần hóa từ năm 2014, công ty còn sản xuất và kinh doanh VLXD – bao gồm kính, thiết bị vệ sinh, gạch men và gạch xây dựng – và đang tích cực phát triển các dự án nhà ở xã hội trong phạm vi các KCN của mình.

VGC sở hữu quỹ đất có thể cho thuê lớn thứ hai trong danh mục theo dõi của chúng tôi: Tính đến cuối quý 1/2026, công ty sở hữu 19 KCN (16/11 KCN tại miền Bắc/Trung/Nam và 1 KCN tại Cuba) với tổng diện tích khoảng 5.500 ha, trong đó khoảng 1.800 ha là quỹ đất có thể cho thuê. VGC đã thu hút hơn 200 tập đoàn vào các KCN, bao gồm Samsung và Amkor. Chúng tôi dự báo VGC sẽ cho thuê trung bình 185 ha đất KCN/năm trong giai đoạn 2026–2030 (cao hơn 23% so với mức trung bình giai đoạn 2022–2025), nhờ vị thế dẫn đầu thị trường và việc mở bán các KCN mới.

Mảng KCN: Doanh số mở bán giai đoạn đầu tích cực trong 4T 2026 củng cố cho giả định bàn giao đất cao hơn của chúng tôi. Tại ĐHCĐ năm 2026, ban lãnh đạo tiếp tục duy trì quan điểm lạc quan về mảng KCN dù các yếu tố bất lợi từ bên ngoài vẫn còn hiện hữu, nhờ doanh số mở bán giai đoạn đầu trong 4T 2026 đạt 111 ha – bao gồm 37 ha tại Sông Công, 30 ha tại KCN Số 1, và các dự án khác. Ban lãnh đạo hiện nhận thấy khả năng bàn giao khoảng 150 ha trong năm 2026, cao hơn mức 125 ha trong kế hoạch kinh doanh năm 2026 của công ty và cao hơn mức bàn giao 130/120 ha của năm 2024/2025.

Các KCN mới dự kiến thúc đẩy tổng lợi nhuận gộp: Chỉ trong tháng 1/2026, VGC đã được phê duyệt chủ trương đầu tư cho 900 ha KCN mới, vượt xa mức trung bình hàng năm khoảng 300 ha trong 3 năm gần đây. Trong Báo cáo cập nhật tháng 5/2026, chúng tôi đã điều chỉnh tăng 11% dự báo tổng lợi nhuận gộp mảng KCN giai đoạn 2026–2030, chủ yếu do diện tích bàn giao đất KCN giai đoạn 2026–2030 tăng 17%, bao gồm giả định dự báo năm 2026 cao hơn và việc bổ sung hai dự án Tây Phố Yên và Phủ Ninh (đều được phê duyệt vào tháng 1/2026) vào mô hình. Yếu tố này đã bù đắp nhiều hơn cho việc hạ dự báo biên lợi nhuận gộp mảng KCN trung bình giai đoạn 2026–2030 (ở mức 47% so với mức 56% trước đó), qua đó phản ánh biên lợi nhuận gộp quý 1/2026 thấp hơn dự kiến và chi phí đền bù giải phóng mặt bằng và chi phí hạ tầng cao hơn.

Mảng VLXD: Đà phục hồi đang dần rõ nét. Ban lãnh đạo cho biết mảng kính xây dựng đã đạt lợi nhuận trở lại trong quý 1/2026 sau giai đoạn thua lỗ kéo dài từ năm 2023, nhờ được hỗ trợ bởi các chính sách thuế chống bán phá giá tạm thời (có hiệu lực từ tháng 2/2026) và doanh thu quý 1 tăng 50% YoY. Quá trình tái cấu trúc đang có tiến triển tốt, với mục tiêu tiếp tục mở rộng công suất ở phân khúc thiết bị vệ sinh và gạch men.

Thoái vốn Nhà nước bị trì hoãn: Đại diện Bộ Xây dựng cho biết kế hoạch thoái vốn giai đoạn 2024–2025 đã được lùi sang giai đoạn 2026–2030, với thời điểm cụ thể sẽ được quyết định sau.

Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS năm 2026 tăng 20% YoY, nhờ (1) LN gộp KCN tăng 24% YoY (bàn giao đất +25% YoY) và (2) LN gộp VLXD tăng 32% YoY (nhờ tăng doanh thu và phục hồi biên LN gộp).



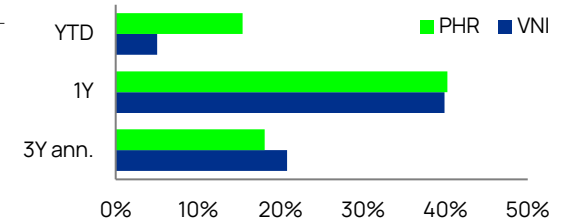
VGC hiện đang sở hữu mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 12,2 lần, tương ứng mức PEG là 0,6, dựa trên CAGR LNST-CĐTS giai đoạn 2026–2030 là 20%.

Yếu tố hỗ trợ: Phê duyệt chủ trương đầu tư các KCN và KĐT mới (khoảng 1.000 ha). **Rủi ro:** Diện tích đất KCN bàn giao thấp hơn kỳ vọng.

PHR – Đẩy nhanh chuyển đổi đất cao su nhằm thúc đẩy lợi nhuận giai đoạn 2026-2027

Khuyến nghị*	MUA		2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/05)	67.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.795	1.779	1.761	2.665
Giá mục tiêu*	71.300 VND	% YoY	9,9%	-0,9%	-1,0%	51,4%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	270	288	259	686
		% YoY	7,1%	6,5%	-10,1%	164,9%
TL tăng	+5,6%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	478	1.044	1.437	1.574
Lợi suất cổ tức	1,9%	% YoY	4,0%	118,3%	37,6%	9,5%
Tổng mức sinh lời	+7,6%	EPS	4,0%	118,3%	37,6%	9,5%
		Biên LN gộp	28,1%	28,2%	26,7%	37,7%
Ngành	Cao su & BDS KCN	Biên LN từ HĐKD	15,1%	16,2%	14,7%	25,7%
GT vốn hóa	9,1 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	26,6%	58,7%	81,6%	59,0%
Room KN	3,2 nghìn tỷ đồng	ROE	12,3%	23,2%	26,1%	23,3%
GTGD/ngày (30n)	44,7 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-48,3%	-54,4%	-46,4%	-42,4%
Cổ phần Nhà nước	66,6%	P/E	21,2x	9,7x	7,1x	6,5x
SL CP lưu hành	135,5 tr	P/B điều chỉnh	2,0x	1,7x	1,4x	1,2x
Pha loãng	135,5 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 25/03/2026.



Tổng quan công ty

PHR là một trong những công ty sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất tại Việt Nam, với quỹ đất chủ yếu tập trung tại tỉnh Bình Dương (cũ). Công ty có kế hoạch chuyển đổi hơn 3.000 ha đất trồng cao su sang phát triển các KCN, đồng thời nghiên cứu các cơ hội trong lĩnh vực nhà ở, năng lượng tái tạo và nông nghiệp công nghệ cao. PHR là công ty con do Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR) sở hữu 66,6% cổ phần.

Kế hoạch chuyển hướng chiến lược sang phát triển KCN nhằm hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn: PHR lên kế hoạch chuyển đổi hơn 3.000 ha đất trồng cao su sang phát triển các KCN, đồng thời nghiên cứu các cơ hội trong lĩnh vực nhà ở, năng lượng tái tạo và nông nghiệp công nghệ cao. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ giúp củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty.

Thu nhập đền bù đất từ KCN Bắc Tân Uyên 1 và VSIP III dự kiến được ghi nhận đầy đủ trong giai đoạn 2026-2027: PHR gần đây đã công bố công ty sẽ ghi nhận: (1) khoản thu nhập đền bù liên quan đến dự án KCN cơ khí chuyên dụng trị giá hơn 1,4 nghìn tỷ đồng, và (2) khoản thu nhập đền bù còn lại trị giá 2,10 nghìn tỷ đồng liên quan đến dự án VSIP III. Cả hai nguồn thu nhập này dự kiến sẽ lần lượt được ghi nhận trong năm 2026 và 2027.

Danh mục quỹ đất lớn tạo dư địa chuyển đổi trong trung và dài hạn: Bên cạnh KCN Bắc Tân Uyên 1, PHR đã công bố danh mục khoảng 3.100 ha diện tích đất KCN dự kiến triển khai phần lớn trên quỹ đất trồng cao su hiện hữu, có khả năng hợp tác với các chủ đầu tư hàng đầu như BCM và VSIP. Ngoài ra, PHR cũng lên kế hoạch tự phát triển hoặc đồng phát triển dự án KĐT số 1 (khoảng 500 ha) tại xã Bắc Tân Uyên (TP.HCM), mở rộng sang mảng năng lượng tái tạo (diện tích dự kiến 437 ha) và nông nghiệp công nghệ cao (1.384 ha). Mặc dù chưa đưa vào mô hình dự báo, chúng tôi cho rằng đây là những động lực tăng trưởng dài hạn bổ sung cho công ty.

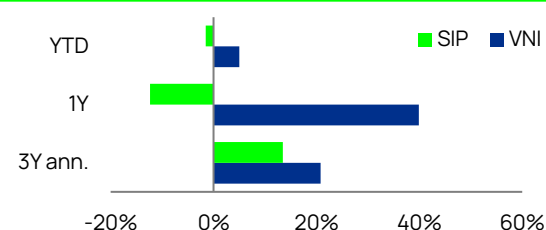
Chúng tôi nhận thấy tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2027: Nhờ thu nhập đền bù cao hơn kỳ vọng, chúng tôi nhận thấy tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo LNST-CĐTS năm 2026 và 2027, lần lượt đạt mức 1,0 nghìn tỷ đồng (+118% YoY) và 1,4 nghìn tỷ đồng (+38% YoY).

Rủi ro: Chậm trễ trong việc phê duyệt các KCN mới; doanh số cho thuê đất KCN thấp hơn kỳ vọng.

SIP – Doanh số cho thuê đất KCN phục hồi, thu nhập cốt lõi thúc đẩy tăng trưởng bền vững

Khuyến nghị*	MUA		2024	2025	2026F	2027F
Giá CP (27/05)	51.800 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.801	8.596	9.116	9.642
Giá mục tiêu*	69.800 VND	% YoY	16,8%	10,2%	6,1%	5,8%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	985	1.171	1.273	1.377
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	1.170	1.323	1.406	1.508
TL tăng	+34,7%	% YoY	26,2%	13,1%	6,3%	7,3%
Lợi suất cổ tức	3,9%	EPS	26,2%	13,1%	6,3%	7,3%
Tổng mức sinh lời	+38,6%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	1.222	1.697	1.572	1.960
		Biên LN gộp	14,0%	15,6%	15,9%	16,4%
Ngành	BDS KCN & Tiện ích	Biên LN từ HĐKD	12,6%	13,6%	14,0%	14,3%
GT vốn hóa	12,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	15,0%	15,4%	15,4%	15,6%
Room KN	5,8 nghìn tỷ đồng	ROE	29,6%	27,9%	25,4%	23,6%
GTGD/ngày (30n)	18,4 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-43,1%	-15,5%	-18,1%	-27,1%
Cổ phần Nhà nước	1,8%	P/E	11,6x	10,3x	9,7x	9,0x
SL CP lưu hành	242,1 tr	P/B điều chỉnh	1,4x	1,2x	1,1x	0,9x
Pha loãng	242,1 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 22/12/2025.



Tổng quan công ty

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là nhà phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết hàng đầu có quỹ đất nằm ở các tỉnh công nghiệp phía Nam. SIP được thành lập bởi Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) và các đơn vị liên quan vào năm 2007. HĐKD chính của công ty là phát triển KCN, BDS nhà ở và các lĩnh vực liên quan như dịch vụ tiện ích.

SIP là một trong những chủ đầu tư KCN niêm yết lớn nhất tại cụm công nghiệp phía Nam Việt Nam. Công ty hiện sở hữu 5 KCN tại tỉnh Tây Ninh (khoảng 2.200 ha), TP.HCM (khoảng 500 ha) và Đồng Nai (khoảng 800 ha), tổng diện tích đất KCN khoảng 3.500 ha. SIP cũng vận hành 4 trạm biến áp và cung cấp nước cùng các dịch vụ tiện ích khác trong các KCN, qua đó tạo ra nguồn thu nhập cốt lõi ổn định.

Thu nhập cốt lõi dự kiến sẽ được củng cố nhờ các dịch vụ tiện ích KCN, phân khúc NXXS/NKXS và điện mặt trời áp mái: Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của SIP từ các dịch vụ tiện ích KCN (điện, nước và các dịch vụ liên quan) đạt trung bình 1,0 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2027, với mức tăng trưởng tương ứng là 8% và 7% YoY. Dự báo này được thúc đẩy bởi (1) tỷ lệ lấp đầy và hoạt động sản xuất của khách thuê tiếp tục gia tăng, và (2) đóng góp ngày càng tăng từ mảng điện mặt trời áp mái. SIP cũng hưởng lợi từ việc mở rộng mảng NXXS.

Quỹ đất dồi dào hỗ trợ tăng trưởng trung hạn: Tính đến cuối quý 1/2026, chúng tôi ước tính SIP sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê còn lại khoảng 1.100 ha, trong đó khoảng 700 ha đã được giải phóng mặt bằng và nằm tại các KCN trọng điểm có vị trí chiến lược. Bên cạnh đó, SIP đang tiến hành mở bán KĐT Phước Đông với tổng diện tích 247 ha (đã bán khoảng 200 căn tính đến cuối năm 2025 và dự kiến mở bán khoảng 400 căn trong năm 2026). Dự án này đã hoàn tất giải phóng mặt bằng và sẵn sàng được mở bán.

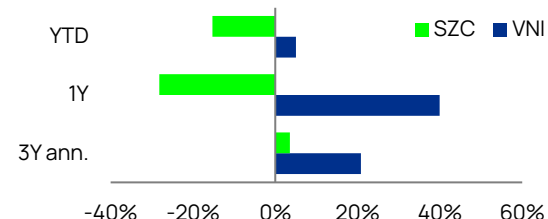
Doanh số cho thuê đất KCN phục hồi mạnh trong quý 1/2026: Theo ban lãnh đạo, SIP đã cho thuê khoảng 35 ha đất KCN (không bao gồm KCN Lộc An – Bình Sơn) và 10.000 m2 NXXS chỉ trong quý 1/2026. Đây là khởi đầu thuận lợi so với dự báo 46 ha năm 2026 của chúng tôi và mức 29 ha đã đạt được trong năm 2025.

Rủi ro: Doanh số cho thuê đất KCN và/hoặc doanh thu từ mảng tiện ích tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng.

SZC – Backlog đất KCN và sự phục hồi của mảng BĐS nhà ở dự kiến sẽ hỗ trợ lợi nhuận

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025	2026F	2027F
Giá CP (27/05)	24.700 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	871	1.098	1.012	1.179
Giá mục tiêu*	42.400 VND	% YoY	6,4%	26,1%	-7,8%	16,5%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	369	474	493	607
		% YoY	25,1%	28,2%	4,1%	23,0%
TL tăng	+71,7%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	299	345	382	466
Lợi suất cổ tức	4,0%	% YoY	36,4%	15,5%	10,9%	21,8%
Tổng mức sinh lời	+75,7%	EPS	11,2%	15,5%	10,9%	21,8%
		Biên LN gộp	49,5%	51,0%	55,6%	58,4%
Ngành	BĐS KCN & nhà ở	Biên LN từ HĐKD	42,4%	43,1%	48,7%	51,4%
GT vốn hóa	4,4 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	34,3%	31,4%	37,8%	39,5%
Room KN	744,3 tỷ đồng	ROE	12,4%	11,0%	11,6%	13,3%
GTGD/ngày (30n)	15,8 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	42,2%	63,2%	47,6%	53,6%
Cổ phần Nhà nước	57,7%	P/E	16,2x	14,0x	12,6x	10,4x
SL CP lưu hành	180,0 tr	P/B điều chỉnh	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
Pha loãng	180,0 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 01/07/2025. Dự báo và định giá đang được đánh giá lại.



Tổng quan công ty

SZC là chủ đầu tư hàng đầu về KCN và khu đô thị (KĐT) tại Bà Rịa – Vũng Tàu (cách trung tâm TP.HCM 60–85 km) với tổng quỹ đất khoảng 2.300 ha. SZC là công ty con của Tổng công ty Sonadezi (UPCoM: SNZ), tập đoàn nhà nước do tỉnh Đồng Nai thành lập.

Chúng tôi cho rằng SZC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất từ các dự án hạ tầng trọng điểm, bao gồm cụm cảng Cái Mép đang được phát triển nhanh chóng, sân bay quốc tế Long Thành (LTA) sắp đi vào hoạt động tại Đồng Nai, và tiềm năng phát triển của tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu. SZC đã hoàn tất giải phóng khoảng 83% trên tổng quỹ đất khoảng 2.300 ha, với chi phí giải phóng mặt bằng trung bình ước tính khoảng 8 USD/m².

Dòng tiền từ mảng KCN dự kiến duy trì ổn định: Chúng tôi dự báo dòng tiền từ mảng KCN đạt trung bình khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2027 (so với mức 521 tỷ đồng trong năm 2025), được hỗ trợ bởi sự phục hồi của doanh số cho thuê đất KCN và đà tăng trưởng ổn định của ASP, nhờ hạ tầng tiếp tục được nâng cấp trong khi giá thuê tại KCN Châu Đức vẫn cạnh tranh so với mặt bằng khu vực. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu dài hạn sẽ duy trì tích cực, nhờ được hỗ trợ bởi sự cải thiện của mức độ kết nối giữa các khu vực và cơ cấu khách thuê đa dạng của SZC trong các lĩnh vực thép, nhựa, dệt may và điện tử.

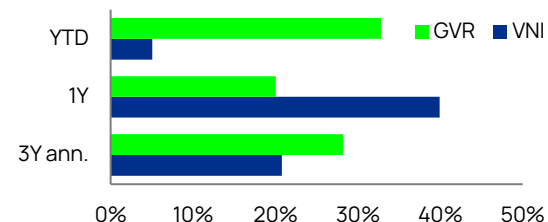
Mảng BĐS nhà ở hỗ trợ triển vọng lợi nhuận năm 2026: Chúng tôi dự báo doanh thu từ KĐT Hữu Phước 41 ha (thuộc tổ hợp KCN & KĐT Châu Đức; khoảng 160 căn shophouse và khoảng 500 căn nhà liên kế) sẽ tăng tốc từ năm 2026, nhờ tâm lý người mua nhà phục hồi và nhu cầu nhà ở gia tăng theo các hành lang hạ tầng mới. Tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu – chỉ cách KCN & KĐT Châu Đức khoảng 4 km và dự kiến đi vào vận hành từ năm 2026 – được kỳ vọng sẽ là yếu tố hỗ trợ quan trọng. Trong khi đó, KĐT Châu Đức dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn bổ sung, với khoảng 83% diện tích đất đã hoàn tất giải phóng mặt bằng.

Chúng tôi nhận thấy rủi ro điều chỉnh giảm dự báo LNST-CĐTS năm 2026 ở mức 382 tỷ đồng (+11% YoY), do doanh số cho thuê đất KCN năm 2025 thấp hơn kỳ vọng (20,9 ha so với ước tính trước đó là 40 ha) và lợi nhuận quý 1/2026 ở mức thấp, dù cần thêm đánh giá bổ sung.

GVR – Tăng tốc chuyển đổi đất cao su dự kiến sẽ hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2024	2025	2026F	2027F
Giá CP (27/05)	34.800 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	26.242	29.078	30.118	31.055
Giá mục tiêu*	30.500 VND	% YoY	18,5%	10,8%	3,6%	3,1%
		EBIT (tỷ đồng)	4.086	4.966	5.364	5.531
		% YoY	63,0%	21,5%	8,0%	3,1%
TL tăng	-12,4%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	3.989	5.319	6.107	6.578
Lợi suất cổ tức	1,1%	% YoY	52,1%	33,3%	14,8%	7,7%
Tổng mức sinh lời	-11,2%	EPS % YoY	52,1%	33,3%	14,8%	7,7%
		Biên LN gộp	26,5%	29,8%	28,3%	28,3%
Ngành	Cao su & KCN	Biên EBIT	15,6%	17,1%	17,8%	17,8%
GT vốn hóa	139,4 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	15,2%	18,3%	20,3%	21,2%
Room KN	17,2 nghìn tỷ đồng	ROE	7,8%	9,7%	10,3%	10,5%
GTGD/ngày (30n)	171 tỷ đồng	Nợ ròng/VCSH	-21,7%	-31,3%	-33,3%	-34,9%
Cổ phần Nhà nước	96,8%	P/E	34,9x	26,2x	22,8x	21,2x
SL CP lưu hành	4,0 tỷ	P/B điều chỉnh	2,5x	2,3x	2,1x	2,0x
Pha loãng	4,0 tỷ					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 04/07/2025.



Tổng quan công ty

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR) cùng các công ty liên kết đang quản lý quỹ đất hơn 407.800 ha (trong đó khoảng 97% là diện tích trồng cao su), phân bố tại Việt Nam, Campuchia và Lào. Các lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của GVR bao gồm cao su thiên nhiên, sản phẩm từ cao su, khu công nghiệp (KCN) và chế biến gỗ.

Kế hoạch chuyển hướng chiến lược sang phát triển KCN dự kiến sẽ củng cố triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty: GVR hiện là doanh nghiệp xuất khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất Việt Nam, đồng thời sở hữu quỹ đất cao su rất lớn với diện tích khoảng 280.000 ha trong nước. GVR hiện có kế hoạch chuyển đổi một phần đáng kể quỹ đất này sang đất KCN.

Lợi nhuận quý 1/2026 vượt kỳ vọng nhờ mảng mủ cao su tăng trưởng tích cực: GVR ghi nhận LNST-CĐTS quý 1/2026 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng (+90% YoY & +224% QoQ). Chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận tích cực YoY chủ yếu nhờ kết quả vượt trội của mảng cao su và thu nhập khác ròng cao hơn từ đền bù đất và thanh lý cây cao su. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo LNST-CĐTS năm 2026 ở mức 6,1 nghìn tỷ đồng (+15% YoY), dù cần thêm đánh giá chi tiết.

Hoạt động chuyển đổi đất cao su trở thành động lực thúc đẩy lợi nhuận trong trung và dài hạn: Chúng tôi dự báo khoảng 20.200 ha đất cao su sẽ được chuyển đổi sang mục đích phát triển KCN đến năm 2045, trong đó khoảng 14.200 ha sẽ do GVR trực tiếp phát triển. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi ước tính dòng tiền trung bình hàng năm từ doanh số cho thuê đất KCN và chuyển đổi đất đạt 2,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026–2027, tăng mạnh so với mức trung bình giai đoạn 2024–2025. Trong giai đoạn 2024–2025, GVR và các công ty con đã được phê duyệt chủ trương đầu tư 5 dự án KCN với tổng diện tích 2.136 ha (Nam Đồng Phú giai đoạn 2, Minh Hưng III giai đoạn 2, Bắc Đồng Phú giai đoạn 2, Rạch Bắp mở rộng và Hiệp Thạnh), trong đó KCN Hiệp Thạnh đã chính thức khởi công vào ngày 19/12/2025.

Yếu tố hỗ trợ: Phê duyệt chuyển đổi đất cao su sang KCN nhanh hơn kỳ vọng.

Ngành Năng lượng và Tiện ích

Tháng 05/2026

Vietcap ▲

Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên Cao cấp

Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

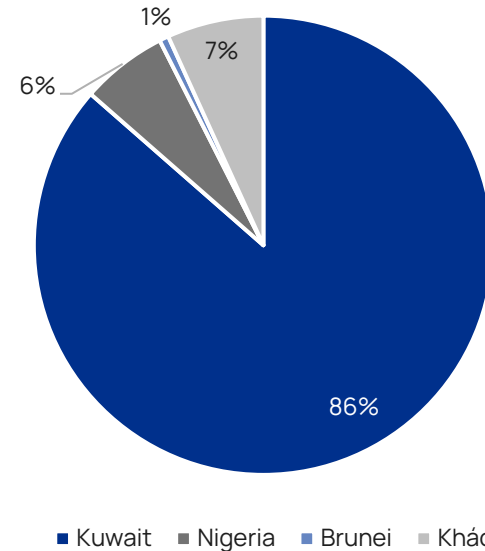
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

An ninh Năng lượng Việt Nam

Nguồn cung dầu thô được đảm bảo đến giữa tháng 7

- Việt Nam hiện phải nhập khẩu khoảng 50-60% nhu cầu dầu thô. Nguồn nhập khẩu có mức độ tập trung rất cao, trong đó Kuwait chiếm khoảng 86% tổng lượng dầu thô nhập khẩu năm 2025, tiếp theo là Nigeria (6%) và Brunei (1%). Điều này cho thấy Việt Nam có mức độ phụ thuộc đáng kể vào dòng xuất khẩu dầu thô từ khu vực Trung Đông.
- Việt Nam hiện có hai nhà máy lọc dầu chính gồm Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSRP) với công suất 10 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 40% thị phần trong nước, và Nhà máy Lọc dầu Bình Sơn (BSR) với công suất 6,5 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 30% thị phần trong nước.
- NSRP (PVN sở hữu 25%, Kuwait Oil Europe BV 35%, và liên danh Idemitsu Kosan - Mitsui Chemicals 40%) hiện sử dụng 100% dầu thô đầu vào từ Trung Đông, chủ yếu từ Kuwait và một phần từ UAE.
- Ngày 25/03, NSRP cho biết nhà máy vẫn đang vận hành ổn định ở công suất tối đa và đã đảm bảo nguồn dầu thô đầu vào đến hết tháng 5/2026. Trong năm 2025, NSRP vận hành ở mức 116% công suất thiết kế. Đầu tháng 2, công ty đặt mục tiêu vận hành ở mức 120-125% công suất trong quý 1/2026 và 119% cho cả năm 2026. Với tuyên bố "duy trì công suất vận hành ở mức tối đa", chúng tôi cho rằng tuyên bố này có nghĩa là nhà máy sẽ tiếp tục duy trì công suất ở mức cao và tối ưu (khoảng 120% trong tháng 3 và khoảng 100% trong tháng 4 và tháng 5).
- Vào ngày 15/04, Nhật Bản đã đề xuất gói hỗ trợ tài chính trị giá 10 tỷ USD, tương đương khoảng 1,2 tỷ thùng dầu, bằng khoảng một năm lượng dầu thô nhập khẩu của các nước ASEAN.
- Vào cuối tháng 4, các nguồn tin trong ngành cho biết nguồn nguyên liệu đầu vào của NSRP đã được đảm bảo đến hết tháng 6.
- Theo dữ liệu từ LSEG, tàu chở dầu siêu lớn (VLCC) Agios Fanourios I, vận chuyển dầu thô từ Iraq sang Việt Nam, đã được Mỹ cấp phép vào ngày 16/05 và dự kiến cập cảng ngày 30/05. Lô hàng này giúp đảm bảo nguồn dầu thô đầu vào cho Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn đến giữa tháng 7/2026.
- BSR: Vào ngày 13/04, ban lãnh đạo cho biết nguồn cung dầu thô hiện đã đủ để nhà máy duy trì mức vận hành 118-126% công suất thiết kế đến đầu tháng 7/2026 và có thể kéo dài đến hết năm 2026. Nguồn cung này được củng cố nhờ BSR đã đảm bảo lượng dầu thô trong nước tương đương khoảng 90% công suất thiết kế, đồng thời nâng tỷ lệ dầu WTI của Mỹ có thể đưa vào chế biến từ mức 30% lên 45%, qua đó cải thiện đáng kể tính linh hoạt trong cơ cấu nguyên liệu đầu vào của nhà máy.

Cơ cấu nhập khẩu dầu thô của Việt Nam (năm 2025)



- NSRP có thể đa dạng hóa nguồn dầu thô đầu vào thông qua dầu khai thác trong nước, dầu WTI của Mỹ, dầu từ Angola, Azerbaijan, các nguồn dầu ngoài Kuwait (UAE, Saudi Aramco) và Nga, qua đó duy trì khoảng 50% công suất vận hành.
- NSRP có thể giảm bớt tác động của tình trạng thiếu hụt nguồn cung bằng cách sử dụng dầu thô khai thác trong nước, qua đó giúp tình hình bớt căng thẳng hơn. Lượng dầu khả dụng ước tính khoảng 2 triệu thùng (tương đương khoảng 10 ngày vận hành).
- NSRP có thể sử dụng các nguồn dầu ngoài Kuwait: Tính đến ngày 10/02/2026, nhà máy đã đảm bảo được 5 triệu thùng dầu ngoài Kuwait cho giai đoạn tháng 5-tháng 6, bao gồm: 1 triệu thùng dầu WTI của Mỹ, 3 triệu thùng dầu từ UAE và 1 triệu thùng dầu từ Qatar.

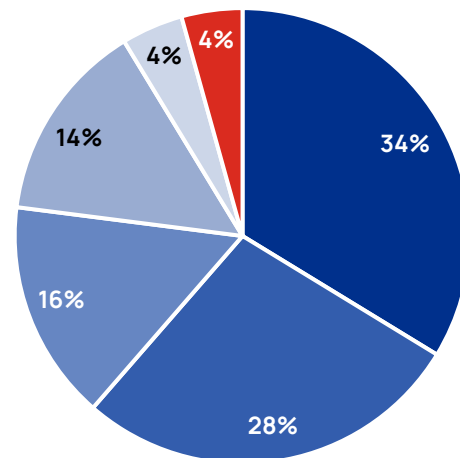
Nguồn cung xăng dầu được đảm bảo đến cuối tháng 7

- Việt Nam hiện phải nhập khẩu khoảng 30% nhu cầu xăng dầu.
- Nguồn cung xăng dầu hiện được đảm bảo ở mức cao đến hết tháng 5 hoặc giữa tháng 6, nhờ sự cải thiện của khả năng theo dõi tồn kho và việc chủ động thu xếp nguồn nhập khẩu. **Số ngày dự trữ xăng dầu đã tăng lên khoảng 26 ngày, so với mức 15 ngày trước đây ở cấp độ phân phối, tương ứng với tổng mức dự trữ của toàn hệ thống là khoảng 50-60 ngày.**
- Hai nhà phân phối xăng dầu chính là PLX và OIL.
- PLX (chiếm khoảng 50% thị phần):** Vào ngày 10/03, Chủ tịch PLX cho biết công ty sẵn sàng hy sinh lợi nhuận để chấp nhận mức phụ phí nhập khẩu cao hơn nhằm đảm bảo nguồn cung trên toàn quốc (đóng vai trò ổn định thị trường).
- OIL (khoảng 25% thị phần):** Vào ngày 03/03, Chủ tịch OIL cho biết công ty sẵn sàng đa dạng hóa nguồn nhập khẩu và điều chỉnh kế hoạch mua hàng để ứng phó với biến động thị trường. OIL tự tin rằng công ty có thể đẩy mạnh hoạt động nhập khẩu.

Kịch bản căng thẳng/trường hợp xấu nhất: Nếu NSRP dừng hoạt động từ tháng 8

- Nếu NSRP dừng hoạt động, nhu cầu nhập khẩu sẽ tăng vọt lên khoảng 13 triệu tấn, tương đương 50-60% nhu cầu tiêu thụ (tương tự mức 12,5 triệu tấn ghi nhận trong năm 2017).
- Theo các chuyên gia trong ngành, các ước tính sơ bộ cho thấy nguồn cung có thể thiếu hụt 10-20% trong kịch bản tiêu cực và 5-10% trong kịch bản cơ sở, chủ yếu do các lo ngại về mức giá cao và tình trạng khan hiếm nguồn cung, thay vì các vấn đề về logistics.
- Các nguồn nhập khẩu mới có thể đến từ Úc, bên cạnh các nhà cung cấp truyền thống chiếm thị phần lớn như Hàn Quốc và Malaysia.
- Các biện pháp tiết kiệm năng lượng, xe điện (EV) và xăng sinh học E10 sẽ góp phần giảm thiểu rủi ro này. Theo Bộ trưởng, việc triển khai đầy đủ xăng E10 có thể giúp tăng mức độ tự chủ nguồn cung xăng của Việt Nam lên thêm khoảng 14%.**
- Các biện pháp của Chính phủ nhằm nhập khẩu xăng dầu từ Nga hoặc việc dỡ bỏ các lệnh trừng phạt đối với các sản phẩm xăng dầu của Nga sẽ giúp giảm đáng kể các rủi ro này.**

Cơ cấu nhập khẩu sản phẩm xăng dầu của Việt Nam theo nguồn cung (2025)



■ Singapore ■ Hàn Quốc ■ Malaysia
■ Trung Quốc ■ Thái Lan ■ Khác

- Hàn Quốc đã áp mức trần xuất khẩu các sản phẩm lọc dầu ở mức của năm 2025 (đi ngang YoY) kể từ ngày 13/03.** Việt Nam đã nhập khẩu khoảng 2,8 triệu tấn từ Hàn Quốc (tương đương khoảng 4% tổng lượng xuất khẩu của Hàn Quốc), cho thấy về mặt lý thuyết vẫn còn dư địa để tăng sản lượng nhập khẩu.
- Malaysia chưa áp đặt các hạn chế chính thức.** Việt Nam đã nhập khẩu khoảng 1,6 triệu tấn từ Malaysia (tương đương khoảng 4% tổng lượng xuất khẩu của Malaysia), cho thấy vẫn còn một phần dư địa để tăng sản lượng nhập khẩu.

Nguồn cung điện: Nguồn cung trong nửa đầu năm được đảm bảo, nhưng tồn tại rủi ro trong nửa cuối năm

Nhu cầu điện tăng mạnh, nguồn cung quý 2 vẫn đủ đáp ứng

- Chúng tôi ước tính sản lượng điện tiêu thụ sẽ tăng mạnh 7,4% YoY trong 4T 2026, nhờ được hỗ trợ bởi nhu cầu lớn từ khu vực dân dụng và công nghiệp. Nhu cầu điện trong quý 2 thường ở mức cao hơn.
- Chúng tôi cho rằng nguồn cung điện vẫn sẽ được đảm bảo trong quý 2, nhờ việc nguồn cung than và LNG đã được đảm bảo đến hết quý 3, theo các doanh nghiệp trong ngành. Sản lượng khí trong nước vẫn đang được huy động tối đa, trong khi lượng nước tích trữ tại các hồ thủy điện đang ở mức tương đối tích cực.

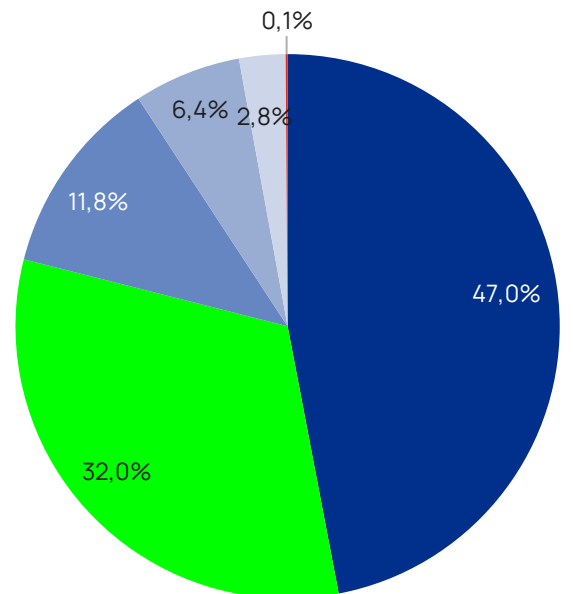
Rủi ro đối với giai đoạn nửa cuối năm

- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các rủi ro có thể xuất hiện trong nửa cuối năm nếu hiện tượng “siêu El Nino” diễn ra đồng thời với sự thắt chặt của nguồn cung than nhập khẩu và LNG trong bối cảnh nhu cầu điện tiếp tục tăng mạnh.
- EVN dự báo hiện tượng La Nina sẽ suy yếu trong nửa đầu năm và chuyển sang El Nino từ tháng 5/2026, nhìn chung phù hợp với các dự báo quốc tế gần đây.

EVN chủ động điều tiết nguồn cung

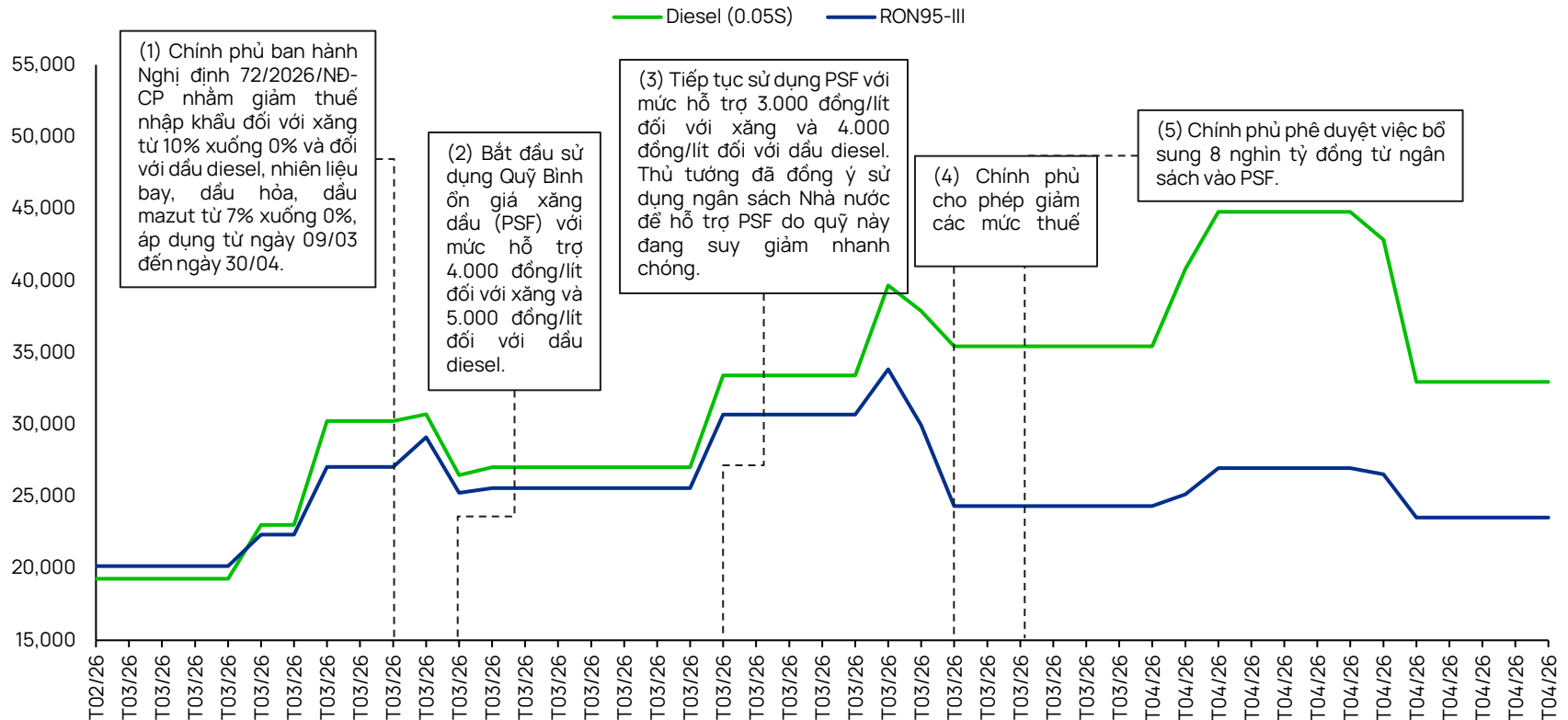
- EVN đang chủ động điều tiết nguồn cung của hệ thống nhằm chuẩn bị cho cao điểm mùa khô trong quý 2 và khả năng diễn ra hiện tượng El Nino trong nửa cuối năm.
- Để chuẩn bị cho đợt cao điểm mùa khô, NSMO đang: (1) ưu tiên sử dụng nguồn khí trong nước và LNG nhập khẩu có chi phí thấp hơn từ trước khi xảy ra xung đột ở Trung Đông. (2) Đơn vị này cũng đang tạm thời giảm quy mô vận hành của các nhà máy nhiệt điện sử dụng 100% than nhập khẩu để bảo toàn lượng hàng tồn kho, do Việt Nam thường nhập khẩu khoảng 30-40% nhu cầu than cho nhiệt điện. Trong khi đó, (3) các nhà máy sử dụng than trộn – như Vũng Áng, Quảng Ninh và Phả Lại – vẫn tiếp tục vận hành bình thường.

Cơ cấu nguồn cung điện năm 2025 của Việt Nam



Phản ứng chính sách chủ động của Việt Nam nhằm kiểm soát giá xăng dầu

Giá xăng và dầu diesel của Việt Nam (28/02 – 14/04/26) cùng các cơ chế hỗ trợ chính sách bình ổn giá cốt lõi



Ngày 09/04 so với cuối tháng 02/2026:

- Giá bán lẻ xăng đạt 23.540 đồng/lit (+17% so với trước thời điểm xảy ra xung đột), trong khi giá tham chiếu Singapore Platts tăng +62%.
- Giá bán lẻ dầu diesel đạt 32.960 đồng/lit (+71% so với trước thời điểm xảy ra xung đột), trong khi giá tham chiếu Singapore Platts tăng +115%.
- Quỹ Bình ổn giá xăng dầu (5,6 nghìn tỷ đồng) đã đóng vai trò là vùng đệm cho người tiêu dùng trong tháng 3 và nửa đầu tháng 4, đồng thời vừa được bổ sung thêm 8 nghìn tỷ đồng gần đây.

Dự trữ xăng dầu của Việt Nam: Đã bắt đầu triển khai chiến lược xây dựng hệ thống dự trữ quốc gia

Cơ cấu dự trữ hiện tại so với mục tiêu (Quyết định 861/QĐ-TTg, tháng 7/2023)

Loại	Mục tiêu đến 2030 (ngày)	Hiện tại (10/04/2026) (ngày)
Dự trữ sản xuất (Thượng nguồn & Lọc dầu)	20-25	20-30*
Dự trữ thương mại (Nhà phân phối)	30-35	26**
Dự trữ quốc gia (Chiến lược)	25-30	7-10***
Tổng	~75-90	53-66

Xây dựng hệ thống dự trữ chiến lược tại ba khu vực trọng điểm (Bắc - Trung - Nam)

Hiện nay, Việt Nam chưa có hệ thống dự trữ độc lập của quốc gia; dự trữ chiến lược vẫn chủ yếu dựa vào hệ thống kho chứa của các thương nhân đầu mối lớn (ví dụ: PLX, OIL). Do đó, Chính phủ đang đẩy nhanh quá trình phát triển hệ thống dự trữ chiến lược quốc gia.

Địa điểm	Tình trạng	Vốn đầu tư XDCB	Vai trò
Cụm phía Bắc: Nghi Sơn (Thanh Hóa) – Ưu tiên	Thủ tướng Phạm Minh Chính đã phê duyệt triển khai ngay dự án dự trữ dầu thô chiến lược (01/04/2026)	Giai đoạn 1: 1 triệu tấn (0,3 tỷ USD) Giai đoạn 2: 3 triệu tấn (1,0 tỷ USD)	Gắn liền với Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn, giúp hỗ trợ hoạt động lọc dầu ổn định hơn
Cụm miền Trung: Dung Quất (Quảng Ngãi)	Đề xuất phát triển Trung tâm Lọc hóa dầu và Năng lượng Quốc gia (04/04/2026)	Tổng: 16,1-20,5 tỷ USD Giai đoạn 1 (2025-2030): 14,1-17,5 tỷ USD Giai đoạn 2 (2030-2045): 2-3 tỷ USD	Gắn liền với Nhà máy Lọc dầu Bình Sơn; dự kiến đáp ứng $\geq 30\%$ nhu cầu xăng dầu quốc gia; đảm bảo lượng dự trữ tương đương ~30 ngày
Cụm phía Nam: Long Sơn (Bà Rịa – Vũng Tàu)	Vẫn đang ở giai đoạn ý tưởng sơ bộ, cần chờ nghiên cứu thêm (4/2026)	Chưa công bố	Dự trữ chiến lược cho trung tâm tiêu thụ phía Nam; gắn liền với khu vực tiêu thụ lớn nhất cả nước

Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi

Bộ Công Thương (MoIT) đã ban hành Quyết định 363/QĐ-BCT ngày 28/02/2026, phê duyệt **Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến năm 2050**, nhằm cập nhật cho Quyết định 893 được ban hành vào năm 2023.

Nhìn chung, Quyết định 363 phản ánh nhu cầu năng lượng cao hơn của Việt Nam theo kịch bản tăng trưởng GDP đạt 10%. Quy hoạch này đưa ra định hướng mạnh mẽ hơn về nhu cầu nhưng có những điều chỉnh thực tế hơn về công suất sản xuất năng lượng so với quy hoạch tổng thể gốc năm 2023. Quan trọng hơn, quy hoạch đề xuất các **cơ chế đặc thù cho PVN**, bao gồm việc cho phép tập đoàn giữ lại lợi nhuận và nguồn thu từ thoái vốn để tái đầu tư. Ngoài ra, quy hoạch cũng **hướng tới mục tiêu cắt giảm 30–50% thủ tục hành chính**.

Các thay đổi chính bao gồm:

+ **Nhu cầu năng lượng năm 2030 cao hơn:** Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi nâng tổng nhu cầu năng lượng cuối cùng năm 2030 lên thêm 17% so với quy hoạch trước đây, nhờ mục tiêu tăng trưởng GDP cao hơn ở mức 10% (so với mức 7% trước đây). Ngược lại, tổng cung năng lượng sơ cấp chỉ được điều chỉnh tăng thêm 3%; điều này có thể phản ánh việc nâng cao hiệu quả sử dụng năng lượng/tiết kiệm năng lượng và sự gia tăng tỷ trọng của các nguồn năng lượng tái tạo (giúp giảm nhu cầu đối với nhiên liệu hóa thạch).

+ **Vốn đầu tư XDCB cao hơn:** Vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2026–2030 tăng 16% lên mức 5.180 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 40% GDP năm 2025), phù hợp với mục tiêu nhu cầu năng lượng cao hơn vào năm 2030.

+ **Dầu thô:** Điều chỉnh giảm 11% mục tiêu sản lượng dầu thô năm 2030 xuống còn 7 triệu tấn, nhằm phản ánh chính xác hơn trữ lượng dầu đã được xác minh.

+ **Khí & LNG:** Điều chỉnh giảm 13% quy mô thị trường khí năm 2030 xuống còn 28 tỷ m³, nhằm phản ánh tiến độ chậm của các dự án khí và LNG, nhưng quy mô này vẫn cao gấp khoảng 3–4 lần so với năm 2025. Điều này chủ yếu đến từ việc giảm mục tiêu sản lượng khí trong nước năm 2030 xuống còn khoảng 8 tỷ m³/năm (thận trọng hơn so với dự báo của chúng tôi) và giảm 10% mục tiêu nhập khẩu LNG.

+ Quy hoạch cũng đặt mục tiêu nâng mức dự trữ xăng dầu lên 90 ngày.

Tác động đối với ngành dầu khí:

+ Các kế hoạch đối với vốn đầu tư XDCB, sản lượng dầu thô và khí nêu trên nhìn chung giúp củng cố cho dự báo của chúng tôi về chi tiêu thượng nguồn (E&P), đồng thời hỗ trợ kỳ vọng rằng dự án Cá Voi Xanh sẽ đạt FID vào năm 2028, có dòng khí đầu tiên vào năm 2033, và Hải Sư Vàng có dòng dầu đầu tiên vào năm 2030.

+ Điều này mang lại lợi ích cho hầu hết các cổ phiếu dầu khí, đặc biệt là **PVS, PVD, GAS và PVT** (nhờ mức dự trữ xăng dầu cao hơn).

Tác động đối với ngành điện:

+ Nhấn mạnh vào vốn đầu tư XDCB cho ngành điện (136 tỷ USD trong giai đoạn 2025–2030), qua đó mang lại lợi ích cho toàn bộ nhóm cổ phiếu điện, đặc biệt là **POW**.

+ Thúc đẩy phát triển mảng năng lượng tái tạo, với tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng năng lượng sơ cấp tăng từ 15–20% lên 25–30% nhằm giảm phát thải CO₂. Điều này có lợi cho **REE, HDG, PC1 và TV2**.

+ Đặt mục tiêu xuất khẩu 5.000–10.000 MW điện vào năm 2030, thúc đẩy điện gió ngoài khơi và hình thành hai trung tâm công nghiệp & năng lượng tái tạo, qua đó mang lại lợi ích cho **PVS**.

+ Quy hoạch cũng đề xuất cải cách cơ chế giá truyền tải điện nhằm thu hút nhà đầu tư tư nhân, điều này có thể hỗ trợ **PC1** với vai trò là nhà thầu EPC.

Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia khả thi hơn để đáp ứng nhu cầu năng lượng tăng mạnh

Các mục tiêu trọng yếu đến năm 2030 trong Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 (Quyết định 363, năm 2026)

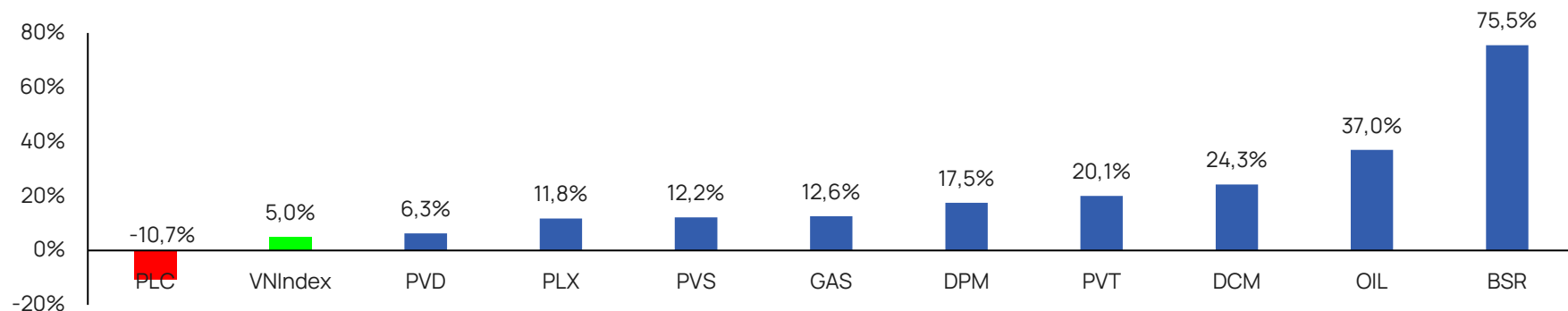
	Quyết định 893 (2023, Cũ)	Quyết định 363 (2026, Mới)	Thay đổi (%)	Mục tiêu 2035 (Mới)	Mục tiêu 2050 (Mới)
Tổng nhu cầu năng lượng cuối cùng năm 2030 (triệu TOE)	107	125	+17%.	N/A	188
Tổng cung cấp năng lượng sơ cấp năm 2030 (triệu TOE)	155	160	+3%	N/A	230
Vốn đầu tư XD CB giai đoạn 2026-30 (nghìn tỷ VNĐ)	4.471	5.180	+16%.	N/A	21.094
Sản lượng dầu giai đoạn 2026-30 (triệu tấn/năm)	8	7	-11%	8	6
Nhu cầu thị trường khí năm 2030 (tỷ m ³)	32	28	-13%	37	22
<i>Sản xuất khí trong nước giai đoạn 2026-30 (tỷ m³/năm)</i>	<i>10</i>	<i>8</i>	<i>-20%</i>	<i>12</i>	<i>16</i>
<i>Nhập khẩu LNG năm 2030 (tỷ m³)</i>	<i>22</i>	<i>20</i>	<i>-10%</i>	<i>25</i>	<i>6</i>
Dự trữ xăng dầu (ngày nhập khẩu)	75-80	90	+10-15 ngày	N/A	N/A
Năng lượng tái tạo/tổng năng lượng sơ cấp năm 2030	15-20%	25-30%	+10%	N/A	70%
Sản lượng hydro năm 2030 (nghìn tấn)	150	150	0%	N/A	2.500
Phát thải carbon năm 2030 (triệu tấn)	399-449	433-474	7%, do nhu cầu năng lượng tăng	N/A	101

Các mỏ dầu khí sẽ được phát triển theo Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi

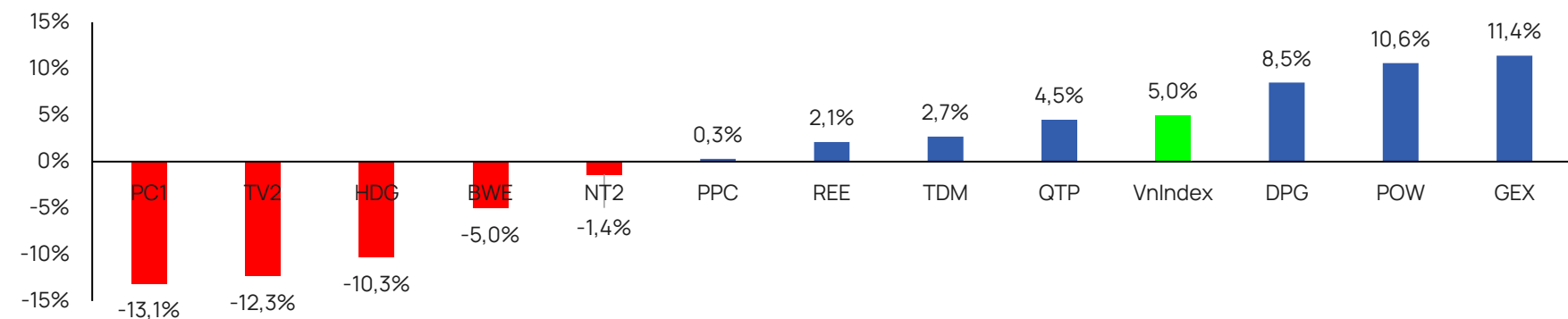
Giai đoạn	Mỏ dầu	Mỏ khí
2026-2030	<ul style="list-style-type: none"> Đang triển khai: Lô 09-1, Kinh Ngư Vàng, Lạc đà Vàng, Đại Hùng–Đại Hùng Nam Hải Sư Vàng – khai thác dòng dầu đầu tiên vào năm 2030 Bunga Aster giai đoạn 2A – PM3 CAA – bể Mã Lai –Thổ Chu Gấu Chúa/Cá Chó/Gấu Ngựa – Nam Côn Sơn 	<ul style="list-style-type: none"> Đang triển khai: Lô B, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, Nam Du–U Minh, Khánh Mỹ–Đầm Dơi Hoa Mai, Bunga Saffron – bể Mã Lai–Thổ Chu Báo Vàng–Báo Trắng, Kỳ Lân–bể Sông Hồng Tầng đá vụn sâu (của mỏ) Phong Lan Đại – Nam Côn Sơn
2031-2050	<ul style="list-style-type: none"> Bunga Aster giai đoạn 2B – PM3 CAA, Yarrow, Alokasia – bể Mã Lai–Thổ Chu Hàm Rồng – bể Sông Hồng Mèo Trắng – bể Cửu Long 	<ul style="list-style-type: none"> Cá Voi Xanh – bể Sông Hồng Kèn Bầu – bể Sông Hồng Cá Kiếm Đen–Cá Kiếm Nâu – bể Tư Chính–Vũng Mây

Diễn biến cổ phiếu lũy kế 6 tháng đầu năm 2026

Các cổ phiếu Dầu khí Vietcap theo dõi

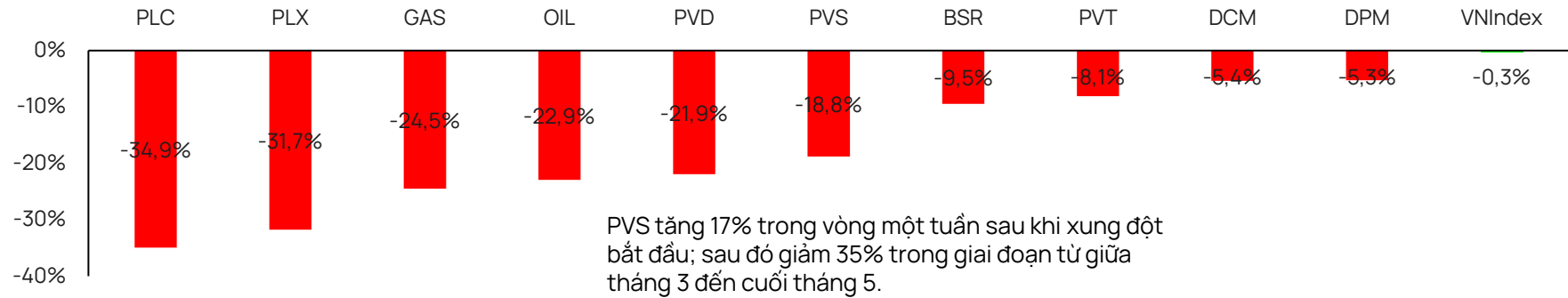


Các cổ phiếu Điện & Nước Vietcap theo dõi

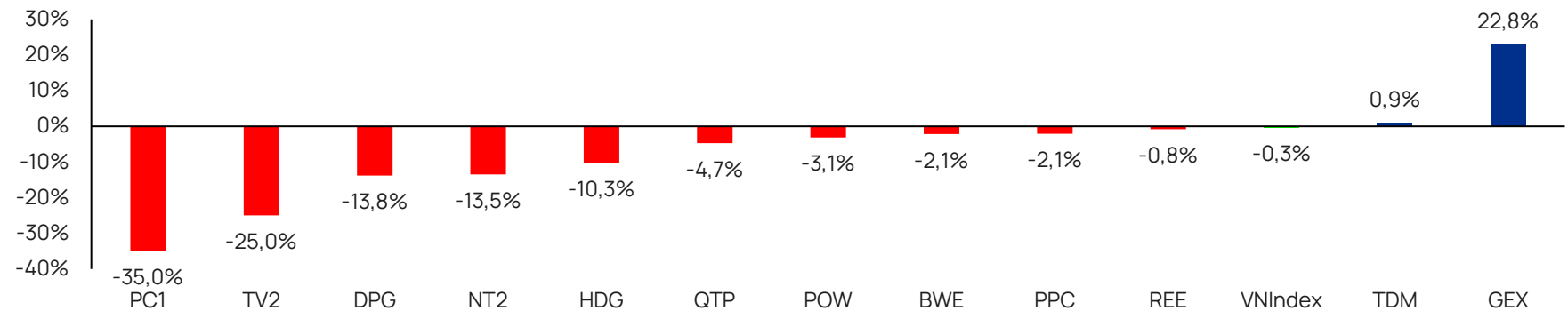


Diễn biến giá cổ phiếu từ trước khi xung đột xảy ra đến giai đoạn cuối nửa đầu năm

Các cổ phiếu Dầu khí Vietcap theo dõi



Các cổ phiếu Điện & Nước Vietcap theo dõi



Ngành dầu khí: Yêu cầu bảo đảm an ninh năng lượng củng cố chu kỳ tăng trưởng mới của hoạt động E&P tại Việt Nam

- **Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ đạt 75 USD/thùng (tăng 10% YoY) trong năm 2026 theo kịch bản cơ sở và 95 USD/thùng theo kịch bản tích cực.** Trong dài hạn, chúng tôi dự báo giá dầu Brent giai đoạn 2027-2030 sẽ đạt trung bình 70 USD/thùng do được hỗ trợ bởi các chính sách của Mỹ đối với nhiên liệu hóa thạch. Chúng tôi nhận thấy chi phí hòa vốn của dầu WTI khoảng 61-64 USD/thùng, hàm ý giá dầu Brent sẽ duy trì trên mức 65-68 USD/thùng (dựa trên mức chênh lệch Brent-WTI trung bình 5 năm là 4,1 USD/thùng). Điều này sẽ hỗ trợ các hoạt động E&P toàn cầu và trong nước khi mức giá này cao hơn khoảng 10% so với mức trước đại dịch COVID-19.
- **Chính sách hỗ trợ: Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 363/QĐ-BCT ngày 28/02/2026 về Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050.** Quy hoạch điều chỉnh nâng tổng nhu cầu năng lượng cuối cùng năm 2030 thêm 17% so với quy hoạch trước đây, nhờ mục tiêu tăng trưởng GDP cao hơn ở mức 10% so với 7% trước đó. Quy hoạch đặt mục tiêu quy mô thị trường khí năm 2030 đạt 28 tỷ m³, cao gấp khoảng 3-4 lần so với năm 2025. Quy hoạch cũng định hướng vốn đầu tư XDCB ngành năng lượng giai đoạn 2026-2030 sẽ đạt 5.180 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 40% GDP năm 2025). Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo sản lượng khí của Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 6% và 9% trong giai đoạn 2025-2030. Quy hoạch cũng nâng mục tiêu dự trữ xăng dầu lên khoảng 90 ngày, so với mức hiện tại là khoảng 60 ngày. **Nhìn chung, các yếu tố này hỗ trợ mạnh mẽ việc sớm thông qua Nghị định về cơ chế đặc thù cho PVN và Luật Dầu khí điều chỉnh trong nửa cuối năm nhằm củng cố chu kỳ tăng trưởng E&P của ngành và triển vọng tăng trưởng của hầu hết các cổ phiếu dầu khí.**
- **Chúng tôi dự báo ngành dầu khí Việt Nam sẽ bước vào một chu kỳ đầu tư mới, với chi tiêu cho hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) sẽ tăng gấp đôi lên 1,9 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2025-2029 so với giai đoạn 5 năm trước đó.** Kế hoạch vốn đầu tư XDCB nêu trên nhìn chung củng cố dự báo của chúng tôi về chi tiêu E&P, đồng thời hỗ trợ kỳ vọng rằng dự án Cá Voi Xanh (vốn đầu tư XDCB 5 tỷ USD) sẽ đạt quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào năm 2028 và bắt đầu khai thác dòng khí đầu tiên vào năm 2033, trong khi dự án Hải Sư Vàng (vốn đầu tư XDCB 1,9 tỷ USD) sẽ có dòng đầu đầu tiên vào năm 2030.
- **PVS là cổ phiếu được chúng tôi đánh giá là có vị thế tốt để hưởng lợi từ sự phục hồi của hoạt động E&P trong nước và tiềm năng rất lớn của các dự án điện gió ngoài khơi.** PVS là doanh nghiệp hưởng lợi sớm và rõ nét nhất từ sự tăng tốc của hoạt động thương mại nguồn tại Việt Nam, khi dự án Lô B bước vào giai đoạn triển khai cao điểm trong giai đoạn 2026-2027 và nhiều gói thầu EPCI đã được triển khai. Công ty cũng có vị thế thuận lợi để đón đầu tăng trưởng trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS báo cáo giai đoạn 2026-2028 sẽ ở mức 26%, nhờ được hỗ trợ bởi dự báo của chúng tôi rằng backlog mảng M&C sẽ đạt 5,9 tỷ USD trong giai đoạn 2026-2030 và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO tăng từ mức 729 tỷ đồng dự kiến trong năm 2026 lên 995 tỷ đồng vào năm 2028, nhờ đóng góp mới từ FSO Lô B. Yếu tố hỗ trợ chủ yếu đến từ hợp đồng trị giá khoảng 3 tỷ USD tại Qatar.
- **Chúng tôi cũng đánh giá cao PVD nhờ chiến lược mở rộng đội giàn khoan mạnh mẽ dựa trên triển vọng nhu cầu khoan tích cực.** Ban lãnh đạo cho biết triển vọng hoạt động khoan tại Việt Nam trong nhiều năm tới rất khả quan, với khoảng 100 giếng khoan mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030. Điều này tương ứng với nhu cầu khoảng 14 giàn khoan tự nâng (jack-up), cao hơn 75% so với giai đoạn trước (2016-2024). Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi năm 2026 sẽ tăng mạnh 52% YoY. Yếu tố hỗ trợ chính là kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ khoảng 67%.
- **Chúng tôi đánh giá tích cực GAS nhờ triển vọng nhu cầu khí và LNG tăng mạnh cùng với sự phát triển của hạ tầng tại 4 trung tâm LNG trên cả nước.** Chúng tôi ước tính sản lượng khí và LNG của GAS sẽ gần như tăng gấp ba, lên khoảng 16 tỷ m³ vào năm 2030, được thúc đẩy bởi nhu cầu từ các nhà máy điện và các KCN. Bên cạnh đó, nguồn cung khí trong nước được kỳ vọng sẽ phục hồi từ năm 2027 trở đi. Chủ tịch HĐQT cho biết GAS đang làm việc với các cơ quan chức năng để đáp ứng các điều kiện niêm yết và xây dựng kế hoạch tăng vốn. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo năm 2026 sẽ đạt 12,6 nghìn tỷ đồng (+10% YoY). Định giá của GAS hiện tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 16,0 lần, tương ứng PEG 0,6 lần dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2026-2028 là 25%.
- **Chúng tôi đánh giá cao PVT do việc mở rộng đội tàu đã giúp công ty hưởng lợi từ mặt bằng cước thuê tàu chở dầu tăng cao.** Tính đến cuối năm 2025, tổng tài trọng DWT của PVT đã tăng gấp đôi lên 1,7 triệu tấn (57 tàu) so với cuối năm 2022. PVT cho rằng cảng thẳng kéo dài tại Trung Đông đang làm gián đoạn các luồng thương mại trong khu vực, đặc biệt là sự gia tăng xuất khẩu từ Mỹ khiến thời gian hành trình kéo dài hơn, làm tăng nhu cầu tàu-tàu-dặm và có thể hỗ trợ cước vận tải duy trì ở mức cao trong suốt năm 2026 ngay cả khi xung đột kết thúc trong vài tháng tới. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi theo kịch bản cơ sở năm 2026/2027 sẽ tăng lần lượt 49% YoY và 28% YoY. PVT hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E năm 2026 ở mức 7,2 lần, tương ứng PEG khoảng 0,5 lần dựa trên CAGR EPS báo cáo 3 năm là 15%. Yếu tố hỗ trợ chủ yếu đến từ hợp đồng vận chuyển cho Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn.

Ngành Dầu khí: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N, tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
PVS	MUA	747	51,4	49,0	252	7,7	38.500	60.000	08/05/26	55,8	0,0	55,8
PLC	MUA	66	79,1	49,0	32	0,3	21.600	31.900	12/09/25	47,7	4,6	52,3
PVT	MUA	394	51,0	49,0	141	6,6	22.100	30.800	13/03/26	39,4	4,5	43,9
PVD	MUA	636	50,5	49,0	257	7,5	30.150	40.300	09/04/26	33,7	0,0	33,7
DCM	MUA	817	75,6	49,0	327	5,5	40.650	51.000	25/05/26	25,4	6,2	31,6
GAS	MUA	7.465	95,8	49,0	3.605	8,5	81.500	93.600	14/04/26	14,9	3,1	18,0
DPM	PHTT	675	60,0	49,0	315	3,9	26.150	28.000	25/05/26	7,1	5,8	12,9
PLX	MUA	1.903	75,9	20,0	112	9,1	39.450	41.100	13/10/25	4,2	3,0	7,2
BSR	PHTT	5.370	92,0	49,0	2.546	20,3	28.250	27.000	18/03/26	-4,4	2,5	-1,9
OIL	KQ	582	80,5	6,6	36	2,6	14.800	12.700	17/10/25	-14,2	0,7	-13,5

Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Tóm tắt định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt (x)	P/E 2025 (x)	P/E 2026F (x)	P/E 2027F (x)	EV/EBITDA 2026F (x)	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/VCSH quý gần nhất (x)
PVS	38.500	98,9	1,8	28,2	12,9	13,5	13,3	10,4	3,8	10,8	1,2	-60,6
PLC	21.600	-68,6	N.M.	11,6	N.M.	128,7	6,9	6,2	3,2	19,3	1,4	74,8
PVT	22.100	-5,0	45,4	28,0	9,5	10,5	7,2	5,6	2,7	16,0	1,2	21,7
PVD	30.150	46,7	24,2	60,3	14,6	19,6	15,8	9,3	7,7	7,3	1,1	13,7
DCM	40.650	38,0	61,3	-16,6	11,9	11,9	7,4	8,9	3,8	25,7	2,0	-53,3
GAS	81.500	9,8	10,1	19,2	17,4	17,6	16,0	13,4	10,1	18,3	2,8	-61,5
DPM	26.150	99,6	81,8	-26,9	14,1	20,0	11,0	15,0	4,6	16,2	1,5	-26,8
PLX	39.450	-6,7	19,4	47,2	28,2	20,5	17,1	11,6	5,5	10,2	2,0	-65,5
BSR	28.250	721,7	215,4	-46,7	10,8	27,3	8,6	16,2	5,2	24,1	2,1	-48,2
OIL	14.800	3,1	39,0	12,3	16,6	45,1	32,7	29,1	10,2	5,0	1,4	-110,3

Ngành Dầu khí: Nhu cầu an ninh năng lượng củng cố chu kỳ thăm dò & khai thác tại Việt Nam



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấp

Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Ngành Dầu khí Toàn cầu

Mức giá dầu Brent ổn định trong khoảng 70-75 USD/thùng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động E&P.

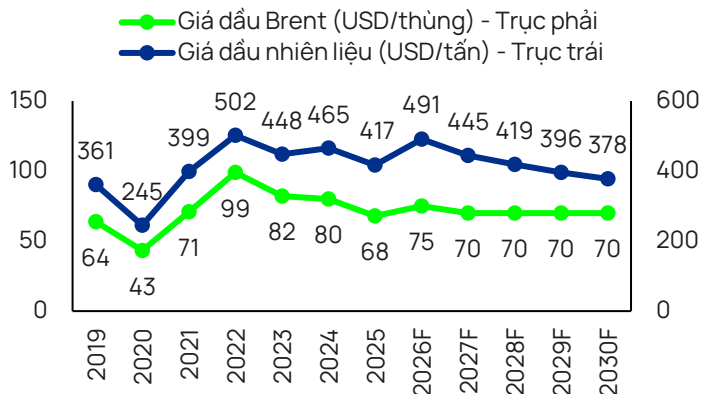
Giá dầu tiếp tục biến động mạnh trong bối cảnh phân bù rủi ro địa chính trị còn cao

Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



Dự báo giá dầu Brent, dầu nhiên liệu và LNG giai đoạn 2026–2030

Giá định cơ sở của Vietcap về giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)



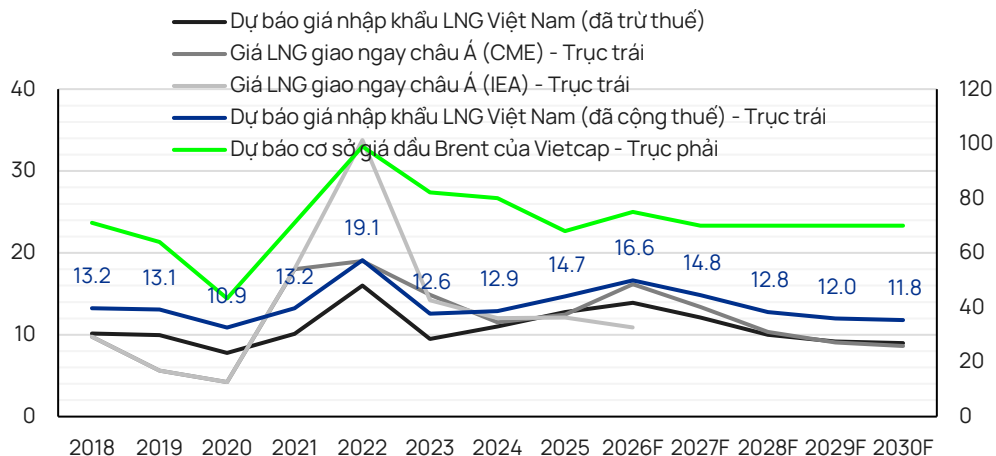
Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)

Tổ chức	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Dự báo tính đến
Đồng thuận Bloomberg	68	76	69	72	74	74	T04/26
EIA	68	96	76	N/A	N/A	N/A	T04/26
Ngân hàng Thế giới	68	86	70	N/A	N/A	N/A	T04/26
Trung bình các dự báo trên	68	86	72	72	74	74	
Giá định cơ sở giá dầu của Vietcap	68	75	70	70	70	70	T05/26

Nguồn: Các tổ chức trong bảng, Vietcap

Dự báo giá LNG của Vietcap (USD/triệu BTU)



Dự báo giá FO & khí đốt

- Chúng tôi dự báo giá FO bình quân năm 2026 sẽ ở mức 491 USD/tấn (+18% YoY).
- Chúng tôi dự báo giá nhập khẩu LNG của Việt Nam năm 2026F (đã bao gồm thuế) sẽ ở mức 16,6 USD/triệu BTU (+13% YoY).
- Trong báo cáo cập nhật ngành Năng lượng tháng 5/2026, chúng tôi đã nâng dự báo giá LNG giai đoạn 2027–30F lên thêm 11–12%, phản ánh quan điểm đồng thuận mới nhất về khả năng thắt chặt hơn của thị trường LNG toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì xu hướng giá giảm trong giai đoạn 2026–30, dựa theo dự báo về việc mở rộng nguồn cung LNG toàn cầu.

Cơ sở hạ tầng năng lượng bị hư hại trong xung đột và cần thời gian để phục hồi

Cơ sở hạ tầng dầu khí bị hư hại tại khu vực Trung Đông tương đương ~3,0 triệu thùng/ngày (~3% nhu cầu toàn cầu, trong đó Iran chiếm ~1,6 triệu thùng/ngày); gián đoạn khí/LNG được ước tính ở mức tối đa 9–20% giao dịch LNG toàn cầu. Dòng chảy dầu có thể phục hồi trong ~6 tháng; trong khi khí đốt & LNG có thể cần hơn 1–2 năm. IEA ước tính có hơn 80 cơ sở năng lượng bị tổn hại trong toàn khu vực.

~3,0 triệu thùng/ngày
SẢN LƯỢNG DẦU BỊ THIẾT HẠI
~3% nhu cầu toàn cầu

Tối đa 9-20%
THƯƠNG MẠI LNG BỊ GIÁN ĐOẠN
49-112 tỷ m³ / 558 tỷ m³

80+
CƠ SỞ VẬT CHẤT BỊ THIẾT HẠI
Trên toàn khu vực

~2 năm
ĐỂ PHỤC HỒI SẢN LƯỢNG
về mức có ý nghĩa (theo IEA)

Cơ sở hạ tầng Dầu mỏ

- Iran - Đảo Kharg:** Trung tâm xuất khẩu dầu - xử lý ~90% lượng xuất khẩu dầu thô (~1,6 triệu thùng/ngày trong số 1,7 triệu thùng/ngày). Bị tấn công như mục tiêu chính, mức độ thiệt hại chưa rõ ràng.
- Iran - South Pars:** Mỏ khí lớn nhất Iran - chiếm 70–75% tổng sản lượng khí của Iran. Xuất khẩu khí sang Iraq chỉ ở mức 5 triệu m³/ngày, so với 50 triệu m³/ngày theo hợp đồng.
- À-rập Xê-út:** Công suất giảm ~600 ngàn thùng/ngày; lưu lượng qua đường ống Đông - Tây giảm khoảng 700 nghìn thùng/ngày. Nhà máy lọc dầu lớn nhất là Ras Tanura (550 nghìn thùng/ngày) đã hoạt động trở lại từ ngày 18/03.
- Bahrain:** Nhà máy lọc Sitra (380 ngàn thùng/ngày) tuyên bố tình trạng bất khả kháng sau các vụ tấn công làm cháy kho chứa.
- Kuwait:** Mina al-Ahmadi & Mina Abdullah (~800 ngàn thùng/ngày, 57% công suất) bị thiệt hại nặng; có thể không thể khôi phục sản lượng như trước đây.

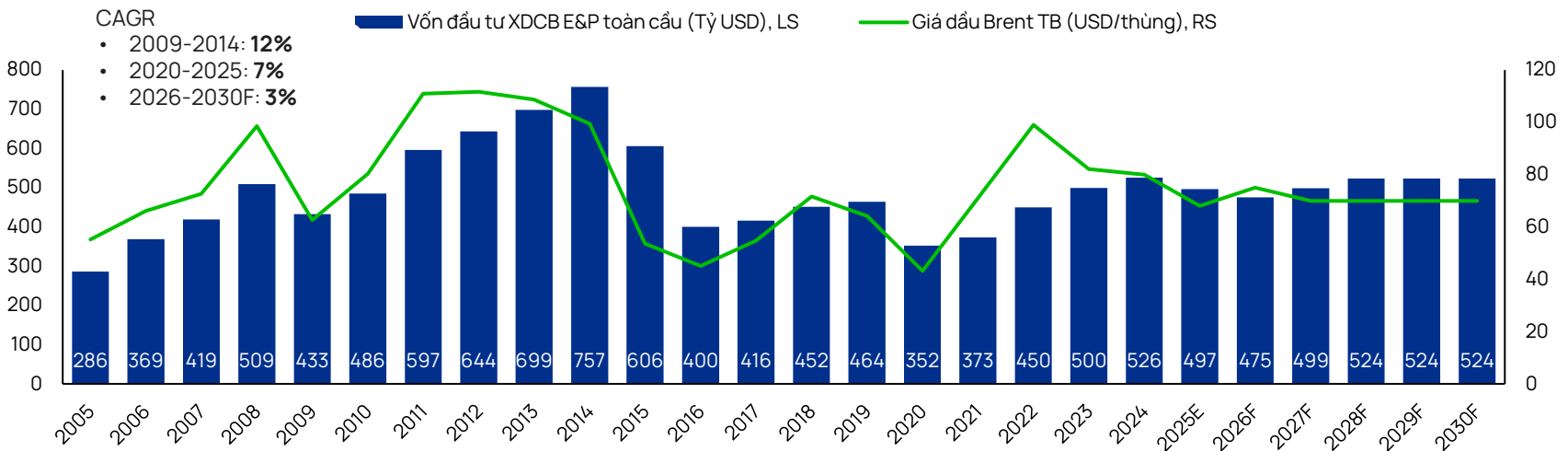
Cơ sở hạ tầng Khí/LNG

Cơ sở/ Quốc gia	Mức độ thiệt hại	Công suất
Ras Laffan LNG Qatar	Thiệt hại nặng; ~17% dây chuyền LNG ngừng hoạt động	Tổng công suất khoảng 106 tỷ m ³ ; khoảng 17,7 tỷ m ³ ngừng hoạt động. IEA ước tính cần khoảng 4 năm để sửa chữa
South Pars / Asaluyeh Iran	Xác nhận bị tấn công	Mỏ khí ngoài khơi lớn nhất thế giới; công suất 15 tỷ m ³
Pearl GTL Qatar	Tạm ngừng sản xuất	Tiêu thụ đầu vào khoảng 16,5 tỷ m ³ khí/năm
Tổ hợp khí Habshan UAE	Tạm ngừng hoạt động	63 tỷ m ³ (thiệt hại một phần)

Chi tiêu E&P toàn cầu dự kiến sẽ cải thiện từ năm 2027 trở đi, với Trung Đông là động lực chính

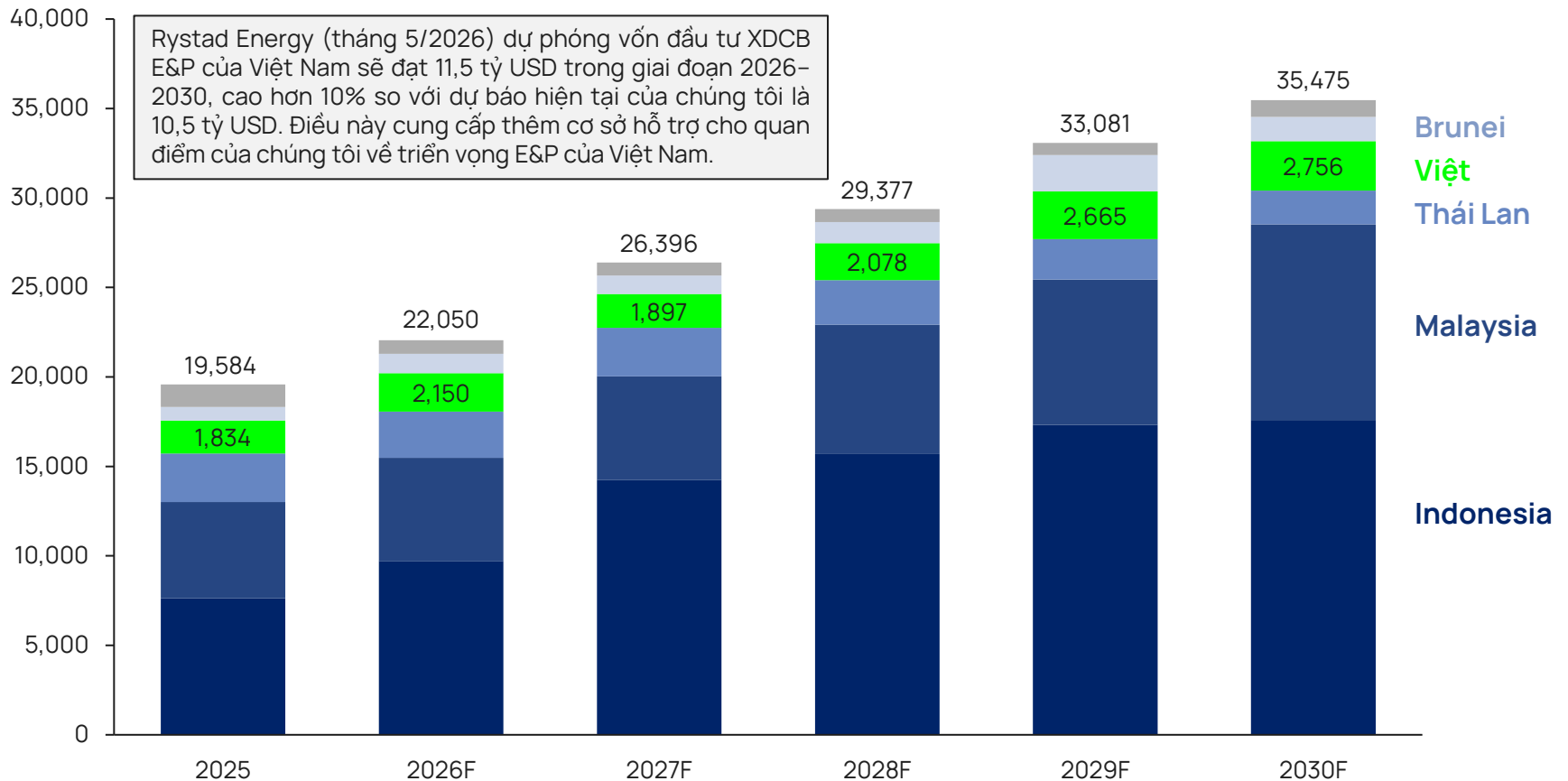
- Chính sách hỗ trợ nhiên liệu hóa thạch sẽ củng cố khả năng duy trì chi tiêu E&P toàn cầu trong trung hạn, với mức trung bình khoảng 509 tỷ USD/năm giai đoạn 2026-2030, cao hơn khoảng 10% so với giai đoạn trước COVID-19.** Sau giai đoạn phục hồi mạnh trong giai đoạn 2021-2024, chúng tôi dự báo chi tiêu E&P toàn cầu sẽ bước vào giai đoạn điều chỉnh nhẹ, giảm 5,6% trong năm 2025 và 4,3% trong năm 2026. Nguyên nhân chủ yếu đến từ: (1) giá dầu Brent suy yếu và (2) tình trạng dư cung trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi tiêu sẽ phục hồi từ năm 2027 trở đi. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình khoảng 70-75 USD/thùng trong giai đoạn 2026-2030, cao hơn khoảng 23% so với mức trung bình trước COVID-19 trong giai đoạn 2015-2019, qua đó hỗ trợ cả hoạt động E&P toàn cầu và trong nước.
- Trung Đông vẫn giữ vai trò then chốt đối với sự ổn định nguồn cung.** Mặc dù vốn đầu tư thượng nguồn năm 2025 của Saudi Aramco dự kiến giảm 4% YoY do tạm dừng một số chương trình khoan bằng giàn tự nâng, chúng tôi kỳ vọng hoạt động đầu tư sẽ dần phục hồi từ năm 2027, phù hợp với kế hoạch dỡ bỏ dần các đợt cắt giảm sản lượng của OPEC+. Nếu không có các khoản đầu tư mới được duy trì, công suất sản xuất của Aramco có thể giảm từ khoảng 12 triệu thùng/ngày xuống còn khoảng 10,5 triệu thùng/ngày vào năm 2027, qua đó nhấn mạnh nhu cầu tái đầu tư.
- Đông Nam Á tiếp tục là điểm sáng phục hồi.** Dự báo tháng 1/2026 của S&P Global dự phóng tỷ lệ sử dụng giàn khoan tự nâng khu vực đạt 80,6%/80,0% cho giai đoạn 2026-2027 (cao hơn mức ~79% của giai đoạn 2022-2023 và mức trung bình ~61% giai đoạn 2015-2019). Triển vọng này chưa bao gồm các gián đoạn tại eo biển Hormuz. Chúng tôi cho rằng nhu cầu có thể cao hơn trong môi trường hiện tại, do các quốc gia có thể đẩy nhanh sản xuất để hỗ trợ tiêu thụ trong nước trong bối cảnh gián đoạn tại eo biển Hormuz.

Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P toàn cầu (Tỷ USD)



Chi tiêu E&P tại Đông Nam Á đạt CAGR 13% trong giai đoạn 2025-2030

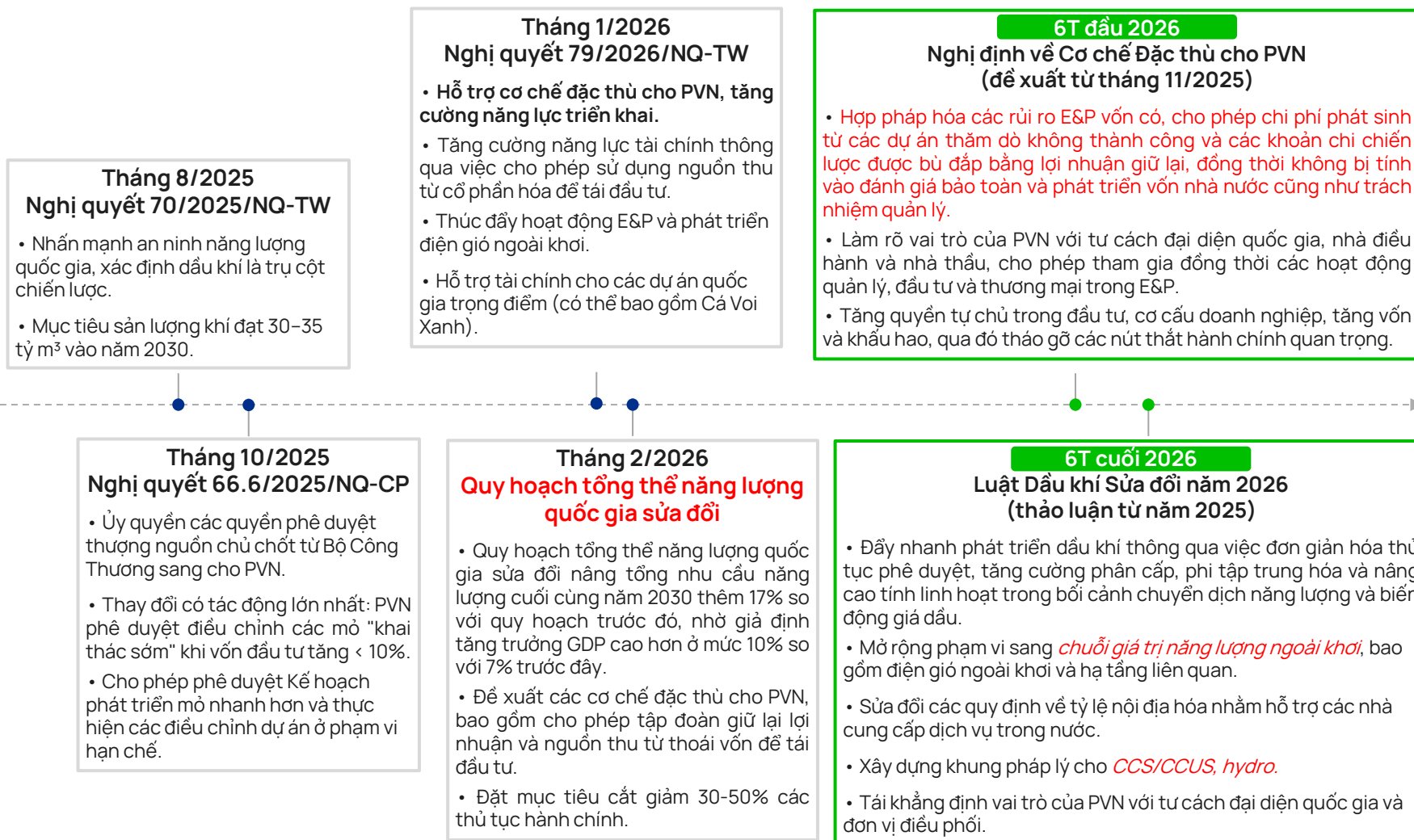
Tổng vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P ngoài khơi tại Đông Nam Á (Triệu USD)



Ngành Dầu khí Việt Nam

Dự án Lô B đang đi đúng tiến độ để có thể khai thác dòng khí đầu tiên vào giữa năm 2028; công tác chuẩn bị cho dự án Cá Voi Xanh sắp bắt đầu

Chuỗi chính sách thuận lợi dự kiến sẽ hỗ trợ chu kỳ tăng trưởng mới của hoạt động E&P



Trữ lượng dầu khí đã được chứng minh của Việt Nam so với các nước trong khu vực

Trung Quốc:

- Dầu: 26,0
- Khí: 8.400

Ấn Độ:

- Dầu: 4,5
- Khí: 1.300

Thái Lan:

- Dầu: 0,3
- Khí: 100

Úc:

- Dầu: 2,4
- Khí: 2.400

Đơn vị:

Trữ lượng dầu đã được chứng minh: tỷ thùng

Trữ lượng khí đã được chứng minh: tỷ m³

Hải sư Vàng phát hiện dầu mới, được xác nhận vào tháng 1/2026 với ~430 triệu thùng dầu tương đương, làm tăng trữ lượng dầu đã được chứng minh của Việt Nam lên thêm ~10%.

Việt Nam:

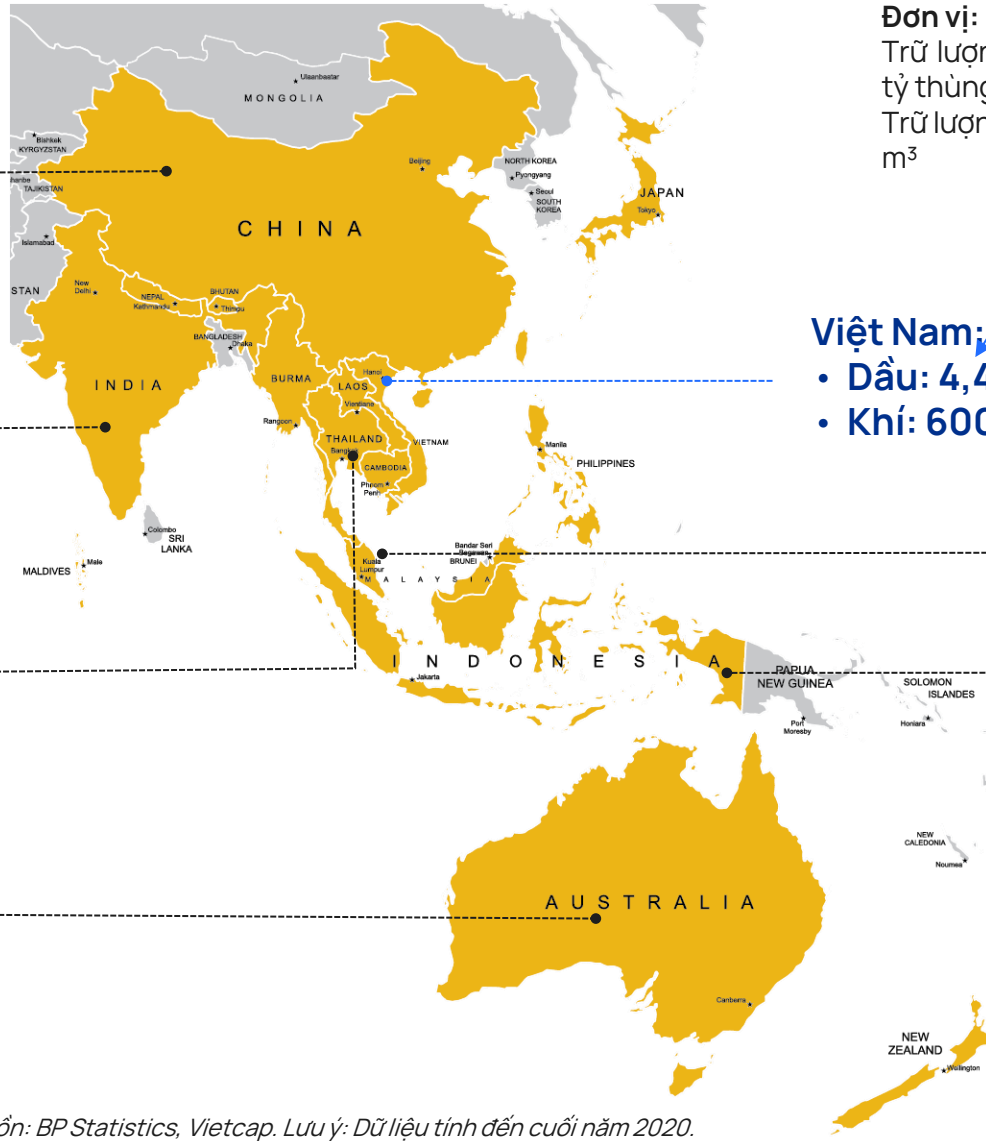
- Dầu: 4,4
- Khí: 600

Malaysia:

- Dầu: 2,7
- Khí: 900

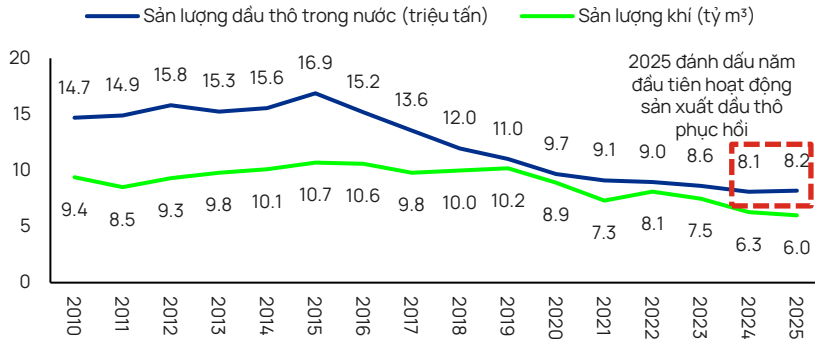
Indonesia:

- Dầu: 2,4
- Khí: 1.300

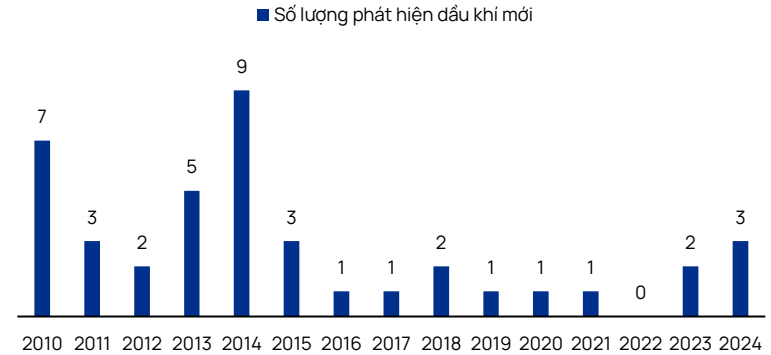


Sản lượng dầu khí của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng với mức CAGR lần lượt là 6% và 9% đến năm 2030

Sản lượng dầu thô/khí của Việt Nam đã giảm với CAGR lần lượt là 7,8%/5,7% trong giai đoạn 2015–2024, điều này cho thấy nhu cầu cấp thiết phải khôi phục hoạt động thượng nguồn để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.

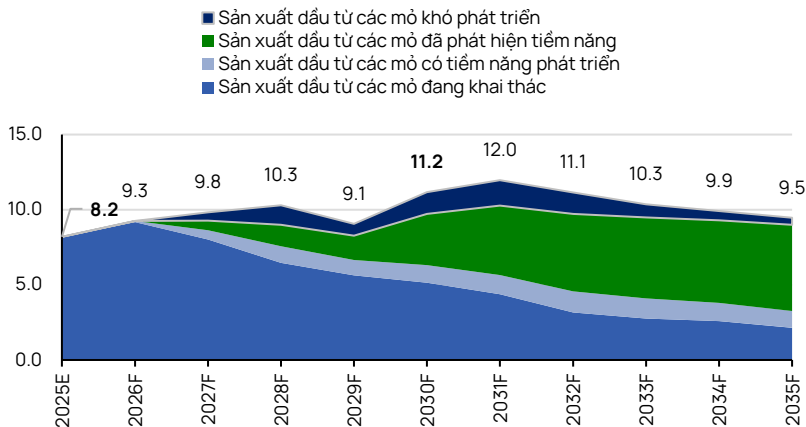


Ba phát hiện dầu khí mới được thực hiện trong năm 2024, là hoạt động mạnh mẽ nhất kể từ năm 2015, báo hiệu sự phục hồi đáng kể đối với đà phát triển của hoạt động E&P.



Nguồn: PVN, Cục Thống kê, Vietcap

Chúng tôi dự báo sản lượng dầu thô của Việt Nam sẽ tăng trưởng với mức CAGR 6% trong giai đoạn 2025-30 (triệu tấn), nhờ được thúc đẩy bởi việc phát triển các mỏ mới.



Sản lượng khí của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng với mức CAGR 9% trong giai đoạn 2025-2030 (khí ướt)

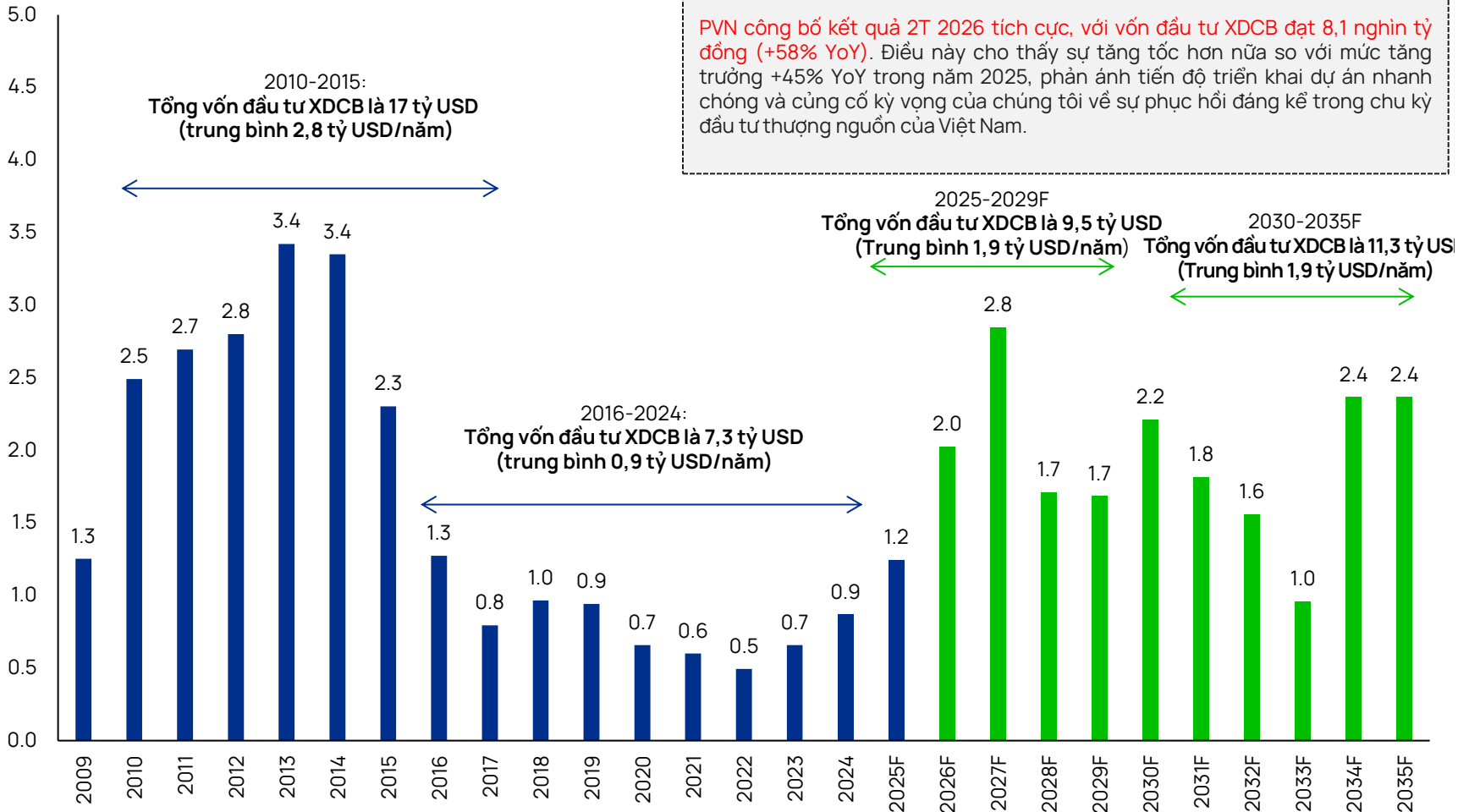
Đơn vị: tỷ m³	2025A	2030F	CAGR 2025-30
Dự báo sản lượng khí trong nước của Vietcap	5,8	8,9	9%

Mục tiêu sản lượng khí của Việt Nam là đạt mức CAGR 34% trong giai đoạn 2025-30 nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng gia tăng từ ngành điện.

Đơn vị: tỷ m³	2025A	2030E	CAGR 2025-30	2035G
Nhu cầu khí	6,4	27,8	34%	36,5
Điện	4,1	23,1	41%	29,1
Phân bón	1,2	2,4	14%	3,8
Công nghiệp	1,1	2,3	16%	3,6
Sản lượng khí trong nước	5,8	8,0	7%	12,0

Ngành dầu khí Việt Nam bước vào một chu kỳ đầu tư mới, với chi tiêu cho hoạt động E&P dự kiến sẽ tăng gấp đôi

Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P của Việt Nam (tỷ USD)



Các dự án dầu khí trọng điểm tại Việt Nam giai đoạn 2024–2038, với tổng vốn đầu tư khoảng 20 tỷ USD

2024

Khởi công xây dựng:

- Lô B (tháng 9/2024)
- Lạc đà Vàng (tháng 6/2024)

Phát hiện dầu mới: Bunga Aster (tháng 5/2024)

2026

Dự kiến đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) và khởi công:

- Khánh Mỹ – Đầm Dơi (384 triệu USD): Ngày 12/5, Vietsovpetro trao hợp đồng EPCI cho PVS, mục tiêu khai thác khí đầu tiên vào quý 4/2027.
- Nam Du – U Minh (750 triệu USD): Ngày 20/4, Jadestone Energy (Singapore) ký hợp đồng với GAS, mục tiêu khai thác khí đầu tiên vào cuối năm 2028.
- Thiên Nga – Hải Âu (300 triệu USD).

Ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ Lô B.

Tiến độ dự án khí Cá Voi Xanh; xuất khẩu điện gió ngoài khơi sang Singapore.

2025

Khởi công xây dựng:

- Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (tháng 7/2025)

Phát hiện dầu mới:

- Hải Sư Vàng (tháng 1/2025)
- Lạc Đà Hồng (tháng 5/2025)

Khai thác dòng dầu đầu tiên: Kinh Ngư Trắng – Kinh Ngư Trắng Nam (tháng 7/2025, 0,7 tỷ USD)

Từ năm 2027 trở đi

Dự kiến đưa ra FID trong giai đoạn: 2027–2028

- Cá Voi Xanh (5 tỷ USD)
- Hải Sư Vàng (1,9 tỷ USD)
- Báo Vàng – Báo Đen (1,3 tỷ USD)
- Kỳ Lân (0,1 tỷ USD)
- Bunga Aster (500 triệu USD)
- Lạc Đà Hồng (300 triệu USD)

2032:

- Kèn Bầu (14,0 tỷ USD)

Nhiều dự án khí - điện quy mô lớn sẽ đảm bảo an ninh năng lượng và thúc đẩy tăng trưởng quốc gia của Việt Nam



Thượng nguồn



Hạ nguồn

Kèn Bầu (14 tỷ USD)

- Trữ lượng: 200-250 tỷ m³
- Nhà đầu tư: Ý (ENI 50%) và Ấn Độ (Essar 50%)
- Dòng khí đầu tiên: 2038
- Tiến độ: Đang trong giai đoạn thăm dò; dự kiến xác nhận trữ lượng vào năm 2026.

- Có khả năng cung cấp khí cho khoảng **6.000 MW** công suất điện (theo Bộ Công Thương).
- Dự kiến phát triển trong giai đoạn 2031-2035.

Cá Voi Xanh (~5 tỷ USD)

- Trữ lượng: 150 tỷ m³ (9-10 tỷ m³/năm)
- Nhà đầu tư: Việt Nam (PVN 36%) và Hoa Kỳ (ExxonMobil 64%)
- Dòng khí đầu tiên: 2033
- Tiến độ: ExxonMobil đang làm việc với các đối tác.
- Giá khí vào năm 2033: có thể cao hơn giá LNG.

Khu liên hợp điện khí Dung Quất I, II, III và các nhà máy điện khu vực miền Trung I, II

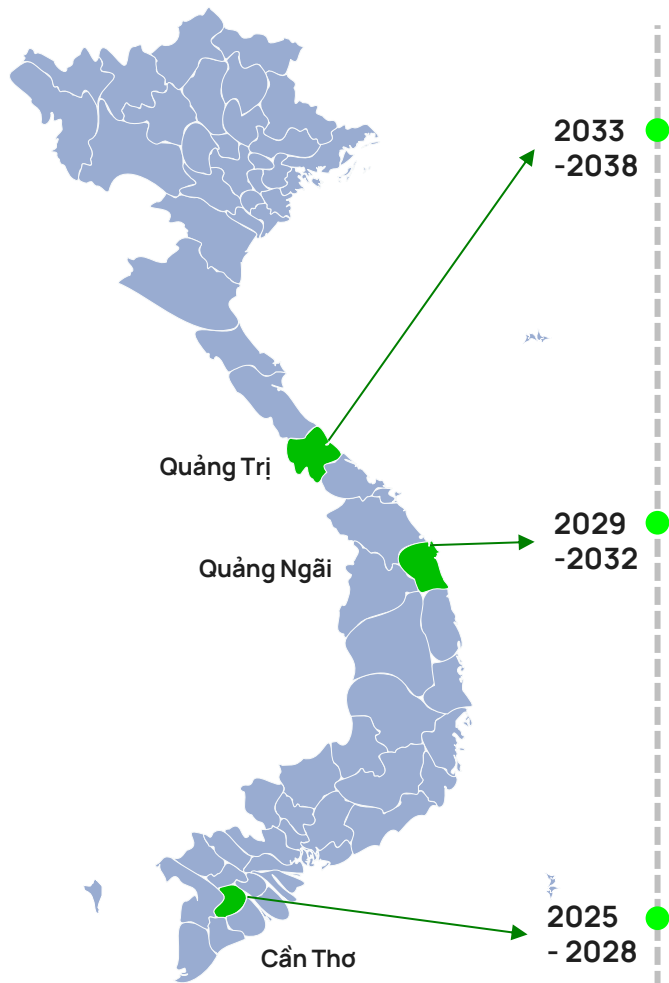
Tổng công suất phát điện: **3,750 MW**.

Lô B (~5 tỷ USD)

- Trữ lượng: 107 tỷ m³ (~5,06 tỷ m³/năm)
- Nhà đầu tư: Việt Nam (PVN & PVEP 69,7%), Nhật Bản (MOECO 22,6%), Thái Lan (PTTEP 7,7%)
- Dòng khí đầu tiên: 2028
- Tiến độ: Đang triển khai xây dựng hệ thống đường ống dẫn khí và các giàn khai thác.
- Giá khí vào năm 2028: 14,5 USD/MMBTU, cao hơn khoảng 15% so với LNG.

Nhà máy điện Ô Môn I, II, III, IV

Tổng công suất phát điện: **3,810 MW**.

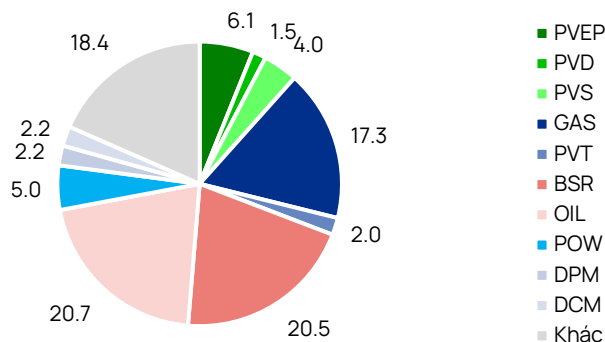


PetroVietnam đặt mục tiêu gia nhập Fortune Global 500 vào năm 2030

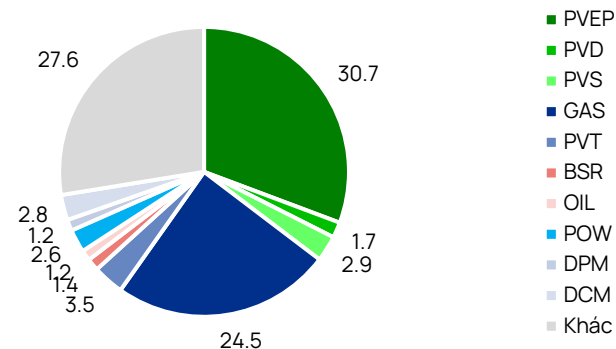
Doanh thu tập đoàn chủ yếu đến từ mảng hạ nguồn, được dẫn dắt bởi hoạt động lọc dầu (BSR) và phân phối xăng dầu (OIL).

Lợi nhuận được dẫn dắt bởi PVEP và GAS, cho thấy vai trò chiến lược của hoạt động E&P thượng nguồn và hạ tầng khí trung nguồn.

Tỷ trọng đóng góp doanh thu của các công ty con năm 2024 (%)

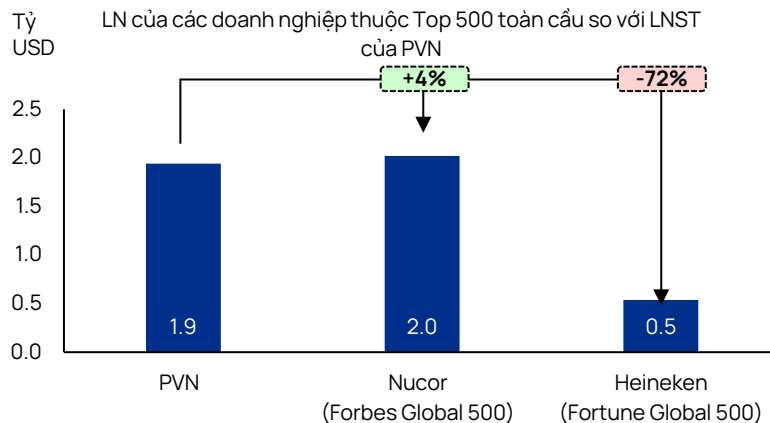
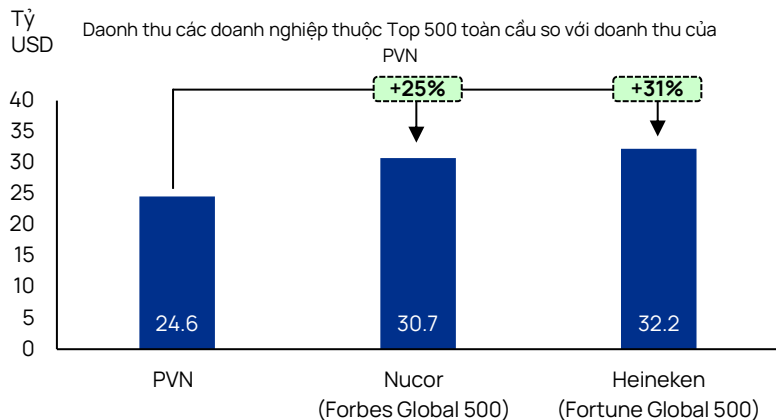


Tỷ trọng đóng góp LNTT của các công ty con năm 2024 (%)



Để lọt vào Top 500 toàn cầu về quy mô doanh thu, PVN cần tăng doanh thu thêm ít nhất 25-31%.

Về lợi nhuận ròng, PVN đang tiến gần đến nhóm Top 500 toàn cầu.



Kế hoạch tái cơ cấu và thoái vốn có chọn lọc của PVN

Các doanh nghiệp niêm yết có vốn nhà nước đang đối mặt với rủi ro không đáp ứng điều kiện công ty đại chúng, tạo áp lực phải giảm tỷ lệ sở hữu trong ngắn hạn

GAS và BSR thông báo có thể không còn đáp ứng yêu cầu về công ty đại chúng kể từ **tháng 1/2027**, chủ yếu do các cổ đông lớn/Nhà nước vẫn nắm giữ lần lượt khoảng 96% và 92% cổ phần. **PLX** cũng chưa đáp ứng yêu cầu này.

Theo truyền thông đại chúng, cơ quan quản lý đang xem xét hai giải pháp:

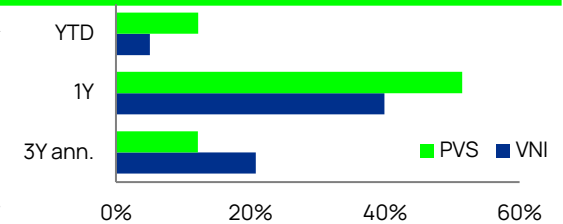
- (1) Nhà nước/cổ đông lớn giảm tỷ lệ sở hữu thông qua đấu giá công khai hoặc giao dịch trên sàn.
- (2) Công ty phát hành cổ phiếu mới để tăng vốn và pha loãng tỷ lệ sở hữu tập trung (phát hành thêm + ESOP, đấu giá công khai).

Kế hoạch tái cơ cấu PVN trước đây – ngày 25/10/2023, theo bảng dưới đây; kế hoạch thoái vốn chiến lược mới đang được triển khai

NHÀ NƯỚC SỞ HỮU 100%	NHÀ NƯỚC GIỮ > 50%	NHÀ NƯỚC GIỮ < 50%	THOÁI VỐN TOÀN BỘ	KẾ HOẠCH KHÁC
3 đơn vị	10 đơn vị	4 đơn vị	7 đơn vị	6 đơn vị
PVEP	GAS- 96% BSR – 92%	PVcomBank (52%) PVN sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống ≤15%	PET Đã hoàn tất tại mức giá 36.500 đồng (+10% so với giá thị trường). Đấu giá công khai.	OIL (81%) PVN duy trì cổ phần, đề xuất tăng vốn.
PVCollege	PVS – 51% PVD – 51%	PVC – 36%	PVI Thất bại do giá khởi điểm 293.200 đồng (gấp 2-3 lần giá thị trường).	VNPOLY Tái cơ cấu hoạt động.
VPI	PVT – 51% DPM – 60% DCM – 75%	Rusvietpetro, Gazpromviet Liên doanh Việt-Nga	GID, PVTS, PVMR Đang triển khai	TCP Cam Ranh, NASOS Chuyển giao cổ phần cho Bộ Quốc phòng.
	Vietsovpetro PetroCons Chưa niêm yết		PVE, PAP	NSRP Xây dựng phương án xử lý vốn riêng.
				DQS Giải quyết tổn động lịch sử.

PVS – Biên lợi nhuận M&C tăng và lãi tỷ giá thuận thúc đẩy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kép 3 năm

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F	
Giá CP (27/5)	VND38,500	Doanh thu	32,556	41,672	46,138	45,022	YTD
Giá mục tiêu	VND60,000	%YoY	37,0%	28,0%	10,7%	-2,4%	1Y
TL tăng	+55,8%	LNST-CĐTĐ	1,821	1,853	2,376	2,964	3Y ann.
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	70,2%	2%	28%	25%	
Tổng mức sinh lời	+55,8%	LNST-CĐTĐ cốt lõi	1,730	1,853	2,376	2,964	
		EPS	98,9%	1,8%	28,2%	24,7%	
		Biên LN gộp	5,6%	7,1%	7,4%	7,9%	
Ngành	Dầu khí	Biên EBITDA	3,7%	4,4%	4,7%	6,0%	
GT vốn hóa	19.646 tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	1,3%	2,1%	2,6%	3,6%	
Room KN	6.628 tỷ đồng	Biên LN ròng	5,8%	4,7%	5,5%	7,0%	
GTGD/ngày (30n)	202,5 tỷ đồng	ROE	11,8%	10,8%	12,2%	13,4%	
Cổ phần Nhà nước	51,4%	EV/EBITDA	4.9x	3.8x	3.3x	2.2x	
SL CP lưu hành	511,0 triệu	P/E	13.4x	13.3x	10.4x	8.3x	
Pha loãng	511,0 triệu	P/B	1.3x	1.2x	1.0x	0.9x	
2-year PEG	0.5						



Tổng quan Công ty

PVS nắm giữ thị phần lớn trong ngành dầu khí, bao gồm: tàu dịch vụ kỹ thuật ngoài khơi (97%), cơ khí & xây dựng (M&C), căn cứ cung ứng (100%), và kho nổi FSO/FPSO (60%). PVS mở rộng sang mảng EPC điện gió ngoài khơi từ năm 2023.

PVS là doanh nghiệp hưởng lợi sớm và rõ ràng nhất từ quá trình tăng tốc đầu tư thượng nguồn của Việt Nam, với việc dự án Lô B bước vào giai đoạn triển khai cao điểm trong giai đoạn 2026-2027 và nhiều gói thầu EPCI đã được triển khai. Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P thượng nguồn của Việt Nam trong giai đoạn 2026-2030 sẽ tăng hơn gấp đôi so với giai đoạn 2016-2025.

PVS cũng có vị thế thuận lợi để nắm bắt tiềm năng tăng trưởng lớn từ lĩnh vực điện gió ngoài khơi. QHĐ VIII đặt mục tiêu phát triển 6.000 MW điện gió ngoài khơi vào năm 2030, tương ứng quy mô thị trường khoảng 10-30 tỷ USD (so với gần như bằng 0 hiện nay). Đồng thời, công suất điện gió ngoài khơi tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 13% trong giai đoạn 2020-2050.

Chúng tôi dự báo EPS báo cáo của PVS sẽ tăng trưởng với CAGR 26% trong giai đoạn 2026-2028, được hỗ trợ bởi dự báo backlog mảng M&C đạt 5,9 tỷ USD trong giai đoạn 2026-2030 và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO tăng từ 729 tỷ đồng trong năm 2026 lên 995 tỷ đồng vào năm 2028, nhờ đóng góp mới từ FSO Lô B.

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 5/2026, chúng tôi nâng 3,3% giá mục tiêu của PVS lên mức 60.000 đồng/cổ phiếu. Việc điều chỉnh này phản ánh mức tăng 2,9% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTĐ giai đoạn 2026-2030, chủ yếu nhờ nâng giá định tổng lãi chênh lệch tỷ giá ròng lên 2,7 nghìn tỷ đồng (so với dự báo trước là 2,0 nghìn tỷ đồng), bù đắp cho mức giảm 2,1% trong lợi nhuận từ các liên doanh, trong khi chúng tôi nhìn chung giữ nguyên các giả định về biên lợi nhuận hoạt động.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ cải thiện từ 5,0% năm 2026 lên 6,0% năm 2028, nhờ hiệu quả triển khai các dự án điện gió ngoài khơi được cải thiện và tỷ trọng đóng góp cao hơn từ dự án Lô B. Mức cải thiện này được kỳ vọng sẽ bù đắp cho tác động từ sự gia tăng của chi phí bán hàng, qua đó giúp biên lợi nhuận từ HĐKD hợp nhất tăng từ 2,1% trong năm 2026 lên 3,6% trong năm 2028.

Chúng tôi kỳ vọng lãi chênh lệch tỷ giá ròng sẽ gia tăng về mặt cấu trúc, đồng thời tỷ trọng doanh thu quốc tế cũng sẽ ghi nhận mức tăng. Do phần lớn các hợp đồng quốc tế được ký bằng USD trong khi một phần đáng kể chi phí vẫn được ghi nhận bằng VND, nên chúng tôi cho rằng PVS sẽ được hưởng lợi từ việc tỷ giá USD/VND tăng.

PVS hiện có định giá hấp dẫn với mức P/E báo cáo năm 2026 là 13,3 lần (PEG tương ứng là 0,5) so với mức P/E trung bình 5 năm là 18 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Trúng thầu hợp đồng trị giá 3 tỷ USD tại Qatar, hoàn nhập dự phòng bảo hành cao hơn kỳ vọng (4,0 nghìn tỷ đồng; cuối quý 1 năm 2026), cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20%, niêm yết trên sàn HOSE.

Rủi ro: Biên lợi nhuận mảng M&C thấp hơn kỳ vọng.

Diễn biến giá cổ phiếu PVS

Diễn biến giá cổ phiếu PVS

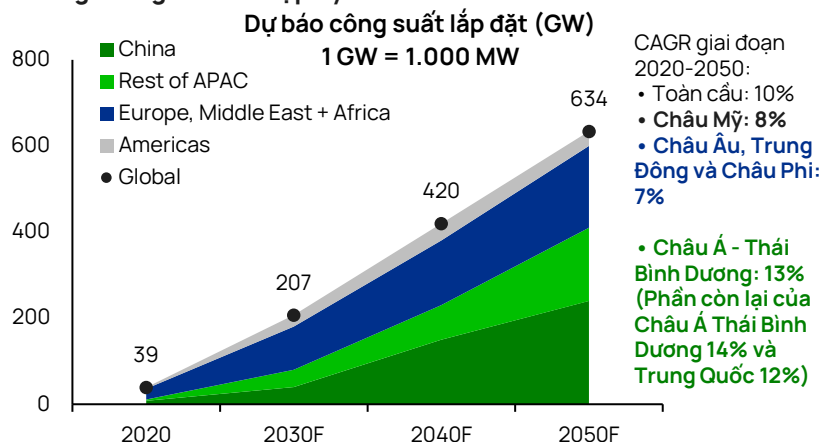


Lô B đang đi đúng tiến độ để đón dòng khí đầu tiên vào giữa năm 2028 nhờ tiến triển tích cực của Ô Môn 4

Sự kiện	2024	2025	2026	2027	2028	2029-2030
Thủ tục pháp lý	28/03: Đối tác Nhật Bản (MOECO) công bố FID. 18/09: Lô B khởi công.		Đảm bảo ký GSA cho Ô Môn II, Ô Môn III và Ô Môn IV.		Chính phủ đặt mục tiêu có dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2027. Chúng tôi dự báo có dòng khí đầu tiên vào giữa năm 2028.	
Thương nguồn & Trung nguồn			Tổng tiến độ đạt 75%.	Tổng tiến độ đạt 100%.		
EPCI#1 - 500 triệu USD	03/09: Trao thầu toàn bộ cho PVS và McDermott (Mỹ).	Chúng tôi ước tính tổng tiến độ đạt 42% (so với 14% cuối năm 2024).	Tổng tiến độ đạt 100%.			
EPCI#2 - 400 triệu USD	18/09: PVS bắt đầu triển khai công việc.	Chúng tôi ước tính tổng tiến độ đạt 87% (so với 27% cuối năm 2024).				
EPCI#3 - 257 triệu USD	03/07: Liên danh PVS - Lilama 18 bắt đầu triển khai công việc.	SWPOC báo cáo tổng tiến độ đạt 32% (so với 14% cuối năm 2024).	Chúng tôi kỳ vọng tiến độ thi công tăng tốc và hoàn thành dự án trong năm 2026.			
EPCI#4		30/06: Ký hợp đồng EPC cho PC1 (gần bờ) và PC2 (ngoài khơi); PC1 được trao cho liên danh VSP – Thiên Nam Offshore và PC2 được trao cho liên danh VSP – TIMAS – TOS.		GAS kỳ vọng nhận COD trong năm 2027.		
EPCI cho 42 đầu giếng WHP Thuê FSO		Tháng 5/2025: PVS trúng hợp đồng FSO, dự kiến hoàn thành xây dựng vào quý 4/2027.			Bắt đầu hợp đồng EPC.	
Hoạt động khoan			VelestoVelesto Energy (Malaysia) cung cấp giàn khoan: khoan từ quý 2/2026 đến quý 2/2027.	PVD VI: khoan từ tháng 3 hoặc tháng 7/2027 trong 1 năm (đến giữa năm 2028).	Hoạt động khoan duy trì từ cuối năm 2028, sau khi đạt dòng khí đầu tiên.	
Hạ nguồn						
Ô Môn 1 - EVN	18/03: Ký GSA để mua khí đầu vào từ Lô B.	05/09: Ký hợp đồng EPC để chuyển đổi nguồn nhiên liệu sang khí từ Lô B.	Nghị định 56/2025 quy định mức huy động tối đa từ các mỏ khí nội địa.	Nhận khí đầu tiên từ Lô B trong quý 3/2027 và chuyển đổi sang sử dụng khí Lô B trong năm 2027.		
Ô Môn 2 - Marubeni	30/09: Phát hành hồ sơ mời thầu EPC.		Ký PPA với EVN. Hoàn tất đấu thầu EPC trong quý 3/2026.			COD năm 2029*
Ô Môn 3 - PVN	29/07: Liên danh TV2 - TV3 thực hiện khảo sát khả thi phục vụ xây dựng.	Cơ bản hoàn tất phê duyệt chủ trương đầu tư; cần tiếp tục phối hợp với phía Nhật Bản để thu xếp vốn ODA và đẩy nhanh tiến độ.	Ký PPA với EVN. Thu xếp vốn ODA.			Cấp khí vào tháng 11/2029 COD vào tháng 5/2030**.
Ô Môn 4 - PVN		08/06: Trao gói EPC cho TV2 và DoosanEnerbility. 08/2025: Khởi công.	Ký PPA với EVN.		COD quý 4/2028**	

Tiềm năng điện gió ngoài khơi tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương và Việt Nam

Châu Á - Thái Bình Dương đang nổi lên là khu vực tăng trưởng nhanh nhất về điện gió ngoài khơi, hàm ý nhu cầu EPC bền vững trong nhiều thập kỷ



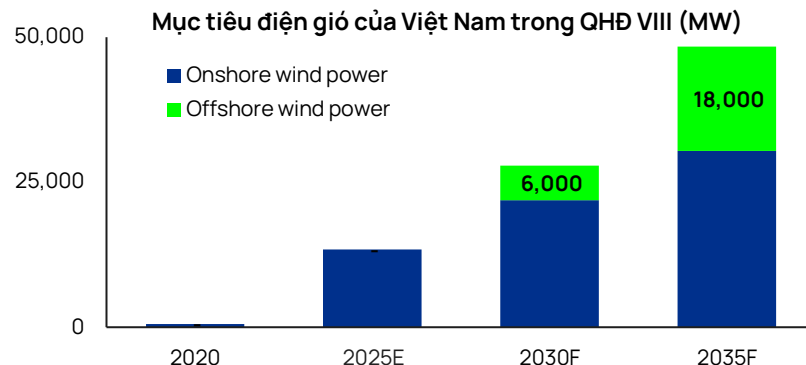
Danh mục dự án lớn tại các thị trường APAC trọng điểm, tổng quy mô khoảng 150 tỷ USD

- **Đài Loan:** Mục tiêu đạt 13,1 GW vào năm 2030 (CAGR 18% giai đoạn 2024-2030)
- **Nhật Bản:** Mục tiêu đạt 10 GW vào năm 2030 (CAGR 10% giai đoạn 2024-2030)
- **Hàn Quốc:** Mục tiêu đạt 14,3 GW vào năm 2030 (CAGR 117% giai đoạn 2024-2030)
- **Úc:** Đã cấp phép cho 13 dự án điện gió ngoài khơi với tổng tiềm năng khoảng 25 GW.



PVS có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ siêu chu kỳ điện gió ngoài khơi kéo dài nhiều năm tại APAC. Mặc dù Đài Loan áp dụng yêu cầu nội địa hóa nghiêm ngặt ở mức 60%, công ty vẫn có kế hoạch tiếp tục tham gia các vòng đấu thầu sắp tới nhờ quy mô thị trường lớn. PVS cũng đang mở rộng phạm vi đầu thầu sang nhiều quốc gia tại châu Á và châu Âu. Năng lực triển khai của công ty được thể hiện qua việc trúng mới backlog trị giá 1,7 tỷ USD trong giai đoạn 2022-2024 (tương đương khoảng 567 triệu USD/năm), trong đó 93% đến từ các thị trường APAC.

Điện gió ngoài khơi của Việt Nam (tiềm năng vốn đầu tư 10-30 tỷ USD đang tăng tốc nhờ Nghị quyết 70)



Việt Nam đang xây dựng một nghị quyết riêng cho các dự án điện gió ngoài khơi. Nghị quyết này dự kiến giải quyết các vấn đề liên quan đến quy hoạch không gian biển, cơ chế giá điện và cơ chế bảo đảm bao tiêu 90% sản lượng điện gió ngoài khơi đối với các dự án đi vào vận hành thương mại (COD) trước năm 2032.

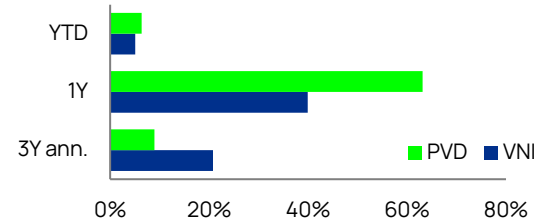
Dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi của Việt Nam sang Singapore và Malaysia (Công suất 3 GW; vốn đầu tư 6,5 tỷ USD)

- Nghiên cứu khả thi đang được triển khai, dự kiến hoàn thành trong năm 2026, sau đó đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào năm 2027 và vận hành thương mại (COD) vào năm 2033. PVS sẽ chủ yếu đóng vai trò nhà thầu EPC, nhưng cũng có thể tham gia với tư cách nhà đầu tư tùy thuộc vào hiệu quả tài chính của dự án.
- Chúng tôi lưu ý rằng dự án này hiện chưa được đưa vào mục tiêu 6.000 MW điện gió ngoài khơi trong kế hoạch của Chính phủ.
- Tháng 5/2025: Dự án được mở rộng sang Malaysia (ban đầu chỉ dự kiến xuất khẩu điện sang Singapore).
- Tháng 8/2025: PVS và LS Eco Energy Ltd. ký thỏa thuận phát triển chung (JDA) để xây dựng nhà máy sản xuất cáp ngầm cao áp đầu tiên của Việt Nam phục vụ các dự án năng lượng tái tạo.
- Tháng 12/2025: Dự án được nâng lên thành dự án trọng điểm quốc gia với quy mô công suất mở rộng lên 3.000 MW, so với mức 2.300 MW ban đầu.

PVD – Triển vọng tích cực của hoạt động E&P giúp hỗ trợ hoạt động mở rộng thêm đội giàn khoan

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025A	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	30.150 VND	Doanh thu	11.098	12.676	14.438	16.437
Giá mục tiêu*	40.300 VND	%YoY	12,9%	14,2%	13,8%	13,9%
TL tăng	+33,7%	LNST-CĐTS	1.057	1.288	2.156	3.158
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	43,2%	21,9%	67,2%	46,6%
Tổng mức sinh lời	+33,7%	LNST-CĐTS cốt lõi	896	1.362	2.248	3.158
		% YoY	16,3%	55,0%	68,5%	40,5%
		EPS	47,9%	24,4%	70,6%	46,6%
		% YoY	47,9%	24,4%	70,6%	46,6%
Ngành	Dầu khí	Biên LN gộp	19,1%	20,7%	26,9%	31,9%
GT vốn hóa	16.726,8 tỷ đồng	Biên LN ròng	9,5%	10,2%	14,9%	19,2%
Room KN	6.759,1 tỷ đồng	Biên EBITDA	19,0%	22,4%	26,8%	33,6%
GTGD/ngày (30n)	197,3 tỷ đồng	ROE	6,3%	7,3%	11,2%	14,4%
Cổ phần Nhà nước	50,5%	P/E	19,6x	15,8x	9,3x	6,3x
SL cổ phiếu lưu hành	556,3 tr	P/B	1,1x	1,0x	0,8x	0,7x
Pha loãng	556,3 tr	EV/EBITDA	9,4x	7,7x	5,8x	3,5x
PEG 3 năm	0,3					

*cập nhật ngày 09/04/2026



Tổng quan Công ty

PVD là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) và là nhà cung cấp dịch vụ khoan hàng đầu trong nước cho ngành dầu khí. PVD nắm giữ thị phần lớn trong tất cả các mảng kinh doanh chính, bao gồm khoảng 50% trong dịch vụ khoan và 55%-100% trong các dịch vụ giếng khoan. Đội giàn khoan của PVD gồm 6 giàn khoan tự nâng (JU) và 1 giàn khoan hỗ trợ (TAD).

Nhà cung cấp dịch vụ khoan và kỹ thuật giếng khoan hàng đầu trong nước cho ngành dầu khí Việt Nam: PVD hiện nắm khoảng 50% thị phần dịch vụ khoan và 50%-100% thị phần trong các dịch vụ liên quan đến giếng khoan. Đội giàn khoan trẻ và hiệu quả là lợi thế cạnh tranh quan trọng của công ty. Các giàn khoan tự nâng của PVD có tuổi đời trung bình khoảng 16 năm, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình khu vực là 27 năm và tuổi thọ thông thường của giàn tự nâng là 30-35 năm. Đội giàn khoan của PVD cũng duy trì tỷ lệ hiệu suất hoạt động cao khoảng 97%, giúp công ty cạnh tranh hiệu quả với các nhà thầu khoan ngoài khơi toàn cầu như Transocean và Seadrill. Với dịch vụ đáng tin cậy và chi phí cạnh tranh, PVD có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ nhu cầu khoan ngày càng gia tăng.

Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng khoan mang tính cấu trúc, tạo lợi thế trực tiếp cho PVD. Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB thượng nguồn của Việt Nam sẽ tăng 60% trong năm 2026 và 40% trong năm 2027, được hỗ trợ bởi nghị định cơ chế đặc thù sắp ban hành cho PVN và các sửa đổi đề xuất đối với Luật Dầu khí. Chúng tôi ước tính Việt Nam sẽ cần khoảng 14 giàn khoan tự nâng mỗi năm trong giai đoạn 2025-2030 (cao hơn 75% so với mức bình quân giai đoạn 2016-2024). Nhu cầu này cao hơn đáng kể quy mô đội giàn khoan hiện có gồm 6 giàn của PVD, tạo nền tảng tăng trưởng nhiều năm cho cả dịch vụ khoan và dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.

Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2028 sẽ ở mức 57%, nhờ (1) giá cho thuê ngày tăng 7%/năm, (2) đóng góp từ PVD IX (tháng 4/2026), PVD X (2028) và PVD XII (2028), cùng với việc lợi nhuận từ các dịch vụ giếng khoan và các liên doanh dự kiến quay về vùng đỉnh năm 2014 vào năm 2028..

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 4/2026, chúng tôi nâng giá mục tiêu của PVD lên 13% lên 40.300 đồng/cổ phiếu và tái khẳng định khuyến nghị MUA. Mức giá mục tiêu cao hơn được thúc đẩy bởi tăng 12% trong tổng dự báo LNST-CĐTS giai đoạn 2026-2030F (thay đổi lần lượt +0%/+7%/+16%/+15%/+14% cho 2026/27/28/29/30F). Theo kịch bản lạc quan, giá mục tiêu tương ứng là 43.600 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi giả định PVD sẽ mua thêm 2 giàn khoan tự nâng trong giai đoạn 2026-2030 (so với 1 giàn trước đây). Giả định này có phần thận trọng hơn so với kế hoạch của PVD là mua 2-3 giàn tự nâng cũ trong giai đoạn 2026-2030 nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng doanh thu 15%/năm đến năm 2030 và đáp ứng nhu cầu khoan mạnh mẽ ít nhất đến năm 2030 của PetroVietnam.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ các liên doanh quay trở lại vùng đỉnh năm 2014 vào năm 2028 (gấp 2,5 lần so với mức năm 2025). Mức phục hồi này sẽ được hỗ trợ bởi việc mở rộng sang Indonesia và Malaysia, cũng như chu kỳ thăm dò khai thác đang tăng tốc của Việt Nam.

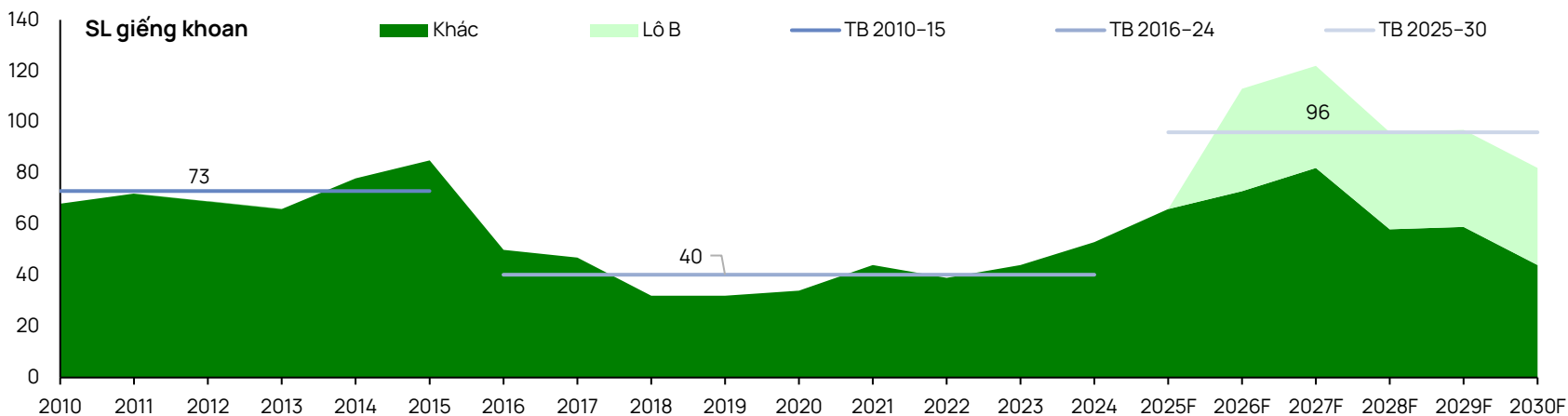
Cổ phiếu PVD đang ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 15,8x (thấp hơn 50% so với trung vị quá khứ là 32,0x) và PEG tương ứng là 0,3

Yếu tố hỗ trợ: Tăng 66,9% vốn thông qua cổ tức cổ phiếu;

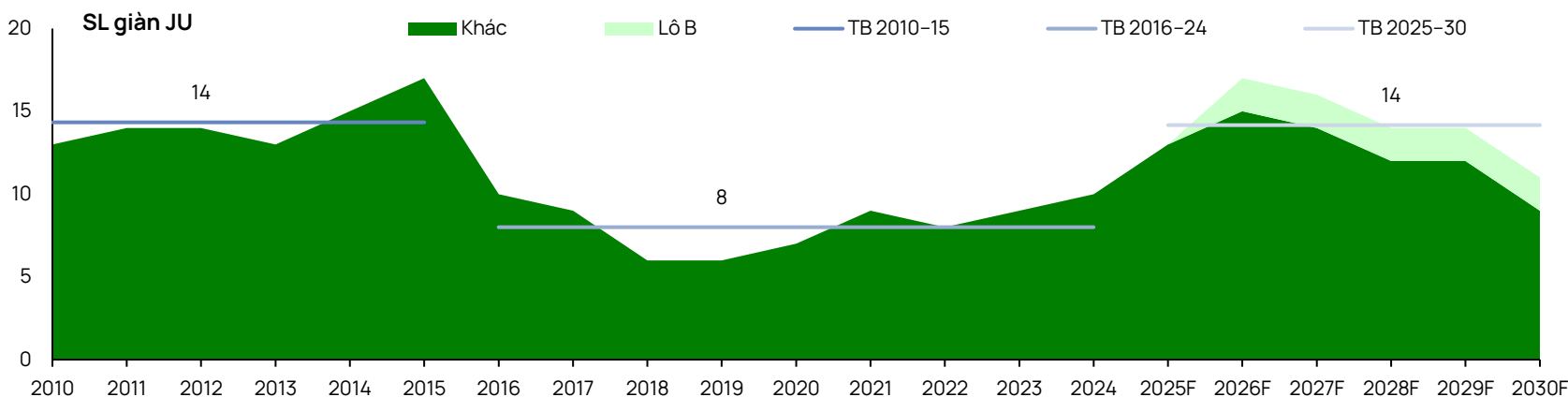
Rủi ro: Tiến độ mua giàn khoan chậm hơn kỳ vọng; đơn giá thuê giàn hoặc giá dầu thấp hơn kỳ vọng.

Chu kỳ tăng trưởng mang tính cấu trúc của hoạt động khoan dầu khí tại Việt Nam sẽ duy trì khối lượng công việc trong nhiều năm liên tục cho mảng khoan và dịch vụ liên quan đến giếng khoan

Chúng tôi ước tính số lượng giếng khoan tại Việt Nam sẽ đạt trung bình 93 giếng/năm trong giai đoạn 2025-2030, hoặc 63 giếng/năm (không bao gồm Lô B), cao hơn lần lượt 2,5 lần và 1,6 lần so với mức đáy của giai đoạn 2016-2024. Đòn tăng tốc này được hỗ trợ bởi các cải cách chính sách thuận lợi và các ưu tiên đảm bảo an ninh năng lượng của Việt Nam.



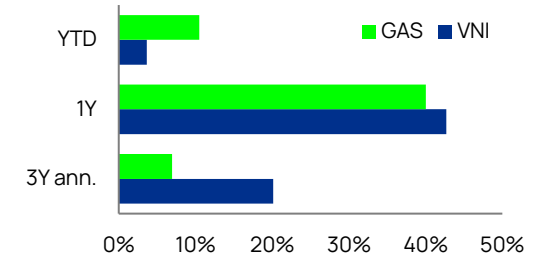
Mức tăng mạnh về khối lượng công việc này tương ứng với nhu cầu khoảng 14 giàn khoan tự nâng (JU), hoặc 12 giàn nếu loại trừ dự án Lô B, cao hơn gấp đôi số lượng giàn khoan hiện do PVD sở hữu. Điều này củng cố triển vọng khối lượng công việc dài hạn có độ hiện hữu cao và bền vững cho PVD.



GAS – Sản lượng và giá dầu FO tăng thúc đẩy tăng trưởng LNST năm 2026

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	81.500 VND	Doanh thu	135.129	111.001	121.477	143.942
Giá mục tiêu*	93.600 VND	%YoY	30,5%	-17,9%	9,4%	18,5%
		LNST-CĐTS	11.415	12.571	14.990	19.720
		% YoY	9,8%	10,1%	19,2%	31,6%
TL tăng	14,9%	EPS	9,8%	10,1%	19,2%	31,6%
Lợi suất cổ tức	3,1%	Biên LN gộp	12,6%	17,1%	18,2%	20,1%
Tổng mức sinh lời	18,0%	Biên LN ròng	8,4%	11,3%	12,3%	13,7%
		ROE	18,0%	18,3%	20,1%	23,7%
		Nợ ròng/VCSH	-55,5%	-54,7%	-36,9%	-29,9%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	3,1%	3,7%	4,3%	4,3%
GT vốn hóa	197,3 nghìn tỷ đồng	Giá CP/DTHD	14,7x	11,5x	12,2x	9,8x
Room KN	94,7 nghìn tỷ đồng	P/E	17,6x	16,0x	13,4x	10,2x
GTGD/ngày (30n)	223,6 tỷ đồng	P/B	3,0x	2,8x	2,5x	2,2x
Cổ phần Nhà nước	96%	EV/EBITDA	10,6x	10,1x	8,6x	6,5x
SL cổ phiếu lưu hành	2,4 tỷ					
Pha loãng	2,4 tỷ					

*cập nhật lần cuối ngày 14/04/2026



Tổng quan Công ty

GAS là nhà khai thác gần như độc quyền trong vận chuyển và kinh doanh khí tại Việt Nam. Công ty cung cấp nhiên liệu đầu vào cho 100% nhà máy nhiệt điện khí, 70% sản xuất urê và 100% khu công nghiệp trong nước. GAS có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG và bắt đầu cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) từ năm 2023.

Chủ tịch HĐQT cho biết GAS đang làm việc với các cơ quan chức năng liên quan để đáp ứng các điều kiện niêm yết. Công ty có kế hoạch tăng vốn điều lệ, tuy nhiên hiện chưa công bố chi tiết.

GAS đang củng cố vị thế dẫn đầu trên thị trường khí Việt Nam và hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận dài hạn thông qua kế hoạch (1) mở rộng trên toàn bộ chuỗi giá trị dầu khí, từ trung nguồn lên thượng nguồn và hạ nguồn, và (2) tiếp tục tăng cường hiện diện quốc tế trong lĩnh vực kinh doanh LPG và LNG thông qua PVGAS International Singapore.

GAS hiện được hưởng lợi từ triển vọng tích cực của nhu cầu khí và LNG, với các dự án hạ tầng đang được triển khai tại 4 trung tâm LNG trên cả nước. Chúng tôi ước tính sản lượng khí của GAS sẽ tăng gấp ba lần lên khoảng 16 tỷ m³ vào năm 2030, nhờ nhu cầu từ các nhà máy điện và KCN. Ngoài ra, nguồn cung khí nội địa dự kiến phục hồi từ năm 2027 với đóng góp từ các dự án Thiên Nga – Hải Âu (2027F), Sư Tử Trắng giai đoạn 2B (2027F), Lô B (2028F) và Nam Du – U Minh, Khánh Mỹ – Đầm Dơi.

GAS đặt mục tiêu sản lượng khí thương phẩm năm 2030 đạt 11 tỷ m³ (+77% so với năm 2025, tương đương khoảng 67% dự báo năm 2030 của chúng tôi), bao gồm 3 tỷ m³ LNG. Mục tiêu này nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi do (1) nguồn cung khí nội địa có thể cao hơn kỳ vọng (từ dự án mở rộng Hải Thạch – Mộc Tinh và Sư Tử Trắng 2B) có thể bù đắp cho doanh số LNG thấp hơn kỳ vọng (do tiến độ vận hành các nhà máy điện chậm hơn dự kiến), và (2) ban lãnh đạo thường có xu hướng đặt kế hoạch thận trọng.

Kế hoạch vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2026–2030 rất lớn, từ 60 nghìn tỷ đồng đến 120 nghìn tỷ đồng, nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, bao gồm (1) Lô B (15 nghìn tỷ đồng, dự kiến vận hành vào năm 2027), (2) giai đoạn 2 kho LNG Thị Vải (tăng gấp 3 công suất, quý 1/2029), (3) Sư Tử Trắng giai đoạn 2B (quý 4/2027–quý 1/2028), (4) kho LNG Vũng Áng (sở hữu 100%, 27 nghìn tỷ đồng, dự kiến hoàn tất nghiên cứu khả thi vào tháng 7/2026), và (5) kho cảng LPG Hải Phòng (7,5 nghìn tỷ đồng).

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 4, chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2026 sẽ đạt 12,6 nghìn tỷ đồng (+10% YoY), nhờ sản lượng khí tăng 15% YoY và giá FO tăng 4% YoY, qua đó bù đắp cho sản lượng LPG giảm 47% YoY và không còn hoàn nhập dự phòng. Trong kịch bản khả quan, giá trị hợp lý đạt 98.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá 5,1% so với kịch bản cơ sở.

GAS tự tin có thể đảm bảo nguồn cung LNG/LPG trong nửa cuối năm 2026 sau khi đã đảm bảo hoàn toàn nguồn cung cho nửa đầu năm 2026. Trong tháng 5/2026, GAS duy trì nguồn cung LNG/LPG ổn định và thậm chí nâng thị phần LPG lên 80%, khi một số đối thủ rút lui khỏi thị trường.

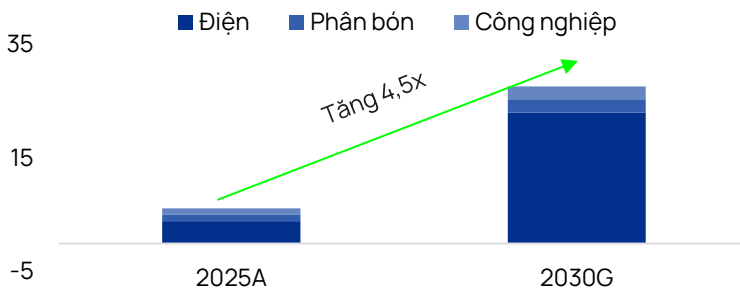
Định giá của GAS ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 16,0x, tương ứng với mức PEG là 0,6 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2026–2028 là 25%.

Rủi ro: sản lượng khí thương phẩm thấp hơn kỳ vọng, cạnh tranh từ LNG Hải Linh. **Yếu tố hỗ trợ:** các dự án mới bao gồm kho LNG Hà Tĩnh, nhà máy điện Vũng Áng 3 và các trung tâm dữ liệu.

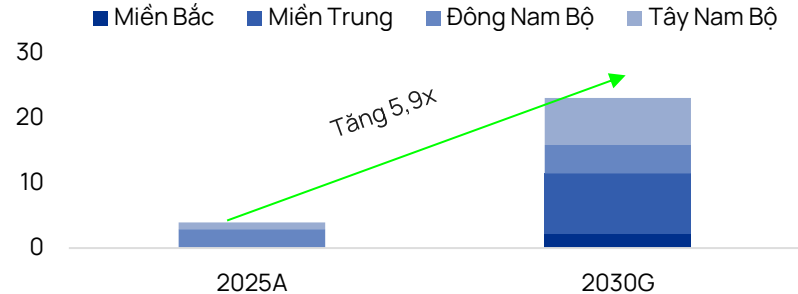
Nhu cầu LNG tăng mạnh, chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động sản xuất điện

Nguồn cung khí nội địa đã sụt giảm tạm thời trong giai đoạn 2023–25, trước khi phục hồi từ năm 2027 trở đi nhờ các mỏ mới đi vào khai thác như Thiên Nga – Hải Âu (2027F), Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B (2027F), Lô B và Nam Du – U Minh, Khánh Mỹ – Đầm Dơi. Tuy nhiên, việc nhập khẩu LNG là tất yếu để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng; chúng tôi dự báo nhu cầu LNG sẽ tăng gấp 13 lần (so với năm 2025) vào năm 2030.

Nhu cầu khí đốt theo khách hàng tại Việt Nam (tỷ m³)

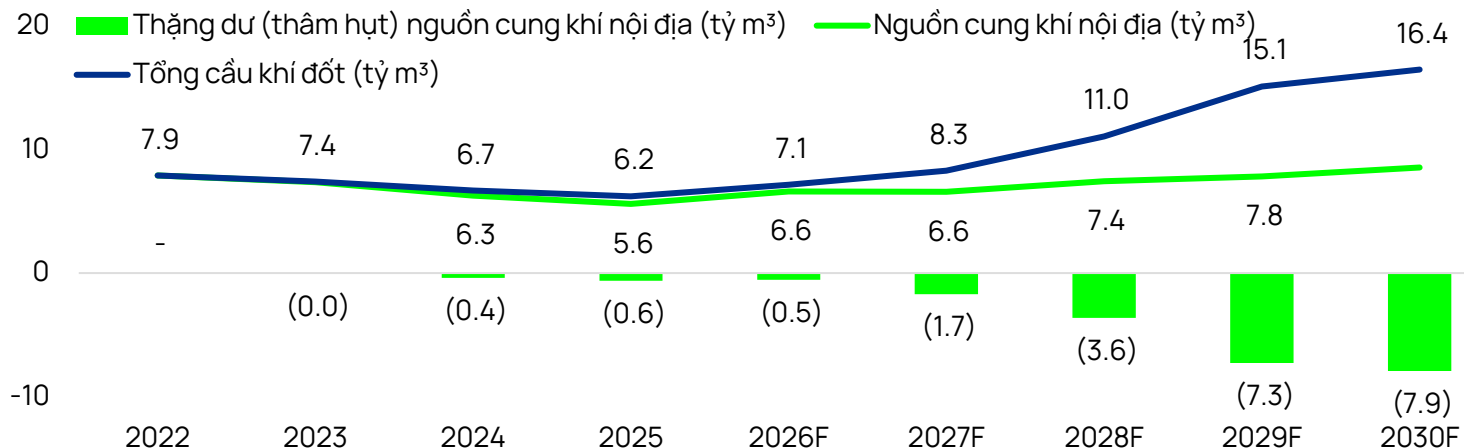


Nhu cầu khí đốt từ các nhà máy điện tại Việt Nam theo khu vực (tỷ m³)



Nguồn: Quyết định 363 (2026) – Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi giai đoạn 2021–2030, Vietcap

Triển vọng thiếu hụt khí đốt tại các thị trường của GAS, vị thế dẫn đầu đến năm 2030 (ước tính Vietcap) (tỷ m³)



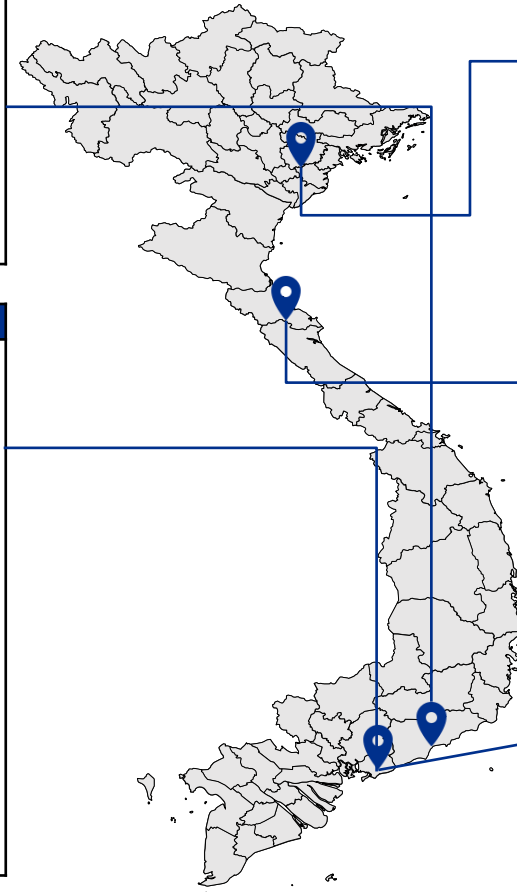
Vietcap ước tính nhu cầu LNG sẽ tăng trưởng ở mức xấp xỉ 13 lần trong giai đoạn 2025-30

QH tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi (2026) dự báo lượng LNG nhập khẩu sẽ tăng lên 20 tỷ m³ vào năm 2030, từ mức thực tế 0,6 tỷ m³ ghi nhận trong năm 2025.

Bốn dự án kho cảng LNG của GAS so với đối thủ cạnh tranh - Hải Linh

Kho cảng LNG Sơn Mỹ	
Vị trí	Tỉnh Lâm Đồng
Chủ đầu tư	GAS & AES
Vốn đầu tư	1,4 tỷ USD
Công suất	3,6-6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: đồng bộ với các nhà máy điện
Tình trạng	Bộ Công Thương đã phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi (FS)
Các NMD cung cấp	Sơn Mỹ 1 & 2

Kho cảng LNG Thị Vải	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	Giai đoạn 1: 286 triệu USD Giai đoạn 2: 200 triệu USD Giai đoạn 3: 200 triệu USD
Công suất	Giai đoạn 1: 1 triệu tấn/năm Giai đoạn 2: 3 triệu tấn/năm Giai đoạn 3: 6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2024 Giai đoạn 2: 2029 Giai đoạn 3: 2031
Tình trạng	Giai đoạn 1: Vận hành thương mại Giai đoạn 2: Đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt FS Giai đoạn 3: N/A
Các NMD cung cấp	Nhơn Trạch 3 & 4, Long An I & II, các nhà máy điện của Genco3



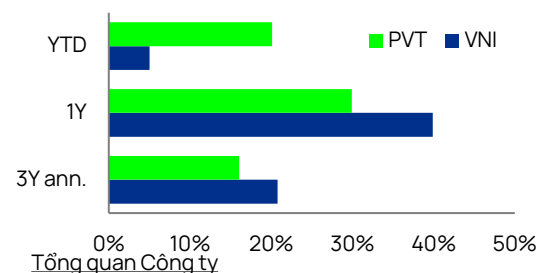
Kho cảng LNG Nam Định	
Vị trí	Tỉnh Ninh Bình
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	N/A
Công suất	3 triệu tấn/năm
Năm vận hành	N/A
Tình trạng	Đang chờ phê duyệt đầu tư
Các NMD cung cấp	Các nhà máy điện lân cận

Kho cảng LNG Hà Tĩnh (Giai đoạn 1)	
Vị trí	Tỉnh Hà Tĩnh
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	1,1 tỷ USD
Công suất	1-3 triệu tấn/năm
Năm vận hành	2029
Tình trạng	Đã nhận phê duyệt đầu tư.
Các NMD cung cấp	Nhà máy điện LNG Quảng Trạch 2&3 và Vũng Áng 3

Kho cảng LNG Hải Linh - Giai đoạn 1	
Vị trí	TP.HCM
Chủ đầu tư	AG&P LNG / Nebula (Mỹ)
Vốn đầu tư	231 triệu USD
Công suất	1 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Tháng 9/2024
Tình trạng	Vận hành thương mại
Các NMD cung cấp	Nhà máy điện Hiệp Phước 1, 2, và nhà máy điện của Genco 3

PVT – Đội tàu mở rộng giúp PVT đón đầu xu hướng tăng của giá cước tàu chở dầu

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	22.100 VND	Doanh thu	16.049	18.232	21.238	20.856
Giá mục tiêu*	30.800 VND	% YoY	37%	14%	16%	-2%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.038	1.509	1.932	1.994
		% YoY	-5%	45%	28%	3%
TL tăng	+39,4%	EPS báo cáo	% YoY -5,0%	45,4%	28,0%	3,2%
Lợi suất cổ tức	4,5%	EPS cốt lõi	% YoY 1,6%	48,9%	29,4%	3,3%
Tổng mức sinh lời	+43,9%	Biên LN gộp	14,6%	17,4%	17,8%	17,4%
		Biên LN ròng	6,5%	8,3%	9,1%	9,6%
Ngành	Dầu khí	ROE	12,7%	16,0%	17,7%	16,1%
GT vốn hóa	10,4 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	31,6%	9,3%	-26,5%	-55,5%
Room KN	3,7 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	0,0%	4,5%	4,5%	4,5%
GTGD/ngày (30n)	173,6 tỷ đồng	P/E báo cáo	10,5x	7,2x	5,6x	5,4x
Cổ phần Nhà nước	51,0%	P/B	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
SL cổ phiếu lưu hành	469,9 tr	EV/EBITDA	3,8x	2,7x	2,0x	1,6x
Pha loãng	469,9 tr	*cập nhật lần cuối ngày 13/03/2026				



Tổng quan Công ty
PVT sở hữu đội tàu chở hàng lỏng lớn nhất Việt Nam và nắm giữ thị phần lớn về vận chuyển dầu thô cho Nhà máy Lọc dầu Bình Sơn (BSR) (312.800 DWT), vận hành một tàu dầu thô (114.000 DWT) trên thị trường quốc tế, đội tàu chở dầu sản phẩm (663.000 DWT), 100% thị phần vận chuyển khí dầu mỏ hóa lỏng (162.000 DWT), 10% thị phần vận chuyển than (484.000 DWT), và 10% thị phần kho chứa dầu nổi (FSO).

PVT sở hữu đội tàu chở hàng lỏng lớn nhất Việt Nam và giữ vị thế chi phối trong hoạt động vận chuyển dầu thô cho BSR (đóng góp khoảng 25% LNST của PVT).

Tính đến cuối năm 2025, tổng trọng tải DWT của PVT đã tăng gấp đôi lên 1,7 triệu tấn (57 tàu) so với cuối năm 2022.

PVT được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ mặt bằng giá cước tàu tăng, đặc biệt đối với đội tàu vận chuyển sản phẩm dầu, trong đó khoảng 50% số tàu hiện đang hoạt động theo các hợp đồng thuê chuyển ngắn hạn (spot) và cơ chế khai thác chung đội tàu (pool), theo chia sẻ từ bộ phận quan hệ nhà đầu tư của công ty. Trong 5T 2026, giá thuê tàu định hạn bình quân của tàu chở sản phẩm dầu cỡ trung (MR) tăng 38% YoY. PVT cũng hưởng lợi từ tình hình khả quan của hoạt động vận chuyển dầu thô quốc tế (chiếm 40% đội tàu dầu thô của công ty). Trong 5T 2026, giá thuê tàu định hạn bình quân của tàu chở dầu thô cỡ Aframax tăng 79% YoY. PVT đã ký hợp đồng mới cho tàu chở dầu thô Apollo với mức giá thuê 70.000 USD/ngày, cao hơn 75% so với mức giá trước đó là khoảng 40.000 USD/ngày.

Trong Báo cáo Cập nhật ngày 13/03, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng 28% giá mục tiêu của PVT lên 30.800 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn phản ánh việc chúng tôi tăng 25% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030 (tương ứng các mức tăng +30%/+34%/+25%/+22%/+16% cho các năm 2026/27/28/29/30). Trong kịch bản khả quan, giá mục tiêu dự kiến ở mức 34.500 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 trong kịch bản cơ sở sẽ tăng 49% YoY, nhờ (1) phần đóng góp cả năm từ 7 tàu được mua trong năm 2025, giúp tổng trọng tải DWT tăng 22%, cùng với (2) giá cước vận tải tăng, trong đó giá cước tàu dầu thô quốc tế của PVT tăng 20% YoY và giá cước tàu vận chuyển sản phẩm dầu/hóa chất tăng 12% YoY, bên cạnh (3) lợi ích cả năm từ việc tàu PVT Apollo đã khấu hao hết kể từ quý 2/2025, qua đó bù đắp cho (4) chi phí lãi vay tăng YoY do nợ vay ròng gia tăng để phục vụ kế hoạch mở rộng đội tàu.

Chúng tôi dự báo CAGR EPS cốt lõi giai đoạn 2026–2028 sẽ đạt 16%, nhờ được hỗ trợ bởi việc mở rộng đáng kể quy mô DWT, mặt bằng giá cước tàu duy trì ở mức cao và chi phí lãi vay giảm dần.

PVT sở hữu định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 7,2x, tương ứng PEG là 0,5 dựa trên CAGR EPS báo cáo 3 năm ở mức 15%.

Yếu tố hỗ trợ: hoạt động mở rộng đội tàu diễn ra khả quan hơn kỳ vọng, ký được hợp đồng với Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn, lãi từ thoái vốn tàu.

Rủi ro: giá cước vận tải thấp hơn kỳ vọng và chi phí khấu hao cao hơn kỳ vọng..

Căng thẳng Trung Đông tạo ra động lực thuận lợi ngắn hạn và dài hạn cho thị trường tàu chở dầu

Ngắn hạn: Yếu tố tích cực dự kiến sẽ bù đắp cho tác động tiêu cực:

Rủi ro an toàn hàng hải gia tăng đang đẩy chi phí bảo hiểm, nhiên liệu và vận hành lên cao. Tuy nhiên, cước thuê tàu chở dầu nhìn chung vẫn cao hơn giá nhiên liệu đầu vào.

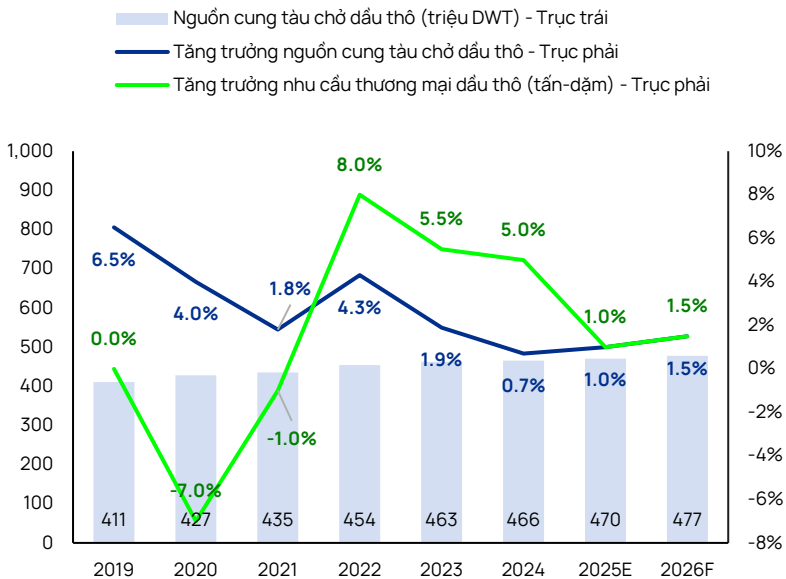
Ngoài ra, PVT cho biết chi phí vận hành của công ty hiện thấp hơn ~10-15% so với các công ty vận tải biển quốc tế.

Động lực dài hạn: Căng thẳng kéo dài đang định hình lại luồng thương mại toàn cầu, chuyển dịch tuyến đường sang các hành trình dài hơn và gia tăng nhu cầu tấn-dặm, từ đó hỗ trợ mức cước tàu chở dầu duy trì ở mức cao.

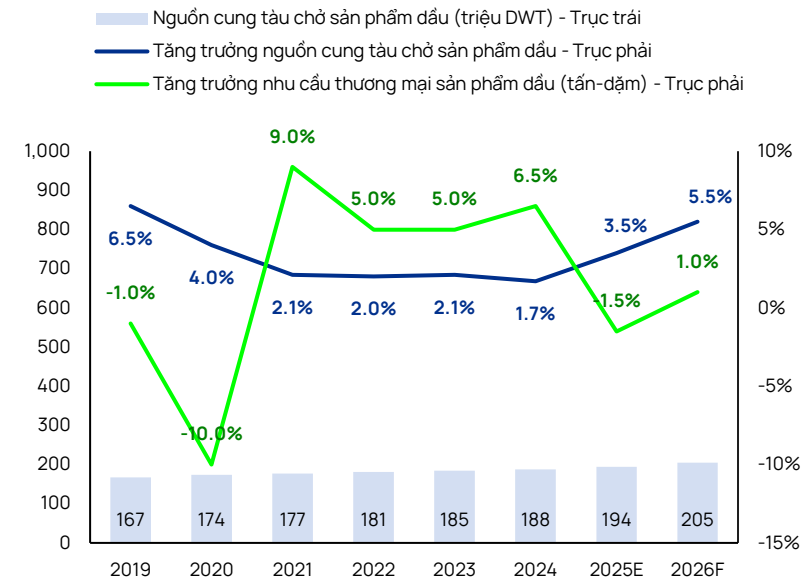
Sự nổi lên của Mỹ với tư cách là nhà xuất khẩu dầu lớn (khoảng 5 triệu thùng/ngày) đang thúc đẩy các tuyến hành trình dài hơn từ Mỹ đến châu Âu và châu Á, một phần thay thế nguồn cung từ Trung Đông. Sự chuyển dịch sang nhập khẩu dầu thô từ các khu vực xa hơn như Mỹ đã kéo dài đáng kể thời gian hành trình. Chẳng hạn, tuyến từ Mỹ đến Ấn Độ có thể mất đến 40 ngày, so với chỉ 2-3 ngày từ Trung Đông.

Điều này thực chất làm tăng nhu cầu, hỗ trợ giá cước thuê tàu chở dầu. Ngoài ra, mối lo ngại về an ninh năng lượng đang thúc đẩy các quốc gia xem xét lại chính sách năng lượng và xây dựng kho dự trữ dầu chiến lược (SPR), qua đó tạo ra nhu cầu bền vững từ hoạt động tích trữ. Do đó, ban lãnh đạo kỳ vọng giá cước thuê tàu chở dầu sẽ duy trì ở mức cao trong suốt năm 2026.

Cung cầu thương mại dầu thô



Cung cầu thương mại sản phẩm dầu



DCM – LNST dự phóng năm 2026 tăng mạnh nhờ diễn biến ASP urê tích cực

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F	
Giá CP (27/05)	40.650 VND	Doanh thu	16.631	19.550	19.428	20.820	
Giá mục tiêu*	51.000 VND	%YoY	23,6%	17,6%	-0,6%	7,2%	
		LNST-CĐTS	1.960	3.160	2.637	2.764	
		% YoY	38,0%	61,3%	-16,6%	4,8%	
TL tăng	+25,4%	EPS	38,0%	61,3%	-16,6%	4,8%	
Lợi suất cổ tức	6,2%	Cổ tức (VND)	2.000	2.500	2.500	2.500	
Tổng mức sinh lời	+31,6%	Lợi suất cổ tức	4,9%	6,2%	6,2%	6,2%	
		Biên LN gộp	24,3%	27,2%	22,8%	22,0%	
Ngành	Hóa nông	ROE	18,7%	26,7%	19,4%	18,5%	
GT vốn hóa	21,5 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/VCSH	-49,9%	-60,9%	-65,5%	-60,0%	
Room ngoại	8,6 nghìn tỷ đồng	P/E	11,9x	7,4x	8,9x	8,5x	
GTGD/ngày (30n)	144,7 tỷ đồng	P/B	2,0x	1,7x	1,5x	1,4x	
Cổ phần Nhà nước	75,6%	EV/EBITDA	7,2x	3,8x	4,2x	4,0x	
SL CP lưu hành	530 tr						
Pha loãng	530 tr						

Tổng quan Công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất urê lớn nhất Việt Nam và chiếm khoảng 32% thị phần. DCM sở hữu một nhà máy urê có công suất 800.000 tấn urê dạng hạt/năm và một nhà máy NPK có công suất 660.000 tấn.

DCM sở hữu nhà máy urê có vị trí chiến lược, thương hiệu uy tín và sản phẩm chất lượng cao. DCM là một trong hai công ty sản xuất urê lớn nhất Việt Nam với thị phần khoảng 32%.

Năng lực tài chính mạnh, duy trì chi trả cổ tức tiền mặt bền vững: Chúng tôi hiện dự phóng cổ tức tiền mặt năm 2026 sẽ ở mức 2.500 đồng/cổ phiếu (tương ứng lợi suất cổ tức 6,2%).

Ban lãnh đạo tái khẳng định triển vọng tích cực của giá urê quốc tế trong giai đoạn 2026-2027, dự kiến duy trì ở mức 500 USD/tấn ít nhất đến quý 1/2027.

Hàng tồn kho vẫn ở mức cao vào cuối quý 1/2026, đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (-3% QoQ, +44% YoY). DCM cho biết đã tiêu thụ khoảng 1/3 lượng hàng tồn kho giá vốn thấp từ cuối năm 2025 trong quý 1/2026, hàm ý lượng hàng tồn kho giá vốn thấp còn lại sẽ được chuyển sang tiêu thụ trong quý 2.

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 5/2026, theo kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng dự báo vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2025-2030 lên 4,3 nghìn tỷ đồng từ mức 2,5 nghìn tỷ đồng trước đây, phản ánh danh mục dự án mà ban lãnh đạo đã công bố. Danh mục này bao gồm: (1) nhà máy và cảng Nhơn Trạch với tổng vốn đầu tư XDCB 3,4 nghìn tỷ đồng, dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2028 và giúp giảm chi phí thuê ngoài; (2) mảng khí công nghiệp và hóa chất với vốn đầu tư XDCB 500 tỷ đồng; và (3) trung tâm R&D công nghệ sinh học với vốn đầu tư XDCB 440 tỷ đồng. **Các khoản đầu tư này hỗ trợ mục tiêu doanh thu năm 2030 của ban lãnh đạo ở mức 36 nghìn tỷ đồng (gấp 2,2 lần so với năm 2025),** bao gồm phân bón (24 nghìn tỷ đồng), công nghệ sinh học và chế biến sau thu hoạch (10 nghìn tỷ đồng), cùng khí công nghiệp và hóa chất (khoảng 2 nghìn tỷ đồng).

Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 61% YoY, được thúc đẩy bởi (1) LNST từ mảng urê tăng 56% YoY (giá bán trung bình tăng 21% YoY lớn hơn mức tăng 12% YoY của giá khí đầu vào), (2) LNST từ mảng NPK tăng gấp 2,5 lần YoY nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn, (3) lợi ích trọn năm từ chính sách VAT, và (4) lượng hàng tồn kho giá vốn thấp. Trong kịch bản khả quan, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý đạt 55.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 8% so với kịch bản cơ sở.

Định giá của DCM ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 7,4x, thấp hơn 36% so với mức P/E trung bình 5 năm của công ty.

Rủi ro: giá bán trung bình urê thấp hơn kỳ vọng, chi phí khí đầu vào cao hơn kỳ vọng và tỷ trọng khí đầu vào giá cao từ Petronas tăng cao hơn dự kiến.

Giá bán urê bình quân năm 2026 vẫn ở mức cao dù đã hạ nhiệt

Giá urê Trung Đông bình quân 5 tháng đầu năm 2026 đạt 652 USD/tấn (+64% so với cùng kỳ năm trước), vượt ~130% so với giá định cơ sở trước đây của chúng tôi là 500 USD/tấn. Giá urê đã đạt đỉnh 908 USD/tấn vào nửa cuối tháng 4, mức cao nhất kể từ năm 2023 (~10% thấp hơn đỉnh trong xung đột Nga-Ukraine), với giá thầu của Ấn Độ đạt mức tương đương. Hiện giá đã hạ nhiệt xuống còn ~683 USD/tấn (vẫn cao hơn +39% so với mức trước xung đột).

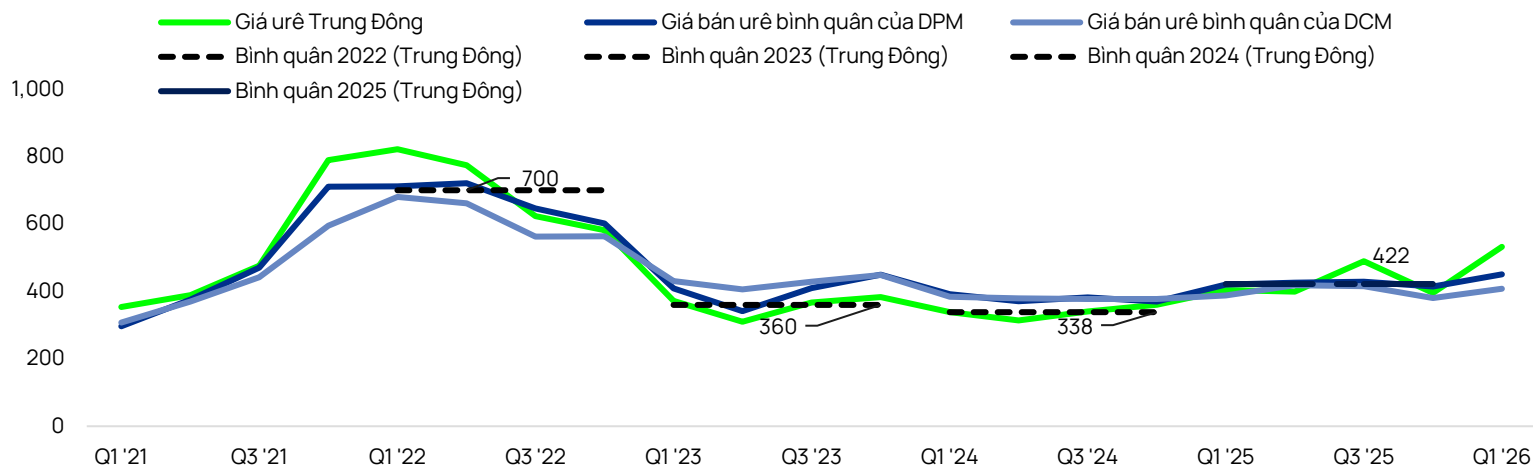
Trong [Báo cáo Ngành Sản xuất Phân bón](#) (ngày 27/05/2026), chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 1% và 2% giá định giá urê Trung Đông bình quân giai đoạn 2026-30 trong kịch bản cơ sở và kịch bản tích cực của chúng tôi.

+ Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng 10% dự báo giá bán trung bình năm 2026 lên 550 USD/tấn do (1) giá urê 5 tháng đầu năm 2026 cao hơn dự kiến, (2) chi phí đầu vào khí và than cao hơn dự kiến, (3) ban lãnh đạo DCM nhận định Nga có thể cần 6-8 tháng để khôi phục hoàn toàn sản lượng urê sau các hạn chế xuất khẩu từ tháng 4, trong khi một số nhà máy tại Trung Đông có thể phục hồi vào cuối năm 2026, và (4) kỳ vọng của cả DPM và DCM về triển vọng tích cực đối với giá bán trung bình trong năm 2026, với mức giá tối thiểu là 500 USD/tấn vào cuối năm 2026.

+ Tuy nhiên, chúng tôi giảm 4% dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2027-30 do tác động tích cực từ thuế quan EU đối với phân bón nhập khẩu từ Nga/Belarus thấp hơn dự kiến, theo nhận định của cả DPM và DCM. Ngược lại, dự báo giá bình quân Trung Đông giai đoạn 2027-30F của chúng tôi là 430 USD/tấn, vẫn cao hơn 20% so với mức trung bình 2016-25, nhờ được hỗ trợ bởi dự báo của Bloomberg rằng CAGR nhu cầu urê toàn cầu giai đoạn 2024-2030 sẽ ở mức 2,4%, tác động tích cực của Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) từ năm 2027, kết hợp với mặt bằng chi phí đầu vào cao hơn.

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent/dầu FO bình quân sẽ tăng lần lượt 10%/18% YoY trong năm 2026.

Giá urê Trung Đông so với giá urê trong nước (USD/tấn)



Ngành Điện

Triển khai các chính sách hỗ trợ để hiện thực hóa mở rộng công suất

Ngành điện & nước: Tiếp tục triển khai các chính sách hỗ trợ nhằm hiện thực hóa kế hoạch mở rộng công suất

- **Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia sửa đổi (2026) cùng với việc triển khai QHĐ VIII sửa đổi.** Quy hoạch này nâng 16% tổng vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2021-2030 so với quy hoạch trước đó lên mức 5.180 nghìn tỷ đồng (195 tỷ USD, tương đương khoảng 40% GDP năm 2025) nhằm đáp ứng nhu cầu năng lượng cao hơn. Quy hoạch thúc đẩy tỷ trọng năng lượng tái tạo cao hơn, với tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng cung năng lượng sơ cấp tăng từ 15%-20% lên 25%-30%, đồng thời đề xuất cải cách cơ chế phí truyền tải điện nhằm thu hút vốn tư nhân.
- **Dự thảo Luật Điện lực sửa đổi năm 2026, đã được ban hành và dự kiến trình Quốc hội tại kỳ họp tháng 10, đề xuất:** (1) phân cấp mạnh hơn trong công tác quy hoạch và phê duyệt dự án; (2) hoàn thiện khung pháp lý rõ ràng hơn cho điện gió ngoài khơi, bao gồm thẩm quyền phê duyệt ở cấp tỉnh và quy trình lựa chọn nhà đầu tư; và (3) cơ chế thu hồi các khoản chi phí trước đây chưa được ghi nhận hoặc chưa được bù đắp đầy đủ thông qua giá bán lẻ điện.
- **Trong phần còn lại của năm 2026, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm nhiều quy định được ban hành, bao gồm:** (1) Luật Điện lực sửa đổi năm 2026; (2) Nghị quyết/Nghị định về việc loại bỏ bước đàm phán giá PPA trong quá trình phát triển các dự án năng lượng tái tạo, mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp năng lượng tái tạo như REE, HDG, PC1; (3) điều chỉnh QHĐ VIII sửa đổi để bổ sung thêm các dự án có tính khả thi cao; (4) Nghị quyết/Nghị định về việc nâng tỷ lệ sản lượng hợp đồng đối với các dự án điện LNG và điện gió ngoài khơi, mang lại lợi ích cho POW, NT2 và REE; và (5) tiến triển của chương trình điện hạt nhân, hỗ trợ PVS.
- **Năng lượng tái tạo đang có triển vọng mở rộng mạnh mẽ hơn, dẫn đầu là điện gió trên bờ, tiếp theo là điện mặt trời nổi.** Sau khi cơ chế giá cho năng lượng tái tạo được phê duyệt vào tháng 5/2025, REE và HDG đã đẩy nhanh tiến độ phát triển dự án. Chúng tôi dự báo công suất nguồn điện của REE sẽ gần gấp 3 lần vào năm 2030, trong khi công suất năng lượng tái tạo của HDG sẽ tăng gấp 5 lần.
- **Chúng tôi dự báo tổng công suất lắp đặt điện quốc gia sẽ tăng trưởng 6%-14% trong giai đoạn 2026-2030** nhờ các chính sách thuận lợi hơn. Mức tăng này cao gấp khoảng 2 lần so với mức tăng trưởng khiêm tốn 5% trong 5 năm vừa qua. Chúng tôi tin rằng điện gió trên bờ và gần bờ sẽ dẫn dắt quá trình mở rộng công suất nguồn điện của Việt Nam với quy mô tăng thêm dự kiến ở mức 20.000 MW (gấp 4 lần hiện nay), tương ứng tổng vốn đầu tư XDCB khoảng 26 tỷ USD.
- **Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2026 đạt 8% YoY.** Nguồn cung điện nhìn chung vẫn được đảm bảo từ đầu năm đến nay, mặc dù rủi ro trong nửa cuối năm có thể gia tăng tùy thuộc vào mức độ nghiêm trọng của hiện tượng El Nino và xung đột Mỹ-Iran. Chúng tôi dự báo giá CGM năm 2026 sẽ tăng 38% YoY.
- **Hiện tượng El Nino được dự báo sẽ quay trở lại từ tháng 5/2026** với xác suất khoảng 60% theo ước tính của các tổ chức dự báo quốc tế. Điều này sẽ có lợi cho các nhà máy nhiệt điện (cổ phiếu lựa chọn tốt nhất của chúng tôi là POW), trong khi tạo thách thức đối với các doanh nghiệp thủy điện (tuy nhiên tốc độ mở rộng mạnh công suất điện gió của REE được kỳ vọng sẽ bù đắp tác động tiêu cực từ mảng thủy điện).
- **Chúng tôi đánh giá cao POW do công ty có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ nhu cầu điện ngày càng tăng của Việt Nam nhờ nền tảng điện khí và LNG quy mô lớn,** với CAGR EPS giai đoạn 2026-2030 dự báo đạt 22%, chủ yếu nhờ đóng góp lợi nhuận ngày càng tăng từ NT3 và NT4. Chúng tôi kỳ vọng LNST của NT3 và NT4 (mới đi vào vận hành) sẽ cải thiện từ mức lỗ 304 tỷ đồng trong năm 2026 lên 1,0 nghìn tỷ đồng vào năm 2028, nhờ được hỗ trợ bởi hiệu quả vốn đầu tư XDCB và nguồn cung LNG được đảm bảo từ hợp đồng dài hạn giữa GAS và Shell, mà chúng tôi ước tính sẽ giúp giảm khoảng 10% chi phí LNG bình quân so với mức mua trên thị trường giao ngay. Ngoài ra, lợi nhuận cải thiện tại cụm Cà Mau và sản lượng cao hơn tại Vũng Áng trong điều kiện El Nino tiềm tàng cũng sẽ hỗ trợ kết quả kinh doanh trong ngắn hạn. Định giá của POW nhìn chung tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 14,7x, tương ứng PEG là 0,7 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2026-2030 ở mức 22%.
- **Chúng tôi đánh giá cao REE vì đây là doanh nghiệp có tốc độ mở rộng công suất điện gió nhanh nhất trong phạm vi các cổ phiếu chúng tôi theo dõi, đủ để bù đắp tác động tiêu cực từ El Nino đối với thủy điện.** Chúng tôi dự báo công suất của REE sẽ tăng gấp 2,5 lần vào năm 2030, nhờ được hỗ trợ bởi khoảng 1.100 MW công suất điện gió bổ sung (tăng gấp 13 lần) và khoảng 400 MW điện mặt trời nổi, dựa trên danh mục dự án phát triển rõ ràng và năng lực triển khai mạnh của REE (Duyên Hải 1 đã vận hành, Duyên Hải 2&3 và Phú Cường 1A&1B đang được phát triển). Định giá của REE hiện ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,6x, thấp hơn 24% so với mức P/E trung vị 2 năm của REE và tương ứng PEG là 0,5 dựa trên CAGR LNST sau lợi ích CDTs giai đoạn 2026-2028 ở mức 22%.
- **Chúng tôi cũng đánh giá cao BWE vì tin tưởng vào triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong 3 năm tới.** Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2026-2028 đạt khoảng 37%, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 8%/11% của sản lượng nước trong các năm 2026/2027, (2) giá dịch vụ xử lý rác thải sinh hoạt tăng 20% vào năm 2027, (3) giá điện tăng 3%/năm từ năm 2027, (4) thu nhập cố tức và phần lợi nhuận được chia mạnh từ các công ty liên kết có hiệu quả hoạt động tốt, và (5) công suất của Biwase Long An tăng gấp đôi lên 120.000 m³/ngày. Định giá của BWE khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 12,1x, tương ứng PEG là 0,3.

Ngành Điện & Nước: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành Điện & Nước – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N, tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời% 12T
TV2	MUA	78	51,3	15,0	6	0,5	30.200	49.000	22/04/26	62,3	3,3	65,6
HDG	MUA	338	0,0	50,0	98	1,6	24.050	36.200	23/03/26	50,5	0,0	50,5
POW	MUA	1.637	79,9	50,0	748	7,9	13.800	18.000	29/05/26	30,4	0,0	30,4
QTP	MUA	207	80,4	49,0	0	0,2	12.100	14.600	10/12/25	20,7	8,3	29,0
NT2	MUA	251	61,8	49,0	95	0,7	24.000	28.800	28/05/26	20,0	8,3	28,3
REE	MUA	1.260	5,3	49,0	0	1,6	53.300	66.900	22/04/26	25,5	1,9	27,4
DPG	MUA	184	0,0	49,0	56	1,1	40.700	48.700	01/06/26	19,7	2,5	22,1
BWE	MUA	366	19,4	49,0	170	0,3	43.750	51.600	05/13/26	17,9	3,0	20,9
PPC	KQ	120	51,0	49,0	53	0,1	9.890	11.000	10/12/25	11,2	5,1	16,3
GEX	MUA	1.664	0,0	50,0	699	22,2	33.500	37.300	30/12/25	11,3	1,0	12,3
TDM	KQ	242	0,0	50,0	119	0,0	57.200	60.600	05/13/26	5,9	2,3	8,2
PC1	KĐG	306	0,0	50,0	120	9,2	19.600	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Ngành Điện & Nước – Tóm tắt định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

Mã	Giá CP, VND/C P	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt (x)	P/E 2025 X	P/E 2026F X	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026F X	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
TV2	30.200	24,7	184,3	88,8	34,3	34,3	12,1	6,4	5,5	15,8	1,6	-80,9
HDG	24.050	102,8	21,8	25,6	15,3	13,0	10,7	8,5	7,0	12,2	1,3	35,7
POW	13.800	130,2	20,4	32,2	13,7	21,2	14,7	11,1	5,0	8,7	1,1	24,3
QTP	12.100	61,8	-34,0	16,7	5,1	5,5	8,3	7,1	7,7	12,7	0,9	-19,5
NT2	24.000	1.243,0	-15,5	25,0	6,0	6,4	7,6	6,1	7,3	17,6	1,3	-58,1
REE	53.300	26,9	13,6	16,3	12,8	13,1	11,6	9,9	8,3	13,0	1,6	15,3
DPG	40.700	53,2	92,8	24,5	13,4	12,0	6,2	5,0	5,0	21,4	1,9	103,5
BWE	43.750	56,2	-7,0	51,9	10,8	11,1	12,1	8,0	7,7	14,3	1,6	88,5
PPC	9.890	-59,9	-98,9	58,5	15,2	19,5	9,8	6,2	10,2	7,5	0,7	-3,6
GEX	33.500	-5,1	-10,8	72,4	29,6	28,6	32,1	18,6	5,6	12,0	2,3	103,6
TDM	57.200	1,8	-3,8	19,6	37,2	32,8	34,2	28,6	30,8	7,8	2,4	22,0
PC1	19.600	124,6	N/A	N/A	7,0	8,3	N/A	N/A	N/A	N/A	1,2	74,0

Dự thảo Luật Điện lực sửa đổi năm 2026 (1)

Hạng mục	Luật Điện lực (2024)	Dự thảo sửa đổi (2026) – dự kiến được thông qua vào tháng 9/2026	Đối tượng hưởng lợi
Quy hoạch phát triển điện lực	<ul style="list-style-type: none"> Tập trung ở cấp quốc gia, chủ yếu do Bộ Công Thương thực hiện. Thủ tục phê duyệt kéo dài. 	<ul style="list-style-type: none"> Phân cấp mạnh: UBND cấp tỉnh lập Kế hoạch chi tiết. Bộ Công Thương phê duyệt. Đơn giản hóa thủ tục, đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án. 	<ul style="list-style-type: none"> Tất cả nhà máy điện
Cơ chế thu hồi chi phí chưa được ghi nhận trong quá khứ	<ul style="list-style-type: none"> Giá bán lẻ điện bù đắp các chi phí hợp lý, hợp lệ tại thời điểm tính toán. 	<ul style="list-style-type: none"> Giá bán lẻ điện được bổ sung cơ chế ghi nhận các chi phí chưa được tính hoặc chưa được bù đắp đầy đủ trong các giai đoạn trước (Bộ Công Thương đề xuất đưa ~45 nghìn tỷ đồng lỗ ghi nhận trong giai đoạn 2022-23 vào giá bán lẻ). 	<ul style="list-style-type: none"> EVN (trực tiếp) Tất cả nhà máy điện (gián tiếp)
Cơ chế giá điện	<ul style="list-style-type: none"> Đã triển khai bước đầu cơ cấu giá bán lẻ điện hai thành phần. Tình trạng bù chéo giữa các nhóm khách hàng vẫn tồn tại. 	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu chi tiết hơn của chi phí điện: chi phí phát điện, truyền tải, bán buôn và phân phối bán lẻ điện. Điều chỉnh giá kịp thời; công bố công khai chi phí thực tế hàng năm (Bộ Công Thương chủ trì, Bộ Tài chính phối hợp). Lộ trình xóa bỏ cơ chế bù chéo giữa các nhóm khách hàng. 	<ul style="list-style-type: none"> Tất cả nhà máy điện
Điện gió ngoài khơi	<ul style="list-style-type: none"> Khung pháp lý hiện vẫn chưa hoàn thiện. Thiếu các tiêu chuẩn kỹ thuật trong nước. Thủ tục khảo sát và lựa chọn nhà đầu tư chưa được quy định rõ ràng. 	<ul style="list-style-type: none"> Có thể áp dụng các tiêu chuẩn của ngành dầu khí và khí đốt trong trường hợp chưa có tiêu chuẩn trong nước. UBND cấp tỉnh được trao quyền phê duyệt chủ trương đầu tư (đối với các dự án bán điện lên lưới quốc gia, dự án xuất khẩu và các trường hợp khác theo quy định của Chính phủ). Làm rõ thủ tục khảo sát và lựa chọn nhà đầu tư. 	<ul style="list-style-type: none"> REE, PVS
Tư nhân hóa	<ul style="list-style-type: none"> Nhà nước độc quyền đối với tất cả các dự án điện hạt nhân. 	<ul style="list-style-type: none"> Khu vực tư nhân có thể được phép xây dựng các nhà máy điện hạt nhân Lò phản ứng mô-đun nhỏ (SMR). 	<ul style="list-style-type: none"> PVS, TV2

Dự thảo Luật Điện lực sửa đổi năm 2026 (2)

Hạng mục	Luật Điện lực (2024)	Dự thảo sửa đổi (2026) – dự kiến được thông qua vào tháng 9/2026	Đối tượng hưởng lợi
Thị trường điện và các công cụ mới	<ul style="list-style-type: none"> Chưa có khung pháp lý cho Chứng chỉ năng lượng tái tạo (REC). 	<ul style="list-style-type: none"> Thị trường REC được luật hóa chính thức. Bổ sung các quy định pháp lý riêng cho phát triển lưới điện thông minh. 	<ul style="list-style-type: none"> Nhóm năng lượng tái tạo: REE, HDG, PC1, DPG, TV2 GEX
DPPA	<ul style="list-style-type: none"> DPPA đã được luật hóa trong Luật Điện lực 2024 đối với các đơn vị sử dụng điện lớn và các đơn vị phát điện. Phạm vi đã bao gồm các khách hàng lớn và các đơn vị bán lẻ điện được cấp phép trong mô hình khu vực/cụm. 	<ul style="list-style-type: none"> Dự thảo sửa đổi có thể tiếp tục làm rõ hoặc mở rộng phạm vi đối tượng tham gia và quyền bán lẻ điện. Phạm vi dự kiến bao gồm các đơn vị bán lẻ điện trong KCN, KCX, khu công nghệ cao, khu thương mại tự do và các khu đô thị. 	<ul style="list-style-type: none"> Các nhà máy năng lượng tái tạo (chủ yếu là REE)
Điện LNG và điện khí	<ul style="list-style-type: none"> Cơ chế chuyển ngang chi phí nhiên liệu đã được cải thiện, tuy nhiên việc phân bổ toàn bộ rủi ro chi phí LNG vẫn là một điểm cần tiếp tục đàm phán. 	<ul style="list-style-type: none"> Mức độ chuyển ngang chi phí nhiên liệu cao hơn trong PPA/cơ chế giá phát điện sẽ cải thiện khả năng huy động vốn, dù cơ chế chuyển ngang toàn phần vẫn chưa được hoàn thiện. Cơ chế giá điện hai thành phần (công suất + điện năng) hỗ trợ hiệu quả kinh tế của các dự án LNG vận hành nền và cải thiện khả năng trả nợ. 	<ul style="list-style-type: none"> POW, NT2, GAS
Tư nhân hóa đầu tư đường dây truyền tải	<ul style="list-style-type: none"> Khung pháp lý chi tiết về đầu tư tư nhân/cơ chế thu hồi vốn vẫn đang trong quá trình hoàn thiện. 	<ul style="list-style-type: none"> Dự thảo sửa đổi có thể tiếp tục làm rõ cơ chế đầu tư tư nhân, vận hành và thu hồi vốn đối với các dự án lưới điện. Có thể mở đường cho các mô hình PPP hoặc tương tự BOT, tùy thuộc vào nội dung cuối cùng của luật. 	<ul style="list-style-type: none"> Hỗ trợ giải phóng toàn bộ công suất từ các nguồn năng lượng tái tạo PC1, TV2
CGM		<ul style="list-style-type: none"> Bổ sung quy định về mua bán điện với nước ngoài. Bổ sung cơ chế hợp đồng kỳ hạn 	
Năng lượng tái tạo		<ul style="list-style-type: none"> Tạo cơ sở pháp lý tốt hơn cho các dự án BESS/lưu trữ năng lượng. 	<ul style="list-style-type: none"> VinEnergó

Điều chỉnh Quy hoạch tổng thể về năng lượng quốc gia năm 2026 cùng cố QHĐ VIII Điều chỉnh

Các khung pháp lý quan trọng được hoàn thiện trong giai đoạn 2023-2026F

2023

- Phê duyệt QHĐ VIII
- Tăng giá bán lẻ điện 7,5%

2025

- QHĐ VIII Điều chỉnh và Kế hoạch thực hiện
- Tháng 5: Tăng giá bán lẻ điện lên 4,8%
- Tháng 4 & 5: Cơ chế giá mới cho điện mặt trời và điện gió

2024

- Ban hành Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII
- Tăng giá bán lẻ điện lên 4,8%
- Luật Điện lực sửa đổi

Dự kiến năm 2026

- Tháng 2/26: Điều chỉnh Quy hoạch tổng thể về năng lượng quốc gia được phê duyệt
- Nghị định về tiến độ đấu thầu dự án điện tái tạo
- Tăng giá bán lẻ điện
- Điều chỉnh Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII Điều chỉnh
- Nghị định về sản lượng Qc của LNG/điện gió ngoài khơi
- Luật Điện lực sửa đổi năm 2026
- Các quy định/phí dịch vụ thuận lợi hơn trong cơ chế DPPA

Các chỉ tiêu điện lực chính của QHĐ VIII Điều chỉnh

Chỉ tiêu đến năm 2030	QHĐ VIII cũ	QHĐ VIII Điều chỉnh	Thay đổi so với QHĐ VIII cũ (%)
Tăng trưởng GDP 2025-30F (%/năm)	7,0%	10,0%	N/A
Sản lượng điện (tỷ kWh)	567	593	4%
Công suất khả dụng tối đa (MW)	90.512	94.795	5%
Nhu cầu điện (tỷ kWh)	505	529	5%
CAGR nhu cầu điện 2025-30F (% YoY)	8,6%	12,0%	N/A

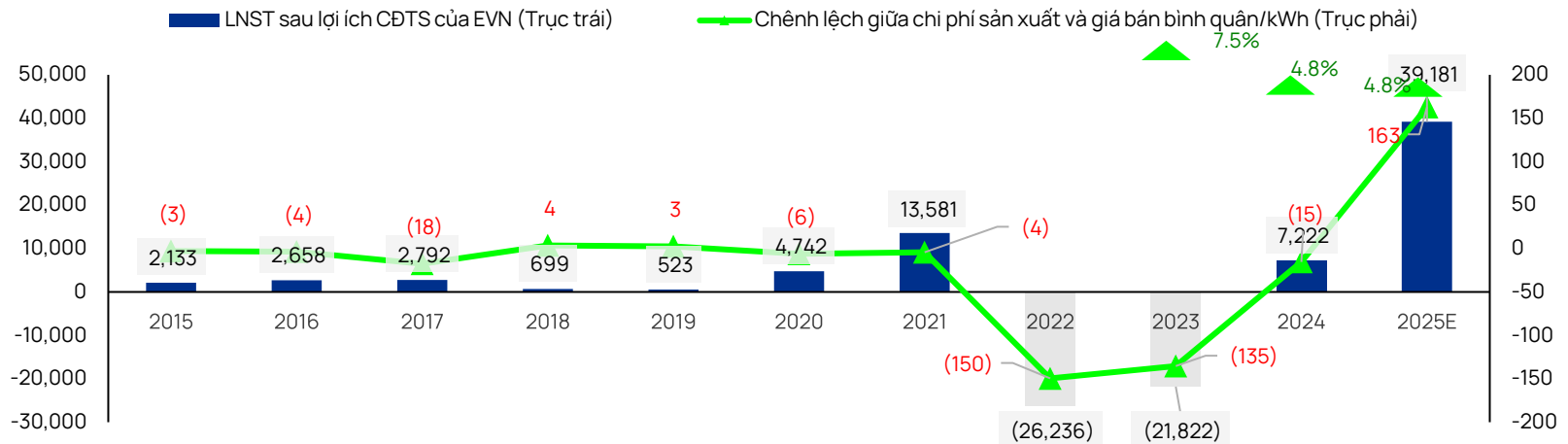
Mục tiêu vốn đầu tư XDCB 136 tỷ USD, ~30% GDP, ~70% đến từ nhà đầu tư tư nhân

Tỷ USD	QHĐ VIII cũ	QHĐ VIII Điều chỉnh	So với QHĐ VIII cũ (% thay đổi)
Mở rộng công suất điện	72	118	+64%
Hạ tầng truyền tải	6	18	+200%
Tổng vốn đầu tư XDCB	78	136	+74%

EVN ghi nhận mức lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2025, giảm 88% lỗ lũy kế

- EVN đã giảm lỗ lũy kế từ 44.800 tỷ đồng vào cuối năm 2024 xuống còn 5.600 tỷ đồng vào cuối năm 2025, qua đó cho thấy LNST sau lợi ích CĐTS đã ghi nhận ở mức cao đáng kể là 39.200 tỷ đồng trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng điều này xuất phát từ (1) việc tiếp tục tăng giá điện bán lẻ trong giai đoạn 2023-25 với tổng mức tăng 17%, và (2) mức chi phí mua điện thấp hơn (giá CGM giảm 37% so với cùng kỳ năm 2025). Sự cải thiện đáng kể về tài chính này sẽ giúp EVN có khả năng chấp nhận mức giá mua điện cao hơn, qua đó mang lại lợi ích cho các nhà máy điện.
- Chúng tôi kỳ vọng giá điện bán lẻ sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng lần lượt 5%/5% YoY trong các năm 2026/27 nhằm: (1) xóa bỏ lỗ lũy kế giai đoạn 2022-2023, (2) có đủ khả năng chi trả các chi phí đầu vào cao hơn (giá khí/than dự kiến tăng 3%/4% YoY trong năm 2026), và (3) tài trợ cho các khoản vốn đầu tư XDCB.
- Vào tháng 1/2026, Bộ Công Thương đã công bố kết quả thí điểm cơ cấu giá điện 2 thành phần (phí công suất và phí điện năng) triển khai từ tháng 10/2025:
 - Giai đoạn 1: Từ tháng 10/2025, EVN bắt đầu lập hóa đơn thí điểm (không thu tiền thực tế) đối với khách hàng công nghiệp tiêu thụ trên 200.000 kWh/tháng.
 - Giai đoạn 2: Đề xuất áp dụng trong toàn bộ năm 2026 dưới hình thức thí điểm "trên giấy": cơ quan chức năng phát hành hóa đơn mô phỏng song song (không thanh toán) cho toàn bộ khách hàng thí điểm, kèm hướng dẫn về biểu giá điện 2 thành phần.
 - Giai đoạn 3: Thời gian cụ thể sẽ được xác định sau, trước tiên áp dụng cho các khách hàng sử dụng điện lớn và các đối tượng đủ điều kiện tham gia cơ chế DPPA.
- Cơ cấu giá điện mới sẽ phản ánh chính xác hơn chi phí sản xuất điện của Việt Nam, giúp cải thiện năng lực tài chính của EVN và gián tiếp mang lại lợi ích lâu dài cho toàn bộ các nhà máy điện.

LNST sau lợi ích CĐTS của EVN (tỷ đồng) và mức tăng giá điện bán lẻ



Dự thảo sửa đổi cơ chế DPPA củng cố khung pháp lý, thúc đẩy hoạt động triển khai

Vào tháng 1/2026, Bộ Công Thương đã ban hành Dự thảo sửa đổi Nghị định 57/2025/NĐ-CP (về DPPA) và Nghị định 58/2025/NĐ-CP (về phát triển điện tái tạo).

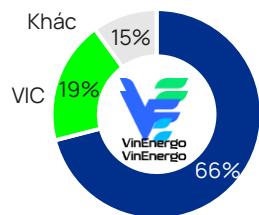
Quan điểm của chúng tôi:

- Chúng tôi đánh giá các diễn biến mới này có **tác động tích cực nhẹ đối với cổ phiếu điện tái tạo**, vì nền tảng khách hàng DPPA mở rộng hơn sẽ chủ yếu mang lại lợi ích cho REE với tư cách là đơn vị đi đầu trong DPPA, các nhà thầu EPC điện tái tạo như PC1, và tiềm năng là VinEnergy với tư cách là nhà đầu tư điện. Chúng tôi cũng kỳ vọng **phí dịch vụ hấp dẫn hơn trong năm 2026** sẽ thúc đẩy việc triển khai cơ chế DPPA, qua đó mang lại lợi ích cho REE và PC1.

	Nghị định 57/2025 (Hiện hành)	Dự thảo sửa đổi Nghị định 57/2025 (Mới)
Cơ sở khách hàng	Khu công nghiệp/cụm công nghiệp.	Mở rộng bao gồm trung tâm dữ liệu, trạm sạc xe điện, mô hình khu vực và cụm. Lưu ý: Mô hình khu đô thị và khu thương mại tự do (FTZ) chỉ áp dụng cho DPPA vật lý.
Yêu cầu đối với “khách hàng sử dụng điện lớn” và “đơn vị bán lẻ điện”	Khách hàng phải đáp ứng các tiêu chí định kỳ do Bộ Công Thương quy định.	Khách hàng phải đáp ứng các tiêu chí định kỳ do Bộ Công Thương quy định. Đơn vị bán lẻ điện phải mua tối thiểu 200.000 kWh/tháng từ EPTC.
Tiêu chí tham gia của nhà máy điện	<ul style="list-style-type: none">Công suất phải $\geq 0,1$ MW để bán cho EVN.Phát triển công suất không được vượt mục tiêu của tỉnh.	<ul style="list-style-type: none">Bỏ ngưỡng công suất tối thiểu.Bỏ mục tiêu theo tỉnh.
Bán điện dư từ điện mặt trời mái nhà	<ul style="list-style-type: none">Bán tối đa 20% sản lượng cho EVN.	<ul style="list-style-type: none">Bán tối đa 50% sản lượng cho EVN.
Trần giá điện (DPPA ngoài lưới)	<ul style="list-style-type: none">Giá do các bên tự đàm phán nhưng không được vượt quá mức giá trần trong khung giá bán điện cho EVN áp dụng đối với từng loại nguồn điện.	<ul style="list-style-type: none">Vẫn theo cơ chế đàm phán giữa các bên, nhưng giá không còn bị khống chế bởi mức giá trần bán buôn điện cho EVN (từ nhà máy điện tới EVN), mà thay vào đó được áp dụng theo mức giá trần bán lẻ điện (đối với người sử dụng cuối cùng) → cao hơn khoảng 15%

VinEnergO: Tân binh hiện thực hóa tư nhân hóa ngành điện và phát triển điện tái tạo quy mô lớn

Cơ cấu cổ đông của VinEnergO



Vốn điều lệ 79,8 nghìn tỷ đồng

Phạm Nhật Vượng

Vốn điều lệ hiện tại của VinEnergO (79,8 nghìn tỷ đồng) gấp ~15 lần/2,6 lần so với REE/POW. Công ty được thành lập vào tháng 3/2025 với vốn điều lệ ban đầu là 2 nghìn tỷ đồng. Công ty sau đó tăng vốn điều lệ lên 10 nghìn tỷ đồng và tiếp tục lên 28,3 nghìn tỷ đồng vào tháng 10, với VIC duy trì 19% cổ phần và Dynamic Invest nắm giữ 5%. Đến tháng 3/2026, VinEnergO đã tăng vốn điều lệ lên 79,8 nghìn tỷ đồng.

VinEnergO được kỳ vọng sẽ trở thành một trong những doanh nghiệp triển vọng trong lĩnh vực phát triển các dự án điện gió ngoài khơi.

Các dự án điện đang được phát triển bởi VIC – VinEnergO

Lĩnh vực	Dự án	Công suất (MW/MWp)	Giá trị đầu tư (triệu USD)	Địa điểm	Ghi chú
LNG	Nhà máy nhiệt điện LNG Hải Phòng	4.800	6.800*	Hải Phòng	Đã được phê duyệt. Giai đoạn 1 khởi công trong quý 3/2025.
Điện gió (~1.900 MW)	Điện gió Kỳ Anh	400	647*	Hà Tĩnh	Đã được phê duyệt, nhận Giấy chứng nhận đầu tư trong quý 4/2025, đã khởi công, dự kiến COD vào năm 2027.
	Điện gió sinh thái Kỳ Anh	498	859*	Hà Tĩnh	Đã được phê duyệt, nhận Giấy chứng nhận đầu tư trong quý 4/2025, đã khởi công, dự kiến COD vào năm 2027.
	Nhà máy điện gió Hòn Trâu – Giai đoạn 1	750	1.844*	Gia Lai	Được phê duyệt trong quý 1/2026; dự kiến khởi công trong quý 4/2026, với mục tiêu COD vào năm 2027.
	Nhà máy điện gió Vĩnh Thuận	143	178*	Gia Lai	Được phê duyệt trong quý 1/2026; dự kiến khởi công trong quý 3/2026, COD năm 2027.
Điện mặt trời (~950 MW)	Hệ thống điện mặt trời tích hợp BESS	43 MWp + 45 MWh BESS	N/A	Hà Tĩnh	Triển khai theo cơ chế DPPA, đã ký Biên bản ghi nhớ (MoU) với VinFast, VinES và V-G Hà Tĩnh.
	Hệ thống điện mặt trời tích hợp BESS	31 MWp	N/A	Hải Phòng	Triển khai theo cơ chế DPPA, đã ký hợp đồng vận hành với nhà máy sản xuất xe điện Vinfast.
	Nhà máy điện mặt trời Điện Biên 1	300	204*	Điện Biên	Được phê duyệt trong quý 1/2026; dự kiến khởi công quý 4/2026, COD năm 2027.
	Nhà máy điện mặt trời nổi Bản Chát 1	250	204*	Lai Châu	Được phê duyệt tháng 01/2026; dự kiến khởi công quý 2/2026, COD năm 2027.
	Nhà máy điện mặt trời nổi Bản Chát 2	300	240*	Lai Châu	Được phê duyệt tháng 01/2026; dự kiến khởi công quý 2/2026, COD năm 2027.
Tổng cộng		7.540	10.976		

Chính phủ quyết tâm triển khai điện hạt nhân, với tổng vốn đầu tư XDCB 22 tỷ USD

Tiến độ triển khai các dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2 (NT1&2)

Quý 1/2025

- Thành lập Ban Chỉ đạo.
- Quốc hội hoàn thiện các cơ chế đặc thù cho dự án.

Nửa đầu năm 2026

Ngày 23/03/2026, Việt Nam và Nga chính thức ký thỏa thuận liên Chính phủ về dự án Ninh Thuận 1 sử dụng công nghệ của Rosatom.

Dự kiến năm 2028

- Cấp giấy phép xây dựng.

2024

- Quốc hội đồng ý tiếp tục cấp phép đầu tư cho dự án.

Quý 2/2025

- Quốc hội giao EVN làm chủ đầu tư dự án NT1 và PetroVietnam làm chủ đầu tư dự án NT2.
- Quốc hội thông qua Luật Năng lượng nguyên tử.

Dự kiến trong giai đoạn nửa cuối năm 2026-2027

- Lựa chọn công nghệ cho Ninh Thuận 2: nhiều khả năng từ Hàn Quốc hoặc Mỹ.
- Nghiên cứu tiền khả thi (Pre-FS).
- Nghiên cứu khả thi (FS).
- Thiết kế kỹ thuật (TD).
- Thiết kế kỹ thuật tổng thể (FEED).
- Đánh giá tác động môi trường (EIA).

Dự kiến giai đoạn 2028-2035

- Hoàn thành xây dựng nhà máy và đưa vào vận hành.

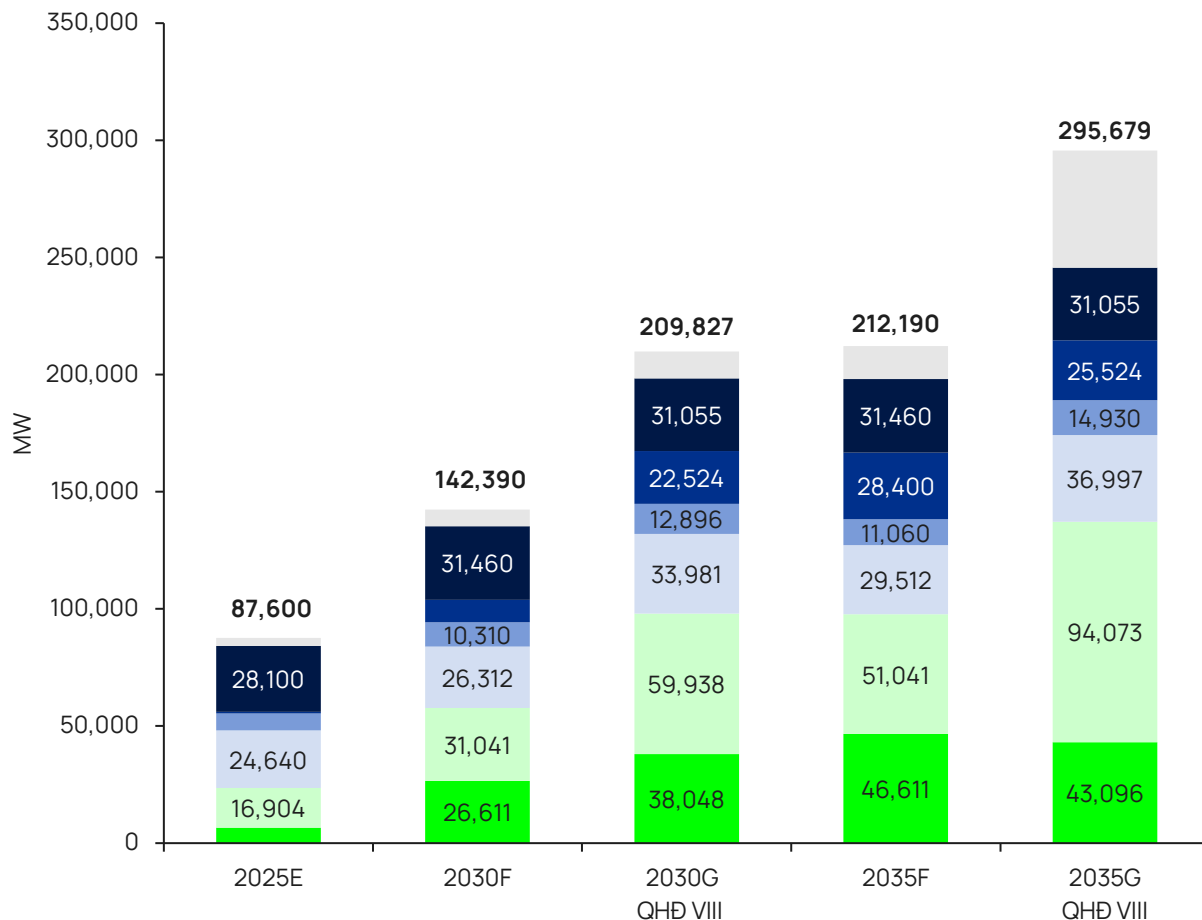
Kế hoạch của Chính phủ đối với các dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1 & 2

Dự án/Chủ đầu tư	Công suất (MW)	Vốn đầu tư (USD)	Ngày vận hành (QĐ VIII điều chỉnh)	COD dự kiến	Ghi chú
Ninh Thuận 1 / EVN	2.000 – 3.200	~11 tỷ	2030–2035	2033–2035	Do Nhà nước sở hữu
Ninh Thuận 2 / PVN	2.000 – 3.200	~11 tỷ	2030–2035	2033–2035	Do Nhà nước sở hữu

Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện hạt nhân sẽ đi vào vận hành từ năm 2035 theo mốc thời gian mới nhất trong kế hoạch của Chính phủ, đóng góp khoảng 3% tổng công suất nguồn điện quốc gia, qua đó hỗ trợ duy trì lợi thế cạnh tranh trong dài hạn của giá điện Việt Nam so với các quốc gia trong khu vực.

Điện gió/Điện mặt trời/LNG – Trụ cột mới đảm bảo an ninh nguồn điện giai đoạn 2025-30

Vietcap dự báo công suất phát điện sẽ tăng trưởng mạnh, với CAGR đạt 10%/8% trong các giai đoạn 2025-30F/2030-35F nhằm đáp ứng đà tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện ở mức 9%/5% (MW)



Tỷ trọng đóng góp của điện gió/điện mặt trời/LNG vào công suất lắp đặt quốc gia

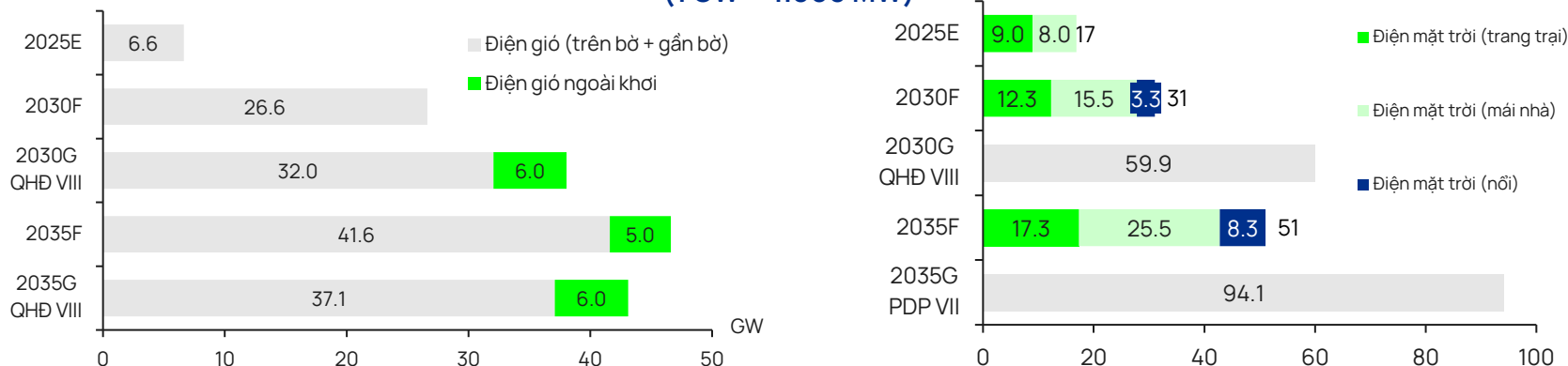
- 2025: 8%/19%/1%
- 2030F: 19%/22%/7%
- 2035F: 22%/24%/13%

- Khác
- Điện than
- Điện LNG
- Điện khí trong nước
- Thủy điện
- Điện mặt trời
- Điện gió

Năng lượng tái tạo & LNG

Công suất điện gió trên bờ và gần bờ dự kiến tăng gấp 4 lần vào năm 2030 khi các rào cản pháp lý được tháo gỡ

Dự báo của Vietcap về tăng trưởng công suất điện gió và điện mặt trời đến năm 2030/2035 so với QHĐ VIII sửa đổi (1 GW = 1.000 MW)



Các dự án được cấp phép đầu tư/khởi công sau khi được tháo gỡ vướng mắc pháp lý

Lĩnh vực	Nhà đầu tư/Đối tác	Dự án	Công suất (MW/MWp)	Địa điểm	Thời điểm được phê duyệt đầu tư/khởi công
Điện gió	HDG	Phước Hữu	50	Ninh Thuận	T4 2024/Q4 2025
	HDG	Bình Gia	80	Lạng Sơn	T4 2024/Q4 2026
	REE	V1-5 và V1-6 Giai đoạn 2	80	Trà Vinh	T8 2025
	TV2	An Đông 1	50	Cà Mau	T6 2024/Q4 2025
	TV2	Tân Thuận Giai đoạn 3	25	Cà Mau	T10 2025
	GEG	Tân Thành	100	Đồng Tháp	T6 2025
	Nexif Ratch Energy Se Asia	Vân Canh	143	Gia Lai	T9 2025
	VinEnergó	Kỳ Anh	400	Hà Tĩnh	T9 2025
	N/A	SCI Hướng Việt, SCI Tân Thành	56	Quảng Trị	T7 2025
	N/A	Win 1 2 3	146	Quảng Trị	T4 2025
	N/A	Hòn Trâu Giai đoạn 1	750	Gia Lai	T11 2025
	N/A	Liên danh Xuân Thiện & Cường Thịnh Thi	Quảng Ninh 1	200	Quảng Ninh
Điện mặt trời	N/A	Phước Thái 2 & 3	150	Ninh Thuận	T6 2025
DPPA	VSIP/LEGO Vietnam	KCN VSIP III	2	Bình Dương	T9 2025
	VinEnergó/VFS-VinES-VG	KKT Vũng Áng	88	Hà Tĩnh	T8 2025

Mức giá điện gió hợp lý hơn đã được phê duyệt Khả năng loại bỏ giai đoạn đàm phán PPA dự kiến sẽ thúc đẩy làn sóng điện gió tiếp theo

Vào ngày 30/05/2025, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 1508/QĐ-BCT, phê duyệt mức giá trần cho các dự án điện gió đạt COD trong năm 2025. Động thái này chấm dứt giai đoạn đình trệ kéo dài ba năm do mức giá chuyển tiếp kém hấp dẫn và củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi đối với đợt cấp phép chính sách năm 2025.

So sánh giá trần điện gió năm 2025 với giá FIT 1 và giá chuyển tiếp

US cent/kWh	Giá FIT 1 (2021)	Giá chuyển tiếp* (2022-2024)	Giá trần 2025*	Giá 2025 so với FIT 1 (%)	Giá 2025 so với giá chuyển tiếp (%)
Điện gió trên bờ	8,5	6,2	7,3	-14%	+18%
Điện gió gần bờ	9,8	7,1	7,7	-21%	+9%

Khả năng loại bỏ giai đoạn đàm phán PPA:

- Các dự án điện hiện nay phải trải qua hai bước xác định giá: (1) đề xuất mức giá để được cấp phép đầu tư, và (2) đàm phán giá trong hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN.
- Trong quý 4/2025, Dự thảo Nghị quyết về tháo gỡ các điểm nghẽn của ngành năng lượng và thúc đẩy phát triển năng lượng **đề xuất loại bỏ giai đoạn đàm phán PPA, đồng thời sử dụng mức giá trong hồ sơ cấp phép đầu tư làm giá PPA cuối cùng (ngoại trừ nhiệt điện và điện gió ngoài khơi)**. Chúng tôi kỳ vọng thay đổi này sẽ giúp đơn giản hóa thủ tục và đẩy nhanh đáng kể quá trình triển khai các dự án điện gió trên bờ/gần bờ và điện mặt trời.

Sản lượng Qc của điện gió ngoài khơi có khả năng sẽ tăng (vốn đầu tư XDCB 10-30 tỷ USD)

Tiến trình hoàn thiện khung pháp lý cho các dự án điện gió ngoài khơi

T10/2018: Nghị quyết 36-NQ/TW về Chiến lược Kinh tế biển, xác định năng lượng tái tạo (bao gồm điện gió ngoài khơi) là một ngành trọng điểm..

T02/2025: Nghị định 37/NĐ-CP: Kế hoạch thực hiện quy hoạch không gian biển (2026-2030), yêu cầu xác định các khu vực ưu tiên phát triển điện gió ngoài khơi.

T06/2025: Quyết định 1824/QĐ-BCT: Phê duyệt **giá điện gió ngoài khơi ở mức 3.641 đồng/kWh (~14,2 US cent/kWh), cao hơn giá LNG năm 2025 (3.327 đồng/kWh).**

Dự kiến năm 2027: Tổ chức đấu thầu cạnh tranh để xác định giá bán điện.

Dự kiến giai đoạn 2028-2035: Khởi công xây dựng và bắt đầu vận hành thương mại.

T06/2024: Nghị quyết **139/2024/QH15:** Phê duyệt Quy hoạch không gian biển quốc gia giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050, phân bổ 34.000 ha diện tích biển để khuyến khích phát triển điện gió ngoài khơi..

T03/2025: Nghị định 58/NĐ-CP: Hướng dẫn về điện tái tạo, **quy định 80% Qc đối với sản lượng điện gió ngoài khơi, với khả năng tăng lên 90%.**

T03/2025: Nghị định 65/NĐ-CP: Quy định việc giao khu vực biển cho các tổ chức/cá nhân để khai thác và sử dụng.

T09/2025: Công bố 20 tiêu chuẩn quốc gia đối với điện gió ngoài khơi.

Các cột mốc quan trọng cần hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026 để khởi động điện gió ngoài khơi:

1. Ban hành chi tiết Quy hoạch không gian biển (yếu tố nền tảng tại tất cả các thị trường).
2. Ban hành quy định về đấu thầu cạnh tranh giá bán điện.
3. Cấp phép khảo sát.
4. Nghiên cứu đấu nối lưới điện và hạ tầng trên bờ.
5. Xây dựng kế hoạch phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ.

1. Tiềm năng điện gió ngoài khơi của Việt Nam:

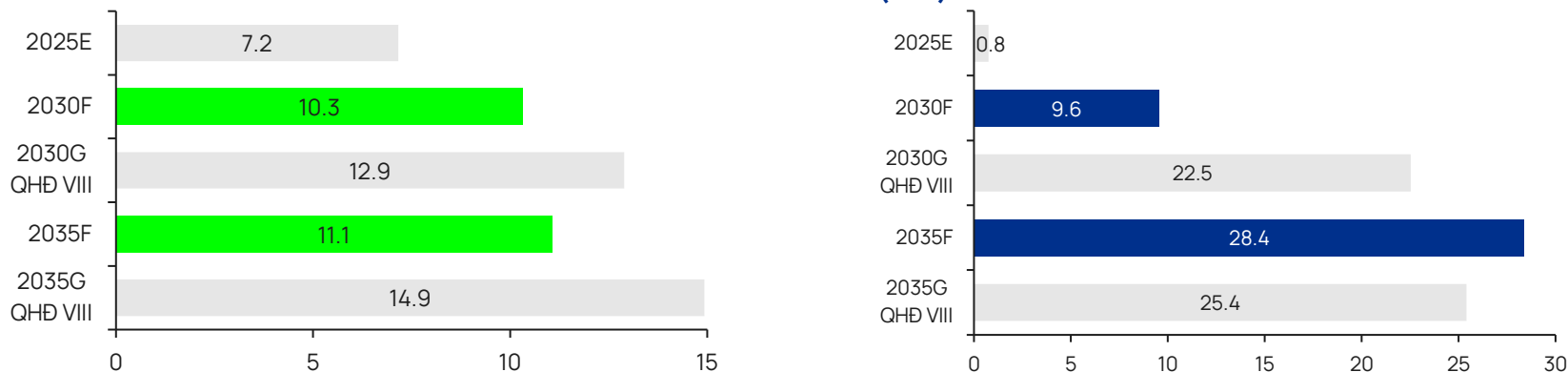
- Theo đánh giá của Ngân hàng Thế giới (WB), Việt Nam có tiềm năng kỹ thuật gần 600 GW điện gió ngoài khơi tại các vùng biển gần bờ.
- Các báo cáo từ cơ quan quản lý biển của Việt Nam cho thấy con số có thể còn lớn hơn, lên tới 1.068 GW (trong toàn bộ Vùng đặc quyền kinh tế).

2. Các dự án điện gió ngoài khơi và nhà đầu tư tiềm năng

- PVN - Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) (Đan Mạch) đang phát triển dự án La Gan (3,5 GW), với tổng vốn đầu tư khoảng 10,5 tỷ USD.
- Enterprise Energy (EE) (Vương quốc Anh) đang phát triển dự án Thang Long Wind (3,5 GW), với tổng vốn đầu tư XDCB rơi vào khoảng 11,9 tỷ USD. EE đã được cấp giấy phép khảo sát từ năm 2019 và kỳ vọng COD từ năm 2029.
- **REE:** đã trình đề xuất lên Chính phủ để phát triển **10 GW điện gió ngoài khơi** tại khu vực phía Nam vào năm 2040, với **tổng vốn đầu tư XDCB dự kiến rơi vào khoảng 35-40 tỷ USD** (REE đóng góp khoảng 51% vốn, phần còn lại đến từ các đối tác). Kế hoạch được chia thành 3 giai đoạn: Giai đoạn 1 (2032) 2 GW, Giai đoạn 2 (2035) 3 GW và Giai đoạn 3 (2036-2040) 5 GW. Vào ngày 11/11/2025, REE được trao quyền sử dụng 7.091 ha khu vực biển ngoài khơi để **khảo sát dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500 MW, tỉnh Vĩnh Long).**
- **PVS và Sembcorp** cũng đang theo đuổi dự án xuất khẩu 2.000 MW điện gió ngoài khơi sang Singapore.

Tiềm năng ghi nhận mức Qc cao hơn của các nhà máy nhiệt điện LNG dự kiến sẽ thúc đẩy công suất tăng gấp 12 lần

Dự báo của Vietcap về tăng trưởng nguồn điện sử dụng khí trong nước (bên trái) và LNG (bên phải) đến năm 2030/2035 so với QHĐ VIII sửa đổi (GW)



Các dự án đã được chấp thuận chủ trương đầu tư/khởi công xây dựng, ~12 GW

Lĩnh vực	Nhà đầu tư / Đối tác	Dự án	Công suất	Địa điểm	Thời gian nhận Giấy phép Đầu tư/Khởi công
LNG	1. GAS	Kho cảng LNG Bắc Trung Bộ	1-3 MMTPA	Hà Tĩnh	Tháng 9/2025
	2. Tokyo Gas/Trường Thành	Nhà máy điện LNG Thái Bình	1.500 MW	Thái Bình	Quý 4/2025 Khởi công
	3. EVN	Nhà máy điện LNG Quảng Trạch 2	1.500 MW	Quảng Bình	Quý 4/2025 Khởi công
	4. GS Energy-Vinacapital	Nhà máy điện LNG Long An I & II	3.000 MW	Long An	Quý 1/2026
	5. Trung Nam – Sideros River	Nhà máy điện & Kho cảng Cà Ná	1.500 MW	Khánh Hòa	Quý 1/2026
	6. POW /SK/ Nghệ An Sugar	Nhà máy điện Quỳnh Lập	1.500 MW	Nghệ An	Tháng 2/2026
	7. EVNGenco3 & đối tác	Nhà máy điện Long Sơn	1.500 MW	TP. HCM	Tháng 3/2026
	8. Hiệp Phước LLC	Nhà máy điện Hiệp Phước Giai đoạn 1	1,200 MW	TP. HCM	Tháng 3/2026 Khởi công
TỔNG CỘNG			11.700 MW		

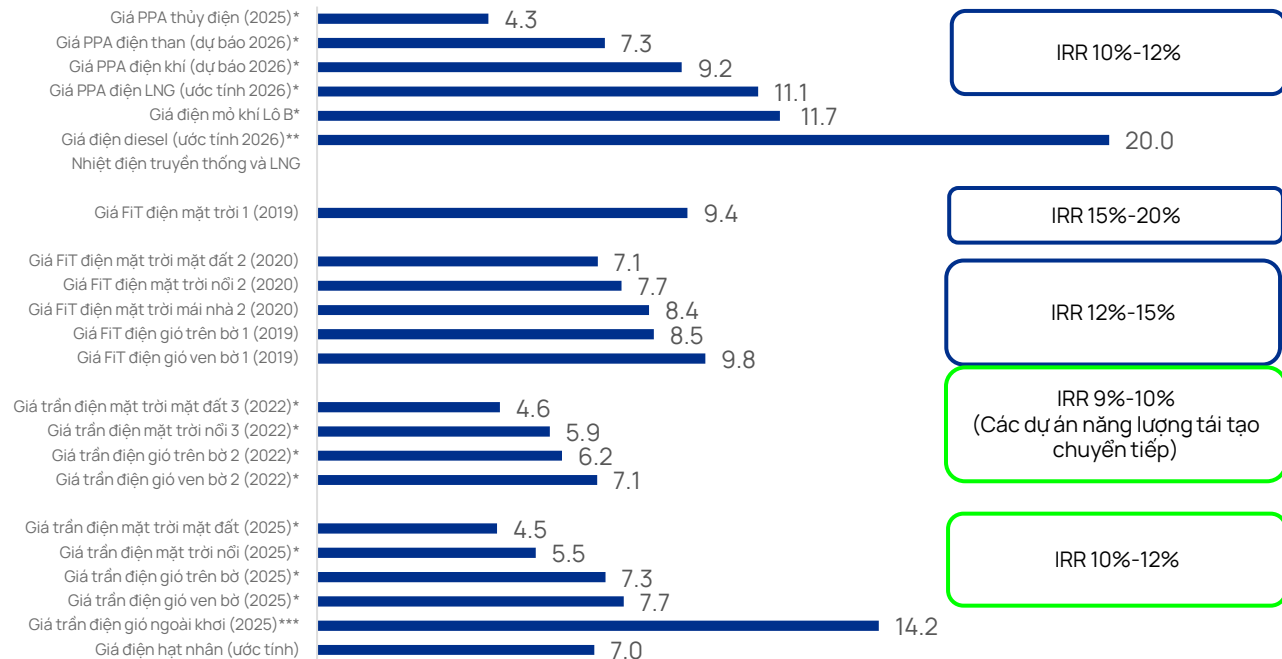
Vào tháng 01/2026, Bộ Công Thương đã đề xuất (dự thảo sửa đổi Nghị định 56/2025 và 100/2025):

- Sản lượng hợp đồng dài hạn tối thiểu cho các nhà máy điện LNG nhập khẩu: **75% sản lượng phát điện trung bình nhiều năm (so với mức 65% hiện nay)**,
- Áp dụng trong **thời gian trả nợ lên tới 15 năm (so với 10 năm hiện nay)** kể từ thời điểm COD/tham gia thị trường điện.
- Áp dụng đối với các dự án đưa vào vận hành **trước ngày 01/01/2031**.

Cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo trong năm 2025 dự kiến sẽ thúc đẩy làn sóng đầu tư mới

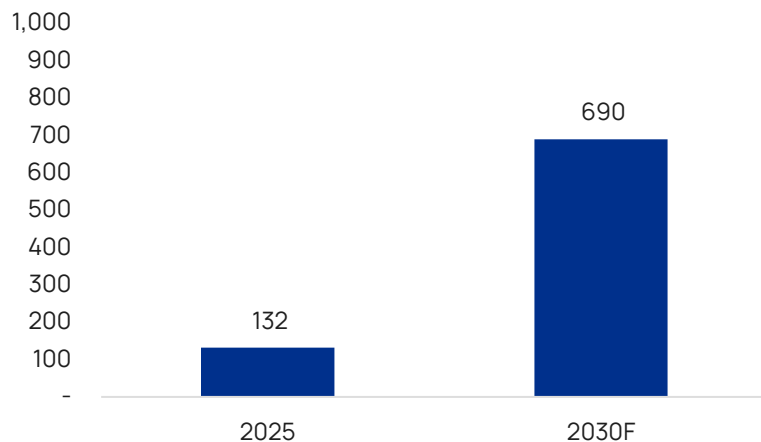
Mức giá trần mới cho điện gió/điện mặt trời năm 2025 đã được ban hành trong nửa đầu năm 2025, thúc đẩy phát triển công suất mới sau ba năm trầm lắng, với IRR ước tính của chúng tôi đạt 10%-12%, trong bối cảnh vốn đầu tư XDCB/MW của điện gió và điện mặt trời đã giảm trong ba năm qua.

Hợp đồng mua bán điện (PPA) của các nguồn điện truyền thống so với giá FIT và mức giá mới của năng lượng tái tạo (US cent/kWh)

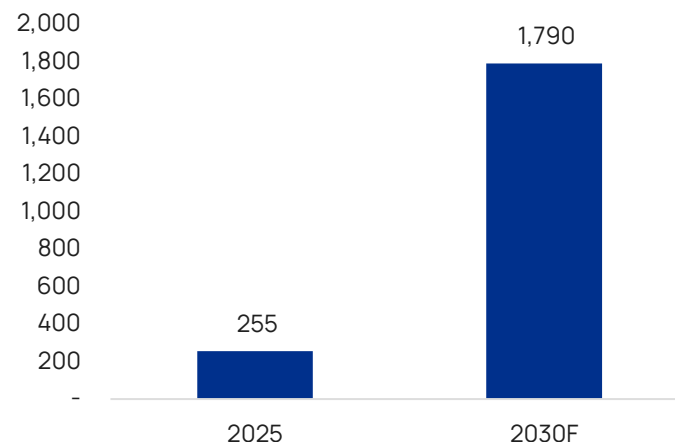


Phát triển công suất năng lượng tái tạo

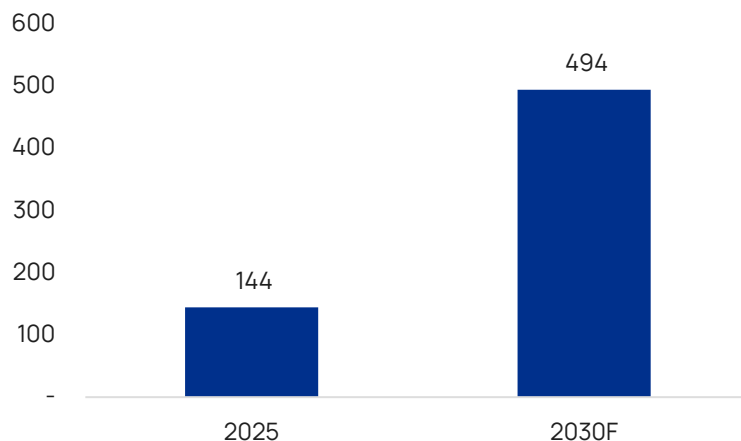
Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của HDG (MW)



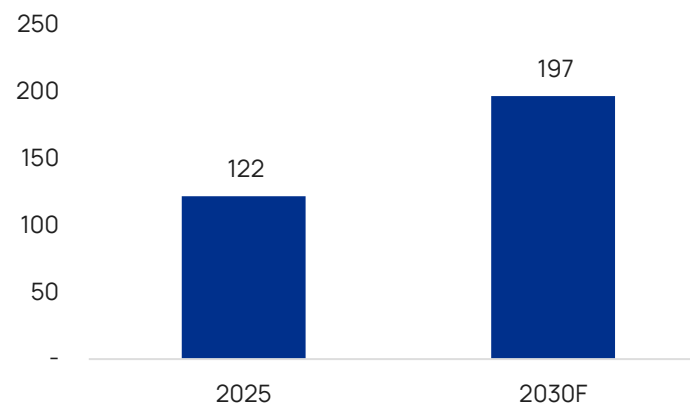
Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của REE (MW)



Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của PC1 (MW)



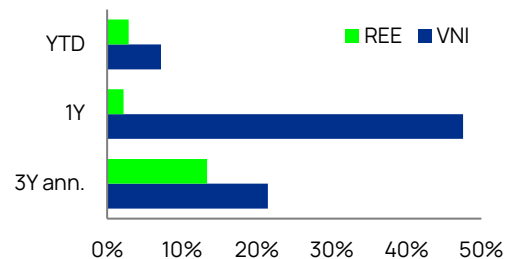
Công suất năng lượng tái tạo dự kiến của TV2 (MW)



REE – Lợi nhuận vững chắc bất chấp tác động của El Nino cùng kế hoạch mở rộng công suất gấp 2,5 lần

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Giá CP (27/5)	53.300 VND	Doanh thu	10.012	12.055	14.008	19.625
Giá mục tiêu*	66.900 VND	%YoY	19,4%	20,4%	16,2%	40,1%
		LNST-CĐTS	2.530	2.873	3.342	4.256
		% YoY	26,9%	13,6%	16,3%	27,3%
TL tăng	+25,5%	EPS	26,9%	13,6%	16,3%	27,3%
Lợi suất cổ tức	1,9%	Biên LN gộp	37,7%	34,4%	35,5%	37,4%
Tổng mức sinh lời	+27,4%	Biên LN ròng	25,3%	23,8%	23,8%	21,7%
		ROE	12,7%	13,0%	13,6%	15,3%
		Nợ vay ròng/VCSH	12,7%	14,4%	42,0%	64,4%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
GT vốn hóa	34,2 nghìn tỷ đồng	Cổ tức (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000
Room ngoại	0 đồng	P/E	13,1x	11,6x	9,9x	7,8x
GTGD/ngày (30n)	26,3 tỷ đồng	P/B	1,6x	1,4x	1,3x	1,1x
Cổ phần Nhà nước	5,3%	EV/EBITDA	9,2x	8,3x	6,7x	4,5x
SL CP lưu hành	542 tr					
Pha loãng	542 tr					

* cập nhật ngày 22/04/2026. Điều chỉnh theo cổ tức cổ phiếu 15%.



Tổng quan Công ty

REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (1.050 MW và chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ điện lạnh (M&E), cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và bất động sản. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 182.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê. Các mảng khác bao gồm cấp nước và BĐS.

REE là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực năng lượng tái tạo (cả về năng lực kỹ thuật lẫn năng lực tài chính) và có tốc độ mở rộng công suất điện gió nhanh nhất trong danh mục các cổ phiếu chúng tôi theo dõi. Hiện chúng tôi dự báo tổng công suất nguồn điện của REE (đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu) sẽ tăng gấp 2,5 lần lên khoảng 2.600 MW vào năm 2030, nhờ được thúc đẩy bởi khoảng 1.100 MW công suất điện gió bổ sung (tăng gấp 13 lần) và khoảng 400 MW điện mặt trời nổi.

- Tại ĐHCĐ năm 2026, REE đã chia sẻ danh mục dự án phát triển rõ ràng hơn và năng lực triển khai điện gió mạnh mẽ, với Duyên Hải 1 đã đi vào vận hành, trong khi Duyên Hải 2&3 và Phú Cường 1A&1B đang được phát triển.
- Ban lãnh đạo cho biết công ty đang nghiên cứu khoảng 700 MW điện mặt trời nổi (đã điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu).

REE đặt mục tiêu doanh thu mảng M&E đạt 1 tỷ USD vào năm 2030 (gấp khoảng 7,4 lần so với năm 2025), được thúc đẩy bởi các dự án sân bay, trung tâm dữ liệu/bán dẫn, EPC điện mặt trời mái nhà và điện mặt trời nổi, máy biến áp và hạ tầng truyền tải phục vụ điện gió, cùng các dự án LNG. Theo đó, trong Báo cáo Cập nhật tháng 4, chúng tôi đã nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của mảng M&E giai đoạn 2026-2030 (chiếm khoảng 10% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của REE) lên thêm 59% thông qua việc tăng dự báo doanh thu thêm 68%.

Chúng tôi dự báo diện tích sàn cho thuê thuần (NFA) của mảng văn phòng sẽ tăng 21% lên khoảng 220.000 m² vào năm 2028 nhờ việc đưa vào vận hành các dự án văn phòng cho thuê tại Phú Hữu.

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 4/2026, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và nâng 1% giá mục tiêu lên 66.900 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh cổ tức cổ phiếu 15%). Động lực chính đến từ (1) việc tăng 47% định giá mảng điện gió (nhờ nâng 62% dự báo công suất điện gió bổ sung giai đoạn 2026-2030 lên 1.100 MW). Mức tăng này lớn hơn tác động từ (2) việc giảm 9% định giá mảng thủy điện (sau khi giảm 9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030) và (3) giảm 11% định giá mảng văn phòng cho thuê (sau khi giảm 11% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 do giá thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy thấp hơn).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng 14% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi tăng trưởng lợi nhuận ở tất cả các mảng hoạt động, trong đó mảng M&E tăng 85% YoY (nhờ tăng trưởng doanh thu và không còn trích lập dự phòng), mảng văn phòng cho thuê tăng 26% YoY (nhờ tỷ lệ lấp đầy phục hồi), mảng BĐS tăng gấp 2,3 lần YoY (nhờ khả năng ghi nhận các giao dịch bán buôn quy mô lớn), và mảng điện tăng 6% YoY (96 MW công suất điện gió mới ghi nhận toàn phần bù đắp cho lợi nhuận thủy điện thấp hơn YoY).

Định giá của REE ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 11,6x, thấp hơn 24% so với mức P/E trung vị trong 2 năm của REE và tương ứng PEG là 0,5 dựa trên CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2028 ở mức 22%.

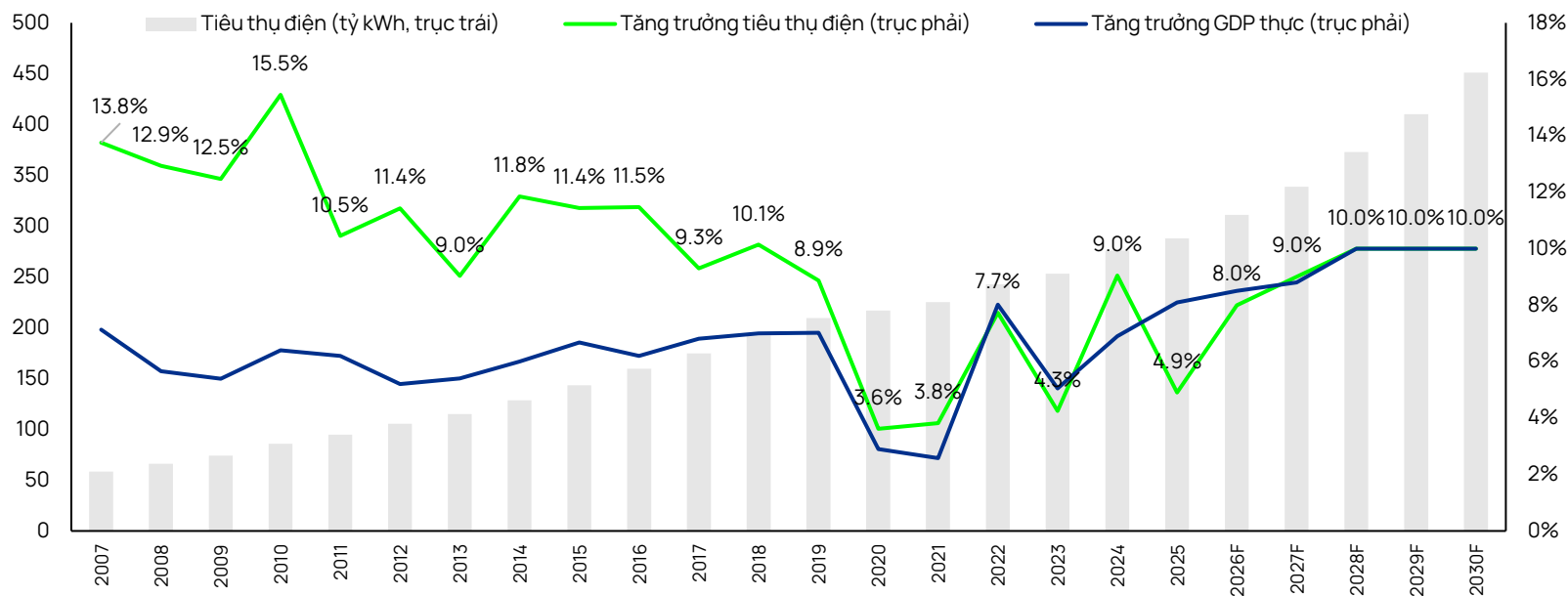
Rủi ro: tiến độ triển khai các dự án điện gió mới và điện mặt trời nổi chậm hơn kỳ vọng; doanh thu mảng M&E thấp hơn kỳ vọng. **Yếu tố hỗ trợ:** hoàn nhập dự phòng mảng M&E khoảng 580 tỷ đồng; khả năng ghi nhận lãi từ việc bán các chứng khoán kinh doanh đang nắm giữ (VIB) trong dài hạn; đầu tư 500 MW điện gió ngoài khơi.

Điện truyền thống

Lượng tiêu thụ điện 5T 2026 tăng +8,7% YoY

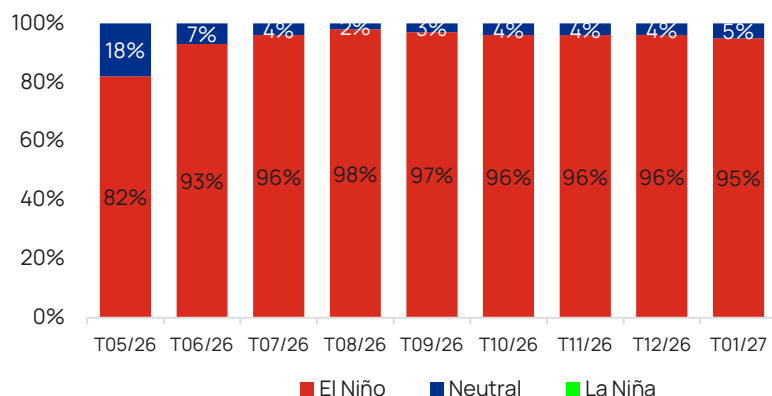
- Cục Điện lực Việt Nam gần đây dự báo lượng tiêu thụ điện trong 5T 2026 sẽ tăng mạnh 8,7% YoY, tăng tốc so với mức +6,5% YoY trong quý 1, được thúc đẩy bởi cả nhu cầu từ khu vực công nghiệp và hộ gia đình (thời tiết nắng nóng). Lũy kế từ đầu năm đến ngày 25/05, tiêu thụ điện toàn quốc đã tăng 8,3% YoY, trong đó khu vực miền Bắc/miền Trung/miền Nam lần lượt tăng 11,1%/7,8%/5,6% YoY.
- Chúng tôi đã điều chỉnh tăng nhẹ dự báo tăng trưởng nhu cầu điện năm 2026 trong báo cáo cập nhật gần đây nhờ nhu cầu 5T cao hơn kỳ vọng và hiện tượng El Niño sắp tới: kịch bản cơ sở 8,0% YoY (GDP +8,5% YoY); kịch bản tích cực 9,0% YoY (El Niño có thể mạnh hơn dự kiến); và kịch bản thận trọng 7,0% YoY (GDP +7,5% YoY).
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện giai đoạn 2027-30 ở mức 9%/10%/10%/10%, tương ứng, nhờ được hỗ trợ bởi dự báo tăng trưởng GDP năm 2027F đạt +8,8% YoY và mục tiêu tăng trưởng 10% của Chính phủ cho giai đoạn 2028-30.

So sánh tăng trưởng tiêu thụ điện và tăng trưởng GDP của Việt Nam*



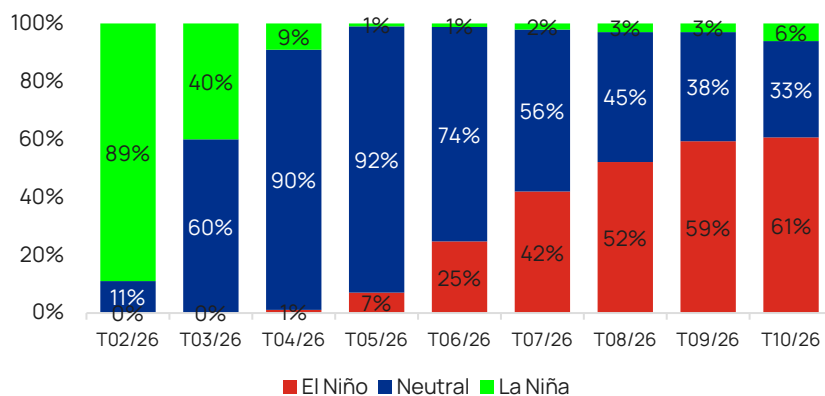
El Nino xuất hiện từ tháng 05/2026

Xác suất xảy ra các trạng thái thời tiết tính đến tháng 05/2026



- Xác suất hiện tại của **hiện tượng El Nino trong giai đoạn tháng 05-tháng 09 đã tăng mạnh lên 82%-98%**, so với dự báo đồng thuận vào tháng 02/2026 (xác suất El Nino trong giai đoạn tháng 05-tháng 09 là 7%-59%).
- **Nhiệt điện:** Nhu cầu điện hộ gia đình cao hơn (làm mát) và giá CGM cao hơn, mang lại lợi ích nhẹ cho các nhà máy nhiệt điện than và khí (POW, NT2, QTP, PPC).
- **Thủy điện:** Tác động hơi tiêu cực, nhưng không làm thay đổi đáng kể dự báo LNST năm 2026F hiện tại của chúng tôi do giá CGM cao bù đắp cho sản lượng thấp hơn (REE, HDG); rủi ro giảm nhẹ đối với PC1 (chưa được phản ánh trong giả định El Nino).

Xác suất xảy ra các trạng thái thời tiết tính đến tháng 02/2026



Dự báo của Vietcap về công suất phát điện của Việt Nam (MW)

MW	2022	2023	2024	2025E	2026F
Thủy điện	22.544	22.872	23.664	24.640	25.513
Nhiệt điện than	25.312	26.757	26.757	28.100	29.610
Nhiệt điện khí & LNG	7.160	7.160	7.160	7.910	8.660
Điện mặt trời (trang trại)	8.736	8.736	8.736	8.950	9.080
Điện mặt trời (mái nhà)	7.954	7.954	7.954	7.954	8.961
Điện gió	3.980	4.757	4.757	6.640	8.215
Khác	2.114	2.319	3.372	3.406	3.706
Tổng cộng	77.800	80.555	82.400	87.600	93.745
Tăng trưởng (%)	1,5%	3,5%	2,3%	6,3%	7,0%

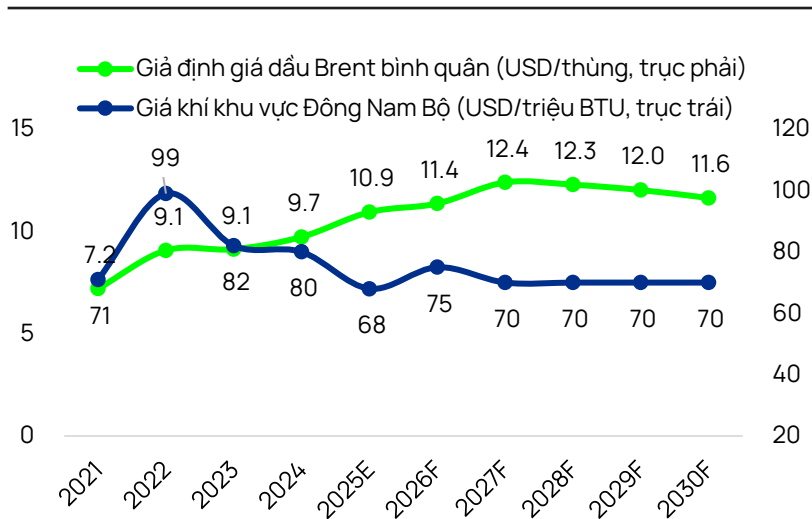
Giá khí/than dự kiến tăng 4%/27% YoY trong năm 2026

Chúng tôi kỳ vọng giá khí cho các nhà máy điện sẽ **ổn định trong giai đoạn 2026-29F** ở mức khoảng 11-12 USD/triệu BTU, qua đó hỗ trợ **tăng trưởng nhu cầu từ các nhà máy điện** trong bối cảnh EVN có khả năng tiếp tục tăng giá bán lẻ điện.

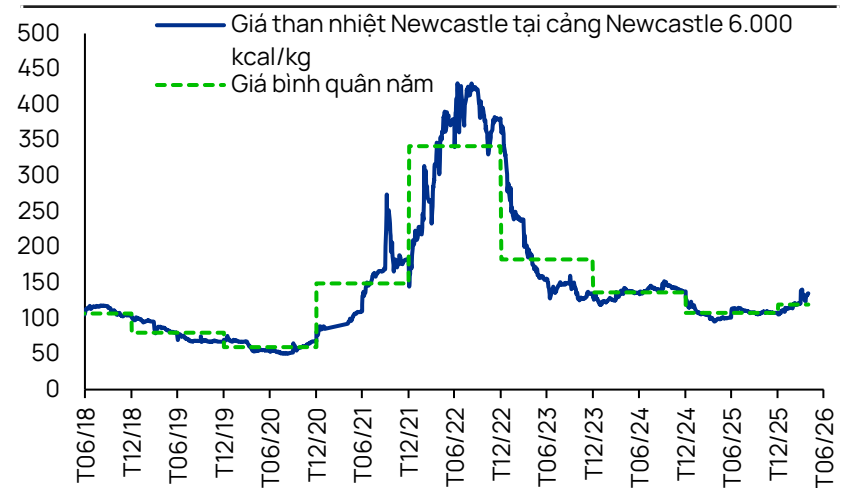
Dự báo giá than nội địa 5a bình quân và giá than pha trộn quy đổi tương đương

Triệu đồng/tấn	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Than nội địa 5a (5,500 kcal/kg)	1,808	1,898	1,993	2,093	2,198	2,308	2,423	2,544
Tăng trưởng YoY	-2,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Than pha trộn, quy đổi tương đương 5a (*)	2,238	2,460	2,275	2,890	2,602	2,706	2,792	2,906
Tăng trưởng YoY	-18,3%	9,9%	-7,5%	27,0%	-10,0%	4,0%	3,2%	4,1%

Triển vọng giá khí cho các nhà máy điện tại khu vực Đông Nam Bộ (USD/triệu BTU)



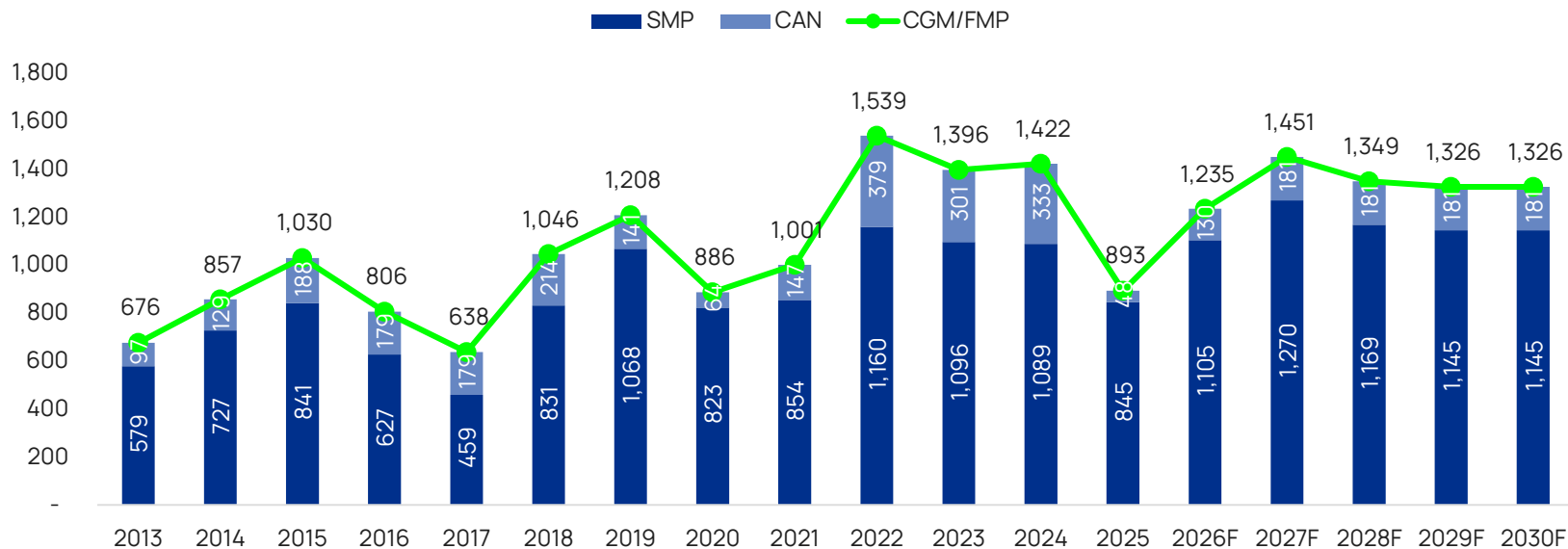
Giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg) (USD/tấn)



Giá CGM năm 2026 dự kiến tăng 38% YoY nhờ nhu cầu mạnh và khả năng xảy ra El Nino gia tăng

- Giá CGM bình quân 4T 2026 đạt 1.401 đồng (+9% YoY), được hỗ trợ bởi (1) mức tiêu thụ điện cao hơn và (2) chi phí đầu vào gia tăng (khí/than). Mức này tương đương 120% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi.
- Trong lần cập nhật gần đây, chúng tôi đã nâng 5,8% dự báo giá CGM năm 2026 lên 1.235 đồng/kWh (+38% YoY), nhờ (1) mức tăng 23% đối với dự báo giá than năm 2026F so với Báo cáo Cập nhật tháng 1/2026 (được thúc đẩy bởi mức tăng 20% của báo cáo đồng thuận Bloomberg sau các đợt tăng giá thực tế; xem thêm trong Báo cáo Cập nhật Ngành Điện tháng 5/2026), (2) nhu cầu dự báo cao hơn và (3) khả năng xuất hiện El Nino, thay vì điều kiện thời tiết trung tính như giả định trước đây của chúng tôi. Các yếu tố này lần ắt tác động từ việc giảm 1% dự báo giá khí do tỷ trọng LNG đắt đỏ thấp hơn.

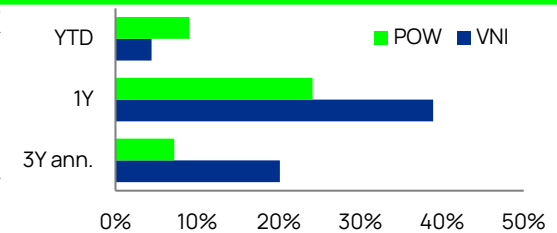
Triển vọng giá CGM bình quân (đồng/kWh)



POW - Chi phí đầu tư thấp hơn củng cố lợi thế cạnh tranh của Nhơn Trạch 3&4

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Giá cổ phiếu (27/05)	13.800 VND	Doanh thu	34.306	52.059	61.313	62.411
Giá mục tiêu*	18.000 VND	%YoY	13,2%	51,7%	17,8%	1,8%
		LNST-CĐTS	2.427	3.215	4.249	4.502
		% YoY	118,3%	32,5%	32,2%	6,0%
TL tăng	+30,4%	LNST-CĐTS cốt lõi	2.637	2.723	3.649	4.502
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	147%	3%	34%	23%
Tổng mức sinh lời	+30,4%	Biên LN gộp	13,1%	11,1%	10,9%	11,3%
		Nợ vay ròng/VCSH	25,8%	14,7%	-4,7%	-15,5%
		ROE	7,3%	8,7%	10,1%	9,7%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
GT vốn hóa	42,1 nghìn tỷ đồng	P/E cốt lõi	19,4x	17,7x	13,2x	10,5x
Room KN	19,7 nghìn tỷ đồng	P/E báo cáo	21,2x	14,7x	11,1x	10,5x
GTGD/ngày (30n)	207,8 tỷ đồng	P/B	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
Cổ phần Nhà nước	80%	EV/EBITDA	7,4	5,0	4,6	4,4
SL cổ phiếu lưu hành	3.068 tr					
Pha loãng	3.068 tr					

*cập nhật ngày 29/03/2026



Tổng quan Công ty

PV Power là nhà sản xuất điện lớn thứ ba tại Việt Nam. Công ty sở hữu danh mục nguồn điện với tổng công suất 5.800 MW, tương đương khoảng 7% tổng công suất nguồn điện quốc gia. Thế mạnh của công ty tập trung ở các nhà máy điện khí (2.700 MW) và các nhà máy điện LNG (NT3&4 - 1.600 MW), chiếm 74% tổng công suất. Phần công suất còn lại đến từ nhiệt điện than (Vũng Áng - 1.200 MW) và thủy điện (325 MW).

POW có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ nhu cầu điện ngày càng tăng của Việt Nam nhờ nền tảng điện khí/LNG quy mô lớn. POW là nhà sản xuất điện lớn thứ ba tại Việt Nam với danh mục công suất 5.800 MW, tương đương khoảng 7% tổng công suất nguồn điện quốc gia, trong đó các nhà máy điện khí/LNG chiếm 74%. Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ hưởng lợi từ sự quay trở lại của hiện tượng El Nino nhờ danh mục nhiệt điện lớn, đóng vai trò là nguồn điện nền đáng tin cậy.

NT3 và NT4 mới đi vào vận hành sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận trung hạn chủ chốt của POW, được hỗ trợ bởi hiệu quả vốn đầu tư XDCB và nguồn cung LNG được đảm bảo với mức giá cạnh tranh. NT3 và NT4 là những nhà máy điện LNG tiên phong tại Việt Nam, đồng thời có khả năng là các nhà máy điện LNG có chi phí thấp nhất tại Việt Nam, qua đó củng cố lợi thế cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh, bên cạnh tỷ suất hao nhiệt thấp hơn (mức tiêu thụ khí trên mỗi kWh điện sản xuất) so với các nhà máy điện khí khác. Hợp đồng LNG dài hạn giữa GAS và Shell đảm bảo khoảng 39% nhu cầu LNG đầu vào mà chúng tôi dự báo cho giai đoạn 2027-2029, với giá LNG theo hợp đồng dài hạn được ước tính thấp hơn khoảng 20% so với giá LNG trên thị trường giao ngay. Chúng tôi kỳ vọng NT3 và NT4 sẽ chuyển từ trạng thái lỗ dự kiến trong năm 2026 sang đạt LNST ở mức khoảng 1 nghìn tỷ đồng vào năm 2028.

POW sở hữu danh mục dự án tiềm năng quy mô lớn có thể tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Danh mục dự án tiềm năng của công ty bao gồm LNG Quỳnh Lập, LNG Quảng Ninh, LNG Vũng Áng III và Cà Mau 3/kho LNG Cà Mau, mỗi dự án có công suất quy hoạch khoảng 1.500 MW.

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 5, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và nâng 7,8% giá mục tiêu của POW lên mức 18.000 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu cao hơn được thúc đẩy bởi việc tăng 9,4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030, cùng với tác động tích cực từ việc cập nhật thời điểm định giá, bù đắp cho tác động tiêu cực từ nợ vay ròng tăng cao.

Các mức điều chỉnh tương ứng +26%/+63%/+5%/+2%/-6% cho các năm 2026/27/28/29/30 xuất phát từ dự báo của chúng tôi về: (1) LNST cộng gộp từ NT3 và NT4 cao hơn 14% do chúng tôi dự báo chi phí khấu hao thấp hơn 6%; (2) LNST cộng gộp từ Vũng Áng cao hơn 2%; và (3) khoản thanh toán 1,6 nghìn tỷ đồng từ EVN liên quan đến lỗ tỷ giá, qua đó giúp bù đắp cho tác động từ (4) việc giảm 12% dự báo LNST cộng gộp của NT2 (xem Báo cáo Cập nhật NT2 ngày 28/05/2026 của chúng tôi).

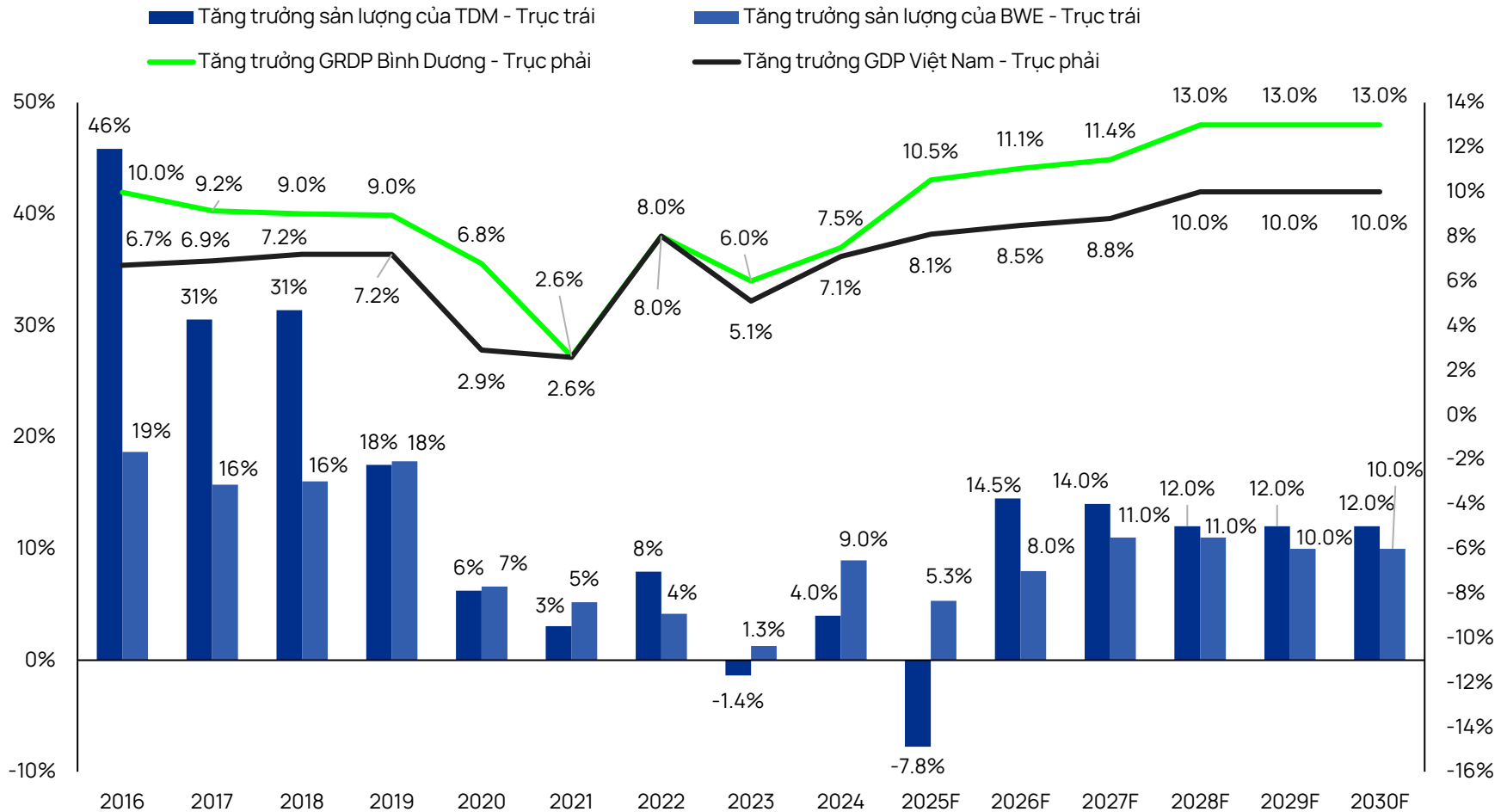
Định giá của POW tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 14,7x, tương ứng PEG là 0,6 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2026-2030 ở mức 22%. Tốc độ tăng trưởng EPS mạnh chủ yếu đến từ NT3 và NT4, với LNST ước tính đạt 1,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, so với mức lỗ 304 tỷ đồng trong năm 2026.

Yếu tố hỗ trợ: các dự án mới. **Rủi ro:** sản lượng điện năm 2027 thấp hơn kỳ vọng; tỷ giá USD/VND tăng mạnh hơn kỳ vọng.

Ngành Nước

Triển vọng tích cực cho ngành nước sạch tại tỉnh Bình Dương (cũ)

Triển vọng sản lượng nước của BWE và TDM



Giá nước tại Bình Dương dự kiến sẽ tăng

Mô hình 1: Giá nước tăng đều khoảng 3%-5% mỗi năm.

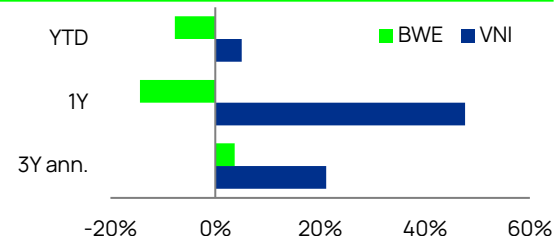
Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bình Dương (cũ)	16%		4%			6%	5%	5%	6%	5%			
TP. HCM	11%						6%	6%	6%	6%			
Bà Rịa - Vũng Tàu	10%		9%	11%	10%	14%						8%	
Bình Phước			4%		5%	3%	3%	11%	12%	5%	4%	4%	4%
Đồng Nai			4%		4%						17%		
Tây Ninh				23%		2%		14%	8%	8%	8%		5%
Long An						5%					7%	3%	11%

Mô hình 2: Giá nước được điều chỉnh tăng mạnh (~30%-50%) sau khi được giữ ổn định trong nhiều năm.

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Hà Nội	13%	12%	10%								36%	10%	
Đồng Nai		36%								15%			
Cần Thơ	43%						14%					33%	
Sóc Trăng				17%			32%		10%				
Đà Nẵng						48%			11%		17%		
Hải Phòng			13%		21%		13%						33%
Bình Dương				41%									
Bà Rịa - Vũng Tàu					31%					28%			
Hà Tĩnh		39%									18%		15%
Quảng Ngãi	16%			25%								37%	
Nghệ An		10%				8%			12%				32%

BWE - Phát hành quyền mua 14%, mở rộng sang Phú Quốc

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F	
Giá cổ phiếu (27/05)	43.750 VND	Doanh thu	4.543	4.703	5.663	6.476	
Giá mục tiêu*	51.600 VND	%YoY	14,7%	3,5%	20,4%	14,4%	
		LNST-CĐTS	991	1.024	1.555	1.935	
		% YoY	55,1%	3,3%	51,9%	24,5%	
TL tăng	+17,9%	LNST cốt lõi	1.013	1.034	1.563	1.935	
Lợi suất cổ tức	3,0%	EPS cốt lõi	33,4%	2,1%	51,1%	23,8%	
Tổng mức sinh lời	+20,9%	Cổ tức (VND)	1.300	1.400	1.500	1.600	
		Biên LN gộp	43,1%	43,7%	49,3%	50,7%	
Ngành	Tiện ích	Biên LN ròng	21,8%	21,8%	27,5%	29,9%	
GT vốn hóa	9,6 nghìn tỷ đồng	ROE	16,8%	14,3%	18,1%	19,8%	
Room KN	4,5 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/VCSH	89,9%	72,4%	62,3%	46,6%	
GTGD/ngày (30n)	7,9 tỷ đồng	P/E	11,1x	12,1x	8,0x	6,4x	
Cổ phần Nhà nước	19%	P/B	1,6x	1,3x	1,3x	1,1x	
SL cổ phiếu lưu hành	220 tr	EV/EBITDA	8,0x	7,7x	6,9x	5,8x	
Pha loãng	251 tr	*cập nhật ngày 13/05/2026					



Tổng quan Công ty

BWE là doanh nghiệp cấp nước lớn thứ hai tại Việt Nam, với công suất đạt 822.000 m³/ngày tính đến năm 2023. BWE cung cấp chuỗi giá trị môi trường khép kín, từ sản xuất và phân phối nước sạch (đóng góp 80% lợi nhuận gộp) đến xử lý nước thải. Ngoài ra, BWE còn hoạt động trong lĩnh vực xử lý chất thải, dịch vụ tang lễ, và điện mặt trời áp mái.

BWE là một trong những công ty cấp nước và phân phối nước lớn nhất Việt Nam với 100% thị phần tại tỉnh Bình Dương (cũ) và khoảng 15% thị phần toàn quốc (khi cộng gộp với TDM). BWE cũng sở hữu danh mục rộng các công ty con và công ty liên kết, tạo ra dòng tiền ổn định và đáng kể.

BWE hưởng lợi từ nhu cầu nước tăng trưởng mạnh. Chúng tôi tin rằng với tăng trưởng GDP của Việt Nam được kỳ vọng khả quan hơn trong các năm 2026 và 2027, đồng thời TP.HCM và Bình Dương (cũ) là những động lực tăng trưởng quan trọng của nền kinh tế, GDP của các địa phương này cũng sẽ tăng trưởng mạnh hơn tương ứng. Các yếu tố này sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nước từ hoạt động sản xuất công nghiệp tăng mạnh hơn. Do đó, chúng tôi giữ nguyên giả định tăng trưởng sản lượng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 8% và 11%, so với mức trung bình 15% trong giai đoạn trước COVID-19.

Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-2030 sẽ đạt 21%, được thúc đẩy bởi (1) CAGR sản lượng nước thương phẩm đạt 10%, (2) giá nước tăng 3%/năm kể từ ngày 01/01/2027, (3) phí xử lý rác thải tăng 20% kể từ năm 2027, (4) thu nhập cổ tức và phần lợi nhuận được chia mạnh từ các công ty liên kết có hiệu quả hoạt động tốt, (5) công suất của Biwase Long An tăng gấp đôi lên 120.000 m³/ngày, và (6) giá vốn trên mỗi đơn vị sản phẩm giảm nhờ tiết kiệm chi phí điện.

Trong Báo cáo Cập nhật tháng 5, chúng tôi giảm 12,1% giá mục tiêu của BWE xuống còn 51.600 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA. Việc giảm giá mục tiêu chủ yếu đến từ (1) việc chúng tôi đưa vào mô hình định giá đợt phát hành thêm 14% cổ phiếu, làm giảm khoảng 16% định giá riêng lẻ của BWE (do số lượng cổ phiếu tăng lên và chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cộng gộp giai đoạn 2026-2030), lớn hơn tác động tích cực từ (2) việc cập nhật thời điểm định giá sang giữa năm 2027, (3) đóng góp từ Biwase Kiên Giang (công ty con sở hữu 100%), và (4) việc đưa vào mô hình CTCP Nước Ninh Thuận (NNT) mới được mua lại (dự kiến là công ty liên kết với tỷ lệ sở hữu 42%), mang lại mức lợi suất khoảng 10%.

Mức điều chỉnh giảm đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cộng gộp giai đoạn 2026-2030 chủ yếu đến từ (1) chi phí khấu hao cao hơn để hiện đại hóa hệ thống đường ống cũ và chi phí lao động cao hơn theo kế hoạch được ban lãnh đạo chia sẻ tại ĐHCĐ gần đây, cùng với (2) việc chúng tôi lùi giả định tăng 20% phí xử lý rác thải sinh hoạt thêm sáu tháng sang cuối năm 2026, lớn hơn tác động tích cực từ (3) việc đưa Biwase Kiên Giang vào mô hình và (4) thu nhập cổ tức cũng như phần lợi nhuận được chia từ NNT.

Định giá của BWE ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 12,1x, tương ứng PEG là 0,3 (dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2026-2028) và thấp hơn 14% so với mức trung bình 4 năm của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Rủi ro giảm giá: Giá nước tăng chậm hơn kỳ vọng.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên Hệ

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

+84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Giám đốc

Hoàng Nam, ext 124

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Ngân hàng, Chứng khoán & Bảo hiểm

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Bất động sản

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp & Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 149

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí & Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư vấn Đầu tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc Điều hành

Phòng Tư vấn Đầu tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn