



SSI RESEARCH

Phác thảo
Chiến lược Đầu tư 2027:

Dốc đứng
Chân vững



TÓM TẮT

Việt Nam bước vào năm 2027 với nền tảng vững chắc, song biên an toàn đã thu hẹp.

Đà tăng trưởng vẫn được duy trì. Tuy nhiên, vấn đề cốt lõi hiện tại nằm nhiều hơn ở nguồn vốn thay vì tổng cầu. Chất lượng tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào tiến độ hoàn thành dự án cơ sở hạ tầng, khả năng thúc đẩy mức tăng thu nhập hộ gia đình và hiệu quả sử dụng vốn.

Tăng trưởng vẫn mạnh dù mặt bằng lãi suất khó giảm mạnh.

Chúng tôi dự báo GDP năm 2027 tăng 9-9,5%. Động lực đến từ các dự án đầu tư bước vào giai đoạn triển khai, khu vực sản xuất duy trì sức chống chịu và khu vực dịch vụ đóng góp nhiều hơn. Giả định của chúng tôi là chi phí vốn ổn định ở mức cao. Trong ngắn hạn, mở rộng công suất là động lực chính nhưng trong trung hạn, phép thử là khả năng nâng cao năng lực nội tại. Giải ngân đầu tư công đang cải thiện nhưng nhiều khả năng chưa đột biến. Việc đa dạng hóa nguồn vốn sâu hơn qua tài trợ dự án, mô hình PPP và vốn từ nhà đầu tư tổ chức vẫn là cơ hội trung hạn. Đây chưa phải nguồn hỗ trợ đáng kể trong năm 2027.

Thị trường dự kiến biến động trong nửa đầu năm, sau đó vững dần.

Trong kịch bản cơ sở, mục tiêu VN-Index của chúng tôi là 1.940 điểm, dựa trên dự báo lợi nhuận toàn thị trường tăng 10% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng thị trường tiếp tục giằng co trong nửa đầu năm do mặt bằng lãi suất cao. Đà phục hồi bền vững hơn có thể xuất hiện trong giai đoạn nửa sau của năm khi áp lực lãi suất hạ nhiệt và dòng vốn ngoại quay lại nhờ các quỹ thụ động theo FTSE tăng cường giải ngân theo lộ trình, cùng kỳ vọng về khả năng Việt Nam vào danh sách theo dõi nâng hạng của MSCI. Định giá đang hấp dẫn, đặc biệt khi loại trừ nhóm Vingroup, P/E dự phóng 2027 chỉ ở mức 8,3x, tương đương hay thậm chí thấp hơn các giai đoạn khủng hoảng trước đây. Trong khi đó, xu hướng phân hóa theo hình chữ K tiếp tục có lợi cho các doanh nghiệp đầu ngành, quy mô lớn và tài chính vững mạnh.

Rủi ro trọng yếu nằm ở chất lượng phân bổ vốn hơn là mặt bằng lãi suất.

Vốn ngân sách, tín dụng ngân hàng, trái phiếu dự án và các khoản thanh toán bằng đất đang dồn vào một số hệ sinh thái doanh nghiệp, từ đó làm tổng quy mô tín dụng tăng nhanh hơn khả năng tạo dòng tiền và hấp thụ tổn thất của bên vay. Đồng thời, chênh lệch lớn giữa tăng trưởng tín dụng và huy động khiến chi phí vốn neo cao. Chất lượng tài sản cũng dễ bị ảnh hưởng nếu khả năng hấp thụ của thị trường bất động sản suy yếu. Bên cạnh đó, thị trường cũng có thể chịu ảnh hưởng từ các yếu tố ngoại sinh như lợi suất toàn cầu ở mức cao; chính sách thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam chưa ngã ngũ, trong bối cảnh Việt Nam là nước xuất siêu lớn nhất; căng thẳng địa chính trị lặp lại.

Quan điểm ngành.

Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với các nhóm hưởng lợi rõ nét nhất từ đầu tư hạ tầng: Vật liệu xây dựng (HPG, HT1); Bất động sản khu công nghiệp (VGC, IDC), cùng GVR, PHR, DPR nhờ thu nhập và lợi suất từ chuyển đổi đất cao su. Với đánh giá TRUNG LẬP, chúng tôi ưu tiên chọn lọc với các nhóm có lợi nhuận duy trì tốt nhưng bị hạn chế bởi định giá hoặc nguồn vốn: Ngân hàng (VCB, TCB, MBB), Tiêu dùng (MWG, MSN), Công nghệ (FPT), Dầu khí (PVD) và Điện (NT2, POW).

MỤC LỤC

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM 2027: DỐC ĐỨNG, CHÂN VỮNG	4
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG 9T2026	8
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2027	11
Các rủi ro chính	17
Chủ điểm đầu tư	18
TRIỂN VỌNG NGÀNH.....	21
Tài chính – Ngân hàng: Tâm điểm “lãi suất”	21
Bất động sản – Bất động sản Nhà ở: Thị trường bước vào giai đoạn tái cấu trúc	33
Bất động sản – BĐS Khu công nghiệp: Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ nhờ hoạt động cho thuê đất cải thiện	37
Hàng tiêu dùng: Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại đã được phản ánh phần lớn vào giá	42
Dầu khí: Lợi nhuận đột biến hạ nhiệt, chu kỳ đầu tư tiếp diễn	47
Vật liệu xây dựng: Bứt phá nhờ lực đẩy đầu tư công	52
Công nghệ & Viễn thông: Lo ngại về AI và lãi suất cao gây áp lực lên định giá, nhưng lợi nhuận vẫn duy trì ổn định	57
Tiện ích – Điện: Nhiệt điện duy trì tỷ trọng phát điện cao, nhu cầu phát triển nguồn điện vẫn hiện hữu	61
KHUYẾN NGHỊ	65
TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ	65
THÔNG TIN LIÊN HỆ	65

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM 2027: ĐỐC ĐỨNG, CHÂN VỮNG

Nền tảng vững chắc, dư địa sai sót thu hẹp

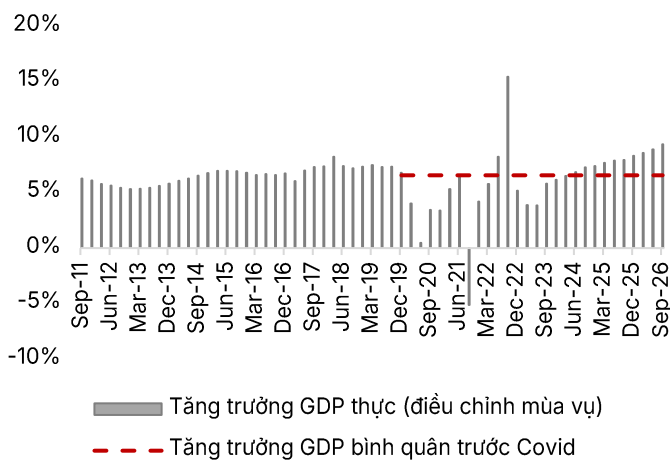
1. Tăng trưởng mạnh, nhưng mức hưởng lợi chưa đồng đều

Chúng tôi dự báo GDP năm 2027 tăng 9–9,5%, nhờ đầu tư xây dựng, sản xuất chế biến – chế tạo và dịch vụ. Kịch bản này giả định chi phí vốn duy trì ở mức cao, không dựa vào kỳ vọng lãi suất giảm mạnh.

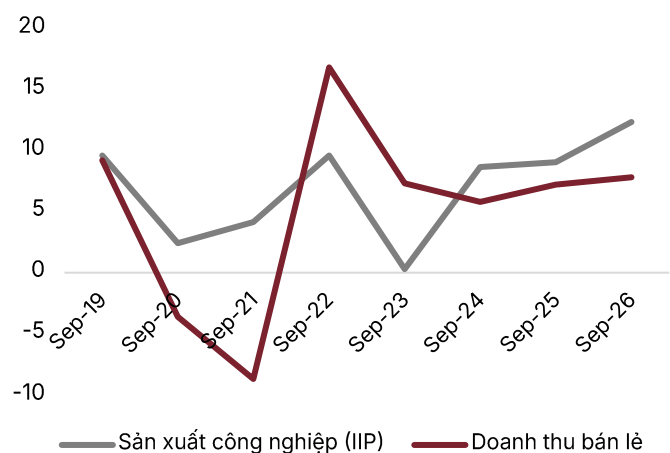
Việt Nam có nền tảng tích cực: GDP 9 tháng năm 2026 tăng 9,01%, sản xuất công nghiệp tăng 12,3% và vốn FDI giải ngân tăng 12,1% cùng với việc lần đầu tiên cán cân thương mại thặng dư trong tháng 9. Tuy nhiên, tiêu dùng phục hồi chậm hơn, với bán lẻ thực, tức sau khi loại trừ yếu tố giá, tăng 7,8%. Tiêu dùng dịch vụ có đà tăng tốt hơn tiêu dùng hàng hóa; việc làm và thu nhập cải thiện nhưng chưa lan tỏa đồng đều.

Đầu tư công tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng. Tuy nhiên, **giải ngân không đồng nghĩa với sản lượng mới**: thanh toán có thể dành cho công việc đã hoàn thành. Cần theo dõi tiến độ thi công và công trình đưa vào sử dụng, không chỉ số tiền đã chi.

Tăng trưởng GDP theo quý, điều chỉnh mùa vụ



Tăng trưởng IIP và doanh thu bán lẻ lũy kế (%)



Nguồn: SSI Research

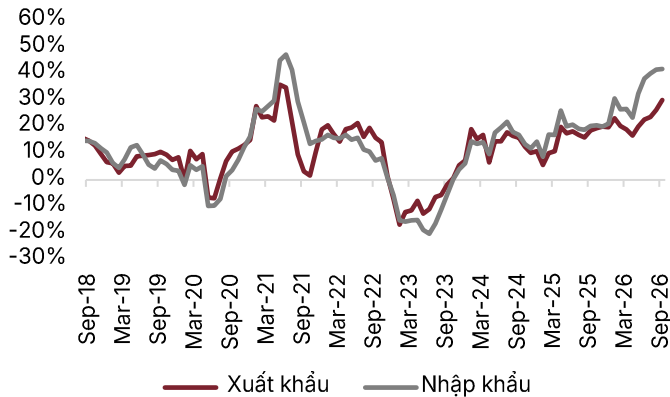
2. Đầu tư cần chuyển thành năng lực sản xuất

Mở rộng hạ tầng và nhà máy giúp tăng sản lượng trước mắt. Để tăng trưởng bền vững, Việt Nam cần nâng **năng suất**, tức tạo ra nhiều giá trị hơn từ cùng một lượng vốn và lao động.

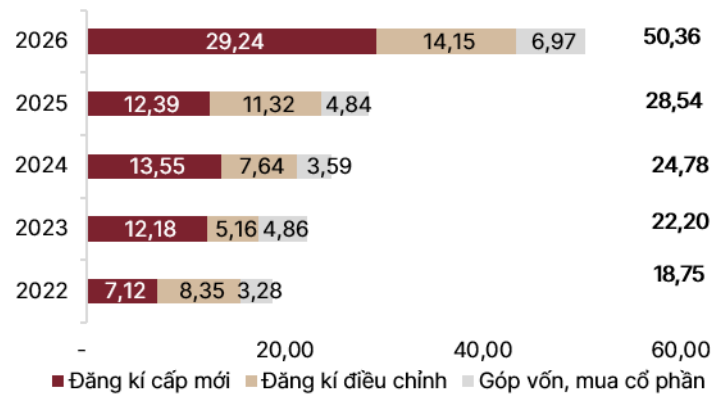
Khái niệm **độ phức tạp kinh tế** nhấn mạnh khả năng tích lũy kỹ năng, công nghệ và chuyên môn để sản xuất những sản phẩm có yêu cầu cao hơn. Với Việt Nam, cơ hội không chỉ là thu hút FDI để tăng xuất khẩu hay tạo công ăn việc làm, mà còn giúp doanh nghiệp trong nước tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng (linh kiện, kỹ thuật, kiểm định và thiết kế).

Xuất khẩu công nghệ cao chưa có nghĩa doanh nghiệp nội địa đã làm chủ các khâu giá trị cao. Cần đánh giá sự tham gia của nhà cung cấp trong nước và khả năng tiếp thu công nghệ. Những lợi ích này hình thành từng bước, khó thể hiện đầy đủ ngay trong năm 2027.

Tăng trưởng xuất/nhập khẩu



Nguồn vốn FDI vào Việt Nam (lũy kế, tỷ USD)



Nguồn: SSI Research

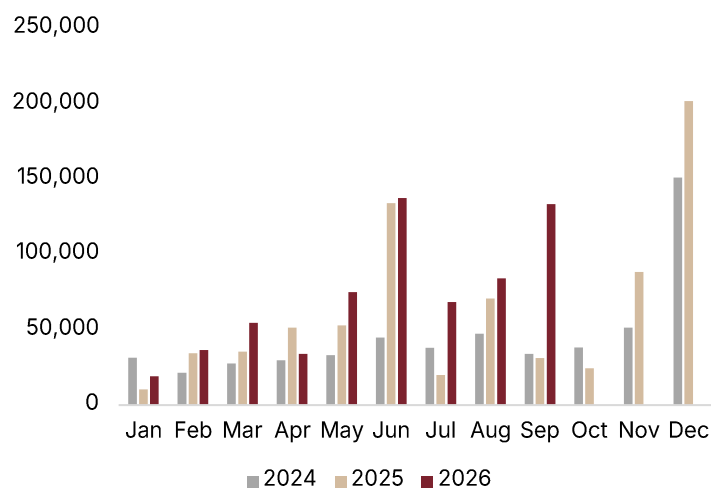
3. Đầu tư công tăng trưởng mạnh, nhưng còn nhiều thách thức

Tiến độ đầu tư công đang cải thiện khi nhiều dự án bước vào giai đoạn xây dựng. Tuy nhiên, mặt bằng, vật liệu, nhân lực và năng lực nhà thầu vẫn có thể gây chậm trễ.

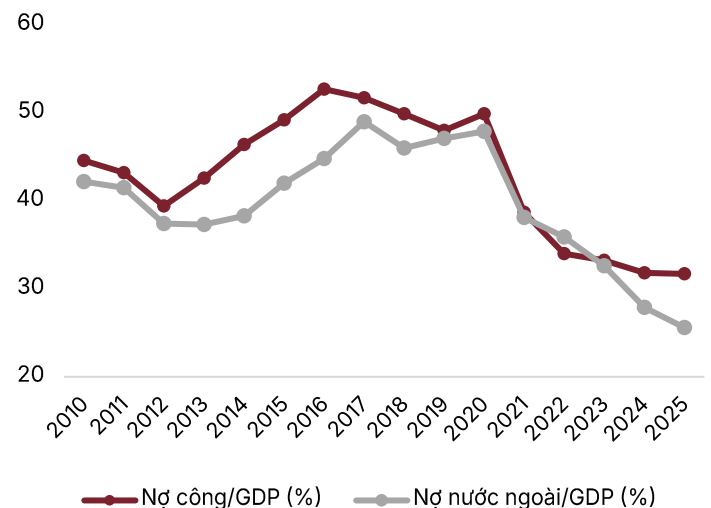
Nguồn vốn ngoài ngân sách cũng chưa dễ huy động. Với dự án hợp tác công tư (PPP), **được phê duyệt hoặc ký hợp đồng chưa có nghĩa đã thu xếp đủ vốn**. Dự án cần được đánh giá bằng hiệu quả kinh tế, khả năng hoàn vốn và cách phân chia rủi ro.

Trái phiếu PPP (trái phiếu cơ sở hạ tầng) có thể mở rộng nguồn tài trợ, nhưng nếu ngân hàng vẫn bảo lãnh, rủi ro có thể vẫn nằm trong hệ thống ngân hàng. Đa dạng hóa nguồn vốn là cơ hội trung hạn, chưa nên kỳ vọng tạo hỗ trợ lớn ngay trong năm 2027.

Đầu tư công (tỷ đồng)



Nợ công và nợ nước ngoài/GDP



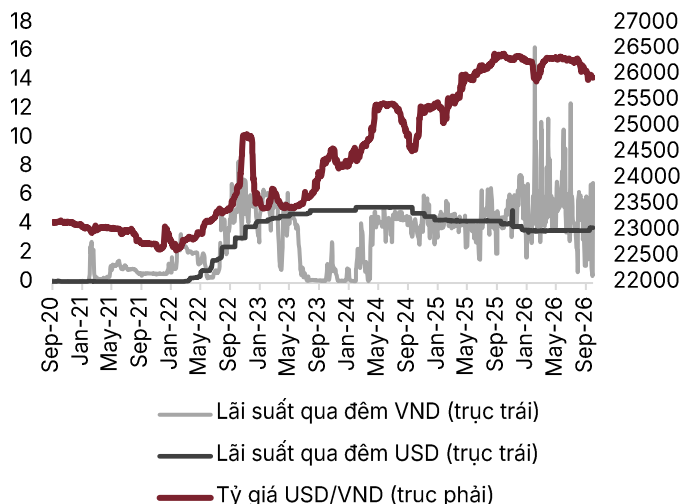
Nguồn: SSI Research

4. Không nên kỳ vọng quá nhiều vào việc giảm lãi suất

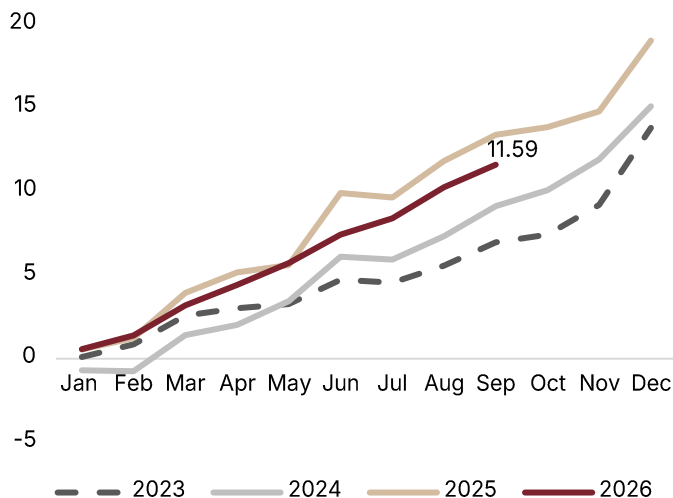
Chi phí huy động của ngân hàng tăng đang dần ảnh hưởng đến lãi suất cho vay. Trong khi đó, lạm phát ở mức cao hạn chế khả năng giảm lãi suất trên diện rộng.

Thanh toán ngân sách và hoàn thuế GTGT nhanh hơn có thể cải thiện **dòng tiền**, giúp doanh nghiệp trả nhà cung cấp, trả lương và giảm vay ngắn hạn. Tuy nhiên, giải ngân tăng không tự động khiến nguồn vốn ngân hàng dồi dào hơn, nhất là khi nhu cầu tín dụng cũng tăng.

Lãi suất liên ngân hàng và diễn biến tỷ giá USD/VND



Tăng trưởng tín dụng (%)



Nguồn: SSI Research

Kịch bản cơ sở là chi phí vốn/lãi suất giảm chậm (vẫn duy trì ở mức tương đối cao). Lãi suất muốn giảm đáng kể cần tăng trưởng tiền gửi thuận lợi hơn so với tín dụng (cùng đã giải ngân đầu tư công nhanh hơn và các chính sách hỗ trợ hộ kinh doanh/DNVVN), cùng với lạm phát và điều kiện bên ngoài cải thiện.

5. Rủi ro trong dài hạn là tăng quy mô nhưng chưa tăng hiệu quả tương ứng

Mục tiêu tăng trưởng cao có thể giúp các bộ, ngành và địa phương phối hợp, đẩy nhanh dự án và tháo gỡ thủ tục. Tuy nhiên, áp lực đạt mục tiêu cũng đặt yêu cầu cao hơn lên việc lựa chọn dự án và **phân bổ nguồn lực**, tức đưa vốn và lao động đến nơi sử dụng hiệu quả.

Doanh nghiệp lớn có lợi thế triển khai, nhưng quy mô không bảo đảm hiệu quả. Doanh nghiệp nhỏ cũng chỉ đóng góp tốt khi có khả năng phát triển và tiếp cận được vốn.

Rủi ro tài chính tăng khi doanh nghiệp vay nhanh hơn khả năng tạo dòng tiền. Cải thiện cơ chế xử lý nợ giúp đẩy nhanh thu hồi, nhưng không xóa được tổn thất thực tế. Cần theo dõi tiền thu hồi và tài sản trở lại hoạt động, thay vì chỉ nhìn tỷ lệ nợ xấu trên báo cáo.

6. Nhà đầu tư nên theo dõi gì?

- **Tiến độ thực tế:** Giải ngân đi cùng khối lượng hoàn thành và công trình vận hành.
- **Hiệu quả doanh nghiệp:** Doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền có theo kịp đầu tư mới hay không.
- **Chi phí vốn:** Tăng trưởng tiền gửi so với tín dụng, lạm phát và áp lực tỷ giá.
- **Mức độ lan tỏa:** Thu nhập, tiêu dùng dịch vụ và khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp nhỏ.

- **Chất lượng tín dụng:** Nợ xấu mới phát sinh, dự phòng và tiền thực tế thu hồi.

Kịch bản cơ sở là tăng trưởng GDP 9–9,5%, chi phí vốn còn cao và năng suất cải thiện dần. Triển vọng sẽ tốt hơn nếu dự án hoàn thành nhanh, doanh nghiệp nội địa tham gia rộng hơn và điều kiện vốn cải thiện. Ngược lại, thi công chậm, dòng tiền yếu hoặc lạm phát tăng có thể làm giảm hiệu quả của chu kỳ đầu tư.

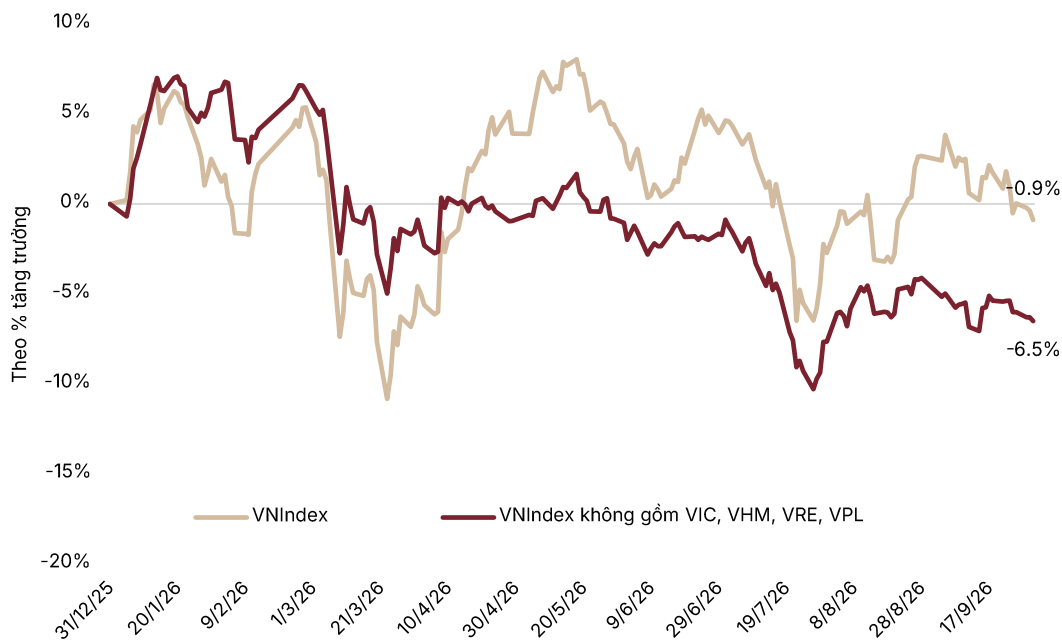
Kết luận

Việt Nam có nền tảng để tăng trưởng mạnh, nhưng chất lượng sử dụng vốn ngày càng quan trọng. **GDP tăng cao là bối cảnh thuận lợi, không phải bảo đảm mọi doanh nghiệp đều hưởng lợi.** Với nhà đầu tư, trọng tâm là doanh nghiệp có chuyển được dự án và đơn hàng thành lợi nhuận, dòng tiền và khả năng trả nợ hay không. Khi chi phí vốn còn cao, dư địa chịu đựng sai sót sẽ hẹp hơn.

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG 9T2026

TTCK Việt Nam đóng cửa tại 1.768,62 điểm vào ngày 30/9/2026, giảm 0,89% so với cuối năm 2025, trong bối cảnh mức tăng trưởng lợi nhuận rất tích cực của các doanh nghiệp chưa đủ bù đắp tác động từ cú sốc địa chính trị tại Trung Đông, mặt bằng lãi suất cao và áp lực bán ròng mạnh của khối ngoại trong 9T2026. Thị trường duy trì tính biến động cao trong suốt năm 2026, bắt đầu với mức giảm 6,2% trong quý 1, chủ yếu do nhịp điều chỉnh mạnh từ cuối tháng 2 đến cuối tháng 3 sau khi xung đột giữa Mỹ, Israel và Iran bùng phát. Chỉ số phục hồi 11% trong quý 2 và đạt đỉnh vào giữa tháng 5, mặc dù với thanh khoản suy giảm. Trong quý 3, chỉ số giảm 4,91%, khi thị trường suy yếu trong tháng 7, phục hồi trong tháng 8 và nửa đầu tháng 9 nhờ kỳ vọng nâng hạng, trước khi chịu áp lực chốt lời trở lại sau khi đợt giải ngân đầu tiên (10%) của dòng vốn thụ động được hấp thụ.

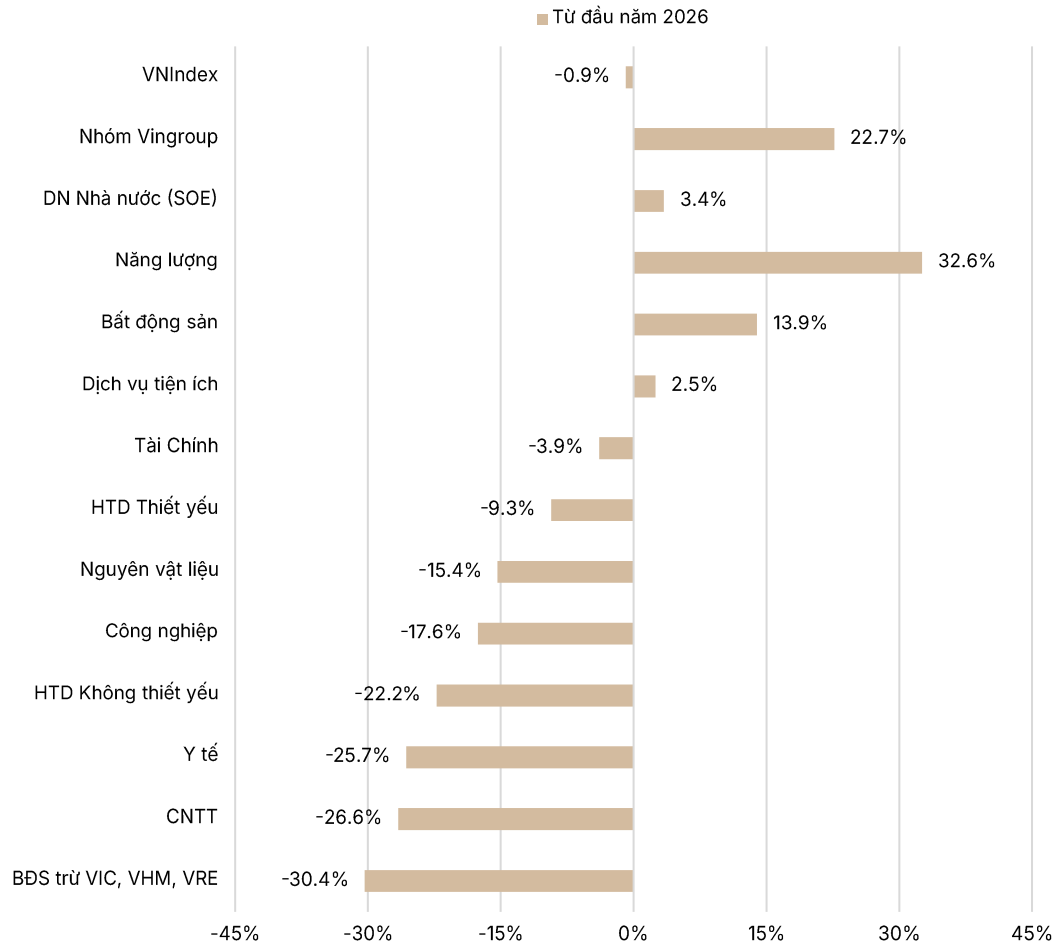
TTCK Việt Nam biến động mạnh trong 9T2026



Nguồn: SSI Research

Diễn biến giữa các ngành phân hóa mạnh. Nhóm Vingroup (+22,7%), Năng lượng (+32,6%) và Tiện ích (+2,5%) là những nhóm duy nhất tăng điểm, trong khi phần lớn các ngành còn lại giảm mạnh. Nếu loại trừ nhóm cổ phiếu Vingroup, VN-Index giảm 6,5% trong 9 tháng. Bất động sản giảm 30% (không bao gồm nhóm Vingroup), Hàng tiêu dùng thiết yếu giảm 9,3%, Nguyên vật liệu giảm 15,4%, Hàng tiêu dùng không thiết yếu giảm 22,2% và Công nghệ thông tin giảm mạnh 26,6%. Độ rộng thị trường nghiêng hẳn về phía tiêu cực, với 300 mã giảm so với chỉ 111 mã tăng. Xét trên khía cạnh vốn hóa, chỉ số VN30 đại diện cho nhóm vốn hóa lớn giảm 6,1% trong khi chỉ số VNMiccap đại diện cho nhóm vốn hóa vừa giảm mạnh hơn ở mức 16,7%.

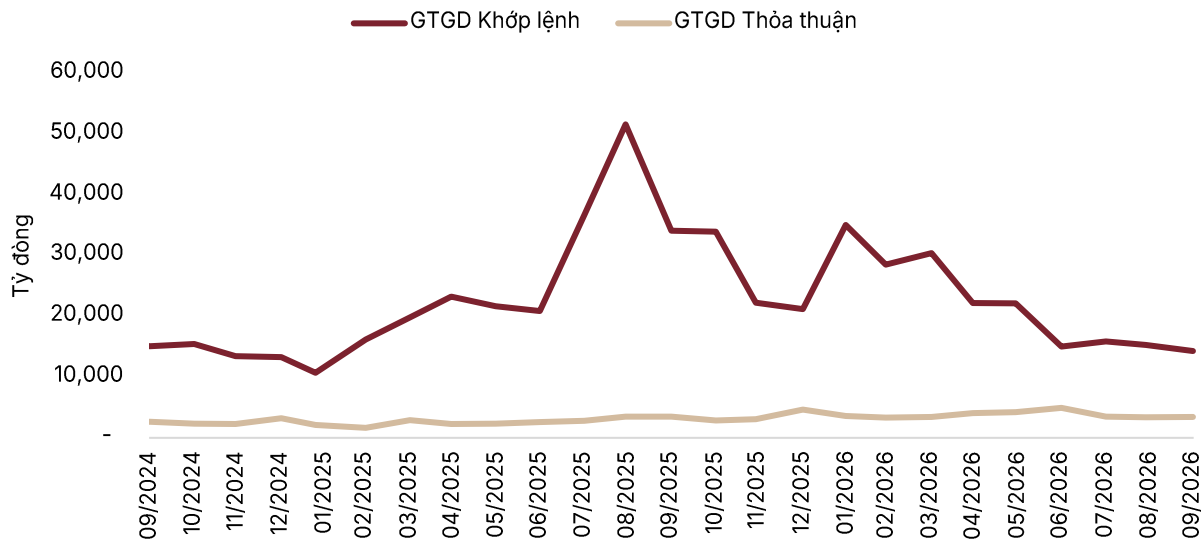
Thị trường phân hóa mạnh trong 9T2026



Nguồn: SSI Research

Thanh khoản thị trường suy yếu. Giá trị giao dịch bình quân phiên trên cả ba sàn đạt 25,6 nghìn tỷ đồng trong 9T2026, giảm 12,6% so với mức bình quân 29,3 nghìn tỷ đồng của năm 2025. Thanh khoản đạt đỉnh trong tháng 1 ở mức 38,6 nghìn tỷ đồng/phiên. Từ tháng 4, hoạt động giao dịch bắt đầu hạ nhiệt và xu hướng giảm kéo dài đến tháng 9, khi giá trị giao dịch bình quân giảm xuống 17,7 nghìn tỷ đồng/phiên.

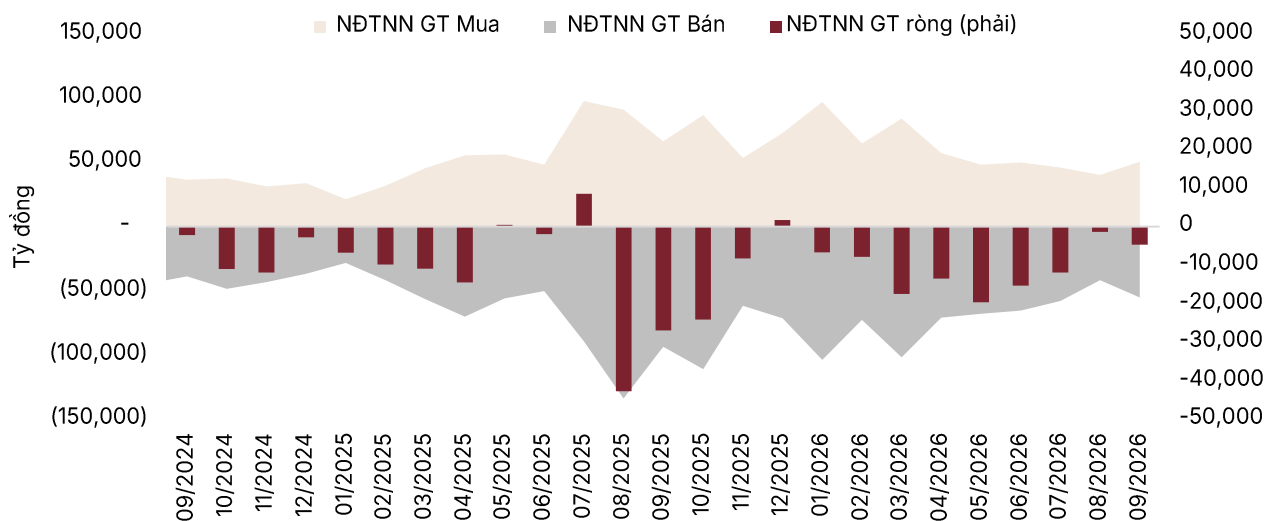
Thanh khoản có xu hướng giảm trong 9T2026



Nguồn: SSI Research

Khối ngoại tiếp tục bán ròng. Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 98,3 nghìn tỷ đồng trên HOSE trong 9T2026, tương đương 72,7% giá trị bán ròng 135,2 nghìn tỷ đồng của năm 2025 và cao hơn 6,2% so với mức 92,5 nghìn tỷ đồng của năm 2024. Tỷ trọng giao dịch của khối ngoại chiếm 12,59% tổng giá trị giao dịch trong 9T2026, tăng từ mức 10,8% năm 2025 và 9,7% năm 2024, do sự sụt giảm thanh khoản chung của thị trường ảnh hưởng lên mẫu số, và hoạt động tái cơ cấu và tái định vị danh mục của các quỹ ngoại khi Việt Nam chính thức được FTSE Russell nâng hạng lên thị trường Mới nổi.

Khối ngoại duy trì xu hướng bán ròng



Nguồn: SSI Research

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG NĂM 2027

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đặt mục tiêu VN-Index năm 2027 ở mức 1.940 điểm, được hỗ trợ bởi dự báo tăng trưởng lợi nhuận 10,1% svck. Mục tiêu trong kịch bản cơ sở giả định lợi nhuận tăng trưởng trong bối cảnh chi phí vốn duy trì ở mức cao; lãi suất giảm bền vững và dòng vốn ngoại mua ròng trên diện rộng sẽ củng cố kịch bản tích cực, thay vì là nền tảng cho dự báo.

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn có thể đối mặt với rủi ro điều chỉnh, trước khi phục hồi vào giai đoạn cuối năm 2026 và đầu năm 2027. Tuy nhiên, thị trường có thể tiếp tục biến động trong nửa đầu năm 2027 trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao, với nhịp phục hồi bền vững hơn có thể xuất hiện trong nửa cuối năm 2027, nếu áp lực lãi suất hạ nhiệt và dòng vốn ngoại quay trở lại rõ nét hơn.

Một số yếu tố hỗ trợ được kỳ vọng sẽ tiếp tục nâng đỡ thị trường trong giai đoạn cuối năm 2026 và năm 2027.

Thứ nhất, chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế vẫn được duy trì rõ nét. Chính phủ tiếp tục đặt mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số trong năm 2027. Đầu tư hạ tầng được kỳ vọng tiếp tục là động lực tăng trưởng then chốt, khi nhiều dự án lớn khởi công trong giai đoạn 2025–2026 chuyển sang giai đoạn thi công, song hành với khả năng khởi động các dự án như tuyến đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, cảng Cần Giờ, v.v.

Áp lực lạm phát được kỳ vọng hạ nhiệt: Giá dầu dự kiến trở về mức bình thường trong năm 2027 khi nguồn cung toàn cầu phục hồi. Dù bất định địa chính trị nhiều khả năng vẫn kéo dài, mức độ gián đoạn nguồn cung toàn cầu sẽ giảm dần khi các nước xuất khẩu từng bước thích ứng với các tuyến thương mại mới, và nguồn cung toàn cầu được kỳ vọng quay trở lại trạng thái dư thừa trong năm 2027, sau khi thâm hụt trong năm 2026. Do đó, chúng tôi kỳ vọng áp lực lạm phát sẽ giảm bớt trong năm 2027.

Chúng tôi cho rằng dư địa lãi suất tăng thêm không lớn, khi mức tăng đáng kể từ tháng 10/2025 đã góp phần làm chậm tăng trưởng tín dụng và thúc đẩy huy động tiền gửi, qua đó thu hẹp chênh lệch giữa tín dụng và huy động.

Dòng vốn liên quan đến FTSE có thể trở thành chất xúc tác quan trọng cho thanh khoản. Theo ước tính của chúng tôi, khoảng 2,7 tỷ USD dòng vốn thụ động theo dõi chỉ số FTSE có thể được giải ngân trong năm năm 2027, tương đương khoảng 0,7% tổng vốn hóa thị trường hiện tại và hơn 70% tổng giá trị bán ròng của khối ngoại trong 9T2026. Dù khối ngoại mua ròng mạnh không phải lúc nào cũng ngay lập tức tạo ra nhịp tăng của thị trường, như minh chứng trong năm 2010 và 2019, diễn biến thị trường thường cải thiện với độ trễ, do dòng vốn ngoại có thể hấp thụ một phần nguồn cung liên quan đến margin, và đóng vai trò chất xúc tác ban đầu cho cả các quỹ ngoại chủ động lẫn nhà đầu tư cá nhân trong nước. Trong lịch sử, khối ngoại mua ròng thường đi kèm các nhịp tăng mạnh trên diện rộng của thị trường, như giai đoạn 2017–đầu năm 2018, và một số giai đoạn tạo đáy hoặc phục hồi, bao gồm tháng 4-6/2020 và tháng 11/2022–tháng 1/2023. Các quan sát này cho thấy sự đồng pha về thời điểm hơn là quan hệ nhân quả chặt chẽ, song các đợt giải ngân FTSE sắp tới từ tháng 9/2026 đến hết năm 2027 có thể hỗ trợ tích cực hơn nếu diễn ra đồng thời với môi trường lãi suất hạ nhiệt và tâm lý nhà đầu tư cải thiện.

Kịch bản 1: Tỷ trọng của Việt Nam trong chỉ số FTSE Emerging All Cap ở mức 0,53% cho tất cả các đợt

Lộ trình các đợt của Việt Nam			Đợt 1	Đợt 2	Đợt 3	Đợt 4	
Thời gian			T9/2026	T3/2027	T6/2027	T9/2027	
Tỷ lệ trọng số khả đầu tư được bổ sung			10%	20%	35%	35%	
Tỷ trọng của Việt Nam trong chỉ số FTSE Emerging All Cap			0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	
Quỹ ETF	Tỷ trọng dự kiến của Việt Nam	Tổng tài sản ròng tại ngày 31/8/2026 (triệu USD)	Dòng vốn Đợt 1	Dòng vốn Đợt 2	Dòng vốn Đợt 3	Dòng vốn Đợt 4	Tổng khi đưa vào toàn phần (triệu USD)
Vanguard Total International Stock ETF	0,140%	665.700	93	186	325	325	929
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	0,140%	339.900	47	95	166	166	474
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	0,528%	168.500	89	178	312	312	890
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	0,091%	98.600	9	18	32	32	90
Vanguard Total World Stock ETF	0,053%	101.700	5	11	19	19	54
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	0,035%	85.320	3	6	10	10	30
TỔNG		1.459.720	247	493	864	864	2.467

Kịch bản 2: Tỷ trọng của Việt Nam trong chỉ số FTSE Emerging All Cap lần lượt ở mức 0,50%, 0,65%, 0,80% và 0,95% theo từng đợt

Lộ trình các đợt của Việt Nam			Đợt 1	Đợt 2	Đợt 3	Đợt 4	
Thời gian			T9/2026	T3/2027	T6/2027	T9/2027	
Tỷ lệ trọng số khả đầu tư được bổ sung			10%	20%	35%	35%	
Tỷ trọng của Việt Nam trong chỉ số FTSE Emerging All Cap			0,50%	0,65%	0,80%	0,95%	
Quỹ ETF	Tỷ trọng dự kiến của Việt Nam (Đợt 4)	Tổng tài sản ròng tại ngày 31/8/2026 (triệu USD)	Dòng vốn Đợt 1	Dòng vốn Đợt 2	Dòng vốn Đợt 3	Dòng vốn Đợt 4	Tổng khi đưa vào toàn phần (triệu USD)
Vanguard Total International Stock ETF	0,252%	665.700	88	256	574	760	1.679
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	0,252%	339.900	45	131	293	388	857
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	0,950%	168.500	84	244	548	725	1.601
Vanguard FTSE All-World ex-US Index Fund	0,165%	98.600	9	25	56	74	163
Vanguard Total World Stock ETF	0,096%	101.700	5	15	33	44	98
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	0,063%	85.320	3	8	18	24	54
TỔNG		1.459.720	234	679	1.523	2.015	4.451

Bảng: Tỷ trọng của Việt Nam trong chỉ số FTSE Emerging All Cap ở mức 0,53% cho tất cả các đợt

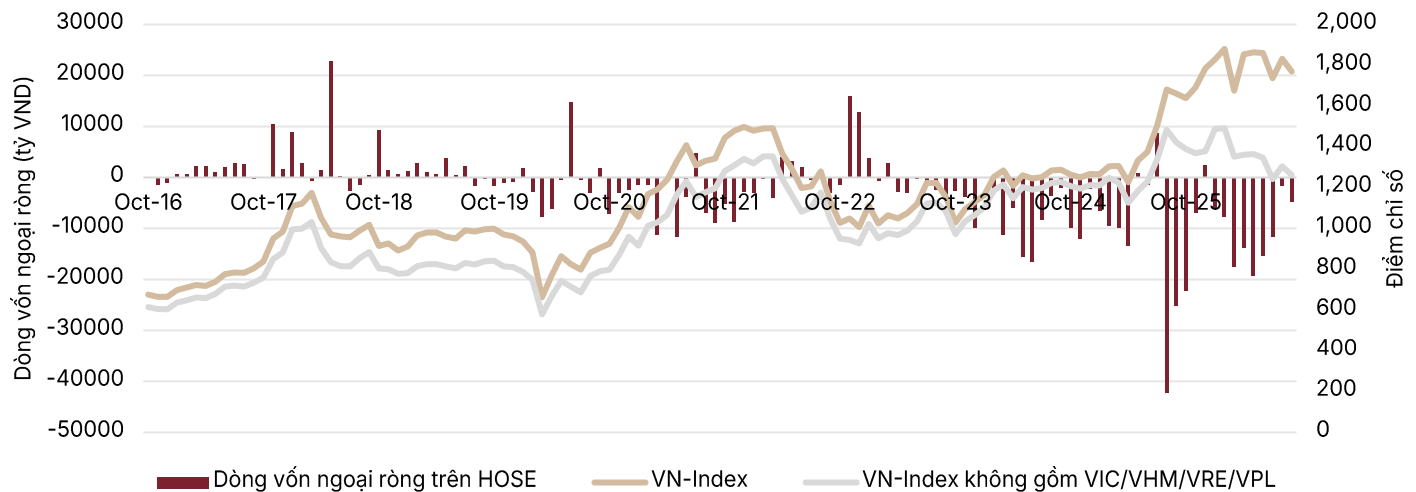
LỘ TRÌNH (Kịch bản cơ sở)				Đưa vào toàn phần (100%)		Đợt 1 (10%)	T9/2026	Đợt 2-4 (90%)	T3-T9/2027
STT	Mã CP	Vốn hóa tại ngày 30/6/2026	Vốn hóa free float tại ngày 30/6/2026	Dòng vốn (triệu USD)	Số ngày giao dịch ước tính	Dòng vốn (triệu USD)	Số ngày giao dịch ước tính	Dòng vốn (triệu USD)	Số ngày giao dịch ước tính
	Tổng			2.467,16		246,72		2.220,45	
1	VIC	64.437	17.656	856,89	23,24	85,69	2,32	771,20	20,91
2	VHM	23.698	6.278	255,44	9,63	25,54	0,96	229,90	8,67
3	HPG	6.797	3.664	136,01	9,76	13,60	0,98	122,41	8,78
4	VPB	8.142	2.443	112,64	5,76	11,26	0,58	101,38	5,19
5	FPT	4.545	2.227	94,09	7,09	9,41	0,71	84,68	6,38
6	MSN	3.962	2.040	85,85	6,95	8,59	0,69	77,27	6,25
7	VCB	19.754	2.001	79,75	7,80	7,97	0,78	71,77	7,02
8	SSI	2.535	1.684	70,66	4,62	7,07	0,46	63,59	4,16
9	STB	5.288	1.586	63,43	7,72	6,34	0,77	57,09	6,94
10	VNM	4.353	1.567	66,89	12,42	6,69	1,24	60,20	11,17
11	VIX	1.574	1.547	49,60	3,36	4,96	0,34	44,64	3,03
12	HDB	4.918	1.328	63,04	5,17	6,30	0,52	56,74	4,65
13	MCH	6.593	1.230	89,43	28,54	8,94	2,85	80,49	25,69
14	VJC	3.137	1.017	48,95	9,05	4,90	0,90	44,06	8,14
15	VRE	2.461	976	34,47	8,02	3,45	0,80	31,03	7,22
16	VPL	6.121	869	32,98	10,10	3,30	1,01	29,68	9,09
17	GEX	1.564	782	24,57	3,41	2,46	0,34	22,11	3,07
18	VCI	1.062	774	28,12	4,42	2,81	0,44	25,31	3,98
19	VND	1.024	729	23,64	4,75	2,36	0,48	21,28	4,28
20	SHB	2.366	710	34,10	2,05	3,41	0,20	30,69	1,84
21	VCK	3.063	697	56,88	26,84	5,69	2,68	51,19	24,15
22	TCX	4.681	669	20,25	8,17	2,02	0,82	18,22	7,35
23	SSB	2.111	633	28,76	12,26	2,88	1,23	25,88	11,04
24	BID	11.732	618	39,19	8,09	3,92	0,81	35,27	7,28
25	MSB	1.921	576	25,88	6,39	2,59	0,64	23,29	5,75
26	NVL	1.053	555	20,17	2,60	2,02	0,26	18,15	2,34
27	HCM	1.116	548	25,49	8,66	2,55	0,87	22,94	7,79

Nguồn: SSI Research, dữ liệu tại ngày 2/10/2026.

(*) Dòng vốn Đợt 1 dựa trên ước tính của SSI. Kết quả thực tế của các quỹ ETF Vanguard sẽ được công bố trong factsheet tháng 9 của các quỹ.

Về dài hạn, khả năng Việt Nam được đưa vào Danh sách theo dõi (Watchlist) của MSCI cũng là một động lực hỗ trợ cho thị trường. Việt Nam hiện đáp ứng 10/18 tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường của MSCI, đồng thời tiếp tục đạt tiến triển ở các tiêu chí còn lại. Đáng chú ý, kế hoạch vận hành cơ chế bù trừ đối tác trung tâm (CCP) vào đầu năm 2027, cùng với việc phát triển mô hình tài khoản tổng (omnibus account) các yêu cầu cụ thể của MSCI là những bước tiến quan trọng có thể cải thiện đáng kể khả năng Việt Nam được đưa vào Danh sách theo dõi, dù MSCI nhiều khả năng sẽ yêu cầu bằng chứng về sự vận hành ổn định trước khi đưa ra quyết định.

Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại và VN-Index — 10 năm gần nhất



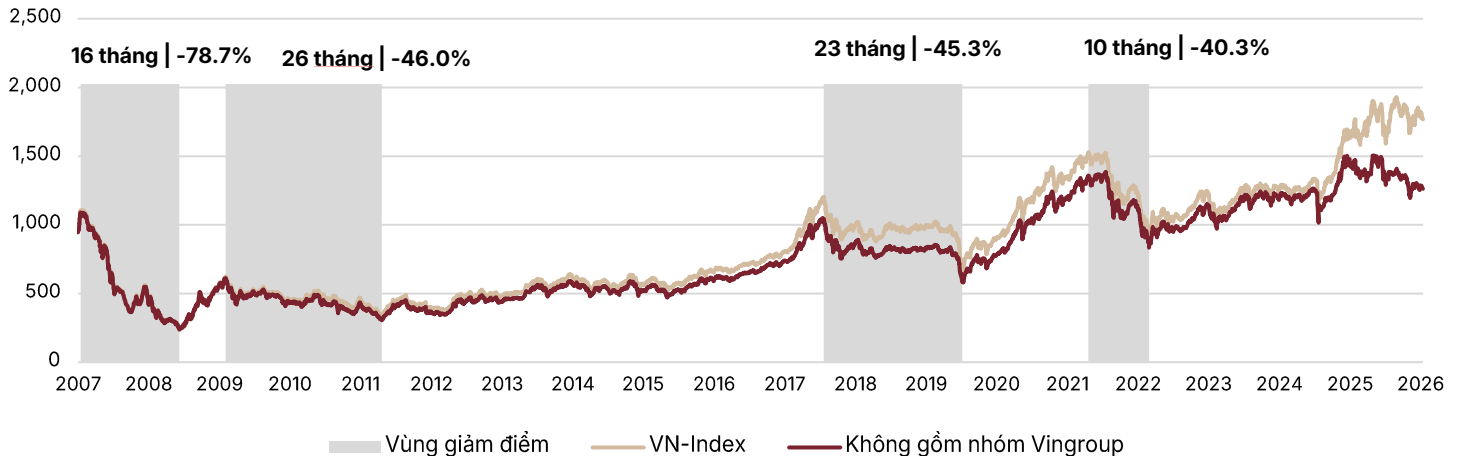
Nguồn: SSI Research

31/12/24		HOSE	HNX	UPCOM	TOÀN THỊ TRƯỜNG	VN30	VN70	VN100	Vốn hóa >= 1 Tỷ USD
Vốn hóa	(Tỷ USD)	204,4	13,5	63,4	281,3	141,8	35,2	177,0	197,8
Tổng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	(Tỷ USD)	84,7	5,7	20,4	110,8	54,6	18,8	73,4	71,8
	(%)	41,4%	42,5%	32,1%	39,4%	38,5%	53,3%	41,5%	36,3%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn lại	(Tỷ USD)	42,7	4,6	18,4	65,7	22,7	11,8	34,6	35,9
	(%)	20,9%	34,2%	29,0%	23,4%	16,0%	33,6%	19,5%	18,1%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	(Tỷ USD)	42,0	1,2	2,0	45,1	31,9	6,9	38,8	35,9
	(%)	20,6%	8,5%	3,1%	16,0%	22,5%	19,6%	21,9%	18,2%
Sở hữu cổ đông lớn nước ngoài >=5%	(Tỷ USD)					9,3	1,0	10,3	9,4
	(%)					6,6%	2,9%	5,8%	4,7%
Sở hữu nước ngoài năm 2024 (trừ cổ đông lớn)	(Tỷ USD)					22,6	5,9	28,5	26,5
	(%)					15,9%	16,8%	16,1%	13,4%
31/12/25		HOSE	HNX	UPCOM	TOÀN THỊ TRƯỜNG	VN30	VN70	VN100	Vốn hóa >= 1 Tỷ USD
Vốn hóa	(Tỷ USD)	316,1	16,3	47,5	379,9	218,7	51,9	270,6	295,0
Tổng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	(Tỷ USD)	142,0	7,1	14,1	163,1	88,3	29,9	118,2	125,3
	(%)	44,9%	43,3%	29,7%	42,9%	40,4%	57,7%	43,7%	42,5%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn lại	(Tỷ USD)	96,5	5,9	12,4	114,8	54,7	22,3	77,0	85,7
	(%)	30,5%	36,3%	26,1%	30,2%	25,0%	43,0%	28,4%	29,0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	(Tỷ USD)	45,5	1,2	1,7	48,4	33,6	7,6	41,2	39,7
	(%)	14,4%	7,2%	3,6%	12,7%	15,4%	14,7%	15,2%	13,4%
Sở hữu cổ đông lớn nước ngoài >=5%	(Tỷ USD)					9,3	1,7	11,0	10,0
	(%)					4,3%	3,2%	4,1%	3,4%
Sở hữu nước ngoài năm 2025 (trừ cổ đông lớn)	(Tỷ USD)					24,3	5,9	30,2	29,7
	(%)					11,1%	11,4%	11,2%	10,1%
02/10/26		HOSE	HNX	UPCOM	TOÀN THỊ TRƯỜNG	VN30	VN70	VN100	Vốn hóa >= 1 Tỷ USD
Vốn hóa	(Tỷ USD)	323,4	17,7	50,4	391,5	245,6	49,5	295,1	312,3
Tổng tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	(Tỷ USD)	147,0	6,7	13,8	167,5	107,7	26,4	134,1	132,0
	(%)	45,5%	38,0%	27,4%	42,8%	43,9%	53,3%	45,4%	42,3%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài còn lại	(Tỷ USD)	106,9	5,8	11,6	124,3	76,4	20,1	96,4	96,4
	(%)	33,1%	32,6%	23,0%	31,7%	31,1%	40,5%	32,7%	30,9%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	(Tỷ USD)	40,3	1,0	2,2	43,5	31,4	6,4	37,7	35,6
	(%)	12,5%	5,6%	4,4%	11,1%	12,8%	12,8%	12,8%	11,4%
Sở hữu cổ đông lớn nước ngoài >=5%	(Tỷ USD)					8,6	1,8	10,4	9,7
	(%)					3,5%	3,6%	3,5%	3,1%
Sở hữu nước ngoài năm 2026 (trừ cổ đông lớn)	(Tỷ USD)					22,7	4,6	27,3	25,9
	(%)					9,3%	9,3%	9,3%	8,3%

Nguồn: SSI Research

Mặt bằng giá của phần lớn các cổ phiếu đã trải qua nhịp điều chỉnh đáng kể. Trong 20 năm qua, các chu kỳ giảm của thị trường thường kéo dài từ 10-25 tháng. VN-Index đã giảm khoảng 9% từ đỉnh năm 2026, trong khi chỉ số loại trừ các cổ phiếu liên quan đến Vingroup đã giảm khoảng 16% kể từ đầu tháng 9/2025. Trong bối cảnh lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng, nhịp điều chỉnh này càng củng cố cơ sở để lựa chọn những doanh nghiệp có mức định giá giảm sâu hơn so với nền tảng cơ bản, mặc dù vẫn còn sớm khẳng định thị trường chung đã hoàn tất nhịp điều chỉnh.

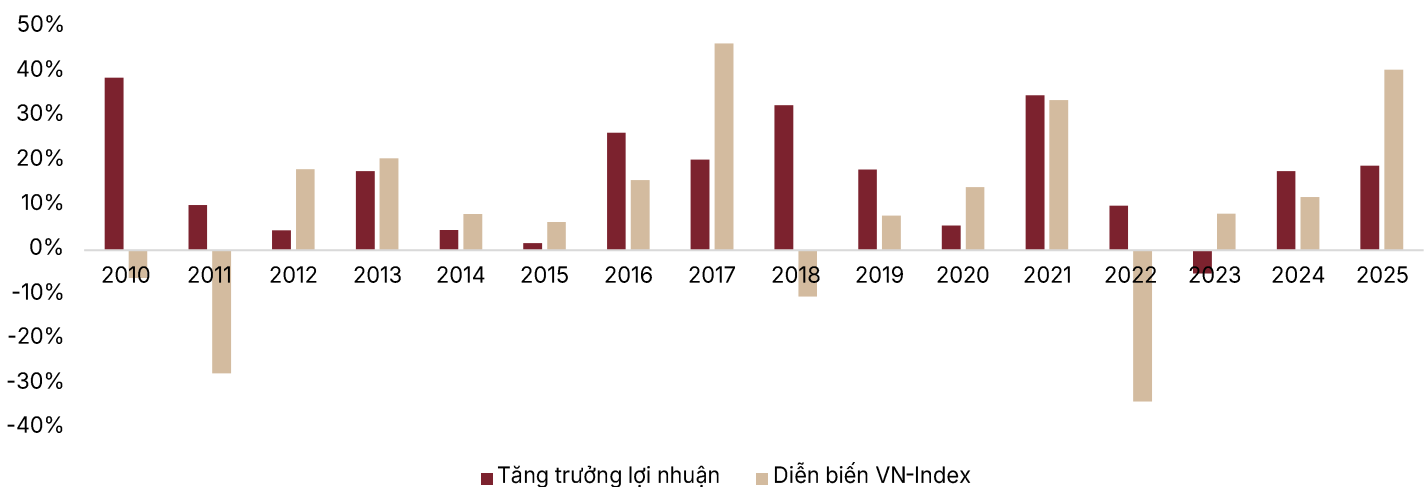
VN-Index: Các chu kỳ điều chỉnh lớn thường kéo dài 1-2 năm



Nguồn: SSI Research

Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại dường như đã được phản ánh một phần vào giá. Tăng trưởng lợi nhuận nhiều khả năng sẽ chậm lại trong năm 2027 xuống mức 10,1% từ nền cao của năm 2026, nhưng vẫn cao hơn các thị trường trong khu vực. Trong lịch sử, tăng trưởng lợi nhuận chậm lại không nhất thiết dẫn đến diễn biến thị trường kém tích cực. Năm 2012, lợi nhuận chỉ tăng 4% trong khi VN-Index tăng 18,2%. Tương tự, tăng trưởng lợi nhuận chậm lại từ 18% năm 2019 xuống 6% năm 2020, song mức tăng hằng năm của chỉ số lại tăng tốc từ 7,8% lên 14,2%; trong năm 2023, lợi nhuận giảm 5% trong khi chỉ số vẫn tăng 8,2%. Những giai đoạn này cho thấy môi trường tiền tệ thuận lợi và dòng vốn mạnh hơn có thể bù đắp cho tăng trưởng lợi nhuận chậm lại thông qua mở rộng định giá. Do đó, nhà đầu tư nên tập trung vào các yếu tố bất ngờ về lợi nhuận, xu hướng lãi suất và dòng vốn, thay vì chỉ dựa vào tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tuyệt đối.

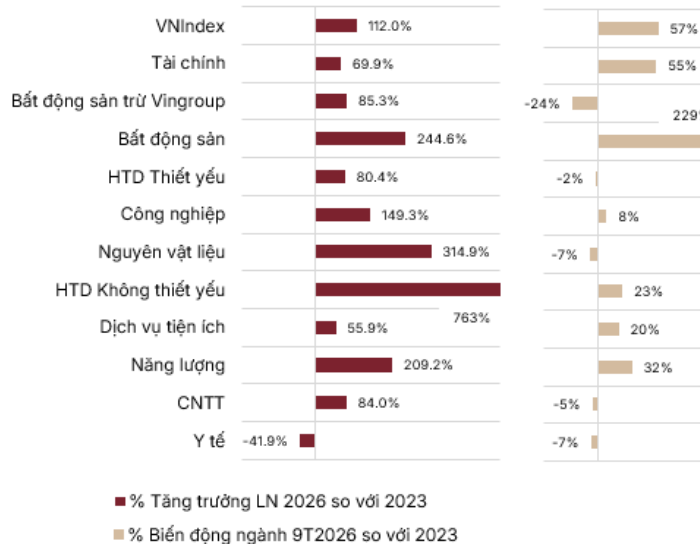
Tăng trưởng lợi nhuận và diễn biến VN-Index



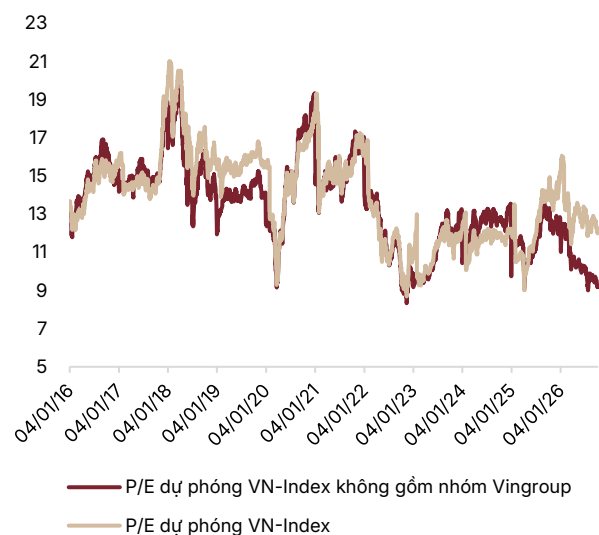
Nguồn: SSI Research

Định giá vẫn hấp dẫn: Tính đến cuối tháng 9, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026F và 2027F lần lượt là 11,7x và 10,7x. Nếu loại trừ VIC, thị trường chỉ được định giá ở mức P/E dự phóng 2026F và 2027F lần lượt là 9,3x và 8,3x, tương đương với các giai đoạn thị trường gặp yếu tố thiên nga đen, bao gồm đợt bán tháo do COVID-19 năm 2020, biến động trên thị trường trái phiếu năm 2022 và cú sốc thuế quan năm 2025. Ở cấp độ cổ phiếu, nhiều doanh nghiệp đã quay về mặt bằng giá năm 2023 dù lợi nhuận hiện cao hơn đáng kể so với năm 2023, cho thấy sự chênh lệch ngày càng lớn giữa định giá thị trường và nền tảng cơ bản.

Diễn biến giá theo ngành



P/E dự phóng 1 năm của VN-Index



Nguồn: SSI Research

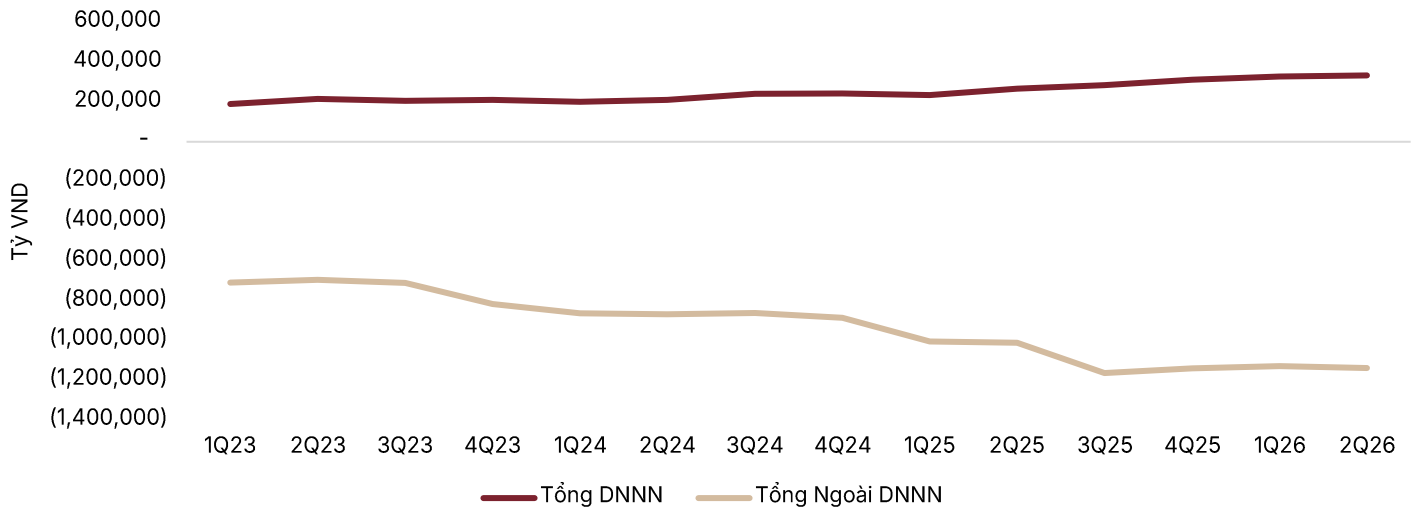
Xu hướng phân hóa theo mô hình chữ K tiếp tục nghiêng về các doanh nghiệp lớn, có tiềm lực tài chính mạnh. Xu hướng này đã thể hiện rõ tại nhiều thị trường lớn trên thế giới, bao gồm Mỹ và Hàn Quốc trong nhiều năm qua, khi tăng trưởng kinh tế và lợi nhuận doanh nghiệp ngày càng tập trung vào một số ít ngành mang tính chuyển đổi như bán dẫn, AI, năng lượng sạch và xe điện.

Việt Nam cũng ghi nhận xu hướng tương tự trong những năm gần đây, với các doanh nghiệp đầu ngành tiếp tục gia tăng thị phần ở hầu hết các lĩnh vực trọng yếu, bao gồm ngân hàng (VPB, HDB, TCB), bất động sản (VHM, Sungroup, Masterise, MIK), tiêu dùng (MWG, FRT, MSN, VNM) và thép (HPG).

Xu hướng này được củng cố bởi một số yếu tố mang tính cấu trúc. Thứ nhất, các chính sách của Chính phủ nhằm phát triển các doanh nghiệp đầu tàu quốc gia, cùng với việc siết chặt tuân thủ thuế và bảo vệ quyền tài sản, sẽ góp phần tạo ra sân chơi bình đẳng hơn, có lợi cho các doanh nghiệp lớn, có vị thế vững chắc. Thứ hai, các doanh nghiệp đầu ngành thường hưởng lợi từ lợi thế quy mô và tiềm lực tài chính mạnh hơn, giúp tối ưu chi phí đầu vào và đưa ra mức giá cạnh tranh hơn hoặc chính sách hỗ trợ khách hàng tốt hơn (ví dụ: HPG, MWG, VHM).

Xét trên góc độ bảng cân đối kế toán, chúng tôi cũng nhận thấy sự phân hóa, khi các doanh nghiệp nhà nước tiếp tục gia tăng lượng tiền mặt, nhờ (1) tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong năm 2026 của nhóm doanh nghiệp liên quan đến hàng hóa cơ bản trong bối cảnh giá hàng hóa tăng mạnh, và (2) tốc độ đầu tư thận trọng hơn so với các doanh nghiệp tư nhân niêm yết, với mức độ tham gia hạn chế vào các dự án bất động sản.

Tiền mặt ròng



Nguồn: SSI Research

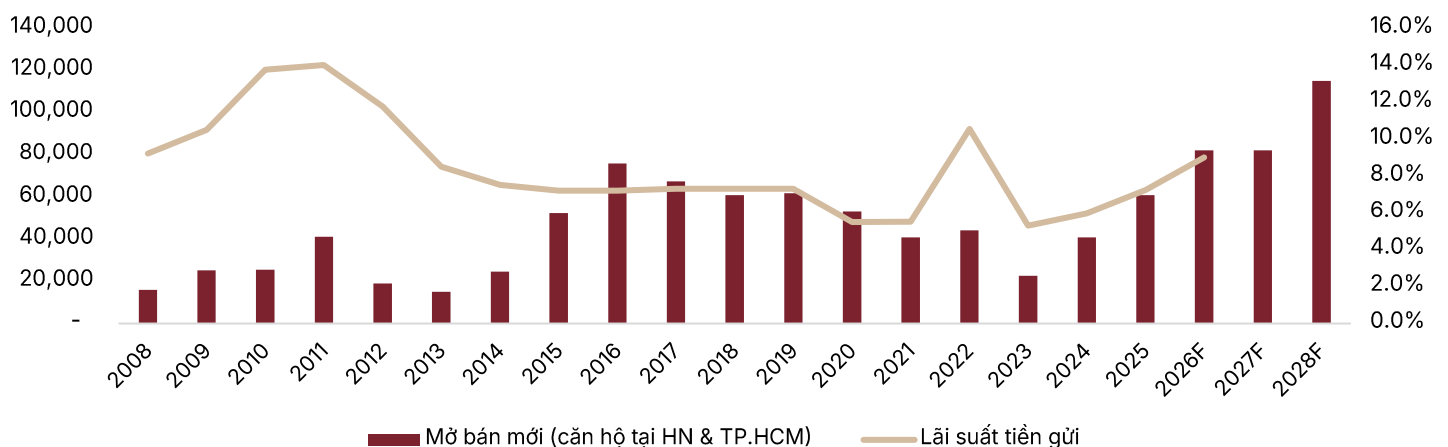
Các rủi ro chính

Rủi ro trong nước: Lãi suất nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian dài

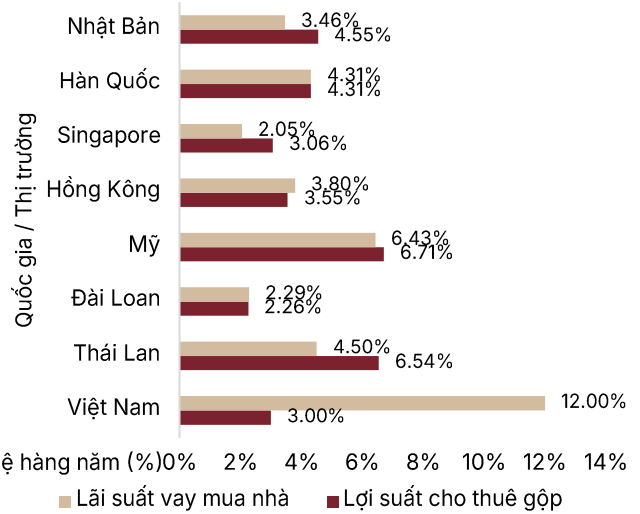
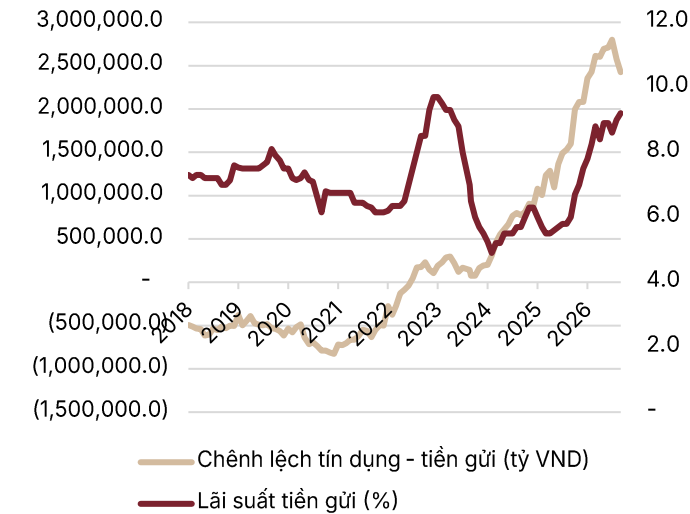
Tăng trưởng tín dụng có thể duy trì ở mức cao khi đầu tư hạ tầng tăng tốc và nguồn cung bất động sản mới được đưa ra thị trường, khiến chênh lệch giữa tín dụng và huy động vẫn ở mức tương đối lớn. Do đó, huy động vốn có thể tiếp tục là thách thức then chốt, đặc biệt nếu lợi suất toàn cầu tăng làm gia tăng cạnh tranh về nguồn vốn và hạn chế dư địa giảm lãi suất trong nước. Áp lực nguồn vốn cũng có thể kéo dài, do nhiều dự án hạ tầng và bất động sản vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển và có thời gian hoàn vốn dài, khiến vốn bị ứ đọng trước khi tạo ra dòng tiền đáng kể.

Các áp lực này có thể gia tăng do nguồn cung mở bán mới tăng và tiến độ hoàn thành dự án chậm trễ. Với mặt bằng giá vẫn ở mức cao, tỷ suất cho thuê vẫn thấp hơn lãi suất vay mua nhà và thấp so với các thị trường trong khu vực, khả năng hấp thụ nguồn cung mới có thể suy yếu, đặc biệt ở phân khúc cao cấp, khiến lãi suất duy trì ở mức cao lâu hơn và gây thêm áp lực lên thanh khoản của cả thị trường bất động sản lẫn hệ thống ngân hàng.

Nguồn cung BĐS mới và lãi suất tiền gửi



Nguồn: CBRE, Fiinpro, SSI Research

Chênh lệch tín dụng - huy động**Tỷ suất cho thuê gộp so với lãi suất vay mua nhà**

Nguồn: NHNN, SSI Research

Nguồn: SSI Research

Rủi ro bên ngoài

Rủi ro địa chính trị nhiều khả năng vẫn ở mức cao. Dù chúng tôi kỳ vọng căng thẳng liên quan đến Mỹ, Israel và Iran sẽ dần hạ nhiệt trong năm 2027, hoặc ít nhất tác động lên tâm lý thị trường sẽ thấp hơn so với năm 2026 khi giá dầu trở nên kém nhạy cảm hơn với các diễn biến địa chính trị, rủi ro xung đột tái bùng phát vẫn chưa thể loại trừ. Những diễn biến như vậy có thể trở thành nguồn gây biến động lặp lại, ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán toàn cầu và dòng vốn ngoại.

Rủi ro lợi suất trái phiếu toàn cầu gia tăng, khi lãi suất tại các nền kinh tế lớn, bao gồm Mỹ, Nhật Bản, EU và Anh, tăng lên mức cao nhất trong nhiều thập kỷ trong bối cảnh chi tiêu cho hạ tầng và quốc phòng tăng cao. Nếu kéo dài, lợi suất toàn cầu ở mức cao có thể khiến điều kiện tài chính quốc tế tiếp tục thắt chặt và làm tăng chi phí huy động vốn từ bên ngoài của Việt Nam.

Rủi ro thuế quan từ Mỹ vẫn là mối lo ngại khi Việt Nam đã trở thành quốc gia xuất siêu lớn nhất sang Mỹ kể từ đầu năm 2026, có thể làm tăng khả năng phải đối mặt với các biện pháp thương mại kém thuận lợi hơn. Dù vậy, định hướng chính sách cũng có thể chịu ảnh hưởng bởi kết quả cuộc bầu cử giữa kỳ sắp tới tại Mỹ.

Chủ điểm đầu tư

Các chủ điểm đầu tư theo ngành chủ đạo trong năm 2027 nhiều khả năng sẽ xoay quanh tăng trưởng dẫn dắt bởi hạ tầng, tín dụng mở rộng ổn định, kênh bán lẻ hiện đại tiếp tục gia tăng thị phần và các câu chuyện phục hồi lợi nhuận chọn lọc. Dù tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường được dự báo chậm lại về mức 10,1% svck từ mức 30,0% năm 2026 do hiệu ứng nền cao ở nhiều ngành, tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng vẫn duy trì tương đối vững ở nhóm Tài chính, Công nghệ thông tin và các phân khúc liên quan đến hạ tầng, bao gồm vật liệu xây dựng, khu công nghiệp và một số doanh nghiệp điện.

Ngành	Tăng trưởng NPATMI			P/E			P/B		
	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
Hàng tiêu dùng không thiết yếu	32,2%	62,6%	13,6%	18,1	17,3	15,2	3,4	2,7	2,4
Hàng tiêu dùng thiết yếu	11,6%	31,0%	8,1%	19,4	12,9	12,0	3,7	2,8	2,5
Năng lượng	11,6%	36,2%	-6,7%	14,5	12,0	12,8	1,8	1,9	1,7
Tài chính	15,9%	20,6%	16,3%	9,6	7,6	6,5	1,5	1,3	1,1
Công nghiệp	13,3%	10,7%	-0,6%	14,7	12,1	12,2	2,4	1,9	1,6
Công nghệ thông tin	18,8%	15,2%	14,7%	17,3	10,3	9,0	3,8	2,2	1,9
Nguyên vật liệu	25,9%	51,8%	3,1%	12,4	6,8	6,6	1,5	1,1	1,0
Bất động sản	28,2%	50,9%	4,6%	28,9	22,8	21,8	3,4	3,6	3,1
Tiện ích	93,9%	52,6%	-24,1%	13,0	7,5	9,9	1,2	0,9	0,8
Tổng	18,9%	30,0%	10,1%	14,7	11,7	10,7	2,2	1,9	1,7
Tổng (loại trừ VIC)	19,7%	26,7%	10,7%	11,7	9,2	8,3	1,8	1,5	1,3

Nguồn: SSI Research

Vật liệu xây dựng: Xây dựng tiếp tục giữ vai trò trung tâm trong tham vọng duy trì tăng trưởng kinh tế hai chữ số của Việt Nam trong 5 năm tới. Tiến độ triển khai dự án được kỳ vọng tăng tốc trong năm 2027 khi các dự án lớn khởi công trong giai đoạn 2025–2026 bước vào giai đoạn thi công cao điểm, hỗ trợ nhu cầu vật liệu xây dựng tăng 10–15%. Dù tăng trưởng lợi nhuận của nhóm Nguyên vật liệu nói chung được dự báo chậm lại trong năm 2027, điều này chủ yếu phản ánh hiệu ứng nền cao của các doanh nghiệp phân bón sau khi giá phân bón tăng mạnh trong năm 2026. Các doanh nghiệp vật liệu xây dựng vẫn được kỳ vọng duy trì tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số.

Ngân hàng: Chúng tôi duy trì quan điểm chọn lọc (Trung lập). Nhu cầu tín dụng được kỳ vọng duy trì mạnh nhờ mục tiêu tăng trưởng GDP cao, nhưng NIM vẫn chịu áp lực khi tín dụng dịch chuyển sang các khoản vay hạ tầng kỳ hạn dài, biên lợi nhuận mỏng, với chất lượng tài sản là yếu tố quyết định trong bối cảnh khả năng hấp thụ của thị trường bất động sản suy yếu. Chúng tôi ưu tiên các ngân hàng phân bổ rủi ro hạ tầng hiệu quả nhất, thay vì các ngân hàng hấp thụ nhiều rủi ro nhất: VCB (nền tảng huy động vốn mạnh nhất), TCB (đa dạng hóa nguồn thu phí) và MBB (sử dụng chọn lọc hạn mức tín dụng lớn).

Tiêu dùng: tăng trưởng chủ yếu đến từ việc gia tăng thị phần có chọn lọc, thay vì sự tăng tốc trên diện rộng của nhu cầu tiêu dùng. Tăng trưởng tiêu dùng thiết yếu và không thiết yếu dự báo giảm xuống mức 13,6% và 8,1% trong năm 2027 từ mức 62,6% và 31% trong năm 2026, do chi phí vay cao hơn và thị trường bất động sản trầm lắng ảnh hưởng đến chi tiêu hộ gia đình. Tăng trưởng việc làm trong ngành xây dựng có thể giúp hỗ trợ phần nào, nhưng chưa đủ để giúp ngành tiêu dùng, đặc biệt là ngành hàng không thiết yếu tăng tốc trên diện rộng.

Tuy vậy, các doanh nghiệp đầu ngành, đặc biệt trong lĩnh vực bán lẻ, được kỳ vọng tiếp tục gia tăng thị phần khi các yêu cầu chặt chẽ hơn về kê khai thuế và truy xuất nguồn gốc sản phẩm tái định hình kênh phân phối. Quy mô, sức mạnh thương hiệu và hiệu quả vận hành có thể hỗ trợ lợi nhuận ngay cả trong môi trường cầu suy yếu, dù cạnh tranh và chi phí mở rộng sẽ quyết định mức độ tăng trưởng đó được chuyển hóa thành lợi nhuận.

Khu công nghiệp: Các doanh nghiệp phát triển khu công nghiệp được kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2027, được hỗ trợ bởi số lượng biên bản ghi nhớ (MOU) ký kết năm 2026 phục hồi 30–50% svck tại một số doanh nghiệp, bao gồm VGC, IDC và KBC. Dù biên lợi nhuận tại các khu công nghiệp mới có thể thu hẹp do chi phí phát triển cao hơn và chính sách ưu đãi giá cho các khách thuê lớn, tăng trưởng diện tích cho thuê mới bình quân khoảng 16% sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số.

Điện: Hiện tượng El Niño được dự báo kéo dài đến hết nửa đầu năm 2027, hỗ trợ sản lượng huy động cao hơn đối với các nhà máy nhiệt điện và mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp như POW và NT2. Trong đó, NT2 có vị thế tiền mặt ròng lớn, giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao.

CNTT: Chúng tôi duy trì quan điểm Trung lập đối với ngành, xét trên mức độ ảnh hưởng cân bằng giữa nhu cầu CNTT và nâng cấp hạ tầng viễn thông dài hạn tương đối ổn định và sự bất định về chi tiêu cho AI cùng mặt bằng lãi suất cao. FPT tiếp tục là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành nhờ lợi nhuận ổn định và giá trị hợp đồng chưa thực hiện (backlog) tăng 28% svck trong 8T2026, trong khi CTR có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng đầu tư liên tục vào hạ tầng viễn thông và điện.

	Khuyến nghị	Cổ phiếu ưa thích	Theo dõi
Ngân hàng	Trung lập	VCB, MBB, TCB	CTG
Bất động sản nhà ở	Trung lập		VRE, VHM
Bất động sản khu công nghiệp	Khả quan	IDC, DPR, PHR	VGC
Tiêu dùng	Trung lập	MWG, MSN	VNM, SAB, FRT
Vật liệu xây dựng	Khả quan	HPG, HT1	BMP
CNTT	Trung lập	FPT	CTR
Dầu khí	Trung lập	PVD	PLX, PVT
Điện	Trung lập	NT2, POW	REE, HDG

Cổ phiếu ưa thích

Mã	% tăng giá	Giá mục tiêu 1 năm	Giá hiện tại	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng NPATMI			ROE		P/E			Tỷ suất cổ tức	
					2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2026F	2027F
HPG	63%	32.700	20.100	6.483	29%	68%	6%	18,2%	17,0%	13,1	6,5	6,1	2,5%	5,0%
HDG	55%	22.700	14.600	227	121%	-6%	6%	10,7%	10,3%	13,1	8,2	7,7	3,4%	3,4%
VRE	38%	32.000	23.150	2.009	57%	-17%	8%	10,7%	10,6%	11,9	10,1	9,4	4,3%	0,0%
FPT	37%	79.100	57.900	4.171	19%	15%	15%	23,2%	23,9%	18,4	10,7	9,3	3,5%	3,5%
MSN	36%	101.000	74.200	4.139	106%	167%	6%	27,0%	22,7%	27,1	9,8	9,2	0,0%	0,0%
MWG	34%	102.000	75.900	4.279	89%	55%	12%	31,2%	29,2%	18,6	9,9	8,8	2,3%	2,7%
VCB	32%	75.100	56.700	18.098	4%	22%	10%	17,6%	16,7%	15,9	12,8	11,6	0,0%	0,0%
MBB	32%	25.200	19.050	7.327	18%	20%	15%	21,3%	21,8%	6,7	5,6	5,3	0,0%	0,0%
CTG	32%	38.800	29.500	8.753	37%	25%	18%	22,2%	22,1%	10	6,5	5,5	0,0%	0,0%
HT1	29%	15.800	12.250	179	355%	86%	12%	9,9%	11,0%	23	9,4	8,3	4,0%	8,0%
POW	29%	16.000	12.450	1.459	118%	155%	-41%	16,3%	8,9%	14,6	7,1	12	0,0%	0,0%
TCB	25%	40.400	32.350	8.757	18%	19%	15%	16,1%	16,3%	9,6	7,6	6,6	0,0%	0,0%
PVD	23%	22.300	18.200	645	49%	4%	46%	6,6%	9,5%	18,4	16,4	11,2	5,5%	5,5%
DPR	22%	45.800	37.650	125	10%	112%	-22%	18,4%	15,3%	11,8	4,4	5,7	7,9%	7,9%
PHR	21%	39.900	32.900	307	4%	228%	13%	27,1%	26,9%	19	6,2	5,8	10,6%	10,6%
VHM	19%	78.800	66.000	20.711	32%	47%	4%	23,6%	20,9%	12,2	9,2	8,9	9,1%	0,0%
BMP	19%	168.500	142.100	444	24%	12%	-10%	46,5%	41,5%	11,7	8,7	9,7	10,4%	10,4%
NT2	18%	27.000	22.850	251	1264%	4%	7%	22,3%	20,7%	6,4	5,9	5,5	6,6%	6,6%
IDC	17%	41.600	35.500	566	-3%	29%	1%	28,5%	29,6%	7,3	6,5	6,5	9,8%	9,8%
SAB	17%	50.000	42.900	2.102	2%	9%	2%	22,0%	22,7%	14,6	11,7	11,4	7,1%	9,3%
VNM	16%	67.000	57.700	4.607	0%	12%	8%	30,3%	31,9%	15,2	12,9	11,9	6,3%	7,0%

Nguồn: SSI Research

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Tài chính – Ngân hàng: Tâm điểm “lãi suất”

Triển vọng năm 2027: Trung lập

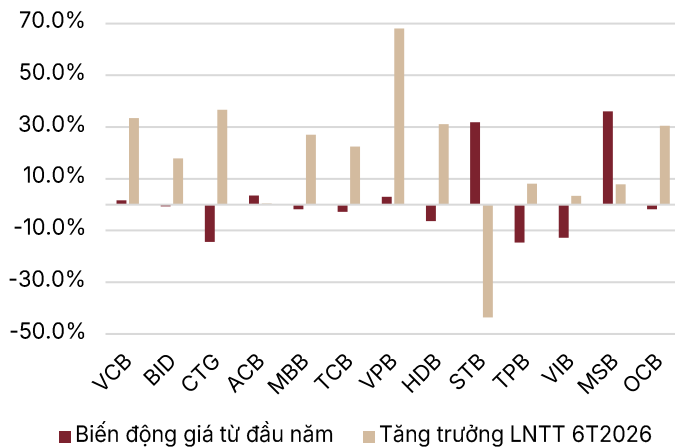
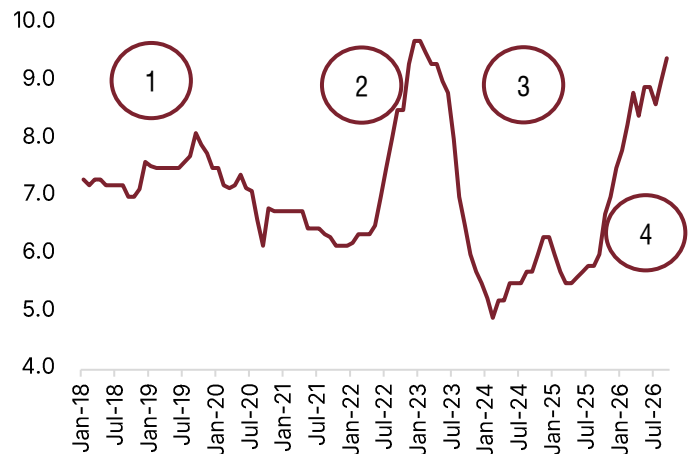
Cổ phiếu ưa thích: TCB, MBB, VCB

Nhìn lại 9 tháng đầu năm 2026

Năm 2026 là năm ghi nhận sự lệch pha khá rõ giữa kết quả hoạt động và diễn biến giá cổ phiếu của nhóm Ngân hàng. LNTT của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi tăng 24% svck trong 6 tháng đầu năm, song vốn hóa ngành ngân hàng lại giảm 4% so với đầu năm [xem Biểu đồ 1]. Yếu tố xuyên suốt đằng sau diễn biến này là nguồn vốn. Khi chênh lệch tín dụng - huy động ở mức cao, lãi suất tăng lên và chi phí vốn, chứ không phải hạn mức tín dụng, mới là yếu tố giới hạn. Các ngân hàng bảo vệ NIM bằng cách kéo dài kỳ hạn cho vay và phân bổ vào những tài sản có lợi suất cao hơn. Sự phục hồi về NIM trong quý II, theo quan điểm của chúng tôi, là nhịp hồi trong xu hướng giảm, khi cả biên lãi thuần và chất lượng tài sản trong nửa cuối năm đều sẽ là phép thử cho lựa chọn này.

Lãi suất: dấu hiệu rõ nhất về sự chênh lệch cung cầu vốn. Đằng sau xu hướng tăng lãi suất trong 9 tháng đầu năm 2026 là sự chênh lệch giữa tín dụng và huy động đã tích tụ từ năm 2024, khi tăng trưởng cho vay vượt tăng trưởng tiền gửi và giá năng lượng tăng cao tạo áp lực lên lạm phát. Căng thẳng thể hiện đầu tiên trên thị trường liên ngân hàng: các ngân hàng đã đẩy mạnh cho vay quá nhanh trên thị trường 1 phải tăng cường vay liên ngân hàng vào các thời điểm báo cáo nhằm đáp ứng các quy định của NHNN về chỉ tiêu an toàn hoạt động. Trong khi đó, những ngân hàng thường đóng vai trò bên cho vay trên thị trường liên ngân hàng như VCB và AGR cũng có ít thanh khoản dư thừa hơn do biến động của tiền gửi Kho bạc và việc rút tiền của hộ kinh doanh, qua đó đẩy lãi suất qua đêm tăng mạnh vào đầu năm 2026. Biến động này sau đó đã dịu bớt nhờ sự hỗ trợ từ NHNN thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO), hoán đổi ngoại tệ USD, điều chuyển tiền gửi Kho bạc Nhà nước và nới lỏng tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn.

Áp lực cũng lan sang thị trường 1: Tại thời điểm hiện tại, lãi suất huy động đã tăng lên khoảng 8,3% tại nhóm NHTMNN, 8,8-9,4% tại nhóm NHTMCP hàng đầu và 9,8-10% tại nhóm NHTMCP quy mô nhỏ, khi các ngân hàng chuyển hướng sang huy động vốn trung và dài hạn nhằm thu hẹp khoảng thiếu hụt và cũng như chuẩn bị cho các dự án có kỳ hạn dài hơn. Hệ quả là lãi suất cho vay tăng lên, cùng với những dấu hiệu đầu tiên của việc tăng trưởng tín dụng chậm lại và chất lượng tài sản chịu áp lực.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng lợi nhuận và giá cổ phiếu – sự lệch pha rõ rệt trong 9 tháng đầu năm 2026**Biểu đồ 2: Lãi suất kỳ hạn 6-12 tháng của NHTMCP kể từ năm 2018**

Nguồn: SSI Research tổng hợp

(1) 2018-2021: Lãi suất duy trì quanh mức 7,5% từ năm 2018 đến đầu năm 2020, sau đó giảm mạnh trong giai đoạn Covid đến cuối năm 2021

(2) 2022-cuối quý II/2023: Fed tăng lãi suất, gây áp lực lên tỷ giá; khủng hoảng trái phiếu doanh nghiệp cùng các sự kiện SCB và VTP dẫn đến tình trạng căng thẳng thanh khoản

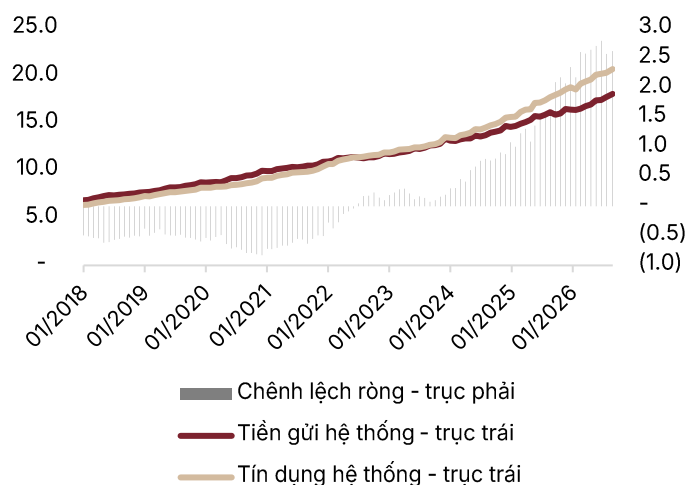
(3) Quý III/2023-cuối quý III/2025: NHNN giảm lãi suất điều hành. Lãi suất huy động và cho vay giảm đã thúc đẩy hoạt động cho vay vào thị trường bất động sản đang phục hồi, khiến tín dụng vượt huy động và LDR > 100%.

(4) Quý IV/2025-nay: Lãi suất tăng mạnh kể từ quý IV/2025 do chênh lệch tín dụng – huy động ngày càng nổi rộng. Đồng thời hoạt động cho vay hạ tầng tăng tốc buộc các ngân hàng phải huy động nguồn vốn có kỳ hạn dài hơn.

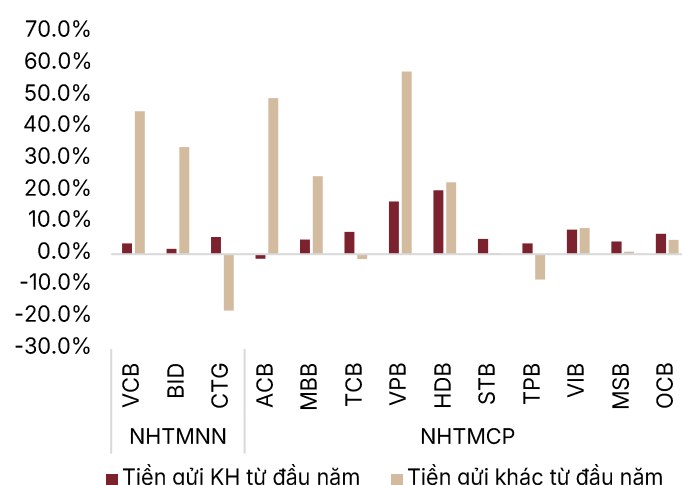
Nguồn vốn: áp lực định hình cục diện. Áp lực nguồn vốn đã khiến cạnh tranh huy động gia tăng từ quý I/2026. Tiền gửi khách hàng toàn hệ thống chỉ tăng 0,2% so với đầu năm, trong đó phần tăng trưởng ít ỏi dịch chuyển từ nhóm NHTM Nhà nước (-0,7%) sang nhóm NHTMCP tư nhân có lãi suất cao hơn (+1,3%), dẫn đầu bởi VPB và HDB. Sự suy yếu này vừa mang tính cấu trúc vừa phản ánh yếu tố mùa vụ: xu hướng chuyển sang nắm giữ tiền mặt trong giai đoạn chuyển đổi chính sách về thuế, vòng quay tiền chậm lại khi tín dụng nghiêng về các dự án bất động sản có thời gian triển khai dài, cùng với việc doanh nghiệp rút tiền vào đầu năm. Các ngân hàng bù đắp khoảng thiếu hụt bằng nguồn vốn bán buôn, chứng chỉ tiền gửi (CDs), trái phiếu và vay vốn nước ngoài.

Tăng trưởng tiền gửi sau đó đã dần bắt kịp, đặc biệt trong giai đoạn từ tháng 6 đến tháng 9 (+10,6% so với đầu năm), khi giải ngân đầu tư công tăng tốc giúp dòng tiền từ ngân sách quay trở lại hệ thống, đúng vào thời điểm các kênh đầu tư cạnh tranh (bất động sản, vàng, ngoại tệ và tiền số) suy giảm sức hút. Tăng trưởng tiền gửi theo tháng hiện đã vượt tăng trưởng tín dụng lần đầu tiên kể từ năm 2023, là tín hiệu sớm cho thấy áp lực đang giảm bớt. Do diễn biến này trùng với giai đoạn nhu cầu tín dụng thấp theo mùa vụ, áp lực nguồn vốn đã dịu đi trong quý III, dù chưa được giải quyết triệt để. Quý IV vẫn là thời điểm then chốt cần theo dõi, khi tín dụng bước vào mùa cao điểm.

Biểu đồ 3: Chênh lệch tín dụng – huy động thu hẹp nhẹ trong quý III/2026, nhưng vẫn ở mức gần 2,5 triệu tỷ đồng



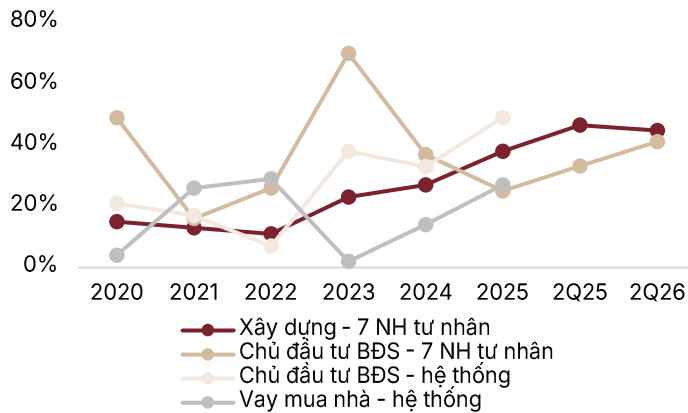
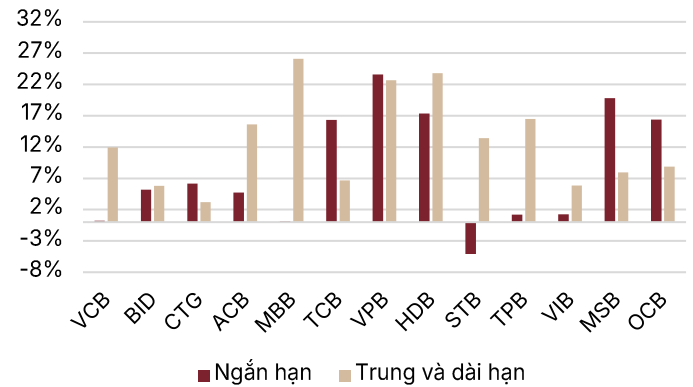
Biểu đồ 4: Chứng chỉ tiền gửi đáp ứng nhu cầu vốn có kỳ hạn; tiền gửi dịch chuyển theo lãi suất cao hơn



Nguồn: SSI Research tổng hợp

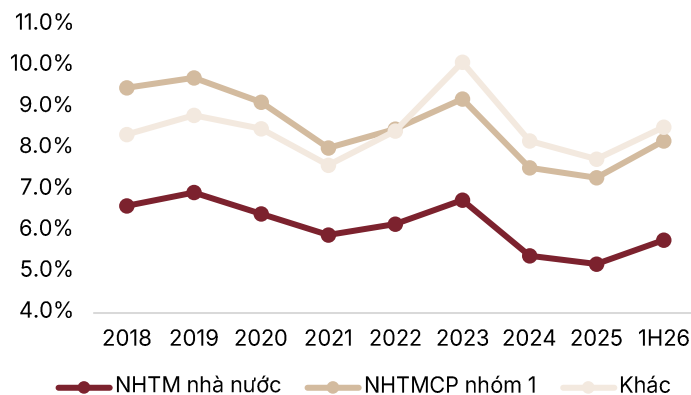
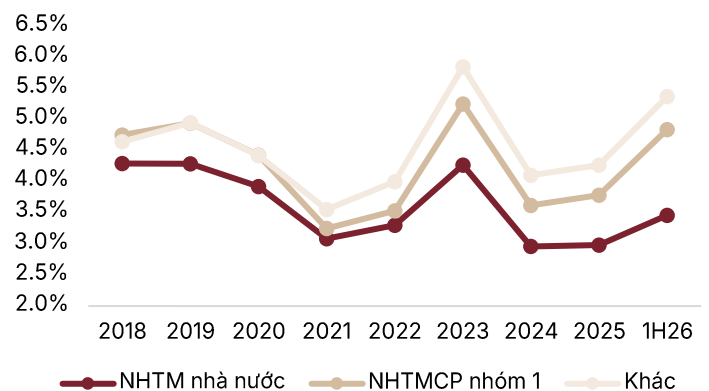
Tín dụng: áp lực nguồn vốn phân định ngân hàng dẫn đầu. Khi chi phí vốn tăng, vấn đề đặt ra là cho vay vào đâu và với biên lợi nhuận bao nhiêu, và phần lớn các ngân hàng đã định hướng tín dụng sang nhóm khách hàng có lợi suất cao hơn. Tăng trưởng tín dụng đạt 11,59% so với đầu năm tính đến cuối tháng 9, dù nhu cầu vay vốn vẫn mang tính chọn lọc. Sau nỗ lực đa dạng hóa danh mục cho vay trong thời gian ngắn trong quý I/2026, các ngân hàng quay trở lại các kênh quen thuộc trong quý II/2026: những ngân hàng có hạn mức tín dụng dồi dào tập trung vào cho vay chủ đầu tư bất động sản (+22% so với quý trước), dịch vụ tài chính và môi giới chứng khoán (+20%) và thương mại bán buôn/bán lẻ (+6%), trong khi nhóm NHTMNN và ACB vẫn tập trung vào khách hàng doanh nghiệp lớn và hộ kinh doanh. Ngược lại, cho vay mua nhà chậm lại rõ rệt khi lãi suất thả nổi tăng lên 12-19% và nguồn cung nhà ở giá phù hợp vẫn khan hiếm.

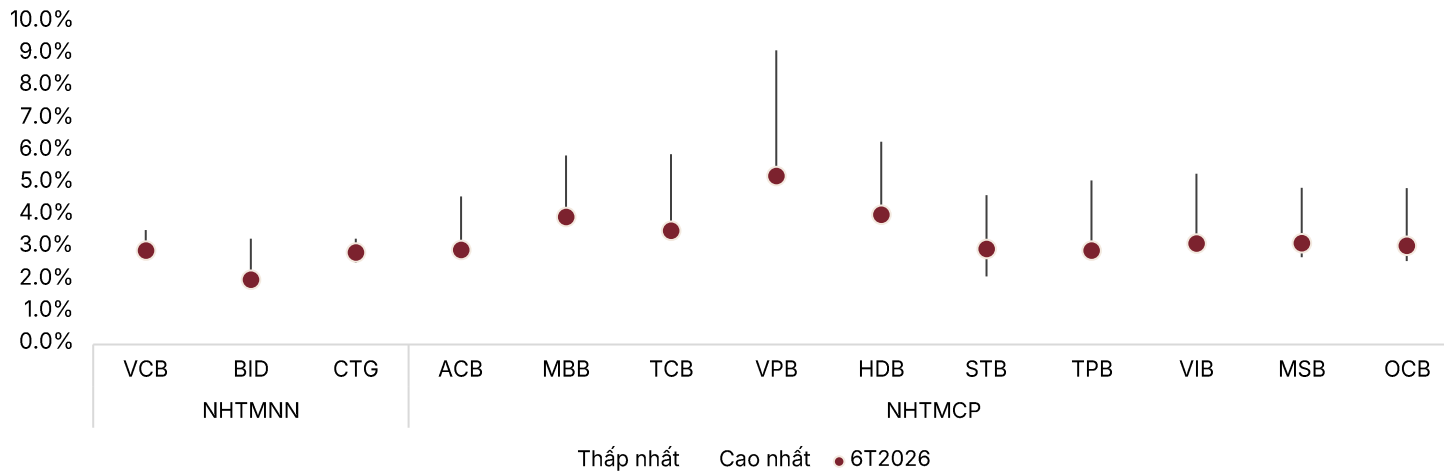
Xây dựng là điểm sáng nhờ giải ngân đầu tư công tăng tốc, đạt 643 nghìn tỷ đồng (62,9% kế hoạch cả năm) tính đến cuối tháng 9, tăng từ mức 35,5% (357 nghìn tỷ đồng) vào cuối quý II/2026. Với nhiều dự án đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng và bồi thường trong các quý trước, động lực tăng trưởng trong quý IV sẽ nghiêng nhiều hơn về giai đoạn thi công, qua đó hỗ trợ nhu cầu tín dụng liên quan. Đằng sau sự dịch chuyển này, lãi suất cho vay bình quân tăng là do tín dụng mới nghiêng về các khoản vay trung và dài hạn (+6,0% so với quý trước) hơn là ngắn hạn (+3,8%) – động lực chính giúp NIM mở rộng trong quý II/2026, đồng thời là yếu tố xuyên suốt tác động đến biên lãi và chất lượng tài sản trong thời gian tới.

Biểu đồ 5: Dư nợ cho vay xây dựng và chủ đầu tư tại các ngân hàng trong phạm vi theo dõi (svck)**Biểu đồ 6: Phần lớn các ngân hàng đẩy mạnh cho vay trung và dài hạn trong nửa đầu năm 2026 (so với đầu năm)**

Nguồn: SSI Research tổng hợp

NIM ghi nhận nhịp phục hồi trong quý II giữa xu hướng giảm. Trong quý I/2026, NIM giảm do chi phí vốn tăng mạnh; nhóm NHTMNN ghi nhận biên lãi cải thiện trong khi nhóm NHTMCP vẫn chịu áp lực. Diễn biến đảo chiều rõ rệt trong quý II/2026 khi NIM phục hồi lên 3,22%, nhờ lợi suất tài sản được điều chỉnh nhanh hơn chi phí vốn – bao gồm việc điều chỉnh lãi suất thả nổi của các khoản vay mua nhà lên 12–19% – cùng với xu hướng dịch chuyển sang các khoản vay kỳ hạn dài hơn. Cụ thể, cả nhóm NHTMNN (+16 điểm cơ bản) và nhóm NHTMCP (+19 điểm cơ bản) đều cải thiện, dù MSB (-29 điểm cơ bản) và VPB (-13 điểm cơ bản) kém tích cực hơn. Tuy nhiên, cơ chế định giá được cải thiện này có thể làm gia tăng rủi ro trả nợ của người vay khi bước vào nửa cuối năm 2026.

Biểu đồ 7: Lợi suất tài sản tạo đáy trong năm 2025 và tăng mạnh trong nửa đầu năm 2026**Biểu đồ 8: Chi phí vốn tăng trước lợi suất tài sản vào cuối năm 2025 và tiếp tục tăng trong nửa đầu năm 2026**

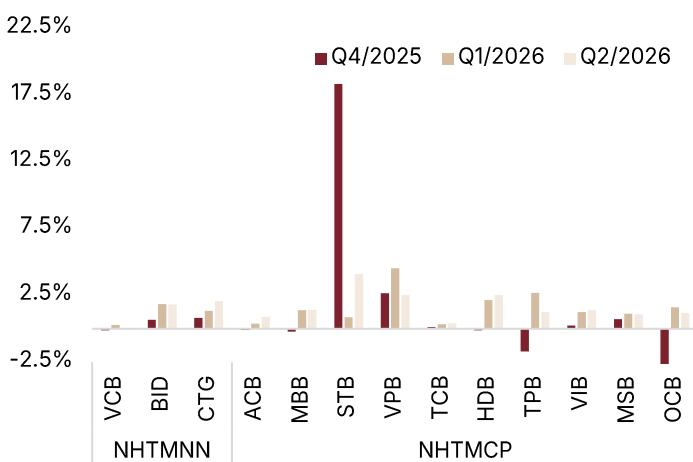
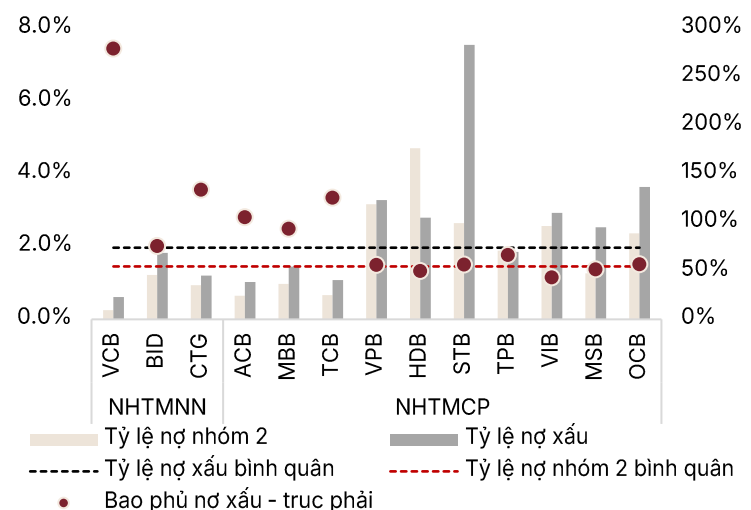
Biểu đồ 9: NIM có xu hướng giảm qua các năm

Nguồn: SSI Research tổng hợp

NHTMNN: VCB, BID và CTG. NHTMCP hàng đầu: ACB, MBB, TCB, VPB và STB. Các ngân hàng khác: TPB, VIB, MSB và OCB

Chất lượng tài sản đang dần phản ánh hệ quả của việc bảo vệ biên lãi. Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống tăng từ 1,76% trong quý IV/2025 lên 1,88% trong quý I/2026 và 1,97% trong quý II/2026 – mức cao nhất của quý II kể từ năm 2020, khi tổng nợ xấu tăng 21,4% so với đầu năm. Nợ nhóm 2 cũng suy giảm tương ứng (+31,6% so với đầu năm), trong đó STB, HDB và VPB chiếm phần lớn mức tăng – tín hiệu sớm cho thấy nợ nhiều khả năng sẽ tiếp tục chuyển nhóm trong các quý tới.

Chi phí dự phòng tăng mạnh (nhóm NHTMNN +17% svck, nhóm NHTMCP +26,6%), nhưng vẫn chậm hơn tốc độ hình thành nợ xấu: tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn hệ thống giảm xuống 83% vào cuối quý II/2026, từ mức 89,3% trong quý IV/2025 và là mức thấp nhất kể từ năm 2018, dù nhóm NHTMNN vẫn duy trì bộ đệm vững chắc hơn ở mức 149% mặc dù giảm 10% so với quý trước. Nợ xấu mới tập trung ở nhóm khách hàng hộ gia đình, SME và doanh nghiệp siêu nhỏ, ngoại trừ STB với nợ xấu mới phát sinh từ các tài sản tồn đọng thay vì từ hoạt động cho vay mới.

Biểu đồ 10: Nợ xấu hình thành mới gia tăng tại các ngân hàng trong phạm vi theo dõi, dẫn đầu bởi các ngân hàng tăng trưởng cao (VPB, HDB)**Biểu đồ 11: Áp lực chất lượng tài sản tập trung tại VPB, HDB, STB, VIB, OCB; duy trì ổn định tại nhóm NHTM Nhà nước và NHTMCP tư nhân hàng đầu**

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Thu nhập phí đóng vai trò bộ đệm trước áp lực thu hẹp biên lãi. Khi chênh lệch lãi suất chịu áp lực, thu nhập phí trở thành trụ đỡ cho nguồn thu ngoài lãi trong khi hoạt động kinh doanh giảm mạnh. Thu nhập thuần từ phí (NFI) của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi tăng 48,8% svck với sự phục hồi trên diện rộng của mảng bancassurance và tài trợ thương mại (L/C), trong khi thu nhập từ kinh doanh ngoại hối giảm 34,5% và kinh doanh chứng khoán giảm mạnh 76,9%, do lợi suất trái phiếu chính phủ tăng đã xóa bỏ phần lãi trên danh mục trái phiếu.

TCB (+73,1% svck) và VPB (+121,1%) dẫn đầu, nhờ nguồn phí chuyển về từ các công ty chứng khoán thành viên (TCX, VPX). Sự phân hóa này cho thấy các ngân hàng có sức mạnh cộng hưởng hệ sinh thái tốt hơn, bao gồm bancassurance và nền tảng chứng khoán nội bộ hoặc công ty vệ tinh, sẽ có lợi thế hơn trong việc đa dạng hóa nguồn thu và giảm bớt áp lực biên lãi trong ngắn hạn. Tuy nhiên cần lưu ý, đối với hoạt động thu xếp phát hành trái phiếu, rủi ro suy cho cùng phụ thuộc vào tỷ lệ trái phiếu thực sự được phân phối đến nhà đầu tư cuối cùng thay vì được giữ lại trên bảng cân đối kế toán.

Môi trường pháp lý hỗ trợ tăng trưởng trong ngắn hạn, hướng tới Basel III trong dài hạn. Các quy định trong năm 2026 nghiêng rõ rệt về hỗ trợ tăng trưởng. Thông tư 50 thay thế Thông tư 22 và đặt ra lộ trình tiến tới các chuẩn mực thanh khoản theo Basel III (LCR, NSFR), cùng với việc hiện đại hóa quy định về vốn theo Thông tư 14. Dù vậy, khung quy định này được thiết kế có chủ đích theo hướng mềm mỏng: các tỷ lệ chỉ được áp dụng dần trong giai đoạn 2028–2033, tỷ lệ đòn bẩy tối thiểu chưa mang tính bắt buộc, và trần LDR được nâng lên 95% từ 85%, chỉ có hiệu lực khi áp dụng LCR/NSFR, giúp phần lớn các ngân hàng có thêm dư địa thay vì bị thu hẹp. Thông tư 14 cũng tạo thêm lực đẩy về vốn, khi phương pháp IRB có thể giúp nâng CAR của các ngân hàng tư nhân thêm 1-2 điểm phần trăm nhờ lịch sử vỡ nợ gần như bằng 0 của các khoản vay doanh nghiệp lớn. Dư nợ cho vay 18 dự án trọng điểm quốc gia cũng được loại trừ khỏi hạn mức tín dụng hằng năm. Do đó, dư địa cho vay, xét trên cả phương diện thanh khoản và vốn, là có thực. Tuy nhiên, đây là sự nới lỏng mang tính kỹ thuật, không phải giải pháp mang tính cơ cấu: hệ thống đang thiếu nguồn vốn, chứ không thiếu năng lực cho vay. Câu hỏi đặt ra với từng ngân hàng không phải là còn bao nhiêu dư địa, mà là nên sử dụng bao nhiêu dư địa đó, dựa trên khẩu vị rủi ro, nguồn vốn và năng lực vốn của chính mình.

Triển vọng năm 2027

Bước sang năm 2027, các yếu tố tương tự sẽ tiếp tục chi phối: nguồn vốn vẫn là ràng buộc chính, NIM duy trì xu hướng giảm và chất lượng tài sản trở thành yếu tố quyết định; do đó, mức độ phân hóa giữa các ngân hàng sẽ ít phụ thuộc vào tốc độ tăng trưởng mà phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng đứng vững trong môi trường nguồn vốn eo hẹp và rủi ro cao hơn.

Thanh khoản có thể ít biến động hơn, nhưng vẫn dễ chịu tác động từ tăng trưởng tín dụng cao. Bộ công cụ sẵn có của NHNN, bao gồm OMO, hoán đổi ngoại tệ và tái cấp vốn, sẽ giúp thanh khoản ít biến động hơn khi các rủi ro đã được nhận diện rõ. Tuy nhiên, điều này không loại bỏ được căng thẳng tiềm ẩn: việc đạt mức tăng trưởng tín dụng cao nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP hai con số đầy tham vọng sẽ khiến nguồn vốn tiếp tục chịu áp lực. Chúng tôi cho rằng có bốn nguồn chính định hình bức tranh nguồn vốn trong năm 2027:

- **Tiền gửi vẫn là trụ cột.** Với lãi suất tăng kể từ quý IV/2025, tiền gửi có kỳ hạn vẫn là kênh hấp dẫn nhất xét trên cơ sở điều chỉnh rủi ro, đặc biệt khi các kênh thay thế đang kém hấp dẫn hơn: vàng biến động mạnh, bất động sản chững lại và tiền sổ chưa có khung pháp lý chi tiết. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát hành chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu dự kiến sẽ tăng tốc trong năm 2027, như một công cụ bổ sung nhằm thu hẹp chênh lệch tín dụng – huy động.
- **Đầu tư công là động lực hỗ trợ thứ hai, nhưng chậm hơn.** Việc đẩy nhanh giải ngân vào các dự án trọng điểm giúp bổ sung thanh khoản, khi dòng vốn từ Kho bạc Nhà nước chuyển đến các nhà thầu và quay trở lại hệ thống dưới dạng tiền gửi. Giải ngân mạnh trong năm 2026 tập trung vào giai đoạn đầu nhờ các khoản chi trả bồi thường đất đai một lần với giá trị lớn; khi các dự án chuyển sang giai đoạn thi công trong năm 2027, tốc độ giải ngân sẽ diễn ra từ từ hơn, phụ thuộc vào tiến độ thực tế, năng lực nhà thầu và nguồn vật liệu, ngay cả khi danh mục dự án vẫn rất lớn.
- **Vay nước ngoài là nguồn bổ sung, không phải động lực chính.** Nguồn vốn nước ngoài, bao gồm các khoản vay hợp vốn, hạn mức tín dụng quốc tế và các khoản tài trợ xanh, giúp đa dạng hóa nguồn vốn và kéo dài kỳ hạn, nhưng dự kiến sẽ tăng chậm trong giai đoạn đầu. Chi phí vốn USD cao làm thu hẹp lợi thế sau khi tính đến cả chi phí phòng ngừa rủi ro tỷ giá, đồng thời rủi ro lạm phát do giá năng lượng có thể hạn chế khả năng Fed giảm lãi suất. Do đó, cho đến khi xu hướng lãi suất USD rõ ràng hơn, kênh này vẫn chỉ đóng vai trò bổ trợ cho thanh khoản trong nước.
- **Phát triển thị trường vốn là giải pháp mang tính cơ cấu, nhưng kéo dài nhiều năm.** Ba kênh nêu trên giúp giảm áp lực trong ngắn hạn; giải pháp bền vững là chuyển rủi ro kỳ hạn dài ra khỏi bảng cân đối ngân hàng. Tỷ lệ tín dụng/GDP đã ở mức 140-150%, và các tài sản hạ tầng kỳ hạn dài không phù hợp với nguồn tiền gửi ngắn hạn. Trong giai đoạn 2026-2030, theo ước tính của chúng tôi, riêng danh mục siêu dự án đã công bố sẽ hấp thụ tối thiểu 30% lượng tín dụng tăng ròng, và nhiều khả năng còn cao hơn khi tính thêm chuỗi cung ứng liên quan và các dự án chưa được công bố, tập trung vào các dự án đường sắt, metro và hạ tầng đô thị có kỳ hạn. Có hai hướng có thể giúp giảm áp lực này:

Ở khu vực công, Nhà nước có thể tài trợ trực tiếp hơn cho hạ tầng, thông qua các khoản vay ưu đãi có bảo lãnh của Chính phủ (dự án đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng là mô hình điển hình hiện nay) và thông qua trái phiếu dự án, trái phiếu PPP và trái phiếu chính quyền địa phương có thể tài trợ cho giai đoạn thi công ngay từ đầu, do uy tín của Nhà nước cho phép nhà đầu tư chấp nhận rủi ro hoàn công mà các tổ chức phát hành tư nhân không thể đáp ứng.

Ở khu vực tư nhân, vai trò của ngân hàng là không thể thay thế trong giai đoạn thi công – khi rủi ro ở mức cao nhất và dự án chưa tạo ra dòng tiền. Chỉ khi dự án hoàn thành và rủi ro đã giảm, khoản vay mới có thể được tái cấp vốn thông qua việc chủ đầu tư phát hành trái phiếu dài hạn hoặc vay vốn nước ngoài, và được hoàn trả từ doanh thu vận hành trong tương lai của dự án. Dù theo hướng nào, ràng buộc chính vẫn nằm ở phía nhà đầu tư: nhóm nắm giữ phù hợp nhất là doanh nghiệp bảo hiểm và quỹ hưu trí, với các nghĩa vụ nợ dài hạn cho phép họ chờ đợi dòng tiền mà ngân hàng không thể. Tuy nhiên, việc thu hút nhóm nhà đầu tư này phụ thuộc vào việc giải quyết các vấn đề về quản trị, minh bạch cũng như rủi ro thay đổi chính sách và chấm dứt hợp đồng – những yếu tố vẫn khiến họ e ngại.

với các dự án PPP và BT. Cơ chế bảo lãnh chịu lỗ trước (first-loss) từ khu vực công có thể hỗ trợ phía doanh nghiệp, giúp trái phiếu do chủ đầu tư phát hành đủ hấp dẫn để thu hút nguồn vốn tư nhân. Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng chưa có giải pháp nào tạo ra thay đổi đáng kể trong năm 2027; do đó, các ngân hàng vẫn sẽ vừa là bên khởi tạo, vừa là bên nắm giữ rủi ro hạ tầng, và các biện pháp nới lỏng gần đây chỉ giúp trì hoãn, chứ chưa giải quyết được khoảng thiếu hụt nguồn vốn.

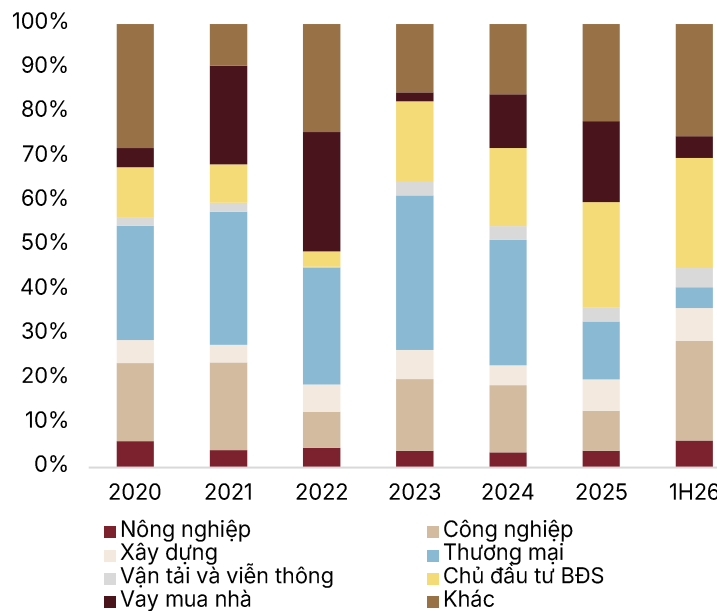
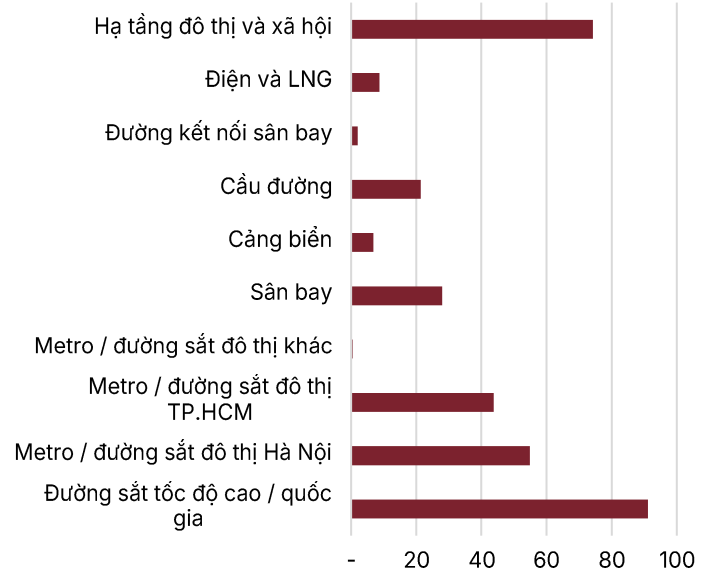
Bảng 1: Vay vốn nước ngoài của các ngân hàng trong năm 2026

Ngân hàng	Giá trị	Ghi chú
TCB	1,5 tỷ USD	Đang triển khai
VPB	1,44 tỷ USD	Khoản vay hợp vốn với vai trò chủ chốt của SMBC
VIB	285 triệu USD	Khoản vay hợp vốn do UOB, Maybank Securities, Cathay United Bank và China Construction bank (điều phối) cùng 5 nhà đầu tư tài chính nước ngoài. Khoản vay 715 triệu USD khác đang được triển khai
HDB	721 triệu USD	- Khoản vay hợp vốn do ADB & Standard Chartered (điều phối) cùng 6 nhà đầu tư tài chính nước ngoài - Một thương vụ khác lên tới 1 tỷ USD với Standard Chartered và Equest enterprise
SHB	600 triệu USD	Khoản vay hợp vốn từ SMBC, CTBC Bank, FAB, Mashreq Bank, SBI
MBB	500 triệu USD	Khoản vay hợp vốn do ANZ (điều phối), Mashreqbank, Maybank Securities; tổng cộng 22 bên cho vay
NAB	350 triệu USD	Khoản vay hợp vốn từ IFC, ADB, FMO, BlueOrchard, Symbiotics, SIFEM
ACB	300 triệu USD	Khoản vay hợp vốn với quyền chọn nâng quy mô lên 500 triệu USD
BID	250 triệu USD	Khoản vay hợp vốn do ADB (thu xếp), JICA, CANPA (Canada), Cathay United, CTBC
TPB	220 triệu USD	Khoản vay hợp vốn từ DFC (100 triệu USD), JICA (120 triệu USD)
Tổng	6.166 triệu USD	

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Tăng trưởng tín dụng: ưu tiên các lĩnh vực trọng điểm. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ duy trì tăng trưởng GDP ở mức cao trong năm 2027, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống khoảng 16-17%. Dòng tín dụng dự kiến sẽ tập trung mạnh vào lĩnh vực xây dựng và các ngành liên quan, phù hợp với xu hướng đẩy mạnh đầu tư công, nâng cấp hạ tầng và phát triển mạng lưới logistics kết nối các trung tâm kinh tế trọng điểm, trong khi yêu cầu hoàn thành các siêu dự án kịp phục vụ APEC 2027 – một ưu tiên hàng đầu của quốc gia – càng làm gia tăng tính cấp bách. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho vay hợp vốn sẽ gia tăng khi các ngân hàng cùng góp vốn nhằm đẩy nhanh tiến độ các dự án này. Ngược lại, mặt bằng lãi suất cao sẽ hạn chế dòng vốn vào bất động sản mang tính đầu cơ và tích trữ, đồng thời làm giảm nhu cầu mở rộng hoạt động của hộ gia đình và SME. Dù vậy, trong bối cảnh nguồn cung vẫn hạn chế, chúng tôi không loại trừ khả năng xuất hiện các cơ chế mới nhằm khuyến khích mua nhà ở xã hội và mở rộng tín dụng cho nhà ở cho thuê dài hạn.

Trong phạm vi theo dõi, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 17,9% trong năm 2027, dẫn đầu bởi các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc là MBB, VPB và HDB, với tốc độ tăng trưởng tiếp tục vượt trội so với toàn ngành.

Biểu đồ 12: Cơ cấu phân bổ tín dụng tăng ròng hằng năm theo ngành, giai đoạn 2020-nửa đầu năm 2026**Biểu đồ 13: Đường sắt, metro và hạ tầng đô thị chiếm phần lớn danh mục dự án (tỷ USD)**

Nguồn: SSI Research tổng hợp từ thông tin dự án được công bố công khai. Bao gồm 56 dự án hạ tầng lớn/chiến lược đã công bố tổng vốn đầu tư. Quy đổi USD theo tỷ giá 26.000 đồng.

Chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm trong năm 2027, tập trung tại nhóm NHTMCP. Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao trong năm 2027 sẽ ảnh hưởng đến khả năng trả nợ, đặc biệt ở nhóm SME, hộ kinh doanh và người mua nhà. Áp lực bổ sung đến từ hơn 100 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn, trong khi dư nợ cho vay chủ đầu tư bất động sản toàn hệ thống đã tăng lên khoảng 2,5 triệu tỷ đồng (tương đương khoảng 48% tổng nợ vay bất động sản), tăng 1,4 triệu tỷ đồng kể từ năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi (không bao gồm STB do có chu kỳ khác biệt so với các ngân hàng cùng ngành) sẽ tăng lên 1,72% trong năm 2027 (+10 điểm cơ bản svck). Mức độ suy giảm sẽ không đồng đều: nhóm NHTMNN, với danh mục cho vay chủ yếu là doanh nghiệp lớn có dòng tiền vững chắc hơn, dự báo chỉ tăng nhẹ lên 1,24% (+1 điểm cơ bản svck), trong khi nhóm NHTMCP, với tỷ trọng cho vay bất động sản và SME lớn hơn, sẽ tăng mạnh hơn lên 2,20% (+17 điểm cơ bản svck).

NIM thu hẹp nhẹ, phân hóa gia tăng. NIM toàn ngành dự báo giảm nhẹ 2 điểm cơ bản xuống 3,11% trong năm 2027, nhưng con số chung này chưa phản ánh hết mức độ phân hóa ngày càng lớn: NIM của nhóm NHTMNN dự báo tăng 2 điểm cơ bản, trong khi nhóm NHTMCP giảm 8 điểm cơ bản. Sự khác biệt này xuất phát từ cơ cấu nguồn vốn. Nhóm NHTMNN, với nền tảng tiền gửi từ doanh nghiệp lớn và khối FDI, sở hữu nguồn CASA chi phí thấp và ổn định hơn, giúp giảm tác động từ môi trường lãi suất cao; nhóm NHTMCP không có được bộ đệm này, khi các ngân hàng có hạn mức tín dụng lớn (MBB, VPB, HDB) duy trì lãi suất huy động cao để tài trợ cho tăng trưởng, còn các ngân hàng nhỏ hơn phải trả lãi suất cao để giữ chân nền tảng khách hàng.

Điểm mới trong năm 2027 là hoạt động cho vay cũng tạo áp lực lên biên lãi. Khi tín dụng nghiêng về lĩnh vực hạ tầng, các ngân hàng phải nắm giữ các tài sản có biên lợi nhuận thấp, kỳ hạn dài nhưng được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn chi phí cao – đây là áp lực mang tính cơ cấu thay vì chu kỳ. Đối với nhóm NHTMCP tư nhân, điều này khiến bài toán đánh đổi giữa bảo vệ NIM thông qua các khoản vay lợi suất cao hơn và duy trì chất lượng tài sản trở nên gay gắt hơn – cũng chính là thách thức định hình năm 2027 của nhóm này.

Thu nhập phí sẽ trở thành đòn bẩy lợi nhuận then chốt. Chúng tôi kỳ vọng các mảng phí dịch vụ sẽ tăng trưởng vượt trội. Bảo lãnh tài trợ thương mại và thư tín dụng dự phòng (L/C) sẽ dẫn dắt, được hỗ trợ bởi hoạt động doanh nghiệp phục hồi và nhu cầu tài trợ các dự án hạ tầng.

Tăng vốn trở thành xu hướng tất yếu trong kỳ nguyên mới. Đà tăng trưởng GDP dự kiến được duy trì trong trung hạn, nhờ dòng vốn FDI ổn định và danh mục đầu tư hạ tầng công đầy tham vọng, với mục tiêu tăng trưởng bình quân khoảng 10% trong giai đoạn 2026-2030. Trong bối cảnh thị trường vốn vẫn cần nhiều năm nữa mới có thể hấp thụ rủi ro kỳ hạn dài, ngân hàng vẫn là kênh tài trợ vốn chủ đạo, tài trợ cho các dự án trong suốt giai đoạn thi công trước khi có thể tái cấp vốn sang các nhà đầu tư dài hạn; áp lực lên bảng cân đối kế toán theo đó đã khiến ngày càng nhiều ngân hàng phải huy động thêm vốn chủ sở hữu và vốn nợ để duy trì tăng trưởng tín dụng.

Kế hoạch phát hành cổ phiếu của 8 ngân hàng có tổng giá trị khoảng 144 nghìn tỷ đồng (~5,4 tỷ USD), trong đó NVB, VCB và BID chiếm gần 2/3 tổng giá trị. Mức độ pha loãng có sự khác biệt lớn: phần lớn các ngân hàng lớn phát hành dưới 15% số lượng cổ phiếu trước phát hành, trong khi các ngân hàng nhỏ hơn như NVB (113%), PVcomBank (33%) và MSB (25%) theo đuổi kế hoạch tăng vốn mạnh mẽ hơn nhiều nhằm củng cố bộ đệm vốn. Tính chung, nguồn vốn mới sẽ giúp vốn chủ sở hữu của các ngân hàng niêm yết tăng khoảng 6,9%, cùng với sự hỗ trợ thêm từ lợi nhuận giữ lại năm 2027. Tuy nhiên, quy mô này vẫn khiêm tốn so với nhu cầu phía trước: để đáp ứng kế hoạch đầu tư giai đoạn 2026-2030, tổng vốn đầu tư cần tăng trưởng cao hơn đáng kể so với xu hướng gần đây, trong đó khu vực nhà nước chỉ đáp ứng khoảng 1/5, còn phần lớn mức tăng thêm sẽ thuộc về khu vực tư nhân – phần lớn nguồn vốn vẫn phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng.

Bảng 2: Kế hoạch tăng vốn của các ngân hàng lớn tại Việt Nam từ quý IV/2026 đến năm 2027

Mã CK	Hình thức phát hành	Số cổ phiếu chào bán (triệu)	% số CP trước phát hành	Giá trị ước tính (tỷ đồng)	Giá trị ước tính (triệu USD)
HDB	Phát hành riêng lẻ	700	13,99%	19.250	726
VPB	Phát hành riêng lẻ	624,4	6,24%	14.360	542
MBB	Phát hành riêng lẻ	200	1,99%	3.920	148
VCB	Phát hành riêng lẻ	543,1	6,5%	31.771	1.199
BID	Phát hành riêng lẻ	780	10,71%	28.080	1.060
MSB	Chào bán cho cổ đông hiện hữu	936	25%	9.360	353
NVB	Phát hành riêng lẻ	3.300	113%	33.000	1.245
PVCombank	Phát hành riêng lẻ	300	33,33%	4.088	154
Tổng				143.830	5.428

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Một yếu tố giúp giảm áp lực trong ngắn hạn: việc chuyển sang phương pháp tính vốn dựa trên IRB ước tính giúp nâng CAR báo cáo thêm 1,5-2 điểm phần trăm, giúp các ngân hàng có thêm thời gian trước khi buộc phải tăng vốn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần thận trọng với bộ đệm này. Bộ đệm này dựa trên tỷ lệ vỡ nợ lịch sử gần như bằng 0 của các chủ đầu tư bất động sản – vốn là kết quả của một hệ thống luôn ưu tiên cơ cấu lại thay vì xử lý dứt điểm các khoản vay gặp khó khăn. Mức tăng này làm cải thiện tỷ lệ an toàn vốn trên báo cáo đúng vào thời điểm tín dụng đang tập trung vào chính nhóm khách hàng này; do đó, CAR báo cáo nhiều khả năng đang phản ánh cao hơn khả năng hấp thụ tổn thất thực tế nếu chu kỳ của các chủ đầu tư bất động sản đảo chiều. Vì vậy, chúng tôi cho rằng tăng vốn sẽ là chủ đề lặp lại trong nhiều năm tới, đặc biệt đối với các ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng cao hơn mức chung của hệ thống.

Việc tìm kiếm đối tác chiến lược phù hợp có thể cần nhiều thời gian, và giới hạn sở hữu nước ngoài có thể khiến các nhà đầu tư muốn nắm quyền kiểm soát lo ngại. Một nhà đầu tư nước ngoài chỉ được sở hữu tối đa 15% vốn của một ngân hàng (20% đối với nhà đầu tư chiến lược), trong giới hạn tổng sở hữu nước ngoài 30%, và chỉ được nâng lên 49% đối với các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc các tổ chức tín dụng yếu kém trong giai đoạn 2024-2025, như VPB và HDB.

Quy định pháp lý đặt nền móng cho một hệ thống lành mạnh hơn. Đúng như kỳ vọng, hiện đã có lộ trình triển khai các trụ cột về vốn và thanh khoản theo chuẩn Basel III – một trong những bước đi cho phép NHNN về lâu dài điều hành tín dụng thông qua giá thay vì khối lượng, dần rời xa cơ chế hạn mức tín dụng, dù đây vẫn là triển vọng dài hạn. Lộ trình áp dụng IFRS 9 dự kiến sẽ củng cố thêm xu hướng này, thông qua việc yêu cầu trích lập dự phòng thận trọng hơn dựa trên

tổn thất dự kiến và nâng cao tính minh bạch của bảng cân đối kế toán. Chúng tôi cũng kỳ vọng sẽ có những cải cách sâu rộng hơn, kéo dài nhiều năm. Các vấn đề tồn đọng như sở hữu chéo, cho vay các bên liên quan và những yếu kém trong vận hành vẫn cần được giải quyết, và mô hình hoạt động của hệ thống cần chuyển đổi, bao gồm khả năng hợp nhất thành ít ngân hàng hơn nhưng vững mạnh hơn. Nhu cầu này không chỉ xuất phát từ các vấn đề trong quá khứ: trong các chu kỳ trước, những ngân hàng tăng trưởng nhanh nhất nhờ tập trung tín dụng vào một nhóm hoặc một hệ sinh thái thường là những ngân hàng sau đó gặp khó khăn – đây là một xu hướng đáng theo dõi trong giai đoạn hiện nay.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành ngân hàng, khi chi phí vốn neo cao và áp lực chất lượng tài sản bù trừ cho nhu cầu tín dụng vẫn duy trì. Đối với các ngân hàng trong phạm vi theo dõi, chúng tôi dự báo tăng trưởng LNTT đạt 15,4% trong năm 2027, giảm từ mức 19,5% trong năm 2026, phản ánh NIM thu hẹp nhẹ và chi phí dự phòng gia tăng. Tăng trưởng lợi nhuận vẫn tương đối tích cực, song chất lượng và tính bền vững của tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào kỷ luật huy động vốn và khả năng tạo dòng tiền của khách hàng vay.

Trong năm 2027, chúng tôi ưu tiên những ngân hàng có năng lực kiểm soát và quản lý rủi ro tốt nhất, thay vì những ngân hàng mở rộng tín dụng nhanh nhất. Nền tảng huy động vững chắc, mức trích lập dự phòng phù hợp và kỷ luật trong lựa chọn dự án sẽ là những yếu tố phân hóa chính. Cho vay hạ tầng có thể tạo ra thu nhập lãi và thu nhập từ phí dịch vụ liên quan đến L/C, tài trợ thương mại cũng như phí thu xếp khoản vay, trong khi hình thức cho vay hợp vốn giúp hạn chế mức độ tập trung rủi ro tại từng ngân hàng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi không giả định một phần đáng kể dư nợ sẽ được chuyển giao sang các nhà đầu tư phi ngân hàng ngay trong năm 2027; các ngân hàng nhiều khả năng vẫn là bên nắm giữ chính rủi ro trong giai đoạn thị công.

Trong trung hạn, năng lực thu xếp vốn và tái cấp vốn cho các dự án đã hoàn thành thông qua các nhà đầu tư dài hạn có thể trở thành một lợi thế cạnh tranh bổ sung. Điều này sẽ giúp tái tạo dư địa cho vay và giảm mức độ tập trung kỳ hạn. Chúng tôi xem đây là cơ hội trong dài hạn, thay vì một giả định cần thiết làm cơ sở cho các khuyến nghị năm 2027.

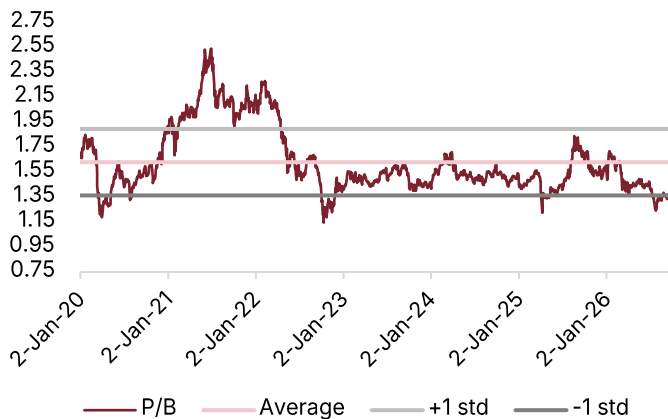
Xét về cơ hội giao dịch ngắn hạn, kế hoạch tăng vốn có thể sẽ là yếu tố hỗ trợ đối với một số ngân hàng. Đây là một yếu tố riêng biệt, cho thấy cần cân bằng tỷ trọng giữa nhóm ngân hàng có năng lực phân bổ vốn và rủi ro thông qua những lợi thế về mặt cấu trúc với nhóm cổ phiếu có các chất xúc tác định giá lại trong ngắn hạn, như phát hành vốn cổ phần mới, được đưa vào chỉ số FTSE hoặc phát hành riêng lẻ.

Các cổ phiếu ưa thích của chúng tôi bao gồm TCB, MBB và VCB. TCB có lợi thế từ khả năng đa dạng hóa thu nhập phí; MBB kết hợp năng lực tăng trưởng tín dụng mạnh với dư địa khai thác sâu hơn tệp khách hàng lớn, mặc dù tốc độ mở rộng nhanh đòi hỏi sự cải thiện về kỷ luật nguồn vốn; trong khi nền tảng huy động và dư địa trích lập dự phòng của VCB mang lại khả năng chống chịu tốt trong môi trường lãi suất cao.

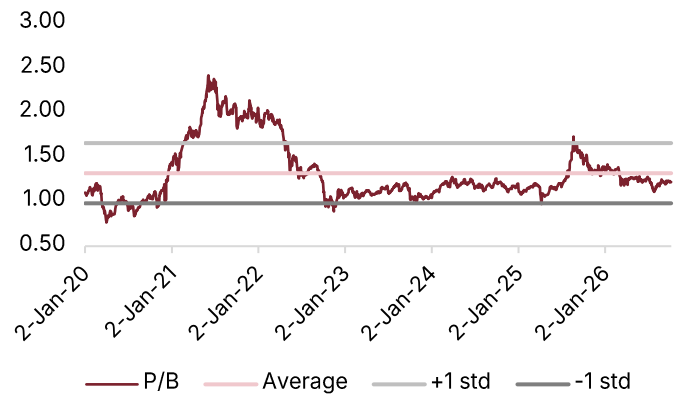
Bảng 3: Tóm tắt định giá

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng LNTT			P/E			P/B			ROE			Tỷ lệ SHNN còn lại
	1 năm	1 năm	9/10/26	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	
ACB	24%	25.000	4.468	-7,0%	14,0%	11,5%	7,89	6,63	5,95	1,30	1,09	0,92	17,6%	17,5%	16,7%	6,7%
BID	26%	42.600	10.073	20,6%	9,4%	11,8%	11,30	9,63	9,06	1,63	1,28	1,12	19,5%	17,4%	16,5%	12,5%
CTG	32%	38.800	8.753	36,8%	24,3%	18,0%	9,97	6,50	5,51	1,55	1,07	0,90	21,0%	22,2%	22,1%	5,6%
HDB	21%	27.000	4.283	27,4%	36,0%	20,1%	8,72	6,02	5,03	1,97	1,42	1,12	26,2%	26,8%	24,9%	7,3%
MBB	32%	25.200	7.327	18,9%	19,8%	15,2%	6,67	5,64	5,32	1,50	1,13	0,98	21,6%	21,3%	21,0%	0,9%
MSB	8%	15.700	2.088	2,2%	14,2%	11,6%	6,87	8,56	7,67	0,91	1,13	0,98	14,2%	14,1%	13,7%	23,1%
OCB	14%	11.400	1.165	25,9%	14,1%	13,3%	7,90	6,62	5,85	0,94	0,79	0,70	12,3%	12,7%	12,7%	2,9%
TCB	25%	40.400	8.757	18,2%	16,1%	15,2%	9,61	7,56	6,56	1,45	1,16	0,99	16,3%	16,4%	16,3%	2,1%
TPB	35%	15.500	1.395	21,1%	9,6%	10,8%	6,43	4,59	4,14	1,12	0,73	0,62	19,4%	18,1%	16,3%	7,2%
STB	N.a	N.a	4.847	-40,0%	6,2%	43,0%	23,01	24,48	17,12	1,83	1,95	1,75	10,3%	10,4%	13,5%	19,4%
VCB	32%	75.100	18.098	4,2%	22,2%	10,3%	15,85	12,75	11,57	2,11	1,79	1,55	16,5%	17,5%	16,7%	10,1%
VIB	16%	15.800	1.948	1,1%	14,3%	9,5%	8,49	5,77	5,27	1,29	0,85	0,73	16,4%	16,3%	15,3%	1,2%
VPB	11%	26.500	9.092	53,0%	26,8%	19,7%	9,54	7,61	6,37	1,36	1,27	1,08	16,7%	19,0%	19,9%	6,2%
Tổng				16,1%	19,5%	15,4%	10,17	8,65	7,34	1,46	1,21	1,03	18,1%	18,5%	18,2%	

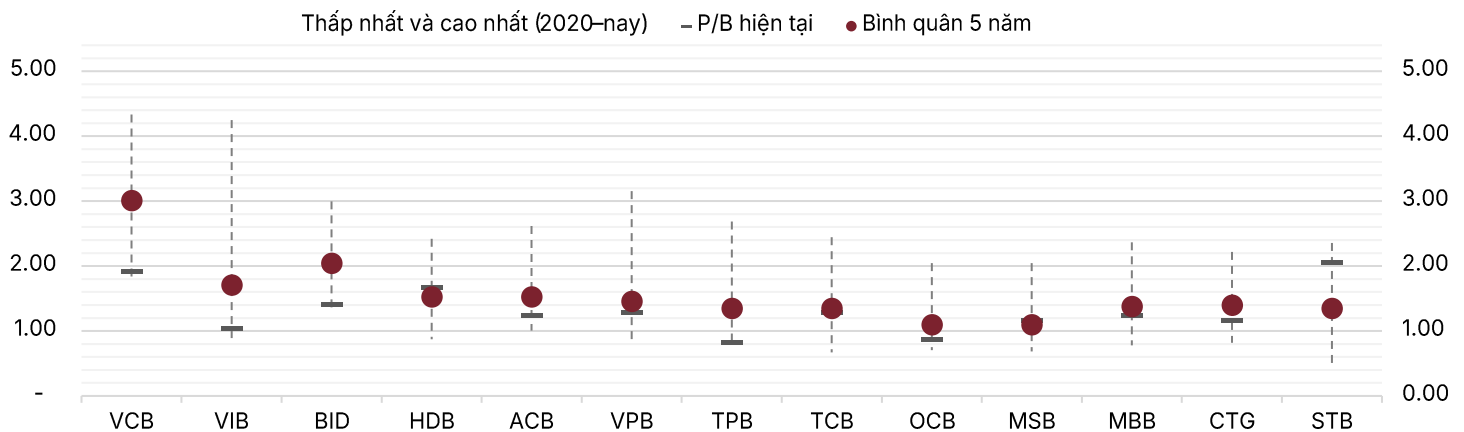
Biểu đồ 14: P/B lịch sử của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi



Biểu đồ 15: P/B lịch sử của nhóm NHTMCP tư nhân trong phạm vi theo dõi (không bao gồm STB)



Biểu đồ 16: P/B trượt của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi



Nguồn: SSI Research tổng hợp

Bất động sản – Bất động sản Nhà ở: Thị trường bước vào giai đoạn tái cấu trúc

Tổng quan thị trường 6T2026

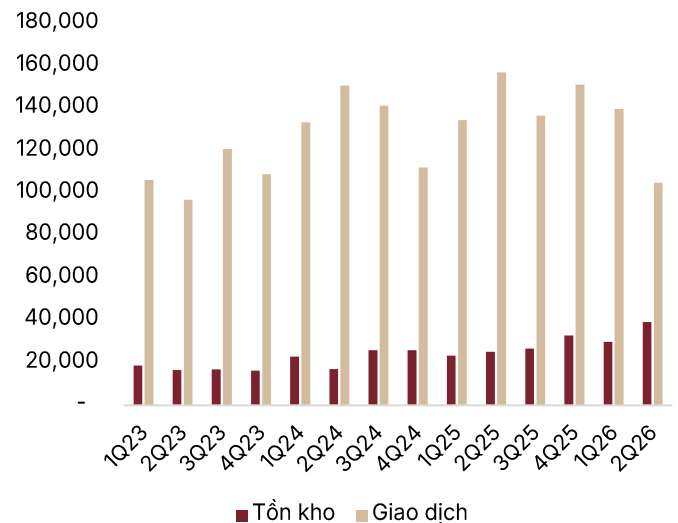
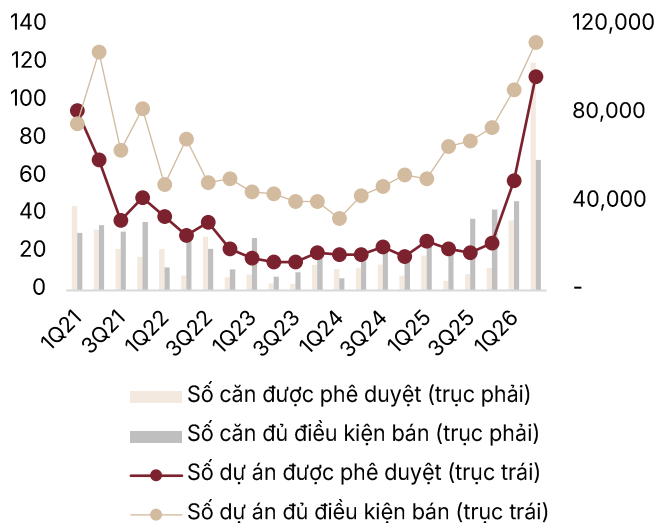
Tháo gỡ pháp lý giúp khơi thông nguồn cung, song áp lực từ phía cầu vẫn hiện hữu

Theo Bộ Xây dựng, nguồn cung nhà ở thương mại đã tăng tốc mạnh từ 6 tháng cuối năm 2025 và tiếp tục được đẩy mạnh trong 6 tháng đầu năm 2026. Số lượng dự án được phê duyệt tăng mạnh lên 171 dự án (+256% svck) với khoảng 135.005 căn (+569% svck), trong khi 237 dự án đủ điều kiện bán hàng (+76% svck), tương ứng 99.500 căn (+151% svck). Mức tăng mạnh này cho thấy các cải cách chính sách gần đây đang giúp tháo gỡ các vướng mắc pháp lý và đẩy nhanh quá trình phục hồi nguồn cung nhà ở.

Thanh khoản thị trường suy yếu trong 6 tháng đầu năm 2026, với số lượng giao dịch giảm 16% svck xuống 244.860 giao dịch. Trong khi đó, lượng tồn kho tăng lên khoảng 39.284 căn trong Q2/2026, tăng 32% so với quý trước và 55% svck. Việc số lượng giao dịch sụt giảm đồng thời với tồn kho gia tăng cho thấy tốc độ hấp thụ đang chậm lại do mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao.

Số lượng dự án được phê duyệt và đủ điều kiện bán hàng, 2021–Q2/2026

Tồn kho bất động sản (căn) và số lượng giao dịch, 2021–Q2/2026



Nguồn: Bộ Xây dựng, SSI Research

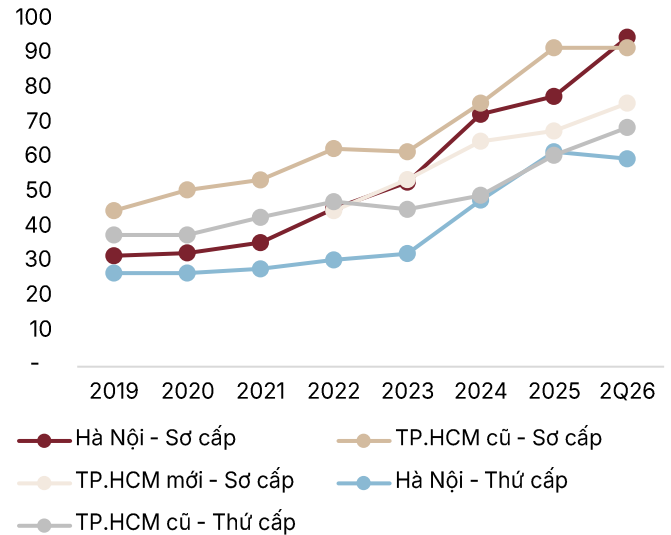
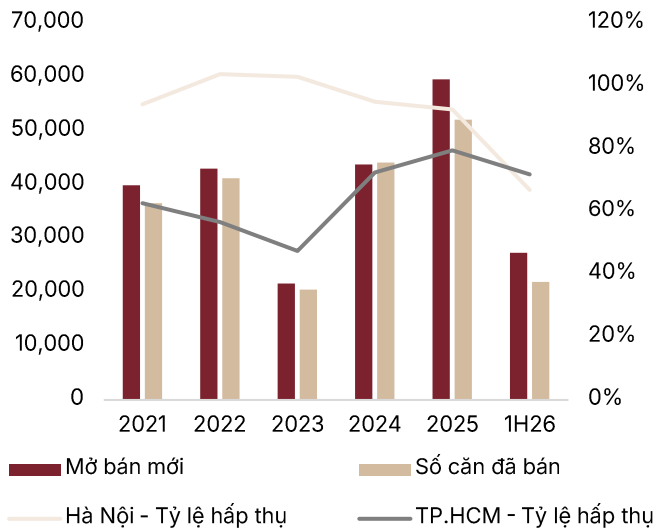
Trong 6 tháng đầu năm 2026, nguồn cung căn hộ mở bán mới tại Hà Nội và TP.HCM (mới) tăng 39% svck lên gần 27.400 căn. Nguồn cung mới tại khu vực nội đô vẫn tập trung chủ yếu ở phân khúc cao cấp và hạng sang, cho thấy sự mất cân đối ngày càng lớn giữa nguồn cung và khả năng tiếp cận của người mua có nhu cầu ở thực. Tốc độ hấp thụ đã suy giảm đáng kể tại cả hai thị trường kể từ Q4/2025 khi lãi suất tăng. Đà chậm lại thể hiện rõ nhất tại Hà Nội, khi tỷ lệ hấp thụ giảm xuống 67% so với mức 90-105% trong giai đoạn trước, sau hai năm giá căn hộ tăng mạnh.

Giá bất động sản chịu áp lực trong bối cảnh thị trường trầm lắng hơn

Giá sơ cấp tăng lên 95 triệu đồng/m² tại Hà Nội (+21% svck) và 76 triệu đồng/m² tại TP.HCM (+17% svck), chủ yếu do cơ cấu nguồn cung mở bán tập trung vào phân khúc cao cấp. Thay vì giảm giá niêm yết, các chủ đầu tư triển khai các gói hỗ trợ, bao gồm hỗ trợ lãi suất và ân hạn nợ gốc từ 2–5 năm, giãn tiến độ thanh toán, chiết khấu thanh toán nhanh và quà tặng. Chính sách bán hàng tại một số dự án có phần hấp dẫn hơn so với năm 2023, với mức hỗ trợ lãi suất cao hơn và thời gian ân hạn nợ gốc dài hơn.

Theo khảo sát thị trường của chúng tôi, thị trường thứ cấp đã bước vào giai đoạn điều chỉnh sau nhiều năm giá tăng mạnh. Lãi suất vay mua nhà duy trì ở mức cao cùng lượng tồn kho lớn trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu. Tại một số khu vực, giá chào bán đã giảm tới 20-30% so với vùng đỉnh, dù hoạt động giao dịch vẫn hạn chế, đặc biệt tại các phân khúc thiên về đầu tư và một số thành phố cấp 2.

Thị trường căn hộ, 2023-6T2026

Giá căn hộ (triệu đồng/m²)

Nguồn: CBRE, SSI Research

Triển vọng năm 2027

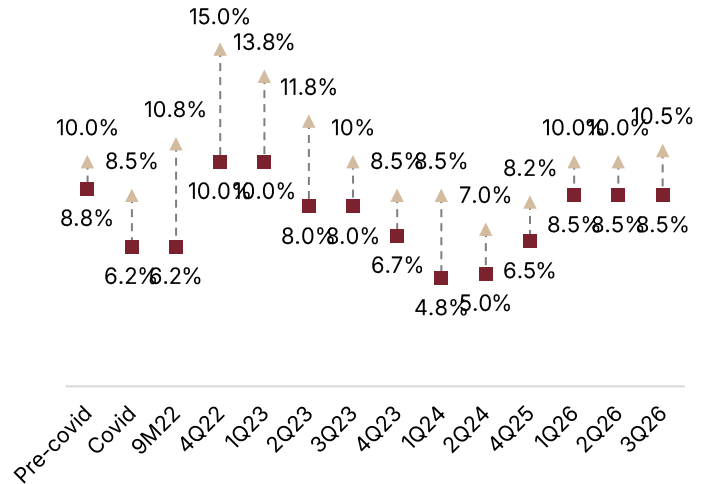
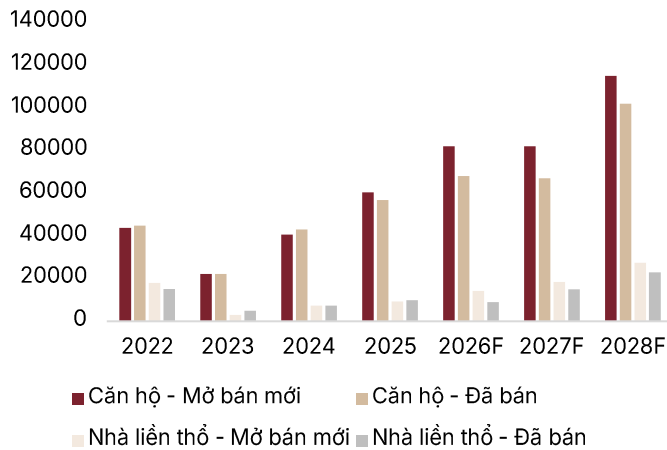
Nguồn cung phục hồi, nhu cầu đối mặt nhiều thách thức

Theo CBRE, nguồn cung mới căn hộ và nhà thấp tầng tại thị trường Hà Nội và TP.HCM (mới) dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2027, nhờ các vướng mắc pháp lý dần được tháo gỡ và nhiều dự án quy mô lớn được mở bán. Nguồn cung căn hộ mở bán mới dự kiến đạt khoảng 82.000 căn trong năm 2027, gần như đi ngang so với mức nền cao cùng kỳ trong đó phân khúc cao cấp chiếm phần lớn nguồn cung mới. Trong khi đó, nguồn cung nhà thấp tầng mới dự báo đạt khoảng 18.500 căn (+30% svck). Cả hai phân khúc đều cho thấy sự phục hồi đáng kể so với mức ghi nhận trong giai đoạn 2022–2025.

Tuy nhiên, nhu cầu nhà ở có thể vẫn ở mức thấp dù triển vọng nguồn cung được cải thiện. Chúng tôi cho rằng lãi suất vay mua nhà ở mức cao sẽ tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu nhà ở trong bối cảnh khả năng chi trả bị thu hẹp, do giá bất động sản neo cao và cơ cấu nguồn cung vẫn tập trung chủ yếu vào căn hộ hạng sang và cao cấp. Thị trường thứ cấp cũng dự kiến tiếp tục chịu áp lực, khi lãi suất thả nổi cho vay mua nhà hiện dao động trong khoảng 12%–18,5% và chưa có dư địa giảm trong ngắn hạn, qua đó làm gia tăng áp lực tài chính đối với người vay mua nhà khi thời gian ân hạn kết thúc.

Dự báo nguồn cung và số lượng căn bán được

Lãi suất cho vay mua nhà



Nguồn: CBRE, Các ngân hàng thương mại, SSI Research

Cạnh tranh gia tăng trong bối cảnh nguồn cung phục hồi

Sau giai đoạn chính sách tích cực hỗ trợ tháo gỡ vướng mắc pháp lý và khơi thông nguồn cung từ cuối năm 2024, trọng tâm chính sách gần đây đã dịch chuyển rõ nét hơn sang mục tiêu nâng cao khả năng chi trả nhà ở, thay vì tiếp tục ưu tiên phát triển nhà ở thương mại trong bối cảnh giá nhà đã tăng mạnh trong hai năm qua. Từ năm 2025, phân khúc nhà ở xã hội và nhà ở cho thuê đã ghi nhận chuyển biến tích cực, được hỗ trợ bởi hàng loạt Nghị quyết/Nghị định của Chính phủ nhằm mở rộng nguồn cung. Chúng tôi nhận thấy sự tham gia ngày càng rộng rãi vào thị trường nhà ở xã hội đến từ các doanh nghiệp ngoài ngành như Viettel Construction, Hòa Phát và Hoa Sen. Tính đến Q2/2026, cả nước có 875 dự án nhà ở xã hội đang triển khai với tổng quy mô 771.971 căn, tương đương 77% mục tiêu 1 triệu căn của Chính phủ.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt khi tăng trưởng nguồn cung được dẫn dắt bởi hai yếu tố chính: (i) quỹ dự án quy mô lớn từ các chủ đầu tư lớn có năng lực triển khai mạnh và hưởng lợi từ các dự án hạ tầng trọng điểm, đặc biệt là các chủ đầu tư có ngân hàng hậu thuẫn với lợi thế về nguồn vốn; và (ii) quá trình đẩy nhanh phát triển nhà ở xã hội theo định hướng nâng cao khả năng chi trả nhà ở của Chính phủ. Trong bối cảnh này, khả năng tiếp cận vốn, năng lực xử lý pháp lý, chất lượng tài sản và khả năng tạo dòng tiền đang trở thành những yếu tố ngày càng quan trọng quyết định năng lực cạnh tranh dài hạn.

Trong bối cảnh chính sách đang dịch chuyển theo hướng cải thiện khả năng chi trả nhà ở, chúng tôi nhận thấy dư địa tăng giá của thị trường nhà ở trong thời gian tới không còn nhiều. Bên cạnh đó, áp lực từ xu hướng điều chỉnh tăng lãi suất vay mua nhà sau ưu đãi có thể làm gia tăng nguồn cung thứ cấp, qua đó ảnh hưởng tiêu cực đến thanh khoản và tốc độ tăng giá trên thị trường.

Các chủ đầu tư bất động sản dự báo sẽ đối mặt với áp lực thu hẹp biên lợi nhuận do (i) chi phí tài chính tăng và các chương trình ưu đãi lớn hơn dành cho người mua nhà trong bối cảnh lãi suất ở mức cao, (ii) cạnh tranh gay gắt hơn khi nguồn cung mở rộng ở cả phân khúc nhà ở thương mại và nhà ở xã hội, và (iii) chi phí phát triển dự án tiếp tục gia tăng.

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2027 của VHM tăng 14% svck, trong khi đó đi ngang svck ở NLG và giảm 15% svck ở KDH. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sẽ có sự phân hóa do thời điểm ghi nhận doanh thu. Chúng tôi dự báo LNST của VHM tăng 4% svck từ nền so sánh cao, so với mức tăng 36% svck của NLG nhờ đẩy nhanh bàn giao tại các dự án đã mở bán trước đó, và mức tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi 142% svck của KDH từ nền thấp năm 2026.

Khuyến nghị đầu tư

Cổ phiếu bất động sản đã điều chỉnh mạnh 30-50% kể từ đầu năm, đưa định giá về vùng hấp dẫn so với mức trung bình lịch sử. Mức điều chỉnh này phản ánh những lo ngại về mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao và bối cảnh cạnh tranh thay đổi, có thể làm suy giảm các lợi thế cạnh tranh trước đây của các chủ đầu tư.

NLG và KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2027 đều là 0,8 lần - thấp hơn 50-60% so với mức trung bình 5 năm lần lượt là 1,6 lần và 2,2 lần. Tuy nhiên, trong bối cảnh triển vọng ngành còn nhiều thách thức, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu này phù hợp hơn với cơ hội giao dịch ngắn hạn tại mức định giá hiện tại.

Mã CP	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh số bán hàng			Tăng trưởng LNST			P/E			P/B		
			2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
VHM	TRUNG LẬP	78.800	98%	39%	14%	32%	47%	4%	12,2	9,2	8,9	2,1	2,1	1,7
NLG	KHẢ QUAN	28.800	81%	-17%	0%	35%	-4%	36%	21,1	17,6	12,9	1,2	0,8	0,8
KDH	KHẢ QUAN	21.600	576%	65%	-15%	29%	34%	-17%	25,2	19,2	23,2	1,4	1,4	1,3

Nguồn: SSI Research

Phụ lục: Các dự án đại đô thị và nguồn cung nhà ở trong thời gian tới

Chủ đầu tư	Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô/Sản phẩm
Vinhomes	Global Sportia	Hà Nội	9.171	925.651	
Vinhomes	Global Gate Ha Long	Quảng Ninh	4.121	515.513	
Vinhomes	Green Paradise	Cần Giẻ, TP.HCM	2.870	465.923	
Vinhomes	Saigon Park (IUT)	Hóc Môn, TP.HCM	880	59.000	
Vinhomes	Hai Van Bay	Liên Chiểu, Đà Nẵng	512	43.922	
Vinhomes	Phước Vĩnh Tây	Phước Vĩnh Tây, Tây Ninh	1.090	90.757	
Vinhomes	Cam Ranh	Cam Ranh, Khánh Hòa	1.254	85.294	
Vinhomes	Cam Lâm	Cam Lâm, Khánh Hòa	10.357	285.267	
MIK	Imperia Ocean City	Hưng Yên	34		35 nghìn căn hộ
MIK	Imperia Sky Park	An Khánh, Hà Nội	4		3 nghìn căn hộ
Masterise Homes	Lumière Ha Noi Seasons Garden	Hà Nội	11		4 nghìn căn hộ
Masterise Homes	Masteri Grand Coast	Hưng Yên	7		3,4 nghìn căn hộ
Masterise Homes	Masteri Era Landmark	Hưng Yên	11		4 nghìn căn hộ
Sun Group	Balanca City	Vũng Tàu, TP.HCM	97	37.000	949 căn thấp tầng + 8.500 căn hộ
Sunshine Group	Sunshine Legend City	Hưng Yên	50		8 nghìn căn hộ
Đại Quang Minh - Thaco - Hòa Phát	Red River Boulevard	Hà Nội	11.418	736.963	

Nguồn: SSI Research

Bất động sản – BĐS Khu công nghiệp: Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ nhờ hoạt động cho thuê đất cải thiện

Triển vọng năm 2027: Khả quan

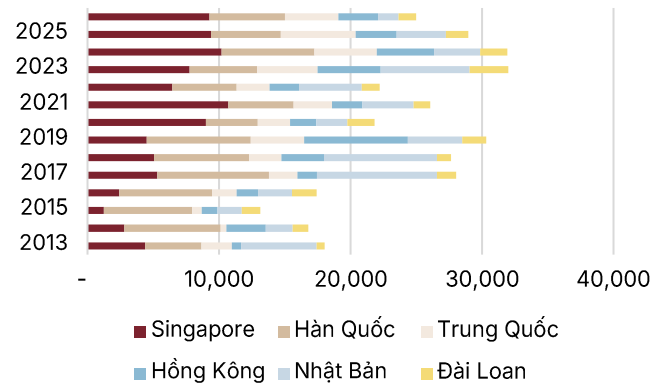
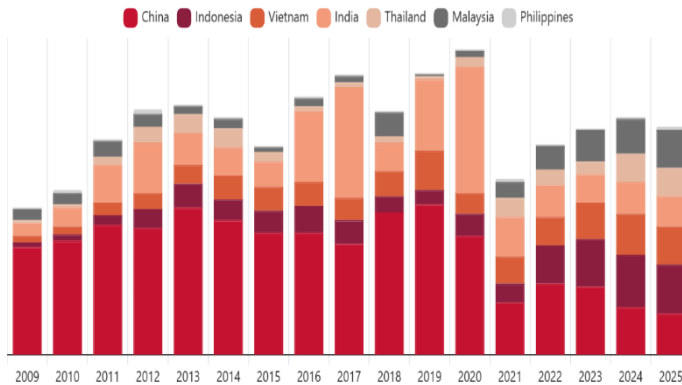
Cổ phiếu ưa thích: DPR, IDC, PHR. Cổ phiếu theo dõi: VGC

Nhìn lại 9T2026

Dòng vốn FDI tiếp tục tăng tốc trong 9T2026. Trung Quốc đã mất khoảng 40,5 điểm phần trăm thị phần vốn FDI ngành sản xuất trong thập kỷ qua, trong khi các nền kinh tế trong ASEAN, đặc biệt là Indonesia, Thái Lan và Việt Nam, được hưởng lợi từ chiến lược Trung Quốc+1 đang diễn ra. Dòng vốn FDI duy trì tích cực trong 9T2026, với vốn đăng ký tăng mạnh 76,4% svck lên 50,4 tỷ USD và vốn FDI giải ngân đạt 21,1 tỷ USD, mức cao nhất trong 5 năm. Vốn FDI đăng ký mới đạt 29,2 tỷ USD với 3.108 dự án, chủ yếu đến từ ngành sản xuất, chiếm 45,8% tổng vốn đăng ký mới. Singapore và Hàn Quốc tiếp tục là các nhà đầu tư lớn nhất, lần lượt chiếm 31,7% và 19,5% tổng vốn đăng ký mới - củng cố sức hấp dẫn của Việt Nam như một trung tâm sản xuất và hỗ trợ nhu cầu đất công nghiệp trong dài hạn.

Vốn FDI ngành sản xuất theo quốc gia (2009-2025, tỷ USD)

Vốn FDI đăng ký mới theo quốc gia (triệu USD)



Nguồn: Bộ Tài chính và JLL

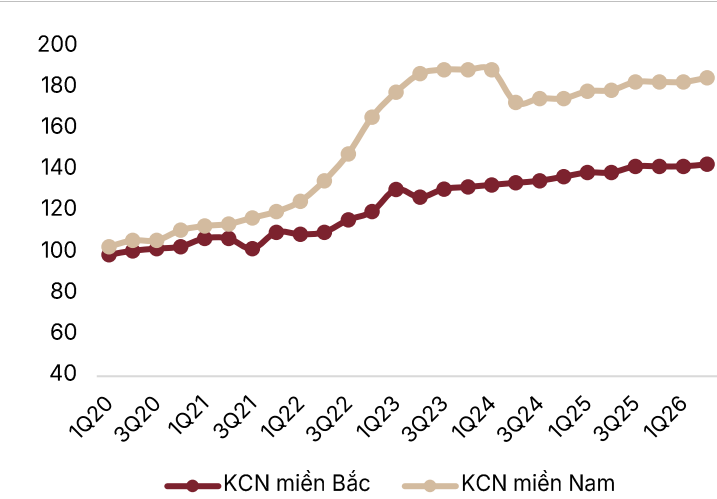
Các dự án FDI lớn tại Việt Nam trong 8T2026 bao gồm dự án mở rộng của Samsung tại Thái Nguyên với tổng vốn 5,2 tỷ USD, dự án điện LNG có vốn đầu tư từ Hàn Quốc trị giá 2,2 tỷ USD tại Bắc Ninh, nhà máy module quang học của Trung Quốc trị giá 700 triệu USD tại Bắc Ninh, nhà máy điện tử của BYD trị giá 480 triệu USD tại Phú Thọ và trung tâm dữ liệu AI có vốn đầu tư từ Hồng Kông trị giá 350 triệu USD tại TP.HCM.

Công ty	Quốc gia	Ngành	Tổng vốn đầu tư (triệu USD)	Địa điểm	Khu công nghiệp	Chủ đầu tư KCN	Diện tích (ha)
Chimelong Nylon Fiber PTE.	Singapore	Hóa chất	120	Bà Rịa – Vũng Tàu	Đất Đỏ	KCN Đất Đỏ	6
Bestway Group	Hồng Kông	Cao su & Nhựa	100	Cần Thơ	VSIP Cần Thơ	VSIP	27,9
TH New Material Co. Ltd.	Singapore	Dệt may	97	Tây Ninh	Phước Đồng	SIP	9,6
Evolution DC VN	Singapore	AI	580	TP.HCM	SHTP	UBND TP.HCM	
Intel Products Vietnam	Mỹ	Điện tử	2.500	TP.HCM	SHTP	UBND TP.HCM	44,6*
BHFlex Vina	Hàn Quốc	Điện tử	20	Vĩnh Phúc	Khai Quang	VPID	11,8
Tektro	Đài Loan	Công nghiệp	38	Bình Dương	VSIP 3	VSIP	N.A
Nhà máy đóng gói chip Samsung Việt Nam	Hàn Quốc	Điện tử	4.000	Thái Nguyên	Yên Bình	CTCP Đầu tư Phát triển Yên Bình	26,59
Nhà máy nhiệt điện LNG Huynh Lap	Hàn Quốc	Năng lượng	2.200	Bắc Ninh	Đồng Hới	Vietnam Investment Partners	60
Trung tâm dữ liệu AI	Hồng Kông	Công nghệ	350	TP.HCM	Tân Phú Trung	Kinh Bắc	10
Nhà máy sản xuất module quang học	Trung Quốc	Điện tử	700	Bắc Ninh	Yên Phong IIA	Viglacera	30
Nhà máy điện tử BYD Việt Nam	Trung Quốc	Điện tử	480	Phú Thọ	Phú Hà	Viglacera	26

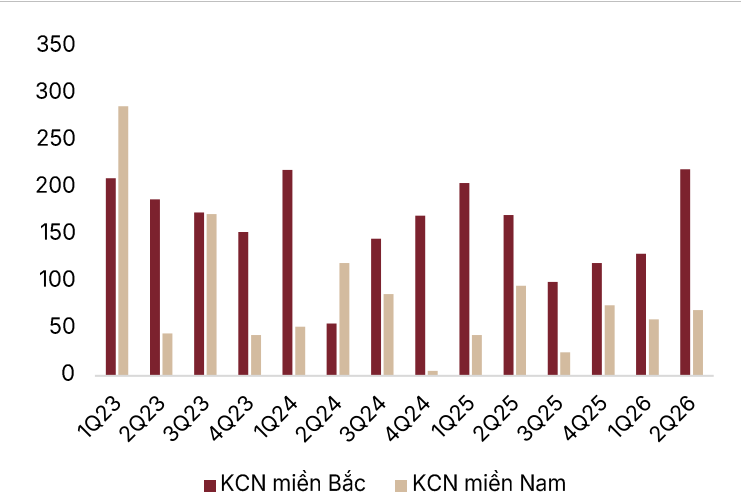
Nguồn: SSI Research

Lượng hấp thụ đất công nghiệp tại miền Bắc đạt mức cao nhất theo quý kể từ Q1/2024; miền Nam tiếp tục phục hồi. Sau giai đoạn chững lại do những bất định liên quan đến thuế quan trong năm 2025, nhu cầu thuê đất công nghiệp đã phục hồi mạnh trong Q2/2026. Lượng hấp thụ rỗng tại miền Bắc đạt khoảng 217 ha trong Q2/2026, mức cao nhất theo quý kể từ Q1/2024 (218 ha) và cao hơn đáng kể so với mức 134 ha trong Q1/2026. Trong khi đó, khu vực miền Nam tiếp tục đà phục hồi, với lượng hấp thụ rỗng cải thiện lên khoảng 67 ha trong Q2/2026, so với 57 ha trong Q1/2026 và 10 ha trong Q2/2025.

Giá cho thuê đất KCN (USD/m2/chu kỳ thuê)



Lượng hấp thụ rỗng đất khu công nghiệp (ha)



Nguồn: SSI Research

Giá thuê đất khu công nghiệp tăng nhẹ trong Q2/2026. Theo CBRE, giá thuê đất công nghiệp tiếp tục xu hướng tăng trong Q2/2026. Giá chào thuê trung bình tại miền Bắc đạt 143 USD/m²/chu kỳ thuê, tăng 2,9% svck, trong khi miền Nam đạt 185 USD/m²/chu kỳ thuê, tăng 3,7% svck.

Lợi nhuận của các chủ đầu tư khu công nghiệp suy giảm trong nửa đầu năm 2026 do thay đổi phương pháp hạch toán và ghi nhận diện tích thuê thấp hơn. Doanh thu thuần và lợi nhuận ròng toàn ngành lần lượt giảm 20,2% svck và 40,0% svck, xuống 38 nghìn tỷ đồng và 4 nghìn tỷ đồng. BCM, KBC và D2D ghi nhận lợi nhuận sụt giảm mạnh do không

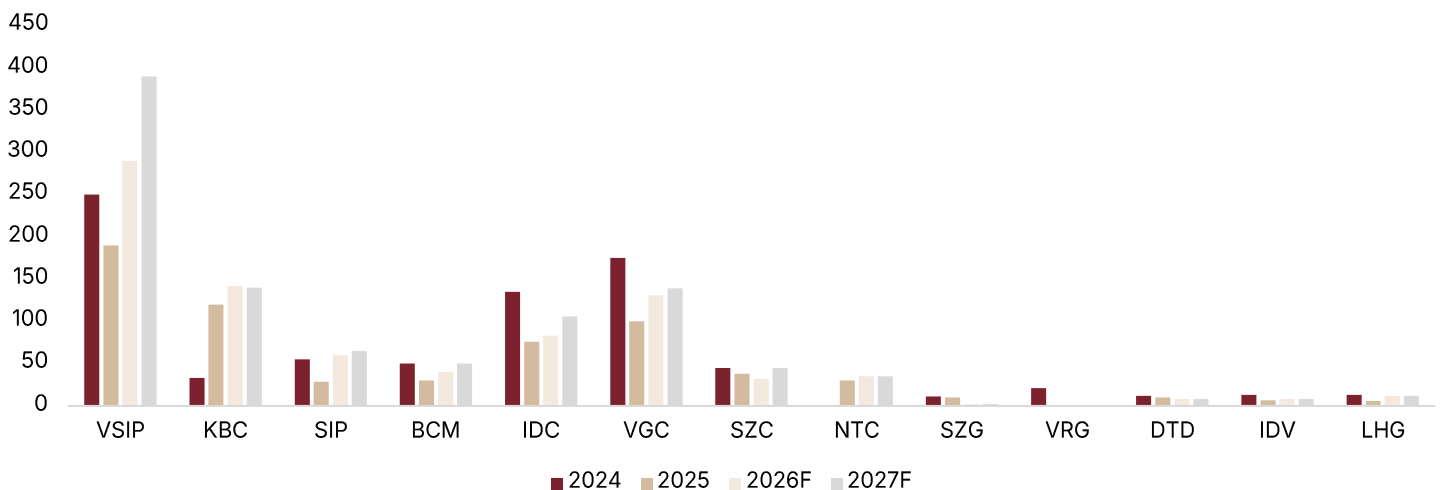
ghi nhận các giao dịch bán đất lô lớn và chi phí lãi vay tăng, trong khi SZC và SNZ lợi nhuận giảm mạnh từ việc chuyển sang ghi nhận doanh thu theo phương pháp phân bổ đều. Ngược lại, IDC và VGC ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận, nhờ lượng hấp thụ đất tăng mạnh và nhu cầu vật liệu xây dựng phục hồi.

Triển vọng năm 2027

Nguồn cung khu công nghiệp mới dự kiến tăng tốc trong Q4/2026 và năm 2027. Theo CBRE, tổng nguồn cung đất công nghiệp mới dự kiến đạt khoảng 1.347 ha, bao gồm 664 ha tại miền Bắc và 683 ha tại miền Nam. Tại miền Bắc, nguồn cung tương lai tập trung tại Bắc Ninh, Thái Nguyên, Hải Phòng, Hưng Yên và các tỉnh lân cận Hà Nội, nơi việc mở rộng khu công nghiệp tiếp tục được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI mạnh mẽ và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Trong khi đó, miền Nam dự kiến có nguồn cung mới từ Đồng Nai, Bình Dương, Long An, Tây Ninh và Bà Rịa – Vũng Tàu, được hưởng lợi từ việc hạ tầng tiếp tục được nâng cấp.

Diện tích ký mới và MOUs dự kiến tăng trưởng mạnh trong năm 2027. Chúng tôi cho rằng khách thuê đến từ Trung Quốc, Đài Loan và Hồng Kông sẽ tiếp tục là động lực nhu cầu chính đối với các khu công nghiệp mới đi vào hoạt động. Chúng tôi dự báo diện tích hợp đồng thuê mới và MOU của các doanh nghiệp trong phạm vi nghiên cứu sẽ tăng 18,6% svck trong năm 2027, chủ yếu đến từ các khu công nghiệp cấp 2, được hỗ trợ bởi hoạt động dịch chuyển và mở rộng sản xuất của các khách thuê chính là FDI. Ngoài ra, khách thuê tiềm năng cũng thận trọng với chính sách thuế của Mỹ, với xu hướng ưu tiên nhà xưởng xây sẵn để thử nghiệm thị trường và tập trung mở rộng ở các dự án quy mô nhỏ hơn, điều này có thể ảnh hưởng đến việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong năm 2027.

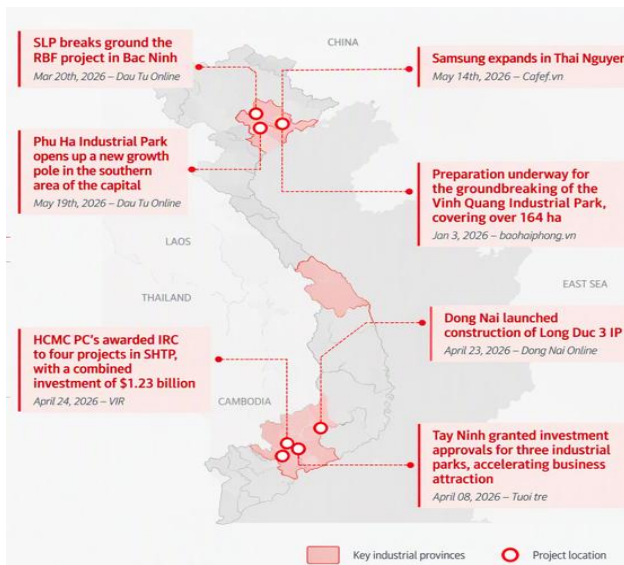
Diện tích hợp đồng thuê mới và MOU (ha)



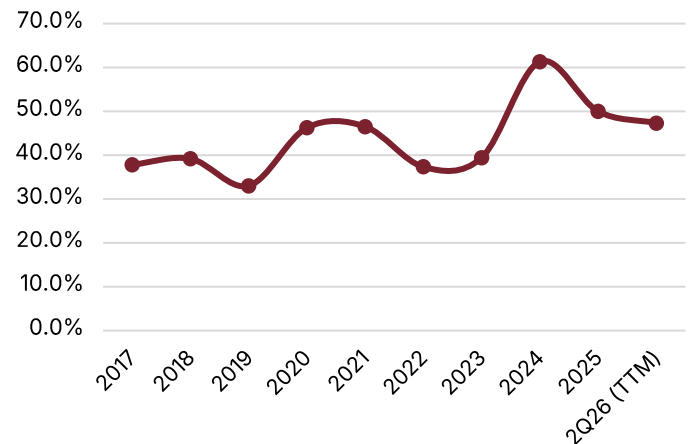
Nguồn: SSI Research

Chi phí đầu tư dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2027: Chi phí đầu tư cho các khu công nghiệp mới đang tăng do những khó khăn trong công tác đền bù và giải phóng mặt bằng. Việc sắp xếp, hợp nhất tỉnh và điều chỉnh địa giới hành chính đang diễn ra đã góp phần làm tăng chi phí đền bù đất, trong khi giá các loại vật liệu xây dựng chính, bao gồm cát, đá, xi măng và vật liệu san lấp, tăng trung bình khoảng 20% svck. Qua đó, biên lợi nhuận của các dự án khu công nghiệp mới ước tính giảm xuống còn 30–35%, so với mức trên 50% tại các khu công nghiệp hiện hữu.

Các khu công nghiệp mới lùi thời điểm đi vào hoạt động sang Q4/2026 – nửa đầu năm 2027



Biên lợi nhuận gộp ngành khu công nghiệp



Nguồn: CBRE

Nguồn: Fiinpro

Giá thuê đất khu công nghiệp dự kiến ổn định trong năm 2027: Chúng tôi dự báo giá thuê đất công nghiệp sẽ cơ bản đi ngang trong năm 2027 khi các khu công nghiệp mới đi vào hoạt động với chiến lược giá cạnh tranh hơn nhằm thu hút khách thuê chủ chốt và đẩy nhanh tỷ lệ lấp đầy. Giá chào thuê trung bình hiện ở mức 143 USD/m²/chu kỳ thuê tại miền Bắc và 185 USD/m²/chu kỳ thuê tại miền Nam.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng nhu cầu cho thuê bất động sản công nghiệp sẽ tiếp tục tăng, được hỗ trợ bởi: (1) Cơ sở hạ tầng cải thiện đáng kể, bao gồm các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, mở rộng cao tốc Long Thành – Dầu Giây, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và các đường Vành đai 3 và 4, giúp giảm chi phí logistics; (2) Các chính sách ưu đãi FDI mới (Nghị quyết số 10-NQ/TW do Bộ Chính trị ban hành ngày 08/06/2026, Luật Đầu tư sửa đổi) hỗ trợ thu hút FDI thông qua cắt giảm thủ tục hành chính, ưu đãi về nguồn vốn cho các khu công nghiệp sinh thái và tăng cường phân cấp thẩm quyền cho chính quyền địa phương, qua đó giúp đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án và phát triển khu công nghiệp.

Mặc dù dòng vốn FDI duy trì đà tăng tích cực, rủi ro vẫn hiện hữu khi Việt Nam chịu mức thuế nhập khẩu bổ sung theo Mục 301 là 12,5%, cao hơn mức 10% áp dụng đối với một số quốc gia trong khu vực (Bangladesh, Ấn Độ và Indonesia). Các biện pháp thương mại bổ sung phát sinh từ các cuộc điều tra đang diễn ra có thể ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng của các ngành thâm dụng lao động, bao gồm dệt may, da giày và sản phẩm gỗ, qua đó làm suy giảm nhu cầu thuê từ các nhóm khách thuê này.

Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến tăng tốc trong năm 2027. Chúng tôi ước tính tổng lợi nhuận ròng của các chủ đầu tư khu công nghiệp và doanh nghiệp cao su có hoạt động chuyển đổi đất trong phạm vi nghiên cứu sẽ đạt 22,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2027, tăng 12,4% svck. VGC dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhất, với lợi nhuận ròng tăng 29% svck, nhờ đóng góp từ hoạt động cho thuê tại các khu công nghiệp mới đi vào hoạt động, bao gồm Sông Công II và Trấn Yên, cùng với hoạt động cho thuê tại các dự án hiện hữu như Phú Hà, Thuận Thành và Yên Phong IIC. Trong khi đó, PHR và GVR được dự báo đạt lợi nhuận kỷ lục, với lợi nhuận ròng lần lượt tăng 12,4% svck và 10,0% svck, được hỗ trợ bởi thu nhập đền bù liên tục từ chuyển đổi đất cao su.

Luận điểm đầu tư. Chúng tôi ưa thích **VGC** và **IDC** nhờ định giá hấp dẫn và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh, hỗ trợ khả năng chi trả cổ tức tiền mặt bền vững. Chúng tôi cũng duy trì quan điểm tích cực đối với **GVR**, **PHR** và **DPR**, do thu nhập đền bù từ chuyển đổi đất cao su dự kiến tiếp tục là động lực tăng trưởng chủ yếu. Ngoài ra, **PHR** và **DPR** có tỷ suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn ở mức **8-11%**, mang lại cả triển vọng lợi nhuận rõ ràng và lợi tức hấp dẫn cho cổ đông.

Mã	% tăng giá	Giá mục tiêu (Đồng)	Doanh thu		LNST		Tăng trưởng LNST			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	Trong 1 năm	Trong 1 năm	1H26	% svck	1H26	% svck	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
IDC	16,9%	41.600	3.756	5,6%	1.001	20,2%	-1,6%	5,5%	1,4%	7,3	6,5	6,5	29,7%	28,5%	29,6%	7,1%	9,9%	9,9%
BCM	39,6%	55.300	1.661	-65,0%	320	-82,7%	52,3%	-34,1%	11,6%	19,3	14,0	12,5	16,4%	10,8%	12,1%	1,2%	1,2%	1,2%
SZC	39,9%	24.200	234	-63,0%	36	-83,7%	13,9%	-76,5%	1,0%	17,3	38,1	37,7	10,7%	2,4%	2,4%	3,6%	4,4%	4,4%
KBC	20,3%	30.800	1.925	-45,9%	260	-79,2%	422,0%	-9,5%	29,9%	15,8	12,8	9,9	9,3%	7,2%	8,6%	0,0%	0,0%	0,0%
DPR	20,8%	45.800	659	63,1%	218	58,0%	4,9%	121,0%	-17,1%	11,8	4,4	5,7	11,4%	18,4%	15,3%	8,3%	7,8%	7,8%
GVR	6,2%	36.100	15.942	37,8%	5.069	72,8%	31,6%	33,9%	10,3%	21,9	15,6	14,1	10,1%	12,6%	12,6%	1,4%	1,4%	1,4%
VGC	18,9%	54.100	7.736	27,2%	1.152	37,5%	30,8%	32,8%	29,0%	22,3	11,6	8,7	9,9%	13,4%	15,7%	3,6%	4,7%	4,7%
PHR	19,1%	39.900	874	28,7%	655	232,5%	2,9%	233,6%	12,5%	19,0	6,2	5,8	11,8%	27,1%	26,9%	6,3%	10,8%	10,8%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng: Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại đã được phản ánh phần lớn vào giá

Triển vọng năm 2027: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: MWG, MSN. Cổ phiếu theo dõi: FRT, VNM, SAB

Nhìn lại năm 2026

Một số chính sách kích thích tài khóa có hiệu lực từ năm 2026 đã giúp hỗ trợ tiêu dùng, bao gồm:

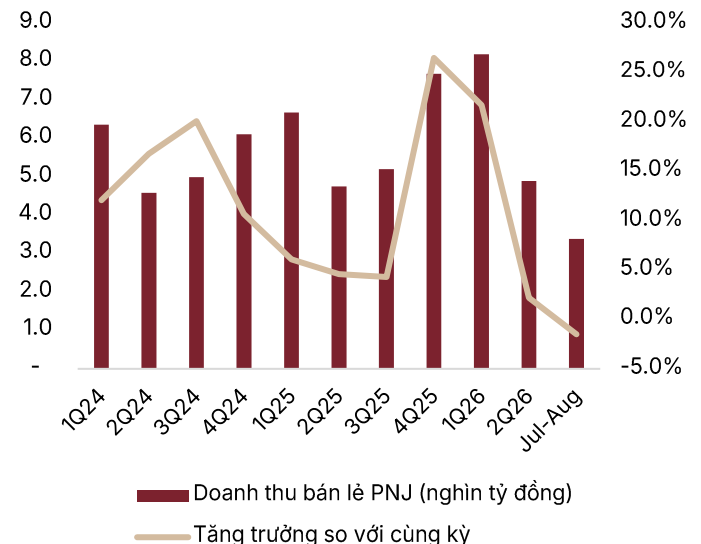
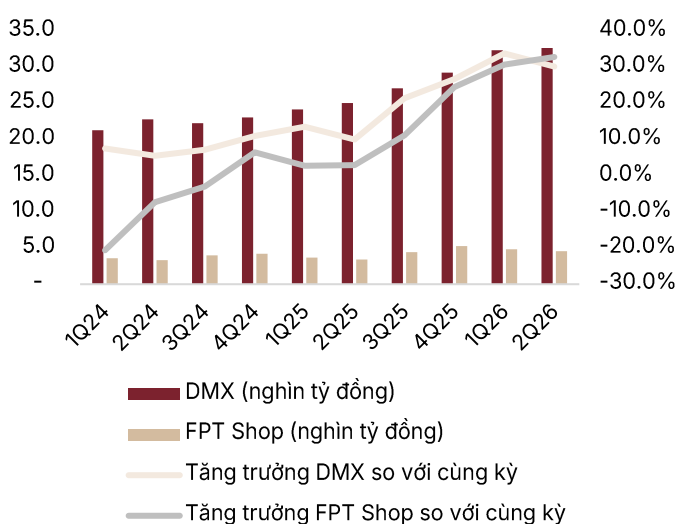
- Nâng mức giảm trừ gia cảnh đối với người nộp thuế và người phụ thuộc, giúp giảm số thu thuế 21 nghìn tỷ đồng
- Rút gọn các bậc thuế thu nhập cá nhân và điều chỉnh thuế suất tại từng bậc, giúp giảm số thu thuế 7,12 – 8,74 nghìn tỷ đồng
- Mở rộng phạm vi giảm 2% thuế GTGT sang sản phẩm công nghệ & điện máy (từ tháng 7/2025 đến tháng 12/2026), giúp giảm số thu thuế 122 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn tháng 7/2025 – tháng 12/2026, tương đương 81 nghìn tỷ đồng/năm (so với 51,4 nghìn tỷ đồng năm 2023 và 49 nghìn tỷ đồng năm 2024 khi chính sách giảm 2% thuế GTGT chỉ áp dụng cho hàng tiêu dùng nhanh)

**Số liệu thu thuế là ước tính của Bộ Tài chính*

Mặc dù có các chính sách hỗ trợ, tiêu dùng nhìn chung vẫn tương đối trầm lắng. Giá xăng tăng tiếp tục ảnh hưởng đến sức mua, trong khi lãi suất tăng dần làm gia tăng gánh nặng trả nợ vay mua nhà và thu hẹp thu nhập khả dụng. Trong 9T2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa của Việt Nam đạt 5.926 nghìn tỷ đồng (+13,4% svck, tương đương 228 tỷ USD). Sau khi loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng doanh thu bán lẻ thực tế đạt 7,8% svck, gần bằng 7,2% svck trong 9T2025, nhưng thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng hai chữ số giai đoạn trước Covid-19.

Tăng trưởng theo nhóm sản phẩm: Mặc dù tiêu dùng chung tương đối yếu từ đầu năm đến nay, một số nhóm sản phẩm vẫn duy trì tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ, bao gồm sản phẩm công nghệ & điện máy, trang sức và ô tô.

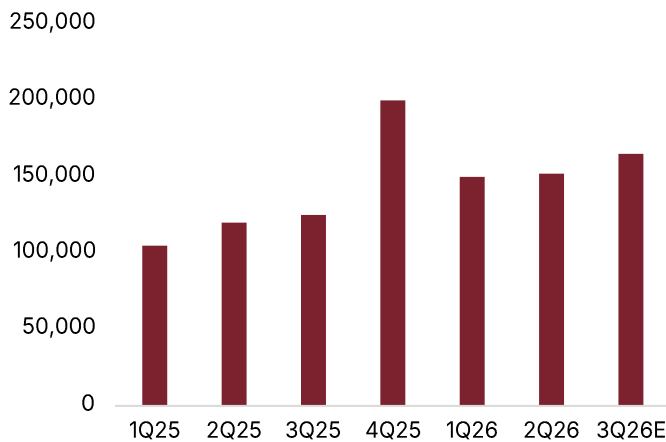
Tăng trưởng doanh thu sản phẩm công nghệ & điện máy Doanh thu bán lẻ của PNJ



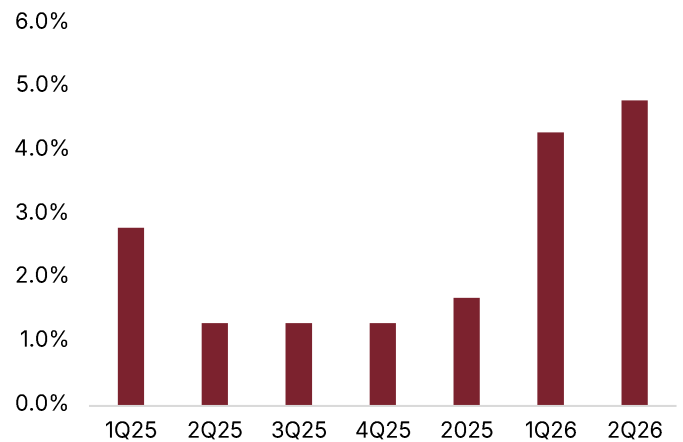
Nguồn: Doanh nghiệp, SSI tổng hợp

- **Sản phẩm công nghệ & điện máy:** Nhu cầu điện thoại di động và máy tính xách tay tăng nhờ chu kỳ thay mới và nâng cấp, đặc biệt trong bối cảnh AI ngày càng được ứng dụng rộng rãi. Nhu cầu điện máy cũng tăng nhờ các yếu tố mang tính sự kiện, như các giải bóng đá lớn hỗ trợ doanh số TV và thời tiết nắng nóng thúc đẩy nhu cầu điều hòa. Giá trị doanh số sản phẩm công nghệ & điện máy toàn ngành tăng 25% svck trong 6 tháng đầu năm 2026, nhờ sản lượng tăng 10% svck và giá bán bình quân (ASP) tăng 13% svck.
- **Doanh số trang sức,** đại diện bởi doanh thu bán lẻ của PNJ, tăng mạnh trong Q1/2026 nhưng chậm lại trong Q2/2026 theo diễn biến giá vàng. Từ tháng 7, doanh thu bán lẻ của PNJ tiếp tục suy yếu sau sự cố liên quan đến kim cương và đà tăng của giá vàng chậm lại.
- **Theo ước tính của chúng tôi, doanh số ô tô** đạt khoảng 464.000 xe trong 9 tháng đầu năm 2026 (+31% svck). Phần lớn mức tăng đến từ xe điện VinFast (8 tháng +76% svck, chiếm 41% tổng sản lượng thị trường), nhờ chiết khấu hấp dẫn, nhu cầu từ hãng taxi Xanh SM và các mẫu xe ở phân khúc giá thấp. Những hãng xe khác chỉ tăng 7,2% từ đầu năm đến nay; doanh số tập trung chủ yếu trong 6 tháng đầu năm khi sản lượng giảm svck lần lượt trong các tháng 6, 7 và 8 (-6,3%, -4,6%, -14,1%). Sản lượng xe xăng có sự phục hồi với mức tăng ~14% svck trong tháng 9.
- **Nhu cầu hàng tiêu dùng nhanh** phục hồi trong 6 tháng đầu năm 2026, với tốc độ tăng trưởng cải thiện từ mức bình quân 1,7% trong năm 2025 lên 4,3% trong Q1/2026 và 4,8% trong Q2/2026, theo số liệu từ đơn vị nghiên cứu thị trường.

Sản lượng tiêu thụ xe du lịch



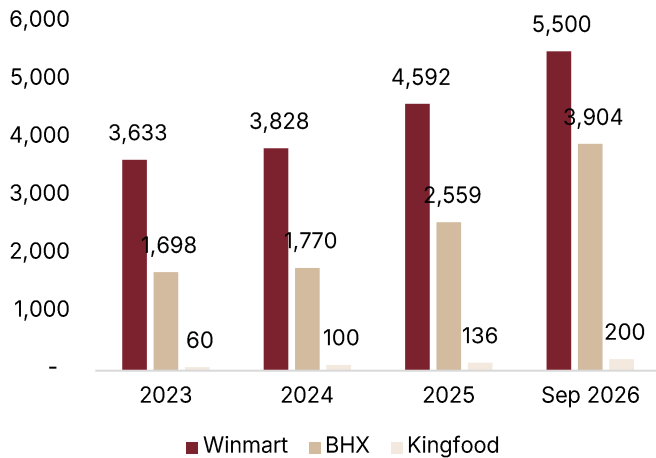
Tăng trưởng hàng tiêu dùng nhanh



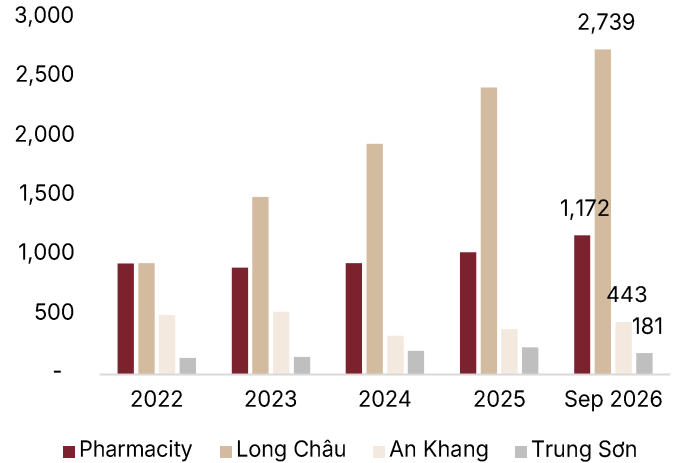
Nguồn: Doanh nghiệp, SSI tổng hợp

Thay đổi chính sách định hình lại cấu trúc kênh phân phối: Các thay đổi chính sách đang đẩy nhanh quá trình dịch chuyển từ kênh truyền thống sang các kênh phân phối chính thức và được quản lý chặt chẽ hơn. Chính phủ đã đặt thời hạn đóng chợ tự phát tại Hà Nội chậm nhất là giữa năm 2027, trong khi một số chợ dân sinh hoạt động kém hiệu quả tại TP. Hồ Chí Minh dự kiến sẽ được giải tỏa dần trong giai đoạn 2025-2030. Các biện pháp này sẽ dần thu hẹp vai trò của kênh truyền thống. Trong khi đó, các yêu cầu chặt chẽ hơn về nguồn gốc và truy xuất sản phẩm, cùng với việc chuyển đổi từ thuế khoán sang thuế trên doanh thu đối với hộ kinh doanh, có thể tiếp tục làm tăng chi phí tuân thủ đối với các nhà bán lẻ nhỏ lẻ có năng lực hạn chế, qua đó hỗ trợ thương mại hiện đại tiếp tục mở rộng. Các doanh nghiệp có thể hưởng lợi bao gồm chuỗi bách hóa (**BHX và WinMart**) và chuỗi nhà thuốc (**Long Châu, An Khang và Pharmacity**), mặc dù mức độ hưởng lợi sẽ khác nhau tùy thuộc vào mô hình kinh doanh, quy mô mạng lưới cửa hàng và khả năng giành thị phần từ kênh phi chính thức của từng nhà bán lẻ.

Số lượng cửa hàng bách hóa theo chuỗi



Số lượng nhà thuốc theo chuỗi



Nguồn: SSI tổng hợp

Cạnh tranh giữa cửa hàng truyền thống và thương mại điện tử có thể hạ nhiệt khi nghĩa vụ thuế cao hơn và phí sàn (tăng lên thêm 6% doanh thu) làm tăng chi phí vận hành đối với người bán hàng trực tuyến. Điều này có thể làm suy giảm lợi thế chi phí của các đơn vị bán hàng trên sàn thương mại điện tử, qua đó giảm áp lực cạnh tranh về giá với các chuỗi cửa hàng vật lý. Các doanh nghiệp bán lẻ sản phẩm công nghệ & điện máy có hệ thống cửa hàng truyền thống (DMX, FPT Shop) có thể hưởng lợi, sau khi phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt từ thương mại điện tử kể từ giai đoạn hậu Covid.

Doanh thu của các doanh nghiệp ngành Thực phẩm & Đồ uống (F&B) phục hồi cùng với kênh phân phối truyền thống (GT) từ mức nền thấp của năm trước, khi các hộ kinh doanh có doanh thu hàng năm trên 1 tỷ đồng (chủ yếu là các nhà bán buôn) đã chuyển đổi từ thuế khoán sang thuế trên doanh thu. Các doanh nghiệp có tỷ trọng thị trường nước ngoài lớn hơn hoặc triển khai thành công chiến lược cao cấp hóa sản phẩm tiếp tục có kết quả vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.

- **Doanh thu của VNM tăng 18% svck trong 6 tháng đầu năm 2026**, nhờ xuất khẩu tăng mạnh (+39% svck) và nội địa tăng 13% nhờ gia tăng thị phần và tăng giá bán ở mức một chữ số thấp. Xuất khẩu chiếm 24% tổng doanh thu trong 6 tháng đầu năm 2026, tăng từ mức 20% trong 6 tháng đầu năm 2025.
- **Doanh thu của MCH tăng 14% svck trong 6 tháng đầu năm 2026**, trong đó doanh thu nội địa và xuất khẩu lần lượt tăng 13% svck và 17% svck. Tuy nhiên, xuất khẩu vẫn chỉ đóng góp nhỏ, chiếm dưới 5% tổng doanh thu.
- Doanh thu của SAB tăng 5,8% svck trong 6 tháng đầu năm 2026, chủ yếu nhờ hai đợt tăng giá bán; xuất khẩu tăng trưởng ba chữ số dù vẫn chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong tổng doanh thu.

Triển vọng năm 2027

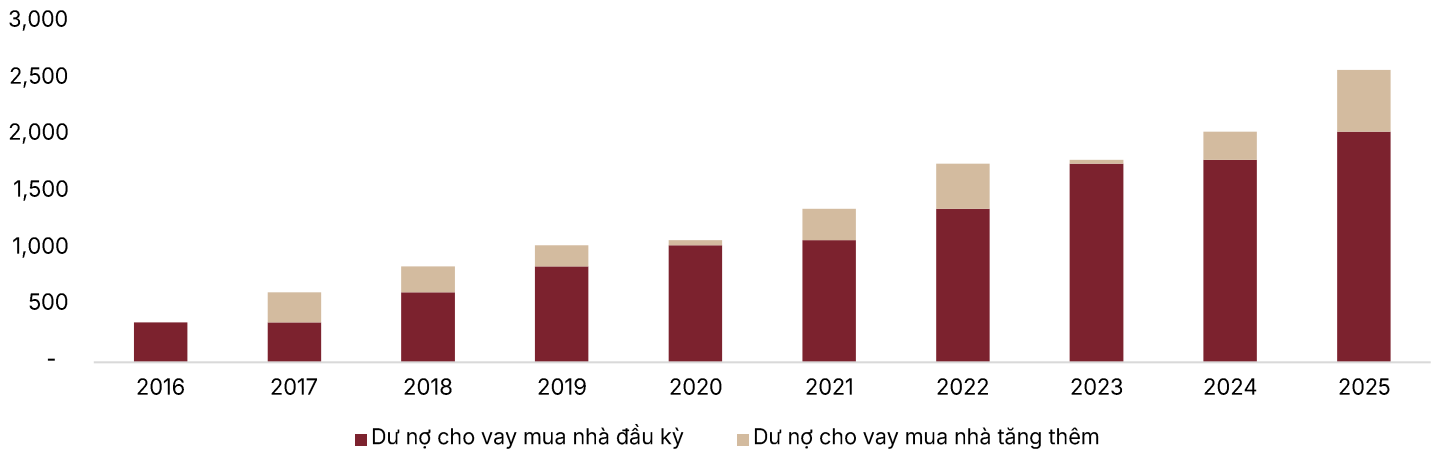
Quan điểm tích cực của chúng tôi đối với triển vọng ngành dịch vụ không đồng nghĩa với việc nâng đánh giá trên diện rộng đối với nhóm cổ phiếu tiêu dùng niêm yết. Các cổ phiếu niêm yết được ưu tiên chủ yếu dựa trên câu chuyện gia tăng thị phần và nâng cao hiệu quả hoạt động, hơn là phản ánh trực tiếp từ đà tăng tốc của chỉ tiêu hộ gia đình.

Lãi suất tăng có thể gây áp lực lên tiêu dùng từ năm 2027: Lãi suất bắt đầu tăng từ Q4/2025, nhưng tác động đến người tiêu dùng có thể diễn ra từ từ, do một số người vay vẫn đang được hưởng thời gian lãi suất ưu đãi 2 năm đầu. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động của chi phí vay tăng đến tiêu dùng sẽ tương đối hạn chế trong năm 2026. Tuy nhiên,

khi thời gian ưu đãi lãi suất kết thúc, áp lực trả nợ vay mua nhà nhiều khả năng sẽ rõ nét hơn trong năm 2027, qua đó có thể gây thêm áp lực lên người tiêu dùng.

Môi trường xuất khẩu khó khăn đối với doanh nghiệp trong nước là rủi ro đối với tiêu dùng: Các ngành thâm dụng lao động như dệt may hay nông nghiệp có thể tăng trưởng thấp hoặc không tăng trưởng do chính sách thuế quan của Mỹ vẫn chưa thể hiện rõ rệt, nhu cầu toàn cầu yếu và chi phí đầu vào tăng. Chúng tôi dự báo đơn hàng xuất khẩu sẽ chậm lại, qua đó làm chậm đà tăng lương và tuyển dụng, kéo theo chi tiêu của nhóm người tiêu dùng đại chúng – động lực chính cho sự phục hồi của ngành F&B từ đầu năm đến nay.

Dư nợ cho vay mua nhà



Nguồn: SSI tổng hợp

Chi tiêu cho sản phẩm công nghệ & điện máy có thể chịu áp lực lớn hơn trong năm 2027, sau khi tăng trưởng mạnh trong năm 2026, do:

- Chính sách giảm 2% thuế GTGT hết hiệu lực vào cuối năm 2026, có thể làm tăng giá bán lẻ và gây áp lực lên nhu cầu.
- Nhu cầu thay mới và nâng cấp dần bình thường trở lại sau đợt tăng mạnh vào năm 2026, đồng thời nhu cầu tích trữ giảm dần sau chu kỳ nhu cầu mạnh.

Tiêu dùng trang sức có thể cải thiện trong năm 2027 nhờ triển vọng tích cực của giá vàng. Các tổ chức lớn ước tính giá vàng có thể vượt 5.000 USD/oz (so với mức hiện tại 4.200 USD/oz), qua đó thúc đẩy doanh số trang sức. Tuy nhiên, lợi nhuận của PNJ sẽ phụ thuộc lớn vào cách doanh nghiệp trích lập dự phòng tổn thất hàng tồn kho liên quan đến hoạt động mua lại trang sức sau sự cố về sản phẩm kim cương hồi tháng 7.

Kênh bán hóa và dược phẩm hiện đại tiếp tục mở rộng trong năm 2027, được hỗ trợ bởi việc tiếp tục đóng chợ tự phát tại Hà Nội và việc siết chặt thực thi các yêu cầu về nguồn gốc và truy xuất đối với thực phẩm và dược phẩm. Mặc dù các chính sách như giảm 30% thuế cho hộ kinh doanh trong giai đoạn chuyển tiếp 2026–2027 có thể phần nào hỗ trợ kênh truyền thống, chúng tôi cho rằng các ưu đãi này khó có thể bù đắp hoàn toàn chi phí tuân thủ và chi phí vận hành tăng cao do quy định chặt chẽ hơn.

Cổ phiếu ưa thích

Các doanh nghiệp bán lẻ dự kiến đạt tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số: Các doanh nghiệp vận hành chuỗi bán hóa và dược phẩm có thể tiếp tục giành thị phần từ kênh truyền thống, qua đó duy trì tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số dù môi trường tiêu dùng chung có thể kém tích cực hơn. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với **FRT** và **MWG**, với ước tính tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong năm 2027 (FRT +32% svck và MWG +12% svck). Ngược lại, các cổ phiếu có tỷ trọng lớn hơn ở mảng sản phẩm công nghệ & điện máy như DGW có thể ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận

chậm lại rõ rệt hơn trong năm 2027 (9% svck) khi nhu cầu bình thường trở lại từ mức nền cao của năm 2026 (+79% svck).

Lợi nhuận ngành F&B năm 2027 tăng trưởng nhẹ, nhưng định giá hấp dẫn: Mặc dù nhóm hàng tiêu dùng thiết yếu chịu ảnh hưởng ít hơn từ môi trường lãi suất cao, chúng tôi vẫn dự báo doanh thu và lợi nhuận sẽ có mức tăng trưởng thấp hơn so với năm 2026.

- Các thương hiệu F&B hàng đầu như Vinamilk dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng thị phần tại thị trường nội địa, đồng thời có khả năng bảo vệ biên lợi nhuận trước chi phí đầu vào tăng thông qua tăng giá bán. Ngược lại, tăng trưởng xuất khẩu dự kiến sẽ khó tăng mạnh sau năm 2026 rất thành công. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2027 của VNM lần lượt tăng 5% svck và 8% svck.
- Đối với SAB, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2027 tăng trưởng khiêm tốn ở mức 2% svck, do tăng thuế tiêu thụ đặc biệt bắt đầu từ 2027 và dự địa điều chỉnh giá hạn chế, đồng thời chi phí quảng cáo & khuyến mại (A&P) nhằm bảo vệ thị phần trước các đối thủ cạnh tranh sẽ bù trừ phần lớn lợi ích từ chi phí đầu vào giảm và doanh thu tài chính.
- Tăng trưởng lợi nhuận của MSN nhiều khả năng sẽ chậm lại đáng kể trong năm 2027 (6% svck) sau khi ghi nhận tăng trưởng đột biến trong năm 2026 (+167% svck) nhờ giá vonfram tăng cao. Nếu loại trừ mảng kinh doanh ngoài cốt lõi, tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 và 2027 lần lượt đạt 14% svck và 18% svck. Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức định giá thấp nhất trong nhiều năm, trong khi dòng vốn tiềm năng từ các quỹ thụ động mua theo chỉ số FTSE Emerging có thể là động lực hỗ trợ bổ sung trong ngắn hạn. Việc được đưa vào chỉ số FTSE cũng sẽ mang lại nhu cầu mua từ các quỹ thụ động đối với các cổ phiếu khác như VNM và MCH thông qua các đợt phân bổ vào tháng 3, tháng 6 và tháng 9/2027.

Các thương vụ IPO tiềm năng trong năm 2027 có thể bao gồm một số doanh nghiệp tiêu dùng, tuy nhiên nhiều khả năng sẽ không tác động đáng kể đến tỷ trọng chung của ngành.

- CP Việt Nam:** Đơn vị kinh doanh tại Việt Nam của Charoen Pokphand (tập đoàn tư nhân lớn nhất Thái Lan), tham gia vào cả chuỗi giá trị Thức ăn - Chăn nuôi - Thực phẩm. Đây là tập đoàn chăn nuôi lớn nhất cả nước (chiếm 30% sản lượng heo và 17% sản lượng gà, tổng doanh thu năm 2025 đạt 79 nghìn tỷ đồng). Sau khi IPO, quy mô vốn hóa của CP Việt Nam dự kiến lớn hơn khoảng 7-10 lần so với các doanh nghiệp chăn nuôi đang niêm yết tại Việt Nam, và có tiềm năng được đưa vào danh mục các quỹ ETF dù với tỷ trọng nhỏ.
- Highland Coffee:** Được định giá khoảng 800 triệu USD dựa trên giao dịch gần nhất và được cho là đang có kế hoạch huy động 300-400 triệu USD trong năm 2027. Doanh nghiệp vận hành hơn 1.000 cửa hàng trên khắp cả nước, là chuỗi cà phê lớn nhất cả nước tính theo số lượng cửa hàng.

Mã	% Tăng giá	Giá mục tiêu	Tăng trưởng NPATMI			P/E			P/B			ROE			Tỷ suất cổ tức	
			2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F
MSN	36%	101.000	106%	167%	6%	27,1	9,8	10,3	3,1	2,3	1,4	16%	27%	23%	0,0%	0,0%
MWG	34%	102.000	89%	55%	12%	18,6	9,9	10,3	4	2,7	2,8	23%	31%	29%	2,3%	2,7%
FRT	14%	170.000	150%	48%	32%	32	21,7	22,7	6,1	4,9	5,1	27%	27%	27%	0,0%	0,0%
DGW	2%	48.000	23%	79%	9%	15,7	10,3	10,7	2,5	2,7	2,8	17%	27%	27%	2,6%	6,6%
PNJ	N.a	N.a	34%	N.a	N.a	12,7	-30,8	6,6	2,5	0,8	0,8	23%	-3%	13%	2,1%	0,0%
MCH	-12%	126.000	-15%	14%	17%	35,2	24,4	20,9	13	8,2	7,9	45%	37%	38%	2,3%	3,6%
DMX	8%	82.000	56%	71%	6%	N.a	9,7	9,2	N.a	4,1	3,5	31%	48%	41%	N.a	6,5%
VNM	16%	67.000	0,20%	12%	8%	15,3	12,9	11,9	4,2	3,9	3,7	27%	30%	32%	6,3%	7,0%
SAB	17%	50.000	2%	9%	2%	14,6	11,7	11,4	3	2,7	2,7	19%	22%	23%	7,1%	9,3%

Nguồn: SSI Research

Dầu khí: Lợi nhuận đột biến hạ nhiệt, chu kỳ đầu tư tiếp diễn

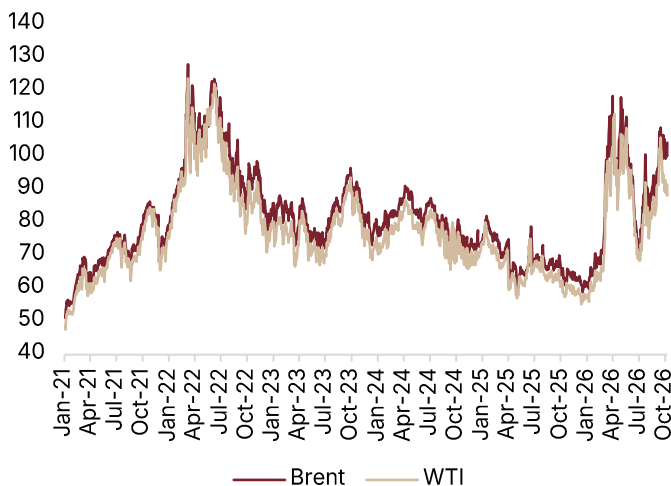
Triển vọng ngành: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: PVD. Cổ phiếu theo dõi: PVT, PLX

Nhìn lại năm 2026: Cú sốc giá dầu do chiến tranh thúc đẩy đà tăng của ngành

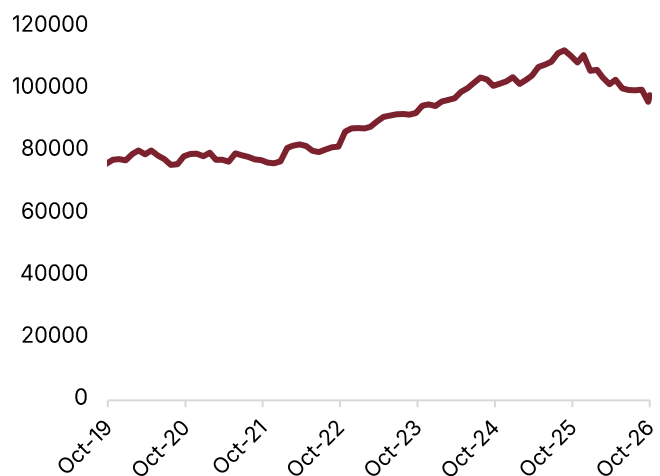
Kể từ khi xung đột Trung Đông leo thang vào cuối tháng 2/2026, giá dầu thô đã tăng khoảng 50%, cùng với áp lực tăng giá tương tự đối với các loại nhiên liệu hóa thạch khác (như khí, LNG, FO và than). Cụ thể, chiến tranh Mỹ - Iran đã khiến eo biển Hormuz gần như bị phong tỏa (ảnh hưởng đến khoảng 20% lưu lượng vận chuyển LNG và dầu toàn cầu, nhưng đã dần phục hồi thông qua vận chuyển bằng đường ống và hoạt động chuyển tải giữa các tàu) và nhiều cơ sở dầu khí bị phá hủy, khiến nguồn cung nhiên liệu thắt chặt và đe dọa an ninh năng lượng toàn cầu. Khả năng xung đột hạ nhiệt trong ngắn hạn vẫn còn bất định. Thực tế, biên bản ghi nhớ giữa Mỹ và Iran vào giữa tháng 6 đã giúp hoạt động vận tải biển tạm thời được nối lại và giá dầu Brent giảm xuống 74 USD/thùng vào ngày 24/6, tuy nhiên việc mở lại eo biển không được duy trì. Đến tháng 9, xung đột đã chuyển thành cuộc chiến tàu chở dầu, và sau khi Mỹ bác bỏ kế hoạch mở lại eo biển theo từng giai đoạn trong 7 ngày của Iran, giá dầu Brent đã quay lại trên 100 USD/thùng, trong khi giá dầu WTI vẫn duy trì quanh mức 90 USD/thùng, tăng 57% từ đầu năm nhưng thấp hơn 20% so với mức đỉnh. **Chúng tôi duy trì giả định giá dầu bình quân năm 2026 ở mức 80-90 USD/thùng trong kịch bản cơ sở.**

Giá dầu thô Brent và WTI (USD/thùng)



Nguồn: SSI Research, Bloomberg

Đơn giá thuê ngày giàn khoan tự nâng IC 360-400, USD/ngày



Nguồn: SSI Research, RigLogix

Nguồn cung sản phẩm lọc dầu thắt chặt hơn cả dầu thô. Công suất vận hành của các nhà máy lọc dầu vùng Vịnh giảm xuống 7,3 triệu thùng/ngày trong tháng 8, từ mức 9,9 triệu thùng/ngày trước chiến tranh, trong khi các cuộc tấn công bằng máy bay không người lái của Ukraine đã khiến một phần công suất lọc dầu của Nga phải ngừng hoạt động. Chênh lệch giá dầu diesel (crack spread) tại Singapore đạt đỉnh 85,6 USD/thùng vào ngày 30/3 và vẫn ở mức khoảng 71 USD/thùng trong tháng 8, so với mức 21,9 USD/thùng trước chiến tranh. Thị trường LNG cũng chịu ảnh hưởng từ xung đột: Qatar đã mất 12,8 triệu tấn/năm công suất hóa lỏng (khoảng 17%) trong thời gian từ 3 đến 5 năm.

Cổ phiếu ngành dầu khí diễn biến vượt trội so với VN-Index từ đầu năm. Trong khi VN-Index giảm 2,6% từ đầu năm, tất cả các phân ngành dầu khí chủ chốt đều tăng mạnh, được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận tích cực. Tổng LNST toàn ngành đạt 29 nghìn tỷ đồng trong 6T2026 (+240% svck), vượt trội so với các ngành khác.

Cú sốc này cho thấy mức độ phụ thuộc lớn của Việt Nam vào nguồn năng lượng nhập khẩu. Trong 8T2026, Việt Nam đã nhập khẩu 8,31 triệu tấn dầu thô (6,18 tỷ USD, +18,8% svck) và 7,7 triệu tấn (+12% svck) sản phẩm xăng dầu (8,36 tỷ USD, +78% svck về giá trị). Tổng kim ngạch nhập khẩu 14,54 tỷ USD đã gần bằng tổng giá trị của cả năm 2025. Kuwait cung cấp khoảng 81% lượng dầu thô nhập khẩu trong năm 2025, chủ yếu cho Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, khiến nguồn nguyên liệu đầu vào của nhà máy chịu ảnh hưởng trực tiếp từ diễn biến tại eo biển Hormuz. Tích cực là PV GAS (GAS: HOSE) đã đảm bảo được nguồn cung khí nội địa bổ sung từ đầu năm 2026 để đáp ứng nhu cầu điện, đồng thời tăng cường sử dụng LNG cho phát điện (chỉ trong các giai đoạn cấp bách, do giá LNG kém thuận lợi).

Ở chiều ngược lại, mảng vận tải dầu khí được hưởng lợi từ những gián đoạn này. Mặc dù rủi ro an toàn hiện hữu rõ ràng đối với các tàu hoạt động trên các tuyến Trung Đông và vùng Vịnh, đà tăng giá cước sau đó đã mang lại lợi nhuận đột biến cho các chủ tàu. Các cuộc tấn công đầu tháng 3 khiến giá cước giao ngay của tàu chở dầu tăng hơn gấp đôi so với đầu tháng tại thời điểm đỉnh điểm, dẫn đến mức tăng trưởng lợi nhuận Q2 bất thường của các doanh nghiệp tàu chở dầu trên toàn cầu. Giữa năm, giá cước đã có giai đoạn điều chỉnh ngắn về gần mức trước tháng 3 nhờ kỳ vọng về lệnh ngừng bắn và việc mở lại eo biển Hormuz. Tuy nhiên, các cuộc đàm phán bất thành đã làm suy giảm nghiêm trọng niềm tin của thị trường về một giải pháp dứt điểm, khiến giá cước tăng trở lại trong suốt Q3 và tăng vọt liên tục kể từ ngày 1/9 khi giao tranh tái diễn. Giá cước giao ngay của tàu chở dầu đã vượt đỉnh tháng 4, tăng lần lượt 550% và 218% từ đầu năm đối với tàu chở dầu thô (dirty tanker) và tàu chở sản phẩm dầu (clean tanker).

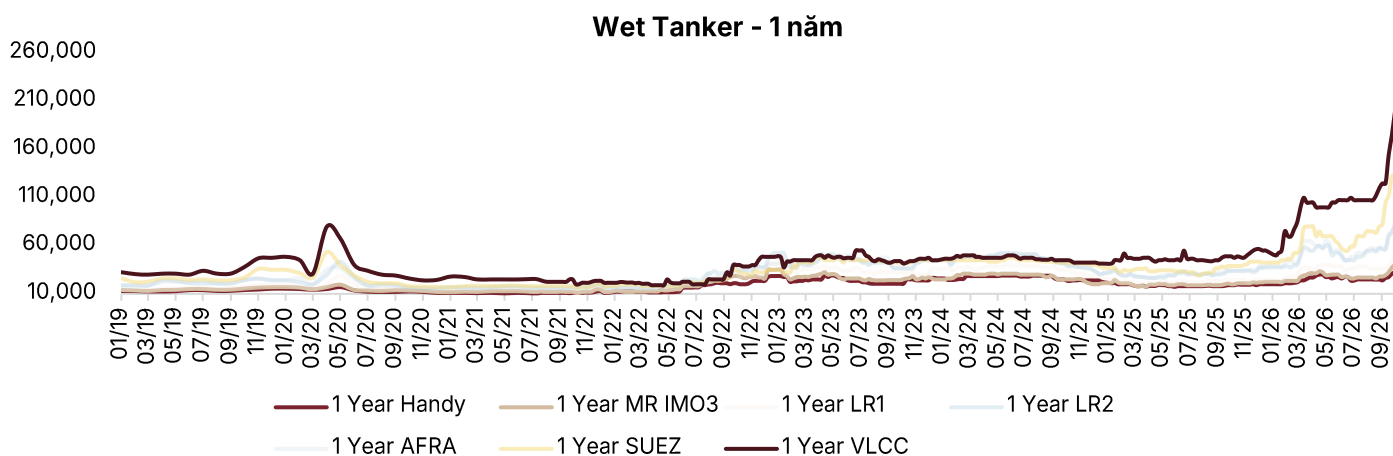
Các chính sách mới đã tạo hỗ trợ nhất định cho thị trường năng lượng trong nước. Nghị quyết 70-NQ/TW (tháng 8/2025) tái khẳng định an ninh năng lượng là ưu tiên quốc gia đến năm 2030. Luật Dầu khí sửa đổi (số 10/2026/QH16) đã được Quốc hội thông qua ngày 23/8/2026 và có hiệu lực từ ngày 1/3/2027. Luật kéo dài thời hạn hợp đồng lên tới 30–35 năm, bổ sung các ưu đãi theo mức độ đối với các mỏ cận biên, miễn thuế xuất khẩu dầu thô đối với sản lượng thu hồi từ các công trình để lại tại chỗ và giai đoạn cuối đời mỏ, đồng thời xây dựng khung pháp lý cho hoạt động thu giữ và lưu trữ carbon (CCS) và năng lượng ngoài khơi trong phạm vi các hợp đồng chia sản phẩm dầu khí (PSC) hiện hữu.

Triển vọng năm 2027: Hướng tới trạng thái bình thường mới

Chúng tôi đưa ra giả định giá dầu Brent bình quân năm 2027 trong kịch bản cơ sở ở mức 75-85 USD/thùng (so với 80-90 USD/thùng trong năm 2026). Cụ thể, chúng tôi dự báo xung đột Trung Đông sẽ tiếp tục căng thẳng đến hết Q1/2027 trước khi dần hạ nhiệt khi dòng chảy dầu khí qua eo biển Hormuz được khôi phục, cùng với việc hoạt động bổ sung tồn kho giảm dần. Theo đó, giá dầu nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2027, sau đó giảm dần về cuối năm 2027. Bên cạnh đó, theo ước tính của EIA, nguồn cung dầu năm 2027 có thể tăng 8 triệu thùng/ngày, trong khi nhu cầu có thể phục hồi chậm hơn ở mức 2,6 triệu thùng/ngày, dẫn đến thặng dư cung 4,9 triệu thùng/ngày (nguồn cung 109,9 triệu thùng/ngày so với nhu cầu 105 triệu thùng/ngày), so với mức thâm hụt ước tính 1,27 triệu thùng/ngày, qua đó gây áp lực giảm lên giá dầu. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng giá dầu sẽ nhanh chóng giảm về mức trước chiến tranh là 60-70 USD/thùng cho đến nửa cuối năm 2027, do một số yếu tố có thể vẫn duy trì ở mức cao trong ngắn hạn như: phần bù rủi ro, chi phí bảo hiểm và chi phí vận chuyển. **Do đó, chúng tôi kỳ vọng diễn biến năm 2027 sẽ chia thành 2 giai đoạn: nửa đầu năm 2027 với giá dầu ở mức cao (khoảng 80-90 USD/thùng đối với dầu Brent) và nửa cuối năm 2027 với giá dầu giảm dần về mức 70 USD/thùng đối với dầu Brent vào cuối năm.**

Đối với mảng tàu chở dầu, mặc dù giá cước giao ngay đã mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận đột biến, việc chi phụ thuộc vào diễn biến địa chính trị và khai thác theo giá giao ngay thông qua liên minh đội tàu và các chuyển giao ngay có thể khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp chủ tàu biến động mạnh. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược chung sẽ ưu tiên ký kết các hợp đồng thuê định hạn (Time Charter) với giá thuê có độ trễ nhưng đang cải thiện, đồng thời dành một phần đội tàu tham gia thị trường giao ngay có độ biến động cao nhằm gia tăng dư địa tăng trưởng lợi nhuận. Giá thuê ngày theo hợp đồng thuê định hạn của tàu chở dầu đã cải thiện đáng kể ở tất cả các phân khúc (tăng bình quân khoảng 150% svck), trong đó các tàu cỡ lớn (VLCC, Suezmax) tăng mạnh hơn đáng kể so với các tàu cỡ nhỏ. Tổng hợp lại, giả định trong kịch bản cơ sở của chúng tôi là doanh thu ngày tàu tăng 30% so với mức bình quân năm 2026.

Giá thuê định hạn tàu chở dầu (USD/ngày)



Nguồn: Alibra, SSI

Nguồn cung xăng dầu có thể vẫn được đảm bảo. Từ tháng 9/2026, Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR) đã nối lại hoạt động nhập khẩu dầu thô từ Kuwait sau 5 tháng gián đoạn. Cùng với BSR, hai nhà máy đáp ứng 65% - 75% nhu cầu xăng dầu trong nước.

Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu có thể là động lực dài hạn cho PLX và OIL. Theo dự thảo lần thứ 14 hiện tại, các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu sẽ được phép tự xác định và công bố giá bán lẻ dựa trên công thức quy định, thay thế cơ chế hiện hành trong đó Chính phủ định kỳ công bố giá cơ sở. Sự linh hoạt này có thể giúp giá xăng dầu sát hơn

với cơ chế thị trường và cho phép PLX và OIL cải thiện biên lợi nhuận. Tuy nhiên, bản dự thảo vẫn cần chờ phê duyệt chính thức trước khi ban hành.

Triển vọng lợi nhuận của ngành sẽ phân hóa trong năm 2027. Giá dầu giảm sẽ khiến doanh nghiệp hạ nguồn (BSR, PLX, OIL) không còn được hưởng lợi từ hàng tồn kho giá thấp như năm 2026. Chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu và dầu thô (crack spread) cũng có thể giảm từ mức cao của năm 2026, gây áp lực lên lợi nhuận của BSR. Đối với các doanh nghiệp thượng nguồn (PVD, PVS), lợi nhuận có thể duy trì ổn định hơn nhờ 1) việc triển khai các dự án lớn (như Lô B), 2) chu kỳ đầu tư lớn bắt đầu từ năm 2026 và 3) nguồn doanh thu dựa trên các hợp đồng dài hạn hơn. Đối với nhóm trung nguồn, biên lợi nhuận của GAS kỳ vọng sẽ bình thường hóa nhưng vẫn có thể cao hơn mức trước xung đột.

Bảng 2: Tiến độ đầu tư hiện tại của chuỗi dự án khí - điện Lô B - Ô Môn

Tiến độ triển khai	
Mỏ khí Lô B	• Đang triển khai, mục tiêu đón dòng khí đầu tiên trong nửa cuối năm 2027
Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn	• Đang thi công, song song với công tác giải phóng mặt bằng
Nhà máy điện Ô Môn I (660 MW)	• Tổ máy 2: Sẵn sàng vận hành bằng khí • Tổ máy 1: Dự kiến chạy thử vào cuối năm 2027
Nhà máy điện Ô Môn II (1.050 MW)	• Còn một số vướng mắc chưa được giải quyết, liên quan đến hợp đồng mua bán điện (PPA) và cam kết bao tiêu
Nhà máy điện Ô Môn III (1.050 MW)	• Đã hoàn thành các thủ tục chuẩn bị đầu tư • Đã lựa chọn nhà thầu EPC (liên danh Doosan – PTSC [HOSE: PVS])
Nhà máy điện Ô Môn IV (1.155 MW)	• Đang thi công (ở giai đoạn thiết kế, mua sắm và xây dựng) • Còn một số vướng mắc chưa được giải quyết, liên quan đến hợp đồng mua bán điện (PPA) và cam kết bao tiêu
Tổng thể	• Tiến độ chung vẫn phụ thuộc vào việc phối hợp giải quyết đồng bộ các thủ tục liên quan, hợp đồng mua bán khí, PPA và giải phóng mặt bằng. • PVN cũng đã đề xuất bổ sung Nhà máy điện Ô Môn V.

Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), EVN, Hiệp hội Dầu khí Việt Nam (VPA), SSI Research (tính đến ngày 8/10/2026)

Bảng 3: Các dự án thượng nguồn lớn đang được triển khai tại Việt Nam

Dự án	Nhà điều hành	Tình trạng
Lô B – Ô Môn	PQPOC	Chế tạo giàn đến hết nửa đầu năm 2027, dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2027
Lạc Đà Vàng (15-1/05)	Murphy / PVEP	Hạ thủy khối thượng tầng ngày 30/6; dự kiến đón dòng dầu đầu tiên trong Q4/2026
Sư Tử Trắng 2B	Cửu Long JOC	Đã ký hợp đồng mua bán khí, đang triển khai EPCI
RC-12, BK-26	Vietsovpetro	Mục tiêu đưa vào vận hành trong tháng 12/2026
Khánh Mỹ – Đầm Dơi	PVEP	Đã trao thầu EPCI cho Vietsovpetro
Nam Du – U Minh	Jadestone	Khoảng 700 triệu m ³ /năm; đáp ứng khoảng 30% nhu cầu của Cà Mau từ cuối năm 2028

Nguồn: PVN, SSI Research

Cổ phiếu ưa thích

- **PVD (KHẢ QUAN, Giá mục tiêu 1 năm: 22.300 đồng/cp):** Năm 2027 là năm PVD gặt hái thành quả từ chiến lược mở rộng đội giàn khoan, với giàn PVD IX đóng góp trọn năm tại Malaysia và giàn PVD X khoan cho Vietsovpetro từ Q2/2027. Chúng tôi dự báo NPATMI năm 2027 đạt 1.586 tỷ đồng (+46% svck), tương ứng P/E dự phóng năm 2027 là 11,3x. Thị trường giàn khoan tự nâng tại Đông Nam Á khan hiếm cùng các ưu đãi của Luật Dầu khí mới đối với các mỏ cận biên và nâng cao hệ số thu hồi sẽ hỗ trợ nhu cầu sau năm 2027.

Cổ phiếu theo dõi

- **PVT (TRUNG LẬP, Giá mục tiêu 1 năm: 27.400 đồng/cp):** PVT duy trì vị thế là doanh nghiệp chủ tàu và vận tải biển niêm yết hàng đầu Việt Nam, với đội tàu đa dạng gồm 68 tàu phục vụ các tuyến quốc tế có nhu cầu cao cũng như thị trường nội địa. Chúng tôi dự báo tổng hiệu suất khai thác vận tải của PVT tăng 9% và giá cước bình quân tiếp tục tăng 23%. Những gián đoạn kéo dài trong vận tải biển vẫn là động lực tăng trưởng mạnh mẽ đối với PVT, giúp giá thuê tàu duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước xung đột Trung Đông năm 2026 (và ở một mức độ nhất định, so với giai đoạn trước xung đột Nga - Ukraine). Chúng tôi dự báo NPATMI năm 2026 và 2027 tăng trưởng lần lượt 73,1% svck và 32,7% svck, tương ứng P/E dự phóng năm 2026/2027 hiện tại lần lượt là 8x và 6x.
- **PLX (TRUNG LẬP, Giá mục tiêu 1 năm: 39.800 đồng/cp):** Cùng với BSR và NSR, PLX đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo nguồn cung xăng dầu, nhờ hệ thống kho chứa quy mô lớn, mạng lưới đối tác rộng khắp và hệ thống cửa hàng xăng dầu lớn. Chúng tôi dự báo sản lượng xăng dầu nội địa năm 2027 tăng 8%-10%, giúp bù đắp tác động tiêu cực từ việc giá dầu giảm. Như đã đề cập ở trên, khả năng ban hành nghị định mới về kinh doanh xăng dầu có thể là động lực dài hạn cho biên lợi nhuận.

Mã	Khuyến nghị	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	10/9/2026	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
PVT	Trung lập	9%	27.400	25.200	-5%	73%	33%	8,9	7,2	5,9	12,1%	19,6%	22,2%	5,4%	4,0%	4,0%
PLX	Trung lập	7%	39.800	37.350	-7%	33%	2%	24,0	13,6	13,3	10,3%	12,8%	11,9%	3,4%	2,7%	2,7%
GAS	Trung lập	7%	86.000	80.700	10%	40%	-17%	15,6	12,5	15,0	17,9%	22,4%	16,5%	3,5%	2,5%	2,5%
PVD	Khả quan	23%	22.300	18.200	49%	4%	46%	18,4	16,4	11,2	6,3%	6,6%	9,5%	3,5%	5,5%	5,5%
PVS	Trung lập	12%	38.000	33.900	73%	14%	-6%	13,4	11,3	12,0	12,4%	12,9%	11,2%	0,0%	2,1%	2,1%

Nguồn SSI Research

Vật liệu xây dựng: Bứt phá nhờ lực đẩy đầu tư công

Triển vọng ngành: Khả quan

Cổ phiếu ưa thích: HPG, HT1

Nhìn lại năm 2026

Ngành Thép

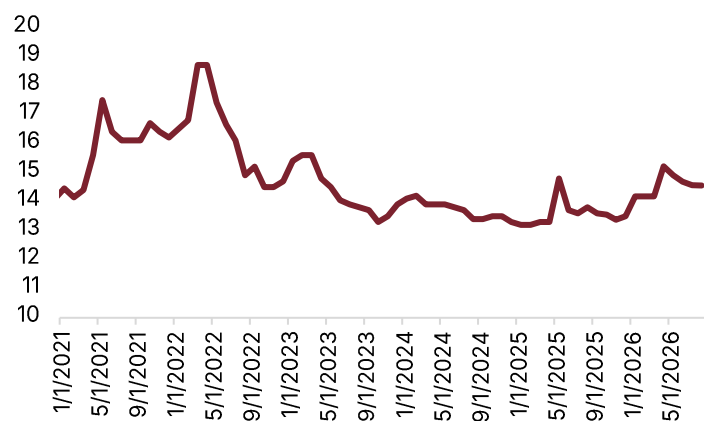
Nhu cầu thép nội địa được hỗ trợ tích cực nhờ đầu tư công mạnh mẽ và hoạt động xây dựng bất động sản. Tổng sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm đạt 15,2 triệu tấn trong 8T2026, tăng 17,8% svck, mặc dù sản lượng xuất khẩu giảm 8,0% svck xuống còn khoảng 2,3 triệu tấn do các biện pháp phòng vệ thương mại tại các thị trường xuất khẩu chủ lực tiếp tục khiến sản phẩm chuyển hướng sang thị trường nội địa. Các phân khúc ghi nhận kết quả tích cực nhất là thép xây dựng (sản lượng sản xuất +18% svck, sản lượng tiêu thụ +20% svck) và HRC (sản lượng tiêu thụ +28% svck), trong đó HRC được hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá bổ sung đối với HRC khổ rộng và việc Hòa Phát nâng dần công suất tại Dung Quất, giúp sản lượng gang tăng 23,8% svck lên khoảng 12,5 triệu tấn trong cùng kỳ. **Đà tiêu thụ nội địa duy trì ổn định là yếu tố tích cực giúp bù đắp cho môi trường xuất khẩu ngày càng thách thức**, khi tổng số vụ điều tra phòng vệ thương mại quốc tế đối với sản phẩm thép Việt Nam hiện đã lên tới 94–96 vụ, tăng từ khoảng 90 vụ vào đầu năm 2026.

Chủ nghĩa bảo hộ thép trong nước là xu hướng tiếp diễn từ năm 2025. Khuôn khổ bảo hộ trong nước tiếp tục được củng cố khi Bộ Công Thương ban hành kết luận sơ bộ điều tra chống bán phá giá đối với thép cuộn cán nóng khổ rộng, áp mức thuế sơ bộ khoảng **27,83%** đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Biện pháp này mở rộng phạm vi bảo hộ thương mại hiện hành đối với HRC — trên cơ sở vụ việc AD20 (Quyết định 1959/2025 của Bộ Công Thương) và cho thấy Chính phủ tiếp tục bảo vệ các doanh nghiệp sản xuất thép liên hợp trong nước, đáng chú ý nhất là Khu liên hợp Dung Quất của Hòa Phát, trước sự cạnh tranh từ hàng nhập khẩu bán dưới giá thành trong bối cảnh công suất HRC mới đang được nâng dần. Cùng với các biện pháp tự vệ đối với thép dài, tôn mạ và ống thép, mức thuế sơ bộ đối với HRC khổ rộng góp phần mở rộng hàng rào bảo hộ, ngày càng bao phủ toàn bộ chuỗi giá trị thép dẹt, qua đó tạo môi trường thuận lợi mang tính cấu trúc cho các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước.

Giá thép ở các nhóm sản phẩm chủ lực nhìn chung được hỗ trợ trong năm 2026, nhờ nhu cầu nội địa vững vàng và tác động giảm áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu của các biện pháp phòng vệ thương mại.

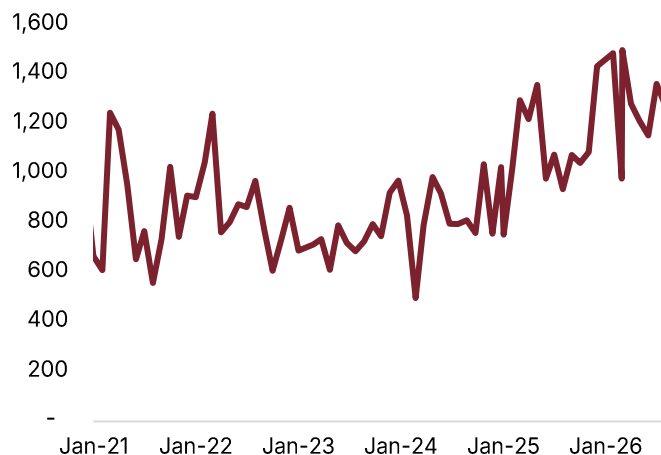
- **Giá thép xây dựng trong nước** ổn định trong khoảng 15.300–15.800 đồng/kg đến tháng 8, tăng khoảng 12% svck, nhờ đà xây dựng sau Tết Nguyên đán được duy trì đến giữa năm và niềm tin đối với lĩnh vực bất động sản tiếp tục phục hồi. Giá thép dần cải thiện so với mức của năm 2025 kể từ tháng 4/2026, với giá bình quân 8T2026 cũng tăng 7% svck.

Giá thép xây dựng (triệu đồng/tấn)



Nguồn: VSA, SSI

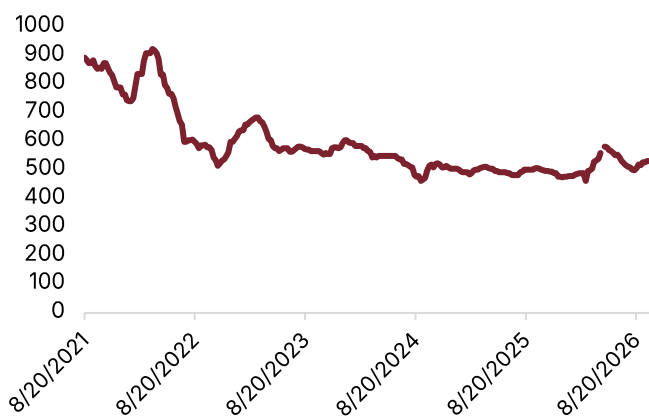
Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, SSI

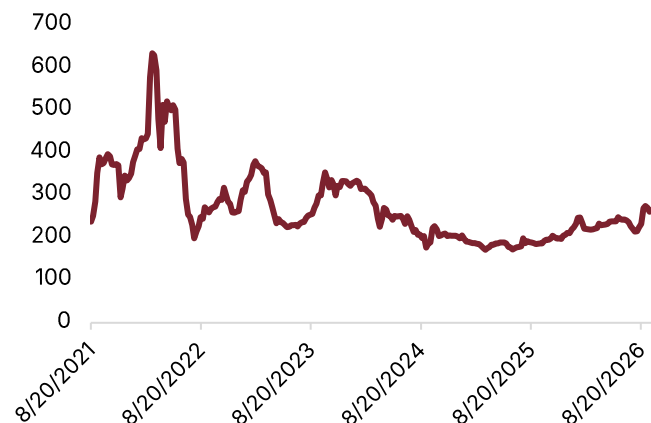
- **Giá HRC** tăng mạnh hơn, với giá CFR Việt Nam bình quân tháng 8/2026 đạt khoảng 595 USD/tấn, tăng 23,9% svck từ mức khoảng 480 USD/tấn cùng kỳ năm 2025. Giá HRC nhập khẩu tăng mạnh phản ánh cả nguồn cung toàn cầu thắt chặt và việc chuyển chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao sang giá bán, giá than luyện cốc bình quân đạt 236,4 USD/tấn FOB trong 8T2026, tăng 27,15% svck, trong khi thuế chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc – cả khổ tiêu chuẩn và khổ rộng – (vụ việc AD20) tạo mức sàn hỗ trợ trước áp lực cạnh tranh giảm giá từ các đối thủ trong khu vực.

Giá HRC CFR Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: SSI, Bloomberg

Giá than luyện cốc FOB Úc (USD/tấn)



Nguồn: SSI, Bloomberg

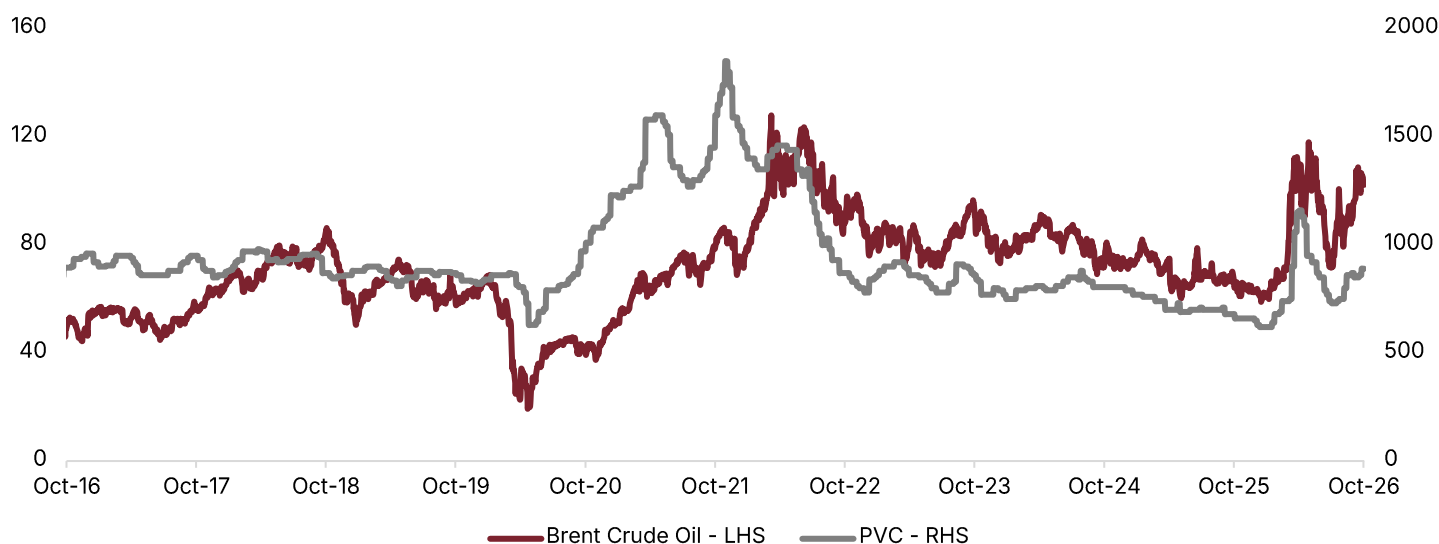
Làn sóng thuế quan toàn cầu khiến doanh nghiệp tái tập trung vào thị trường nội địa. Các doanh nghiệp xuất khẩu thép Việt Nam hiện phải đối mặt với 94–96 vụ điều tra phòng vệ thương mại quốc tế, bao gồm chống bán phá giá, chống trợ cấp và tự vệ tại các thị trường chủ lực như Úc (thuế chống bán phá giá đối với thép mạ kẽm ở mức 56,2%, có hiệu lực từ tháng 6/2026), Mỹ (thuế đối với ống thép liền mạch ở mức 121–131%) và Liên minh châu Âu (biện pháp tự vệ đối với thép điện tử định hướng (GOES) dự kiến vào tháng 10/2026), khiến dư địa xuất khẩu bị thu hẹp và hoạt động xuất khẩu ngày càng kém hiệu quả về mặt kinh tế với mức thuế hiện tại. **Do đó, sản lượng xuất khẩu giảm 8,0% svck**, trong khi sản lượng trước đây dành cho xuất khẩu được hấp thụ bởi thị trường nội địa sôi động, nơi nhu cầu tăng 17,8% svck

mang lại môi trường hấp dẫn hơn đáng kể. **Các doanh nghiệp đầu ngành tiếp tục duy trì thị phần nội địa, trong đó HPG duy trì 35% thị phần thép xây dựng và nâng thị phần HRC lên 55% (từ 43% trong năm 2025), trong khi HSG cũng duy trì 22% thị phần thép dẹt hạ nguồn.**

Ngành Nhựa

Thị trường nhựa Việt Nam đối mặt với nhiều thách thức trong năm 2026 do thị trường dầu thô biến động mạnh và hoạt động xây dựng thương mại trong nước còn trầm lắng. Hạt nhựa – sản phẩm phái sinh hạ nguồn của dầu thô – chịu ảnh hưởng phần lớn từ những khó khăn của thị trường dầu. Hoạt động thu mua hạt nhựa phục vụ sản xuất sản phẩm nhựa xây dựng phụ thuộc nhiều vào phòng ngừa rủi ro và khai thác mạng lưới cung ứng nhằm hạn chế biến động lợi nhuận. Chẳng hạn, tổng chi phí đầu vào của BMP tăng khoảng 15-20% so với mức bình quân năm 2025, trong khi giá hạt nhựa trên thị trường tăng 30-40%. Sự hỗ trợ từ hệ sinh thái SCG và mạng lưới cung ứng của tập đoàn giúp hoạt động phòng ngừa rủi ro trở nên khả thi. Trong khi đó, NTP hưởng lợi từ việc tăng giá bán bình quân (ASP) và nguồn hàng tồn kho giá thấp đáp ứng 6 tháng sản xuất trong nửa đầu năm, qua đó chủ động bảo vệ biên lợi nhuận cả năm của công ty, bất chấp giá PVC biến động mạnh.

Biểu đồ: Diễn biến giá hạt nhựa PVC và giá dầu trong 10 năm (USD)



Nguồn: BBG, SSI Research

Ngành Xi măng

Các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia vẫn là động lực chính thúc đẩy nhu cầu đối với các doanh nghiệp sản xuất xi măng. Mặc dù điều kiện thời tiết kém thuận lợi trong năm, tiêu thụ xi măng nội địa lũy kế từ đầu năm đạt 57,37 triệu tấn (+16,1% svck, 8T2026), sau khi tăng trưởng tiêu thụ xi măng nội địa trong 6T2026 đạt 9,9%. Đà tăng này phản ánh việc đẩy nhanh triển khai giai đoạn cuối của nhiều dự án trọng điểm quốc gia, thể hiện rõ qua tốc độ giải ngân vốn đầu tư công tăng mạnh gần đây (+26% và +27,2% svck lần lượt trong tháng 7 và tháng 8/2026).

Mặc dù giá than nhập khẩu của Việt Nam tăng chậm hơn so với giá quốc tế, áp lực từ thị trường toàn cầu đã bắt đầu phản ánh qua giá nhập khẩu gần đây ở mức cao hơn. Giá than nhập khẩu bình quân 9T2026 đạt 121,84 USD/tấn (+20,27% so với bình quân năm 2025). Các hợp đồng nhập khẩu và cơ chế mua hiện nay vẫn giúp các nhà sản xuất trong nước hạn chế phần nào tác động từ biến động mạnh của giá năng lượng toàn cầu. Theo đó, chi phí sản xuất xi măng ước tính tăng khoảng 9,1%, tùy thuộc vào hiệu quả hoạt động và các hợp đồng cung ứng đã ký của từng doanh nghiệp.

Để ứng phó, các doanh nghiệp trong nước đã dần tăng giá bán trên diện rộng. Phía cầu nhìn chung chấp nhận các đợt điều chỉnh giá này, chủ yếu do các nhà thầu đã ký hợp đồng có điều khoản điều chỉnh giá, cho phép tăng giá vật liệu

xây dựng. Từ đầu năm đến nay, đã có 4 đợt điều chỉnh giá lớn, với mức tăng bình quân khoảng 15% giá niêm yết. Chi phí vật liệu xây dựng tăng trung bình khoảng 8-12% tính từ đầu năm, trong khi một số nguyên vật liệu khai thác ghi nhận biến động mạnh về giá kỳ hạn.

Triển vọng năm 2027

Ngành Thép

Nhu cầu thép nội địa dự kiến tiếp tục duy trì tích cực nhờ đầu tư công và phát triển dự án bất động sản, dù tốc độ tăng trưởng có thể chậm lại do tác động từ môi trường vĩ mô. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép xây dựng của Việt Nam có thể duy trì mức tăng trưởng 10% svck trong năm 2027, thấp hơn một chút so với mức tăng trưởng mạnh 18% svck trong năm 2026. Đối với các dự án đầu tư công, năm 2026 là năm chuẩn bị và giải phóng mặt bằng, trong khi năm 2027 sẽ tập trung nhiều hơn vào triển khai thi công. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng tại các dự án này sẽ thúc đẩy nhu cầu thép xây dựng, trong khi nhu cầu từ hoạt động xây dựng bất động sản nhà ở có thể chậm lại do tỷ lệ hấp thụ thấp hơn và lãi suất ở mức cao. **Nhu cầu HRC nội địa cũng được kỳ vọng tăng trưởng vững chắc nhờ nhu cầu cao hơn từ xây dựng công nghiệp, các dự án hạ tầng và sản xuất ô tô.** Lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc dự kiến sẽ giảm từ năm 2027 nhờ thuế chống bán phá giá bổ sung đối với HRC khổ rộng áp dụng từ tháng 4/2026 (hiện là thuế sơ bộ), qua đó mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp sản xuất thượng nguồn trong nước như Hòa Phát hay Formosa.

Doanh nghiệp mới gia nhập ngành – VinMetal – dự kiến bắt đầu cung ứng sản phẩm từ nửa cuối năm 2027, tạo ra diễn biến mới cho ngành. VinMetal, công ty con của Vingroup, đã công bố dự án nhà máy thép công suất 5 triệu tấn tại Hà Tĩnh, dự kiến vận hành toàn bộ vào năm 2031. Trong năm 2027, công ty dự kiến sản xuất những sản phẩm đầu tiên tại nhà máy này. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng VinMetal sẽ sản xuất với sản lượng lớn trong năm 2027, điều này vẫn có thể khiến ngành thép thận trọng hơn do Vingroup/Vinhomes/VinFast là những khách hàng tiêu thụ thép lớn trong nước. Về dài hạn, các doanh nghiệp sản xuất khác có thể có ít dư địa mở rộng công suất hơn, nhưng mặt khác, thị phần dự kiến sẽ tập trung hơn vào các nhà máy quy mô lớn.

Giá thép có thể vẫn chịu áp lực do tình trạng dư cung của ngành thép Trung Quốc và thị trường bất động sản đình trệ. Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép của Trung Quốc dự kiến về cơ bản đi ngang trong năm 2027 so với năm 2026 — trong đó mức suy giảm của năm 2026 chỉ thu hẹp nhẹ xuống còn 1,5% khi quá trình điều chỉnh kéo dài của thị trường bất động sản dần chậm dần. Với nhu cầu nội địa Trung Quốc trì trệ và việc kiểm soát công suất sản xuất vẫn ở giai đoạn đầu, các nhà máy thép Trung Quốc tiếp tục có động lực đẩy sản lượng gia tăng sang thị trường xuất khẩu, duy trì áp lực cạnh tranh lên giá HRC và các sản phẩm thép dẹt trong khu vực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ đi ngang svck, và bất kỳ sự gia tăng nào của giá nguyên liệu đầu vào (như thép phế liệu, than luyện cốc hoặc quặng sắt) đều có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép trong một số giai đoạn.

Ngành Nhựa

Triển vọng ngành nhựa Việt Nam năm 2027 còn tương đối khó dự báo, phụ thuộc vào việc lãi suất duy trì ở mức cao gây hạn chế tiến độ xây dựng ở cả trong nước và Trung Quốc, cũng như bối cảnh địa chính trị. Chi phí tín dụng cao có thể làm suy giảm mức tiêu dùng bán lẻ và làm chậm các dự án thương mại tư nhân mới vốn thường tiêu thụ sản lượng lớn hơn và mang lại biên lợi nhuận cao hơn so với các dự án hạ tầng công. Tuy nhiên, lượng dự án và hợp đồng chưa thực hiện (backlog) lớn từ các dự án công vẫn sẽ hỗ trợ kỳ vọng sản lượng đi ngang hoặc tăng nhẹ trong năm 2027. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ dần hạ nhiệt trong năm 2027, qua đó giảm bớt áp lực lên giá hạt nhựa đầu vào. Quan trọng hơn, ngành nhựa đã chứng minh khả năng chuyển biến động giá hạt nhựa PVC sang giá bán sản phẩm trong năm 2026, mà ít có dấu hiệu gây sụt giảm nhu cầu tiêu thụ, qua đó cho thấy khả năng duy trì biên lợi nhuận của các công ty trong ngành.

Ngành Xi măng

Nhu cầu dự kiến duy trì ổn định đến tích cực, tăng trưởng khoảng 8-10%, được hỗ trợ bởi hàng loạt dự án hạ tầng giao thông quy mô lớn đòi hỏi nguồn cung xi măng ổn định, chất lượng cao từ các nhà cung cấp uy tín. Một số dự án lớn dự kiến khởi công trong Q4/2026, bao gồm cầu Thủ Thiêm 4, cầu Phú Mỹ 2 và cầu Cần Giờ, cùng các hạng mục đường

giao thông trọng điểm kết nối với Vành đai 3, tuyến kết nối Cát Lái - Phú Hữu, nút giao Gò Công, các tuyến kết nối Sân bay Quốc tế Long Thành và nâng cấp các tuyến quốc lộ.

Bộ Xây dựng đã giao kế hoạch sơ bộ năm 2027 cho VICEM với tổng doanh thu hợp nhất và thu nhập khác đạt 34,1 nghìn tỷ đồng (+6,1% svck), lợi nhuận trước thuế trước chênh lệch tỷ giá đạt 1,29 nghìn tỷ đồng (+29,9% svck). Tổng sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker dự kiến đạt 29,7 triệu tấn (+5,6% svck), trong đó tiêu thụ xi măng nội địa đạt 26,6 triệu tấn (+10,2% svck). Điều này cho thấy kỳ vọng nhu cầu nội địa sẽ tích cực hơn. VICEM cũng được giao nhiệm vụ cắt giảm chi phí đầu vào, nâng cao hiệu quả hoạt động và xử lý tình trạng thua lỗ kéo dài tại VICEM Hạ Long và VICEM Hải Vân.

Khả năng sinh lời của các doanh nghiệp xi măng phụ thuộc chủ yếu vào chi phí than đầu vào. Diễn biến chi phí than trong năm 2026 khá phức tạp khi than được sử dụng thay thế khí tự nhiên trong sản xuất điện. Chúng tôi ước tính chi phí than tăng khoảng 30-40% svck trong năm 2026 và giảm khoảng 8% svck trong năm 2027 – với giả định thị trường năng lượng cải thiện. Hiện tại, các doanh nghiệp sản xuất xi măng đã chuyển được (một phần) chi phí tăng thêm sang khách hàng thông qua khoảng 5 đợt điều chỉnh giá từ đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp này sẽ được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận cải thiện khi chi phí hạ nhiệt.

Cổ phiếu ưa thích

- **HPG:** Lợi nhuận cốt lõi năm 2026F-2027F dự kiến tăng lần lượt 42% svck và 23% svck, nhờ Dung Quất 2 nâng dần hiệu suất sử dụng công suất HRC và biên lợi nhuận mảng thép cải thiện. Tác động từ VinMetal dự kiến không đáng kể trong năm 2027 do cao (BOF) cần nhiều năm để xây dựng.
- **HT1:** Chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2026F-2027F tăng lần lượt 86,3% svck và 12,3% svck. Tăng trưởng sản lượng mạnh từ các dự án hạ tầng và biên lợi nhuận vững vàng nhờ điều chỉnh giá bán bình quân nhằm bù đắp chi phí đầu vào tăng là những yếu tố then chốt trong luận điểm đầu tư đối với HT1 năm 2027.

CP	Khuyến nghị	% tăng giá	Giá mục tiêu (Đồng)	Giá hiện tại (Đồng)	Tăng trưởng NPATMI			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	9/10/26	2025	2026F	2027F	2025	2026 F	2027 F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
HPG	MUA	62,7%	32.700	20.100	28,5%	67,7%	6%	13,1	6,5	6,1	12,6%	18,2%	17,0%	0,0%	2,5%	2,5%
HT1	MUA	29,0%	15.800	12.250	355.1%	86.3%	12.3%	23.0	9.4	8.3	5.5%	9.9%	11.0%	0.6%	4.0%	8.0%
BMP	KHẢ QUAN	18,6%	168.500	142.100	24.0%	11.8%	-10.3%	11.7	8.7	9.7	44.0%	46.5%	41.5%	6.9%	10.4%	10.4%
NTP	TRUNG LẬP	13,0%	61.000	54.000	35,0%	17,0%	3,3%	10,8	11,0	11,6	25,1%	25,1%	22,5%	3,8%	4,9%	4,7%

Nguồn: SSI Research

Công nghệ & Viễn thông: Lo ngại về AI và lãi suất cao gây áp lực lên định giá, nhưng lợi nhuận vẫn duy trì ổn định

Triển vọng năm 2027: Trung lập

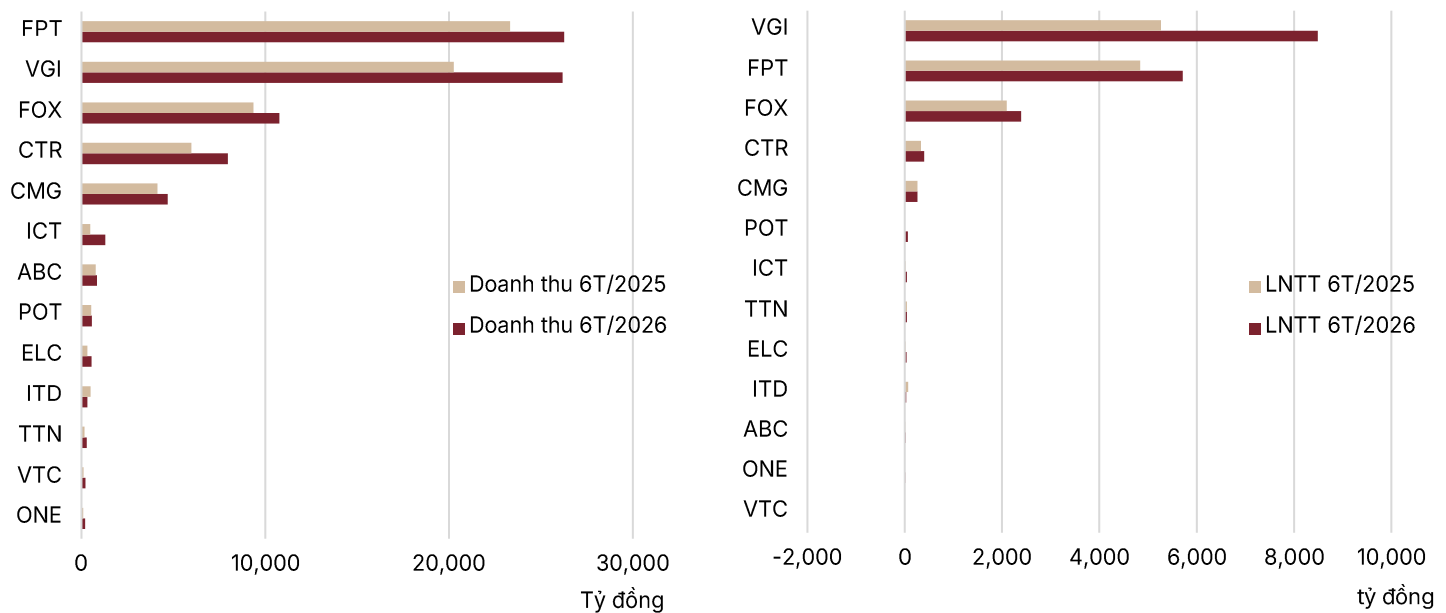
Cổ phiếu ưa thích: FPT. Cổ phiếu theo dõi: CTR

Nhìn lại 6 tháng đầu năm 2026: Lợi nhuận duy trì ổn định nhưng hệ số P/E ngành công nghệ thu hẹp

LNTT nhóm công nghệ tăng 18% svck, nhờ (1) ghi nhận doanh thu từ các dự án lớn, (2) kiểm soát tốt chi phí và (3) mảng công nghệ của FPT tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số. LNTT nhóm viễn thông tăng 48% svck, được hỗ trợ bởi (1) VGI và FOX tiếp tục gia tăng thị phần và (2) khả năng kiểm soát tốt chi phí. FPT và VGI là hai doanh nghiệp đóng góp lợi nhuận lớn nhất cho ngành trong số các doanh nghiệp niêm yết.

AI tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng của FPT, thể hiện qua tỷ lệ hiệu dụng FPT AI Factory gia tăng và doanh thu liên quan đến AI cải thiện. Bên cạnh đó, trong tháng 8/2026, VGI đã được cấp quyền sử dụng trong 20 năm đối với các băng tần 700MHz, 2.300MHz và C-Band cho mạng di động 4G/5G tại Cộng hòa Dominica. Đây là thị trường nước ngoài thứ 11 của Tập đoàn Viettel, qua đó hỗ trợ tăng trưởng dài hạn của VGI.

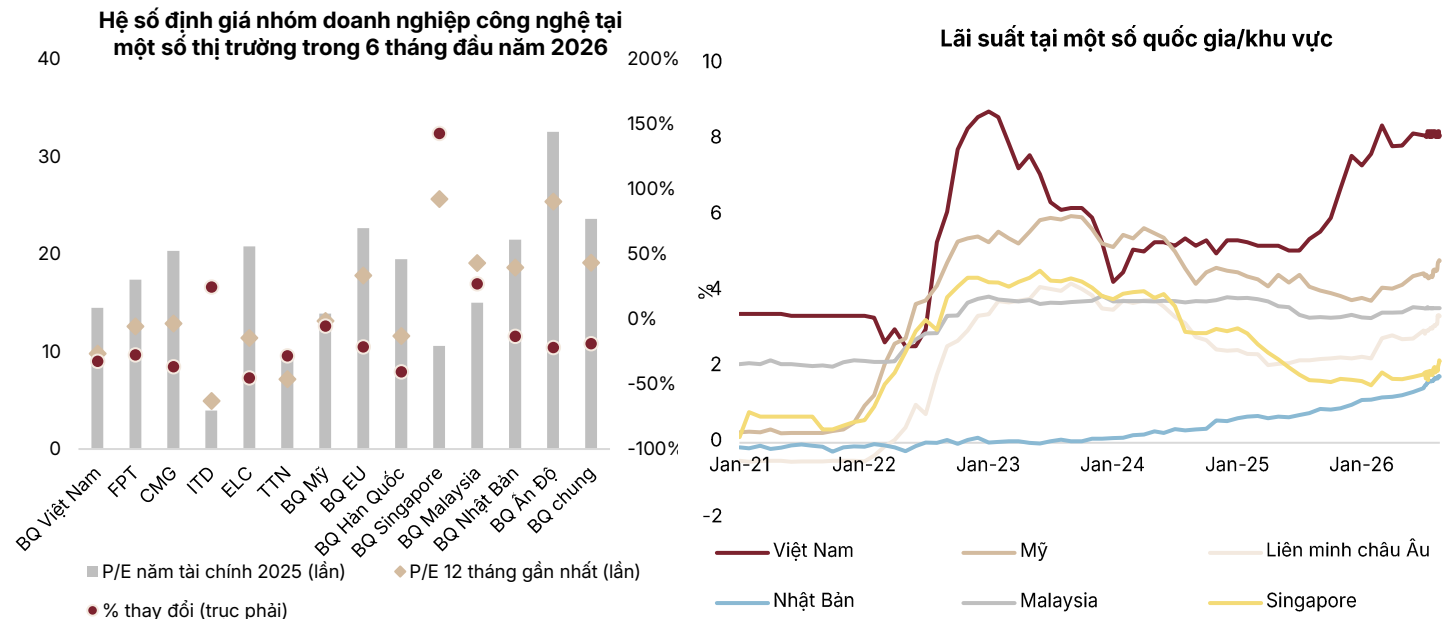
Biểu đồ 1: Doanh thu và lợi nhuận 6T2026 của các cổ phiếu công nghệ/viễn thông niêm yết (so với 6T2025)



Nguồn: Các công ty, SSI Research

Ngược lại, hệ số định giá của ngành công nghệ Việt Nam lại thu hẹp, với P/E trượt hiện ở mức gần 10x (so với 14x năm 2025 và trên 30x năm 2024). Dù lo ngại về bong bóng AI đã hiện hữu trên thế giới vài năm gần đây, chúng tôi cho rằng môi trường lãi suất cao tại Việt Nam (kể từ nửa cuối năm 2025) là nguyên nhân chính dẫn đến việc thu hẹp hệ số định giá trong giai đoạn 2025-2026. Với lãi suất hiện cũng đã bắt đầu tăng tại Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản, chúng tôi nhận thấy hệ số định giá của ngành công nghệ toàn cầu cũng có thể chịu áp lực tương tự.

Biểu đồ 2: Chúng tôi cho rằng P/E ngành công nghệ toàn cầu thu hẹp thời gian gần đây chủ yếu do lo ngại bong bóng AI và mặt bằng lãi suất tăng



Nguồn: Các công ty, Bloomberg, SSI Research (dữ liệu tính đến ngày 16/9/2026, lãi suất dựa trên lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng)

Triển vọng năm 2027: Tập trung quan sát chỉ tiêu AI toàn cầu và việt hoàn tất tắt sóng 2G tại Việt Nam

Quá trình chuyển đổi AI toàn cầu đã bước sang giai đoạn mà kết quả thực tế và hiệu quả đầu tư (ROI) quan trọng hơn so với việc chỉ đơn thuần chi tiêu cho hạ tầng, đòi hỏi các doanh nghiệp công nghệ Việt Nam phải thích ứng liên tục:

- Tính bền vững của chỉ tiêu AI.** Theo Gartner, năm 2026 có thể chứng kiến việc tiếp tục tăng tốc trong đầu tư hạ tầng AI, nền tảng điện toán đám mây AI và phát triển các phần mềm liên quan, sau 4 năm kể từ khi ChatGPT ra mắt. Tuy nhiên, rủi ro lạm phát, hạn chế về nguồn cung điện và nước, chi phí phần cứng gia tăng trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung, cùng áp lực ngày càng lớn trong việc chứng minh khả năng tạo ra ROI là những lực cản chính cần theo dõi trong trung hạn.
- Đà tăng của chỉ tiêu này còn phụ thuộc vào kết quả và khả năng ứng dụng AI của các ngành ngoài ngành công nghệ.** Chuyển đổi AI chưa bao giờ chỉ là câu chuyện riêng của ngành công nghệ; tính liên tục của xu hướng này phụ thuộc vào khả năng các ngành khác chuyển hóa các khoản đầu tư AI thành kết quả có thể đo lường được. Tuy nhiên, sau nhiều năm qua, nhiều rào cản và hạn chế liên quan đến ứng dụng AI vẫn còn đó (nhiều doanh nghiệp chưa thể tạo ra ROI từ AI, mức độ sẵn sàng về nhân lực và quản trị). Như ở **Bảng 3**, chỉ có nhóm Công nghệ, Truyền thông và Viễn thông đạt mức "Cao" ở cả ba tiêu chí về mức độ sẵn sàng, trong khi phần lớn các ngành ngoài công nghệ vẫn còn tụt lại, đặc biệt về mức độ sẵn sàng của nhân lực. Nếu hiệu quả thu hồi vốn sắp tới không rõ ràng hơn, chúng tôi cho rằng các ngành này sẽ có rủi ro mất động lực duy trì tốc độ chi tiêu cho AI như hiện nay trong trung hạn.

Bảng 3: Rào cản trong việc mở rộng quy mô ứng dụng AI giữa các ngành/lĩnh vực

Ngành	Mức độ trưởng thành về mở rộng quy mô AI	Tính sẵn sàng về quản trị	Mức độ sẵn sàng về lực lượng lao động	Rào cản chính
Công nghệ, Truyền thông và Viễn thông	Cao	Cao	Cao	Phức tạp trong khâu quản lý khi triển khai trên quy mô lớn
Dịch vụ tài chính	Trung bình	Trung bình-cao	Trung bình	Vấn đề quy định pháp lý và tuân thủ
Sản xuất công nghiệp và công nghiệp ô tô	Trung bình	Trung bình-cao	Trung bình	Hạ tầng công nghệ cũ và thách thức trong tích hợp hệ thống
Tiêu dùng và Bán lẻ	Trung bình	Trung bình	Thấp	Khả năng thích nghi và sử dụng AI của nhân sự và triển khai trên quy mô lớn
Y tế	Trung bình	Thấp-trung bình	Thấp	Rủi ro lâm sàng, sự tin cậy vào kết quả đầu ra và khả năng ứng dụng AI của nhân sự
Khoa học sự sống	Thấp-trung bình	Trung bình	Thấp	Độ phức tạp của dữ liệu và quy trình phê duyệt các quy định, nguyên tắc
Năng lượng và tài nguyên thiên nhiên	Trung bình-cao	Trung bình	Thấp	Hạn chế về hạ tầng và những đánh đổi liên quan đến mục tiêu phát triển bền vững
Bất động sản và Xây dựng	Trung bình-cao	Trung bình	Thấp	Dữ liệu phân mảnh và mức độ tích hợp hệ thống còn hạn chế

Nguồn: KPMG (tính đến Q1/26, dựa trên khảo sát đối với 2.110 tổ chức trên toàn cầu)

- **Tăng trưởng chi tiêu CNTT dài hạn dự kiến duy trì ổn định**, là chất xúc tác quan trọng cho ngành, đặc biệt đối với FPT và Viettel – những doanh nghiệp có mức độ hiện diện tại thị trường nước ngoài tương đối lớn trong số các cổ phiếu công nghệ/viễn thông niêm yết. Bên cạnh đó, mặc dù đã và đang tái định hình bức tranh công nghệ toàn cầu, AI đang tạo thêm nhu cầu CNTT ở các lĩnh vực như an ninh mạng, tùy chỉnh mô hình AI, kiểm soát nội dung do AI tạo ra, xử lý dữ liệu, và chưa thể thay thế chuyên môn của con người.

Tắt sóng hoàn toàn 2G mở đường cho các thế hệ mạng di động mới

Hạ tầng viễn thông Việt Nam đang bước vào một chu kỳ phát triển rộng hơn: việc tắt sóng 2G giải phóng tần số cho các thế hệ mạng mới hơn, triển khai 5G đang được đẩy nhanh, và các công nghệ mới như internet vệ tinh đang lấp đầy những khoảng trống còn lại về vùng phủ sóng. Quá trình đầu tư phát triển mang tính cấu trúc này tạo nền tảng cho nhu cầu dài hạn đối với các doanh nghiệp hạ tầng viễn thông.

- **Tắt sóng 2G và tái phân bổ băng tần.** Ngày 15/9 là thời hạn cuối cùng mà Việt Nam hoàn tất tắt sóng 2G. Toàn bộ tài nguyên tần số, thiết bị và hạ tầng 2G được giải phóng dự kiến sẽ được tái phân bổ cho các thế hệ mạng di động tiên tiến hơn, qua đó hỗ trợ phát triển kinh tế số và các công nghệ mới. Trong tháng 9/2026, Viettel, VNPT và Vietnamobile đã được cấp quyền sử dụng các khối băng tần 900MHz trong 15 năm để triển khai 4G/5G.
- **Mở rộng quy mô 5G.** Vùng phủ sóng 5G đã đạt trên 90% dân số chỉ sau 2 năm kể từ khi triển khai, và vẫn còn dư địa để tiếp tục mở rộng. Viettel cũng đang hợp tác với Qualcomm trong hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D) 6G.
- **Internet vệ tinh.** Trong Q3/2026, Starlink (đơn vị thuộc SpaceX) đã chính thức ra mắt tại Việt Nam như một giải pháp đặc biệt cho các khu vực có tình trạng lùm sóng, sóng yếu, dân cư phân tán và những địa điểm mà hạ tầng truyền thống chậm triển khai hoặc không thể tiếp cận.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi có quan điểm Trung lập đối với ngành, nhưng chính vì thế khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận sẽ là yếu tố then chốt để lựa chọn cơ hội đầu tư trong bối cảnh hệ số định giá thu hẹp như đã đề cập ở trên. Trong phạm vi chúng tôi nghiên cứu, cả FPT và CTR dự kiến ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong năm 2027 (FPT tăng 15% và CTR tăng 14% svck), với ROE cao (FPT 24%, CTR 30%). Chúng tôi đánh giá việc hệ số định giá thu hẹp hiện nay mở ra điểm mua hấp dẫn đối với cả hai cổ phiếu.

FPT là cổ phiếu chúng tôi ưa thích (KHẢ QUAN, tiềm năng tăng giá 28%) với vị thế doanh nghiệp dẫn đầu ngành công nghệ Việt Nam, hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng 2027F chỉ 10x dù tăng trưởng NPATMI dự báo đạt khoảng 15%, cùng với sự tham gia ngày càng nhiều vào các lĩnh vực về AI.

Cổ phiếu theo dõi: CTR (KHẢ QUAN, tiềm năng tăng giá 21%). Với cơ cấu ngành đa dạng – doanh nghiệp cho thuê hạ tầng trạm viễn thông (TowerCo), nhà cung cấp giải pháp năng lượng mặt trời và nhà thầu xây lắp viễn thông hàng đầu Việt Nam – cùng với việc đẩy mạnh mảng xây dựng dân dụng, CTR có thể hưởng lợi từ quá trình phát triển hạ tầng viễn thông và điện quốc gia, được hỗ trợ bởi ROE dẫn đầu ngành ở mức ~30%. Ngoài ra, Chiến lược "Go Global" là một tiềm năng và cơ hội khác trong dài hạn.

Bảng 4: Các chỉ tiêu chính của cổ phiếu công nghệ/viễn thông trong phạm vi theo dõi

Mã CP	Khuyến nghị	% tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng NPATMI (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	1 năm	05/10/2026	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
FPT	KHẢ QUAN	37%	79.100	57.900	19,3%	14,8%	14,9%	18,4	10,7	9,3	28,3%	23,2%	23,9%	2,1%	3,5%	3,5%
CTR	KHẢ QUAN	24%	85.700	69.000	11,4%	17,0%	14,0%	21,6	16,7	14,7	30,5%	31,2%	30,4%	1,8%	2,2%	2,2%

Nguồn: SSI Research

Tiện ích – Điện: Nhiệt điện duy trì tỷ trọng phát điện cao, nhu cầu phát triển nguồn điện vẫn hiện hữu

Triển vọng năm 2027: Trung lập

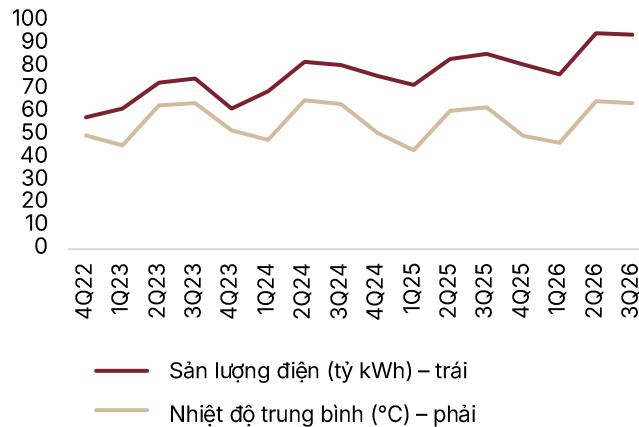
Cổ phiếu ưa thích: NT2, POW. Cổ phiếu theo dõi: REE, HDG

Nhìn lại 9T2026: Nhu cầu điện tăng mạnh và điều kiện thời tiết El Niño trở lại

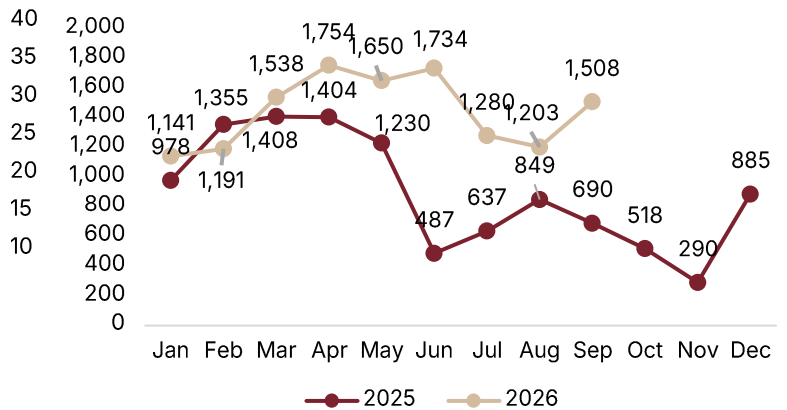
Sản lượng điện toàn quốc trong 9T2026 tăng 10% svck (so với mức tăng 4% svck trong 9T2025 và mức 5% trong năm 2025). Trong hai năm gần đây, tốc độ tăng trưởng sản lượng điện có sự lệch pha đáng kể so với tăng trưởng GDP mỗi năm do nhiệt độ bình quân năm 2025 thấp hơn trung bình nhiều năm.

Trái ngược với năm 2025, **hiện tượng thời tiết El Niño đã quay trở lại từ Q2/2026**, dẫn đến việc phải tăng huy động nhiệt điện trong bối cảnh huy động thủy điện hạn chế. Đây là nguyên nhân giúp giá thị trường điện toàn phần (FMP) phục hồi trong năm 2026, do giá đầu ra của các nhà máy nhiệt điện thường cao hơn so với thủy điện.

Biểu đồ 1: Sản lượng điện quốc gia so với nhiệt độ



Biểu đồ 2: Giá thị trường điện toàn phần (FMP, đồng/kWh)



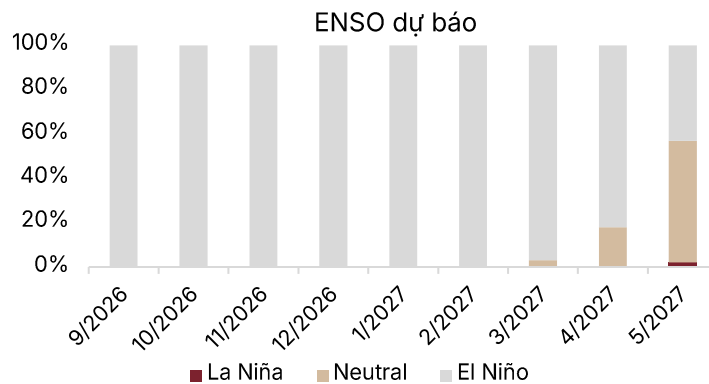
Nguồn: EVN, Meteostat, SSI Research (Số liệu chưa bao gồm sản lượng điện tự sản tự tiêu)

Nguồn: EVN, NSMO, SSI Research

Triển vọng 2027: Rủi ro thiếu điện và bất ổn xung đột Trung Đông

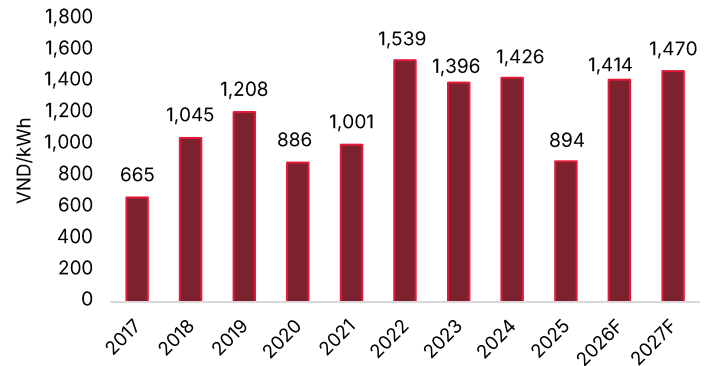
Trong bối cảnh Chính phủ tiếp tục theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức cao, **chúng tôi dự báo nhu cầu điện sẽ tăng 8%-9% svck trong năm 2027**, so với mức tăng 10%-11% svck chúng tôi ước tính cho trong năm 2026. Điều kiện thời tiết kém thuận lợi đối với thủy điện có thể sẽ kéo dài trong thời gian tới (**Biểu đồ 3**), nghĩa là Việt Nam sẽ phải tiếp tục phụ thuộc nhiều hơn vào nhiệt điện, cùng với giá FMP duy trì ở mức cao.

Biểu đồ 3: Xác suất El Nino cao cho thấy điều kiện thủy văn kém thuận lợi có thể kéo dài ít nhất đến hết 6T2027



Nguồn: NOAA, IRI, SSI Research (tính đến tháng 9/2026)

Biểu đồ 4: Dự báo giá FMP Việt Nam



Nguồn: EVN, NSMO, SSI Research

Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại **rủi ro thiếu điện trong giai đoạn 2027-2030**, do các nguyên nhân sau:

- **Những khó khăn trong việc phát triển nguồn điện mới:** Theo EVN, để đáp ứng nhu cầu điện tăng, hệ thống điện cần bổ sung khoảng 4.000-5.000 MW công suất mới mỗi năm.
 - ✓ **Các dự án điện khí/LNG và điện gió ngoài khơi** có thời gian hoàn vốn dài, nhu cầu vốn đầu tư lớn và cần cơ chế đầu tư đặc thù để có thể đẩy nhanh việc triển khai cũng như thu hút nhà đầu tư.
 - ✓ **Chuỗi dự án khí - điện Lô B - Ô Môn:** Chúng tôi lo ngại dự án sẽ chỉ đóng góp hạn chế trong việc giải quyết an ninh năng lượng năm 2027, dựa trên tiến độ triển khai hiện tại (**Bảng 5**).
 - ✓ **Quy mô nguồn điện liên quan đến cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), hệ thống pin lưu trữ năng lượng (BESS), điện tự sản tự tiêu và điện hạt nhân:** Sự đóng góp của các loại hình này trong việc bắt kịp nhu cầu chung có đáng kể hay không vẫn còn là câu chuyện dài hạn.

Bảng 5: Tiến độ đầu tư hiện tại của chuỗi dự án khí - điện Lô B - Ô Môn

	Tiến độ triển khai
Mỏ khí Lô B	• Đang được triển khai, với mục tiêu đón dòng khí đầu tiên vào nửa cuối năm 2027.
Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn	• Đang trong quá trình thi công, song song với việc thực hiện giải phóng mặt bằng.
Nhà máy điện Ô Môn I (660 MW)	• Tổ máy 2: Đã sẵn sàng để chạy khí. • Tổ máy 1: Dự kiến chạy thử vào cuối năm 2027.
Nhà máy điện Ô Môn II (1.050 MW)	• Vẫn còn một số vướng mắc chưa được giải quyết liên quan đến Hợp đồng mua bán điện (PPA) và cam kết bao tiêu.
Nhà máy điện Ô Môn III (1.050 MW)	• Đã hoàn tất các thủ tục chuẩn bị đầu tư. • Gói thầu EPC đang trong quá trình đánh giá.
Nhà máy điện Ô Môn IV (1.155 MW)	• Đang được triển khai (ở giai đoạn thiết kế, mua sắm và thi công). • Vẫn còn một số vướng mắc liên quan đến Hợp đồng mua bán điện (PPA) và cam kết bao tiêu.
Tổng quan	• Tiến độ chuỗi dự án vẫn phụ thuộc vào việc đồng bộ giải quyết các thủ tục liên quan, vấn đề về hợp đồng mua bán khí, hợp đồng mua bán điện (PPA) và công tác giải phóng mặt bằng. • PVN đã đề xuất bổ sung Nhà máy điện Ô Môn V vào chuỗi dự án.

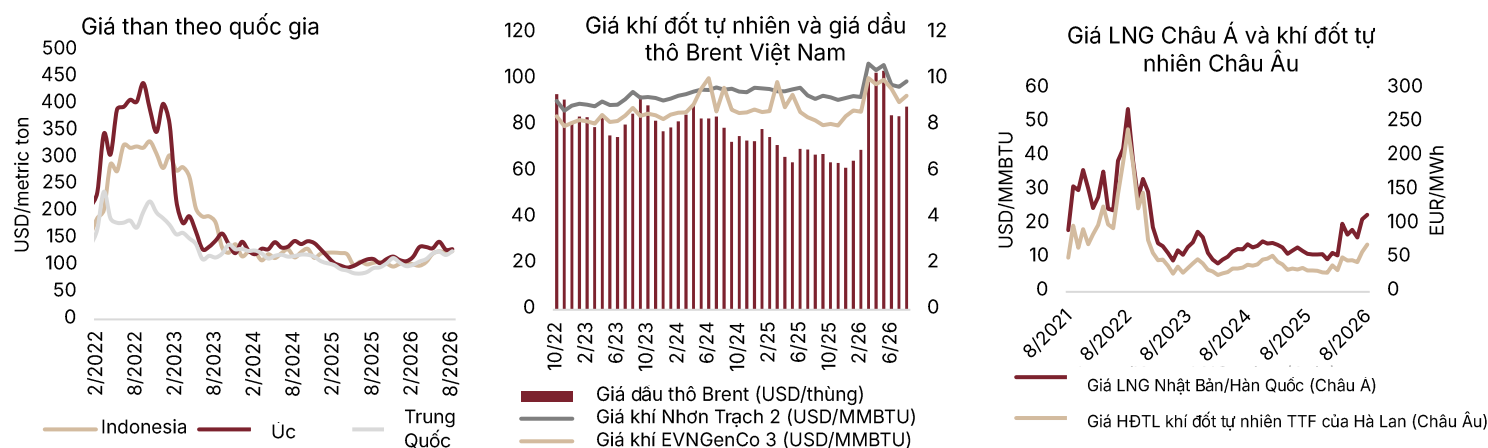
Nguồn: Petrovietnam (PVN), EVN, VPA, SSI Research (tính đến tháng 9/2026)

- **Bất ổn liên quan đến căng thẳng tại Trung Đông**
 - ✓ **Giá LNG duy trì ở mức cao:** Mặc dù khả năng cung ứng LNG hiện tại nhìn chung là ổn nhưng giá LNG đã vượt 20 USD/MMBTU. Dù thấp hơn đỉnh năm 2022, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá cao này vẫn có thể gây áp lực

lên khả năng huy động điện LNG của EVN cũng như làm suy giảm tính hấp dẫn đầu tư của các dự án điện LNG trong tương lai. Điều này cũng có thể dẫn đến nguy cơ chậm tiến độ triển khai các dự án điện LNG như đã đề cập ở trên. Trong khi đó, điện LNG vẫn là nguồn điện nền quan trọng giúp ổn định hệ thống truyền tải điện nếu năng lượng tái tạo muốn tiếp tục phát triển để Việt Nam hướng tới mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050. Bất kỳ sự trì hoãn nào trong phát triển điện LNG cũng có thể tạo thêm áp lực lên quá trình mở rộng quy mô năng lượng tái tạo. Do đó chúng tôi cho rằng việc gia tăng huy động LNG và điện dầu sẽ là cần thiết trước mắt nhằm hỗ trợ an ninh năng lượng trong năm 2027, trong khi việc tiếp tục điều chỉnh tăng giá điện bán lẻ sẽ là một trong những yếu tố then chốt để giải quyết bài toán đầu tư này trong dài hạn.

- ✓ **Sự phụ thuộc vào nhiệt điện than không thể luôn là giải pháp cuối cùng trong dài hạn:** Nhiệt điện than hiện chiếm khoảng 50% tổng sản lượng điện quốc gia và có thể đang là nguồn điện nền đáng tin cậy nhất tại Việt Nam trong bối cảnh nguồn cung khí tự nhiên trong nước dự kiến sẽ tiếp tục suy giảm trong dài hạn, còn thủy điện phụ thuộc vào điều kiện thời tiết. Tuy nhiên, sự phụ thuộc này có thể chỉ giúp đảm bảo an ninh năng lượng trong ngắn hạn vì tính hiệu quả của việc phụ thuộc sẽ giảm dần theo thời gian. Trên thực tế, phát triển nhiệt điện than không còn là ưu tiên dài hạn trong Quy hoạch Điện quốc gia. Bên cạnh đó, triển vọng nguồn cung và giá than trong năm 2027 vẫn còn nhiều bất định trước các diễn biến phức tạp hiện nay tại eo biển Hormuz.

Biểu đồ 6: Diễn biến giá than, khí tự nhiên và LNG thế giới*



Nguồn: Bloomberg, SSI Research (dữ liệu tính đến tháng 8/2026)

*Xung đột leo thang tại Trung Đông trong năm 2026 đã ảnh hưởng đến thị trường dầu khí toàn cầu, kéo theo giá khí tự nhiên và LNG tăng cao. Cùng với hiện tượng El Niño, diễn biến này đã thúc đẩy nhu cầu than tăng khi nhiều quốc gia buộc phải gia tăng huy động nhiệt điện than để bù đắp sự hạn chế của việc phát điện khí do chi phí khí dầu vào đắt đỏ và sản lượng thủy điện sụt giảm do điều kiện thủy văn kém thuận lợi.

- **Thách thức trong đầu tư các dự án truyền tải điện mới:** Khác với dự án nguồn điện đơn lẻ, các dự án lưới điện thường cần thời gian triển khai lâu hơn do thời gian giải phóng mặt bằng kéo dài. Trong ngắn hạn, để đảm bảo an ninh năng lượng năm 2027, EVN đề xuất ưu tiên các dự án giúp tăng cường năng lực lưới điện khu vực miền Bắc và tạo điều kiện để tăng nhập khẩu điện từ Trung Quốc.

Cổ phiếu ưa thích: NT2, POW. Cổ phiếu theo dõi: REE, HDG

Với rủi ro, lo ngại về cung ứng điện và điều kiện thủy văn kém thuận lợi cho thủy điện, chúng tôi cho rằng nhiệt điện sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu phát điện năm 2027, dù giá than và khí/LNG có thể vẫn ở mức cao. Đây được xem là yếu tố hỗ trợ tích cực đối với NT2 và POW. Chúng tôi lưu ý NT2 và POW hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng năm 2027 lần lượt là 1,8x và 4,8x, thấp hơn đáng kể so với mức EV/EBITDA bình quân 5 năm tương ứng là 4,8x và 6,8x. Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2027 có thể đối mặt với nhiều thách thức, REE và HDG vẫn là những cổ phiếu đáng theo dõi, đặc biệt nếu xuất hiện các tín hiệu tích cực hơn về điều kiện thủy văn cũng như tiến độ phát triển các dự án năng lượng tái tạo mới.

Bảng 7: Một số chỉ tiêu chính của các cổ phiếu điện ưa thích/theo dõi

Mã CP	Khuyến nghị	% Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng NPATMI (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức (%)		
		Trong 1 năm	Trong 1 năm	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
NT2	MUA	22%	27.000	1263,5%	3,8%	7,0%	6,4	5,9	5,5	25,0%	22,3%	20,7%	4,1%	6,6%	6,6%
POW	MUA	29%	16.000	118,3%	154,8%	-40,7%	14,6	71	12	8,4%	16,3%	8,9%	0,0%	0,0%	0,0%
REE	KHẢ QUAN	25%	56.200	26,9%	-5,8%	-5,4%	13,1	11,8	12,4	13,3%	11,8%	9,9%	1,6%	2,2%	2,2%
HDG	KHẢ QUAN	55%	22.700	121,2%	-5,6%	6,2%	13,1	8,2	7,7	12,6%	10,7%	10,3%	1,8%	3,4%	3,4%

Nguồn: SSI Research

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư****Phạm Lưu Hưng**

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường**Đào Minh Châu**

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Cổ phiếu**Nguyễn Thu Hà, CFA**

Giám đốc Phân tích Cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu**Nguyễn Thị Anh Thư**

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321