



BÁO CÁO NGÀNH 2H2026

Kỷ nguyên vươn mình



MỤC LỤC

01 Tổng quan

<u>1H2026</u> Mức độ tập trung cao tại một số nhóm cổ phiếu	#03
<u>2H2026</u> Thanh khoản vẫn là yếu tố theo dõi chính	#07
<u>Chiến lược đầu tư</u> Ưu tiên cổ phiếu tăng trưởng từ động lực nội địa với định giá rẻ/ hợp lý	#15

02 Triển vọng ngành

<u>Ngân hàng</u>	#25
<u>Điện – Đạm – Khí</u>	#34
<u>Thép – Bất động sản</u>	#55
<u>Xuất nhập khẩu – Logistic – Bán lẻ</u>	#75

03 Khuyến cáo

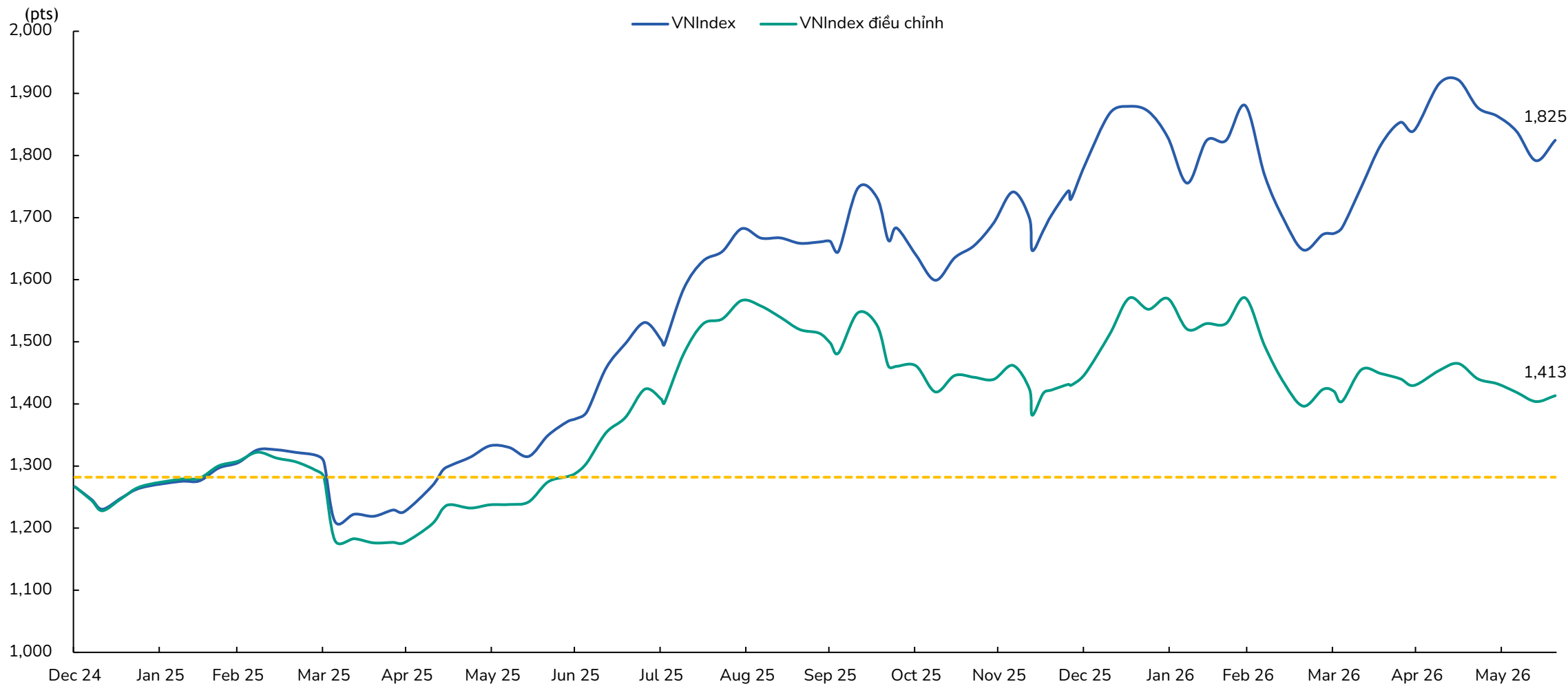


NHÌN LẠI 1H2026

MỨC ĐỘ TẬP TRUNG CAO TẠI
MỘT SỐ NHÓM CỔ PHIẾU



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

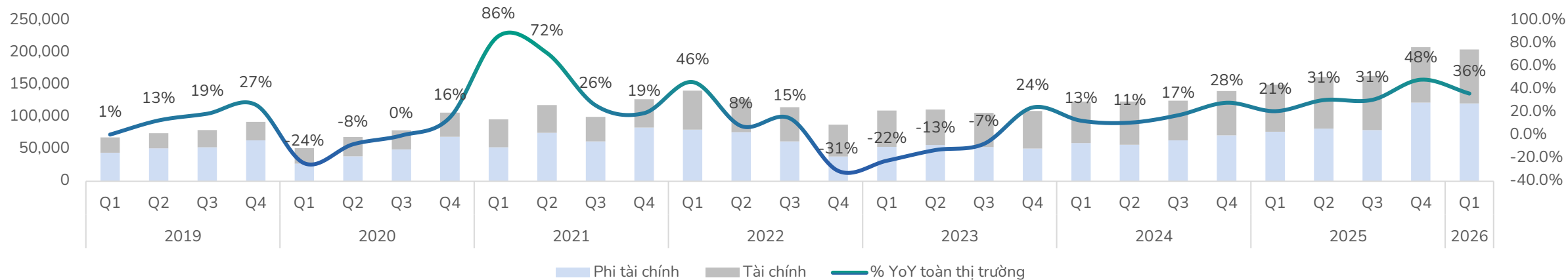


- Tính đến 19/6, chỉ số VnIndex đạt mức 1,825 điểm (-2% YTD), chỉ số VnIndex_loại các cổ phiếu nhóm Vingroup đạt mức 1,742, (-7% YTD) cho thấy tình hình đà tăng của thị trường tập trung vào một số lượng ít nhóm cổ phiếu vẫn diễn ra, tương tự với tình hình của năm 2025 (năm 2025: chỉ số VnIndex tăng 43%, chỉ số VnIndex_loại cổ phiếu nhóm Vingroup tăng 16%).

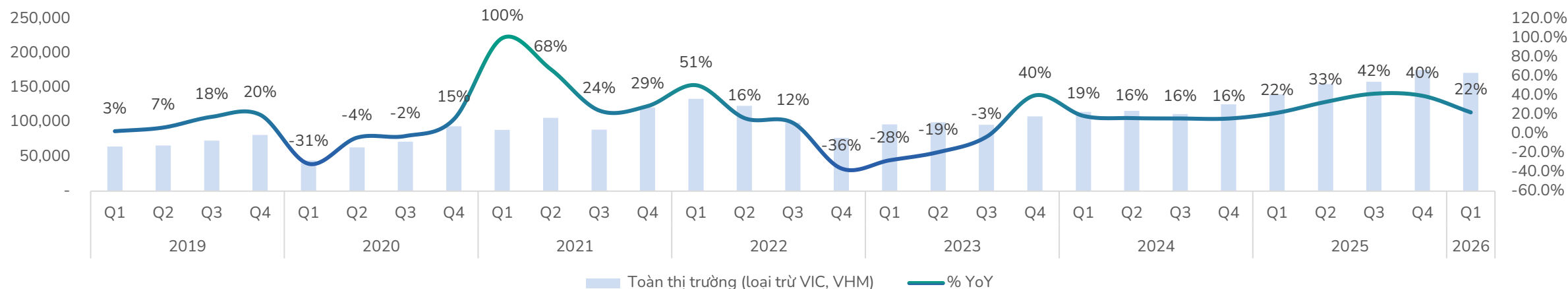


Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của thị trường vẫn tích cực

% YoY Tăng trưởng LNST toàn thị trường



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



- Mặc dù diễn biến của thị trường (không tính cổ phiếu thuộc Vingroup) không mấy tích cực, nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 5 quý gần nhất vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng khả quan.



Tăng trưởng lợi nhuận đa phần đến từ lợi nhuận cốt lõi

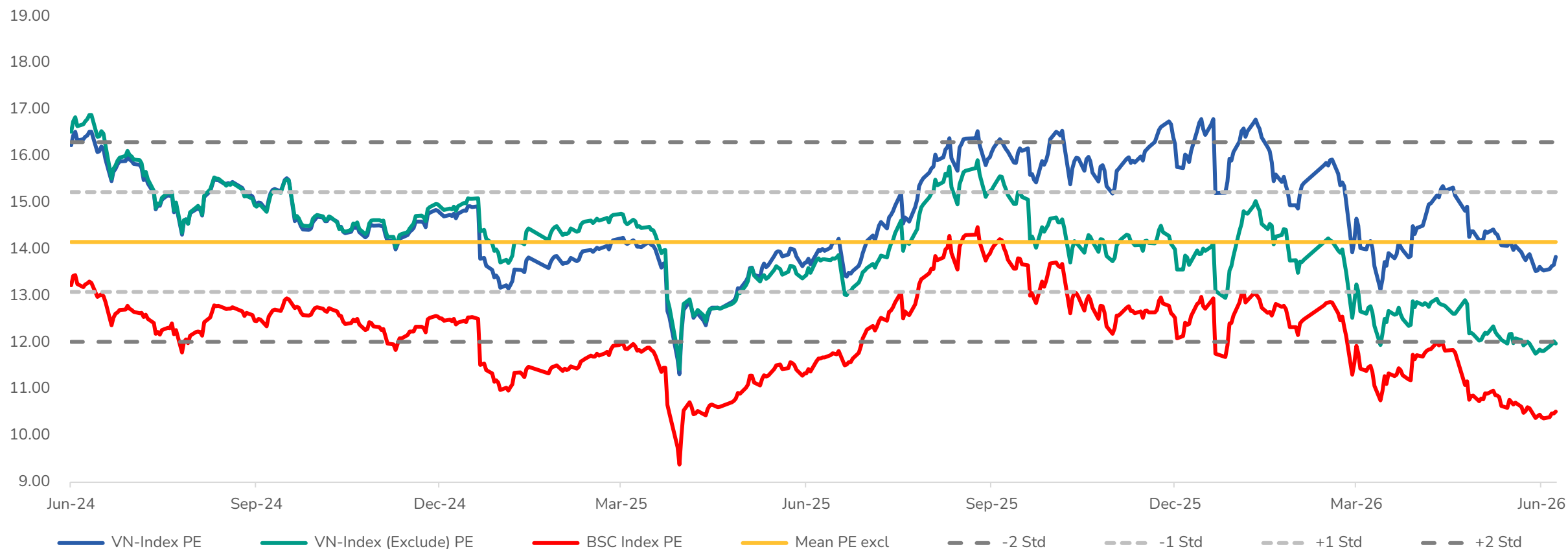
Đánh giá chất lượng lợi nhuận: 7/19 nhóm ngành tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi, 9/19 nhóm ngành có chỉ số EQS cải thiện

Chỉ số EQS: dựa trên 4 tiêu chí (i) lợi nhuận vượt đỉnh (ii) gia tốc tăng lợi nhuận (iii) biên lợi nhuận cải thiện (iv) tính ổn định lợi nhuận

Ngành	EQS Q1/2025	EQS Q4/2025	EQS Q1/2026	ΔEQS QoQ	ΔEQS YoY	Xu hướng QoQ
Tài nguyên Cơ bản	69.8	73.9	92.5	+18.6	+22.7	Cải thiện
Dầu khí	50.8	84.1	92.2	+8.1	+41.4	Cải thiện
Viễn thông	36.4	66.2	81.0	+14.8	+44.5	Cải thiện
Bán lẻ	73.8	84.7	80.2	-4.5	+6.4	Suy giảm
Truyền thông	48.2	59.3	80.1	+20.8	+31.9	Cải thiện
Thực phẩm và đồ uống	52.9	77.8	79.7	+1.9	+26.8	Ổn định
Hàng cá nhân & Gia dụng	74.8	74.6	75.1	+0.5	+0.3	Ổn định
Du lịch và Giải trí	55.3	41.2	73.7	+32.4	+18.4	Cải thiện
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	67.3	78.5	73.6	-4.9	+6.3	Suy giảm
Hóa chất	60.8	45.6	72.8	+27.2	+12.0	Cải thiện
Ngân hàng	72.3	72.7	72.4	-0.3	+0.1	Ổn định
Bất động sản	89.9	79.1	70.9	-8.2	-19.0	Suy giảm
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	68.7	62.1	70.1	+8.0	+1.4	Cải thiện
Dịch vụ tài chính	59.8	87.7	68.9	-18.9	+9.1	Suy giảm
Y tế	58.2	69.5	64.4	-5.2	+6.2	Suy giảm
Ô tô và phụ tùng	53.8	57.6	62.5	+4.9	+8.7	Cải thiện
Xây dựng và Vật liệu	61.1	73.5	62.2	-11.3	+1.0	Suy giảm
Bảo hiểm	56.0	46.1	58.9	+12.8	+2.9	Cải thiện
Công nghệ Thông tin	80.9	75.5	51.2	-24.3	-29.7	Suy giảm



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



Nguồn: BSC Research,

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 30/12/2025

PE TTM
13.5x

MEAN
14.3x

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 19/06/2026

PE TTM
12.0x

MEAN
14.2x

Chú giải:

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



TRIỂN VỌNG 2H.2026 – 2027
THANH KHOẢN VẪN LÀ YẾU TỐ
CẦN THEO DÕI



TIÊU CHÍ CHÍNH

Tăng trưởng lợi nhuận

- **Đánh giá chung:** 3/5
- **Tăng trưởng lợi nhuận BS universal:** kỳ vọng +22% YoY và +16% YoY trong FY2026 và FY2027
- **Chất lượng lợi nhuận:** Tốt, phần lớn đều từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi (trừ PHR)

Định giá

- **Đánh giá chung:** 4/5
- **Định giá VN-index loại VIC/VHM:** PE TTM đạt 12.0, chiết khấu 15% so với trung vị là 14.2; giao dịch ở mức -2 lần độ lệch chuẩn.

Thanh khoản thị trường

- **Đánh giá chung:** 1/5
- **Khối ngoại:** bán ròng mạnh
- **Thanh khoản liên ngân hàng:** vẫn căng thẳng trong 2H.2026

CATALYST KHÁC

Thoái vốn DNNN

- Cổ đông lớn, đặc biệt là cổ đông Nhà nước, thực hiện chuyển nhượng bớt phần vốn sở hữu thông qua đấu giá công khai hoặc giao dịch trên sàn chứng khoán.
- Doanh nghiệp có thể phát hành thêm cổ phiếu nhằm tăng vốn và pha loãng tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn hiện hữu.
- Link báo cáo: <https://www.bsc.com.vn/Report/ReportFile/15302>

Nâng hạng thị trường

- Ước tính 23 cổ phiếu được phân bổ theo 4 chặng chuyển đổi
- Kỳ vọng 1.4 tỷ USD vốn đổ vào từ T9/2026 – T9.2027
- Link báo cáo: [15477](#)

Tỷ trọng cao trong Index

- Ưu tiên các cổ phiếu có tỷ trọng lớn trong chỉ số
- Ví dụ: VIC (18.5%), VHM (6.9%), VCB (5.9%)



TIÊU CHÍ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN: +22% FY2026 VÀ +16% FY 2027

Dự phóng lợi nhuận 2026F: So với báo cáo trước (T3/2026), với gần 80 mã đang theo dõi, BSC điều chỉnh dự phóng lợi nhuận năm 2026F đạt 525.1 nghìn tỷ, tăng 3.7% so với báo cáo trước, và tăng 21.9% so với cùng kỳ. Mức thay đổi tập trung chủ yếu tại Bất động sản (VHM), Dầu khí (BSR),...

Đánh giá chất lượng lợi nhuận: Tốt, đa phần đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Tốc độ tăng trưởng chất lượng lợi nhuận 21% so với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ở quá khứ thuộc mức trung bình (percentile 60%).

THAY ĐỔI DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN 2026 (sv dự phóng 2026 tại Q1.2026)

Doanh nghiệp động lực tăng trưởng từ nội địa:

Tăng dự phóng đối với

- + Bất động sản: +31% sv Q1.2026 tập trung tại VHM
- + Dầu khí: +33% sv Q1.2026 tập trung tại BSR

Giảm dự phóng đối với

- + Ngân hàng: -3% sv Q1.2026 tập trung tại STB và EIB (do phản ánh BCTC Q1.2026)

Doanh nghiệp động lực tăng trưởng từ quốc tế:

Không có thay đổi lớn

Lưu ý:

- BSC universal: 78 mã, chiếm 61% vốn hóa thị trường, chiếm 77% lợi nhuận sau thuế thị trường

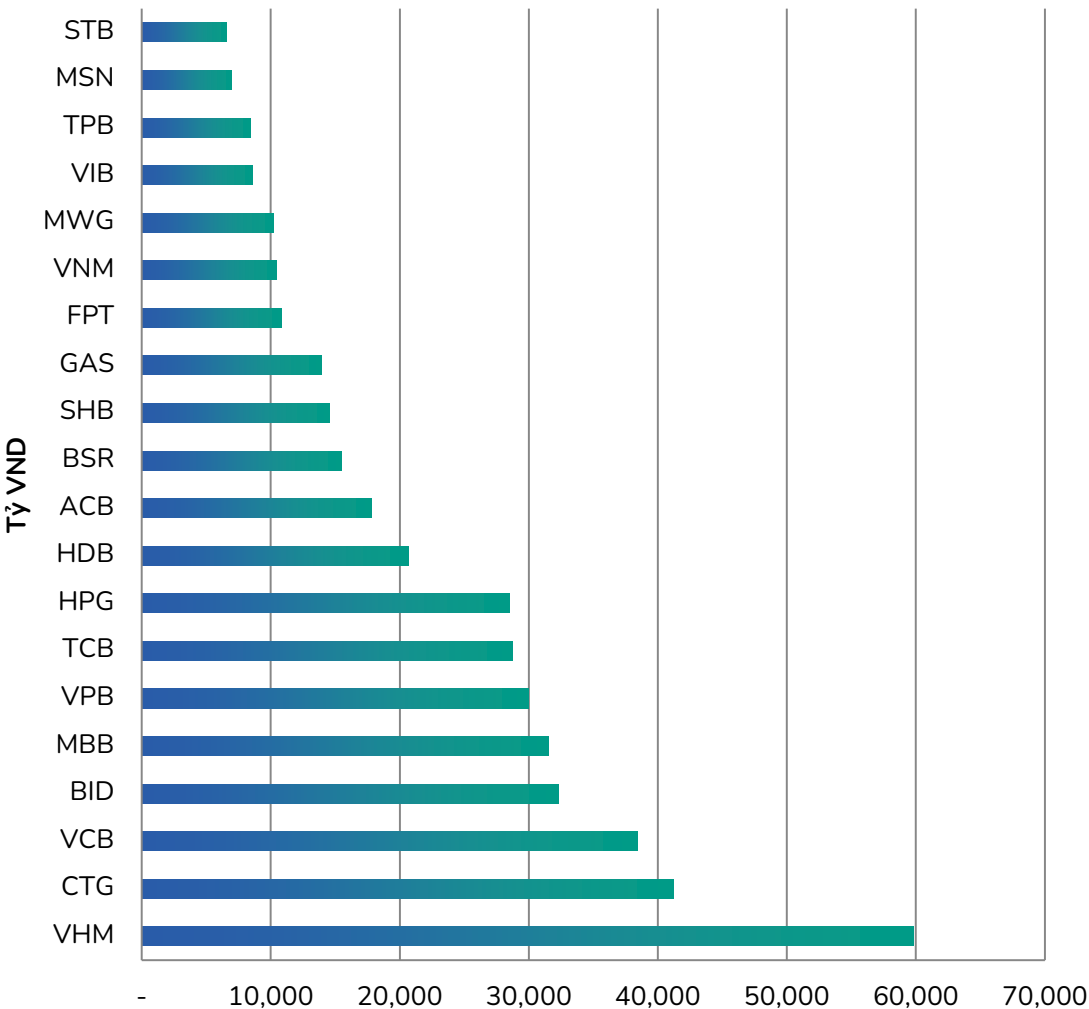
Ngành	Thay đổi dự phóng	Mức thay đổi
Hóa chất (thêm mới PHR)	Tăng	32%
Bất động sản (đc tăng VHM)	Tăng	31%
Dầu khí (đc tăng BSR)	Tăng	30%
Thực phẩm và đồ uống	Tăng	13%
Bán lẻ	Tăng	12%
Hàng cá nhân & Gia dụng	Tăng	5%
Điện, nước và xăng dầu khí đốt	Tăng	4%
Xây dựng và Vật liệu	Tăng	2%
Công nghệ Thông tin		0%
Du lịch và Giải trí		0%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp		0%
Tài nguyên Cơ bản	Giảm	-3%
Ngân hàng	Giảm	-3%
Dịch vụ tài chính	Giảm	-5%



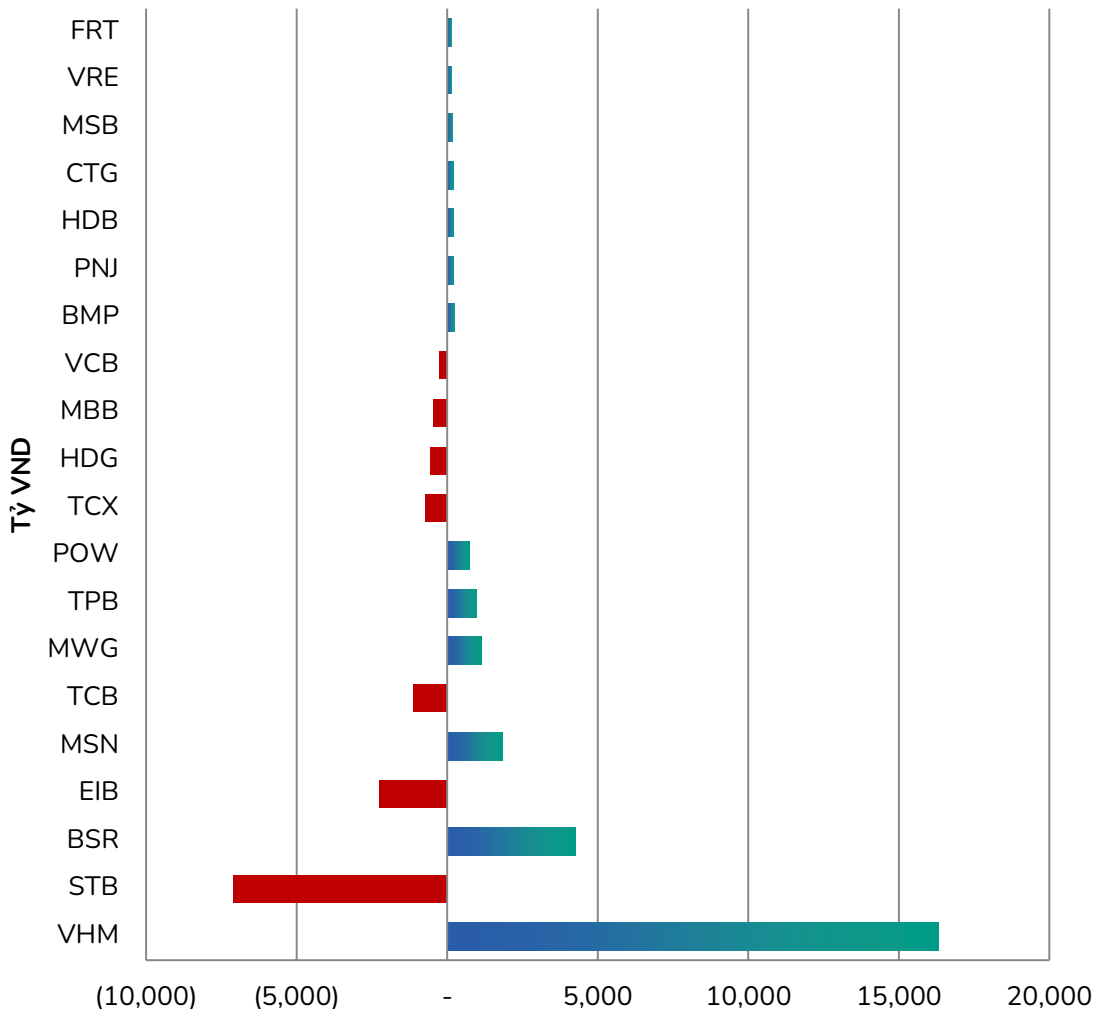
TIÊU CHÍ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN: +22% FY2026 VÀ +16% FY 2027

Dự phóng lợi nhuận 2026F: So với báo cáo trước (T3/2026), với gần 80 mã đang theo dõi, BSC điều chỉnh dự phóng lợi nhuận năm 2026F đạt 525.1 nghìn tỷ, tăng 3.7% so với báo cáo trước, và tăng 21.9% so với cùng kỳ. Mức thay đổi tập trung chủ yếu tại Bất động sản (VHM), Dầu khí (BSR),...

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



20 doanh nghiệp được điều chỉnh dự phóng lợi nhuận mạnh nhất so với báo cáo trước đó

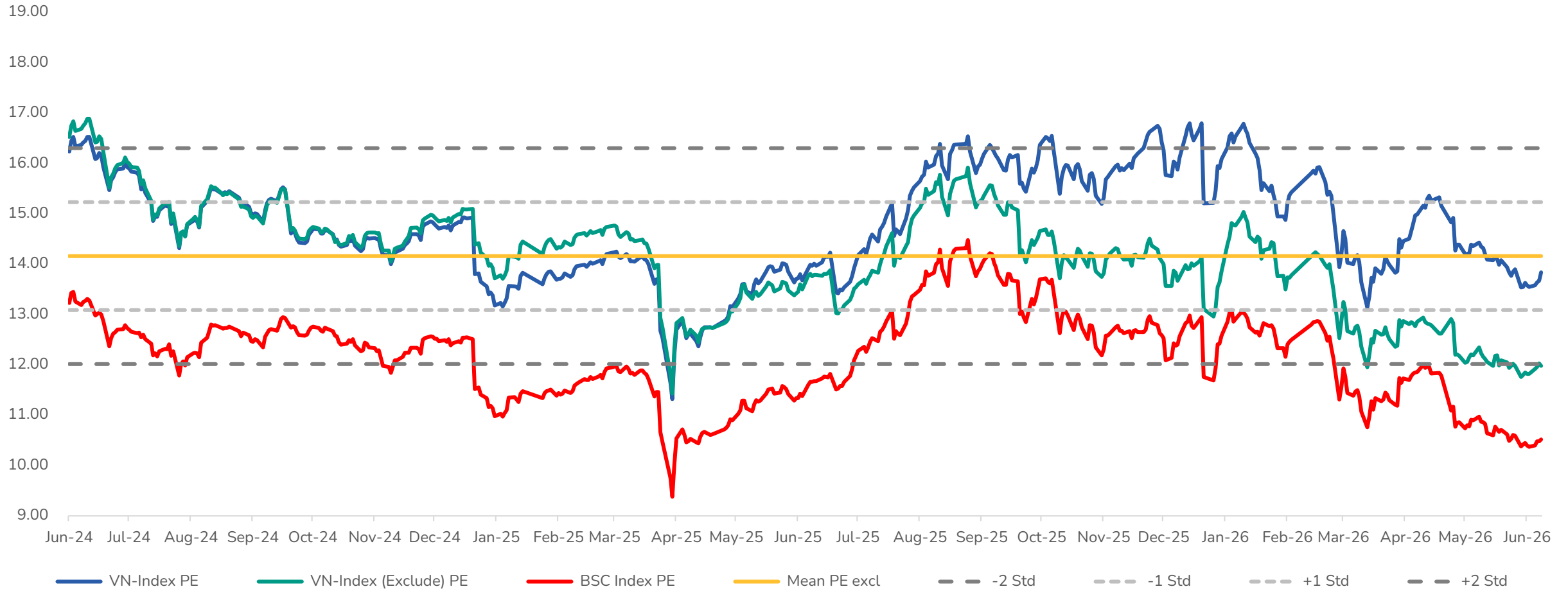




TIÊU CHÍ TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN: +22% FY2026 VÀ +16% FY 2027

Ngành	Số lượng công ty quan sát	Doanh thu 2025	Doanh thu 2026	Doanh thu 2027	LNST-CĐTS 2025	LNST-CĐTS 2026	% YoY 2026	LNST-CĐTS 2027	% YoY 2027	PE ttm	PE FW 2026
Ngân hàng	16	666,057	773,383	905,884	255,723	295,183	15.4%	344,472	16.7%	9.2	7.6
Bán lẻ	3	232,132	288,024	326,353	8,380	12,064	44.0%	13,931	15.5%	15.2	12.3
Tài nguyên Cơ bản	4	211,095	283,987	311,572	16,774	29,742	77.3%	36,004	21.1%	9.8	7.4
Bất động sản	10	200,772	246,718	411,434	55,853	76,226	36.5%	91,893	20.6%	10.3	10.5
Thực phẩm và đồ uống	6	187,259	217,343	235,285	18,984	22,599	19.0%	24,659	9.1%	13.6	12.5
Dầu khí	3	185,031	238,055	216,665	8,046	18,495	130%	16,627	-10.1%	10.5	9.2
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	3	177,238	222,648	229,077	15,200	17,570	15.6%	17,652	0.5%	17	14
Du lịch và Giải trí	1	121,213	130,981	144,801	7,302	1,075	-85.3%	6,194	476.2%	8.5	7.8
Xây dựng và Vật liệu	12	83,737	97,925	126,779	5,657	6,397	13.1%	8,172	27.7%	13.2	11.2
Công nghệ Thông tin	2	71,630	59,398	71,109	9,496	11,002	15.9%	13,806	25.5%	12.6	11.3
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	4	66,557	71,895	76,558	5,397	5,723	6.0%	7,181	25.5%	16.7	16.3
Hàng cá nhân & Gia dụng	3	49,213	66,386	72,711	3,833	5,106	33.2%	5,770	13.0%	8.8	8.4
Dịch vụ tài chính	5	41,757	47,872	51,169	15,812	17,354	9.8%	17,994	3.7%	17.7	17
Hóa chất	4	40,614	48,684	49,353	4,146	6,445	55.5%	5,608	-13.0%	8.8	6.7
Ô tô và phụ tùng	1	5,004	4,956	5,155	121	122	0.8%	62	-49.2%	7.4	8.5

TIÊU CHÍ ĐỊNH GIÁ: Vnindex_exclude đang ở mức rẻ P/E 12.0 lần



Nguồn: BSC Research,

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 30/12/2025

PE TTM
13.5x

MEAN
14.3x

VNINDEX_EXCLUDE tại ngày 19/06/2026

PE TTM
12.0x

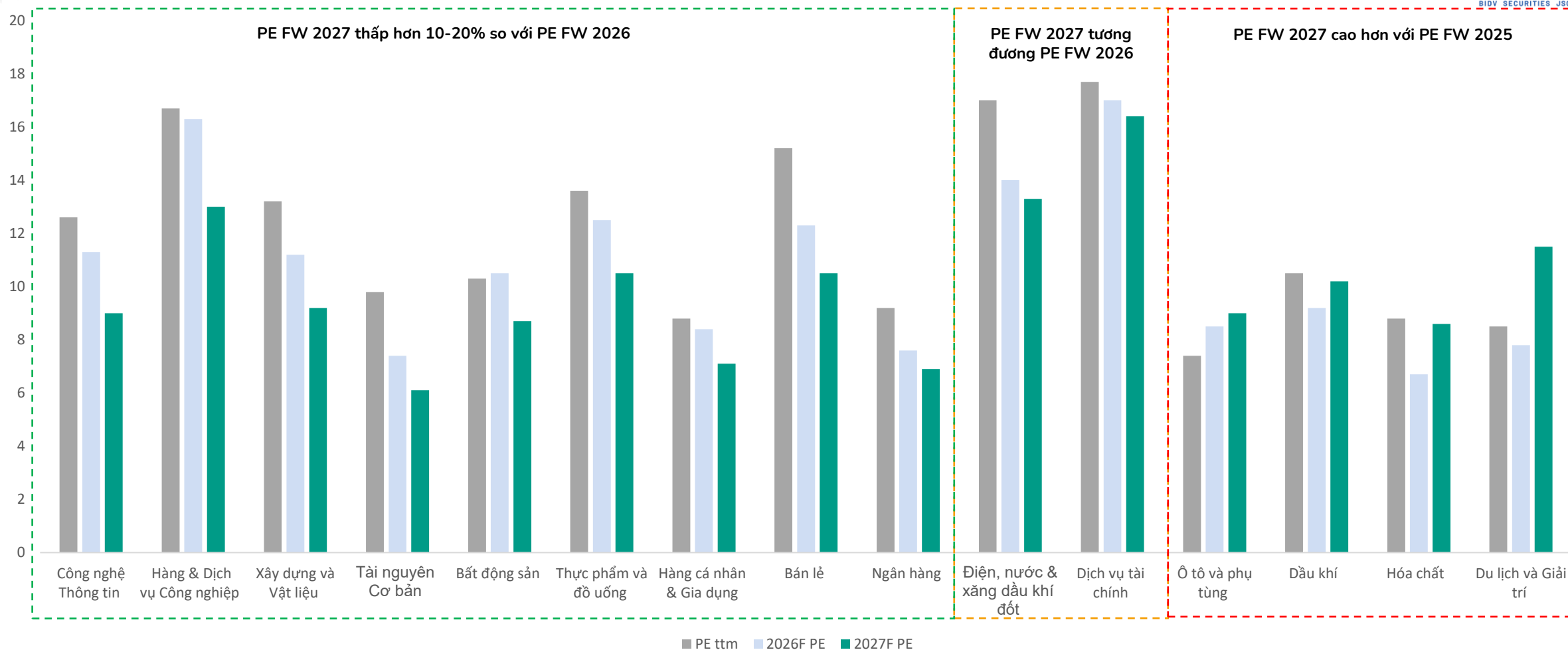
MEAN
14.2x

Chú giải:

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

Quan điểm của BSC:

Định giá Vnindex đang ở mức rẻ so với lịch sử, tuy nhiên, việc thanh khoản căng thẳng sẽ khiến cho đa phần các cổ phiếu giao dịch ở mức định giá thấp.



Tại ngày 19/06/2026:

- Số lượng ngành có PE fw 2027 thấp hơn PE fw 2026: 9/15 ngành
- Số lượng ngành có PE fw 2027 cao hơn PE fw 2026: 4/15 ngành

Tại ngày 19/06/2026:

- Ngành đang có chênh lệch lớn nhất giữa PE fw 2027 và PE fw 2026: Công nghệ thông tin
- Ngành đang có chênh lệch bé nhất giữa PE fw 2027 và PE fw 2026 : Du lịch giải trí, Hóa chất



Thanh khoản/ lãi suất khó đảo chiều trong 2H2026

Khả năng hạ lãi suất 2H2026: THẤP



A. THỊ TRƯỜNG LIÊN NGÂN HÀNG

Chính sách tiền tệ: SBV có thể hỗ trợ, nhưng không đảo chiều các chính sách bơm tiền đột ngột do áp lực từ lạm phát (ảnh hưởng của chiến tranh Iran) và tỷ giá.

Cung cầu tín dụng:

- Cầu tín dụng đang rất cao do nhu cầu vốn lớn của các chủ đầu tư trên thị trường gây ra hiện tượng “crowding out”.
- Cung tín dụng đang thấp do (i) người dân cầm tiền mặt nhiều (thu thuế, ..) (ii) chôn ở các tài sản giá cao (2 triệu tỷ bị thiếu hụt bị chôn ở BĐS)

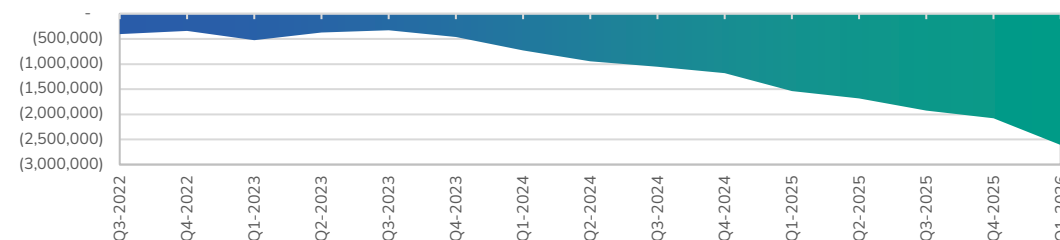


B. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

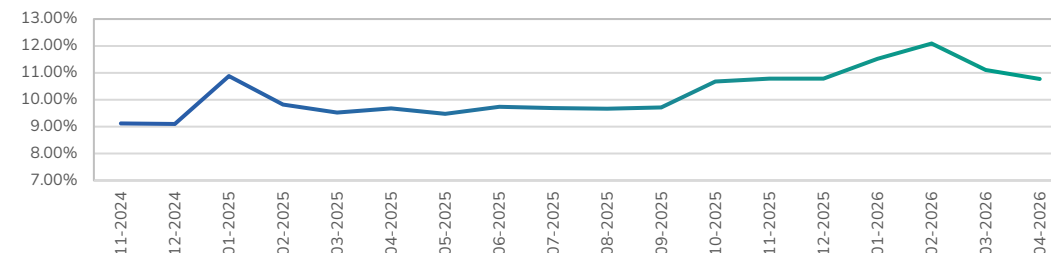
Khối ngoại rút ròng: Lũy kế 5T.2026, nước ngoài bán ròng 65,000 tỷ VND (~2.5 tỷ USD) (+57% YoY).

Nâng hạng: kỳ vọng có ~3,700 tỷ VND (~141 triệu USD) đổ vào từ T9/2026 liên quan đến nâng hạng.

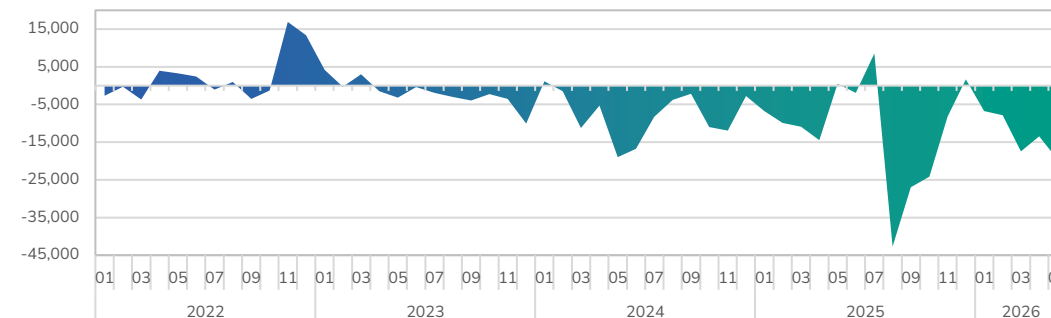
Chênh lệch tiền gửi và huy động



Tỷ lệ tiền mặt / tổng phương tiện thanh toán



Dòng tiền NĐTNN (Tỷ VND)





Thanh khoản/ lãi suất khó đảo chiều trong 2H2026

TIMING

A. CHÍNH SÁCH NHÀ NƯỚC

Chính sách tài khóa được đẩy mạnh: Tính đến hết tháng 5/2026, tổng vốn đầu tư công đã giải ngân đạt 219,358 tỷ đồng (đạt 21.6% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, +13% so với cùng kỳ). BSC cho rằng việc giải ngân vốn đầu tư công sẽ tăng tốc nhanh hơn sau khi Hồ Chí Minh hoàn thiện Quy hoạch 100 năm.

Chính sách tiền tệ có sự hỗ trợ: Hiện tại, BSC nhận thấy ngân hàng nhà nước đang đưa ra các chính sách hỗ trợ thị trường: vd không tính tín dụng cho các dự án trọng điểm, tăng tỷ lệ cho vay trung – dài hạn,...)

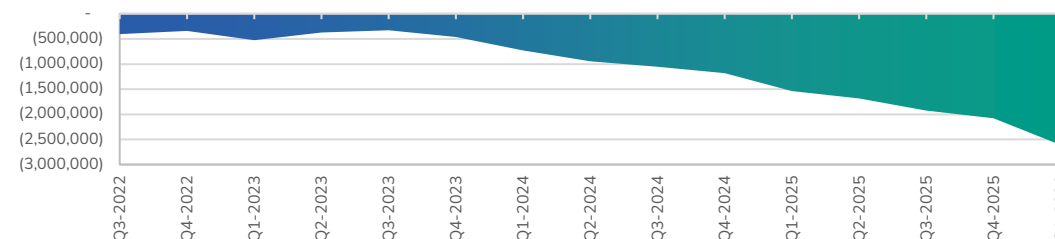
B. TỶ LỆ CẦM TIỀN MẶT GIẢM

BSC cho rằng để người dân tăng gửi tiền vào hệ thống cần theo dõi các yếu tố sau

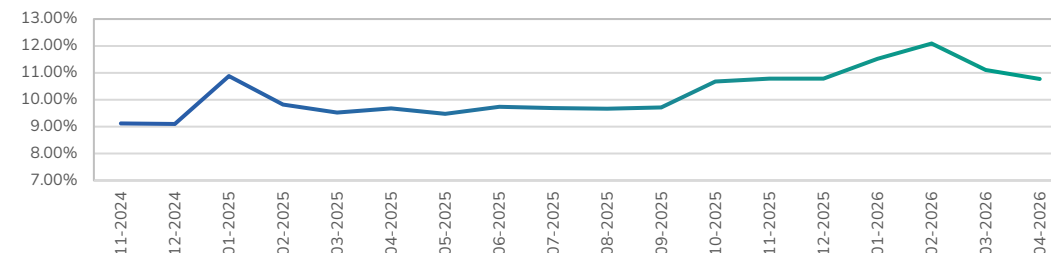
- Đề xuất doanh thu dưới 5 tỷ đồng không phải nộp thuế được thông qua/ người dân không giữ tiền mặt để né thuế
- Cần thời gian để lượng tiền mặt từ đền bù giải phóng mặt bằng quay trở lại hệ thống / người dân gửi lại tiền khi các kênh tài sản khác đang chứng lại

C. TIỀN BỊ GIAM Ở BẤT ĐỘNG SẢN QUAY TRỞ LẠI NỀN KINH TẾ

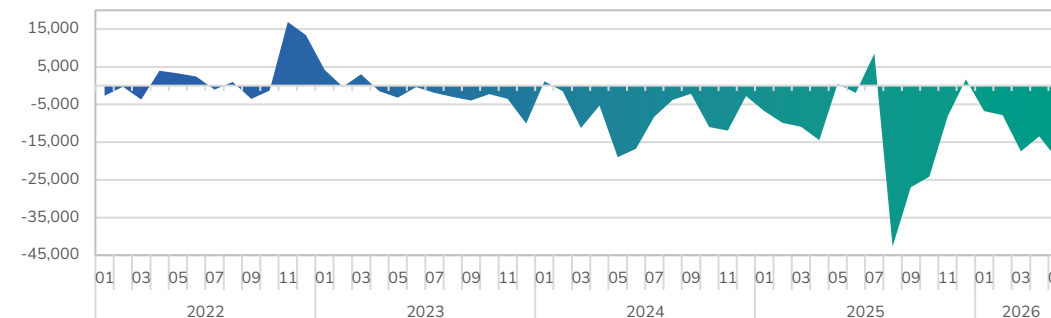
Chênh lệch tiền gửi và huy động



Tỷ lệ tiền mặt / tổng phương tiện thanh toán



Dòng tiền NĐTNN (Tỷ VND)



Đối với Chiến lược đầu tư 2H.2026 – 2027, BSC theo đuổi 3 tiêu chí chính để chọn ngành/ cổ phiếu: **(i) Tăng trưởng lợi nhuận; (ii) Định giá hiện tại và (iii) Mức độ tự tin của CVPT.**

Rủi ro: Thanh khoản trên thị trường (cả liên ngân hàng và thị trường chứng khoán) dự kiến vẫn sẽ khó khăn trong 2H.2026, khiến cho giá cổ phiếu có thể không phản ánh những thay đổi về mặt cơ bản, mà phụ thuộc chính vào cung cầu ngắn hạn trên thị trường. Do đó, khoảng thời gian nắm giữ (time horizon) sẽ phải dài hơn, để hạn chế ảnh hưởng của sự khó khăn thanh khoản lên giá mục tiêu.

3 tiêu chí chọn chính

Ba điều kiện chính ảnh hưởng đến việc khuyến nghị ngành/ cổ phiếu.

1

Tăng trưởng lợi nhuận 2H.2026 – 2027

- Tăng trưởng dương
- Tốc độ tăng trưởng cải thiện
- Gắn liền với động lực tăng trưởng nội địa Việt Nam

2

Định giá hiện tại

Mức định giá thấp hơn/bằng so với trung vị 3 năm

3

Mức độ tin cậy của CVPT



Kết luận: ưu tiên danh mục tăng trưởng đến từ các yếu tố nội địa, với mức định giá rẻ/ trung bình

ƯU TIÊN MÓN CHÍNH	
ĐANG THEO DÕI MÓN PHỤ	
KHÔNG ƯU TIÊN	

- Ngân hàng (2027):** Kỳ vọng được hưởng lợi chính khi nhu cầu tín dụng lớn (đặc biệt nhu cầu từ các doanh nghiệp tư nhân lớn sẵn sàng vay nhiều, lãi suất vay cao). Tuy nhiên, rủi ro tập trung (go big or go home) cũng tăng cao.
- Bán lẻ:** Chiếm lĩnh thị phần, tốc độ tăng trưởng cao trong khi định giá đã chiết khấu nhiều.
- FPT/HPG:** Tăng trưởng cao, định giá chiết khấu.
- Bất động sản:** Kỳ vọng về đảo chiều chính sách thắt chặt
- Đa phần là các doanh nghiệp lẻ - câu chuyện thú vị nhưng chưa đáp ứng đầy đủ các tiêu chí**
- Ví dụ: POW, ANV, MSN, PVD, PVS, PVT, KBC, DHC, CTR**
- Không ưu tiên các nhóm ngành liên quan đến rủi ro pháp lý, hoặc không phù hợp với ba điều kiện chọn.

NGÂN HÀNG – Nhóm ngành trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: VCB, MBB

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

Mã Call:

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

BÁN LẺ – Nhóm ngành trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: MWG, FRT

Ngành: Mở rộng thị phần nhờ xu hướng dịch chuyển sang bán lẻ chính hãng, minh bạch; đồng thời tối ưu vận hành. Tuy nhiên, cần lưu ý áp lực tiêu dùng trong bối cảnh lạm phát, lãi suất neo cao và nền KQKD cùng kỳ cao.

Mã Call:

- **MWG:** Định giá chiết khấu về PE FW 2026=11-12 lần (-1 lần độ lệch chuẩn) và tăng trưởng vượt trội DMX và BHX mở mới CH hiệu quả.
- **FRT:** Định giá chiết khấu về vùng chỉ mới phản ánh định giá Long Châu tại thương vụ bán vốn chiến lược gần nhất, chưa phản ánh triển vọng tăng trưởng tích cực >20%/ Năm và Fshop phục hồi KQKD- PE FW=19 lần.

BẤT ĐỘNG SẢN – Nhóm ngành trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: KDH, DXG

Ngành: Môi trường lãi suất có dấu hiệu tạo đỉnh, (2) tăng trưởng lợi nhuận được đảm bảo nhờ presales 2025-2026 tốt trong bối cảnh định giá ngành ở mức hấp dẫn.

Mã Call:

- **KDH:** Kỳ vọng đối tác mới có tiềm lực tài chính sẽ đồng hành cùng doanh nghiệp lâu dài, cũng hướng đến đại dự án Tân Tạo (khu A, B) và Phong Phú
- **DXG:** Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ bàn giao The Prive trong năm 2027 và định giá rẻ

VLXD – Nhóm ngành không trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: HPG

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

Mã Call:

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

CNTT – Nhóm ngành không trọng tâm

Cổ phiếu trọng tâm: FPT

Ngành: Lượng HĐ ký mới bắt đầu hồi phục trong 4 tháng đầu năm 2026 (+33% yoy). Các khách hàng tại APAC nổi lại đàm phán.

Mã Call:

- **FPT:** PE FW 2026 = 12 lần chiết khấu bằng -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm (19 – 20 lần) trong bối cảnh ngành bắt đầu có xu hướng hồi phục.



Tổng hợp khuyến nghị: MÓN CHÍNH

Cổ phiếu	Giá hiện tại 26/6/2026 (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2026F growth	NPATMI 2027F growth	PE FW 2026	PB FW 2027	Luận điểm đầu tư
NGÀNH NGÂN HÀNG								
VCB	61,400	75,800	20%	9%	14%	P/B 1.91	P/B 1.67	- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu dày 250% giúp giảm cú sốc từ vĩ mô. - Catalyst hoàn nhập dự phòng 3.1 nghìn tỷ VND trái phiếu và phát hành riêng lẻ 6.5%. - Định giá ở mức thấp lịch sử, PB TTM = 2.2x.
MBB	24,750	32,900	33%	18%	22%	P/B 1.19	P/B 0.97	- Tăng trưởng tín dụng 30% nhờ nhận ngân hàng 0 đ. - Thông tư 25 nâng trần tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay dài hạn từ 30% lên 40% sẽ giúp hỗ trợ thanh khoản của MBB.
NGÀNH BÁN LẺ								
MWG	77,200	106,800	38%	46%	15%	11.0	9.6	- Định giá chiết khấu về PE FW 2026=11-12 lần (thấp hơn mức trung bình 5 năm là 17 lần) - Dư địa tăng trưởng >45%yoy vượt trội DMX và BHX mở mới CH hiệu quả, nắm bắt xu hướng chuyển dịch ngành sang hướng minh bạch.
FRT	122,000	161,600	+32%	43.7%	18.5%	19.1	16.1	Định giá chiết khấu về vùng chỉ mới phản ánh định giá Long Châu tại thương vụ bán vốn chiến lược gần nhất, chưa phản ánh triển vọng tăng trưởng tích cực >20%/ Năm và Fshop phục hồi KQKD- PE FW=19 lần.
NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG								
HPG	23,500	36,000	53%	+85%	+22%	7.1	5.8	HPG được hưởng lợi từ (i) Sản lượng tăng nhờ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động ổn định, (ii) Giá bán HRC tăng sau khi Việt Nam áp thuế CBPG chính thức, thuế Chống lẩn tránh đối với HRC khổ lớn.
NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN								
FPT	70,800	90,600	28%	15.7%	20.2%	12	9.8	FPT giao dịch ở định giá chiết khấu bằng -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm (19 – 20 lần) và bắt đầu cho tín hiệu hồi phục ban đầu thông qua lượng HĐ ký mới + 33% trong 4 tháng đầu năm 2026.
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN								
DXG	12,450	20,800	67%	261	3,645	55.7	4.0	Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ bàn giao The Prive trong năm 2027 và định giá rẻ
KDH	21,600	39,900	84%	1,150	1,686	27.4	18.7	Kỳ vọng đối tác mới có tiềm lực tài chính sẽ đồng hành cùng doanh nghiệp lâu dài, cũng hướng đến đại dự án Tân Tạo (khu A, B) và Phong Phú

DANH SÁCH NGÀNH/CỔ PHIẾU THEO DÕI

KBC

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
42,300	35%	66%	9.8	0.9

- Câu chuyện:** Hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng FDI Trung Quốc vào Việt Nam.
- Điểm trừ:** Tràn Cát vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong định giá trong khi ngắn hạn không tích cực về khả năng bán buôn Trang Cát.

PVT

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
27,800	26%	14%	7.2	0.7

- Câu chuyện:** Mở rộng đội tàu mới qua các năm, mặt bằng giá cước hồi phục và neo trên nền mới.
- Điểm trừ:** Câu chuyện khá rõ ràng, tốc độ tăng trưởng giảm dần trong năm sau.

ANV

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
28,300	8%	12%	5.3	1.3

- Câu chuyện:** Sản lượng xuất khẩu có xu hướng hồi phục, đa dạng thị trường, và định giá chiết khấu.
- Điểm trừ:** Rủi ro thuế quan biến động.

PVS

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
52,300	0%	-6%	14.8	1.6

- Câu chuyện:** Tăng backlog mới (Cá Voi Xanh), tăng đầu tư mới vào cơ sở hạ tầng.
- Điểm trừ:** Tăng trưởng lợi nhuận 2 năm tới thấp do không phải điểm rơi chính.

DHC

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
43,400	26%	-5%	7.2	1.3

- Câu chuyện:** Nới rộng chênh lệch giá bán và giá đầu vào do nguồn cung bị thu hẹp trong khi nhu cầu tăng trưởng nhẹ; định giá thấp.
- Điểm trừ:** Ngắn hạn khó tăng trưởng do đạt tối đa công suất, Nhà máy mới đi vào hoạt động từ 2028.

PVD

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
39,450	11%	2%	16.2	1.4

- Câu chuyện:** Tăng trưởng từ mở rộng giàn khoan & giá thuê neo cao và động lực dài hạn từ dự án Lô B – Ô Môn (bùng nổ dịch vụ giếng khoan sau FID).
- Điểm trừ:** Tâm lý thị trường nhạy cảm theo biến động giá dầu.

POW

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
17,100	15%	6%	16.9	1.1

- Câu chuyện:** Nguồn cung khí được đảm bảo. Nhà máy Vũng Áng 1 có khoản thu tỷ giá 1.8 nghìn tỷ. Nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 có cơ hội tăng tỷ lệ Qc từ 65% lên mức 75%.
- Điểm trừ:** Biến động giá dầu khó lường. Công ty đang trong giai đoạn đầu tư nhà máy mới nên sẽ không có cổ tức tiền mặt.

CTR

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
93,800	7%	13%	15.2	13.6

- Câu chuyện:** Xây dựng 50,000 nhà ở xã hội, định giá thấp.
- Điểm trừ:** Tăng trưởng ngắn hạn thấp, chưa có thông tin rõ ràng về định hướng nhà ở xã hội.

MSN

				
Giá mục tiêu	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F Growth	PE FW 2026F	PB FW 2026F
93,600	70%	18%	16	13

- Câu chuyện:** Tăng trưởng từ mảng tiêu dùng và MSR. Mức P/E fw đã được chiết khấu (16 lần), chỉ mới phản ánh định giá MCH và TCB (theo TLSH). Hưởng lợi từ nâng hạng TT CK.
- Điểm trừ:** Định giá cao hơn các DN trong ngành, cần chứng minh tính bền vững Hiệu quả KD.



Tổng hợp khuyến nghị: MÓN PHỤ

Cổ phiếu	Giá hiện tại 26/6/2026 (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2026F Growth	NPATMI 2027F growth	PE FW 2026	PB FW 2026	Luận điểm đầu tư
KBC	29,400	42,300	44%	35%	+66%	9.8	0.9	- Câu chuyện: Hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng FDI Trung Quốc vào Việt Nam - Điểm trừ: Tràn Cát vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong định giá trong khi ngắn hạn không tích cực về khả năng bán buôn Trang Cát
PVT	19,550	27,800	42%	26%	14%	7.4	0.7	- Câu chuyện: Mở rộng đội tàu mới qua các năm, mặt bằng giá cước hồi phục và neo trên nền mới - Điểm trừ: Câu chuyện khá rõ rang, tốc độ tăng trưởng giảm dần trong năm sau
ANV	21,950	28,300	29%	8%	12%	5.3	1.3	- Câu chuyện: Sản lượng xuất khẩu có xu hướng hồi phục, đa dạng thị trường, và định giá chiết khấu - Điểm trừ: Rủi ro thuế quan biến động
PVS	37,500	52,300	39%	0%	-6%	14.8	1.6	- Câu chuyện: Tăng backlog mới (Cá Voi Xanh), tăng đầu tư mới vào cơ sở hạ tầng - Điểm trừ: Tăng trưởng lợi nhuận 2 năm tới thấp do không phải điểm rơi chính
DHC	32,750	43,400	33%	26%	-4%	7.1	7.5	- Câu chuyện: Nới rộng chênh lệch giá bán và giá đầu vào do nguồn cung bị thu hẹp trong khi nhu cầu tăng trưởng nhẹ; Định giá thấp - Điểm trừ: Đã đạt tối đa công suất, Nhà máy mới đi vào hoạt động từ 2028
MSN	71,400	93,600	31%	70%	18%	16.0	13.0	- Câu chuyện: Tăng trưởng từ mảng tiêu dung và MSR, định giá đã có sự chiết khấu - Điểm trừ: Mức định giá vẫn cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành
PVD	31,600	39,450	25%	11%	2%	16.2	1.4	- Câu chuyện: Tăng trưởng từ mở rộng giàn khoan & giá thuê neo cao và động lực dài hạn từ dự án Lô B – Ô Môn (bùng nổ dịch vụ giếng khoan sau FID). - Điểm trừ: Tâm lý thị trường nhạy cảm theo biến động giá dầu
POW	14,800	17,100	15%	15%	6%	16.9	1.1	- Câu chuyện: Nguồn cung khí được đảm bảo. Nhà máy Vũng Áng 1 có khoản thu tỷ giá 1.8 nghìn tỷ. Nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 có cơ hội tăng tỷ lệ Qc từ 65% lên mức 75%. - Điểm trừ: Biến động giá dầu. Giai đoạn đầu tư nhà máy mới khiến có cổ tức tiền mặt giảm
CTR	84,500	93,800	11%	7%	13%	15.2	13.6	- Câu chuyện: Xây dựng 50,000 nhà ở xã hội, Định giá thấp - Điểm trừ: Tăng trưởng ngắn hạn thấp, Chưa có thông tin rõ ràng về định hướng NOXH
PNJ	64,100	87,100	36%	42.5%	15%	8.8	7.6	- Định giá chiết khấu về PE FW 2026=8.8 lần (tương ứng với vùng -3std và Tăng trưởng 2026 +42.5% YoY nhờ mở rộng thị phần và khai thác SP GTGT Điểm trừ: Sự kiện cá nhân sai phạm tại PNJ-LAB có thể tác động đến uy tín DN và niềm tin tiêu dùng và tâm lý thị trường ngắn hạn.

STT	Mã	Sàn giao dịch	Vốn hóa (Tr.USD)	Vốn hóa freefloat (Tr.USD)	Quy mô vốn hóa	GTGD ước tính GĐ1 (09/2026 - 10%)	GTGD ước tính GĐ2 (03/2027 - 20%)	GTGD ước tính GĐ3 (06/2027 - 35%)	GTGD ước tính GĐ4 (09/2027 - 35%)	Tổng GTGD (Tr.USD)	Báo cáo phân tích
1	VIC	HSX	62,651	21,928	Lớn	62.65	125.29	219.26	219.26	626.47	Link
2	VHM	HSX	22,783	6,835	Lớn	19.53	39.05	68.34	68.34	195.27	Link
3	MSN	HSX	4,219	2,531	Nhỏ	7.23	14.46	25.31	25.31	72.32	Link
4	HPG	HSX	8,092	2,127	Vừa	6.08	12.16	21.27	21.27	60.78	Link
5	VNM	HSX	4,835	1,934	Nhỏ	5.53	11.05	19.34	19.34	55.26	Link
6	VCB	HSX	18,983	1,881	Lớn	5.37	10.75	18.81	18.81	53.75	Link
7	SSI	HSX	2,617	1,779	Nhỏ	5.08	10.17	17.79	17.79	50.83	Link
8	VIX	HSX	1,555	1,430	Nhỏ	4.09	8.17	14.30	14.30	40.87	Link
9	VRE	HSX	2,788	1,024	Nhỏ	2.92	5.85	10.24	10.24	29.24	Link
10	VJC	HSX	4,046	954	Nhỏ	2.73	5.45	9.54	9.54	27.25	Link
11	FPT	HSX	4,886	876	Vừa	2.50	5.00	8.76	8.76	25.02	Link
12	STB	HSX	4,834	850	Nhỏ	2.43	4.86	8.50	8.50	24.28	Link
13	VCI	HSX	1,142	800	Nhỏ	2.28	4.57	8.00	8.00	22.84	Link
14	SHB	HSX	2,904	781	Nhỏ	2.23	4.46	7.81	7.81	22.32	Link
15	NVL	HSX	1,740	753	Nhỏ	2.15	4.30	7.53	7.53	21.52	Link
16	VND	HSX	931	698	Nhỏ	2.00	3.99	6.98	6.98	19.95	Link
17	BID	HSX	11,091	665	Lớn	1.90	3.80	6.65	6.65	19.01	Link
18	GEX	HSX	1,340	576	Nhỏ	1.64	3.29	5.76	5.76	16.45	Link
19	KBC	HSX	1,213	481	Nhỏ	1.37	2.75	4.81	4.81	13.75	Link
20	BSR	HSX	4,489	359	Nhỏ	1.03	2.05	3.59	3.59	10.26	Link
21	DGC	HSX	773	330	Nhỏ	0.94	1.89	3.30	3.30	9.44	Link
22	GEE	HSX	2,432	316	Nhỏ	0.90	1.81	3.16	3.16	9.03	Link
23	KDH	HSX	1,083	239	Nhỏ	0.68	1.37	2.39	2.39	6.84	Link
Tổng						143.27	286.55	501.46	501.46	1,432.74	



CATALYST KHÁC: THOÀI VỐN DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC

STT	Mã	Tên công ty	Sàn	Vốn hóa ngày 03/06/2026 (tỷ VND)	SLCP lưu hành	Tỷ lệ Nhà nước sở hữu (%)	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	Tỷ lệ free-float (%)	Số lượng cổ phiếu quỹ	Tỷ lệ cổ phiếu quỹ so với SLCP lưu hành (%)	Ghi chú
1	ACV	Cảng Hàng không VN	UPCoM	156,107	3,582,324,023	95.41%	1.77%	4.60%	685,785	0.02%	
2	PLX	Petrolimex	HOSE	49,744	1,270,592,235	75.87%	13.99%	10.00%	23,285,846	1.83%	Ngày 03/06 công bố bán CP quỹ để đáp ứng tư cách công ty đại chúng
3	DPM	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí	HOSE	17,100	679,925,021	59.59%	4.78%	40.00%	229,682	0.03%	
4	PVD	Khoan Dầu khí PVDrilling	HOSE	16,676	555,880,006	50.42%	8.45%	50.00%	2,094,856	0.38%	
5	SNZ	SONADEZI	UPCoM	10,943	376,491,800	99.54%	0.00%	0.46%	9,010	0.00%	
6	SEA	SEAPRODEX	UPCoM	5,737	124,990,500	63.38%	0.00%	25.00%	9,595	0.01%	
7	AGR	Agriseco	HOSE	3,265	228,311,776	74.93%	0.39%	30.00%	63	0.00%	
8	PPC	Nhiệt điện Phả Lại	HOSE	3,126	320,613,054	51.02%	4.47%	30.00%	8,738,837	2.73%	
9	NCT	DV Hàng hóa Nội Bài	HOSE	2,384	26,165,732	65.07%	13.03%	35.00%	1,208	0.00%	
10	PGD	PV GAS D	HOSE	2,376	98,997,311	50.50%	46.42%	3.50%	955	0.00%	
11	BVS	Chứng khoán Bảo Việt	HNX	1,848	72,200,145	59.92%	1.23%	40.00%	49,668	0.07%	
12	PLC	Hóa dầu Petrolimex	HNX	1,713	80,797,566	79.07%	0.27%	25.00%	1,273	0.00%	
13	MTA	Khoáng sản và TM Hà Tĩnh	UPCoM	1,384	110,113,591	97.37%	0.01%	2.63%	4,073	0.00%	
14	SZL	Sonadezi Long Thành	HOSE	1,376	27,902,540	58.58%	16.25%	35.00%	2,169,311	7.77%	
15	HWS	Cấp nước Huế	UPCoM	1,319	87,383,000	70.01%	1.07%	25.00%	217,000	0.25%	



TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ VÀ DỰ PHÓNG

Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Ngân hàng	255,723	295,183	344,472	15%	17%
MSB	5,629	6,397	7,187	14%	12%
STB	5,939	6,554	7,631	10%	16%
MBB	26,779	31,552	38,655	18%	23%
HDB	16,503	20,686	25,805	25%	25%
VIB	7,558	8,579	9,548	14%	11%
VPB	23,990	30,004	36,051	25%	20%
VCB	35,178	38,412	44,005	9%	15%
TCB	25,290	28,759	34,014	14%	18%
TPB	7,380	8,410	9,532	14%	13%
ACB	15,625	17,829	18,443	14%	3%
EIB	1,137	1,299	1,607	14%	24%
NAB	3,778	4,231	4,599	12%	9%
OCB	3,772	4,410	4,908	17%	11%
SHB	12,619	14,535	16,940	15%	17%
Bất động sản	50,051	68,262	79,748	36%	17%
NLG	701	738	1,103	5%	49%
PDR	515	762	2,012	48%	164%
KDH	1,053	1,150	1,686	9%	47%
VRE	6,446	5,526	5,991	-14%	8%
VHM	41,107	59,824	65,311	46%	9%
DXG	229	261	3,645	14%	1297%

Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Chứng khoán					
SSI	4,107	4,167	4,280	1%	3%
TCX	5,683	5,683	5,886	0%	4%
VPX	3,569	4,968	5,166	39%	4%
Xây dựng	1,639	2,181	3,273	33%	50%
DPG	345	426	663	23%	56%
LCG	150	223	279	49%	25%
HHV	588	739	1,094	26%	48%
C4G	100	89	109	-11%	22%
CTD	456	704	1,128	54%	60%
Khu công nghiệp	7,650	10,227	13,031	34%	27%
VGC	1,402	1,441	1,604	3%	11%
IDC	1,932	1,981	2,372	3%	20%
PHR	478	1,694	1,912	254%	13%
KBC	2,104	2,834	4,717	35%	66%
Vật liệu cơ bản	18,620	31,821	38,389	71%	21%
HSG	732	507	547	-31%	8%
HT1	274	435	872	59%	100%
HPG	15,450	28,538	34,768	85%	22%
BMP	1,229	1,182	914	-4%	-23%
NKG	199	202	216	1%	7%
DHA	110	85	112	-22%	32%
VLB	301	316	373	5%	18%



Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Thủy sản	2,362	2,716	3,147	15%	16%
ANV	999	1,178	1,355	18%	15%
VHC	1,363	1,538	1,792	13%	17%
Phân bón	3,668	4,751	3,696	30%	-22%
DPM	1,074	1,509	997	41%	-34%
DCM	1,960	2,741	2,297	40%	-16%
DDV	634	501	402	-21%	-20%
Dầu khí	19,775	32,414	30,582	64%	-6%
PVD	1,039	1,154	1,179	11%	2%
GAS	11,729	13,919	13,955	19%	0%
BSR	5,186	15,515	14,000	199%	-10%
PVS	1,821	1,826	1,712	0%	-6%
Săm lốp	121	122	62	1%	-49%
DRC	121	122	62	1%	-49%
Tiện ích	5,715	5,644	6,156	-1%	9%
HDG	769	792	1,168	3%	47%
POW	2,341	2,682	2,727	15%	2%
GEX	1,475	1,201	1,291	-19%	7%
NT2	1,130	969	970	-14%	0%
Hàng không	7,302	1,075	6,194	-85%	476%
HVN	7,302	1,075	6,194	-85%	476%

Mã cổ phiếu	NPATMI FY25	NPATMI FY26	NPATMI FY27	% Tăng trưởng 2026	% Tăng trưởng 2027
Hóa chất	393	494	472	26%	-4%
DHC	393	494	472	26%	-4%
Logistics	3,922	4,522	5,890	15%	30%
HAH	1,206	1,110	1,088	-8%	-2%
GMD	1,677	2,107	3,311	26%	57%
PVT	1,039	1,305	1,491	26%	14%
F&B, Bán lẻ	26,234	34,820	38,801	33%	11%
DGW	548	684	777	25%	14%
PNJ	2,829	4,032	4,652	43%	15%
FRT	795	1,142	1,354	44%	19%
MWG	7,037	10,238	11,800	45%	15%
DBC	1,507	1,324	1,415	-12%	7%
MSN	4,108	6,970	8,204	70%	18%
VNM	9,410	10,430	10,599	11%	2%
Công nghệ thông tin	10,096	11,641	14,529	15%	25%
FPT	9,369	10,837	13,627	16%	26%
ELC	127	165	179	30%	8%
CTR	600	639	723	6%	13%
Dệt may	1,004	1,074	1,118	7%	4%
MSH	612	646	652	6%	1%
TNG	392	428	466	9%	9%



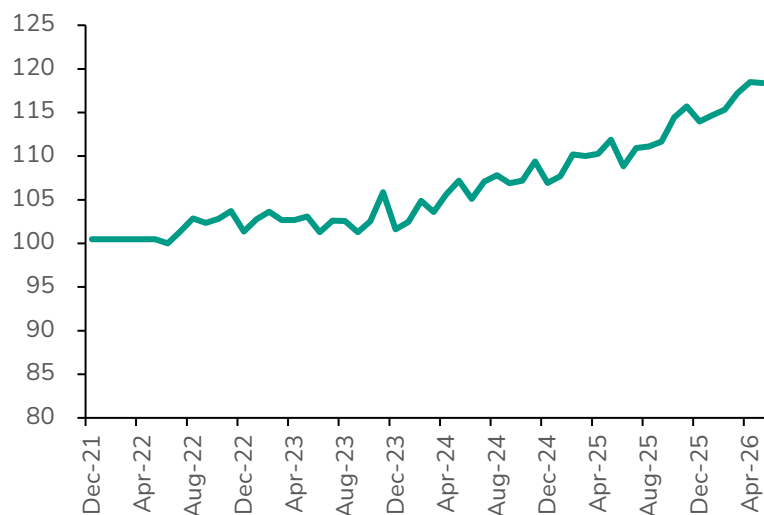
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

NGÂN HÀNG: LDR VƯỢT 110% - HUY ĐỘNG VỐN LÀ BÀI TOÁN CỐT LÕI

Tín dụng trong 5 tháng đầu năm tiếp tục tăng trưởng tích cực nhưng huy động thị trường 1 không bắt kịp, đẩy LDR hệ thống duy trì trên mốc 110% — khiến bài toán huy động vốn trở nên cấp thiết hơn mục tiêu tăng trưởng tín dụng.

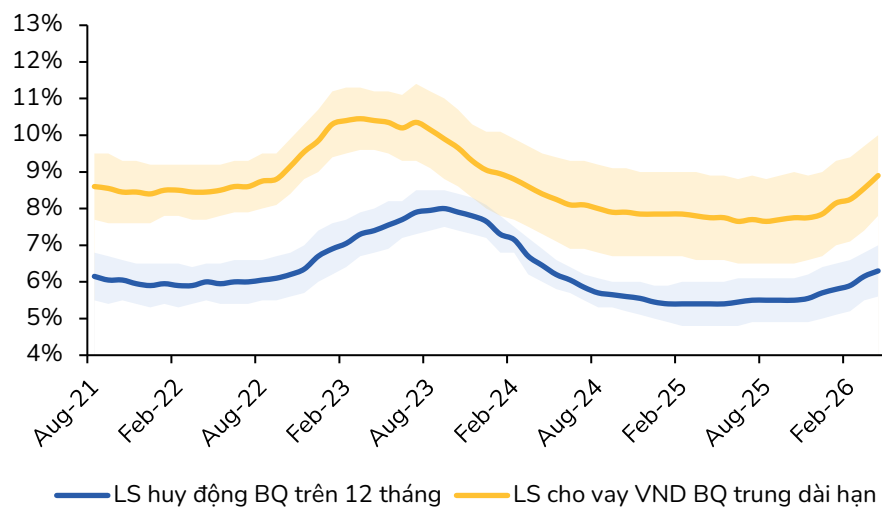
- Ước tính đến 12/06, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt khoảng 6.3% YTD, nhưng tiền gửi thị trường 1 chỉ tăng 4.2% YTD, tạo ra khoảng cách 2.8 triệu tỷ đồng – mức chênh lệch lớn trong lịch sử. Trong danh sách theo dõi của BSC, nhiều ngân hàng ghi nhận tăng trưởng tiền gửi khách hàng âm trong quý 1: ACB (–2.8%), MBB (–1.7%), STB (–2.8%), TCB (–3.1%), TPB (–4.3%). Hệ quả trực tiếp là LDR thuần (tín dụng/tiền gửi khách hàng) tại một số ngân hàng đã vượt **115%**.
- Một số nguyên nhân dẫn đến huy động tăng chậm có thể kể đến gồm:**
 - Giá dầu tăng mạnh đã đẩy lạm phát 5 tháng gần vượt mục tiêu 4.5% của chính phủ khiến cho dư địa cho chính sách tiền tệ không còn nhiều.
 - Thặng dư ngân sách nhà nước gần 440 nghìn tỷ VND trong 4 tháng đầu năm 2026 do tiến độ chi đầu tư công vẫn còn chậm, chỉ đạt 22% kế hoạch sau 5 tháng.
 - Tâm lý rút tiền mặt ở hộ kinh doanh sau khi luật thuế mới có hiệu lực.
- Do đó, để bù đắp thiếu hụt thanh khoản, các ngân hàng tăng mạnh phát hành giấy tờ có giá (GTCG) chi phí cao. GTCG kỳ hạn dài, lãi suất cao hơn tiền gửi TT1 từ 80–150 bps, tác động trực tiếp lên chi phí vốn và gây áp lực thu hẹp NIM trong các quý tới.
- Nhìn về 2H2026, BSC kỳ vọng mặt bằng lãi suất huy động TT1 cần tăng lên mức cân bằng mới mới có thể tái hút dòng vốn trở lại hệ thống ngân hàng, trong bối cảnh NHNN không thể bơm thanh khoản OMO quy mô lớn do áp lực tỷ giá. Tuy nhiên, mức tăng của lãi suất huy động có thể chậm lại so với 1H2026 do NHNN đã có một số điều chỉnh linh hoạt giúp giảm áp lực thanh khoản cho các ngân hàng trong ngắn hạn (xem tiếp trang sau).

Tín dụng/Tổng huy động thị trường 1 tiếp tục tăng cao và đạt 118%



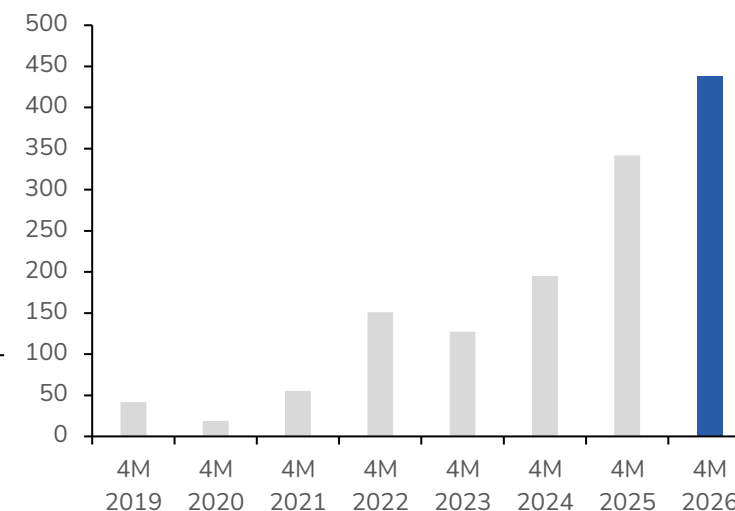
Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research ước tính

Lãi suất cho vay trung dài hạn đang quay trở lại mức bình thường 9.5-10%/năm giai đoạn trước dịch covid



Nguồn: SBV, Fiinpro

Thặng dư NSNN 4 tháng đầu năm tiếp tục lập kỷ lục (nghìn tỷ VND)



Nguồn: GSO



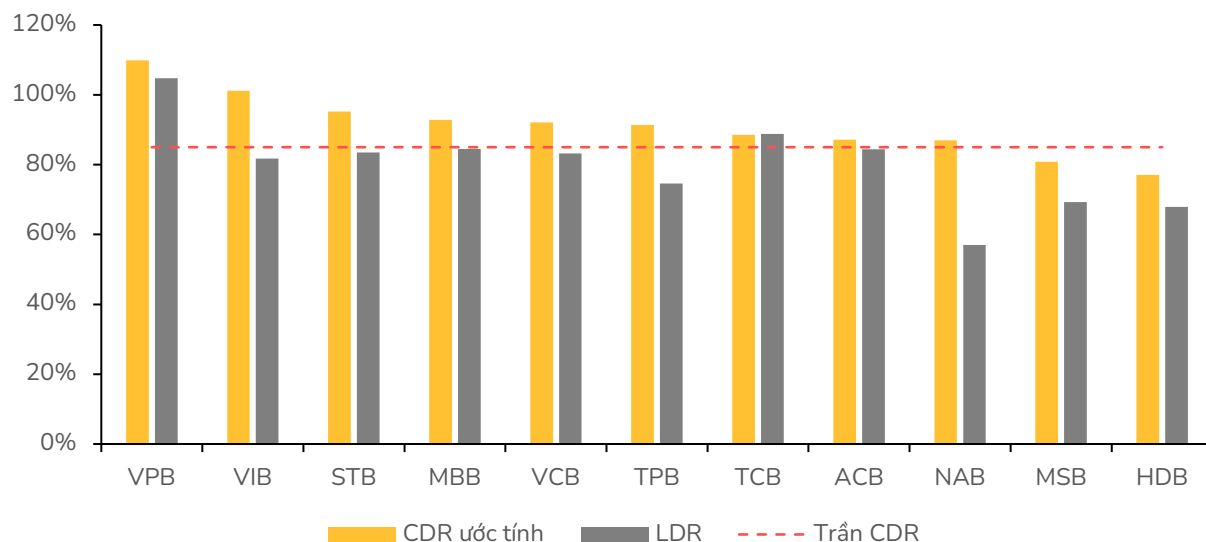
NGÂN HÀNG: DỰ THẢO THAY THẾ THÔNG TƯ 22 GÂY THÊM ÁP LỰC NGẮN HẠN

NHNN đang lấy ý kiến dự thảo thay thế Thông tư 22/2019, đưa vào khung Basel III (LCR, NSFR, LEV) và thay LDR bằng tỷ lệ CDR $\leq 85\%$. Định hướng dài hạn tích cực, nhưng rủi ro ngắn hạn tập trung ở ràng buộc CDR nếu không có lộ trình chuyển tiếp rõ ràng.

- Dự thảo thông tư giữ nguyên trần 85% nhưng thay đổi cách tính từ LDR sang CDR (Capital Deployment Ratio). Về cơ bản, CDR gần với LDR thuần nhưng có một số điều chỉnh quan trọng ở cả tử số và mẫu số:
 - (i) **Tử số** bao gồm: tín dụng thông thường, **trái phiếu doanh nghiệp nắm giữ và các cam kết ngoại bảng (LC, bảo lãnh, UPAS) được tính**, phần tài trợ bằng vốn chủ sở hữu được loại trừ;
 - (ii) **Mẫu số** bao gồm: nhận tiền gửi thị trường 1 (tiền gửi dân cư và doanh nghiệp), 20% tiền gửi kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước được tính. **Không được tính** tiền gửi liên ngân hàng và GTCG/trái phiếu do TCTD khác nắm giữ.
- Tác động phân hóa mạnh theo ngân hàng.** Theo ước tính của BSC, hầu hết các ngân hàng đều vi phạm trần CDR với số liệu Q1/2026, trong đó, VPB, VIB, STB, MBB là những ngân hàng chịu áp lực CDR lớn nhất.

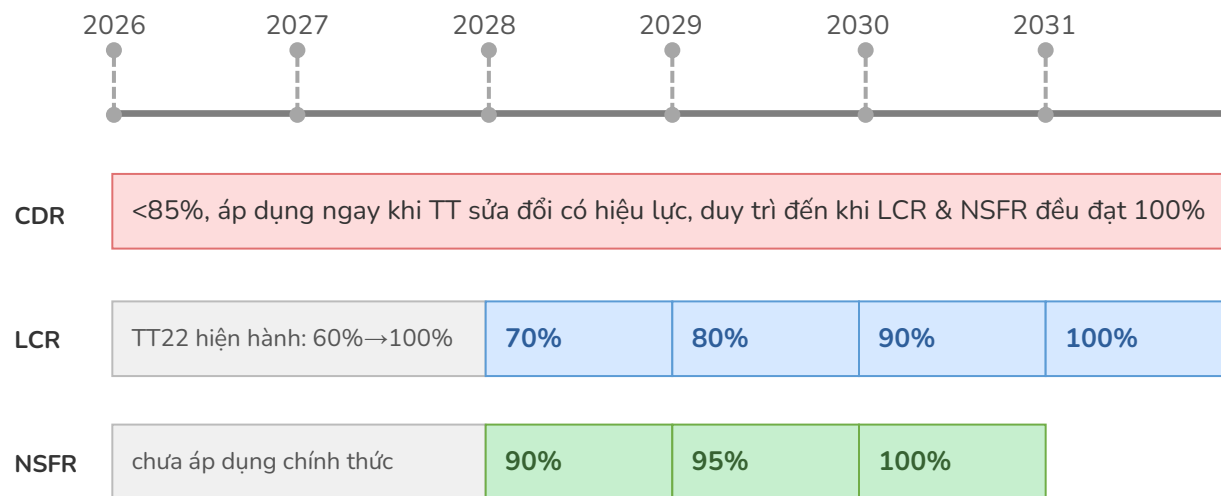
BSC nhận thấy hướng đi dài hạn của dự thảo là tích cực — LCR, NSFR và LEV sẽ giúp hệ thống ngân hàng Việt Nam có sức chống chịu tốt hơn, đặc biệt trong các chu kỳ tỷ giá căng thẳng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, ràng buộc CDR nếu áp dụng ngay sẽ thắt thêm nguồn vốn khả dụng của hệ thống trong bối cảnh thanh khoản đã căng. Chúng tôi vẫn sẽ tiếp tục quan sát và cập nhật khi có thông tin chính thức cuối cùng đối với các tỷ lệ CDR, LCR, NSFR này,

Nhiều ngân hàng sẽ gặp khó khăn khi áp dụng ngay CDR



Nguồn: Chỉ số CDR do BSC Research tự ước tính (không bao gồm cam kết ngoại bảng)

Lộ trình áp dụng CDR, LCR, NSFR (dự thảo sửa đổi TT22)



1/1/2028: LCR & NSFR chính thức hiệu lực

Nguồn: Dự thảo sửa đổi thông tư 22

NHNN vẫn lắng nghe ý kiến của các ngân hàng và ban hành thông tư 25/2026 giúp hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn ngay sau khi giá dầu trượt khỏi mốc 80 USD/thùng

- Tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn (NVNHCVTDH) **nâng lên 40%** (từ mức 30% đã áp dụng từ 01/10/2023). Việc nâng trần này giúp cho ngân hàng có thể chủ động giải ngân các khoản cho vay dài hạn (hiện tại có thể liên quan đến các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia) mà không làm tăng chi phí huy động đầu vào dài hạn.
- Có sự thay đổi nhỏ trong việc tính Tổng tiền gửi: vẫn loại bỏ 80% số dư tiền gửi có kỳ hạn của KBNN khi tính tổng tiền gửi hoặc **một tỷ lệ khác do Thống Đốc quyết định trong từng thời kỳ**. Điều này sẽ giúp SBV có công cụ linh hoạt hơn trong việc điều tiết thanh khoản trong ngắn hạn.

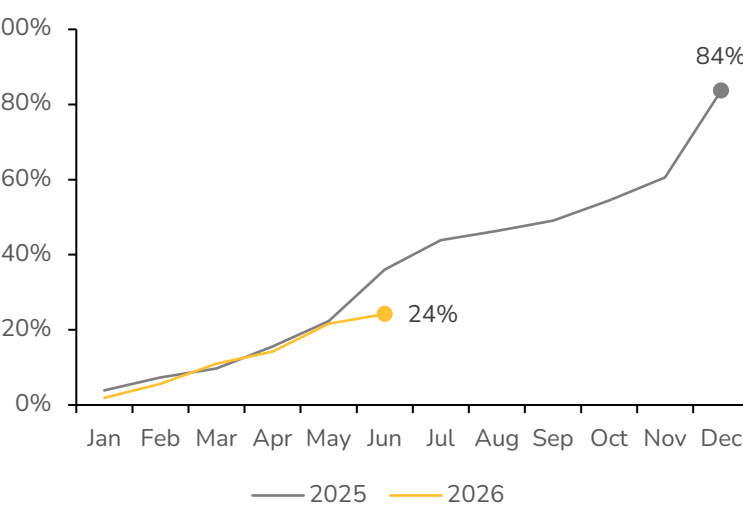
Các yếu tố khác giúp hỗ trợ thanh khoản

- **Nâng trần tiền gửi KBNN** từ 460 nghìn tỷ VND lên mức 700 nghìn tỷ VND, giúp hỗ trợ cho nhóm ngân hàng quốc doanh nhờ được tính 20% giá trị này vào tổng tiền gửi.
- **Đẩy nhanh giải ngân đầu tư công** với quy mô 1.1 triệu tỷ VND trong năm 2026 là yếu tố quan trọng nhất để giải tỏa thanh khoản hệ thống một cách tự nhiên trong 2H2026. Mỗi đồng vốn đầu tư công giải ngân từ KBNN ra hệ thống sẽ quay vòng trở lại và bổ sung trực tiếp vào tiền gửi thị trường 1, giảm áp lực LDR/CDR mà không làm tăng chi phí vốn của ngân hàng.

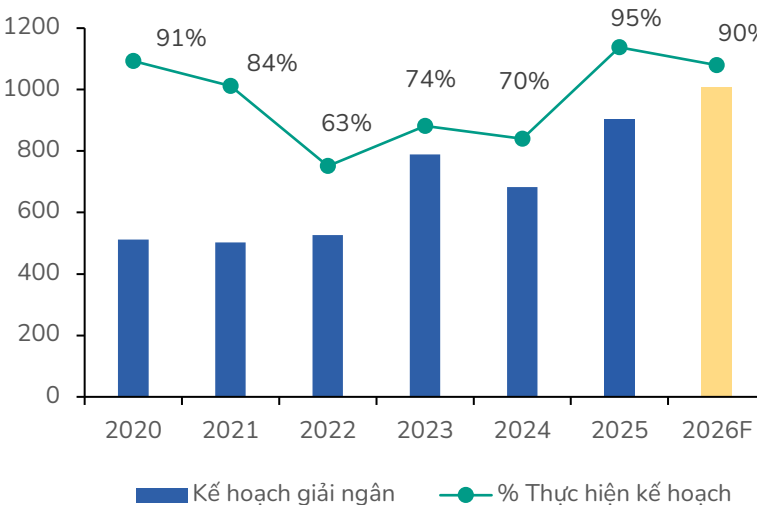
Kỳ vọng chính sách nới lỏng có chọn lọc

NHNN đã có công văn 5386 cho phép 752 nghìn tỷ đồng tín dụng (dự kiến giải ngân 210 nghìn tỷ đồng trong 2026, tương đương tín dụng của nền kinh tế tăng thêm 1.1%) cấp cho 18 dự án trọng điểm do 3 công ty SunGroup, Vingroup, Hạ tầng Masterises triển khai sẽ không tính vào tăng trưởng tín dụng hằng năm của các NHTM. Thông tin cho thấy quyết tâm tăng trưởng GDP 10% của nhà điều hành và **chúng tôi đang quan sát liệu có thêm chính sách mới để hỗ trợ thanh khoản cho vay các dự án này.**

Giải ngân đầu tư công năm 2026 vẫn còn đang chậm và kỳ vọng tăng tốc trong nửa cuối năm

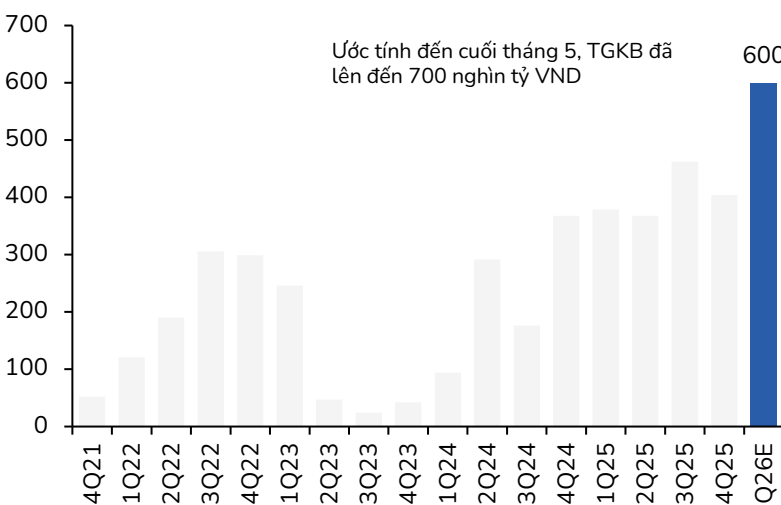


Kế hoạch đầu tư công hơn 1 triệu tỷ đồng trong năm 2026 (tỷ VND)



Nguồn: Bộ Xây Dựng, BSC Research ước tính

TGKB tại NHTM lập kỷ lục giúp hỗ trợ một phần thanh khoản (tỷ VND)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research ước tính

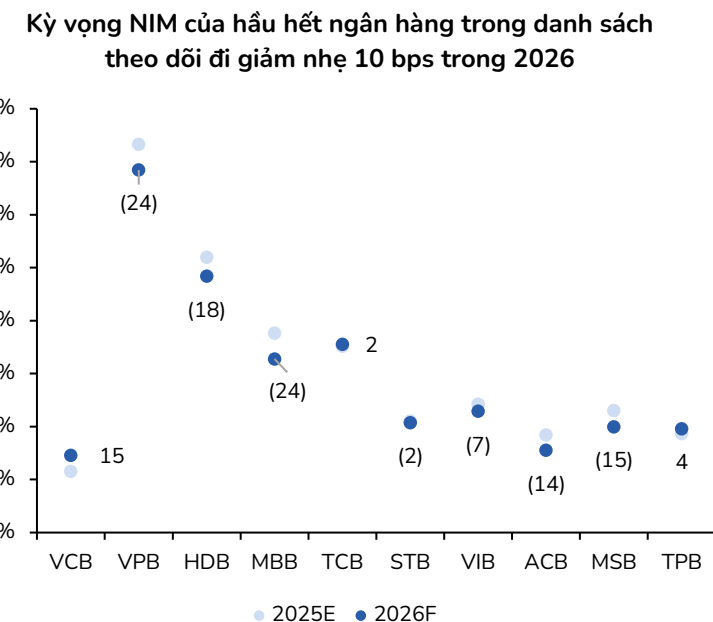
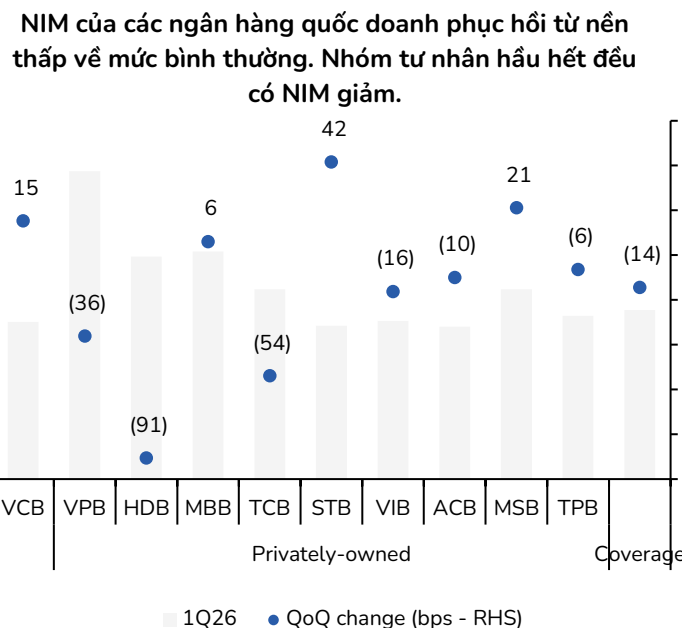
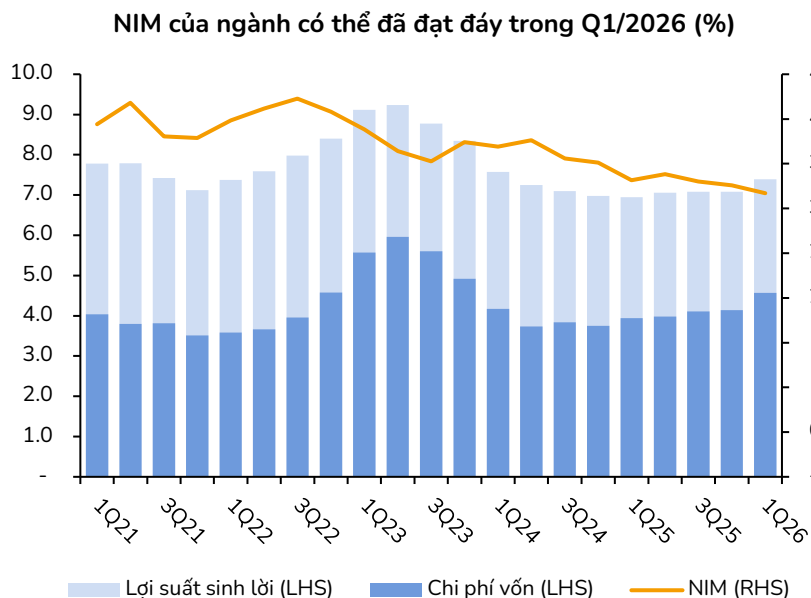


NGÂN HÀNG: NIM CHẠM ĐÁY 5 NĂM VÀ KỲ VỌNG ĐI NGANG 2H2026

Kỳ vọng NIM của nhóm ngân hàng tư nhân trong 2H2026 đi ngang so với Q1/2026 — chi phí vốn tăng sẽ được chuyển sang lãi suất cho vay

Chúng tôi cho rằng thanh khoản của hệ thống trong 2H2026 sẽ cải thiện so với 1H2026 từ đó giúp hỗ trợ NIM của cả ngành trong 2H2026 không giảm thêm so với đầu năm và thậm chí có thể tăng nhẹ ở một số ngân hàng quốc doanh chủ yếu nhờ áp lực thanh khoản đang dần được giải tỏa:

- NHNN đã ban hành một số chính sách nới lỏng thanh khoản ngắn hạn có kiểm soát như đã nêu ở trang trước và có thể sẽ tiếp tục ban hành thêm. Yếu tố này được thúc đẩy bởi áp lực lạm phát sẽ hạ nhiệt sau khi giá dầu trượt khỏi mốc 80 USD/thùng so với đỉnh điểm 120 USD/thùng.
- Đầu tư công được thúc đẩy tăng tốc trở lại.
- Chính sách thu hút vốn FDI với nghị quyết 10.
- Về mặt bằng lãi suất cho vay, một số ngân hàng cho biết lãi suất thả nổi của các khoản vay đã dần bắt kịp đà tăng của lãi suất huy động. Ngoài ra, **các ngân hàng cũng đang đẩy mạnh tín dụng cho các khách hàng doanh nghiệp lớn sẵn sàng trả mức lãi suất cao quanh mức 12-15%**. Ngoài ra, Do đó, NIM của nhóm này có thể đã đạt đáy trong Q1/2026 và đi ngang trong thời gian còn lại của năm.
- Trong Q1/2026, NIM của nhóm SOCBs đang thoát khỏi nền thấp của năm 2025 (thời gian này thực hiện nhiều chương trình ưu đãi cho vay), đặc biệt VCB có NIM hồi phục +15 bps QoQ, +22 bps YoY, lên mức trung bình 3.07%. **BSC kỳ vọng NIM của nhóm ngân hàng quốc doanh trong 3 quý còn lại tiếp tục phục hồi 15-20 bps so với cùng kỳ do hiệu ứng của nền thấp.**



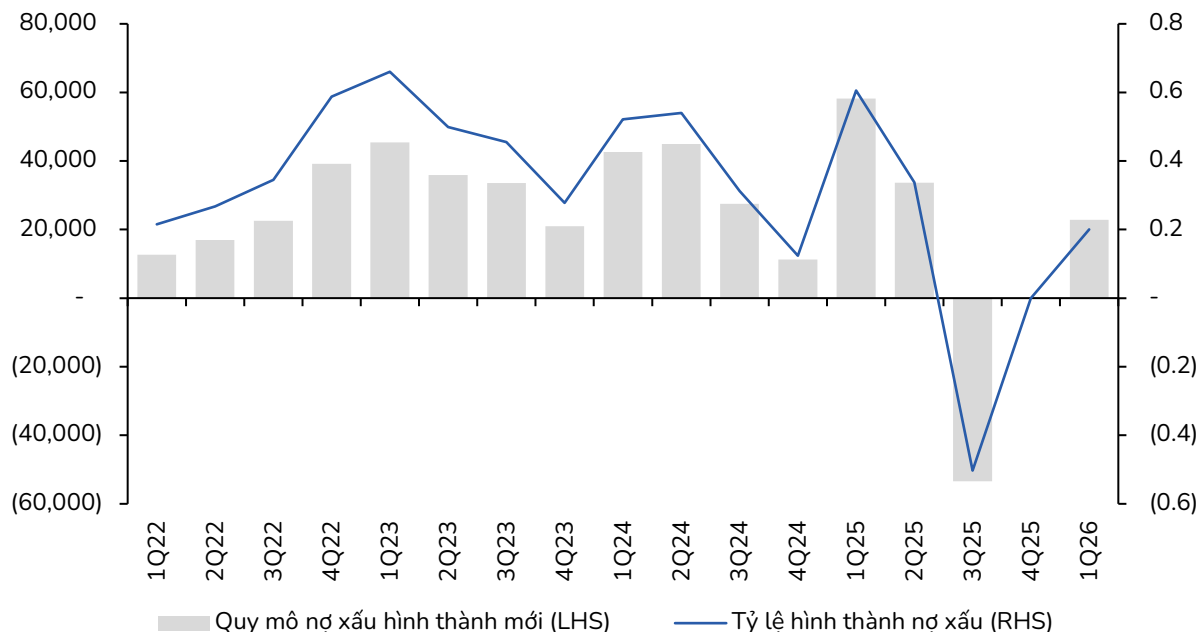


NGÂN HÀNG: NỢ NHÓM 2 TĂNG TỐC LÀ CHỈ BÁO SỚM CẦN CẦN TRỌNG

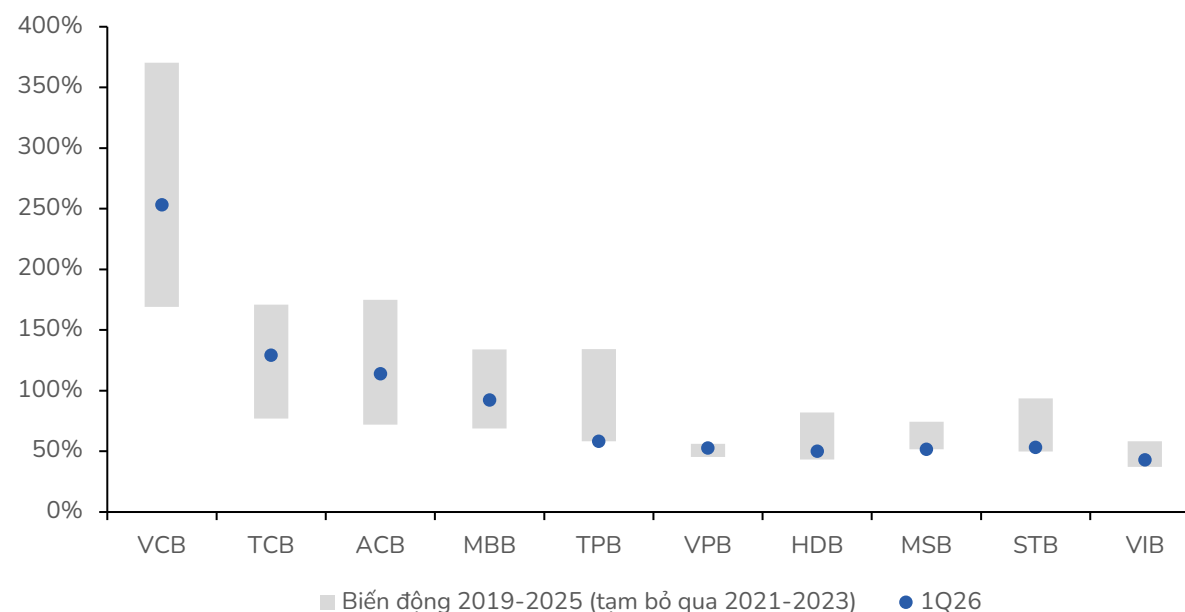
Chất lượng tài sản toàn hệ thống tiếp tục xấu đi trong Q1/2026, với NPL leo lên 1.88% — một phần do yếu tố mùa vụ, nhưng nợ Nhóm 2 tăng +12% QoQ là tín hiệu cảnh báo sớm đáng quan tâm. Nhóm ngân hàng LLCR mỏng chịu rủi ro lớn nhất nếu chu kỳ nợ xấu tăng tốc.

- Trong danh sách theo dõi của BSC (số liệu Q1/2026), tỷ lệ nợ Nhóm 2/tổng dư nợ: TPB và ACB có mức tăng QoQ lớn nhất trong nhóm (lần lượt +81 bps và +34 bps), phản ánh rủi ro dịch chuyển sang NPL trong các quý tới nếu môi trường lãi suất tiếp tục căng thẳng, do đó, cần theo dõi thêm trong Q2/2026.
- Lãi suất cho vay thả nổi hiện phổ biến ở mức 14–15%/năm cho các khoản vay mua nhà mới giải ngân, và lãi suất cố định ~9–10%/năm cho giai đoạn ưu đãi — đây là mức cao tích lũy rủi ro khả năng trả nợ đáng kể cho 2H/2026, đặc biệt khi tăng trưởng thu nhập hộ gia đình chưa theo kịp mặt bằng lãi suất. **BSC nhận thấy đây là điểm rủi ro chính cho chất lượng tài sản của các ngân hàng có tỷ trọng cho vay cá nhân/BDS tiêu dùng cao như VIB, VPB, HDB.**
- Bộ đệm dự phòng (LLCR) là yếu tố phân hóa quan trọng nhất** trong môi trường bất định hiện tại. Trong Q1/2026: VCB dẫn đầu tuyệt đối với LLCR 253%, TCB (129%), ACB (114%) tạo thành nhóm có bộ đệm dày. Nhóm LLCR mỏng (VIB 43%, HDB 50%, MSB 51%, STB 53%, TPB 58%, VPB 53%) dễ tổn thương nhất: nếu NPL tăng thêm 50–100bps, một số ngân hàng trong nhóm này buộc phải tăng mạnh trích lập dự phòng.
- BSC đánh giá chất lượng tài sản của toàn ngành ngân hàng vẫn duy trì ổn định trong năm 2026 nhưng vẫn cần theo dõi sát sao.**

Quy mô nợ xấu hình thành mới đang có dấu hiệu tăng tốc (tỷ VND)



LLCR của VCB, TCB, ACB vẫn đang được duy trì ở mức cao





Duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với ngành ngân hàng trong 2H2026. BSC giữ nguyên ước tính tăng trưởng LNTT 2026F danh sách theo dõi ở mức +16% YoY, với NIM tiếp tục duy trì ở mức đáy và chất lượng tài sản được duy trì ổn định.

Lợi nhuận trước thuế Q1/2026 của các ngân hàng trong danh sách theo dõi BSC tương đối tích cực: VPB (+58%), TCB (+23%), ACB (+17%), MBB (+15%), VCB (+9%). STB là ngoại lệ tiêu cực (-43% YoY) do áp lực trích lập dự phòng xóa nợ xấu tồn đọng trước đó. Mặc dù kết quả Q1 tốt hơn kỳ vọng ở một số mã, BSC lưu ý rằng yếu tố NIM và chất lượng tài sản sẽ là biến số quyết định trong 2H2026.

Tiêu chí chọn cổ phiếu cho 2H2026 của BSC xoay quanh 3 trục:

- (1) Hạn mức tín dụng còn lại** — ngân hàng được NHNN phân bổ tăng trưởng tín dụng rộng hơn sẽ hưởng lợi trong chu kỳ giải ngân H2;
- (2) Hệ sinh thái doanh nghiệp và hạ tầng** — NHNN vừa đề xuất nới hạn mức cấp tín dụng tối đa cho 1 khách hàng hạ tầng trọng điểm lên 38% vốn tự có (từ 13% hiện tại), tạo dư địa lớn cho các ngân hàng có quan hệ sâu với tập đoàn lớn;
- (3) Bộ đệm LLCR** — ngân hàng LLCR dày hơn có thể linh hoạt hơn trong xử lý nợ xấu mà không ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận.

BSC tiếp tục ưu tiên:

Chiến lược tăng trưởng

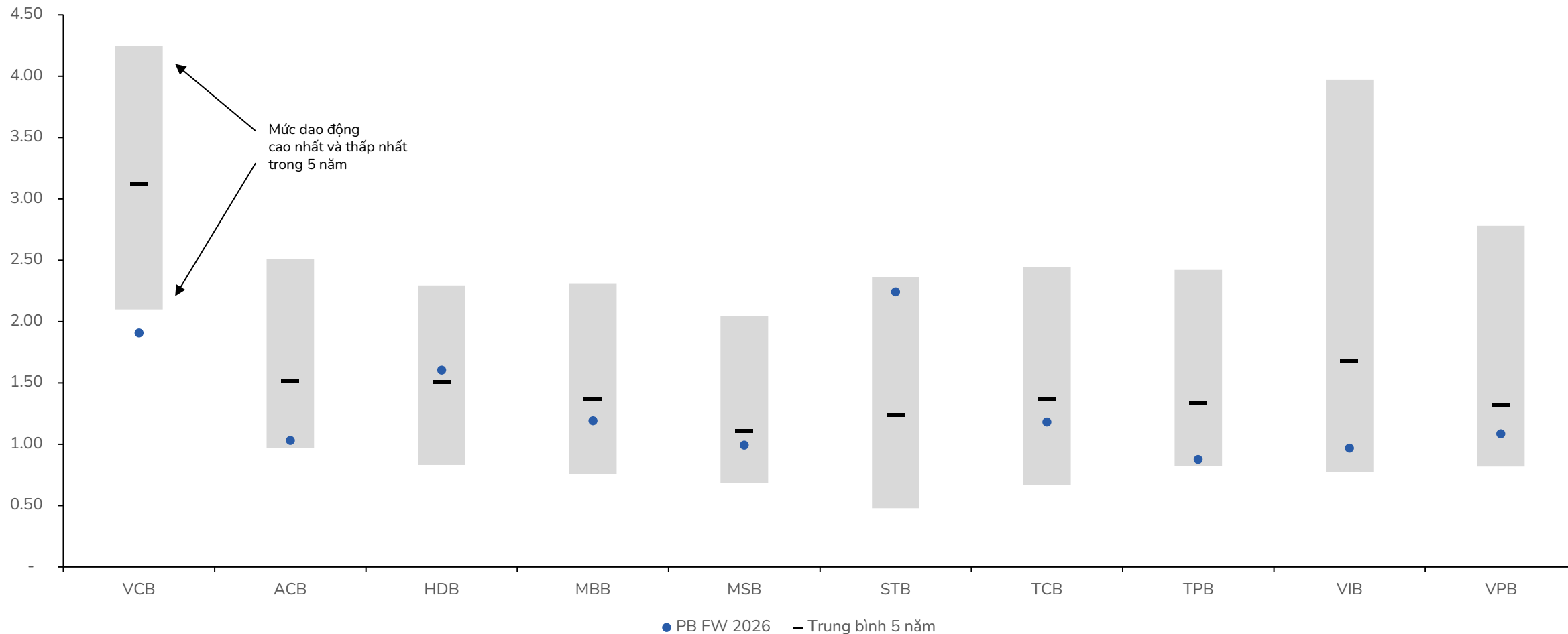
- **TCB:** Hệ sinh thái Vingroup—bất động sản thương mại vẫn là nền tảng doanh thu phí mạnh (Noll/TOI 30%), LNTT Q1/2026 +22.6% YoY. LLCR 129.4% tạo dư địa linh hoạt. CDR cần theo dõi do nắm giữ TPDN lớn (~56.6 nghìn tỷ).
- **VPB:** Hạn mức tín dụng rộng, NIM ngành cao nhất (5.52% TTM), LNTT Q1/2026 tăng mạnh +57.9% YoY từ nền thấp 2025. Tuy nhiên, BSC hạ mức ưu tiên tương đối do LDR thuần 126.7% cao nhất nhóm, CDR dự kiến vi phạm ngưỡng 85% đáng kể và tỷ lệ hình thành nợ xấu Q1 ở mức cao.
- **MBB:** Được phân bổ hạn mức tín dụng cao nhất nhóm (+35%), hệ sinh thái quân đội—tập đoàn lớn kiểm soát rủi ro tốt, hưởng lợi trực tiếp từ hạ tầng trọng điểm (sân bay, cao tốc). NIM Q1/2026 annualized hồi phục lên 4.45%, dẫn nhóm PCBs. LNTT Q1/2026 +14.8% YoY.

Chiến lược phòng thủ

- **VCB:** LLCR 253.4% — cao nhất hệ thống, bộ đệm dày nhất để chống chịu chu kỳ nợ xấu. NPL = 0.62%, nợ Nhóm 2 = 0.23% — thấp nhất nhóm. CASA ratio 34.2% cao thứ hai sau MBB, bảo vệ chi phí vốn thấp. NIM Q1/2026 đã hồi phục 15 bps lên 3.07% sau khi thoát gói ưu đãi 2025.
- **ACB:** Beta thấp, chất lượng tài sản tốt (NPL 0.97%, LLCR 114%), danh mục cho vay kiểm soát chặt. NIM 2.94% ổn định. Phù hợp cho nhà đầu tư thận trọng trong môi trường bất định.



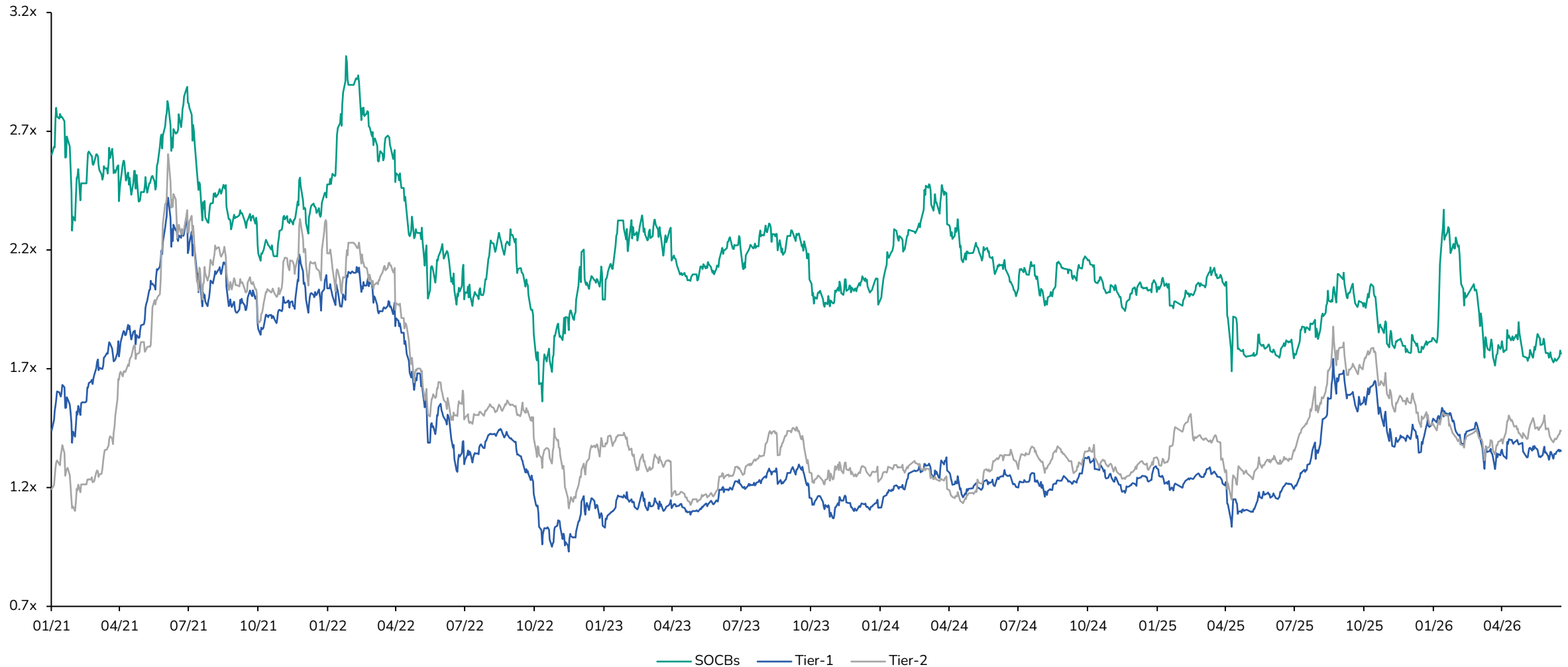
Hầu hết các ngân hàng vẫn đang giao dịch ở mức P/B chiết khấu tương đối sâu so với trung bình 5 năm sau những biến động vĩ mô tiêu cực đã xảy ra trong 1H2026





NGÂN HÀNG: ĐỊNH GIÁ PB CỦA NHÓM QUỐC DOANH ĐANG Ở MỨC HẤP DẪN

PB của nhóm ngân hàng quốc doanh đang ở quanh mức thấp lịch sử, nhóm ngân hàng tư nhân đang ở mức trung bình 5 năm



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

Nguồn: Fiinpro, BSC Research tổng hợp



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ



NGÀNH DẦU KHÍ: BÌNH THƯỜNG HÓA SAU CHIẾN SỰ

(Quay lại mục lục) BIDV SECURITIES JSC

1. Tổng quan ngành Dầu khí 1H2026:

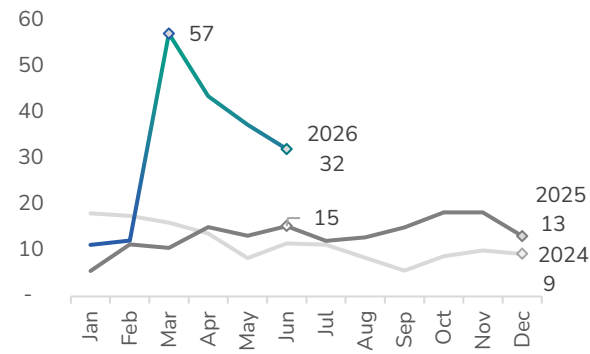
- **Thượng nguồn (PVS, PVD):** Xây lắp (Lô B, Lạc Đà Vàng) duy trì doanh thu cao cho PVS. PVD giữ hiệu suất giàn tự nâng ~**100%** ở mức giá thuê cao (~**90,000 – 100,000 USD/ngày**).
- **Trung nguồn (GAS):** LNG nhập khẩu tăng trưởng mạnh so với nền thấp 2025, bù đắp đà suy giảm tự nhiên của mảng khí nội địa.
- **Hạ nguồn (BSR):** Crack spread đạt đỉnh trong Q1 trước khi hạ nhiệt ở Q2 tuy nhiên vẫn duy trì mức cao svck; Nhà máy vận hành kỷ lục **124-125%** công suất.

2. Triển vọng 2H.2026F - 2027:

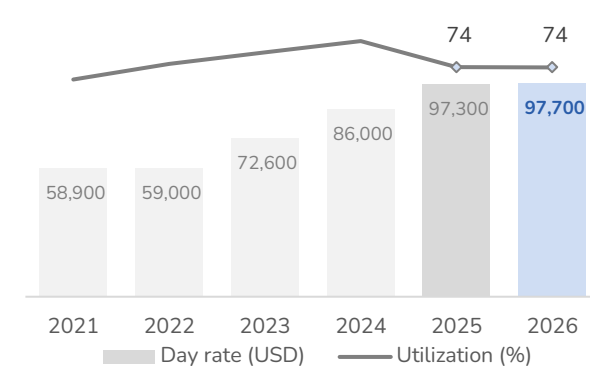
BSC dự báo trọng tâm ngành Dầu khí sẽ dịch chuyển từ biến động địa chính trị ngắn hạn sang **chu kỳ đầu tư dài hạn của các dự án nội địa** nhờ hành lang pháp lý thông suốt và các dự án trọng điểm triển khai đồng loạt.

(i) Điều chỉnh dự báo giá dầu Brent: BSC điều chỉnh giảm dự phóng giá dầu Brent bình quân năm 2026 từ **80 USD xuống 75 USD/thùng** (phù hợp với mức dự báo đồng thuận của các tổ chức quốc tế). Nền giá này vẫn nằm trong vùng tối ưu (>70 USD/thùng), đảm bảo hiệu quả kinh tế cho các dự án E&P nội địa.

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



Nguồn: Bloomberg, BSC Research



Tổ chức (USD/thùng)	Q2.26	Q3.26	Q4.26	2026F mới	2026F cũ	2027F
Dự báo của BSC				75	80	
Trung vị (Median)	98	85	80	76	75	75
Citigroup Inc	99	75	70	82	83	-
BMI (Fitch Solutions)	98	84	80	76	70	76
Morgan Stanley	98	85	80.5	85	86	78
Standard Chartered	98	88	78	72	85	67
JYSKE BANK AS	93	85	85	76	73	75
Intesa Sanpaolo SpA	110	90	80	89	72	80
Julius Baer Group Ltd	103	104	98	62	68	78
JPMorgan Chase & Co	88	75	71	70	58	-
Landesbank Baden-Wuerttemberg	107	103	93	84	74	86
Rabobank	79.2	62.5	60	69	85	63
Goldman Sachs Group Inc	114	101	87	79	77	75
HSBC Holdings PLC	75	75	70	74	80	68

Nguồn: Bloomberg, BSC Research



2. Triển vọng 2H.2026F – 2027 (tiếp):

(ii) Sự phân hóa triển vọng theo chuỗi giá trị:

- **Thượng nguồn (PVS, PVD)** – Chu kỳ đầu tư bùng nổ: PVS hưởng lợi lớn nhất khâu xây lắp với backlog M&C kỷ lục >**4.5 tỷ USD** giai đoạn 2025-2030 gởi đầu từ Lô B, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng 2B. PVD hưởng lợi khâu dịch vụ khoan khi nhu cầu giếng khoan bùng nổ (~63 giếng/năm), giữ công suất đội giàn tự nâng hoạt động 100% với giá thuê neo cao trên **100,000 USD/ngày**.
- **Trung nguồn (GAS)** – Bước chuyển dịch LNG: Nguồn khí nội địa suy giảm tự nhiên được bù đắp LNG nhập khẩu cấp cho Nhơn Trạch 3 & 4 (hưởng lợi từ Nghị định 73/2025 giảm thuế LNG xuống 2%). Trung hạn (2027-2028), Lô B đi vào vận hành giúp sản lượng khí của GAS phục hồi.
- **Hạ nguồn (BSR)** – Biên lọc dầu hạ nhiệt: Crack spread hạ nhiệt từ nền đỉnh Q1/2026 và duy trì mức cao trong 2H/2026 trước khi về mức nền bình thường hóa vào 2027. Động lực trung hạn phụ thuộc vào dự án nâng cấp mở rộng Dung Quất (tăng 15% công suất).

3. Định giá

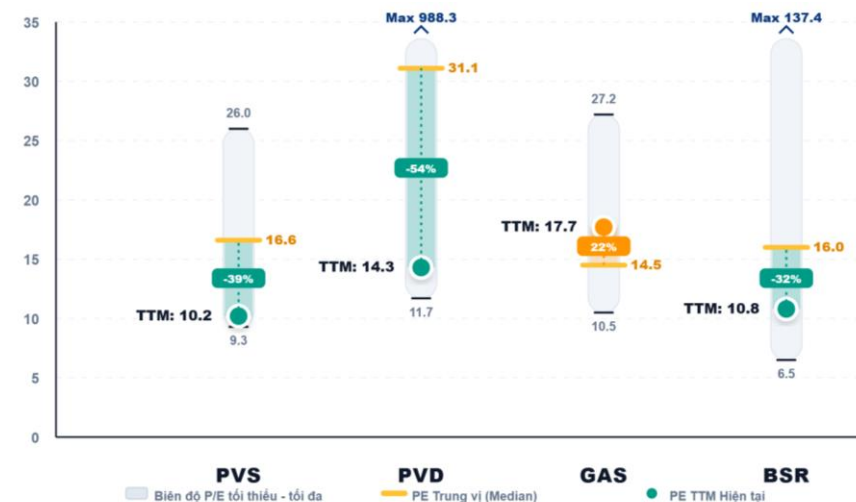
- **Thượng nguồn (PVD, PVS):** Biến động giá dầu ngắn hạn gây áp lực tâm lý trong khi triển vọng kinh doanh cốt lõi không thay đổi. Định giá hấp dẫn, chiết khấu lần lượt **54%** và **39%** so với P/E trung vị 5 năm của PVD và PVS.
- **Lọc hóa dầu (BSR):** Crack spread thu hẹp phù hợp với dự báo của BSC. Định giá hiện tại hấp dẫn khi chiết khấu **33%** so với P/E trung vị 5 năm của doanh nghiệp.

4. Quan điểm đầu tư:

BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với ngành Dầu khí giai đoạn 2H2026 - 2027 nhờ động lực từ chu kỳ đầu tư nội địa và tháo gỡ nút thắt chính sách (Luật Dầu khí 2022, NQ 66.6/2025/NQ-CP):

- **MUA - Thượng nguồn (PVS, PVD):** Đón đầu chu kỳ bùng nổ nhờ khối lượng backlog EPCI lớn (Lô B, Lạc Đà Vàng) và hiệu suất vận hành giàn khoan Jack-up tối đa ở mức giá thuê neo cao.
- **NẮM GIỮ - Hạ nguồn (BSR):** Crack spread hạ nhiệt từ đỉnh tuy nhiên vẫn cao hơn mức nền 2025.
- **NẮM GIỮ - Trung nguồn (GAS):** Chờ đợi điểm rơi phục hồi sản lượng từ mảng LNG nhập khẩu và tiến độ bàn giao đường ống dẫn khí Lô B trong năm 2027.

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



Nguồn: BSC Research tổng hợp



TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN THƯỢNG NGUỒN

CẬP NHẬT KỸ THUẬT



Lô B - Ô Môn

Khởi điểm: Tháng 8/2027 (Q3/2027)

Đã hoàn thành chân đế giàn 13.000 tấn vào tháng 1/2026. Tiến độ gói EPCI#1 & EPCI#2 lần lượt đạt 29% và 55% theo cập nhật tháng 6/2025. Đường ống truyền dẫn đang được thi công đúng tiến độ định hướng.



Sư Tử Trắng 2B

Khởi điểm: Q3/2026 (First Gas 2B)

Hợp đồng thiết kế mua sắm chế tạo (EPC) đã được trao thầu chính thức cho PVS vào tháng 7/2025. Toàn chuỗi đang bám sát tiến độ đón dòng khí đầu tiên của giai đoạn 2B vào Quý 3/2026.



Lạc Đà Vàng

Khởi điểm: Q4/2026 - 2027

Giàn xử lý trung tâm và giàn dầu giếng phụ trợ khởi công vào tháng 10/2024. Chân đế giàn LDV-A đã hoàn thiện định vị vào tháng 9/2025 đúng cam kết kỹ thuật.



Cá Voi Xanh

Khởi điểm: Chưa chốt FID

Đang hoàn thiện thủ tục thuê đất và điều phối luồng hàng hải; hiện chưa chốt quyết định đầu tư cuối cùng (FID).



HÀNH LANG PHÁP LÝ & CHÍNH SÁCH BỔ TRỢ

Luật Dầu khí 2022 & ND 45/2023

Định hướng: Chuẩn hóa quy trình phát triển mỏ, rút ngắn chu kỳ từ phát hiện đến khai thác thương mại; bổ sung ưu đãi cho mỏ cận biên.

Thượng nguồn (PVS, PVD): Rút ngắn thủ tục đạt FID, hỗ trợ tăng khối lượng backlog EPC dài hạn.

Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP

Định hướng: Trao quyền tự chủ cho PVN tự phê duyệt quy hoạch mỏ nhỏ và tự điều chỉnh vốn đầu tư (<10%).

Thượng nguồn (PVS, PVD): Rút ngắn thời gian phê duyệt trung gian, tạo dòng công việc liên tục từ các mỏ nhỏ.

Nghị quyết 70-NQ/TW (08/2025)

Định hướng: Mục tiêu sản lượng khí 30-35 tỷ m³/năm; ưu tiên bảo hộ năng lực và dịch vụ kỹ thuật của nhà thầu nội địa.

Thượng nguồn (PVS, PVD): Bảo hộ năng lực nhà thầu nội địa, duy trì khối lượng công việc ổn định.

CỔ PHIẾU HƯỞNG LỢI TRONG CHUỖI GIÁ TRỊ:

THƯỢNG NGUỒN

PVS, PVD

Đấu thầu EPC và cung cấp giàn khoan

TRUNG NGUỒN

GAS

Tuyển ống khí Lô B và hạ tầng LNG

HẠ NGUỒN

PLX, OIL

Cơ chế tự quyết giá xăng dầu theo trần

1. Tổng quan ngành Điện 1H2026:

Phụ tải tăng tốc mạnh mẽ: Nhu cầu tiêu thụ điện tích cực, bám sát kịch bản tăng trưởng dự báo **7.8% - 13.4%** của Bộ Công Thương.

Nhiệt điện giữ vai trò nguồn nền: Thủy điện gặp bất lợi về điều kiện thủy văn, tạo dư địa tăng cường huy động nhiệt điện than và nhiệt điện khí nội địa để đảm bảo an toàn hệ thống.

Lợi thế chi phí nguyên liệu nội địa:

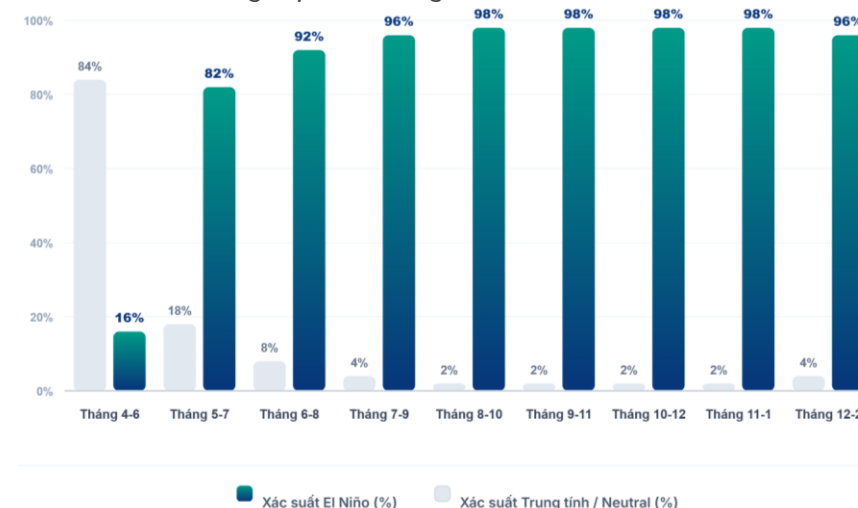
- **Nhiệt điện than:** Hưởng lợi lớn nhờ cơ cấu sử dụng 70% than khai thác trong nước với giá bán được kiểm soát chặt chẽ (thường thấp hơn **30% - 40%** so với giá thế giới).
- **Nhiệt điện khí:** Giá khí ẩm nội địa ổn định hơn và thấp hơn **35% - 40%** so với giá LNG nhập khẩu, bảo toàn biên lợi nhuận gộp trước áp lực tăng giá của dầu FO thế giới.

2. Triển vọng 2H.2026 - 2027: Xu hướng nguyên liệu và điểm đảo chiều nguồn phát:

2.1 Xu hướng giá nguyên liệu đầu vào và tác động thời tiết (Động lực ngắn hạn):

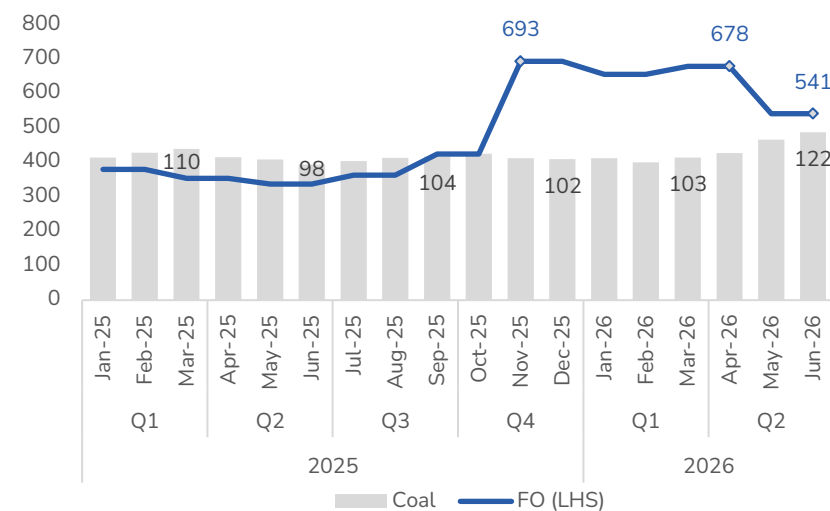
- **Nhóm Nhiệt điện than – Thế giới tăng, trong nước tăng chậm nhờ tỷ lệ nội địa cao:** Giá than thế giới duy trì đà tăng nhẹ từ 98 USD/tấn (Tháng 6/2025) lên 122 USD/tấn (Tháng 6/2026). Trái lại, giá than trộn nội địa chỉ tăng nhẹ 15% từ 2.15 triệu đồng/tấn lên 2.49 triệu đồng/tấn do chỉ có khoảng 30% lượng than phát điện là than nhập khẩu, 70% còn lại sử dụng than trong nước có giá kiểm soát ổn định.
- **Nhóm Nhiệt điện khí – Giá khí Phú Mỹ chính thức tạo đỉnh và quay đầu giảm nhanh:** Giá dầu FO thế giới sau khi tạo đỉnh tại 693 USD/tấn (Tháng 11/2025) đã giảm mạnh về mức 541 USD/tấn (Tháng 6/2026). Đồng pha với FO, giá khí đã vượt qua đỉnh 10.05 USD/mmBTU (Tháng 3/2026) và hạ nhiệt nhanh về mức 9.78 USD/mmBTU (Tháng 4/2026) và được kỳ vọng tiếp tục giảm trong 2H.2026.

Hình: Dự báo Xác suất Chu kỳ ENSO
Xác suất Elnino tang mạnh từ tháng 05/2026



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Giá nguyên liệu đầu vào (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

2. Triển vọng 2H.2026 - 2027: Xu hướng nguyên liệu và điểm đảo chiều nguồn phát:

2.1 Xu hướng giá nguyên liệu đầu vào và tác động thời tiết (Động lực ngắn hạn):

- Xác suất El Niño duy trì ở mức đỉnh điểm hỗ trợ nhiệt điện:** Số liệu ENSO mới nhất cho thấy xác suất xuất hiện El Niño tăng vọt từ mức 16% (Tháng 4-6) lên 82% (Tháng 5-7), bứt phá mạnh mẽ lên 92% (Tháng 6-8) và duy trì ở mức đỉnh điểm 96% - 98% xuyên suốt giai đoạn nửa cuối năm 2026 (kéo dài đến tháng 2/2027). Tình trạng hạn hán nghiêm trọng gây bất lợi lớn cho thủy văn thủy điện, buộc hệ thống phải tăng cường huy động nguồn nhiệt điện nên để bù đắp sản lượng thiếu hụt

2.2 Nhiệt điện là nhóm được hưởng lợi

BSC đánh giá nhóm Nhiệt điện khí sử dụng khí nội địa (NT2, POW) và Nhiệt điện than sử dụng than nội địa sẽ là những nhóm hưởng lợi lớn nhất trong 2H.2026 dưới tác động kép của thời tiết và giá nguyên liệu:

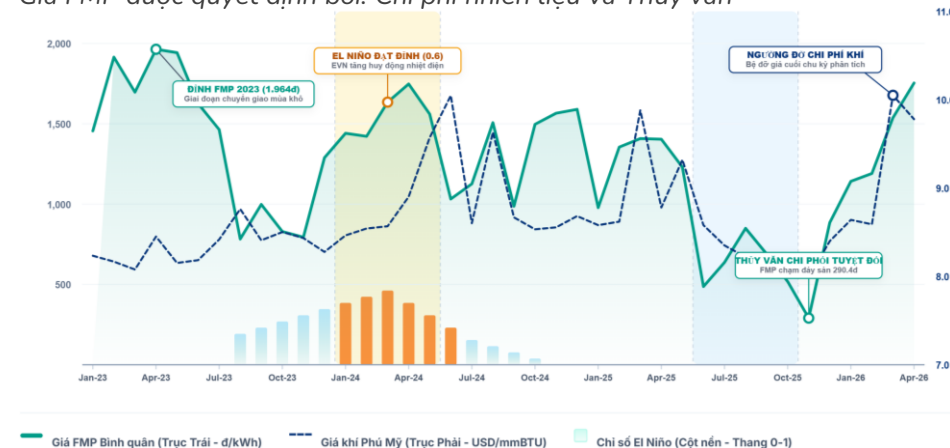
Nhóm Nhiệt điện khí (NT2, POW) – Nhận mức độ "phục hồi lợi nhuận từ đáy" (delta phục hồi) mạnh mẽ nhất:

- Nới rộng biên gộp đầu vào:** Giá khí hạ nhiệt nhanh từ đỉnh tháng 3 và mức giá này liên tục duy trì thấp hơn giá LNG nhập khẩu từ 35% - 40%.
- Hưởng lợi kép về Qc và FMP:** Xác suất El Niño đạt đỉnh trong 2H.2026 đẩy giá thị trường điện cạnh tranh (FMP) tăng vọt lên vùng đỉnh lịch sử 1,538 - 1,754 đồng/kWh (tăng gấp 6.0 lần so với mức đáy 290.4 đồng/kWh của tháng 11/2025). Nhóm điện khí kỳ vọng sẽ được huy động tối đa sản lượng với giá bán thị trường cạnh tranh cao.

Nhóm Nhiệt điện than nội địa – Hưởng lợi về "tính phòng thủ và ổn định giá vốn":

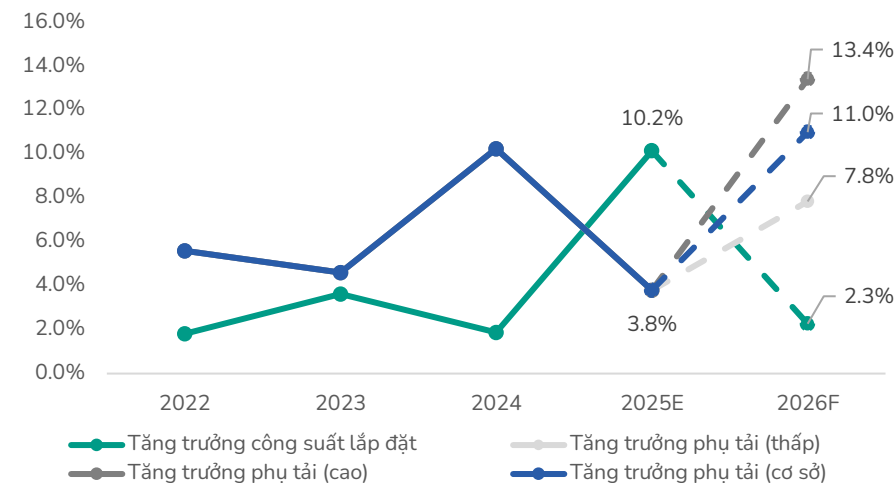
- Cơ cấu chỉ có 30% than nhập khẩu giúp nhóm này miễn nhiễm trước đà tăng của than thế giới. Việc được huy động công suất tối đa làm nguồn nền trong mùa khô giúp nhóm than nội địa duy trì dòng tiền và lợi nhuận ổn định nhất hệ thống.

Hình: Phân Tích Tương Quan FMP: Thủy Văn vs. Giá khí
Giá FMP được quyết định bởi: Chi phí nhiên liệu và Thủy văn



Nguồn: GENCO3, BSC Research tổng hợp

Hình: Dự báo nhu cầu điện tăng tốc trở lại 7.8-13.4% trong năm 2026



Nguồn: BSC Research tổng hợp



2. Triển vọng 2H.2026 - 2027: Xu hướng nguyên liệu và điểm đảo chiều nguồn phát:

2.2 Nhiệt điện là nhóm được hưởng lợi

Nhóm Thủy điện – Kém khả quan trong 2H.2026, chờ cơ hội đảo chiều vào năm 2027:

- Giai đoạn 2H.2026 chịu bất lợi do El Niño đạt đỉnh. Tuy nhiên, năm 2027 khi thời tiết chuyển dịch dần sang pha trung tính (Neutral), nhóm thủy điện được kỳ vọng phục hồi sản lượng nhờ thủy văn cải thiện.

2.3 Lưu ý rủi ro khoản phải thu

Lưu ý: Nếu giá điện bán lẻ không điều chỉnh kịp theo biến động của giá nhiên liệu đầu vào sẽ dẫn đến **rủi ro chậm thanh toán tiền điện** cho các nhà máy và **biên lợi nhuận có thể không đạt được như kỳ vọng**.

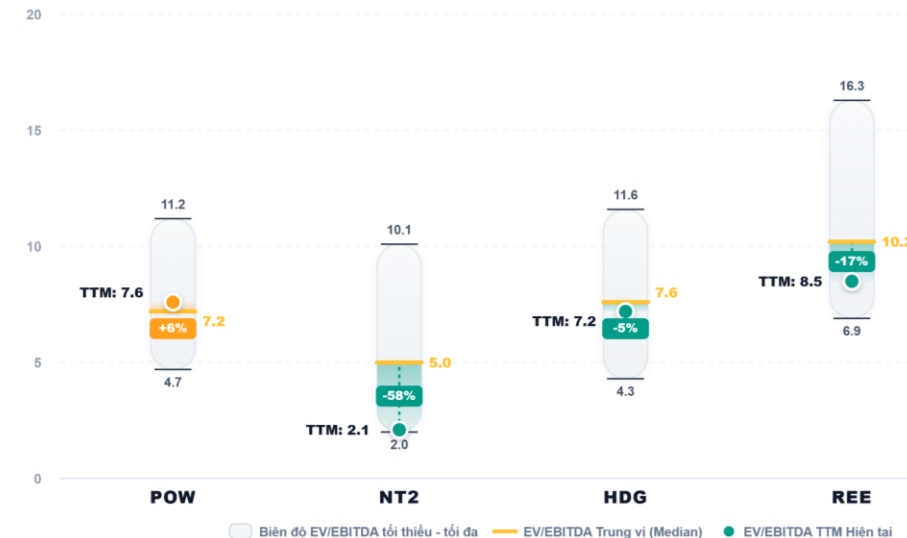
3. Định giá: Phân hóa giữa các nhóm doanh nghiệp

- Nhóm chiết khấu sâu (NT2):** EV/EBITDA TTM ở mức thấp 2.1x - chiết khấu 57% so với trung vị 5Y và sát đáy lịch sử (2.0x).
- Nhóm định giá hợp lý (POW):** EV/EBITDA TTM đạt 7.6x (cao hơn 6% so với trung vị 5Y), phản ánh sớm đóng góp công suất của siêu dự án Nhơn Trạch 3 & 4.
- Nhóm thủy điện tích lũy giá trị (REE, HDG):** EV/EBITDA TTM lần lượt ở mức 8.5x (chiết khấu 17% so với trung vị) và 7.2x (chiết khấu 5% so với trung vị), phản ánh bất lợi ngắn hạn của đỉnh El Niño.

4. Quan điểm đầu tư & Khuyến nghị:

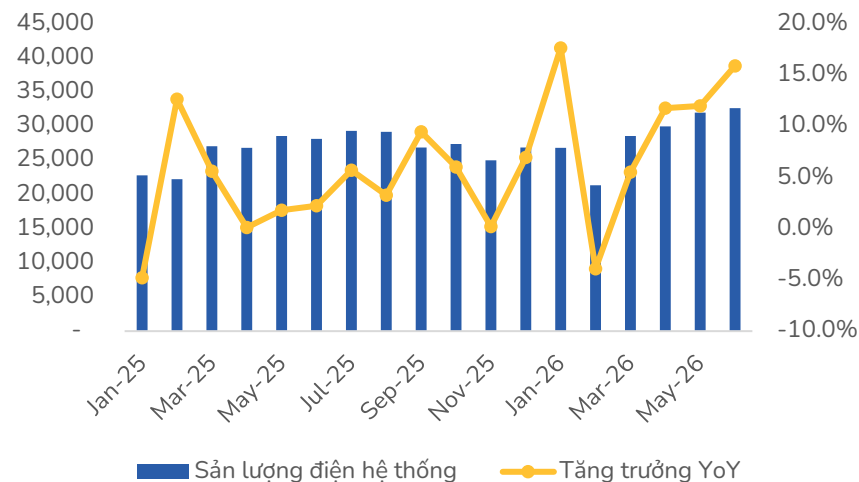
BSC duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** đối với nhóm Nhiệt điện giai đoạn 2H2026 - 2027 nhờ: (i) Nhu cầu huy động lớn và (ii) Giá FMP duy trì mức cao. Chúng tôi ưa thích nhóm cổ phiếu nhiệt điện: POW và NT2.

Hình: Định giá EV/EBITDA cổ phiếu ngành Điện 5Y



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Kể từ tháng 4/2026, sản lượng điện hệ thống bắt đầu tăng trưởng trên 10% (MWh)



Nguồn: EVN, BSC Research tổng hợp

1. Tổng quan ngành Phân bón 1H2026:

Trong nửa đầu năm 2026, ngành Phân bón ghi nhận sự phân hóa hiệu quả hoạt động giữa hai nhóm sản phẩm Ure và DAP, thể hiện những điểm lệch pha so với các giả định trong báo cáo gần nhất (Tháng 3/2026):

• Nhóm Ure (DPM, DCM) – Kết quả thực tế tích cực vượt dự phóng

Giá bán Ure nội địa trong Q2/2026 ước tính tăng mạnh +48% YoY và +39% QoQ nhờ nhịp tăng mạnh của giá Ure thế giới. Mức tăng thực tế này vượt xa kịch bản cơ sở của BSC trong báo cáo tháng 3/2026 (giả định giá bán trung bình cả năm 2026 chỉ tăng từ **+10% đến +15% YoY**). Nhờ tự chủ nguồn khí nội địa, các doanh nghiệp sản xuất hưởng lợi từ đà tăng giá bán vượt trội so với đà tăng của giá khí nguyên liệu đầu vào (ước tính chỉ tăng **+30% YoY** và **+3% QoQ**).

• Nhóm DAP (DDV) - Biên lợi nhuận thu hẹp mạnh do áp lực chi phí đẩy

Giá Lưu huỳnh chậm mức 1,300 USD/tấn (+74% QoQ; +241% YoY) do tình trạng phong tỏa eo biển Hormuz. Mức tăng đột biến này vượt mức dự phóng của BSC. Đà tăng mạnh của giá vốn nhanh hơn giá bán DAP trong nước, khiến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp thu hẹp đáng kể trong 1H.2026.

2. Triển vọng 2H.2026F - 2027:

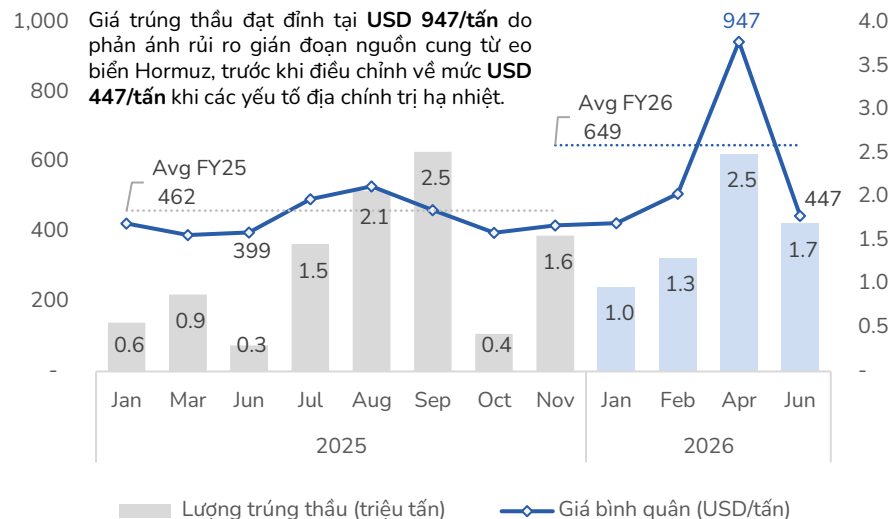
2.1 Triển vọng 2H.2026 – Nhịp trũng thấp điểm Q3 sau nền cao, kỳ vọng phục hồi trong Q4

Toàn ngành dự kiến ghi nhận nhịp giảm ngắn hạn trong Q3 từ mức nền đỉnh 1H/2026, trước khi hồi phục vào Q4.

(i) Nhóm Urê (DPM, DCM) – Áp lực điều chỉnh ngắn hạn Q3, neo sần giá vững chắc trong Q4:

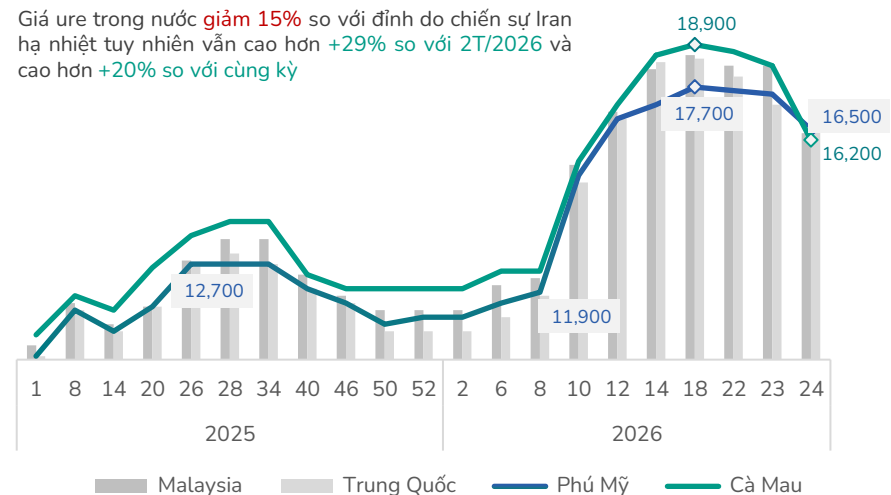
- Q3 áp lực: Giá bán thế giới và trong nước chịu áp lực giảm sâu đầu quý do người mua trì hoãn chờ giá giảm sau khi chiến sự kết thúc (mất phần bù rủi ro địa chính trị) và Trung Quốc nới lỏng xuất khẩu sớm từ tháng 6 (thay vì tháng 8 như kỳ vọng trước đó).

Hình: Kết quả các đợt thầu Ấn Độ giai đoạn 2025 – T6.2026



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Giá ure giảm so với đỉnh do chiến sự hạ nhiệt (VND/kg)



Nguồn: BSC tổng hợp



NGÀNH PHÂN BÓN: URE cân bằng giá bán & DAP biên gộp phục hồi

(Quay lại mục lục)

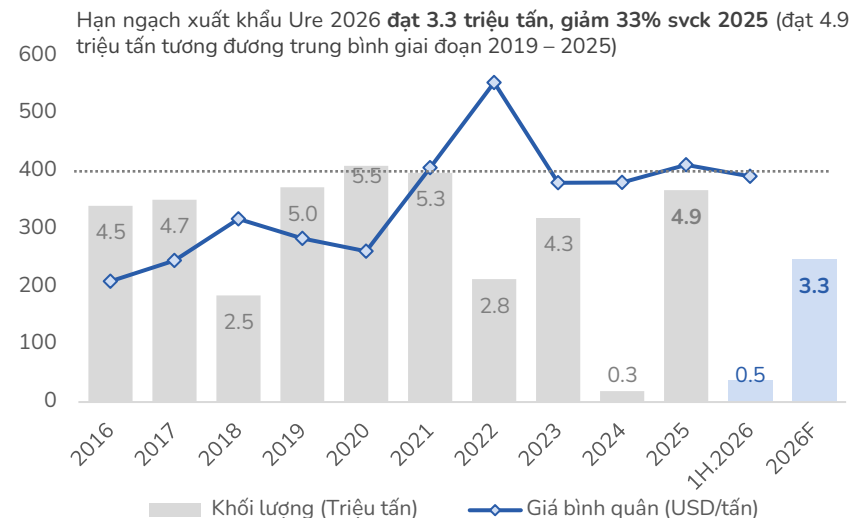
(i) Nhóm Urê (DPM, DCM) – Áp lực điều chỉnh ngắn hạn Q3, neo sàn giá vững chắc trong Q4:

- Ảnh hưởng từ việc chiến sự kết thúc: Căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt làm giảm hoạt động đầu cơ của các nhà thương mại quốc tế, khiến giá Urê thế giới nhanh chóng điều chỉnh giảm. Dù vậy, hoạt động lưu thông và thương mại thực tế vẫn đối mặt với nhiều rào cản. Ở chiều ngược lại, giá năng lượng giảm hỗ trợ giảm chi phí sản xuất Ure.
- Tổng hạn ngạch xuất khẩu Urê cả năm 2026 của Trung Quốc ước đạt **3.3 triệu tấn (-33% YoY)**, chia làm 2 đợt: đợt 1 (tháng 6) xuất ~1.5 triệu tấn thương mại và 400k tấn G2G; đợt 2 (tháng 8 - 10) xuất phần còn lại. Áp lực xả hàng nội địa của Trung Quốc được giảm thiểu nhờ cơ chế giá sàn xuất khẩu chặt chẽ để tránh tình trạng phá giá.
- Q4 hồi phục: Lực cầu phục vụ vụ Đông Xuân và chi phí sản xuất thế giới neo cao (giá khí tự nhiên cao) thiết lập mức sàn vững chắc cho giá nội địa.
- ASP cả năm: BSC **DUY TRÌ DỰ BÁO** giá bán bình quân cả năm tăng **+10% đến +15% YoY** nhờ nền Q2 cực mạnh bù đắp hoàn toàn cho Q3 thấp điểm.

(ii) Nhóm DAP (DDV) – Biên gộp cải thiện so với nền thấp nhờ lợi thế kép:

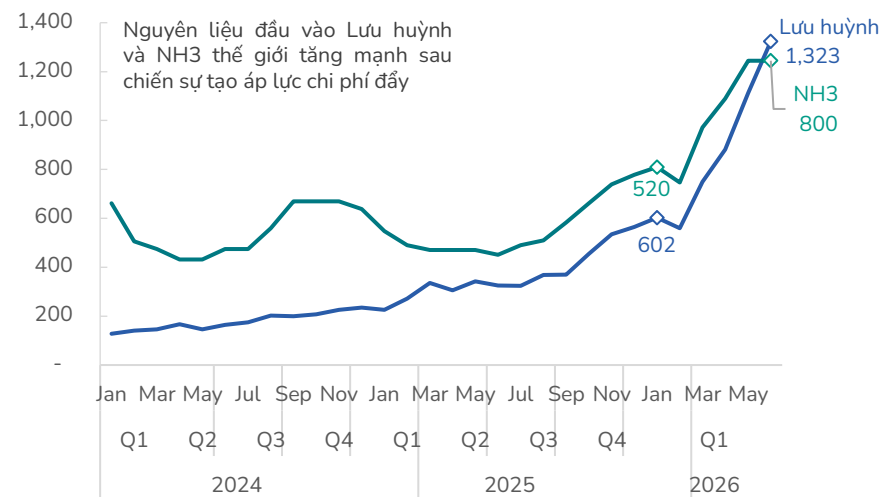
- Giá vốn giảm: Đỉnh giá lưu huỳnh nhập khẩu (\$1,300/tấn) đã qua nhờ Hormuz thông suốt. Kỳ vọng chi phí lưu huỳnh giảm mạnh và giá vốn hạ nhiệt từ nửa cuối năm 2026.
- Giá bán đầu ra neo ở mức cao: Trung Quốc tiếp tục **cấm xuất khẩu hoàn toàn đối với DAP** để bảo vệ thị trường nội địa. Việc thiếu vắng hàng nhập khẩu từ Trung Quốc giữ giá DAP trong nước neo ở mức cao.

Hình: Xuất khẩu Ure của Trung Quốc giai đoạn 2016 – 1H2026



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Giá ure giảm so với đỉnh do chiến sự hạ nhiệt (VND/kg)



Nguồn: BSC tổng hợp



2.2 Triển vọng 2027 – Cân bằng và hạ nhiệt sau nền cao

Ngành Phân bón dự phóng lợi nhuận giảm so với đỉnh 2026 nhưng kỳ vọng vẫn duy trì tăng trưởng dương so với năm 2025.

- **Nhóm Ure (DPM, DCM):** Lợi nhuận điều chỉnh giảm so với 2026 nhưng vẫn cao hơn 2025 nhờ giá bán bình quân giữ ở nền cao hơn, hỗ trợ bởi: **(i)** tiến trình phục hồi nguồn cung thế giới chậm và **(ii)** giá nông sản dự báo tăng cao bảo toàn sức mua của nông dân.
- **Nhóm DAP (DDV):** Biên gộp cải thiện so với mức nền thấp 2026 nhờ giá lưu huỳnh thế giới bình ổn và giá bán neo cao nhờ Trung Quốc duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu DAP.

3. Định giá

Các cổ phiếu nhóm ngành Phân bón đã chiết khấu về mức giá trị hợp lý. Định giá cổ phiếu nhóm Urê hiện tại đã chiết khấu sâu về vùng hấp dẫn, phản ánh trước lo ngại về việc lợi nhuận tạo đỉnh. Chi tiết tại Bảng dự báo.

4. Quan điểm của BSC

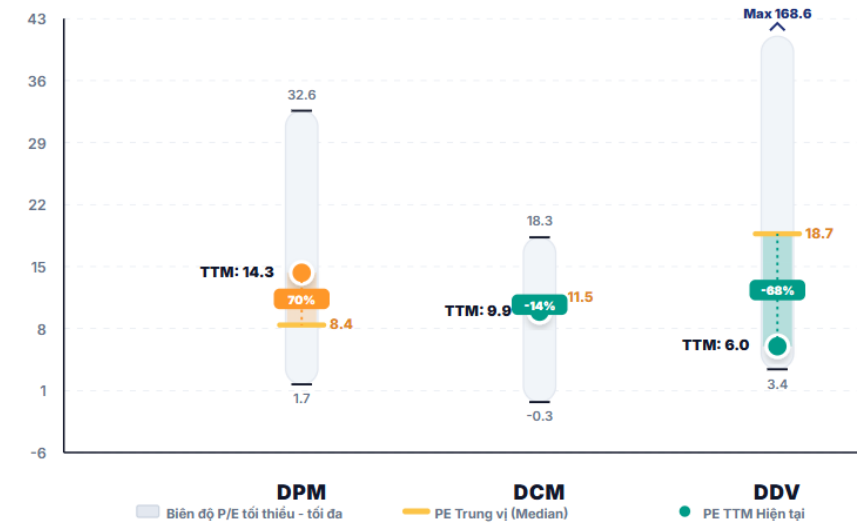
BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Phân bón giai đoạn 2H2026 - 2027 nhờ các rủi ro lớn nhất đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

- **Nhóm Urê:** Kỳ vọng phục hồi rõ nét từ quý 4/2026 và lợi nhuận năm 2027 duy trì tăng trưởng dương so với nền năm 2025.
- **Nhóm DAP:** Lợi nhuận phục hồi nhanh từ vùng đáy nhờ chi phí lưu huỳnh nguyên liệu giảm mạnh sau khi chiến sự kết thúc.
- **Chất xúc tác chính sách:** Luật thuế VAT 5% áp dụng trọn vẹn cả năm giúp tối ưu hóa chi phí đầu vào và củng cố vị thế cạnh tranh của các nhà sản xuất nội địa trước hàng nhập khẩu.

Từ hai nhóm doanh nghiệp trên, BSC đưa ra chiến lược đầu tư và khuyến nghị như sau:

- **MUA đối với nhóm Urê (DPM, DCM):** Tích lũy vị thế đối với cổ phiếu trong mùa thấp điểm Q3, hướng tới chu kỳ phục hồi nhu cầu nông nghiệp cao điểm vào vụ Đông Xuân (Q4).
- **THEO DÕI đối với nhóm DAP (DDV):** Kỳ vọng điểm đảo chiều từ vùng đáy, nhờ giá lưu huỳnh đầu vào hạ nhiệt nhanh chóng sau khi chiến sự tại khu vực Trung Đông hạ nhiệt.

Hình: Định giá P/E các doanh nghiệp phân bón so với trung vị 5Y



Nguồn: BSC tổng hợp



1. Tổng quan ngành Săm lốp 1H2026:

Trong 1H.2026, KQKD của nhóm Săm lốp ghi nhận suy giảm biên lợi nhuận gộp do sự đảo chiều đồng loạt của chi phí đầu vào, nổi bật là giá cao su tự nhiên tăng mạnh **(+9% YoY, +13% QoQ trong Q2/2026)** và cước logistics neo ở mức cao **(+12% YoY, +36% QoQ)** sau sự cố phong tỏa eo biển Hormuz.

2. Triển vọng 2H.2026 - 2027

Đối với phần còn lại của năm 2026 và năm 2027, BSC cho rằng triển vọng KQKD của nhóm Săm lốp sẽ tạo đáy trong Q3/2026 trước khi phân hóa và cân bằng lại nhờ các yếu tố:

- **Chi phí nguyên liệu thiết lập nền mới:** Giá cao su tự nhiên dự kiến neo cao trong 2H.2026 do El Nino thắt chặt nguồn cung. Sang năm 2027, giá dự báo hạ nhiệt **-5% đến -8% so với đỉnh 2026** nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn **+10% đến +15% so với trung bình giai đoạn 2021-2025**.
- **Giá cước vận tải biển hạ nhiệt:** Xu hướng giảm giá cước từ cuối Q3/2026 và kéo dài sang năm 2027 nhờ áp lực dư cung đội tàu container toàn cầu (công suất tăng **3.6%** vượt mức tăng cầu **3%**), giảm bớt áp lực chi phí logistics cho các tuyến xuất khẩu đi Mỹ và Brazil.
- **Nhu cầu phân hóa theo phân khúc:**
 - *Dòng lớp PCR (Du lịch):* Tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu thay thế từ nhóm xe điện EV và phục hồi từ mảng lắp ráp mới (OEM) khi chu kỳ thắt chặt lãi suất toàn cầu chấm dứt vào năm 2027.
 - *Dòng lớp LTR:* Tăng trưởng ổn định **(+4% đến +6% YoY)** là bệ đỡ sản lượng nhờ hoạt động logistics nội địa sôi động, dòng vốn FDI thúc đẩy hạ tầng sản xuất và nhu cầu vận tải thương mại phục hồi.

2. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì quan điểm **Trung Lập** đối với ngành Săm lốp giai đoạn 2H2026 - 2027 do:

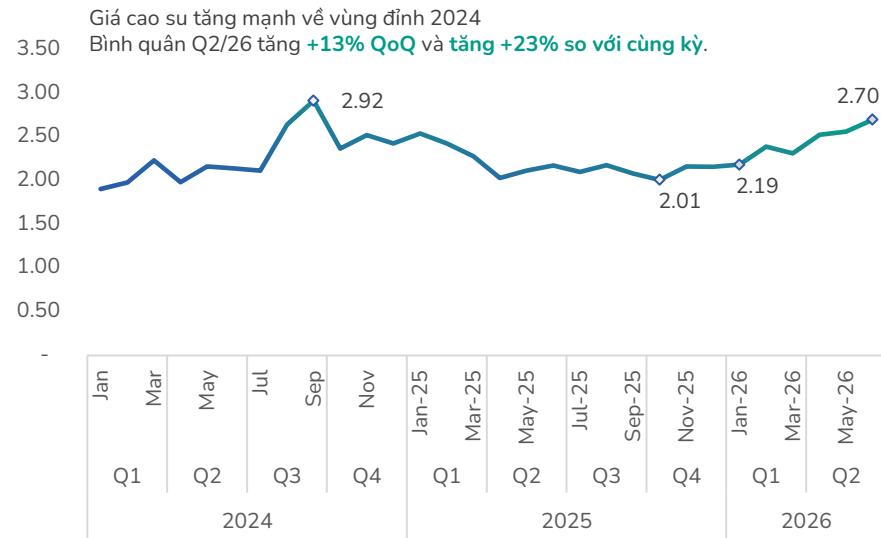
- Áp lực chi phí nguyên liệu (cao su tự nhiên) neo cao ăn mòn biên lợi nhuận gộp.
- Rào cản thuế chống bán phá giá tại Mỹ (lũy kế **31-32%**) và Brazil buộc doanh nghiệp phải tiếp tục duy trì cơ chế chia sẻ chi phí, trung hòa tác động tích cực từ việc cước tàu giảm.

3. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với **DRC** cho giai đoạn 2H.2026 - 2027 dựa trên quan điểm sau:

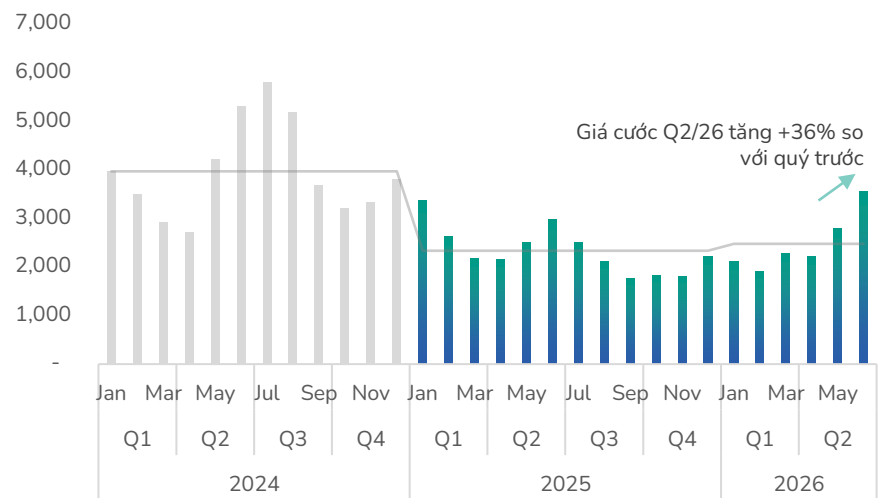
Định giá hiện tại đã phản ánh hầu hết rủi ro giá vốn nguyên liệu và chi phí logistics tăng cao trong 1H.2026, hạn chế dư địa giảm sâu nhưng cũng chưa đủ động lực mạnh để bứt phá.

Hình: Giá cao su tăng về tiệm cận đỉnh T9/2024 (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Giá cước vận tải tăng mạnh sau chiến sự



Nguồn: Bloomberg, BSC Research



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



1. Tổng quan ngành Q1.2026:

KQKD Quý 1 nhóm VLXD tương đối tốt khi được hưởng lợi từ (1) Giá bán tăng do chi phí nguyên vật liệu tăng, (2) Doanh nghiệp tận dụng được hàng tồn kho giá rẻ tích trữ từ cuối năm ngoái. Diễn hình:

- (1) Nhóm thép: (HPG, VGS, HSG, NKG, GDA): Doanh thu + 26% YoY, LNST – CĐTTS + 148% YoY chủ yếu do (1) giá bán thép + 12% YoY kéo theo tỷ suất lợi nhuận gộp cả nhóm thép khả quan, (2) HPG ghi nhận lợi nhuận bất thường từ bán dự án KĐT Phố Nối.
- (2) Nhóm Xi măng (HT1, BCC): Doanh thu + 17% YoY, LNST – CĐTTS = 67 tỷ VNĐ, trong khi cùng kỳ lỗ.
- (3) Nhóm Nhựa (BMP, NTP): Doanh thu + 11% YoY, LNST – CĐTTS + 12% YoY. Biên lợi nhuận gộp cải thiện do hàng tồn kho giá tốt. Biên lợi nhuận ròng gần như đi ngang do một số doanh nghiệp như BMP đưa ra chính sách khuyến mại giảm giá, bù đắp một phần cho biên lợi nhuận gộp.

2. Triển vọng 2026F -2H.2027:

KQKD Quý 2 duy trì khả quan so với Quý 1 nhờ: (1) Giá bán tăng mạnh từ Tháng 3 – Tháng 5 sẽ phản ánh trực tiếp vào đơn hàng Quý 2, (2) Sản lượng tăng do (i) Các đại lý tăng tích trữ hàng tồn kho trong bối cảnh giá bán tăng, (ii) Tính chu kỳ của ngành khi bước vào mùa cao điểm thi công xây dựng hạ tầng và dân dụng.

Triển vọng 2H.2026 – 2027F:

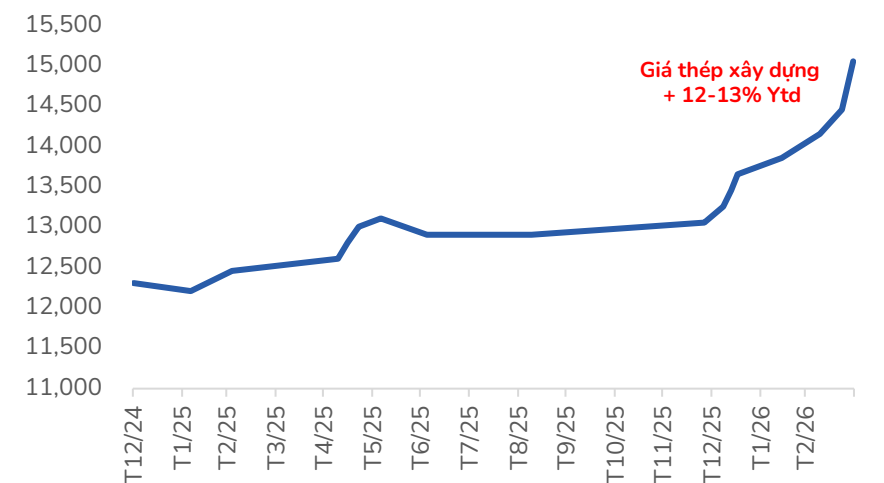
- (1) 2H. 2026: Đa số doanh nghiệp sẽ sụt giảm về KQKD trong Quý 3 trước khi hồi phục Quý 4. BSC xây dựng kịch bản chiến sự đã kết thúc vào Tháng 6, kéo theo các chi phí đầu vào sản xuất sẽ sụt giảm. Với việc (1) có độ trễ về đơn hàng nhập và xuất bán, (2) Quý 3 là quý thấp điểm về sản lượng, nên BSC cho rằng: KQKD nhóm Vật liệu xây dựng sụt giảm mạnh trong Quý 3, trước khi hồi phục vào Quý 4.
- (2) Đối với năm 2027: mặc dù chiến sự đã kết thúc, nhưng BSC cho rằng việc đứt gãy về chuỗi cung ứng khó có thể giải quyết nhanh. Quan điểm của BSC: (i) Giá dầu, các sản phẩm từ dầu sẽ cao hơn so với mức trước chiến tranh, (ii) Tồn tại rủi ro thiếu nguyên vật liệu sản xuất (như PVC, PE, . .). Việc giá dầu và các sản phẩm từ dầu giảm nhanh trong Tháng 6 chủ yếu do hàng tồn kho tích trữ cao mùa thấp điểm. BSC cho rằng giá dầu có thể duy trì mức nền cao lại vào cuối năm. Do đó, BSC bảo lưu quan điểm về lợi nhuận toàn ngành phân hoá trong năm 2027.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1.2026

Mã	Doanh thu	%YoY	LNG	% YoY	LNST - CĐTTS	%YoY
Thép						
HPG	53,313	40.5%	8,365	54.2%	8,994	168.9%
VGS	1,714	-4.6%	69	3.9%	45	10.6%
HSG	9,230	6.6%	1,052	-2.3%	119	-42.8%
NKG	3,278	-20.2%	85	-67.6%	22	-65.9%
GDA	3,589	-9.8%	160	-43.4%	52	-16.6%
Xi măng						
HT1	2,011	18.1%	249	84.6%	78	-948.1%
BCC	921	13.3%	76	206.1%	(10)	-82.4%
Nhựa						
BMP	1,485	5.4%	688	16.6%	304	5.9%
NTP	1,535	17.3%	442	23.4%	254	20.0%

Nguồn: BSC tổng hợp, BCTC

Bảng: Diễn biến giá thép xây dựng trong 1H.2026



Nguồn: BSC tổng hợp

Nhóm ít bị ảnh hưởng bởi đứt gãy chuỗi cung ứng, ghi nhận tăng trưởng tốt (>15% YoY) trong năm 2027.

- Nhóm sản xuất thép có chu trình dài như HPG: sẽ được hưởng lợi từ (i) Sản lượng tăng nhờ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động ổn định, (ii) Giá bán HRC tăng sau khi Việt Nam áp thuế CBPG chính thức, thuế Chống lẩn tránh đối với HRC khổ lớn.

Nhóm bị ảnh hưởng bởi đứt gãy chuỗi cung ứng đầu vào, bị ảnh hưởng ghi nhận mức tăng trưởng thấp (<15% YoY) trong năm 2027.

- Nhóm nhựa (BMP, NTP): BSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận của nhóm nhựa đã đạt đỉnh trong 2 năm qua. Giá PVC duy trì ở mức cao hơn trước chiến sự, ảnh hưởng tới khả năng tiêu thụ và biên lợi nhuận trong trung hạn.
- Nhóm thương mại thép: Biên lợi nhuận chịu sức ép giảm do (i) Sản lượng kênh xuất khẩu sụt giảm; và (ii) Yếu tố hỗ trợ từ giá bán tăng như trong 1H.2026 không còn.

3. Định giá:

Đa số các cổ phiếu nhóm ngành Vật liệu xây dựng đã chiết khấu về mức giá trị hợp lý. HPG (P/E FWD 2026 = 7.1x so với trung bình P/E = 8 – 10x), HT1 (P/B FWD 2026 = 1.0x), HSG, NKG (P/B FWD = 0.7 – 0.8x so với trung bình 1 giai đoạn 1 -1.3x), BMP (P/E FWD 2026 = 10x).

4. Chiến lược đầu tư:

Từ hai nhóm doanh nghiệp trên, BSC đưa ra chiến lược đầu tư như sau:

- Nhóm ít bị ảnh hưởng bởi đứt gãy chuỗi cung ứng. BSC khuyến nghị **MUA** đối với HPG.
- Nhóm vẫn bị ảnh hưởng đứt gãy chuỗi cung ứng đầu vào. Nhà đầu tư có thể tham gia đầu tư ngắn hạn tại các thời điểm định giá bị chiết khấu sâu và kỳ vọng phục hồi theo Kết quả kinh doanh như Quý 2, Quý 4.

5. Cổ phiếu khuyến nghị:

BSC khuyến nghị **MUA** đối với HPG, **THEO DÕI** đối với HSG, NKG, GDA, BMP, NTP, HT1, BCC

Bảng: Dự báo KQKD một số doanh nghiệp Quý 2.2026

Mã	Doanh thu thuần	% QoQ	% YoY	LNST - CĐTS	% QoQ	%YoY
Thép						
HPG	61,000	+16%	+70%	6,000 - 6,500	-28%	+52%
HSG	10,800	+20%	15%	200 – 230	+94%	-16%
NKG	3,500	+9%	-7%	50 - 70	+130%	-49%
Xi măng						
HT1	2,100	+12%	+8%	150-170	+92%	+33%
Nhựa						
BMP	1,580	+6%	+18%	330	+8%	+0%

Nguồn: BSC ước tính

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

Mã	Doanh thu	%YoY	LNST - CĐTS	% YoY	P/E FWD	P/B FWD
Thép						
HPG	221,884	42%	28,538	85%	7.1	1.3
HSG	38,323	5%	507	-31%	19.2	0.8
NKG	19,850	34%	202	1%	24.7	0.7
Xi măng						
HT1	8,799	+19%	435	+59%	12.1	1.0
Nhựa						
BMP	6,182	+12%	1,182	-4%	10.2	4.3

Nguồn: BSC tổng hợp



CẬP NHẬT DIỄN BIẾN NGÀNH 5T.2026

1. Diễn biến giá:

Trong Quý 2, giá vật liệu xây dựng tăng. Trong đó: **(1) Nhóm tăng giá do chi phí đầu vào liên quan tới dầu tăng bao gồm:** Q2, Thép xây dựng +18% YoY/10%-12% Ytd, Xi măng +15% YoY, Ống nhựa PVC +15% YoY. **(2) Nhóm tăng giá do hỗ trợ chính sách áp thuế CBPG:** Q2: HRC + 11% YoY/+15% Ytd.

Sang 2H.2026, BSC cho rằng đà tăng giá của đa số nhóm vật liệu xây dựng sẽ chững lại do (1) Nhu cầu bước vào mùa thấp điểm, đi kèm với việc giá bán tăng mạnh cũng ảnh hưởng tới sức mua, (2) Chi phí đầu vào liên quan dầu có xu hướng hạ nhiệt. Cụ thể, tại Tháng 6, BSC nhận thấy một số sản phẩm đã có xu hướng giảm giá như thép xây dựng -300 VNĐ/kg (-2% so với đỉnh), HRC – 10 USD/tấn (-2% so với đỉnh).

2. Diễn biến sản lượng:

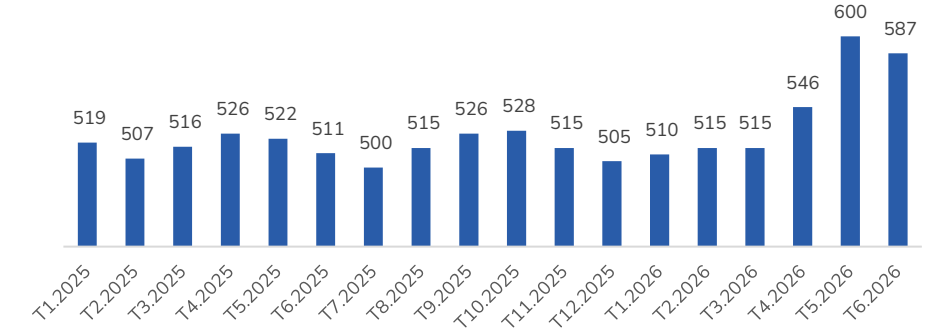
Trong Quý 2, sản lượng tiêu thụ nhóm vật liệu xây dựng khả quan.

- **Thị trường nội địa:** Thép xây dựng ước tính +10% YoY, Xi măng ước tính + 6% YoY do (1) thị trường nội địa hồi phục, (2) Như phân tích kể trên, giá tăng nhanh cũng tác động tới tâm lý của đại lý mua tích trữ hàng.
- **Thị trường xuất khẩu:** Thép HRC ước tính >30% YoY, Xi măng + 11% YoY chủ yếu do (1) Trung Quốc đã bị các quốc gia áp biên pháp bảo hộ, dẫn tới buộc phải giảm sản lượng, (2) Trung Quốc bắt đầu nâng cao các biên pháp quản lý môi trường, đóng các cơ sở ô nhiễm.

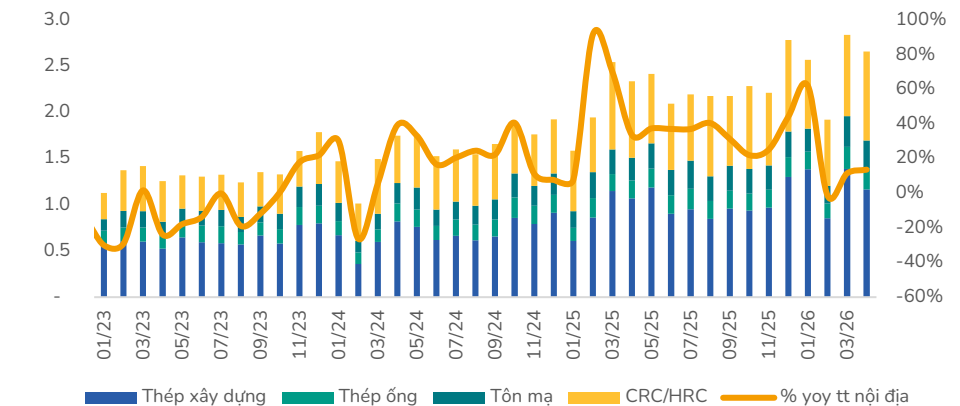
Sang 2H.2026, BSC cho rằng xu hướng phục hồi cơ bản sẽ tiếp diễn:

- Thị trường nội địa hưởng lợi từ Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công và bất động sản
- Thị trường xuất khẩu: BSC cho rằng việc Trung Quốc giảm sản lượng sản xuất sẽ là xu hướng. Đây là cơ sở để BSC kỳ vọng xu hướng phục hồi của một số mặt hàng như HRC, Xi măng tiếp tục trong 2H.2026. Ngược lại, một số mặt hàng khác như tôn mạ, ống thép (mà Việt Nam đã xuất khẩu mạnh trong 2-3 năm vừa qua), sẽ tiếp tục trong xu hướng giảm do Úc áp thuế CBPG.

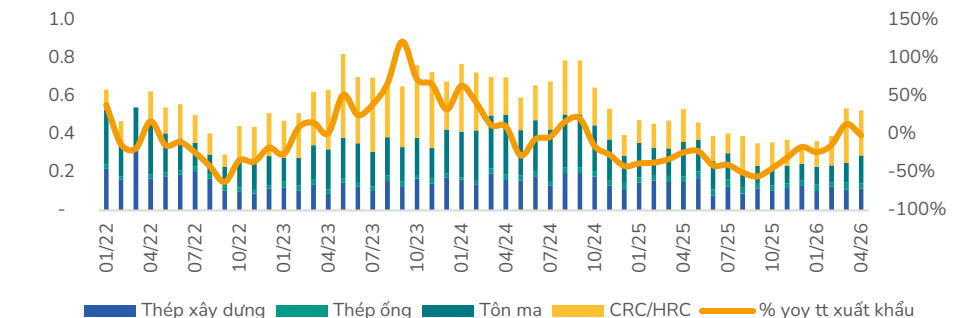
Bảng: Diễn biến giá HRC của HPG



Bảng: Diễn biến tiêu thụ nội địa của ngành thép



Bảng: Diễn biến tiêu thụ xuất khẩu của ngành thép



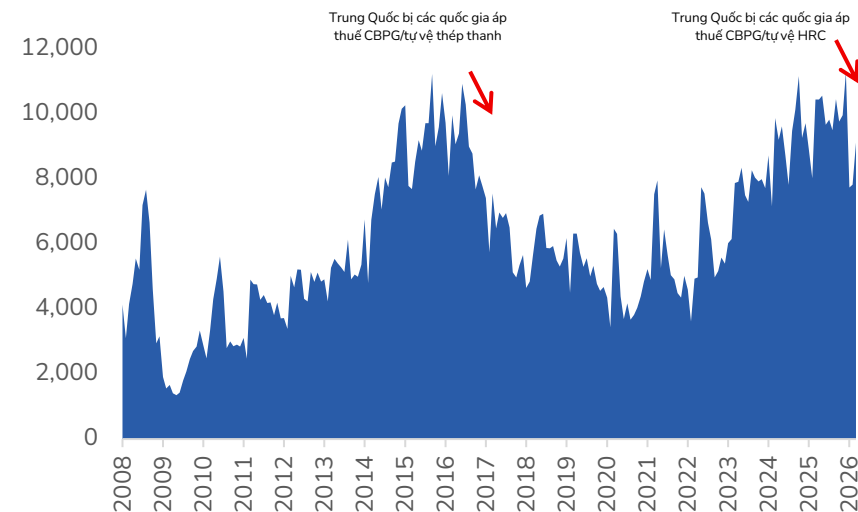
Nguồn: BSC tổng hợp



- 1. Thép: Trung Quốc đã bắt đầu cắt giảm sản lượng xuất khẩu.** Trong 5T.2026, sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc đạt 44.6 triệu tấn (-8% YoY). Với (i) xu hướng bảo hộ thép nội địa trên toàn cầu, (ii) căng thẳng địa chính trị leo thang, việc đẩy thép HRC qua nước thứ 3 để lách thuế không còn hiệu quả nữa. Do đó, BSC cho rằng Quý 4.2025 đã là đỉnh xuất khẩu thép của Trung Quốc. Quốc gia này sẽ buộc phải giảm sản lượng và giúp duy trì mặt bằng giá thép cao hơn trong giai đoạn 2027 – 2030.
- 2. Xi măng, Thép: T6.2026, Trung Quốc vừa ban hành quy định yêu cầu 9 ngành công nghiệp phát thải lớn,** trong đó có xi măng, thép, nhôm, kính nổi, phải hoàn tất việc đáp ứng các tiêu chuẩn hiệu quả năng lượng trước cuối năm 2028. Trong 3-5 năm vừa qua, công tác cắt giảm công suất tương đối chậm do áp lực về tăng trưởng kinh tế. Nếu Chính phủ Trung Quốc ấn định thời gian hoàn thành quy định này thì tiến độ buộc sẽ phải tăng tốc vào năm 2027.

Trong trường hợp Trung Quốc cắt giảm công suất mạnh hơn, BSC cho rằng đà tăng giá vật liệu xây dựng có thể kéo dài trong >1 Quý, làm thay đổi dự báo hiện tại. BSC lưu ý trong các Báo cáo mới nhất, theo quan điểm thận trọng, BSC chưa xét tới yếu tố Trung Quốc cắt giảm mạnh công suất.

Bảng: Sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc (triệu tấn)



Nguồn: BSC tổng hợp, Mysteel



NGÀNH XÂY DỰNG – KỲ VỌNG TĂNG TỐC GIẢI NGÂN TỪ QUÝ 3/2026

1. Tổng quan ngành Q1.2026:

Giải ngân đầu tư công còn chậm: Tính đến hết tháng 5/2026, tổng vốn đầu tư công đã giải ngân đạt 219,358 tỷ đồng (đạt 21.6% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, +13% so với cùng kỳ).

Nguyên nhân: BSC đánh giá tốc độ giải ngân 5T.2026 vẫn còn chậm do (i) Vướng mắc kéo dài trong việc giải phóng mặt bằng, (ii) Thiếu hụt và biến động giá vật liệu xây dựng (đất, cát san lấp) và (iii) Rào cản thay đổi từ thủ tục đầu tư và hệ thống pháp lý.

Tuy nhiên, tiến độ các dự án trọng điểm: Các dự án lớn vẫn được nỗ lực duy trì để đảm bảo đúng tiến độ đề ra, cụ thể như các dự án thành phần Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 đang trong giai đoạn thi công nước rút, dự án Cao tốc Quảng Ngãi - Hoài Nhơn, Vành Đai 4 Hà Nội, . . . duy trì sản lượng thi công bám sát và vượt kế hoạch.

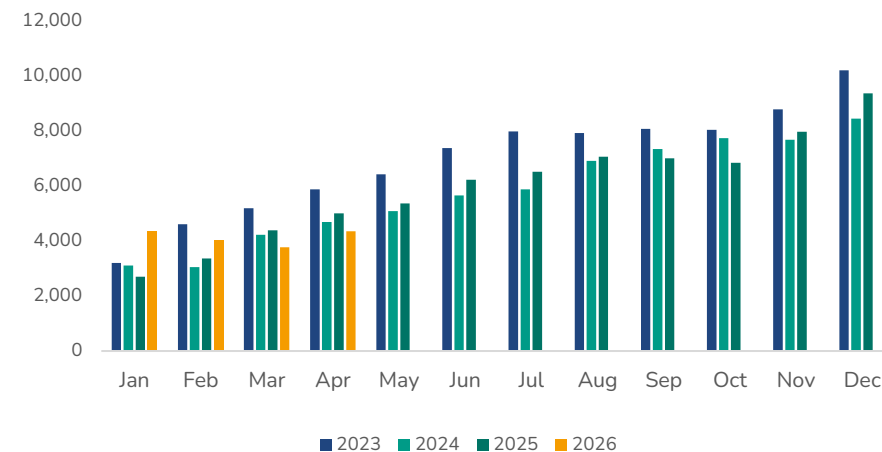
2. Triển vọng 2H. 2026: Điểm rơi đẩy mạnh giải ngân

BSC kỳ vọng quá trình giải ngân vốn ĐTC sẽ được Chính phủ thúc đẩy quyết liệt, đóng vai trò là trụ cột chính để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng GDP 10% trong năm 2026.

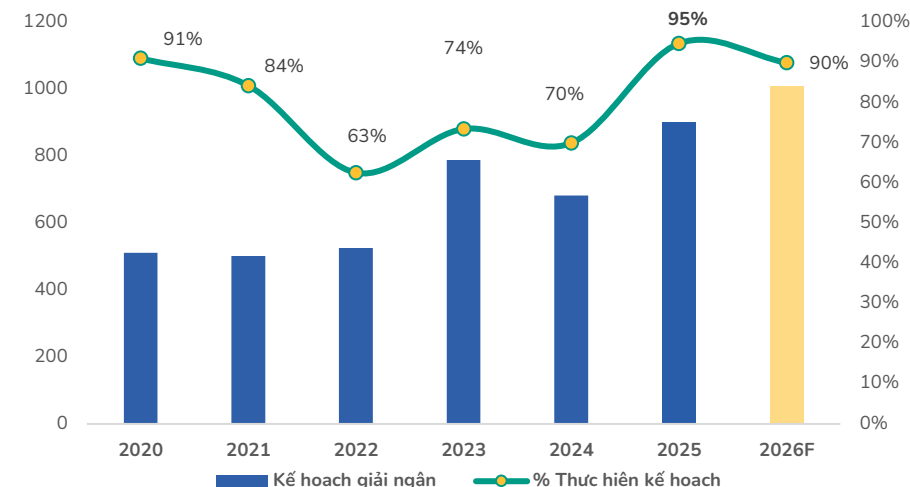
- **Mảng xây lắp:** Hướng đến chu kỳ mới 2026 – 2030 khi dòng vốn bắt đầu dịch chuyển vào các siêu dự án trọng điểm như Cao tốc Bắc - Nam phía Đông (Giai đoạn 2 mở rộng), Đại lộ Cảnh quan Sông Hồng, Sân bay Long Thành (Giai đoạn 2), . . . Hiện các nhà thầu chủ động tăng tốc triển khai thực địa tại các gói thầu xây lắp nền móng nhằm kịp nghiệm thu khối lượng trước khi bước vào mùa mưa.

BSC kỳ vọng tiến độ giải ngân sẽ tăng tốc từ Quý 3/2026, giúp tỷ lệ thực hiện giải ngân vốn ĐTC trong năm 2026 đạt khoảng 90% kế hoạch (tương ứng 950,000 – 1,000,000 tỷ đồng).

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



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





3. Định giá và quan điểm đầu tư:

Trong năm 2026, chiến lược đầu tư có sự phân hóa rõ nét dựa trên mức độ hấp dẫn của định giá. Cụ thể:

- **Nhóm xây dựng (LCG, HHV): BSC lựa chọn các doanh nghiệp có Backlog lớn.** Mặc dù tiến độ giải ngân đầu tư công trong những tháng đầu năm 2026 chưa đạt kỳ vọng, tuy nhiên (1) định giá của đa số cổ phiếu nhóm Xây dựng hạ tầng đã chiết khấu về mức hợp lý để tích lũy cho chu kỳ nửa cuối năm (P/B FWD 2026 quanh mức 0.5 – 0.7x, thấp hơn so với mức trung bình của ngành xây dựng là 1.x), (2) Tiến độ các dự án trọng điểm vẫn tốt.
- **Nhóm cung cấp vật liệu xây dựng (VLB, DHA, CTI):** Kết quả kinh doanh đối diện rủi ro sụt giảm do sản lượng tiêu thụ tăng thêm không đủ để bù đắp đà tăng của các chi phí đầu vào. Do đó, BSC không khuyến nghị đối với nhóm này. Nhà đầu tư tham gia khi có thông tin mới.

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

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

- **Nhóm cung cấp vật liệu xây dựng (VLB, DHA, CTI):** Các doanh nghiệp trong nhóm này đang gặp khó khăn do các vướng mắc pháp lý kéo dài liên quan đến thủ tục cấp phép mới, gia hạn thời gian khai thác và xin nâng công suất tại các mỏ đá hiện hữu. BSC sẽ thay đổi quan điểm khi các mỏ này xong pháp lý.
- **Nhóm BOT (HHV, C4G):** Các dự án BOT hiện tại vẫn đang gặp khó khăn do vướng mắc cơ chế. BSC kỳ vọng sang năm 2027, nguồn ngân sách nhà nước sẽ được giải ngân sau khi đã có Nghị định xử lý vướng mắc các doanh nghiệp BOT. Theo đó, các doanh nghiệp này có thể ghi nhận thu nhập bất thường.

Quan điểm đầu tư: Ưu tiên đầu tư vào các doanh nghiệp sở hữu khối lượng Backlog dồi dào và đảm bảo tốt tiến độ thi công. Khuyến nghị **MUA** đối với các cổ phiếu tiêu biểu như LCG và HHV, **THEO DÕI** đối với VLB, DHA

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

Mã	Doanh thu thuần	% YoY	LNST - CĐTTS	%YoY
Xây lắp và BOT				
HHV	4,655	22%	654	13%
LCG	4,624	54%	223	48%
Vật liệu xây dựng				
VLB	1,662	19%	316	18%
DHA	393	-3%	85	-22%

Nguồn: BSC ước tính

Bảng: Một số dự án trọng điểm của LCG và HHV

TT	Dự án	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới hết 2025	Backlog 2026 - 2027
LCG				
1	Đường song hành tỉnh Hưng Yên – Vành đai 4	2023 – 2026	60%	506
3	Đường di sản Hưng Yên	2024 – 2026	15%	3,055
4	Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	2024 – 2026	67%	428
5	Dự án xây dựng mở rộng đoạn Yên Bái - Lào Cai	2025 – 2026	0%	1,923
6	Dự án thành phần 3 – Cao tốc Quy Nhơn – Pleiku, đoạn tuyến Km90+000 – Km125+000	2025 – 2027	0%	2,173
HHV				
8	Đồng Đăng – Trà Lĩnh	2024 -2027	26%	1,443
9	Tân Phú – Bảo Lộc	2025 -2027	0%	1,993
10	Cao tốc Hồ Chí Minh – Chơn Thành – Thủ Dầu 1	2025 – 2027	0%	236
11	Vành Đai 4 HCM	2026 – 2027	0%	243

Nguồn: BSC tổng hợp



1. Tổng quan ngành Q1.2026:

KQKD Quý 1 toàn ngành khả quan, hưởng lợi từ (1) Giá bán mủ cao su tự nhiên tăng +4% YoY trong bối cảnh giá dầu và sản phẩm liên quan giá dầu tăng, (2) sản lượng tăng mạnh do mức nền thấp cùng kỳ bị ảnh hưởng bởi thời tiết và (3) một số doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận đột biến từ hoạt động thanh lý vườn cây cao su và đền bù đất. VD: PHR, GVR, . . .

2. Triển vọng 2026F:

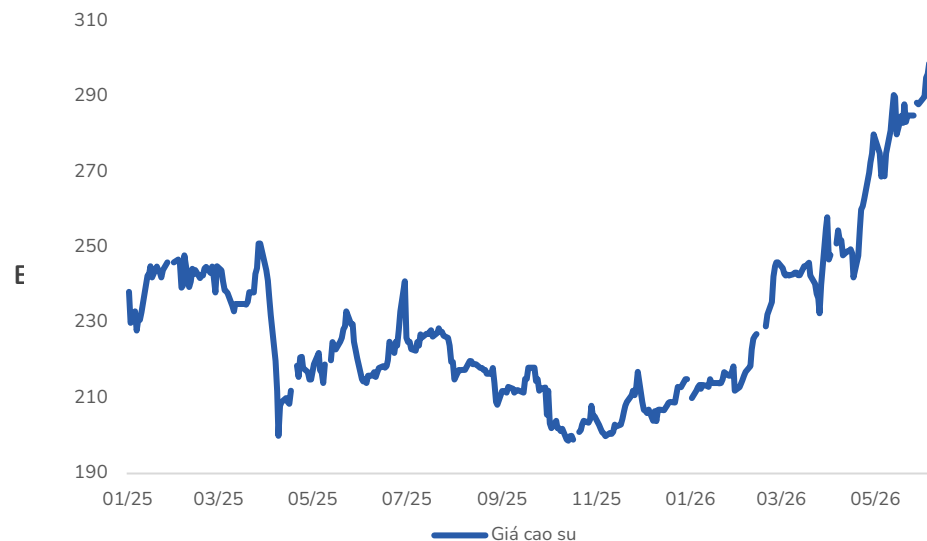
KQKD Quý 2 vẫn sẽ khả quan nhờ:

- **Cao su:** Giá bán tiếp tục neo cao trong giai đoạn Tháng 4 – Tháng 5 sẽ phản ánh trực tiếp vào Quý 2, giúp biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp cao su tiếp tục hưởng lợi.
- **Đền bù & hạch toán KCN:** Tiếp tục ghi nhận hạch toán dòng tiền từ đền bù đất Khu công nghiệp (KCN) và thanh lý tài sản. VD: PHR kỳ vọng nhận khoảng 1,619 tỷ VNĐ trong năm 2026 từ dự án KCN VSIP III và Thaco.

Triển vọng 2H.2026:

- **Cao su:** BSC cho rằng giá cao su nhiều khả năng đã đạt đỉnh trong Quý 2. Giá cao su giảm dần về cuối năm do (i) căng thẳng chính trị hạ nhiệt, (ii) nguồn cung phục hồi tăng khi bước vào vụ mới từ Quý 3. (ii) Nhu cầu tiêu thụ lốp xe toàn cầu có dấu hiệu chững lại – theo chia sẻ Ban lãnh đạo.
- **Đền bù & hạch toán KCN:** Lợi nhuận tiếp tục duy trì mức cao nhờ (i) Điểm rơi hạch toán lợi nhuận từ đền bù, bàn giao đất phát triển KCN (tiêu biểu như VSIP III, Thaco), (ii) Pháp lý triển khai các KCN đang được đẩy mạnh, gồm thanh lý cây cao su phục vụ chủ trương chuyển đổi mục đích sử dụng đất.

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



Nguồn: BSC tổng hợp

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

	Giá bán			
	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4
2023	33.3	30.2	34.5	35.2
2024	37.3	39	39	45
2025	45	57	50	51
2026F	46.4	51.3	63	55

Nguồn: BSC tổng hợp



NGÀNH CAO SU – CHỜ ĐỢI CÂU CHUYỆN TĂNG VỐN, TRIỂN KHAI KCN MỚI

Triển vọng năm 2027

- (1) Tiến độ triển khai các KCN mới nhanh hơn do có nguồn tiền mới từ đền bù đất cao su. VD: PHR dự kiến ghi nhận khoảng 3,385 tỷ VNĐ từ đền bù trong giai đoạn 2026 – 2027.
- (2) Các doanh nghiệp cao su tăng vốn để giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước: Đa số các doanh nghiệp cao su là Công ty nhà nước (Nhà nước nắm giữ tỷ trọng lớn như GVR: 96%). Nhà nước đang có kế hoạch giảm tỷ lệ xuống 75% hoặc 65% thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông đại chúng. Trong trường hợp tăng vốn thành công, đây có thể là nguồn lực tài chính mới để triển khai các KCN trong Backlog.
- (3) Hiệu quả hoạt động tăng: Đa số các doanh nghiệp cao su bao gồm nhiều cấp công ty thành viên. Qua trao đổi, Tập đoàn đang đẩy mạnh tinh gọn, cắt giảm các cấp trong năm 2026 – 2027. Điều này sẽ giúp cho các doanh nghiệp tăng trưởng được tỷ suất lợi nhuận ròng.

3. Quan điểm đầu tư và Định giá

- BSC khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm Cao Su. Đa số các cổ phiếu nhóm ngành cao su đã phản ánh một phần kỳ vọng chuyển đổi đất KCN vào giá. Điểm rơi lợi nhuận từ các dự án đền bù và thanh lý tài sản sẽ là yếu tố quyết định việc định giá lại trong thời gian tới.

4. Cổ phiếu khuyến nghị: BSC khuyến nghị **MUA** đối với PHR với giá mục tiêu **73,500 VNĐ/CP, Upside +15%.**

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1.2026

Mã	Doanh thu	%YoY	Lợi nhuận gộp	%YoY	Thu nhập khác, ròng	%YoY	LNST - CĐT S	%YoY
GVR	8,845	56%	2,337	43%	1,038	273%	2,251	85%
PHR	469	50%	117	14%	232	45659%	279	177%
DPR	203	87%	95.7	53%	2	-58%	65	56%
TRC	275	22%	74.6	-15%	41	82772%	100	42%

Bảng: Tổng hợp giá đền bù KCN

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

Nguồn: BSC tổng hợp



NGÀNH KHU CÔNG NGHIỆP- TĂNG TRƯỞNG KHÔNG ĐỒNG ĐỀU

1. Tổng quan ngành:

Trong 1H.2026, hoạt động bàn giao đất khu công nghiệp tương đối trầm lắng khi (1) doanh nghiệp chủ yếu tập trung đẩy mạnh hoàn thiện hạ tầng để kịp bàn giao đến NĐT trong 2H.2026 (2) hoạt động đầu tư của các FDI còn chậm ở khu vực các tỉnh phía Nam. Do đó, chúng tôi cho rằng KQKD của nhóm KCN trong nửa đầu năm sẽ ghi nhận giảm so với cùng kỳ.

2. Triển vọng 2H.2026

BSC cho rằng KQKD trong 2H.2026 của nhóm KCN sẽ có sự phân hóa rõ rệt, cụ thể:

- **Đối với nhóm KCN phía bắc (KBC,...)**, hoạt động bàn giao đất kỳ vọng sẽ ghi nhận tích cực trong 2H.2026 nhờ (1) hoạt động đầu tư của các FDI Trung Quốc có xu hướng tăng mạnh tại các tỉnh phía Bắc sau khi ông Tập Cận Bình thăm chính thức Việt Nam hồi T4.2025 (2) ngoài ra, ở các tỉnh phía bắc sở hữu vị trí thuận lợi cho việc cung ứng nguyên vật liệu, kết nối với Trung Quốc hơn phía Nam (3) BSC kỳ vọng những KCN như Quế Võ 2 MR, Nam Sơn Hạp Lĩnh, Trảng Duệ 3 có thể bắt đầu bàn giao cho Luxshare-ICT (Mou 96 ha), Goertek (Mou 33.6 ha),... trong 2H.2026.
- **Ở chiều ngược lại, tại khu vực phía nam (IDC, SZC,...)** hoạt động bàn giao, thu hút đầu tư có phần trầm lắng hơn khu vực phía bắc do (1) ảnh hưởng của thuế quan, căng thẳng địa chính trị khi KCN tập trung chính vào các ngành nặng tính chu kỳ và phụ thuộc xuất khẩu như luyện kim, hóa chất, dệt may, da dày (2) hạ tầng kết nối chưa hoàn thiện.
- TT-99 về việc thay đổi phương pháp hạch toán KCN, BSC đánh giá đối với nhóm tư nhân (KBC, IDC,...) vẫn sẽ ghi nhận 1 lần do (1) doanh nghiệp sẽ chuyển giao toàn bộ quyền quản lý, rủi ro và lợi ích gắn liền với tài sản cho đối tác (2) đồng thời ghi nhận trên 90% lợi ích thu về và xác định được các chi phí liên quan. Theo quan sát của chúng tôi, các doanh nghiệp phải phân bổ chủ yếu là các KCN thuộc sở hữu nhà nước (SZC) khi vẫn quản lý hạ tầng sau khi bàn giao.

Ngoài ra, Nghị quyết số 10 về phát triển kinh tế FDI được thông qua trong Q2.2026, chính phủ định hướng tập trung vào các FDI công nghệ, chuyển đổi từ thu hút bằng ỹ đãi về thuế sang cơ chế hỗ trợ dựa trên kết quả thực hiện cam kết, quản trị vòng đời dự án, chuyển giao công nghệ. Qua đó, đặt mục tiêu đến năm 2030 vốn đăng ký đạt 200 – 300 tỷ USD, thực hiện đạt 150 – 200 tỷ USD.

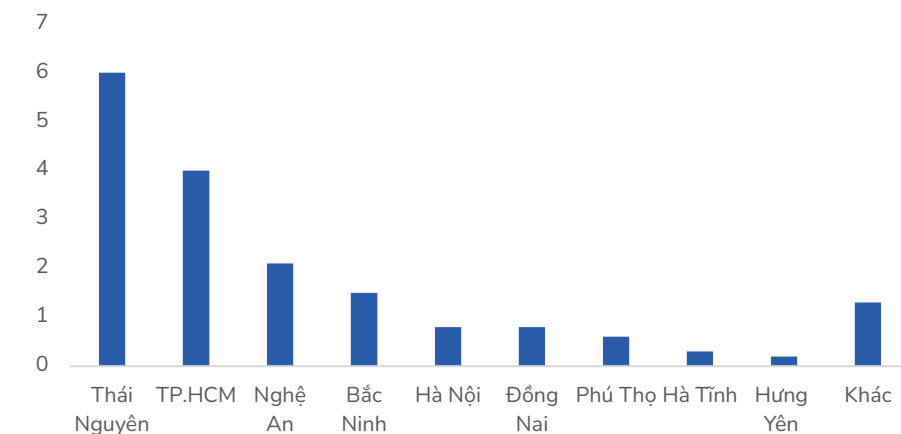
3. Quan điểm đầu tư

BSC hạ khuyến nghị đối với nhóm KCN từ Khả Quan xuống Trung Lập dựa trên quan điểm (1) KQKD của nhóm KCN trong 2026 dự báo không sự có tăng trưởng đồng đều trong bối cảnh thu hút FDI chỉ thực sự mạnh ở một số tỉnh trọng điểm phía bắc (2) dù vậy, định giá của các cổ phiếu KCN hầu hết đều đã ghi nhận chiết khấu so với bình quân 5 năm, nên chúng tôi sẽ xem xét thay đổi khuyến nghị dựa trên triển vọng kỳ biên bản ghi nhớ trong 2H.2026 (IDC và KBC đang giao dịch ở mức P/B FW 2026 = 1.7 và 0.9 so với trung bình 5 năm = 2.8 và 1.3).

4. Cổ phiếu khuyến nghị

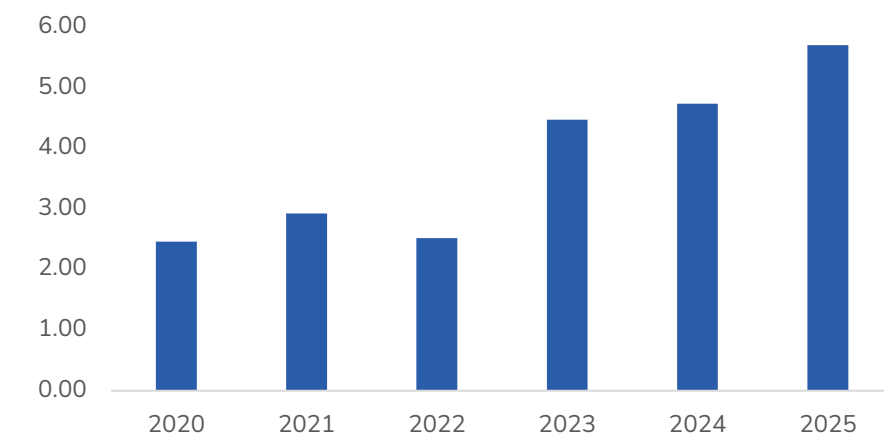
Chúng tôi lựa chọn KBC cho 2H.2026 do (1) triển vọng bàn giao KCN tích cực trong 2026 (chi tiết NĐT tham khảo tại [đây](#)) (2) định giá đã ghi nhận chiết khấu sâu so với đỉnh.

Hình: Vốn đăng ký FDI tập trung chủ yếu tại các tỉnh phía bắc trong 4T.2026 (tỷ USD)



Nguồn: FDI.gov

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



Nguồn: Finpro



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành:

Thị trường bất động sản đang chịu nhiều áp lực đến từ (1) môi trường lãi suất tăng, (2) giá bán cạnh tranh cao do nguồn cung lớn. Tuy nhiên, thị trường vẫn tồn tại nhiều điểm sáng khi hạ tầng quan trọng được đẩy mạnh triển khai và pháp lý không còn là nút thắt lớn. Thông qua phân tích độ nhạy giữa lãi suất và tỷ lệ vay, khả năng chi trả của các hộ gia đình tiêu chuẩn vẫn đáp ứng được trong bối cảnh vĩ mô hiện tại và chính sách bán hàng, hỗ trợ lãi suất kích cầu từ phía chủ đầu tư. **BSC đánh giá khả năng hấp thụ của các dự án đáp ứng nhu cầu ở thực vẫn được đảm bảo.**

Tuy nhiên, biên lợi nhuận ngành sẽ có xu hướng co lại, tìm điểm cân bằng mới do nghĩa vụ tài chính và cạnh tranh cao. Chúng tôi cho rằng quy mô từng dự án sẽ có xu hướng lớn hơn để bù đắp phần lợi nhuận suy giảm và những doanh nghiệp có hồ sơ năng lực tốt sẽ tiếp tục gia cố vị thế.

2. Triển vọng 2026F:

Nhìn chung, nhờ có lượng backlog lớn và tình hình tài chính đã cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc, các doanh nghiệp BĐS đang có sự chủ động hơn trong kế hoạch triển khai dự án và duy trì xu hướng “thanh lọc thị trường” qua các thương vụ M&A. Động lực vững chắc từ doanh số mở bán 2025-2026 vẫn sẽ dẫn dắt lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng ấn tượng. **Chúng tôi dự báo LNST-CDTS năm 2026/2027 của toàn ngành đạt lần lượt 46,339 tỷ VND (+2.3% YoY)/ 55,951 tỷ VND (+20.7% YoY), hoặc 2,817 tỷ VND (+12.8% YoY)/ 6,590 tỷ VND (+133.9% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM**

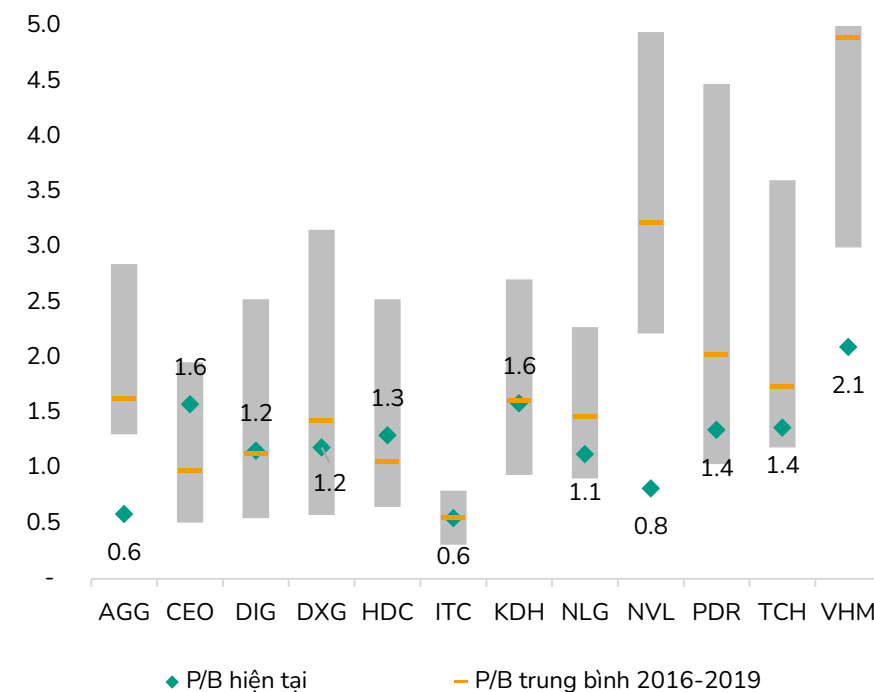
3. Quan điểm đầu tư

Ngành đang đối mặt nhiều thách thức, tuy nhiên BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng đầu tư ngành Bất động sản trong năm 2H2026-2027 khi định giá ngành đã về vùng hấp dẫn và (2) môi trường lãi suất có dấu hiệu tạo đỉnh, **(3)** tăng trưởng lợi nhuận được đảm bảo từ doanh số mở bán tốt trong 2025-2026

4. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu **TCH, NLG, DXG, KDH** dựa trên chuyển động tích cực rõ nét hơn của ngành bất động sản và định giá hiện tại.

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

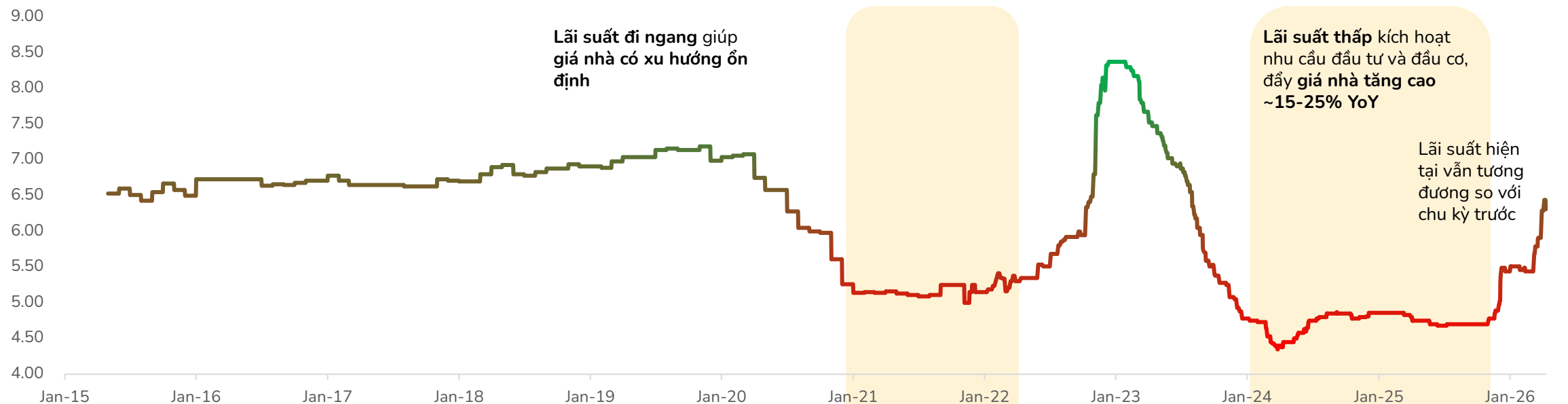


Nguồn: BSC tổng hợp

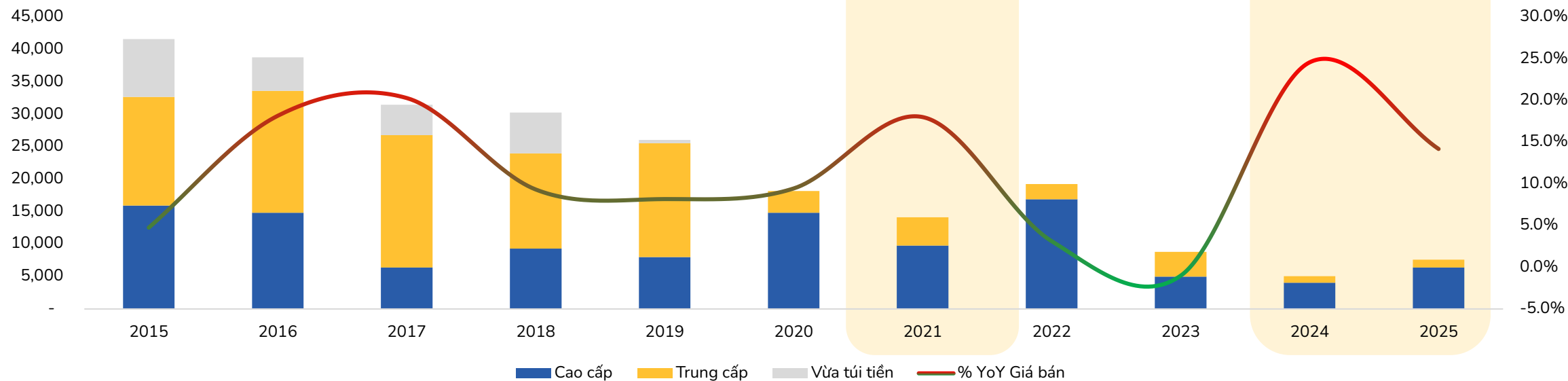


BẤT ĐỘNG SẢN: LUÔN CÓ SỰ ĐÁNH ĐỔI GIỮA GIÁ NHÀ VÀ LÃI VAY

Lãi suất huy động NHTM



Nguồn cung tại TP HCM



Thông qua bảng phân tích độ nhạy với **(1) giả định** bao gồm: giá nhà trung bình ở thời điểm sắp tới (theo kế hoạch mở bán của các doanh nghiệp), thời hạn khoản vay 25 năm, **(2) biến số** bao gồm: thu nhập hộ gia đình tối thiểu 50 triệu VND/tháng – mức không thể tiếp cận NOXH, giá trị khoản vay so với giá trị căn nhà và lãi suất. Chúng tôi cho rằng khoản chi phí tiền nhà hàng tháng ở mức khoảng 30-40% thu nhập là một mức an toàn và 50% là mức tối đa có thể chấp nhận được. Qua đó, BSC đánh giá khả năng chi trả của các hộ gia đình tiêu chuẩn (nhu cầu thực) vẫn đáp ứng được trong bối cảnh lãi suất vay mua nhà 10-10.5% và giá nhà trung bình ~80 triệu VND/m2.

% Chi phí nhà ở/thu nhập		% Lãi vay mua nhà									
		7.0%	8.0%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
% Tỷ lệ vay	40%	30%	33%	36%	37%	39%	40%	41%	44%	47%	50%
	50%	38%	41%	45%	47%	48%	50%	52%	55%	59%	63%
	60%	46%	50%	54%	56%	58%	60%	62%	67%	71%	75%
	70%	53%	58%	63%	65%	68%	70%	73%	78%	83%	88%

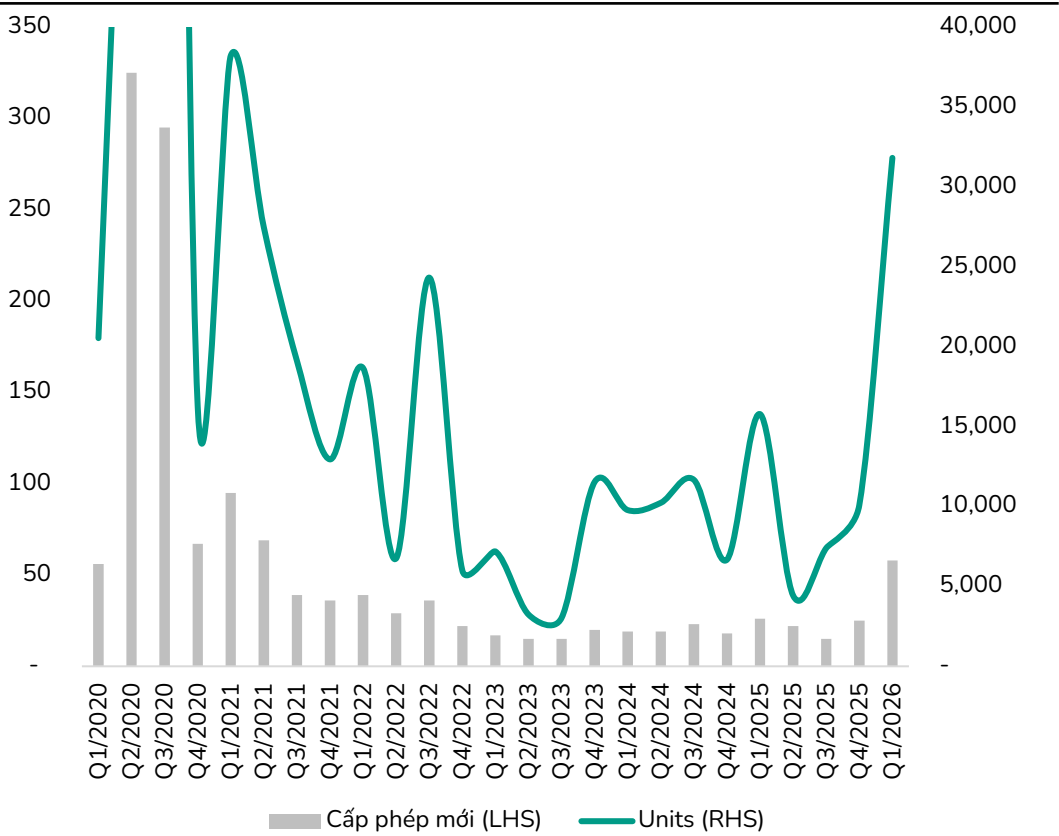
Giá bán trung bình (VND/m2)	80,000,000
Diện tích trung bình	70 m2
Kỳ hạn vay	25 năm
Giá căn hộ (VND/căn)	5,500,000,000
Thu nhập hộ gia đình	50,000,000

% Chi phí nhà ở/thu nhập		% Lãi vay mua nhà									
		7.0%	8.0%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
% Tỷ lệ vay	40%	25%	28%	30%	31%	32%	33%	35%	37%	39%	42%
	50%	32%	35%	37%	39%	40%	42%	43%	46%	49%	52%
	60%	38%	41%	45%	47%	48%	50%	52%	55%	59%	63%
	70%	44%	48%	52%	54%	56%	58%	61%	65%	69%	73%

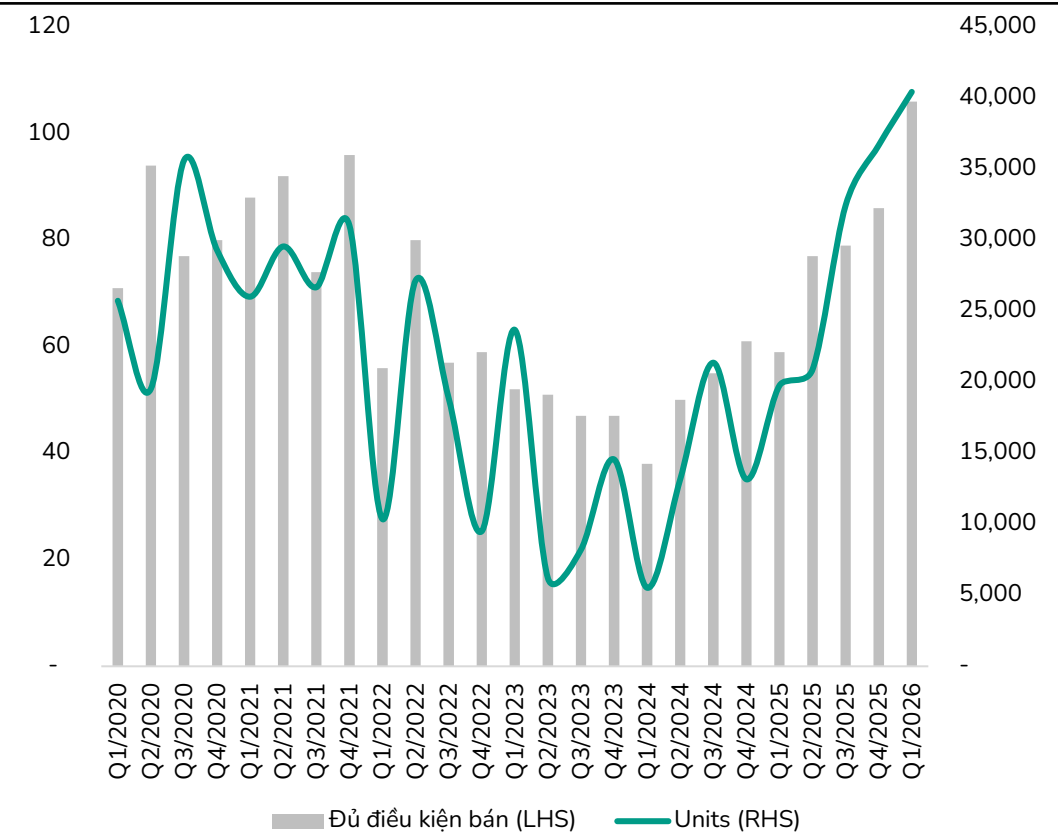
Giá bán trung bình (VND/m2)	80,000,000
Diện tích trung bình	70 m2
Kỳ hạn vay	25 năm
Giá căn hộ (VND/căn)	5,500,000,000
Thu nhập hộ gia đình	60,000,000

Theo báo cáo của TP HCM, trong năm 2025, Tổ Công tác 1645 đã tổ chức 56 cuộc họp xem xét, tháo gỡ vướng mắc về cấp sổ hồng cho 250 dự án. Qua đó, có 218 dự án với hơn 130.000 căn nhà đã được tháo gỡ vướng mắc để cấp giấy chứng nhận. Còn 32 dự án có vướng mắc (14.673 bất động sản được UBND thành phố yêu cầu phải giải quyết ít nhất 30% hồ sơ mỗi quý). **Chúng tôi đánh giá nút thắt pháp lý không còn là trọng tâm chú ý của thị trường ở thời điểm hiện tại**, khi mà hành lang pháp lý dần được thông suốt, quy trình xử lý được chuẩn hóa, hệ thống dữ liệu được thu thập thông qua sàn giao dịch bất động sản tập trung đang và sẽ tiếp tục giúp quá trình hoàn thiện pháp lý dự án được “trơn tru” và đẩy nhanh.

Số lượng sản phẩm được cấp phép mới trong 1Q2026 cao gấp đôi cùng kỳ và gần tương đương cả năm 2025



Số lượng sản phẩm đủ điều kiện ký HĐMB tăng +105% YoY và +10% QoQ trong 1Q2026

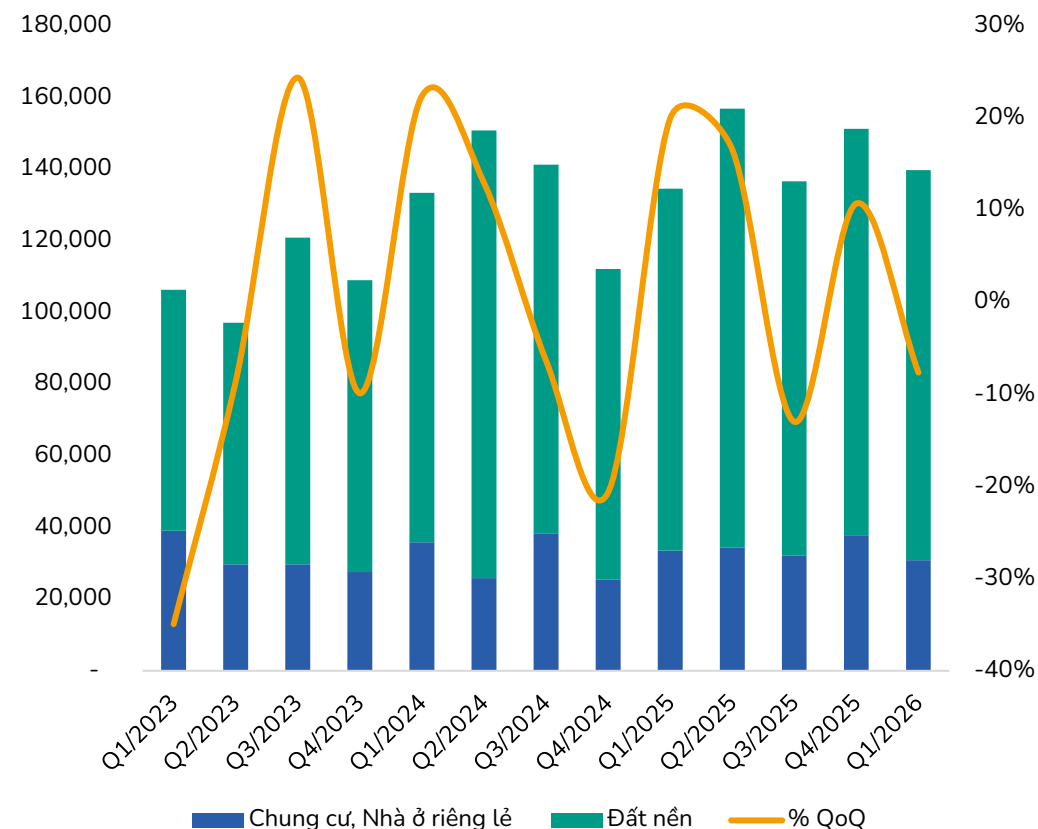


Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

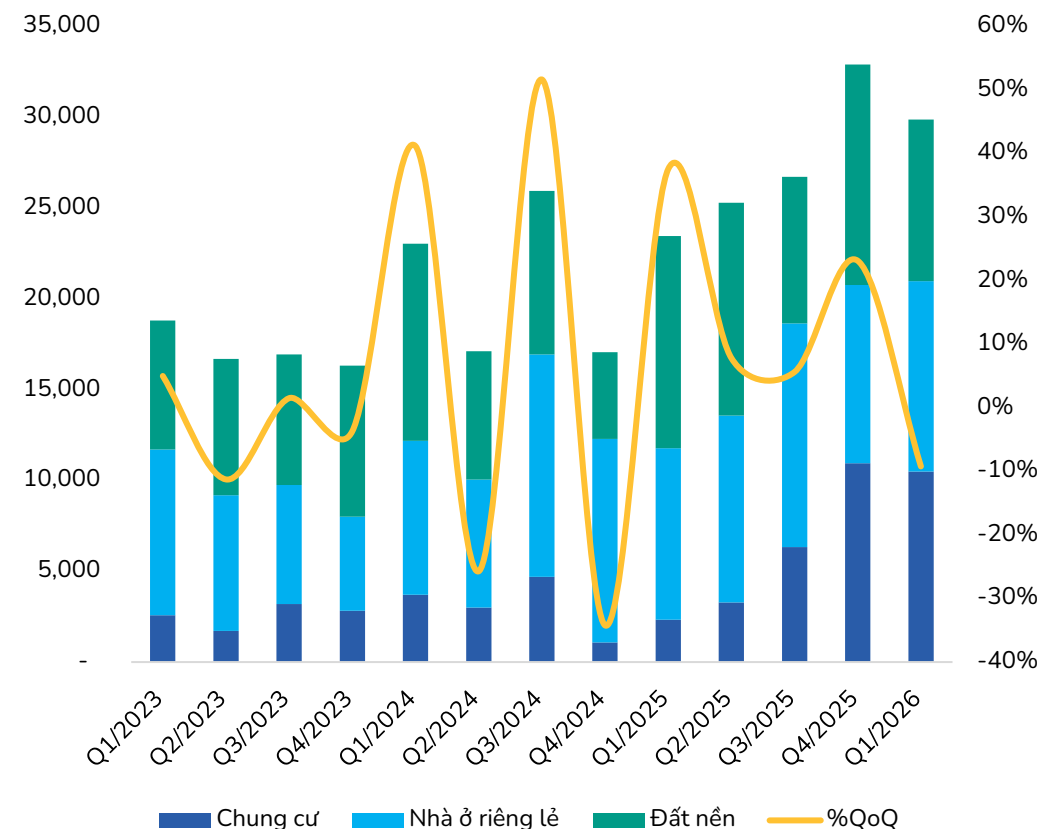


Mặc dù tâm lý của người mua nhà có phần tiêu cực trong 4Q2025-1Q2026, tuy nhiên **lượng giao dịch nhà ở vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng tốt +3.9% YoY, -8% QoQ** và chúng tôi cho rằng lượng hàng tồn kho đạt kỷ lục chủ yếu được dẫn dắt bởi số lượng sản phẩm được cấp phép và số lượng sản phẩm đủ điều kiện mua bán được phê duyệt trong 4Q2025.

Lượng giao dịch cả sơ cấp và thứ cấp vẫn duy trì ở mức cao dù lãi suất bất lợi với mức tăng +3.9% YoY, -8% QoQ



Lượng hàng tồn kho BĐS trong 1Q2026 tăng +27% YoY và giảm -9% QoQ





BẤT ĐỘNG SẢN: TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN: PHỤC HỒI VỀ MỨC NỀN CAO

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

Nhìn chung, nhờ có lượng backlog lớn và tình hình tài chính đã cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc, các doanh nghiệp BĐS đang có sự chủ động hơn trong kế hoạch triển khai dự án và duy trì xu hướng “thanh lọc thị trường” qua các thương vụ M&A. Động lực vững chắc từ doanh số mở bán 2025-2026 vẫn sẽ dẫn dắt lợi nhuận toàn ngành tăng trưởng ấn tượng. **Chúng tôi dự báo LNST-CDTS năm 2026/2027 của toàn ngành đạt lần lượt 76,266 tỷ VND (+36% YoY)/ 91,893 tỷ VND (+21% YoY), hoặc 16,402 tỷ VND (+11% YoY)/ 26,582 tỷ VND (+62% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM.**

Doanh thu mở bán mới phục hồi mạnh từ 2025-2026

Presales (tỷ VND)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
VHM	64,400	78,900	128,200	87,000	103,900	205,300	220,315	299,494
NLG	3,812	5,925	10,152	3,920	5,204	11,855	15,158	17,628
KDH	2,600	3,145	2,699	5,313	2,221	4,521	6,429	9,308
DXG	6,600	5,587	3,038	-	-	10,971	13,717	24,786
NVL	31,466	36,805	44,924	-	-	-	-	7,500
PDR	3,828	3,620	-	-	1,800	4,871	5,426	8,066
DPG	805	943	602	-	-	724	3,095	3,336

... là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 2026-2027

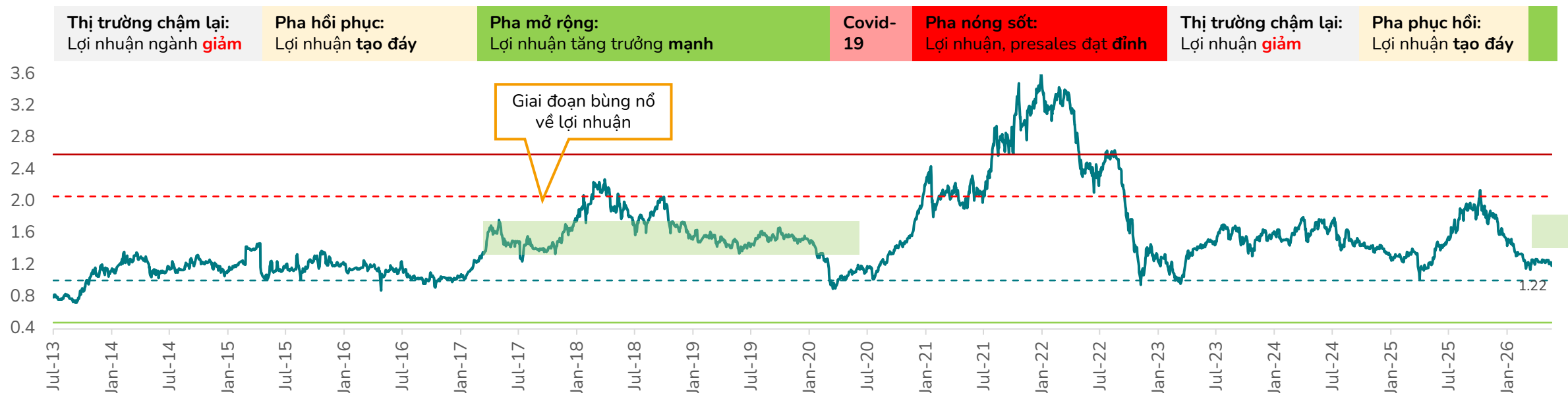
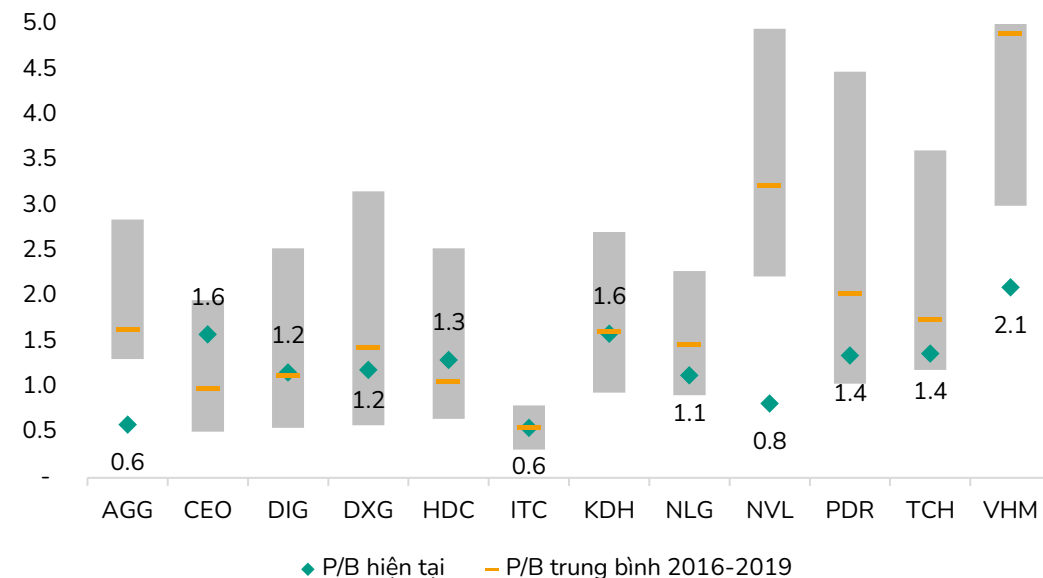
%YoY LNST-CDTS	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
VHM	26%	42%	-26%	16%	8%	14%	6%	13%
NLG	-13%	28%	-48%	-13%	6%	37%	5%	49%
KDH	26%	4%	-8%	-35%	48%	-1%	9%	47%
DXG	-141%	-333%	-81%	-20%	54%	-14%	-2%	1096%
NVL	14%	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a	n/a
PDR	40%	53%	-39%	-40%	-77%	232%	37%	60%
DPG	1%	75%	12%	-47%	10%	46%	18%	54%

BẤT ĐỘNG SẢN: ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN: VỀ VÙNG CẬN DƯỚI CỦA CHU KỲ

Các cổ phiếu ngành bất động sản đã trải qua đợt điều chỉnh mạnh trong 4Q25-1Q26 với mức chiết khấu so với đỉnh dao động từ 30-50% so với đỉnh được thiết lập vào tháng 10/2025, tiêu biểu bao gồm DXG -39.3%, PDR -38.6%, NLG -34.6%, TCH -32.2%, KDH -30.5%.

Hiện tại, ngành BĐS đang giao dịch tại P/B trung vị = 1.3x – thấp hơn mức P/B trung bình 1.5x trong cả chu kỳ trước (2013-2022), và cũng là **mức định giá cận dưới trong giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận mạnh của chu kỳ trước 2017-2019**.

Do đó, chúng tôi tin rằng cấu trúc dịch chuyển lành mạnh của thị trường trong chu kỳ mới được khẳng định bởi triển vọng lợi nhuận rõ ràng và định giá hấp dẫn hiện tại là những yếu tố dẫn dắt giúp ngành được tái định giá tích cực trong thời gian tới.





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



KỲ VỌNG VĨ MÔ KHỞI SẮC TRONG 2H/2026?

Tóm tắt sự kiện và cập nhật giả định về kỳ vọng 2026:

Biến động vĩ mô toàn cầu: Tiến triển trong đàm phán tại Trung Đông, dẫn dắt kỳ vọng hạ nhiệt áp lực CPI, đan xen với thách thức lãi suất neo cao và phòng vệ thương mại từ Mỹ.

Vĩ mô trong nước tín hiệu khởi sắc: Chính phủ kiên định mục tiêu vĩ mô - Cơ sở của kỳ vọng tăng trưởng nửa cuối năm 2026: [Khởi thông dòng vốn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế](#)
[Lành mạnh hóa tích trữ kết hợp với kỳ vọng lạm phát \(CPI\) hạ nhiệt, nhằm củng cố niềm tin thị trường trong trung và dài hạn, nhằm kích thích tăng trưởng.](#)

Biến động
vĩ mô toàn
cầu

TIẾN TRIỂN ĐÀM PHÁN TẠI TRUNG ĐÔNG?

Sơ bộ đình chiến; thông suốt eo biển Hormuz; hoãn đàm phán hạt nhân (60 ngày).

- Tâm lý tích cực trong ngắn hạn, kỳ vọng giảm áp lực CPI
- Cần lưu ý: Thiếu cơ chế giám sát và lộ trình dỡ trừng phạt; Israel/Hezbollah đứng ngoài.

FED DUY TRÌ LÃI SUẤT CAO

- Quyết định lãi suất: Fed giữ nguyên lãi suất điều hành ở mức **3,5% - 3,75%** (lần thứ 4 liên tiếp)
- Kiểm soát lạm phát được đặt trên kỳ vọng hỗ trợ tăng trưởng

ẢN SỐ TỪ MỤC 301:

Lao động cưỡng bức, Bảo hộ sở hữu trí tuệ và Dư thừa công suất cấu trúc

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

Vĩ mô trong
nước tín
hiệu khởi
sắc

SỐ LIỆU T4-T5/2026 NÓI GÌ?

- CPI tăng mạnh trên +5.4%- cao nhất từ 2020 và vượt CPI mục tiêu 4.5% và TMBLHH tăng >11% YoY (loại yếu tố giá tăng > 6%)
- Điểm sáng từ PMI đạt trên 50.5 điểm và 52.8 điểm (T5/2026)

CHÍNH PHỦ KIÊN ĐỊNH VỚI MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG VÀ ỔN ĐỊNH VĨ MÔ

Động lực kỳ vọng tăng trưởng nhờ (1) kỳ vọng CPI hạ nhiệt và (2) Chính phủ quyết tâm triển khai các giải pháp đồng bộ

- Ban hành thể chế khởi thông dòng vốn FDI, ổn định thanh khoản hệ thống,...;
- Lành mạnh hóa thị trường bằng cách triệt phá tội phạm tài chính, hàng giả để bảo vệ người tiêu dùng và định hướng dòng vốn chính thống;
- Sửa đổi Luật Thuế thu nhập cá nhân nhằm tăng thu nhập khả dụng, kích cầu tiêu dùng dài hạn trong bối cảnh áp lực lạm phát giảm bớt.



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng KQKD năm 2026: (1) Điều chỉnh so với báo cáo gần nhất: Tăng mạnh dự phóng nhóm bán lẻ hiện đại (MWG, MSN) và giảm mạnh dự phóng của nhóm hàng không (HVN) **(2) Top ngành dẫn dắt tăng trưởng 2026:** Bán lẻ hiện đại (+51%YoY), Cảng biển (+26%YoY), CNTT (+16%YoY) và thủy sản (+15%YoY)

Chiến lược đầu tư chọn lọc: (1) Tăng trưởng tích cực kết hợp với định giá hấp dẫn và (2) Định giá chiết khấu sâu so với giá trị trung bình 5 năm loại bỏ giai đoạn nhiễu.

TRIỂN VỌNG NĂM 2026 – NHÓM NGÀNH ĐÁNG CHÚ Ý

Bán lẻ hiện đại [Khả Quan] – DN tiêu biểu: MWG,MSN,PNJ,FRT

- Động lực tăng trưởng doanh thu: Nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần, tăng độ phủ cửa hàng trong pha đầu của chu kỳ chuyển dịch ngành sang hướng minh bạch và chính hãng.
- Biên lợi nhuận duy trì mức nền cao nhờ mô hình vận hành đã được tối ưu

Cảng biển [Khả quan] – DN tiêu biểu: GMD

- Tăng trưởng sản lượng từ việc mở rộng các tuyến dịch vụ mới, tăng công suất và hưởng lợi từ mặt bằng thuế quan thấp
- Xu hướng tăng giá xếp dỡ và dịch vụ GTGT hỗ trợ biên lợi nhuận

Vận tải biển [Khả quan] – DN tiêu biểu: PVT

- Đội tàu mở rộng tăng quy mô doanh thu
- Tái ký hợp đồng định hạn với mức nền giá cước cao hơn – hỗ trợ biên lợi nhuận

Công nghệ thông tin [Khả Quan] – DN tiêu biểu: FPT

- Kỳ vọng mảng CNTT tại các thị trường nước ngoài hồi phục nhờ lượng hợp đồng CNTT hồi phục ban đầu (4T.2026 +33% yoy)

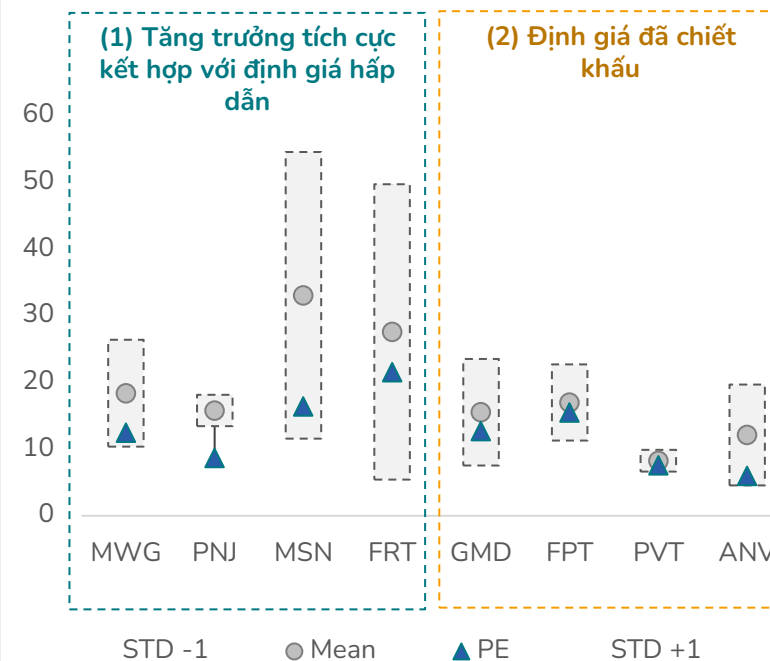
Thủy sản [Trung lập] – DN tiêu biểu: ANV

- Nhu cầu xuất khẩu tại các thị trường lớn như Mỹ hồi phục. Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào tăng, biên lợi nhuận vẫn duy trì nhờ (1) xu hướng tăng giá xuất khẩu, (2) tự chủ vùng nuôi nguyên liệu.

Tiêu dùng [Trung lập]

- Nhóm Sữa (VNM) kỳ vọng duy trì tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ chốt hợp đồng NVL giá thấp và hoàn thành chiến lược tái định vị. Nhóm thịt heo (DBC) kỳ vọng giảm so với cùng kỳ do giá TACN tăng và giá bán đi ngang hoặc chỉ cải thiện nhẹ.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ





1. Tổng quan ngành:

Trong 1H.2026, KQKD của nhóm CNTT ghi nhận tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng của BSC do các hợp đồng ký mới tại khu vực APAC trong giai đoạn cuối 2025 chưa được ghi nhận.

2. Triển vọng 2H.2026

Đối với phần còn lại của năm 2026, BSC cho rằng triển vọng KQKD của nhóm CNTT sẽ ghi nhận tăng trưởng khả quan hơn so với 1H.2026 và cùng kỳ 2025 nhờ:

- Lượng hợp đồng ký mới duy trì đà hồi phục tích cực (lũy kế 4T.2026 +33% yoy) tập trung chính ở thị trường Nhật Bản, EU và APAC. Ngoài ra, trong trường hợp căng thẳng địa chính trị sớm kết thúc, tâm lý của doanh nghiệp được cải bỏ, tốc độ hồi phục của ngành kỳ vọng sẽ được đẩy mạnh hơn nữa.
- Tại thị trường trong nước, việc chính phủ thúc đẩy chuyển đổi số toàn diện tại các bộ ngành kỳ vọng đem lại khối lượng công việc lớn cho mảng phần mềm của FPT hay CMG.
- Mặt khác, đối với các doanh nghiệp hạ tầng CNTT (CTR, FPT, ELC) sẽ giảm hoặc ngừng đầu tư mở rộng do (1) ứng dụng 5G triển khai chậm hơn kỳ vọng (2) tập trung lấp đầy các hạ tầng CNTT đã đầu tư trước đó.

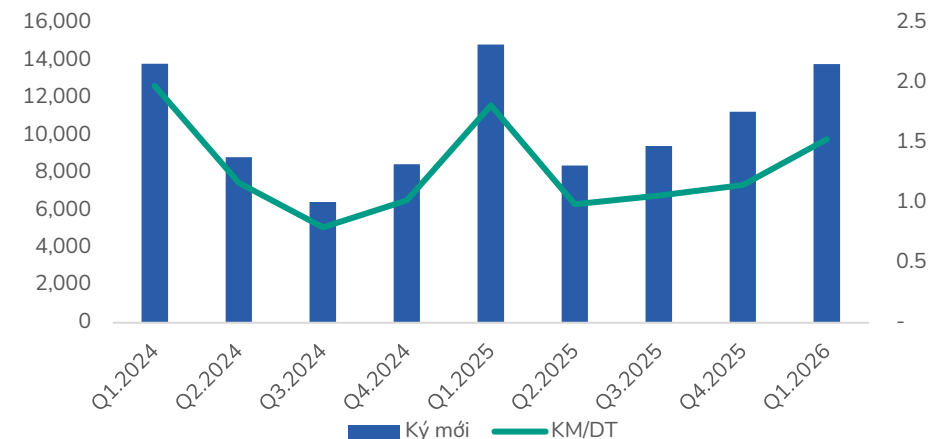
2. Quan điểm đầu tư

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

3. Cổ phiếu khuyến nghị

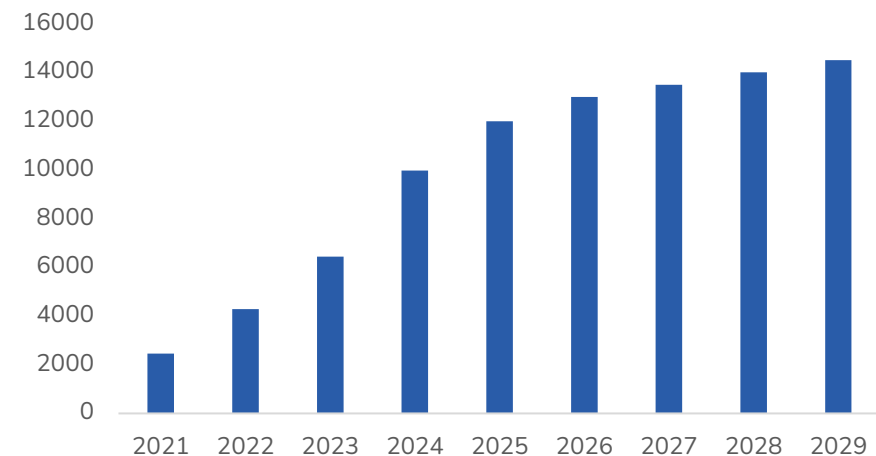
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA FPT cho 2H.2026 dựa trên quan điểm (1) định giá đã được chiết khấu về mức PE FW 2026 = 12 lần tương đương -2 lần độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm (19 -20 lần) (2) KQKD bắt đầu cho tín hiệu hồi phục ban đầu thể hiện qua lượng hợp đồng ký mới trong 4T.2026 (+33% yoy).

Hình: Lượng hợp đồng ký mới của FPT hồi phục mạnh trong những tháng đầu năm 2026



Nguồn: FPT

Hình: CTR giảm dần quy mô đầu tư trạm BTS kể từ 2026



Nguồn: CTR, BSC dự phóng



1. Tổng quan ngành:

Trong 1H.2026, KQKD của nhóm tiêu dùng ghi nhận sự phân hóa rõ rệt, VNM dự báo ghi nhận tăng trưởng dựa trên mức nền thấp của cùng kỳ, ở chiều ngược lại DBC ghi nhận giảm do ảnh hưởng của dịch tả Châu Phi và giá TACN có xu hướng tăng trong 1H.2026.

2. Triển vọng 2H.2026

Đối với phần còn lại của năm 2026, BSC cho rằng KQKD của nhóm tiêu dùng sẽ tiếp tục phân hóa do:

- Nhóm sữa dự báo tiếp tục ghi nhận tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ (1) giá nguyên vật liệu ước tính giảm -12.5% so với cùng kỳ khi doanh nghiệp đã chốt giá nguyên liệu cho Quý 3 từ T2.2026 (thời điểm giá nguyên vật liệu chưa tăng do ảnh hưởng của xung đột địa chính trị) (2) thị phần tại thị trường trong nước kỳ vọng được bảo vệ sau khi chiến lược tái định vị của VNM hoàn thành.
- Nhóm thịt heo dự báo ghi nhận giảm so với cùng kỳ do (1) BSC bảo lưu quan điểm giá Heo sẽ đi ngang so với cùng kỳ trong báo cáo trước đó (2) giá đậu tương, đậu nành (nguyên liệu đầu vào sản xuất TACN) có xu hướng tăng trở lại từ T2.2026 vào neo cao so với cùng kỳ (T6.2026 = 1,115 USD/Bu +10% yoy) (3) ngoài ra, do ảnh hưởng của dịch Tả Châu Phi tỷ lệ chết của các trại có thể sẽ ghi nhận tăng so với cùng kỳ.

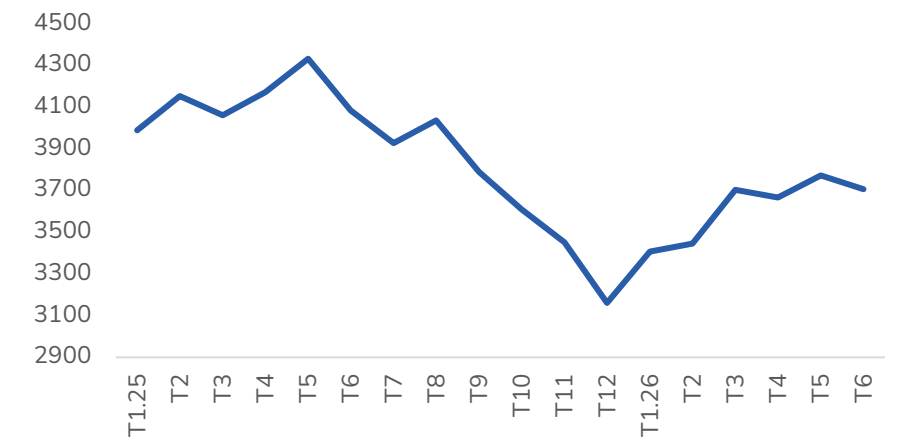
3. Quan điểm đầu tư

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

4. Cổ phiếu khuyến nghị

Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa đưa khuyến nghị với các cổ phiếu tiêu dùng. Tuy nhiên, do hầu hết các cổ phiếu đều đã ghi nhận chiết khấu so với trung bình 5 năm (VNM = 13.2 lần so với 17.5 lần, DBC = 6.2 lần so với 8 lần) chúng tôi sẽ xem xét đưa ra khuyến nghị dựa trên triển vọng giá heo và thị phần trong Q4.2026 và 2027.

Hình: Giá sữa bột nhập khẩu (USD/MT)



Nguồn: Global Dairy Trade

Hình: Giá thịt heo neo ở vùng 67,000 VNĐ/kg phù hợp kỳ vọng của BSC



Nguồn: Wichart

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành

Luỹ kế 5T/2026, tổng sản lượng thông qua tại các cảng cốt lõi của Việt Nam ước đạt **11.6 triệu TEU (+10% YoY)**. Mức tăng trưởng chủ yếu tập trung tại các cụm cảng nước sâu như HTIT và HHIT tại miền Bắc; SSIT, Gemalink tại miền Nam nhờ **(1)** bến 3-4 và 5-6 tại Lạch Huyện hoạt động toàn phần sau khi mở rộng công suất, **(2)** thuế IEEPA bị Tòa án Tối cao Mỹ bác bỏ – thúc đẩy nhu cầu xuất khẩu, **(3)** thay đổi dòng chảy thương mại sau khi eo biển Hormuz bị phong tỏa.

2. Triển vọng 2H/2026

- **Diễn biến thuế quan thay đổi:** Như đã đề cập tại phần Triển vọng Xuất nhập khẩu, mức thuế đề xuất theo Section 301 hiện vẫn nằm trong ngưỡng chấp nhận được nếu so với mức thuế đối ứng 20% ban đầu. Theo đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn duy trì lợi thế cạnh tranh tương đối so với các quốc gia trong khu vực, qua đó giảm áp lực lên hoạt động xuất khẩu, kế hoạch đơn hàng và rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng.
- **Xung đột Trung Đông hạ nhiệt:** Việc Mỹ và Iran đạt thỏa thuận hòa bình kỳ vọng giúp giảm áp lực lên giá dầu khi hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz được khôi phục. Qua đó, chi phí vận tải và sản xuất toàn cầu có thể hạ nhiệt, gián tiếp hỗ trợ nhu cầu xuất nhập khẩu của Việt Nam cũng như sản lượng container thông qua hệ thống cảng.

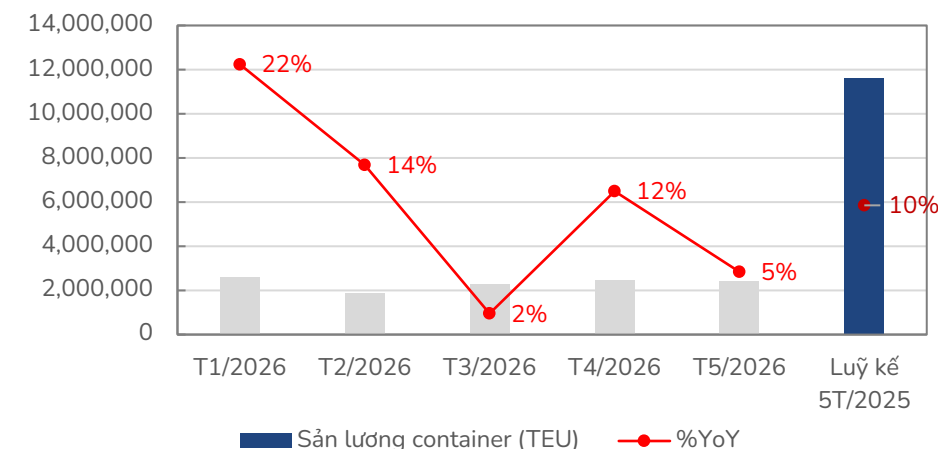
3. Quan điểm đầu tư

Trên cơ sở đó, BSC đưa ra quan điểm **TÍCH CỰC** đối với triển vọng KQKD ngành Cảng biển trong 2H/2026. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hoá khi mà tăng trưởng chủ yếu tập trung tại các doanh nghiệp sở hữu cảng nước sâu do **(1)** hưởng lợi từ chính sách tăng phí xếp dỡ, **(2)** phù hợp với xu hướng sử gia tăng cỡ tàu lớn trên thế giới, **(3)** thích ứng và đa dạng hoá được các tuyến dịch vụ trước rủi ro thuế quan.

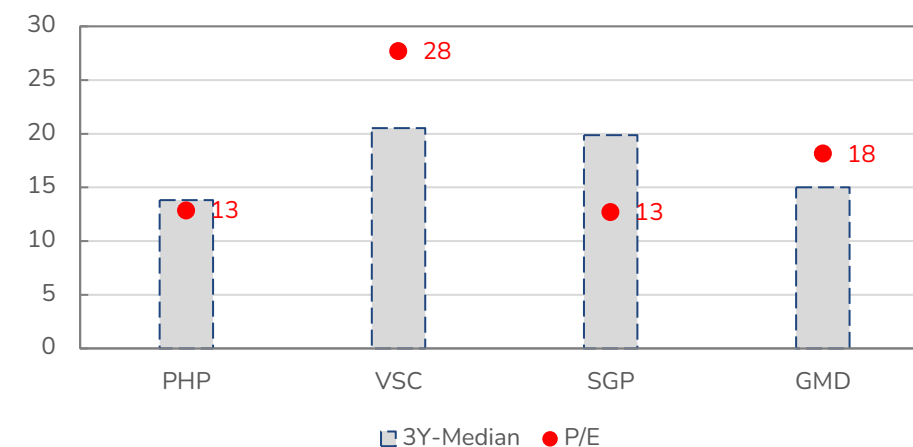
4. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA GMD** nhờ **(1)** NĐV giai đoạn 3 đi vào vận hành, nâng tổng CSTK cụm cảng lên 2 triệu TEUs (+67%); **(2)** Gemalink hưởng lợi từ mức trần phí xếp dỡ container tăng 10% YoY; và **(3)** P/E FW 2026F = 17.5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm = 18.2x.

Hình: Tổng sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam



Hình: Định giá các doanh nghiệp ngành Cảng biển





1. Tổng quan ngành:

Trong 1H.2026, KQKD của nhóm Hàng Không dự báo giảm mạnh so với cùng kỳ do ảnh hưởng của căng thẳng địa chính trị khiến giá dầu tăng mạnh (chi tiết hình bên).

2. Triển vọng 2H.2026

Đối với phần còn lại của năm 2026, BSC cho rằng KQKD của nhóm hàng không sẽ phụ thuộc mạnh vào biến động giá dầu:

- Trong trường hợp giá dầu JET-A1 giảm trở lại mức nền của 2025 tương đương 85 – 100 USD/thùng, KQKD của nhóm Hàng không sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ nhờ xu hướng hành khách quốc tế đến Việt Nam duy trì đà tăng mạnh trong 5T.2026 bất chấp căng thẳng địa chính trị. BSC kỳ vọng xu hướng này sẽ được duy trì trong phần còn lại của năm nhờ (1) Việt Nam dần trở thành điểm đến quen thuộc của du khách quốc tế (2) chính phủ duy trì chính sách thúc đẩy du lịch (miễn visa).
- Ở chiều ngược lại, nếu giá dầu neo ở giá hiện tại (T6.2026 = 140 USD/thùng +40% yoy) KQKD của nhóm hàng không sẽ ghi nhận giảm mạnh so với cùng kỳ.
- Tuy nhiên, việc giá vé máy bay neo cao sẽ hỗ trợ phần nào cho biên lợi nhuận của các doanh nghiệp hàng không.
- Đối với nhóm hạ tầng hàng không, KQKD dự báo từ đi ngang đến giảm so với cùng kỳ do (1) giảm doanh thu tài chính do đầu tư hạ tầng mới (2) chi phí khấu hao tăng do các hạ tầng đầu tư mới chưa đạt công suất lấp đầy cao (3) dự án sân bay Long Thành bị chậm tiến độ.

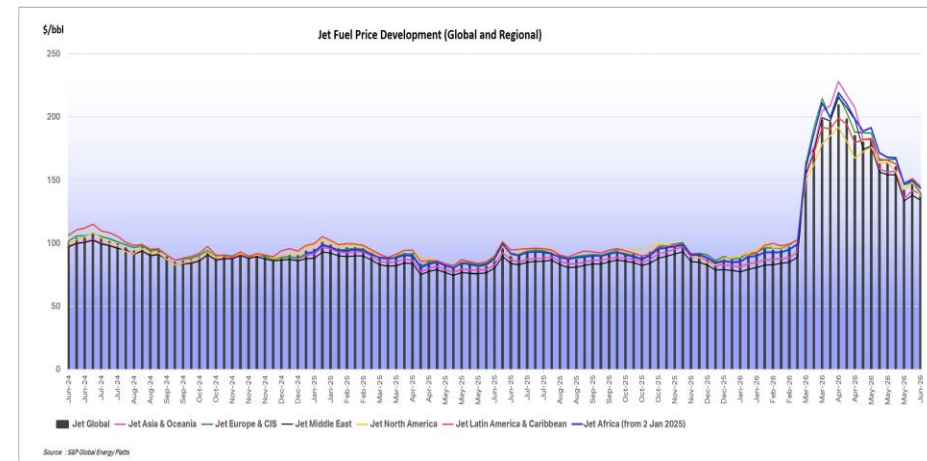
3. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì khuyến nghị Kém khả quan đối với nhóm Hàng không do triển vọng KQKD chưa rõ ràng trong bối cảnh giá dầu JET-A1 vẫn còn neo cao. Chúng tôi sẽ thay đổi khuyến nghị trong trường hợp giá dầu JET-A1 giảm trở lại mức nền của 2025 (hiện tại, ACV và HVN đang được giao dịch ở mức EBITDA trailing lần lượt đạt 9 và 4.4 lần so với trung bình giai đoạn sau covid khoảng 15 lần và 8 lần).

4. Cổ phiếu khuyến nghị

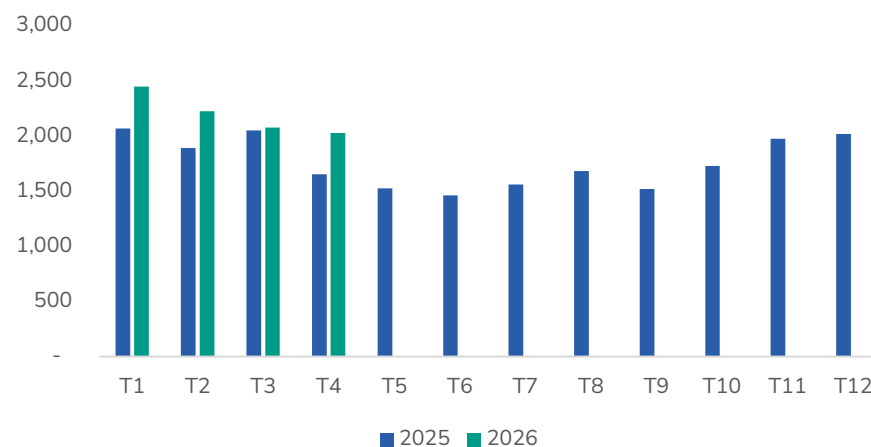
Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa đưa khuyến nghị với các cổ phiếu hàng không.

Hình: Giá dầu Jet-A1 T6 = 138 USD/thùng (+40% yoy)



Nguồn: S&P Global

Hình: Sản lượng hành khách quốc tế đến Việt Nam duy trì đà tăng tích cực trong T4.2026



Nguồn: Cục du lịch Việt Nam

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Tổng quan ngành

Trong 1H/2026, nhóm vận tải biển ghi nhận KQKD tương đối tích cực, nổi bật là các doanh nghiệp vận tải năng lượng. Động lực chính đến từ: **(1)** mức nền thấp cùng kỳ, khi 1H/2025 là giai đoạn thị trường tạo đáy; và **(2)** giá cước định hạn phục hồi mạnh, tạo điều kiện thuận lợi để các chủ tàu tái ký hợp đồng mới với mức giá cao hơn, qua đó cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận.

1. Triển vọng 2H/2026

Trong bối cảnh Mỹ và Iran đã hoàn tất ký kết thoả thuận hoà bình, tuyến hàng hải qua eo biển Hormuz (nơi chiếm tới hơn 30% nguồn cung năng lượng) sẽ dần mở cửa trở lại – khiến những tàu chở dầu mắc kẹt được giải phóng, gia tăng nguồn cung tàu trên thị trường và gây áp lực lên giá cước.

Ngoài ra, các nhà nhập khẩu đẩy nhanh quá trình tích trữ hàng tồn kho “front loading” nhằm hưởng lợi từ mức thuế hiện tại và phòng ngừa rủi ro chính sách – khiến giá cước container tăng trong ngắn hạn.

2. Quan điểm đầu tư

BSC duy trì quan điểm **TÍCH CỰC** đối với triển vọng KQKD ngành Vận tải biển trong năm 2026F dựa trên cơ sở: **(1)** mức nền giá cước thấp trong năm 2025, **(2)** doanh nghiệp bắt đầu tái ký các hợp đồng mới khi giá cước đã được neo trên một mức nền mới, **(3)** ghi nhận đóng góp toàn phần từng các tàu đầu tư mới.

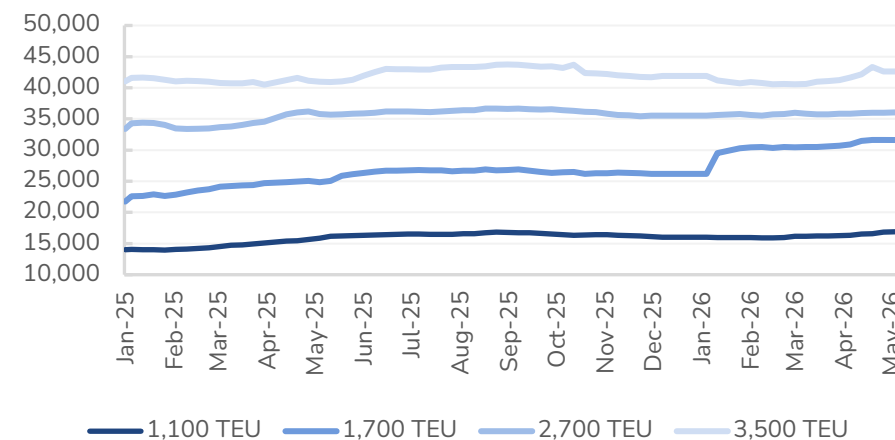
3. Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA PVT** nhờ **(1)** kỳ vọng lợi nhuận tăng +26% - phản ánh đóng góp từ đội tàu mới trong năm 2025 (chủ yếu đầu tư mới vào thời điểm cuối năm ,+17% tổng trọng tải), giá cước trung bình tăng từ 10% - 15% YoY tại phân khúc dầu thô/dầu TP/hoá chất; **(2)** định giá P/E FW 2026 = 8.3 lần, chiết khấu -20% so với mức trung bình trong chu kỳ tăng giá cước.

Hình: Cập nhật giá cước định hạn các phân khúc tàu

Giá cước T/C	Đầu năm	17/06/2026	%YTD	%YoY
Dầu thô				
Aframax	36,500	61,000	+67%	+114%
Dầu TP/hoá chất				
MR	19,500	25,000	+28%	+37%
Hàng rời				
Supramax	13,500	15,000	+11%	+33%
Handysize	9,500	10,000	+5%	+18%

Hình: Cập nhật giá cước định hạn các phân khúc tàu container





CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng 2H/2026

Kỳ vọng hoạt động xuất khẩu tiếp tục cải thiện trong các quý tới nhờ **(1)** mùa front-loading đến sớm, khi các nhà nhập khẩu tăng tích trữ hàng hoá trong giai đoạn thuế quan còn thấp và chủ động phòng ngừa rủi ro chính sách, **(2)** chiến sự tại Trung Đông đạt được thoả thuận giúp hạ nhiệt giá nhiên liệu – tiết giảm chi phí và thúc đẩy sức mua trở lại.

- Ngoài ra, Mỹ và Iran đạt thỏa thuận hòa bình góp phần giảm áp lực lên giá năng lượng. Diễn biến này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của doanh nghiệp trong các quý tới, khi chi phí nguyên vật liệu đầu vào và chi phí vận chuyển có xu hướng hạ nhiệt so với giai đoạn cao điểm chiến sự.
- Mặc dù mức thuế đề xuất hiện vẫn nằm trong ngưỡng chấp nhận được nếu so với mức thuế đối ứng 20% ban đầu áp lên Việt Nam, rủi ro có thể gia tăng nếu: **(1)** Mỹ áp thuế diện rộng lên hàng hóa Việt Nam trong trường hợp đàm phán không đạt kết quả; hoặc **(2)** Mỹ tiếp tục sử dụng các công cụ thương mại nhằm gia tăng áp lực bảo hộ thương mại.

2. Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với nhóm xuất nhập do vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với rủi ro thuế quan trong giai đoạn tới. Tuy nhiên, về mặt định giá, đa phần cổ phiếu ngành XNK như nhóm dệt may và cá tra đã có mức chiết khấu hợp lý với P/E bình quân từ 6-8 lần.

3. Quan điểm đầu tư

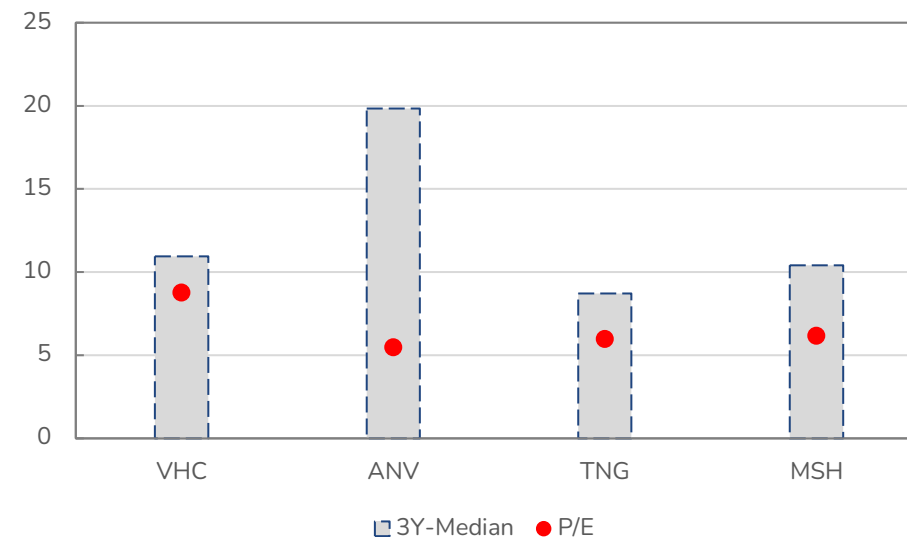
Chúng tôi lựa chọn **ANV** là cổ phiếu đáng chú ý cho 2H/2026 dựa trên hai luận điểm chính: **(1)** động lực tăng trưởng từ mảng xuất khẩu cá rô phi tại hai thị trường trọng điểm là Mỹ và Brazil; và **(2)** định giá đang chiết khấu sâu, với P/E FW 2026F chỉ khoảng 5.x lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 10 lần và mức trung bình chu kỳ tăng trưởng cá tra 2020–2022 là 12 lần.

BSC lưu ý rằng trong chu kỳ hiện tại 2024–2026, ANV đã ghi nhận sự cải thiện rõ rệt về cả quy mô doanh thu và lợi nhuận, với CAGR lợi nhuận đạt khoảng 131%/năm. Động lực chính đến từ chiến lược đa dạng hóa thị trường sang các khu vực có giá bán cao hơn, đồng thời phát triển thêm mảng cá rô phi như một động lực tăng trưởng mới bên cạnh mảng cá tra truyền thống.

Hình: Diễn biến nhóm XNK so với VNINDEX

	TNG	PTB	VHC	ANV	MSH
Diễn biến giá cổ phiếu XNK	+12%	-2%	+4%	-15%	+9%
VNINDEX	+3%				

Hình: Định giá các doanh nghiệp ngành Xuất nhập khẩu



1. Tổng quan ngành: Bất chấp áp lực từ lãi suất cao và bất ổn địa chính trị, kết quả kinh doanh 1H/2026 của ngành bán lẻ vẫn vượt kỳ vọng của BSC. Thành tích này đến từ việc doanh nghiệp nhanh chóng thích ứng với xu hướng minh bạch hóa thị trường (siết quản lý thuế, chống hàng giả) kết hợp với việc tối ưu hóa hiệu quả mô hình vận hành.

2. Triển vọng 2H.2026

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

- **Bán lẻ ICT & CE:** Tăng thị phần nhờ giảm cạnh tranh không lành mạnh, đẩy mạnh dịch vụ và tài chính tiêu dùng (mua trả chậm).
- **Bách hóa & Dược phẩm:** Mở rộng độ phủ bằng mô hình tinh gọn, dùng hàng chính hãng để chiếm thị phần kênh phi chính thức.
- **Trang sức:** Thu tóm thị phần từ kênh truyền thống; chính sách mua lại đủ hóa đơn giúp ổn định nguồn nguyên liệu khi giá vàng điều chỉnh.

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

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

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

Cổ phiếu khuyến nghị:

MWG – định giá đã chiết về vùng hấp dẫn chỉ mới phản ánh định giá DMX+ tiền mặt và 50% định giá BHX dựa trên thương vụ 2024, chưa phản ánh được tiềm năng tăng trưởng vượt trội DMX (>45%YoY) và BHX (+77%YoY)

MSN – định giá chỉ mới phản ánh định giá MCH và TCB (theo tỷ lệ sở hữu) chưa phản ánh hết hiệu quả hoạt động cải thiện của Mảng tiêu dùng và MSR

FRT – Định giá mới phản ánh định giá Long Châu tại vòng định giá PE, chưa phản ánh hết triển vọng tăng trưởng lợi nhuận >20%/năm và hiệu quả hoạt động của FPT shop cải thiện

Cổ phiếu cần theo dõi

PNJ – định giá chiết khấu sâu về vùng PE =8-9 lần (dưới 1 lần độ lệch chuẩn), chưa phản ánh tăng trưởng >40%yoy

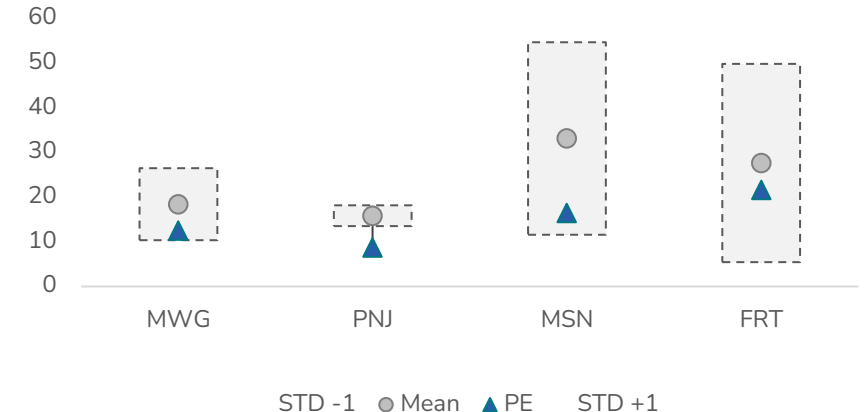
Điểm trừ: Sự kiện cá nhân sai phạm tại PNJ-LAB có thể tác động đến (1) uy tín của thương hiệu PNJ và niềm tin tiêu dùng; (2) tâm lý thị trường ngắn hạn.

Hình: KQKD sơ bộ 5 tháng đầu năm 2026 của nhóm bán lẻ hiện đại tăng trưởng vượt trội hơn TM BLHH 5T2026 là 11.2%

Bán lẻ ICT+CE	DMX: DT +33% YoY nhờ tăng SSSG +33% với tăng trưởng tại tất cả các ngành hàng chủ lực từ 15% đến 55% và mua trả chậm +49%Yoy FPTshop cũng ước tính tăng trưởng tích cực hơn thị trường.
Bán lẻ bách hóa	BHX: DT +22.5%YoY, nhờ hiệu quả của nỗ lực tăng trưởng độ phủ CH +532/3,051 CH và đóng góp của cả ngành hàng FMCGs và tươi sống và duy trì đóng góp lợi nhuận dương cho tổng công ty WCM: DT +28%YoY, nhờ mở rộng số lượng cửa hàng + 464/5,056 CH chủ yếu ở mô hình minimart và kỳ vọng duy trì LN cho công ty.
Bán lẻ trang sức	PNJ: DT kỳ vọng tích cực nhờ chính sách mua hàng theo giá trị trường đảm bảo nguồn cung và điều tiết linh hoạt cơ cấu sản phẩm nắm bắt cơ hội thị trường

Nguồn: BSC thu thập

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



Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

© 2026 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

