

# Triển vọng Đầu tư nửa cuối năm 2026

## “Cơ hội bị bỏ quên”



Trung tâm Phân tích – Chứng khoán Shinhan Việt Nam

 (84-28) 6299-8000

 [support@shinhan.com](mailto:support@shinhan.com)

# Triển vọng Đầu tư nửa cuối năm 2026

## Lời mở đầu

Năm 2026 mở ra trong bối cảnh kinh tế toàn cầu tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức và bất định. Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông cùng nguy cơ gián đoạn nguồn cung năng lượng đã đẩy giá dầu lên mức cao, làm gia tăng áp lực lạm phát, chi phí vận tải và ảnh hưởng đến hầu hết các nền kinh tế trên thế giới

Tuy nhiên, Việt Nam đã cho thấy khả năng chống chịu đáng kể trước các cú sốc bên ngoài. Nhờ các chính sách hỗ trợ tăng trưởng được triển khai kịp thời cùng quyết tâm thúc đẩy đầu tư, tiêu dùng và sản xuất trong nước, nền kinh tế tiếp tục duy trì đà phục hồi tích cực.

Đứng vững giữa những biến động toàn cầu, kinh tế Việt Nam đang tự tin hướng tới mức tăng trưởng cao trong năm 2026. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng này, đòi hỏi sự phối hợp đồng bộ, hành động linh hoạt từ Chính phủ, doanh nghiệp đến từng cá nhân.

Nhóm Phân tích  
Shinhan Securities Vietnam  
05/06/2026



## Triển vọng kinh tế vĩ mô

Bất chấp những biến động khó lường của kinh tế, Việt Nam vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026 và các năm tiếp theo cho đến năm 2030. Chúng tôi cho rằng với quyết tâm mạnh mẽ của Chính phủ cùng các chính sách điều hành phù hợp, mục tiêu tăng trưởng này hoàn toàn có cơ sở để hiện thực hóa. Để đạt được mục tiêu đó, sản xuất công nghiệp, đầu tư công và thị trường vốn sẽ đóng vai trò là những động lực tăng trưởng chủ chốt của nền kinh tế trong năm 2026. Với tăng trưởng 10% trong năm 2026, chỉ số sản xuất công nghiệp sẽ tăng 14% trong năm 2026. Bên cạnh đó, lạm phát dự kiến được kiểm soát ở mức khoảng 4.5%, trong khi tỷ giá duy trì tương đối ổn định, chỉ tăng gần 1%.



## Triển vọng thị trường chứng khoán

Tháng 4/2026, FTSE Russell chính thức xác nhận Việt Nam giữ nguyên lộ trình nâng hạng Việt Nam từ Thị trường Cận biên lên Thị trường Mới nổi Thứ cấp. Việc nâng hạng chính thức có hiệu lực vào tháng 9/2026, Việt Nam có thể thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ đầu tư toàn cầu, tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực đến thanh khoản, định giá và quy mô thị trường.

Thị trường chứng khoán sẽ được thúc đẩy bởi sức mạnh nội tại của nền kinh tế, với ước tính tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết đạt gần 22% trong năm 2026, P/E mục tiêu 14.5x – 15x, tương ứng với vùng hợp lý của VNIndex là 1,975 – 2,043. Trong kịch bản tích cực, chúng tôi kỳ vọng VNIndex sẽ vượt 2,146 điểm, với P/E mục tiêu 15.7x.



## Nhóm ngành tiềm năng

Sau vai trò dẫn dắt của nhóm VIN trong nửa đầu năm 2026, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền sẽ lan tỏa sang các nhóm ngành như ngân hàng, tài nguyên cơ bản, chứng khoán... trong nửa cuối năm. Đồng thời, các cổ phiếu hưởng lợi từ dòng vốn ngoại khi thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng sẽ là điểm sáng đáng chú ý trong thời gian tới.

# -Mục lục-

1	Triển vọng Kinh tế Vĩ mô: <b>Kiên định với mục tiêu tăng trưởng</b> .....	04
2	Triển vọng Thị trường Chứng khoán: <b>“Nước chảy chỗ trũng”</b> .....	13
3	Ngân hàng: <b>Định giá vẫn ở mức thấp</b> .....	31
4	Bất động sản: <b>Thị trường hồi phục có chọn lọc</b> .....	56
5	Bất động sản khu công nghiệp: <b>Dòng vốn FDI định hình lại cuộc chơi</b> .....	87
6	Thép: <b>Mở đầu chu kỳ tăng trưởng giá thép</b> .....	111
7	Xây dựng: <b>Đón sóng tăng trưởng</b> .....	130
8	Xuất nhập khẩu: <b>Chuyển dịch từ “lượng” sang “chất”</b> .....	142
9	Công nghệ thông tin: <b>Thử thách nội lực</b> .....	176
10	Bán lẻ: <b>Từ mở rộng thị phần sang tối ưu lợi nhuận</b> .....	180
11	Thực phẩm & Đồ uống: <b>Trọng điểm là quản trị chi phí</b> .....	197
12	Điện: <b>Chạy đua với thời gian</b> .....	226
13	Dầu khí: <b>Tăng tính chủ động trong nguồn cung</b> .....	243

Kinh tế vĩ mô

# Kiên định với mục tiêu tăng trưởng



Niên Nguyễn

☎ (84-28) 6299-7009

✉ nien.nh@shinhan.com

## Kinh tế vĩ mô – Kiên định với mục tiêu tăng trưởng

Dù tình hình thế giới vẫn đầy những biến động khó lường nhưng Việt Nam vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng hai chữ số trong năm 2026 và các năm tiếp theo cho đến năm 2030. Việc đặt mục tiêu ngắn hạn và dài hạn nhất quán là thể hiện tinh thần đổi mới đến từ Chính Phủ Việt Nam. Xuất phát từ mục tiêu tăng trưởng của nền kinh tế, những thay đổi lớn đến từ thể chế và hành chính đã được thực hiện trong năm 2024-2025 để tạo tiền đề cho những sự chuyển dịch tiếp theo. Những thay đổi lớn ở Việt Nam về cơ cấu sản xuất, năng suất lao động, và thị trường vốn sẽ được chứng kiến trong những năm sắp tới.

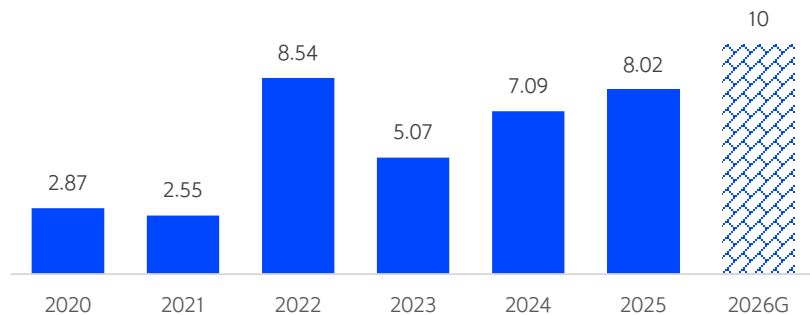
Các động lực cụ thể từ sản xuất nội địa, đầu tư công và dòng vốn đầu tư nước ngoài từ FDI cùng với nâng hạng thị trường chứng khoán sẽ giúp Việt Nam đạt được mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn năm 2026. Lạm phát sẽ là rủi ro lớn nhất trong mục tiêu tăng trưởng này. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với sự điều hành Chính Phủ, lạm phát sẽ được kiểm soát trong mục tiêu đã đề ra là 4.5%.

Với góc nhìn từ phân tích vĩ mô và niềm tin vào sự phát triển của kinh tế Việt Nam theo như kế hoạch đề ra, thị trường chứng khoán năm 2026 là cơ hội để đầu tư vào các doanh nghiệp đi theo cùng xu hướng phát triển đó. Khi thị trường điều chỉnh vì những biến động ngắn hạn, những doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất, công nghệ và tài chính sẽ nổi lên như những cơ hội đầu tư đáng chú ý.

## Việt Nam vẫn quyết tâm với mục tiêu tăng trưởng cao

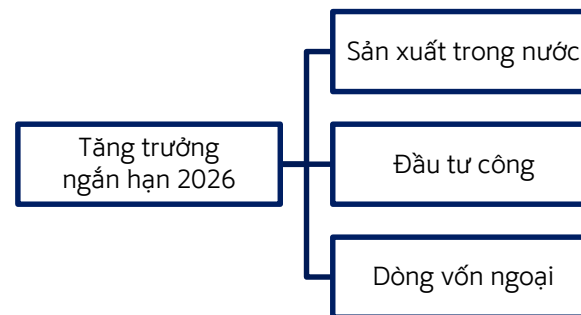
- Đứng trước những khó khăn từ tình hình thế giới hiện tại, Việt Nam vẫn kiên định với mục tiêu tăng trưởng hai con số trong năm 2026 và trong cả giai đoạn 2026-2030. Việc đặt mục tiêu tăng trưởng cao đòi hỏi những thay đổi mang tính cơ bản. Mục tiêu tăng trưởng kinh tế dài hạn được nhìn hoàn toàn từ phương trình tăng trưởng tổng cầu với trọng tâm là tăng năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP), tăng trưởng lao động và tăng vốn đầu tư.
- Ngày 2/4, Kết luận số 18-KL/TW được ban hành về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội, tài chính quốc gia và vay, trả nợ công, đầu tư công trung hạn 5 năm 2026 – 2030. Kết luận đánh giá các mục tiêu dài hạn. Bên cạnh mục tiêu tăng trưởng lớn hơn 10% trong vòng 5 năm, một số mục tiêu đáng chú ý khác bao gồm:
  - Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 11-12%
  - Tăng trưởng bình quân tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 14-15%
  - Tốc độ tăng năng suất lao động bình quân của khu vực kinh tế tư nhân đạt 8.5-9.5%
  - Số km đường cao tốc hoàn thành là 1655km
  - Số km đường sắt là 645 km (trong đó 200km đường sắt đô thị)
- Trong ngắn hạn - năm 2026 với nhiều thách thức trước mắt, những động lực chính để giúp nền kinh tế đạt được tăng trưởng sẽ là sản xuất trong nước, đầu tư công và dòng vốn ngoại từ sự phát triển của thị trường chứng khoán.

Tăng trưởng GDP qua các năm (%)



Nguồn: NSO, Shinhan Securities Vietnam

Những nhân tố tăng trưởng trong năm 2026

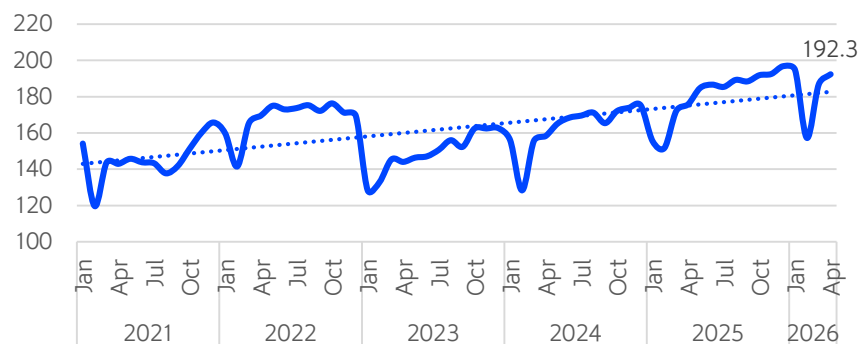


Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

## Sản xuất đóng vai trò quan trọng trong ngắn và dài hạn

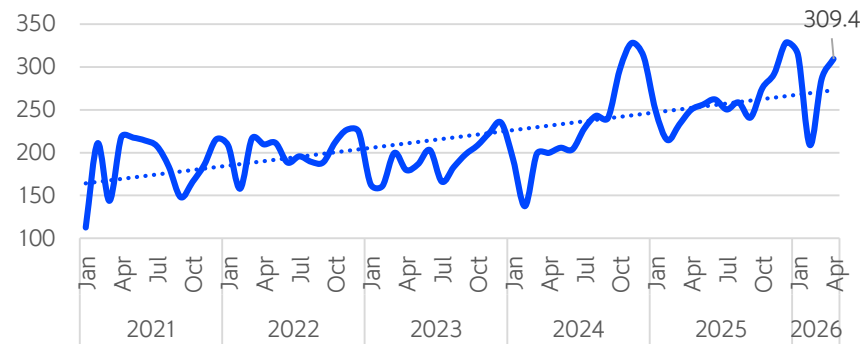
- Để tăng trưởng hai chữ số bền vững, Việt Nam sẽ cần có sự chuyển dịch định hướng trong sản xuất trong nước. Việt Nam sẽ tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu với tỷ trọng giá trị nội địa tăng lên, phát triển R&D và thiết kế trong nước, làm chủ công nghệ lõi và hình thành doanh nghiệp Việt Nam có thương hiệu toàn cầu. Một số doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ sự chuyển dịch này là các tập đoàn lớn như Vingroup (VIC).
- Sản xuất công nghiệp trong nước đã có những bước tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025. Chỉ số sản xuất công nghiệp liên tục tăng hai chữ số trong năm 2025. Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp trong 4T2026 tăng 9.2% YoY. Trong đó, ngành chế biến, chế tạo tăng 9.9% YoY, đóng góp 7.8 điểm phần trăm trong mức tăng chung. Mức tăng của chỉ số sản xuất không tập trung ở cục bộ từng tỉnh lẻ ở Việt Nam mà tất cả 34 tỉnh đều đạt tăng trưởng trong chỉ số sản xuất công nghiệp.
- Ấn tượng nhất là mức tăng của nhóm sản xuất xe có động cơ. Ngành công nghiệp sản xuất xe có những bước phát triển khi nhìn thông qua chỉ số IIP. Chỉ số IIP của nhóm sản xuất xe có động cơ tăng 22% YoY trong năm 2025 và 17% trong năm 4T2026. Trong vòng 5 năm trở lại đây, chỉ số sản xuất công nghiệp của nhóm so với tháng bình quân gốc 2015 từ mức loanh quanh 200 điểm từ năm 2021-2023 đã bắt đầu tăng lên mốc 300 điểm trong năm 2026.

IIP toàn ngành các tháng so với tháng bình quân năm gốc 2015 (%)



Nguồn: NSO, Shinhan Securities Vietnam

IIP sản xuất xe có động cơ các tháng so với tháng bình quân năm gốc 2015 (%)

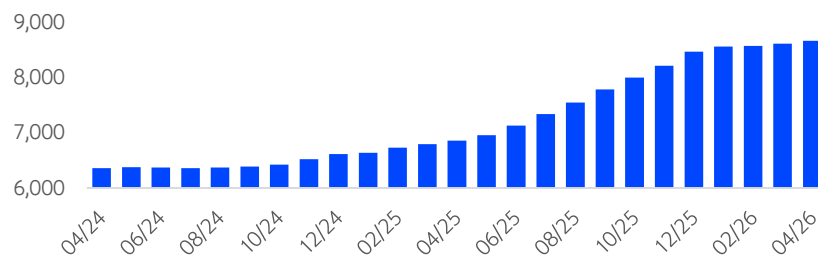


Nguồn: NSO, Shinhan Securities Vietnam

## Đầu tư công – Hạ tầng xương sống cho sự phát triển bền vững

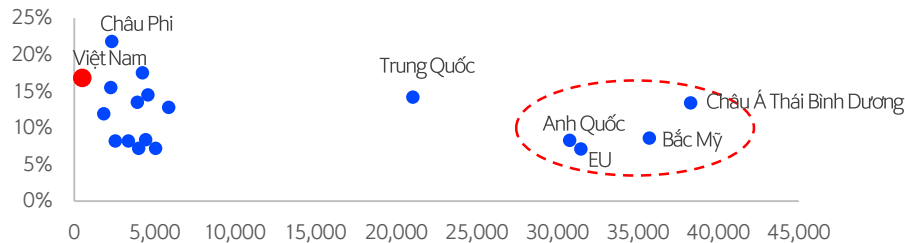
- Việc thay đổi cơ cấu hành chính, sáp nhập tỉnh, cải cách thể chế đã có những tác động tích cực lên đầu tư công. Giải ngân đầu tư công tăng trưởng với tốc độ nhanh sau thời điểm sáp nhập tỉnh trong năm 2025. Đà tăng đó tiếp tục được duy trì trong năm 2026. Trong 4T2026, giải ngân đầu tư công tăng 12.0% YoY.
- Trong giai đoạn 2026-2030, Chính Phủ đặt mục tiêu tỷ lệ tổng vốn đầu tư toàn xã hội bình quân/ GDP là 40%. Tỷ trọng vốn đầu tư công so với tổng vốn đầu tư của toàn xã hội vào khoảng 20-22%, tương ứng 8.22 triệu tỷ VND (~298 tỷ USD). Một số địa phương được kế hoạch phân bổ cao theo nghị quyết 27/2026/QH16 là Tây Ninh, An Giang và Cần Thơ – các tỉnh thuộc đồng bằng Sông Cửu Long. Các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2026-2030 là các tuyến cao tốc, đường sắt kết nối các khu vực kinh tế lại với nhau như Vành đai 4 Hà Nội, Vành đai 3 TP Hồ Chí Minh, Đường bộ cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng và các dự án cao tốc trục Bắc Nam hay Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng.
- Các tuyến cao tốc sẽ liên kết các vùng, tạo thành các cụm chuyên sâu. Từ đó tạo nên hiệu ứng quy mô. Hiệu ứng quy mô sẽ giúp giảm chi phí cố định cho từng sản phẩm được tạo ra vì chi phí đầu tư hạ tầng dùng chung như sân bay, cảng biển, cao tốc, nhà máy điện được san sẻ đều. Nhờ đó, Việt Nam có thể tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu. Chi phí logistics trên GDP ước tính của Việt Nam vào khoảng 16.8% theo VLA. Mục tiêu đến năm 2030 tỷ lệ này chỉ còn 12-15%, tiệm cận các nước phát triển.
- Các công ty logistics và xây dựng hạ tầng sẽ được hưởng lợi từ kế hoạch đầu tư của Chính Phủ. Các công ty niêm yết tham gia vào việc xây dựng và logistics có cơ hội tăng trưởng mạnh trong 5 năm tới.

**Giải ngân đầu tư công cộng dồn 12 tháng (TTM) (nghìn tỷ VND)**



Nguồn: NSO, Shinhan Securities Vietnam

**Quy mô GDP (trục x, tỷ USD) và Chi phí logistics trên GDP (trục y)**

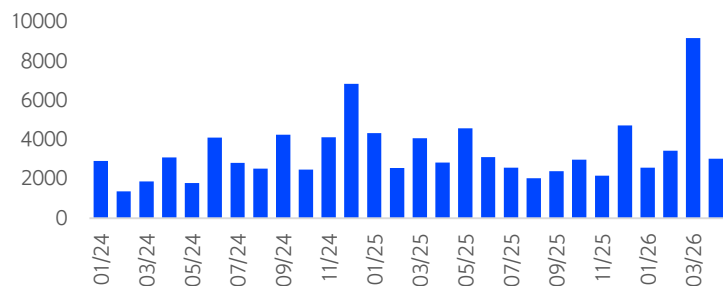


Nguồn: Armstrong & Associates, VLA, Shinhan Securities Vietnam

## Dòng vốn đầu tư nước ngoài. Kỳ vọng từ việc nâng hạng thị trường

- Dòng vốn FDI đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút USD vào Việt Nam. Trong 4T2026, FDI giải ngân đạt 7.4 tỷ USD, tăng 9.8% YoY. Đáng chú ý, FDI đăng ký đạt 18.24 tỷ USD, tăng 32% YoY. Đây cũng là mức FDI đăng ký cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Trong đó, vốn đăng ký cấp mới đạt 12.15 tỷ USD, tăng gấp 2.2 lần. Lĩnh vực có dự án được cấp phép mới đầu tư lớn nhất với số vốn đăng ký đạt 8.12 tỷ USD, chiếm 66.8% tổng vốn đăng ký cấp mới.
- Việc nâng hạng thị trường chứng khoán bởi FTSE đóng vai trò ý nghĩa quan trọng trong bức tranh lớn và dài hạn. Để đạt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số liên tục trong vòng 5 năm, mức đầu tư xã hội cần vào khoảng 35-40% mỗi năm cùng với việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn. Nền vốn của kinh tế Việt Nam hiện tại phụ thuộc chủ yếu vào tín dụng ngân hàng. Phát triển các kênh thị trường khác như trái phiếu và cổ phiếu giúp cung cấp vốn dài hạn, phân tán rủi ro, và nâng cao hiệu quả phân bổ vốn. Tăng trưởng cao cần vốn dài hạn. Vốn dài hạn cần thị trường vốn phát triển. Việc nâng hạng thị trường là một bước quan trọng trong kế hoạch này.
- Việc nâng hạng sẽ được chính thức bắt đầu từ tháng 9/2026. Các cổ phiếu Việt Nam sẽ bị loại khỏi 1 chỉ số nhóm Thị trường Cận biên và đưa vào 8 nhóm chỉ số liên quan đến thị trường đang phát triển thứ cấp. Việc thêm bớt được diễn ra trong 4 kỳ liên tiếp chứ không diễn ra một lần duy nhất vào tháng 9/2026.

FDI đăng ký hàng tháng (tỷ USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Những cổ phiếu ước tính được thêm vào các chỉ số mới của FTSE sau khi nâng hạng và vốn hóa tương ứng (nghìn tỷ VND)

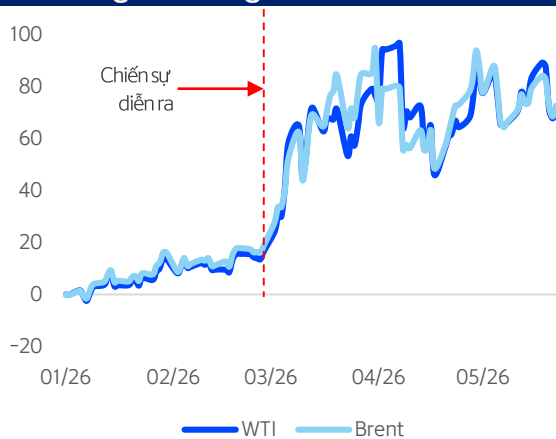
Mã CK	Vốn hóa	Mã CK	Vốn hóa	Mã CK	Vốn hóa	Mã CK	Vốn hóa
BID	311	BSR	151	STB	134	GEE	70
VCB	534	GEX	43	SHB	70	VRE	72
VIC	1625	KDH	25	SSI	69	VIX	47
VHM	627	KBC	29	VCI	29	VND	26
FPT	131	MSN	116	VJC	101		
HPG	203	NVL	35	VNM	123		

Nguồn: FTSE, Shinhan Securities Vietnam

## Giá dầu tăng cao gây áp lực lên lạm phát toàn cầu

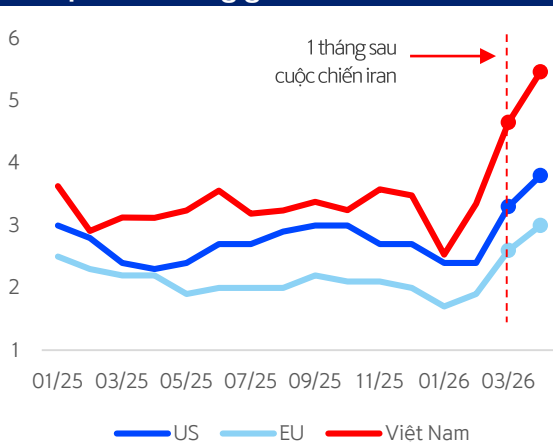
- Chiến tranh Iran đã khiến giá dầu tăng hơn 100 USD/ thùng vì eo biển Hormuz nơi 20% lưu lượng dầu của thế giới bị tắc nghẽn. Tính đến ngày 18/5/2026, giá dầu WTI tăng 77.64% YTD và giá dầu Brent tăng 81.08% YTD. Giá dầu tăng cao gây áp lực lên giá cả các mặt hàng khác. Dầu đóng vai trò quan trọng khi là nguyên liệu đầu vào cho phân bón, hóa chất và chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí logistics trong chuỗi giá trị các ngành khác.
- Với số liệu công bố tháng 4, có thể thấy lạm phát đang tăng cao trên toàn cầu. Lạm phát Mỹ tăng lên 3.8% trong tháng 4 từ mức 3.3% trong tháng 3. Tại khu vực Euro lạm phát tăng 3% trong tháng 4 từ mức 2.6% trong tháng 3. Việt Nam cũng tương tự khi lạm phát tháng 4 tăng lên 5.46%, một mức cao trong các năm gần đây.
- Lạm phát sẽ là vấn đề chính trong năm 2026 và sẽ kéo dài đến khi eo biển Hormuz được tự do giao thương trở lại. Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm trên toàn cầu cũng tăng mạnh, phản ánh về lạm phát kỳ vọng tăng cao trong tương lai. Điều này gây áp lực lên các quyết định giảm lãi suất của các ngân hàng trung ương. Quyết định lãi suất của Ngân hàng các nước đang chờ đợi tiến triển của cuộc chiến khi cả hai bên Mỹ và Iran đã có những bước đầu trong việc đàm phán kết thúc cuộc chiến.

### Mức tăng YTD của giá dầu năm 2026 (%)



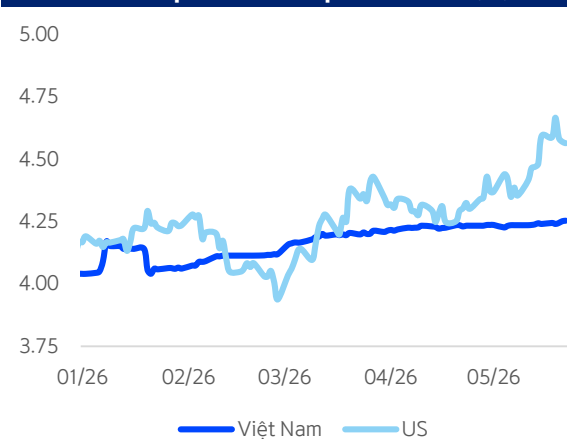
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Lạm phát 12 tháng gần nhất (%)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm (%)

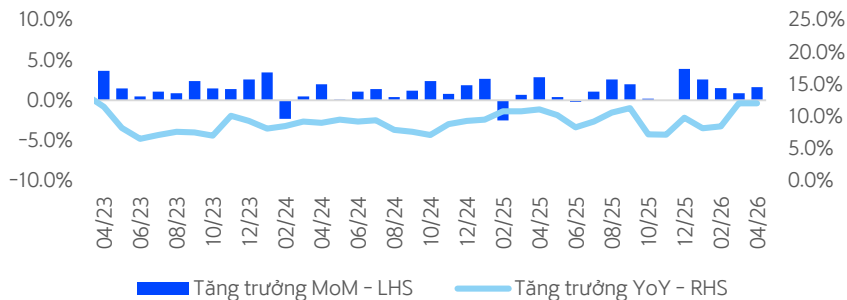


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

## Lo ngại về lạm phát ảnh hưởng đến tiêu dùng và lãi suất

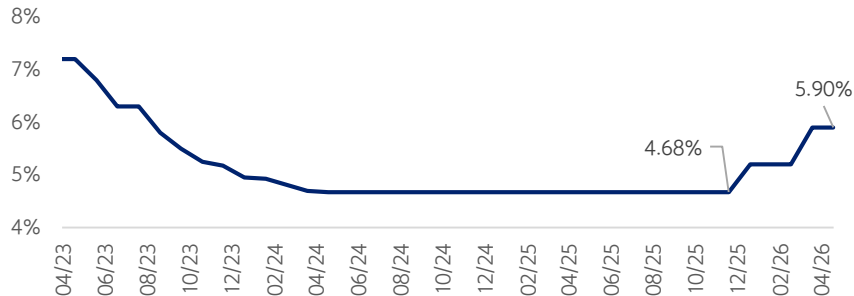
- Cú sốc chi phí năng lượng đã chuyển phần lớn từ nhà cung cấp sang người tiêu dùng từ cơ chế truyền dẫn chi phí. Tháng 4/2026, nhóm giao thông có mức tăng cao nhất trong các nhóm cấu thành CPI với mức tăng 11.08% YoY. Chi phí nhiên liệu đã kéo theo mức tăng ở những nhóm khác. Đặc biệt là nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng (VLXD). Nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD tăng 8.0% YoY trong tháng 4/2026. Nhóm đồ uống và thuốc lá cũng tăng 4.21% YoY do chi phí nhập khẩu, nguyên liệu và vận chuyển tăng cao.
- Để giảm thiểu tác động truyền dẫn, Chính phủ đã thực hiện các biện pháp điều chỉnh thuế quan nhập khẩu liên quan đến các mặt hàng xăng dầu và thay đổi thời gian điều chỉnh giá xăng dầu. Lạm phát chung tháng bình quân 4M2026 tăng 3.99% YoY, vẫn đang dưới mục tiêu 4.5% mà Chính Phủ đã đề ra trong năm 2026.
- Lạm phát cao đẩy lên những lo ngại về tác động tiêu cực lên sức mua của toàn nền kinh tế. Tuy nhiên, tiêu thụ của toàn nền kinh tế vẫn chưa bị ảnh hưởng nhiều từ giá cả tăng. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng mạnh 12.1% YoY và tăng 1.7% MoM trong tháng 4/2026.
- Lãi suất sẽ khó có thể kỳ vọng giảm mạnh để thúc đẩy nền kinh tế với tình hình lạm phát hiện tại. Lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại nhà nước đã tăng từ mức 4.68% trong năm 2025 lên 5.9% vào tháng 4/2026. Lãi suất sẽ có xu hướng neo ở mặt bằng hiện tại cao hơn năm 2025 để đóng vai trò ổn định hơn là hỗ trợ tăng trưởng cho nền kinh tế.

### Tăng trưởng doanh số bán lẻ



Nguồn: NSO, Shinhan Securities Vietnam

### Trung bình lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12T tại NHTMNN



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

## Dự phóng

- Chúng tôi tin rằng với quyết tâm của Chính Phủ, chỉ tiêu tăng trưởng 2 chữ số trong giai đoạn 2026-2030 có thể được thực hiện. Để làm được điều đó, sản xuất trong nước, đầu tư công và thị trường vốn sẽ đóng vai trò đầu tàu dẫn dắt nền kinh tế trong năm 2026. Với tăng trưởng 10% trong năm 2026, chỉ số sản xuất công nghiệp sẽ tăng 14% trong năm 2026. Lạm phát sẽ ở mức 4.5%. Tỷ giá sẽ ổn định trong năm 2026, chỉ tăng gần 1%. Đầu tư công sẽ có mức tăng lớn trong năm 2026 khi đạt 1,060 nghìn tỷ VND.

Bảng dự phóng					
Chỉ báo vĩ mô	2022	2023	2024	2025	2026G
Tăng trưởng GDP (% YoY)	8.5	5.1	7.1	8.0	10.0
CPI (% YoY)	3.15	3.25	3.63	3.31	4.50
IIP (% YoY)	7.4	1.3	8.2	9.2	14.0
Doanh số bán lẻ (% YoY)	21.4	10.4	9.0	9.2	16.5
Tăng trưởng xuất khẩu (% YoY)	10.6	-4.6	14.4	17.0	17.1
Tăng trưởng nhập khẩu (% YoY)	8.1	-9.2	16.7	19.4	20.0
Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)	22.4	23.2	25.4	27.6	35.3
Đầu tư công (nghìn tỷ VND)	512	625	661	846	1060
Tăng trưởng tín dụng (% YoY)	14.2	13.8	15.1	19.1	15.0
Lãi suất tái cấp vốn NHNN (%)	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50
Tỷ giá trên thị trường tự do	23,715	24,720	25,750	26,750	26,950

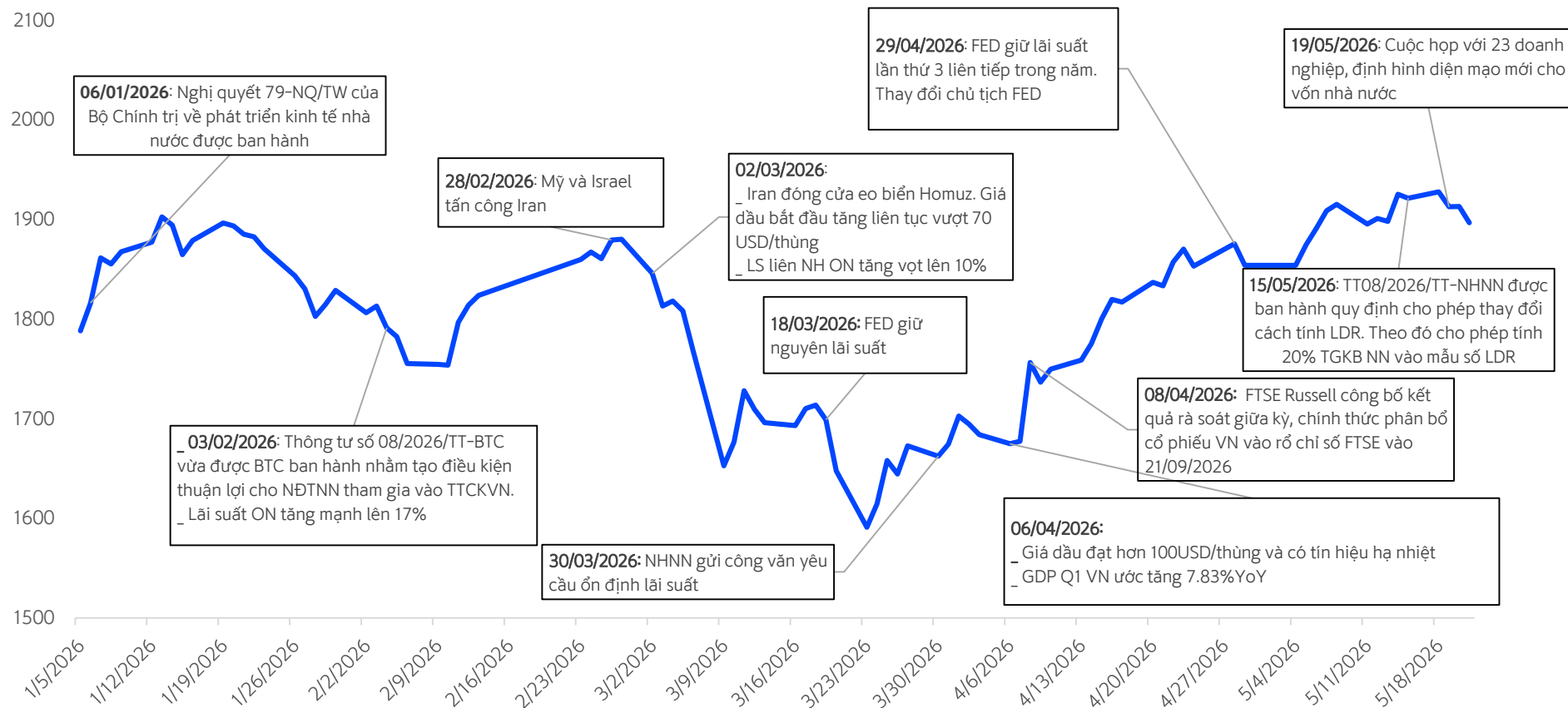
Triển vọng thị trường chứng  
khoán nửa cuối năm 2026

**“Nước chảy chỗ trũng”**



## Sự kiện chi phối thị trường chứng khoán trong 5 tháng 2026

### Đồ thị VNINDEX

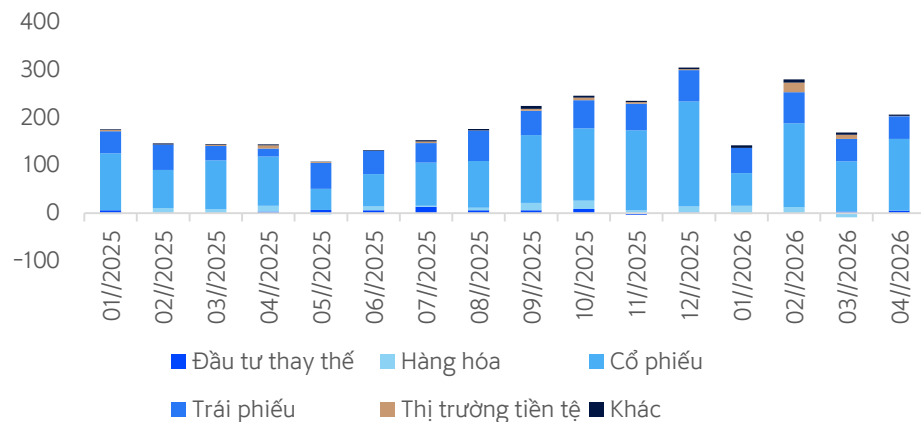


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities VietNam  
Cập nhật đến 21/05/2026

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

## Thị trường có xu hướng “bật lại” trạng thái risk on

### Dòng vốn ròng ETF theo tài sản (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Tỷ trọng dòng vốn ròng ETF theo tài sản

Tháng	Đầu tư thay thế	Hàng hóa	Cổ phiếu	Trái phiếu	Thị trường tiền tệ	Khác
01/2025	3.4%	-1.0%	68.7%	26.5%	1.6%	0.8%
02/2025	-0.4%	7.3%	55.1%	36.4%	0.3%	1.3%
03/2025	-0.2%	5.8%	70.5%	20.8%	2.1%	0.9%
04/2025	2.5%	8.2%	71.5%	11.6%	4.4%	1.7%
05/2025	6.6%	-2.5%	41.9%	51.1%	2.1%	0.9%
06/2025	4.7%	6.0%	51.7%	37.4%	-1.4%	1.5%
07/2025	8.6%	1.5%	59.2%	26.8%	2.3%	1.6%
08/2025	3.3%	3.3%	55.4%	36.3%	0.2%	1.6%
09/2025	2.8%	6.7%	63.4%	22.8%	1.8%	2.5%
10/2025	3.6%	7.0%	61.5%	24.2%	2.1%	1.6%
11/2025	-1.3%	2.6%	71.9%	24.1%	1.3%	1.4%
12/2025	0.3%	4.3%	72.0%	21.6%	0.5%	1.2%
01/2026	0.2%	10.7%	49.3%	37.9%	-1.6%	3.5%
02/2026	0.1%	4.4%	62.7%	23.1%	7.4%	2.4%
03/2026	2.1%	-5.6%	65.6%	29.6%	5.2%	3.1%
04/2026	2.7%	-0.3%	72.8%	22.9%	0.6%	1.2%

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Dòng vốn ETF có xu hướng tăng trở lại và quay trở lại các kênh tài sản rủi ro hơn sau giai đoạn tạm ngừng leo thang chiến sự giữa Mỹ-Israel và Iran. Cụ thể:

\_ Dòng vốn ETF toàn cầu vào phân lớp cổ phiếu cải thiện đáng kể trong tháng 4/2026, đạt gần 150 tỷ USD (+43% MoM), phục hồi sau các tín hiệu hạ nhiệt xung đột giữa Mỹ và Iran.

\_ Dòng vốn ETF vào trái phiếu vẫn ổn định cho thấy sự thận trọng tạo trạng thái cân bằng vẫn duy trì.

\_ Dòng vốn ETF phân bổ vào tiền gửi đạt 1.2 tỷ USD (-85% MoM) giảm mạnh cho thấy tín hiệu tìm kiếm những kênh có lợi suất cao hơn. Bên cạnh đó, dòng vốn vào kênh hàng hóa ghi nhận rút ròng vào tháng 3 và 4 cho thấy hành động chốt lời đang diễn ra.

## Dòng vốn tại khu vực Châu Á có xu hướng cải thiện từ tháng 4

### Dòng vốn ròng theo quốc gia mỗi tháng (triệu USD)

	Việt Nam	Đài Loan	Thái Lan	Philippines	Indonesia	Ấn Độ	Nhật Bản	Malaysia	Trung Quốc
05/26	(284)	4,447	153	1	522	(1,703)	9,175	(2)	-
4/2026	(544)	8,423	(80)	(211)	(990)	(5,221)	63,373	76	-
3/2026	(593)	(28,720)	(1,243)	(231)	(1,380)	(14,218)	(52,163)	(11)	(64,427)
2/2026	(304)	7,999	1,743	144	21	1,688	21,615	43	18,497
1/2026	(211)	1,809	141	226	(589)	(3,260)	18,856	259	63,808
12/2025	80	(1,599)	191	(210)	732	(2,633)	(3,814)	(502)	31,524
11/2025	(266)	(11,047)	(386)	78	730	40	6,310	(271)	(5,777)
10/2025	(842)	(2,588)	(136)	(100)	782	1,255	47,557	(647)	(1,456)
9/2025	(937)	7,335	(373)	46	(235)	(2,132)	(31,291)	19	20,370
8/2025	(1,543)	(2,246)	(670)	(74)	676	(4,314)	3,790	(813)	51,150
7/2025	298	8,274	499	(29)	(511)	(2,852)	16,137	(221)	(2,692)
6/2025	(44)	4,963	(244)	(72)	(511)	2,373	5,444	(305)	17,630
5/2025	18	7,567	(488)	(259)	337	1,738	12,429	237	24,991
4/2025	(512)	(170)	(432)	(54)	(1,233)	1,271	26,478	(417)	(23,983)
3/2025	(374)	(13,144)	(647)	50	(490)	234	(24,723)	(1,045)	4,335
2/2025	(375)	(3,884)	(195)	(145)	(1,111)	(5,353)	(16,511)	(495)	17,861
1/2025	(255)	(1,261)	(330)	(114)	(229)	(8,418)	3,888	(702)	(13,438)

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

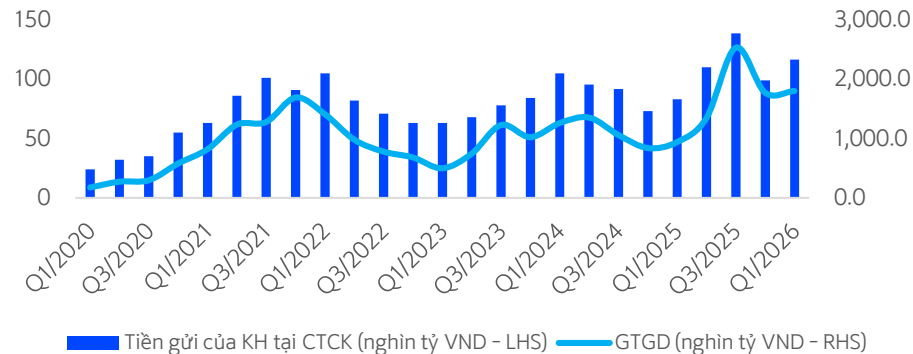
Dữ liệu cập nhật đến ngày 14/05/2026; \*Trung Quốc: Số liệu có độ trễ 1 quý, Nhật Bản: Số liệu có độ trễ 1 tuần.

Dòng vốn rút khỏi Thị trường Châu Á (đặc biệt với các nước nhập khẩu ròng năng lượng như Việt Nam, Ấn Độ và Hàn Quốc) khi chiến sự giữa Mỹ và Iran diễn ra đã khiến giá dầu tăng mạnh trong tháng 3. Dòng vốn có xu hướng quay về Mỹ khi đồng USD mạnh lên và đây cũng là nước xuất khẩu năng lượng ròng. Với các tín hiệu hạ nhiệt đàm phán ngừng bắn bắt đầu từ tháng tư, giá dầu có xu hướng giảm khiến dòng vốn có dấu hiệu quay trở lại Châu Á.

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

## Thị trường chứng khoán Việt Nam giữ tâm lý thận trọng trong Q1/2026

### Tiền gửi KH và GTGD tăng nhẹ trong Q1/2026

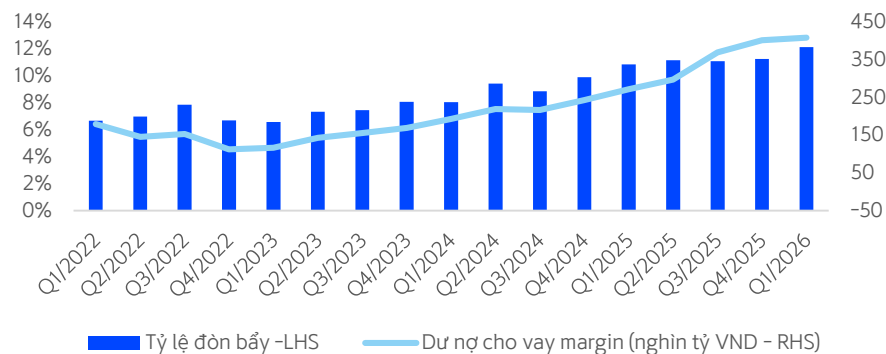


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến Q1/2026

Dư nợ cho vay margin đạt 407.7 tỷ trong Q1/2026 (+1.7% QoQ) nhưng có xu hướng tăng chậm lại, chậm hơn so với mức tăng của VCSH (+4.3% QoQ) của các CTCK, khiến cho dư địa cho vay margin của các CTCK cải thiện.

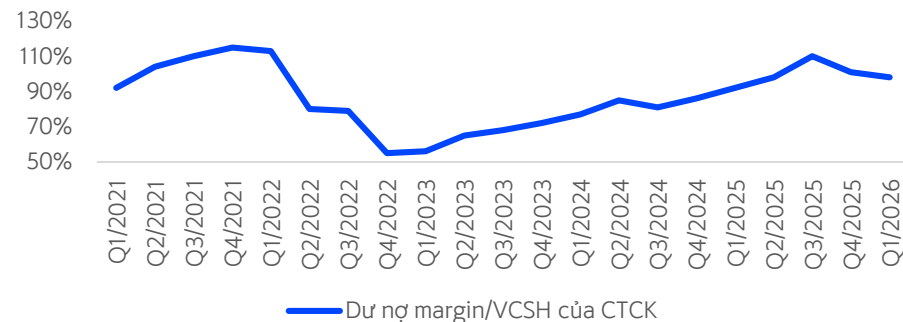
Tâm lý thị trường có phần thận trọng khi GTGD chỉ nhích nhẹ trong Q1/2026.

### Dư nợ cho vay margin và tỷ lệ đòn bẩy liên tục lập kỉ lục



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam; Tỷ lệ đòn bẩy = Dư nợ vay margin/Tổng giá trị vốn hóa theo Freefloat trên HOSE và HNX

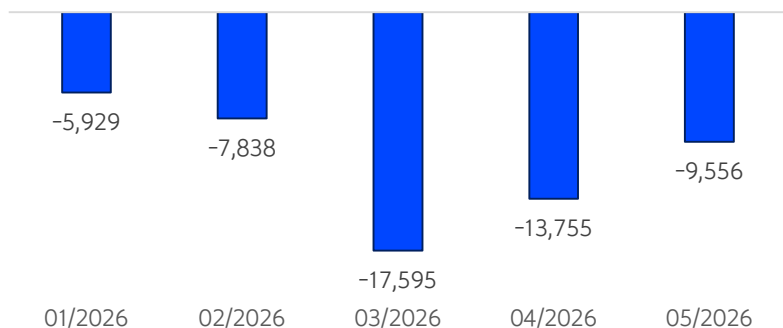
### Dư địa cho vay margin của các CTCK cải thiện



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

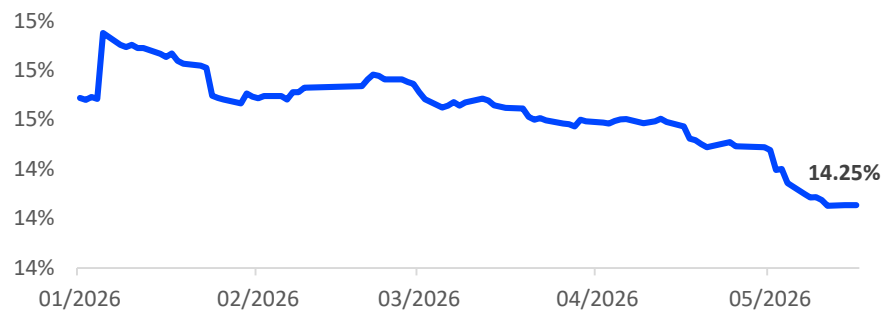
## Khối ngoại duy trì bán trong 5T2026

### Hoạt động mua/bán ròng của khối ngoại từ đầu năm (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến ngày 21/05/2026

## Tỷ lệ sở hữu của khối ngoại liên tục giảm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến ngày 21/05/2026

Tên ETF	Tài sản (Triệu USD)	Dòng vốn ròng (Triệu USD)			
		1W	1M	3M	YTD
<b>Tổng các quỹ ETF</b>	<b>2,530</b>	<b>-26.9</b>	<b>-41.4</b>	<b>-149.4</b>	<b>-140.6</b>
<b>Nước ngoài</b>	<b>1,767</b>	<b>-16.6</b>	<b>-27.6</b>	<b>-135.7</b>	<b>-114.6</b>
VanEck Vectors Vietnam ETF	570	0.0	18.0	-60.4	-24.4
Fubon FTSE Vietnam ETF	391	-9.6	-36.7	-65.2	-89.4
iShares MSCI Frontier and Sele	188	0.0	0.0	0.0	0.0
Xtrackers FTSE Vietnam Swap	382	-2.6	-4.0	-5.2	6.4
KIM KINDEX Vietnam VN30 ET	217	-4.4	-4.4	-4.4	-6.7
Premia MSCI Vietnam ETF	6	0.0	-0.5	-0.5	-0.5
KIM KINDEX Vietnam VN30 Fu	2	0.0	0.0	0.0	0.0
Asian Growth CUBS ETF	10	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Trong nước</b>	<b>763</b>	<b>-10.2</b>	<b>-13.8</b>	<b>-13.6</b>	<b>-26.1</b>
DCVFMVN Diamond ETF	444	0.0	0.0	0.0	0.0
DCVFMVN30 ETF Fund	231	-3.3	-6.9	-5.0	-18.0
SSIAM VNFIN LEAD ETF	21	0.0	0.1	0.3	1.1
MAFN VN30 ETF	25	-6.9	-6.9	-9.7	-9.7
SSIAM VNX50 ETF	6	0.0	0.0	0.0	-0.1
VinaCapital VN100 ETF	27	0.0	0.0	0.0	0.0
SSIAM VN30 ETF	9	0.0	-0.1	0.7	0.6

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

## Khối ngoại duy trì bán trong 5T2026

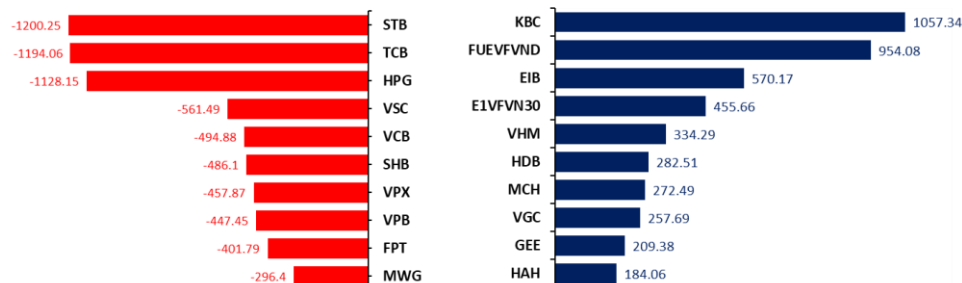
### Mua bán ròng theo nhóm ngành và các nhà đầu tư từ đầu năm (tỷ VND)

Ngành ICB cấp 2	Tự doanh (tỷ VND)	Nước ngoài (tỷ VND)	Cá nhân trong nước (tỷ VND)	Tổ chức trong nước (tỷ VND)
Bất động sản	1,486	-27,574	2,201	25,373
Tài nguyên Cơ bản	-1,096	4,749	-2,125	-2,623
Truyền thông	0	-29	1	28
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-956	98	-1,094	996
Y tế	1	14	-57	43
Hóa chất	-315	1,849	-1,132	-717
Dịch vụ tài chính	1,134	-2,812	2,386	427
Du lịch và Giải trí	16	-1,587	8,107	-6,520
Ngân hàng	-3,032	-17,080	13,365	3,715
Xây dựng và Vật liệu	18	-1,436	1,687	-251
Thực phẩm và đồ uống	440	-607	-1,006	1,613
Bán lẻ	-492	1,449	184	-1,633
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	151	-321	386	-65
Hàng cá nhân & Gia dụng	-102	-275	-321	596
Công nghệ Thông tin	-358	-14,776	7,949	6,827
Ô tô và phụ tùng	9	-57	-140	196
Bảo hiểm	-4	242	-210	-32
Dầu khí	-202	157	-582	426
<b>Tổng</b>	<b>-3,303</b>	<b>-57,997</b>	<b>29,598</b>	<b>28,398</b>

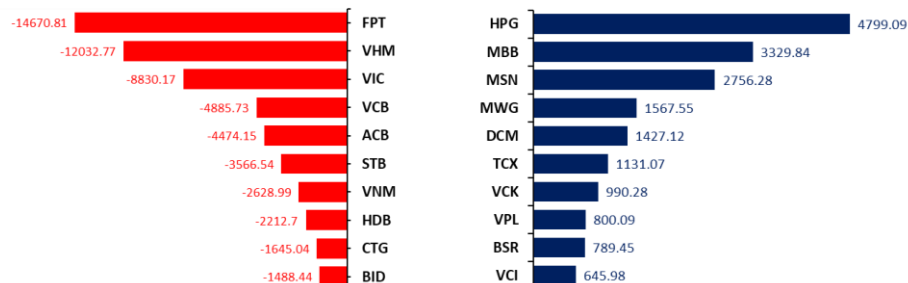
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Không bao gồm giá trị giao dịch thỏa thuận

### Top mua bán ròng của tự doanh CTCK (tỷ VND)



### Top mua bán ròng khối ngoại (tỷ VND)



Dữ liệu cập nhật đến ngày 20/05/2026

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

Thanh khoản tăng mạnh trong tháng 1 và giảm dần, thị trường chỉ tăng nhẹ do sự phân hóa mạnh mẽ giữa các nhóm ngành

Giá trị giao dịch trung bình/phiên theo tháng trong năm 05/2025 – 05/2026 (tỷ đồng)

	05/2025	06/2025	07/2025	08/2025	09/2025	10/2025	11/2025	12/2025	01/2026	02/2026	03/2026	04/2026	05/2026
Ngân hàng	5,358	4,437	8,128	14,178	8,195	8,329	4,708	5,032	9,141	6,561	6,271	5,190	4,995
Bất động sản	3,741	3,364	5,221	6,715	5,186	6,212	3,602	3,752	4,794	3,525	3,396	3,955	4,626
Tài chính	2,526	2,383	5,886	7,735	4,895	4,949	3,206	2,904	4,243	2,759	4,070	2,690	2,373
Thực phẩm và đồ uống	1,233	1,557	2,383	2,862	2,019	1,992	1,469	1,525	2,301	1,765	1,639	1,173	1,247
Tài nguyên cơ bản	922	1,024	1,942	3,124	2,984	1,721	1,137	962	1,361	1,771	1,501	1,200	790
Hóa chất	663	848	1,136	1,243	557	494	639	687	1,183	1,090	1,774	655	729
Bán lẻ	659	718	873	1,179	848	926	673	212	318	440	302	152	167
Công nghệ Thông tin	872	631	1,025	1,348	1,230	1,062	813	564	1,180	1,531	1,088	642	746
Xây dựng và vật liệu	1,175	1,061	1,857	2,907	2,000	1,821	1,087	874	1,271	1,260	1,586	1,402	1,443
Hàng hóa dịch vụ & Công nghiệp	1,334	1,233	2,155	2,500	1,371	2,076	1,220	1,047	1,413	1,478	1,707	1,093	1,421
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	240	177	235	222	138	142	115	135	321	432	276	165	96
Hàng cá nhân & Gia dụng	305	286	389	508	332	190	200	258	903	665	973	389	558
Dầu khí	209	371	372	865	508	366	479	391	1,554	1,298	1,584	578	840
Du lịch và Giải trí	203	202	302	435	384	502	433	629	502	308	332	336	368
Dược và Y tế	56	58	40	39	40	44	48	59	46	34	38	50	49
Ô tô & Phụ tùng	170	157	234	272	146	153	54	43	70	62	91	91	54
Bảo hiểm	37	30	44	119	50	33	51	43	139	111	78	66	69
Truyền thông	49	52	67	93	42	24	14	26	21	18	16	11	7
<b>Total</b>	<b>19,752</b>	<b>18,587</b>	<b>32,288</b>	<b>46,343</b>	<b>30,927</b>	<b>31,035</b>	<b>19,947</b>	<b>19,143</b>	<b>30,761</b>	<b>25,108</b>	<b>26,721</b>	<b>19,838</b>	<b>20,579</b>

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, cập nhật đến ngày 13/05/2026

Tỷ suất đầu tư theo nhóm ngành YTD (%)

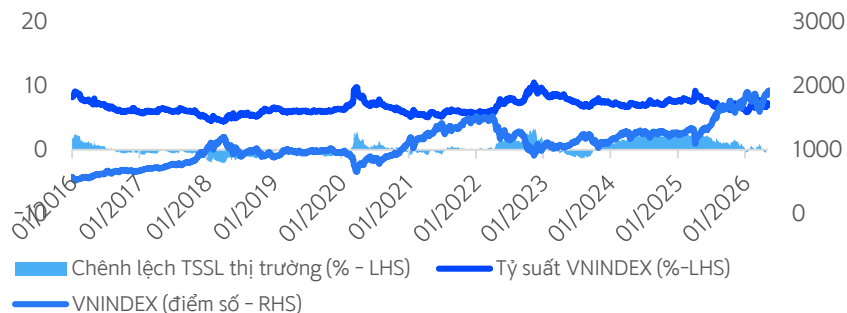


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu đến ngày 19/05/2026

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

## VNINDEX đã quay lại mức định giá hợp lý hơn, và rất hấp dẫn nếu loại bỏ nhóm VIN

### Chênh lệch TSSL thị trường tiếp tục thu hẹp

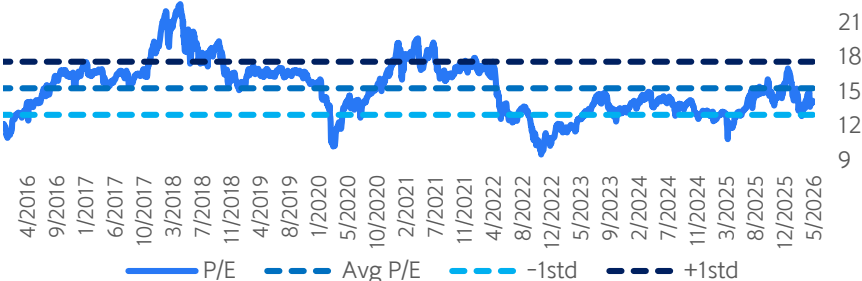


Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam  
 Chênh lệch tỷ suất sinh lời (TSSL) = Tỷ suất sinh lời (E/P) của VNINDEX – Lãi suất huy động tiền gửi 6T-12T cao nhất  
 Cập nhật đến 15/05/2026

Chênh lệch tỷ suất sinh lời của VNINDEX với tiền gửi đã âm nhẹ sau nhịp tăng của VNINDEX và đà tăng lãi suất huy động của các ngân hàng.

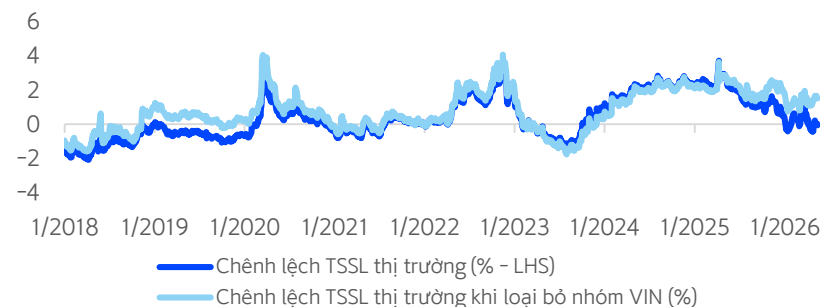
Nhưng sự phân hóa mạnh mẽ của thị trường khiến cho chênh lệch TSSL thị trường khi loại bỏ nhóm VIN là 1.52% cao hơn so với trung bình 0.78% tính từ 2018 đến nay, cho thấy sự hấp dẫn của các nhóm cổ phiếu khác.

### Thị trường hiện đang giao dịch tại mức P/E 14.2 – thấp hơn so với trung bình 10 năm (15x)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
 Cập nhật đến 15/05/2026

### Chênh lệch TSSL thị trường loại bỏ nhóm VIN



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
 Cập nhật đến 15/05/2026

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

## Cập nhật các luận điểm cho chu kỳ 2026F-2027F

	2025F-2027F (BCCL 2026*)	2025-2027F (Cập nhật và ước tính hiện tại)	Đánh giá
Tăng trưởng GDP	2025F: 8% 2026F: 10%	2025: 8.02% 2026F: 10%	• Mục tiêu thách thức, chính phủ quyết tâm cao để đạt được
Tăng trưởng LNST DNNY HOSE	2025F: 20.0% 2026F: 18.5%	2025: <b>27.3%</b> 2026F: <b>22%</b>	• Tăng trưởng LNST DNNY HOSE cao hơn kỳ vọng đến từ nhóm bất động sản, dầu khí, tài nguyên cơ bản. Tuy nhiên, xét thêm kế hoạch lợi nhuận của các DNNY, con số tăng trưởng có phần thận trọng hơn.
P/E	14.7	14.2	
% tăng điểm từ đáy	Đáy 04/2025 – 24/11/2025: <b>+50%</b>	Từ đáy 04/2025 đến 27/05/2026: <b>+70%</b>	• Chủ yếu do đà tăng của nhóm VIN
Động lực cho chu kỳ tăng	<ul style="list-style-type: none"> <li>CSTT nới lỏng, FED dự kiến hạ lãi suất</li> <li>Mục tiêu tăng trưởng GDP 2 chữ số, thúc đẩy đầu tư công.</li> <li>Chính thức được nâng hạng thị trường bởi FTSE</li> <li>Các thương vụ IPO đang diễn ra vô cùng sôi nổi (VPL, TCX,...)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>CSTT dừng nới lỏng, FED dự kiến không hạ lãi suất, thậm chí có 58% khả năng FED sẽ tăng lãi suất theo FEDWatch của CME</b></li> <li>Mục tiêu tăng trưởng GDP 2 chữ số, thúc đẩy đầu tư công.</li> <li><b>08/04/2026, FTSE ra soát giữa kỳ, chính thức xác nhận giữ nguyên lộ trình nâng hạng (Chính thức đảm bảo khả năng tiếp cận của NDT nước ngoài thông qua CTCK toàn cầu, và cải thiện quy định về Non-prefunding)</b></li> <li>Các thương vụ IPO đang diễn ra vô cùng sôi nổi (VPL, TCX,...)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FED thay đổi quan điểm do lạm phát đã tăng cao trở lại tại Mỹ vào tháng 4, chủ yếu do giá năng lượng tăng cao từ cuộc chiến Mỹ Iran</li> <li>Việc phân bổ cổ phiếu Việt Nam vào các rổ chỉ số của FTSE chính thức triển khai từ thứ Hai, ngày 21-9-2026. Chúng tôi kỳ vọng sẽ dòng vốn ngoại đón đầu sẽ tự tin, bắt đầu giải ngân từ trước tháng 9/2026.</li> </ul>
Nguyên nhân kết thúc chu kỳ tăng	<p><b>Rủi ro có thể kết thúc chu kỳ tăng:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lạm phát, áp lực tỷ giá tăng cao dẫn đến thắt chặt CSTT</li> <li>Rủi ro bất ngờ từ thị trường toàn cầu</li> <li>Chiến tranh thương mại Mỹ Trung lần 2 tiếp tục leo thang</li> </ul>	<p><b>Rủi ro có thể kết thúc chu kỳ tăng:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Giá năng lượng tăng cao, gây áp lực lên lạm phát</b></li> <li><b>Rủi ro bất ngờ từ thị trường toàn cầu: Chiến sự Mỹ Israel và Iran</b></li> <li>Chiến tranh thương mại Mỹ Trung lần 2 tiếp tục leo thang</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rủi ro bất ngờ từ chiến sự Mỹ Israel và Iran đã làm trì hoãn nhịp tăng của thị trường. Các dấu hiệu hạ nhiệt chiến sự sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ cho tâm lý thị trường</li> </ul>

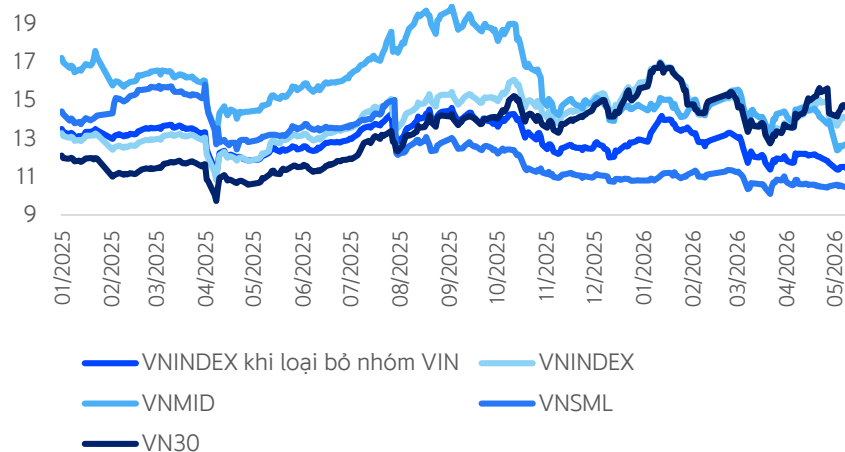
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp, cập nhật đến 27/05/2026; (\*) dữ liệu được ước tính tại BCCL đầu năm 2026

## VNINDEX nếu loại nhóm VIN đang giao dịch tại mức P/E 11.6

### Định giá P/E của VNINDEX khi loại bỏ nhóm VIN 2018-05/2026



### Định giá P/E các chỉ số



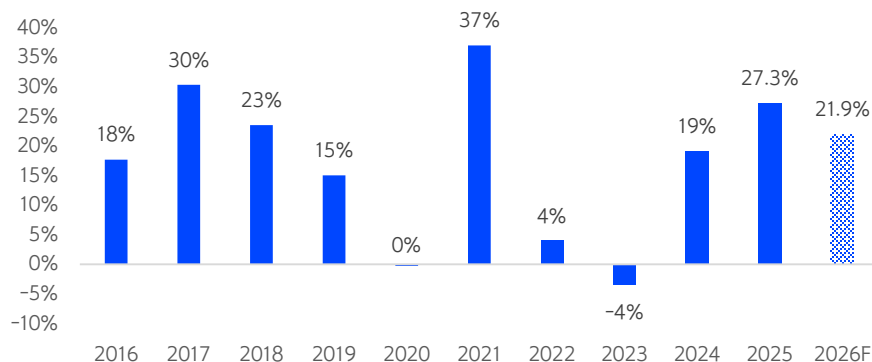
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Cập nhật đến 15/05/2026

Tính từ đầu năm 2025, P/E của VIC tăng từ 16.4 lên 151.3 tại 15/05/2026, góp phần lớn khiến cho định giá của các chỉ số có VIC nói riêng và nhóm VIN nói chung tăng cao. Cụ thể, chỉ số VN30 có mức định giá thấp nhất từ đầu 2025 đạt 12.1, thì hiện có mức định giá cao nhất đạt 14.7. Trong khi đó VNINDEX nếu loại bỏ nhóm VIN thì định giá còn 11.6, thấp hơn -1 độ lệch chuẩn (12.2) tính từ 2018, và hiện cao hơn một chút so với VN Small là 10.1. Có thể thấy các cổ phiếu khác ngoài nhóm VIC nhìn chung đang có mức định giá rất hấp dẫn; từ đầu năm đến nay lợi nhuận vẫn tăng nhưng giá gần như đi ngang khiến cho P/E liên tục sụt giảm

# Thị trường chứng khoán | Nhìn lại thị trường trong 1H2026

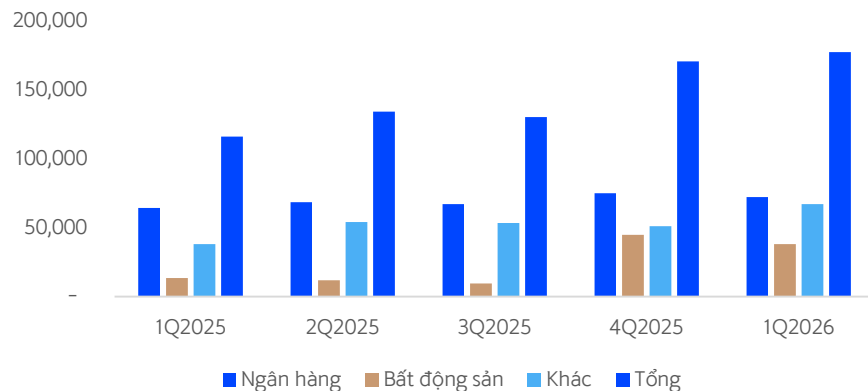
## Lợi nhuận Q1/2026 tiếp tục duy trì xu hướng tăng tốt

### Tăng trưởng lợi nhuận hằng năm của DNNY trên HSX\*



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam, \*tính toán dựa trên VN100 đại diện thị trường bởi SSV và Bloomberg consensus, chưa bao gồm các DN mới niêm yết mới trong năm 2025 và dự kiến niêm yết trong thời gian tới.

### Lợi nhuận của nhóm tài chính và phi tài chính theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành (QoQ)

	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025	1Q2026	
Ngân hàng	-4%	6%	6%	-2%	12%	-4%
Bất động sản	-19%	-13%	-18%	-18%	364%	-15%
Thực phẩm và đồ uống	-20%	66%	66%	-2%	37%	0%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	35%	62%	62%	-27%	18%	1%
Hóa chất	-14%	25%	25%	5%	-48%	123%
Tài nguyên Cơ bản	26%	24%	24%	-14%	0%	126%
Dịch vụ tài chính	38%	28%	28%	82%	-42%	-17%
Công nghệ Thông tin	9%	-9%	-9%	7%	10%	-8%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-19%	46%	46%	29%	-29%	-4%
Du lịch và Giải trí	135%	-10%	-10%	-64%	-28%	599%
Xây dựng và Vật liệu	-18%	41%	41%	127%	-35%	-48%
Bán lẻ	60%	5%	5%	18%	16%	26%
Dầu khí	15%	316%	316%	-31%	139%	107%
Hàng cá nhân & Gia dụng	-4%	-5%	-5%	-2%	76%	-1%
Bảo hiểm	22%	4%	4%	3%	-20%	23%
Y tế	-9%	-5%	-5%	-12%	3%	18%
Ô tô và phụ tùng	3%	2263%	2263%	-88%	-40%	27%
Truyền thông	-73%	40%	40%	-66%	162%	-57%
VNINDEX	-1%	16%	16%	-3%	31%	4%

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng lợi nhuận các nhóm ngành (YoY)

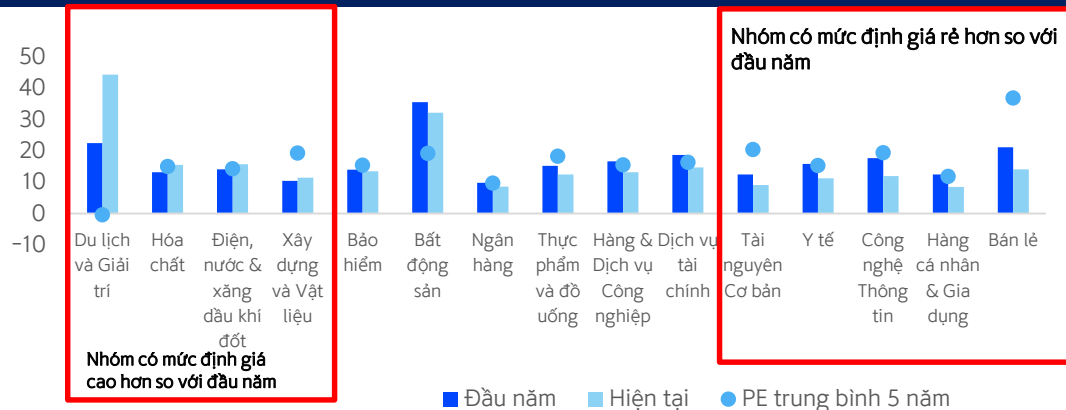
	Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	
Ngân hàng	13%	16%	16%	22%	12%	12%
Bất động sản	26%	171%	171%	-51%	167%	180%
Thực phẩm và đồ uống	4%	28%	28%	23%	79%	122%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	65%	82%	82%	15%	87%	40%
Hóa chất	38%	24%	24%	72%	-41%	53%
Tài nguyên Cơ bản	5%	24%	24%	38%	34%	141%
Dịch vụ tài chính	-1%	21%	21%	147%	86%	11%
Công nghệ Thông tin	41%	18%	18%	19%	16%	-3%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	24%	5%	5%	91%	8%	27%
Du lịch và Giải trí	41%	-114%	-114%	8%	45%	-65%
Xây dựng và Vật liệu	-10%	42%	42%	248%	69%	8%
Bán lẻ	71%	46%	46%	104%	129%	81%
Dầu khí	-76%	11%	11%	-233%	686%	1310%
Hàng cá nhân & Gia dụng	-4%	9%	9%	36%	57%	62%
Bảo hiểm	16%	36%	36%	58%	4%	6%
Y tế	-3%	-5%	-5%	6%	-21%	2%
Ô tô và phụ tùng	-42%	1234%	1234%	337%	72%	112%
Truyền thông	47%	46%	46%	-55%	-66%	-46%
VNINDEX	10%	33%	33%	23%	45%	53%

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

# Thị trường chứng khoán | Triển vọng thị trường năm 2026

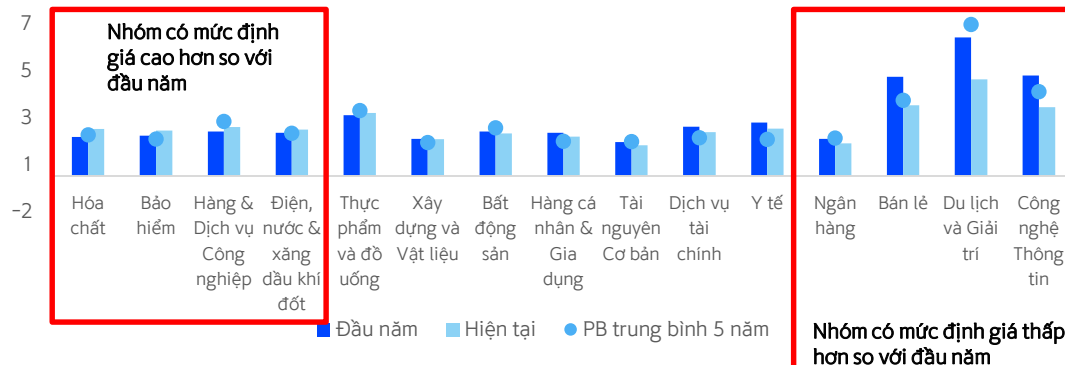
## Định giá thay đổi theo nhóm ngành so với đầu năm 2026

### Định giá P/E forward cho 1 năm tới



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam  
Dữ liệu cập nhật đến 18/05/2026, ước phóng Bloomberg consensus của VN100

### Định giá P/B forward cho 1 năm tới



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu cập nhật đến 25/11/2025, ước phóng Bloomberg consensus của VN100

### Ước phóng LNST cty mẹ theo nhóm ngành\*

Group	YoY 26F
Ngân hàng	17%
Bất động sản	15%
Thực phẩm và đồ uống	24%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	5%
Hóa chất	8%
Tài nguyên Cơ bản	33%
Dịch vụ tài chính	14%
Công nghệ Thông tin	14%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	40%
Du lịch và Giải trí	5%
Xây dựng và Vật liệu	-7%
Bán lẻ	30%
Dầu khí	242%
Hàng cá nhân & Gia dụng	19%
Bảo hiểm	33%
Y tế	32%
Ô tô và phụ tùng	53%
<b>VN100</b>	<b>21.6%</b>

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, \*tính toán dựa trên VN100 đại diện thị trường bởi SSV và Bloomberg consensus, chưa bao gồm các mã mới niêm yết mới trong năm 2025 và dự kiến sẽ niêm yết trong thời gian tới

## Lựa chọn mức P/E phù hợp và ước phóng chỉ số VNINDEX

### P/E theo chênh lệch tỷ suất sinh lời (E/P) và lãi suất huy động 6T-12T cao nhất

Chênh lệch tỷ suất sinh lời (E/P) và Lãi suất huy động 6T-12T

Lãi suất huy động 6T-12T cao nhất	-0.6%	-0.3%	0.00%	0.3%
6.5%	16.9	16.1	15.4	14.7
6.70%	16.4	15.6	14.9	14.3
7.0%	15.6	14.9	14.3	13.7
7.3%	14.9	14.3	13.7	13.2
7.6%	14.3	13.7	13.2	12.7

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### VNINDEX theo P/E và tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp năm yết

Dự phóng tăng trưởng EPS 26F

Tỷ suất (E/P)	Dự phóng tăng trưởng EPS 26F					
	17.5%	19.5%	22%	23.5%	25.5%	
8.7%	13.0	1,712	1,741	1,770	1,800	1,829
8.0%	13.5	1,778	1,808	1,839	1,869	1,899
7.4%	14.0	1,844	1,875	1,907	1,938	1,969
6.9%	14.5	1,910	1,942	1,975	2,007	2,040
6.7%	15.0	1,976	2,009	2,043	2,076	2,110
6.5%	15.5	2,041	2,076	2,111	2,146	2,180
6.3%	16.0	2,107	2,143	2,179	2,215	2,251
6.1%	16.5	2,173	2,210	2,247	2,284	2,321

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

## Cập nhật kịch bản thị trường chứng khoán cho năm 2026

### KỊCH BẢN ĐIỂM SỐ VNINDEX TƯƠNG ỨNG VỚI SỰ THAY ĐỔI NHÓM VIN

Nhóm ngành tiêu biểu	Tích cực (25%)	Cơ sở (60%)	Tiêu cực* (15%)
Nhóm VIN	0%	-20%	-48%
Tài nguyên Cơ bản	33%	33%	28%
Dịch vụ tài chính	13%	13%	8%
Bất động sản (bao gồm nhóm VIN)	3%	-14%	-41%
Ngân hàng	18%	18%	13%
Khác	14%	14%	9%
<b>VNINDEX</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>-6%</b>
<b>VNINDEX Target</b>	<b>2,146</b>	<b>1,975-2,043</b>	<b>1,803</b>
P/E mục tiêu	15.7	15.0	13.2
EPS tăng trưởng (%)	22%	22%	22%

### VNINDEX khi loại bỏ nhóm VIN

Upside	<b>17%</b>
Điểm số mục tiêu	1,568.4
P/E mục tiêu	11.0
EPS tăng trưởng (%)	23.9
P/E forward	9.4

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, \*điều chỉnh giảm các nhóm ngành khác -5% so với kịch bản cơ sở, dữ liệu tại ngày 19/05/2026 VNINDEX đạt 1,912.9

### Góc nhìn kỹ thuật và Chiến lược giao dịch:

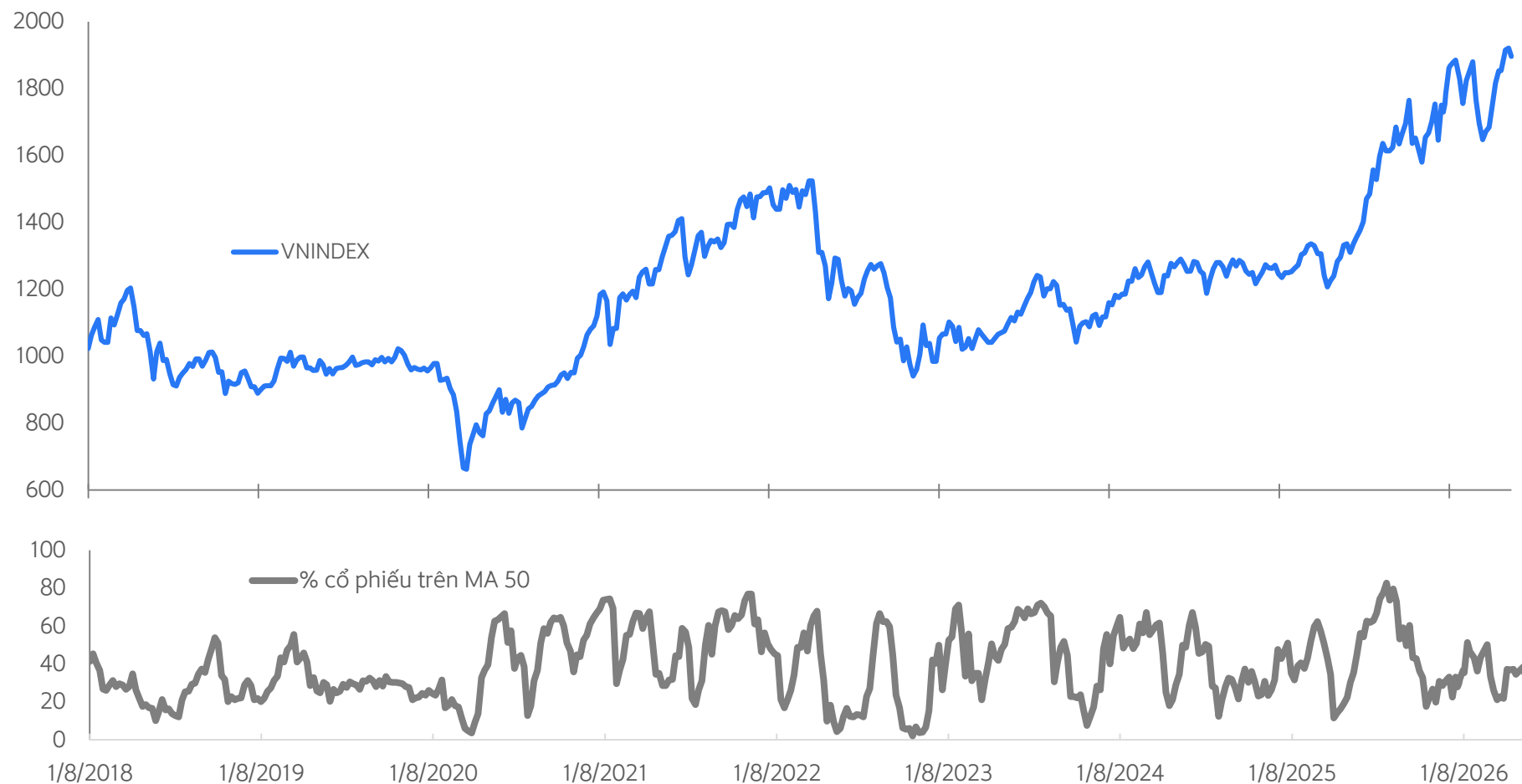
- Thị trường dù đã đi theo kịch bản cơ sở của chúng tôi trong BCCL đầu năm, nhưng đà lan tỏa qua các nhóm ngành khác vẫn chưa cải thiện. Cụ thể chỉ số tăng chủ yếu tập trung ở nhóm bất động sản, tăng 23% gần gấp đôi so với kịch bản cơ sở là 12%. Điều này khiến VNINDEX nhìn bên ngoài có mức định giá cao tuy nhiên tiềm năng tăng trưởng của các nhóm ngành khác là rất lớn
- Với kịch bản cơ sở**, VNINDEX có khả năng cao tiến về vùng 2,040 (+6% so với điểm đóng cửa tại ngày 19/05/2026) thậm chí với giả định nhóm VIN điều chỉnh -20%, chủ yếu nhờ vào triển vọng lợi nhuận vững chắc của các nhóm ngành.
- Chúng tôi kì vọng dòng tiền lan tỏa đến nhóm ngành khác như ngân hàng, tài nguyên cơ bản,... sẽ dần được cải thiện, hỗ trợ thêm bởi chất xúc tác từ sự phân bổ vốn của các quỹ ngoại khi TTCKVN đã được nâng hạng. Nếu loại bỏ nhóm VIN, mức định giá P/E forward (9x) của thị trường hiện khá hấp dẫn.
- Về kỹ thuật, đà lan tỏa và thanh khoản cải thiện là dấu hiệu quan trọng nhất để xác nhận kịch bản này.** Đặc biệt, rất nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn khác vẫn đang đi ngang thuộc nhóm ngân hàng, thực phẩm đồ uống và tài nguyên cơ bản, hoàn toàn có thể trở thành nhóm dẫn dắt thay cho nhóm VIN. **Chiến lược:** Chúng tôi kì vọng vùng 1,800 - 1,850 là đáy trung hạn cho nhịp tăng sắp tới, những nhịp điều chỉnh về vùng này sẽ là cơ hội tích lũy thêm những cổ phiếu có định giá hấp dẫn.
- Kịch bản tiêu cực có thể xảy ra khi các yếu tố vĩ mô khó lường khiến thị trường rơi vào tình trạng bán hoảng loạn và đà lan tỏa không hề cải thiện. **Dù vậy, chúng tôi cho rằng xác suất xảy ra kịch bản này không cao.**

## Lựa chọn cổ phiếu của SSV cho 2H2026

STT	Mã	Ngành ICB level 2	Giá hiện tại*	Giá mục tiêu	Upside(%)	PE fw 26F	PB fw 26F
1	VPB	Ngân hàng	26,500	38,000	43.4	7.6	1.1
2	HDB	Ngân hàng	25,450	34,000	33.5	5.6	1.4
3	VCB	Ngân hàng	62,200	79,800	28.3	12.7	2.0
4	PDR	Bất động sản	15,100	20,000	32.5	29.9	1.4
5	HPG	Tài nguyên cơ bản	23,950	34,500	44.0	9.4	1.3
6	CTD	Xây dựng và vật liệu	72,100	94,500	31.0	12.5	1.0
7	SAB	Thực phẩm và đồ uống	47,800	59,900	25.3	17.1	3.7
8	MSN	Thực phẩm và đồ uống	74,000	103,300	39.6	26.1	3.8
9	POW	Điện nước & Xăng dầu khí đốt	13,700	16,400	19.7	11.8	1.2
10	PVS	Xăng dầu	39,000	47,800	22.5	25.1	3.0

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, dữ liệu tại ngày 04/06/2026,

Đà lan tỏa của thị trường ở mức thấp, các cổ phiếu dưới MA 50 chiếm khoảng 33%



## Xu hướng của đa số cổ phiếu là trung tính trong ngắn hạn, nhưng vẫn giữ được đà tăng trong trung hạn

Ngân hàng				Bất động sản				Bảo hiểm và dịch vụ tài chính				Tài nguyên Cơ bản và xây dựng vật liệu				Hàng & Dịch vụ Công nghiệp và Hàng cá nhân&gia dụng			
Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn
SHB	42	Neutral	Weak	DXG	50	Neutral	Neutral	BVH	41	Neutral	Neutral	HPG	42	Neutral	Neutral	GEX	53	Neutral	Strong
MBB	42	Neutral	Weak	NVL	39	Weak	Weak	BMI	42	Neutral	Weak	NKG	46	Neutral	Neutral	VSC	29	Weak	Weak
HDB	45	Neutral	Neutral	DIG	39	Weak	Weak	BIC	57	Neutral	Strong	HSG	59	Neutral	Strong	PVT	45	Weak	Neutral
VPB	52	Neutral	Neutral	VRE	51	Weak	Strong	VIX	45	Weak	Neutral	SMC	34	Weak	Weak	GMD	38	Weak	Weak
MSB	83	Too hot	Strong	PDR	52	Neutral	Neutral	SSI	49	Neutral	Neutral	CII	40	Weak	Weak	HAH	43	Neutral	Neutral
TCB	52	Neutral	Strong	VIC	56	Neutral	Strong	VND	66	Strong	Strong	HHV	41	Neutral	Weak	GEE	46	Weak	Neutral
EIB	46	Neutral	Neutral	KDH	38	Neutral	Weak	VCI	44	Neutral	Weak	VCG	38	Weak	Weak	VOS	46	Neutral	Neutral
ACB	67	Strong	Strong	VHM	57	Neutral	Strong	HCM	50	Neutral	Strong	PCI	40	Neutral	Weak	APH	43	Neutral	Neutral
TPB	52	Neutral	Neutral	TCH	38	Weak	Weak	TCX	45	Neutral	Neutral	FCN	45	Neutral	Neutral	VTP	55	Neutral	Neutral
STB	48	Weak	Strong	KBC	31	Weak	Weak	ORS	45	Neutral	Neutral	VGC	41	Neutral	Weak	SBG	61	Neutral	Strong
CTG	47	Neutral	Neutral	HDG	34	Weak	Weak	VDS	50	Neutral	Neutral	DPG	42	Weak	Weak	REE	45	Neutral	Weak
VIB	54	Neutral	Neutral	HDC	42	Neutral	Neutral	FTS	46	Neutral	Neutral	CTD	37	Weak	Weak	PAC	46	Neutral	Weak
SSB	63	Strong	Strong	NLG	48	Neutral	Weak	CTS	54	Neutral	Strong	CTR	51	Neutral	Strong	TV2	25	Weak	Weak
VCB	57	Neutral	Strong	DXS	49	Neutral	Strong	BSI	50	Neutral	Neutral	HTI	33	Weak	Weak	TCM	33	Neutral	Weak
NAB	59	Neutral	Strong	NTL	51	Neutral	Neutral	TCI	67	Neutral	Strong	CTI	29	Weak	Weak	TLG	41	Neutral	Neutral
OCB	62	Strong	Strong	SIP	23	Weak	Weak	TVB	38	Neutral	Neutral	BMP	41	Weak	Neutral	PNJ	38	Weak	Weak
BID	53	Neutral	Strong	SZC	27	Weak	Weak	DSE	47	Neutral	Neutral					MSH	34	Weak	Weak
LPB	61	Neutral	Strong	BCM	51	Neutral	Neutral												
Công nghệ thông tin và bán lẻ				Dầu khí & điện nước và Tiện ích				Thực phẩm và đồ uống				Truyền thông và y tế				Du lịch&giải trí và Ô tô phụ tùng			
Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn	Ticker	RSI	Ngắn hạn	Trung hạn
FPT	42	Neutral	Weak	PVD	40	Weak	Weak	MSN	46	Neutral	Neutral	YEG	55	Neutral	Neutral	VPL	59	Neutral	Strong
SAM	35	Neutral	Weak	BSR	50	Neutral	Strong	VNM	44	Neutral	Neutral	DCL	33	Neutral	Weak	VJC	47	Neutral	Neutral
ELC	34	Weak	Weak	PLX	46	Neutral	Neutral	DBC	36	Neutral	Weak	DBD	59	Neutral	Neutral	HVN	47	Neutral	Neutral
CMG	44	Neutral	Neutral	POW	54	Neutral	Strong	BAF	39	Neutral	Neutral	TNH	20	Weak	Weak	SCS	38	Neutral	Neutral
MWG	43	Neutral	Neutral	NT2	44	Neutral	Weak	SAB	51	Neutral	Neutral	JVC	28	Weak	Weak	VNG	40	Neutral	Weak
DGW	42	Neutral	Weak	GAS	49	Neutral	Neutral	ANV	33	Weak	Weak					HAX	43	Neutral	Neutral
PET	55	Neutral	Strong	GEG	43	Neutral	Weak	VHC	44	Neutral	Neutral					DRC	41	Neutral	Weak
FRT	27	Weak	Weak	PPC	46	Neutral	Weak	MCH	39	Neutral	Weak								

# Ngành Ngân Hàng

## Định giá vẫn ở mức thấp



## Ngành Ngân hàng – Định giá vẫn ở mức thấp

### 1. Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

Tăng trưởng cho vay đạt 3.54% trong Q1/2026. Trong khi đó, huy động thị trường 1 hầu như đi ngang khi chỉ tăng 0.48%, giấy tờ có giá được đẩy mạnh huy động để bù vào đà tăng chậm của thị trường 1. 20% tiền gửi kỳ hạn KBNN được tính vào cấu phần huy động hỗ trợ ngắn hạn cho các ngân hàng TMCP Nhà Nước trong năm 2026

NIM tiếp tục gặp áp lực trong Q1/2026

Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng nhẹ cuối Q1/2026, nhưng đây thường mang tính mùa vụ và đòi hỏi phải quan sát thêm xu hướng trong các quý tới.

Các ngân hàng đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận trước thuế năm 2026 khoảng 17%. Tính đến hết Q1/2026, các ngân hàng thực hiện được 23% kế hoạch đề ra.

### 2. Triển vọng cho giai đoạn 2026-2027

Lợi nhuận trước thuế giai đoạn 2026-2027 được chúng tôi dự báo tăng lần lượt 17% và 16%. Xu hướng lãi suất cao có thể gây áp lực lên chất lượng tài sản cho năm 2027.

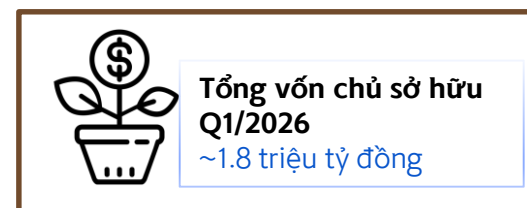
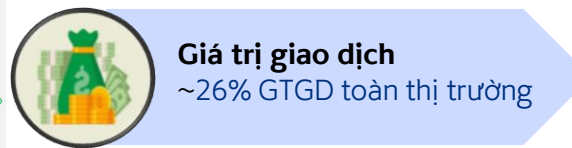
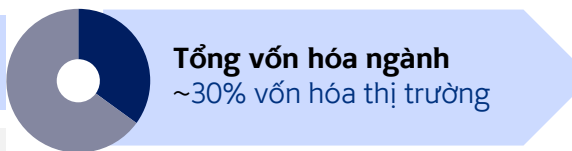
### 3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng

HDB, MBB, VPB

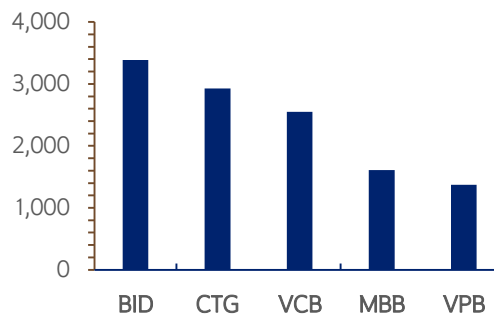
# Ngành ngân hàng | Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

## Tổng quan các ngân hàng niêm yết trên HOSE

20 ngân hàng niêm yết trên sàn giao dịch HOSE



Top 5 ngân hàng có tài sản lớn nhất (nghìn tỷ)

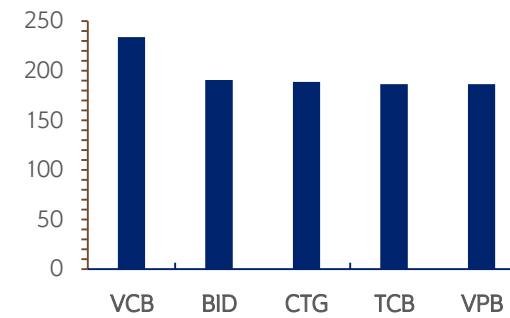


Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại Q1/2026

Top 5 ngân hàng có vốn chủ sở hữu lớn nhất (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

### Thận trọng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng, đẩy mạnh hoạt động phát hành và bán vốn

#### Tóm tắt các ý chính

- Các ngân hàng nhìn chung thận trọng về triển vọng NIM trong năm 2026 trong bối cảnh tăng trưởng cho vay cao hơn huy động và mặt bằng lãi suất huy động tăng nhanh từ mức thấp của 2025.
- Với diễn biến khó lường từ xung đột US- Iran ảnh hưởng đến giá và nguồn cung dầu, lạm phát kỳ vọng sẽ ở mức cao nếu xung đột kéo dài. Trước những bất định trên, một số ngân hàng như TCB đưa ra hai kế hoạch lợi nhuận dựa trên kết quả của cuộc chiến và tác động lên nhu cầu nội địa.
- Định hướng tăng trưởng tín dụng kiểm soát hơn vào lĩnh vực bất động sản, room tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng (trừ nhóm tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém MBB, HDB hay VPB) được cấp quanh mức 11-13% cho năm 2026.
- Với mặt bằng lãi suất tăng trở lại, ban lãnh đạo VPB cho biết sẽ giám sát chặt chẽ diễn biến nợ xấu trong thời gian tới
- Sau cuộc họp giữa NHNN và các ngân hàng thương mại, các ngân hàng đã đồng loạt giảm lãi suất tiền gửi huy động 0.5-1% từ mức đỉnh tháng 4/2026.
- Thu nhập phí tiếp tục được dẫn dắt bởi mảng thanh toán, bảo lãnh. Mảng bảo hiểm nhìn chung chưa phục hồi đồng đều, TCB cho thấy rõ nhất sự phục hồi với sản phẩm bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ từ hai công ty con TCLife và TCGIns. Thu nhập thu hồi nợ từ thanh lý tài sản đảm bảo có thể tăng trưởng chậm lại do thị trường bất động sản bớt sôi động.
- VIB, VPB và HDB lên kế hoạch huy động offshore đáng kể cho năm 2026, lần lượt khoảng 1 tỷ USD; 1.2 tỷ USD và tối thiểu 1 tỷ USD từ thị trường quốc tế.
- Kế hoạch lợi nhuận được các ngân hàng trên HOSE đặt ở mức tăng trưởng quanh 17%.

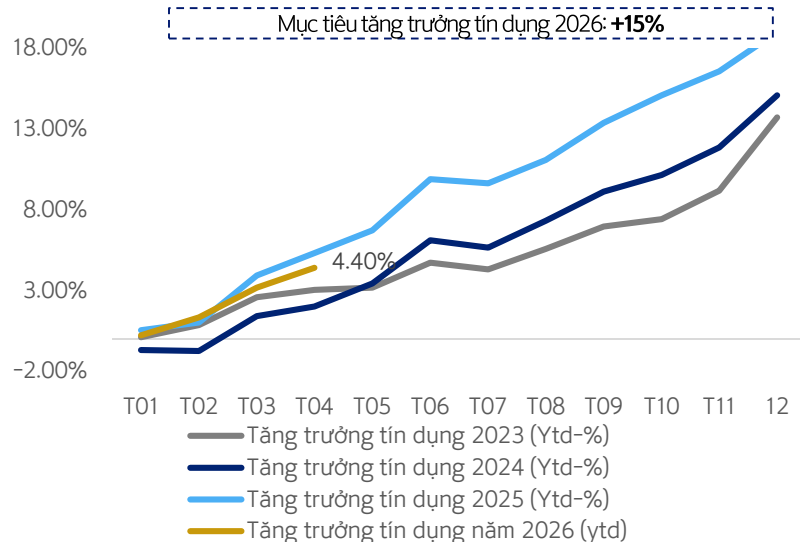
### Thận trọng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng, đẩy mạnh hoạt động phát hành và bán vốn

#### Tóm tắt các ý chính

- Phát hành riêng lẻ được kỳ vọng sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2026 khi nhiều ngân hàng đẩy mạnh kế hoạch tăng vốn nhằm cải thiện hệ số an toàn vốn và mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng. Trong nửa đầu năm 2026, BIDV đã hoàn tất đợt phát hành riêng lẻ hơn 258.7 triệu cổ phiếu, tương đương 3.75% lượng cổ phiếu lưu hành trước phát hành, với tỷ lệ phân phối thành công đạt 98.24%, thu về hơn 10,000 tỷ đồng.
- SHB cũng hoàn tất phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu cho các nhà đầu tư tổ chức, tương đương khoảng 4.35% số cổ phiếu lưu hành trước phát hành, qua đó huy động khoảng 3,370 tỷ đồng. Danh sách nhà đầu tư tham gia bao gồm nhiều quỹ lớn như Dragon Capital, Korea Investment Management (KIM), VinaCapital và PVI Asset Management.
- Trong khi đó, Vietcombank (VCB) đang triển khai kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa khoảng 6.5% vốn điều lệ nhằm tăng cường năng lực tài chính và đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng trung dài hạn.
- Ở nhóm ngân hàng tư nhân: HDBank và VIB đều đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược nước ngoài để phục vụ kế hoạch tăng vốn và nâng cao năng lực cạnh tranh.
- VPBank cũng lên kế hoạch phát hành riêng lẻ cho một nhà đầu tư nước ngoài, trong khi MBBank định hướng chào bán riêng lẻ cho nhà đầu tư chuyên nghiệp.
- Ngoài ra, một số ngân hàng khác như TCB và OCB cũng để ngỏ khả năng bán vốn cho nhà đầu tư ngoại, dù chưa công bố chi tiết kế hoạch phát hành.

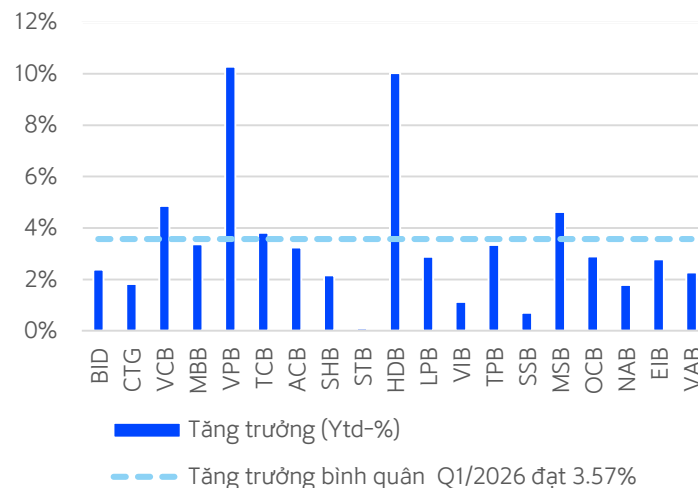
## Tăng trưởng tín dụng 4 tháng đầu năm 2026 chậm hơn so với cùng kỳ

### Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng



Nguồn: Fiiipro, SBV, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng cho vay khách hàng các ngân hàng phân hóa



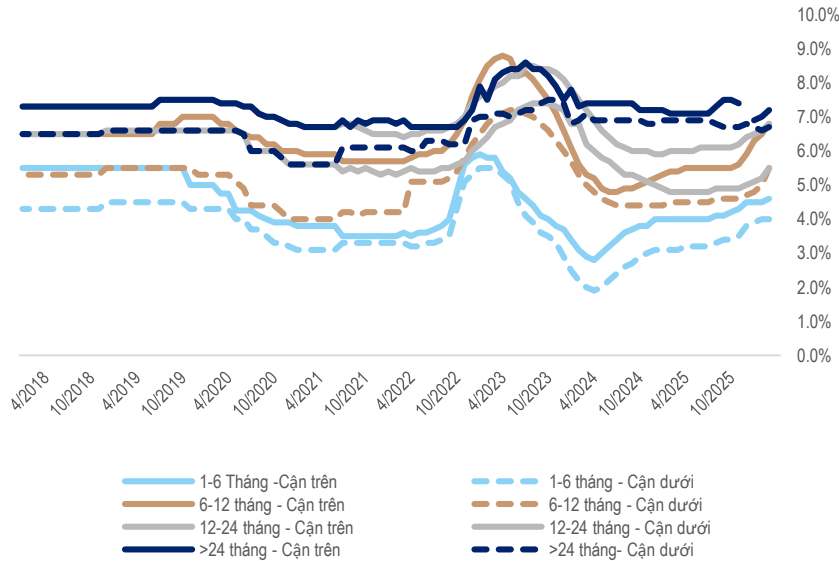
Nguồn: Fiiipro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

\* lưu ý tăng trưởng này chưa tính phần bán nợ cho các ngân hàng yếu kém tại VCB MBB VPB và HDB

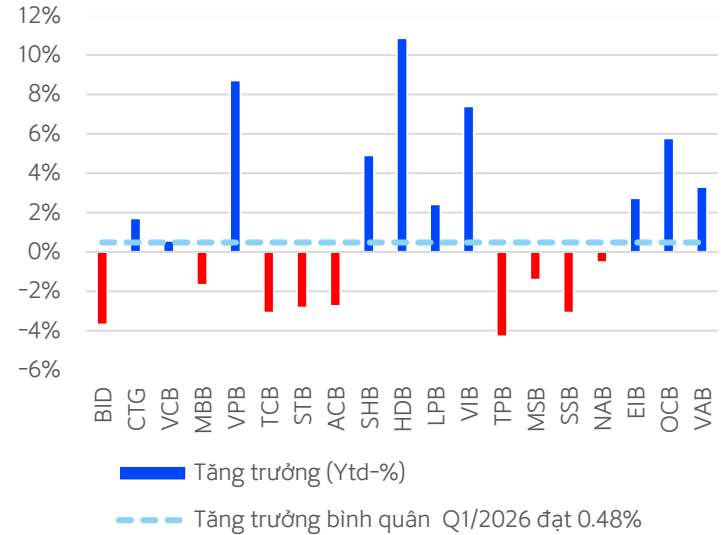
- Tăng trưởng tín dụng toàn ngành theo số liệu tháng 04/2026, đạt 4.4%. Mức tăng này khả quan hơn giai đoạn 2023-2024 nhưng chậm hơn so với năm 2025. Diễn biến này có thể giải thích do NHNN đã có những động thái nhằm điều tiết tăng trưởng tín dụng hạn chế tăng nóng vào cho vay bất động sản, đồng thời quy định trần room tín dụng theo từng quý. Theo trao đổi với các ngân hàng, room tín dụng theo quý sẽ được nới lỏng hơn kể từ Q2/2026, mức tăng trưởng theo đó có thể cải thiện hơn trong phần còn lại của năm 2026 (tuy vậy vẫn phụ thuộc vào room tín dụng năm và khả năng huy động vốn của từng ngân hàng)
- VPB và HDB có mức tăng trưởng cho vay khả quan nhất toàn ngành, với lợi thế room tín dụng vượt trội nhờ tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém (cùng với VCB và MBB- hai ngân hàng này cũng có mức tăng trưởng khả quan trong Q1/2026). Các ngân hàng niêm yết trên HOSE có mức tăng trưởng tín dụng Q1/2026 ở mức 3.6%.

## Huy động tiền gửi phân hóa, huy động thị trường 1 chậm hơn

### Lãi suất huy động trung bình của toàn ngành



### Tăng trưởng tiền gửi có sự phân hóa rõ rệt



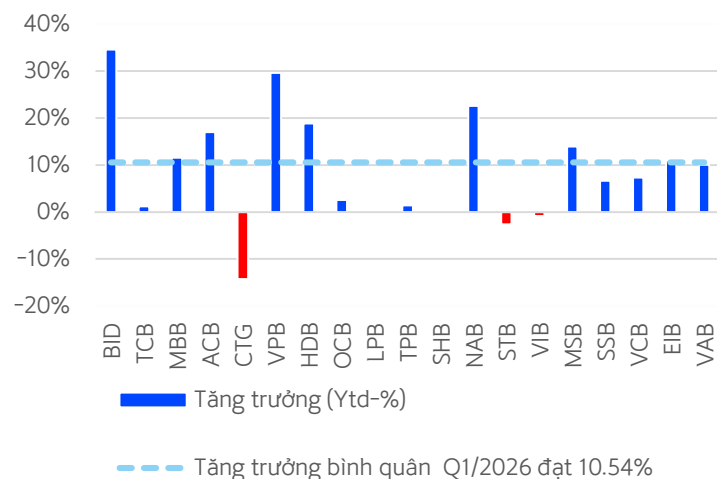
Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam; Số liệu chi tiết được cập nhật chính thức trên website NHNN tới tháng 03/2026

Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

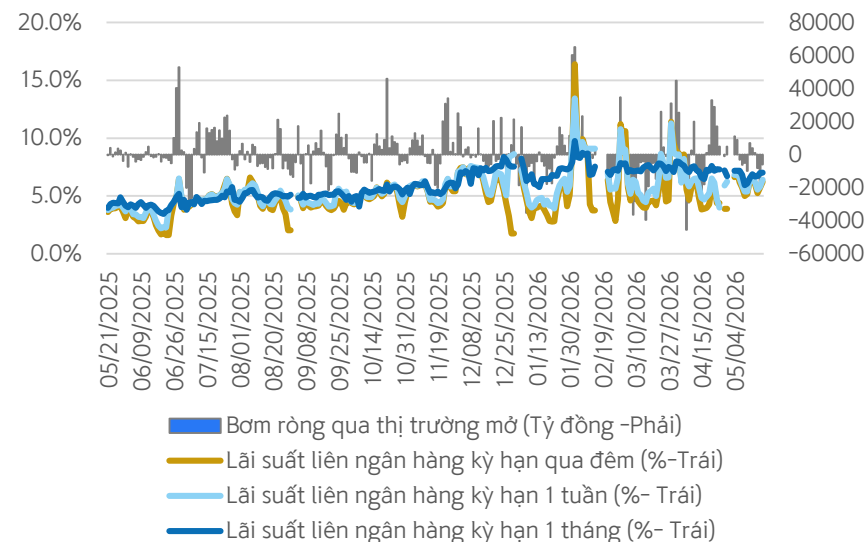
- Lãi suất tiền gửi tăng vào những tháng cuối 2025 và đầu 2026, kỳ hạn 6-12 tháng tăng 120bps theo số liệu của NHNN tới cuối tháng 03/2026. Theo quan sát của chúng tôi, các ngân hàng TMCP tư nhân trong cùng giai đoạn tăng 200bps, các ngân hàng TMCP nhà nước tăng khoảng 100bps (dựa trên lãi suất công bố online trên website ngân hàng, số liệu thực tế có thể cao hơn số công bố online). Sau cuộc họp với NHNN, mức lãi suất kỳ hạn 12 tháng tại các ngân hàng đã giảm nhẹ khoảng 0.5% từ mức đỉnh. Tuy vậy, nhiều lãnh đạo ngân hàng cho biết dư địa giảm thêm không còn nhiều cho phần còn lại của năm 2026.
- Tăng trưởng tiền gửi có sự phân hóa đáng kể, các ngân hàng có kế hoạch tăng trưởng cho vay cao như VPB hay HDB đã đẩy mạnh hoạt động huy động tiền gửi với nhiều gói lãi suất ưu đãi qua đó giúp tăng trưởng huy động mạnh mẽ trong Q1/2026. Các ngân hàng TMCP nhà nước với mặt bằng lãi suất tiền gửi duy trì ở mức thấp so với mặt bằng chung, có mức huy động thấp hơn trung bình ngành qua đó đẩy gây áp lực lên tỷ lệ LDR của các ngân hàng này vào cuối Q1/2026.

## Kênh giấy tờ có giá tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong huy động

### Đẩy mạnh huy động giấy tờ có giá



### Lãi suất liên ngân hàng ổn định sau giai đoạn tăng nóng



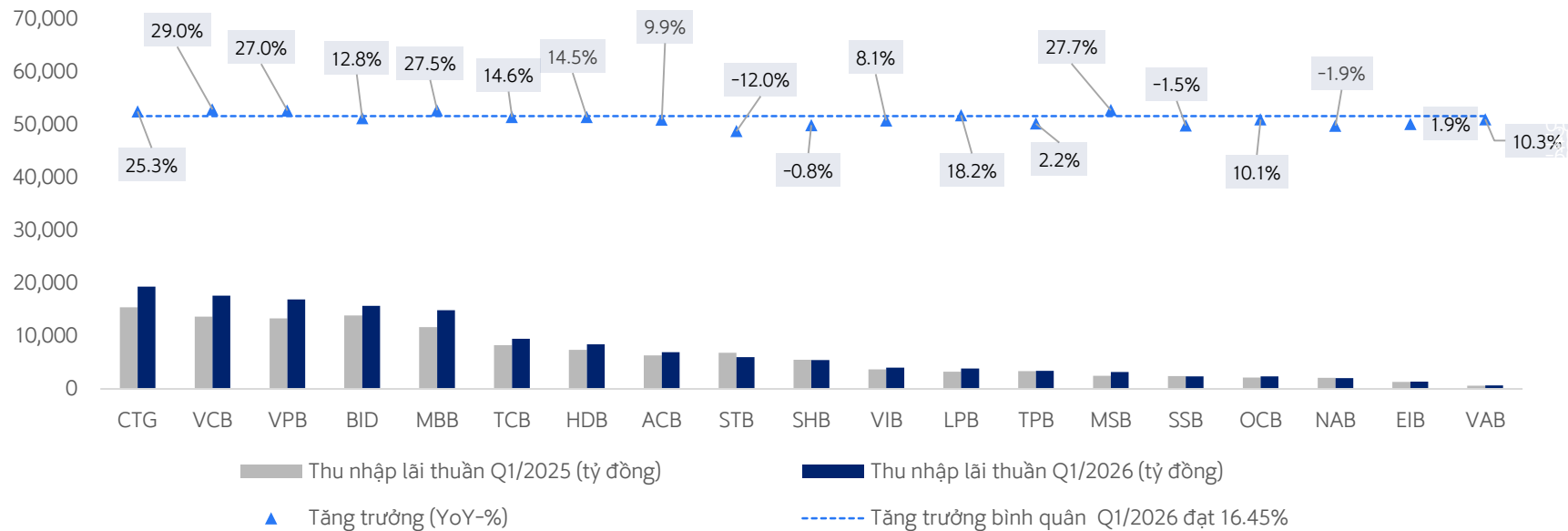
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Lãi suất phát hành trái phiếu của ngân hàng được nâng lên mặt bằng mới. Các đợt phát hành vào cuối Q3/2025 được ghi nhận quanh mức 6% thì các đợt phát hành trong tháng 04/2026 của ngân hàng hiện đã tăng lên quanh mức 8-9%.
- Huy động giấy tờ có giá tiếp tục được đẩy mạnh tại phần lớn các ngân hàng, tổng quan cả ngành tăng trưởng 10.54% so với cuối năm 2025. BID, ACB, VPB, HDB, NAB hay SSB là các ngân hàng có mức huy động giấy tờ có giá mạnh hơn trung bình toàn ngành.
- Lãi suất liên ngân hàng sau giai đoạn biến động mạnh vào những phiên trước Tết do tính mùa vụ đã ổn định trở lại và giao dịch quanh vùng 5-6% trong tháng 04-05/2026.

## NIM cải thiện ở nhóm SOBs, nhóm tư nhân tăng trưởng thúc đẩy bởi quy mô tài sản

**Thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết trên HOSE Q1/2026**

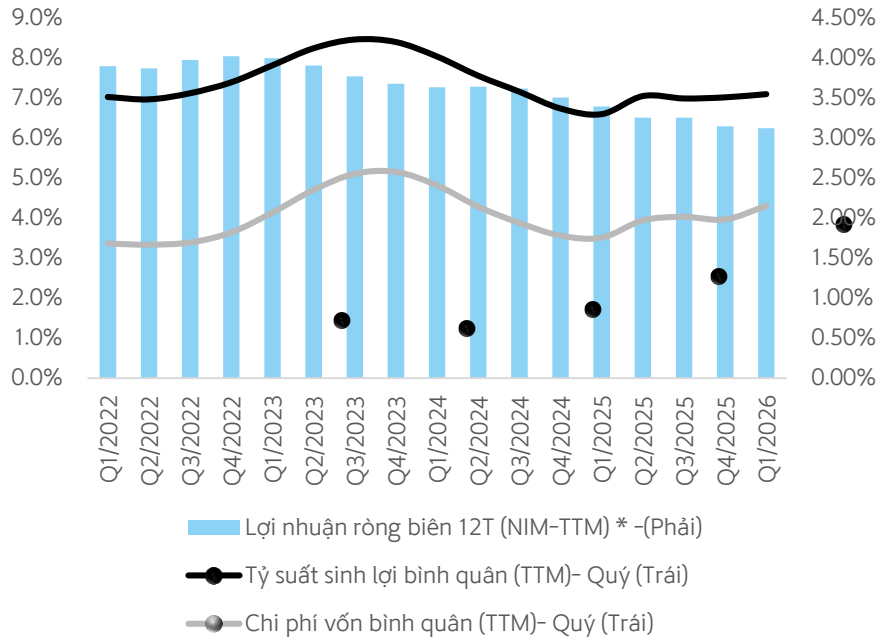


Nguồn: Finpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập lãi thuần trong Q1/2026 của toàn ngành tăng trưởng tổng 16.45% YoY. Trong khi VPB và MBB tăng trưởng thu nhập lãi được dẫn dắt bởi mở rộng quy mô thì CTG và VCB tăng trưởng nhờ cải thiện NIM thông qua tăng trưởng cho vay trung dài hạn cùng với lợi thế chi phí vốn thấp.

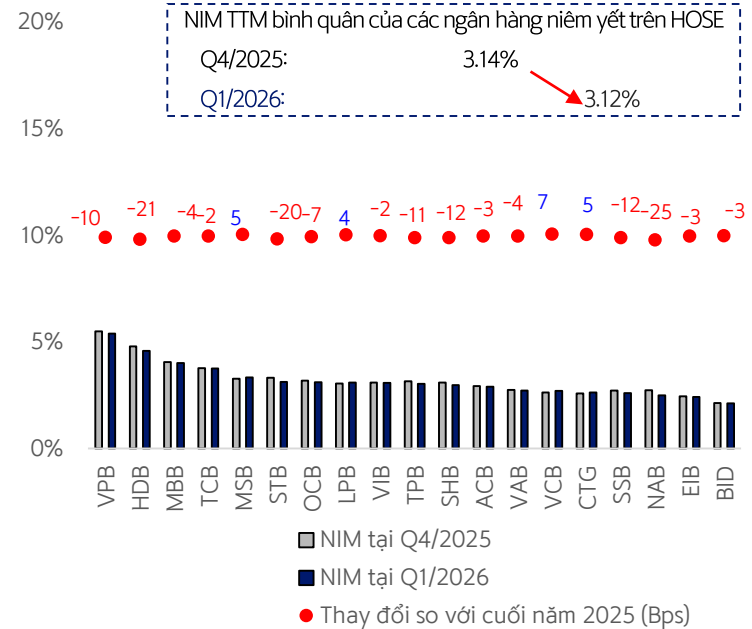
## NIM ổn định trong Q1/2026, dự kiến còn gặp áp lực khi chi phí vốn tăng cao

Tỷ lệ sinh lãi bình quân (IAE), Chi phí vốn bình quân (COF), Lợi nhuận ròng biên (NIM) của các ngân hàng trên HOSE 2022-Q1/2026



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận ròng biên (NIM) – TTM

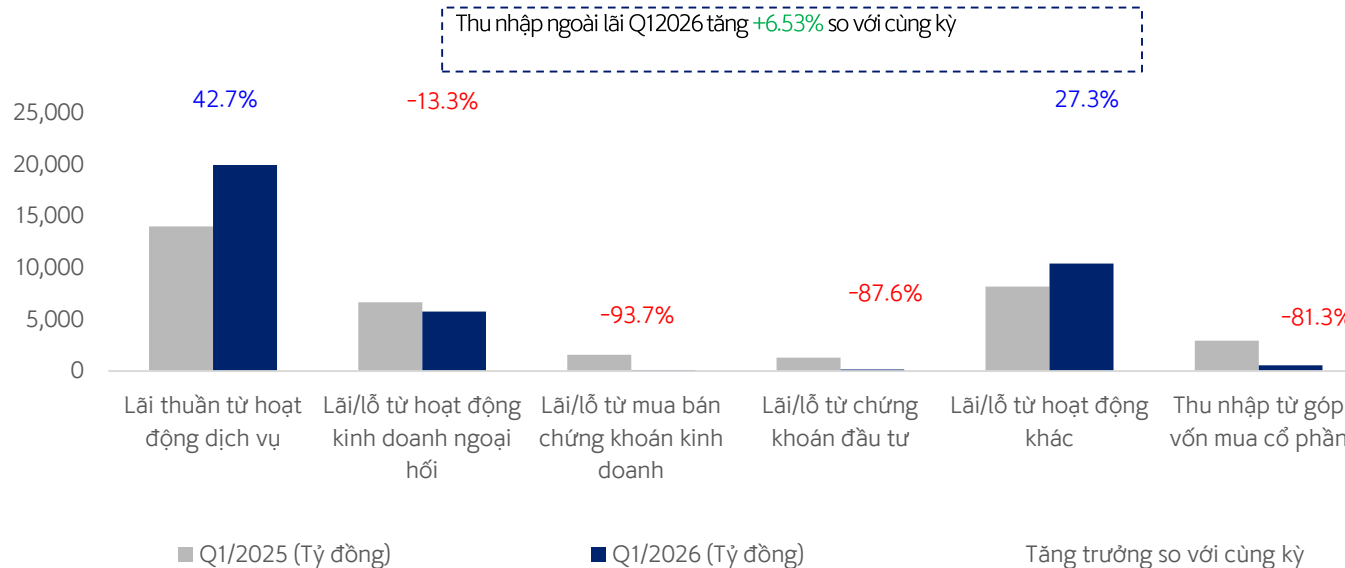


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Chi phí vốn tăng đã nhanh chóng phản ánh vào báo cáo tài chính của các ngân hàng trong khi đó, lãi suất cho vay đầu ra chưa tăng tương ứng. Xu hướng này nhìn chung gây áp lực lên NIM của nhiều ngân hàng trong Q1/2026. Với mặt bằng lãi suất tăng, các ngân hàng sẽ càng phải cạnh tranh nhau trong phần còn lại của năm, đặc biệt là các ngân hàng có mức tăng trưởng huy động tiền gửi âm trong Q1/2026
- Chia sẻ tại các cuộc họp nhà đầu tư, ban lãnh đạo tại hầu hết ngân hàng đều nhận định NIM sẽ tiếp tục gặp áp lực trong năm 2026 và dự báo NIM có thể giảm nhẹ.

## Thu nhập ngoài lãi dẫn dắt bởi thu nhập phí và thu nhập từ xử lý nợ xấu

### Thu nhập ngoài lãi

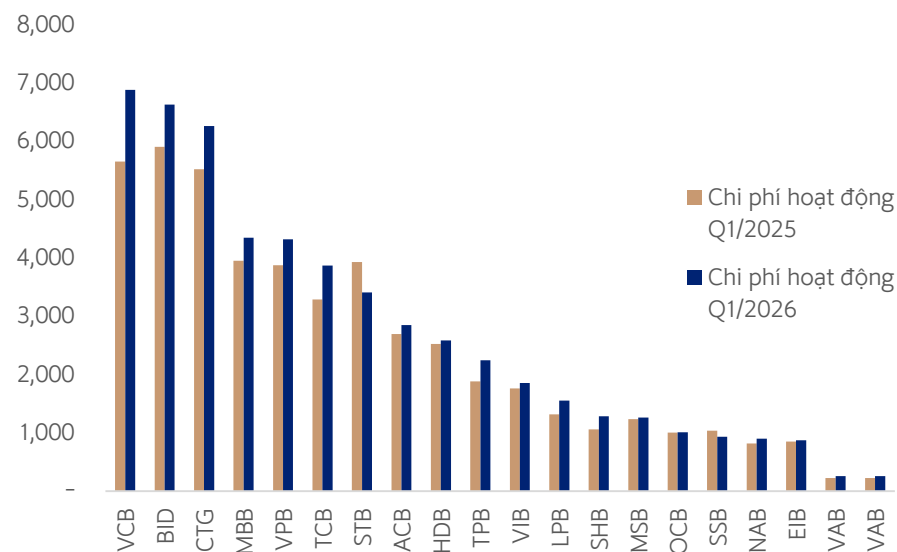


Nguồn: Finpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập phí tăng trưởng tích cực ở phần lớn các ngân hàng, trong đó dịch vụ thanh toán, bảo hiểm (nổi bật là TCB và VPB) tiếp tục tăng trưởng khả quan.
- Trong bối cảnh lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam tăng, hoạt động kinh doanh mảng chứng khoán kinh doanh và đầu tư tăng trưởng âm trong Q1/2026
- Căng thẳng địa chính trị đã làm thay đổi giả định về quyết định cắt giảm lãi suất, và phân bổ dòng tiền toàn cầu qua đó ảnh hưởng phần nào đến hoạt động kinh doanh ngoại hối của các ngân hàng trong Q1/2026.
- Thu nhập từ xử lý nợ xấu tiếp tục cho thấy sự tăng trưởng tích cực sau khi nghị quyết 42 được luật hóa.

## Cắt giảm phòng giao dịch, kiểm soát chi phí nhân sự được đẩy mạnh

### Chi phí hoạt động (tỷ đồng)



### Hiệu quả hoạt động có sự phân hóa trong Q1/2026

MCK	ROE TTM cuối Q1/2025 (%)	ROE TTM cuối Q1/2026 (%)	Thay đổi (bps)
ACB	20.46%	17.51%	-296
BID	17.33%	17.84%	51
CTG	18.13%	22.23%	410
EIB	14.19%	2.86%	-1133
HDB	25.08%	23.62%	-146
LPB	24.20%	23.43%	-77
MBB	21.93%	20.28%	-164
MSB	15.90%	14.33%	-157
NAB	20.92%	20.12%	-80
OCB	9.48%	12.76%	328
SHB	16.56%	18.32%	176
SSB	20.26%	7.99%	-1227
STB	20.56%	7.75%	-1280
TCB	14.56%	15.27%	71
TPB	17.09%	16.81%	-28
VCB	17.94%	16.37%	-156
VIB	17.40%	16.36%	-104
VPB	10.95%	15.57%	462
VAB	9.98%	8.90%	334
<b>Trung vị</b>	<b>17.40%</b>	<b>16.37%</b>	<b>-103</b>

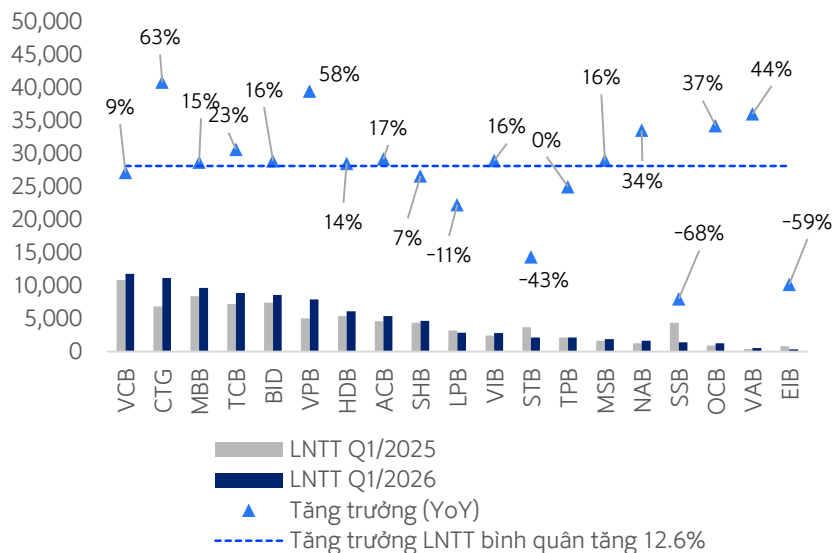
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Chi phí hoạt động của các ngân hàng trên HOSE Q1/2026 tăng nhẹ khoảng 9.5%, trong khi tổng thu nhập hoạt động trong cùng kỳ tăng trưởng 14.1%. Qua đó đưa tỷ lệ CIR trong Q1/2026 của ngành giảm từ mức 30.7% trong Q1/2025 về mức 29.4% trong Q1/2026. Trong đó, nổi bật xu hướng này là STB, mục tiêu được trình bày xuyên suốt trong các cuộc họp ĐHCĐ của ngân hàng trong 2 năm qua là giảm chi phí hoạt động và nâng cao hiệu quả hoạt động. Trong Q1/2026, ngân hàng giảm chi phí hoạt động 13.2% YoY, đưa CIR từ mức 50.4% trong Q1/2025 về mức 45.2% trong Q1/2026.
- Hiệu quả hoạt động của ngành tiếp tục xu hướng giảm. EIB và STB sụt giảm mạnh hiệu quả hoạt động do đang trong giai đoạn tái cấu trúc, trong khi đó SSB cùng kỳ Q1/2025 có ghi nhận lợi nhuận bất thường liên quan tới bán công ty tài chính. Về tổng quan ngành, giảm tốc trong hoạt động lõi (thu nhập lãi thuần) là yếu tố chính dẫn đến xu hướng giảm ROE trong nhiều năm qua.

## Tổng thể các ngân hàng đạt mục tiêu LNTT +17%

### LNTT của ngân hàng trong Q1/2026



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

### LNTT so với kế hoạch mục tiêu của các ngân hàng trong năm 2026

MCK	LNTT Q1/2026 (Tỷ đồng)	LNTT kế hoạch 2026 (Tỷ đồng)	Thực hiện (%)
ACB	5,368	22,338	24%
BID*	8,572	39,755	22%
CTG*	11,139	45,618	24%
EIB	338	1,515	22%
HDB	6,107	30,100	20%
KLB	522	2,600	20%
LPB	2,826	16,695	17%
MBB	9,628	39,400	24%
MSB	1,890	7,976	24%
NAB	1,643	6,200	26%
OCB	1,224	6,960	18%
SHB	4,656	17,665	26%
SSB	1,388	7,068	20%
STB	2,106	8,100	26%
TCB	8,870	37,500	24%
TPB	2,106	10,000	21%
VCB	11,803	46,221	26%
VIB	2,803	11,550	24%
VPB	7,921	41,323	19%
VAB	508	1,900	27%
<b>Tổng</b>	<b>91,419</b>	<b>400,484</b>	<b>23%</b>

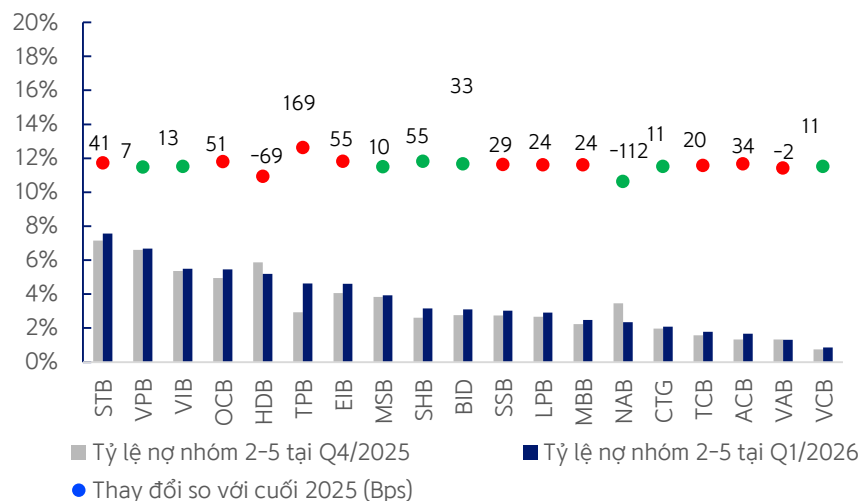
Nguồn: Tổng hợp từ ĐHCĐ 2026, \* tính bình quân từ mục tiêu tăng trưởng 5-10%

- Lợi nhuận trước thuế toàn ngành Q1/2026 tăng trưởng 12.6% YoY. Xét theo kế hoạch lợi nhuận mục tiêu, toàn ngành đạt được 23% mục tiêu cả năm. Thông thường kết quả kinh doanh Q1 của ngân hàng thường chưa tăng trưởng mạnh khi tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngoài lãi (bao gồm thu hồi xử lý nợ xấu) thường tăng trưởng chậm vào các tháng đầu năm.
- CTG và VPB có mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhất Q1/2026, trong khi đó STB, SSB (do có khoản thu nhập bất thường vào cùng kỳ) và EIB có mức giảm lợi nhuận mạnh nhất

## Nợ nhóm 2 tăng nhẹ, chất lượng tài sản cần theo dõi thêm trong môi trường lãi suất cao hơn

### Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 tại các ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2026

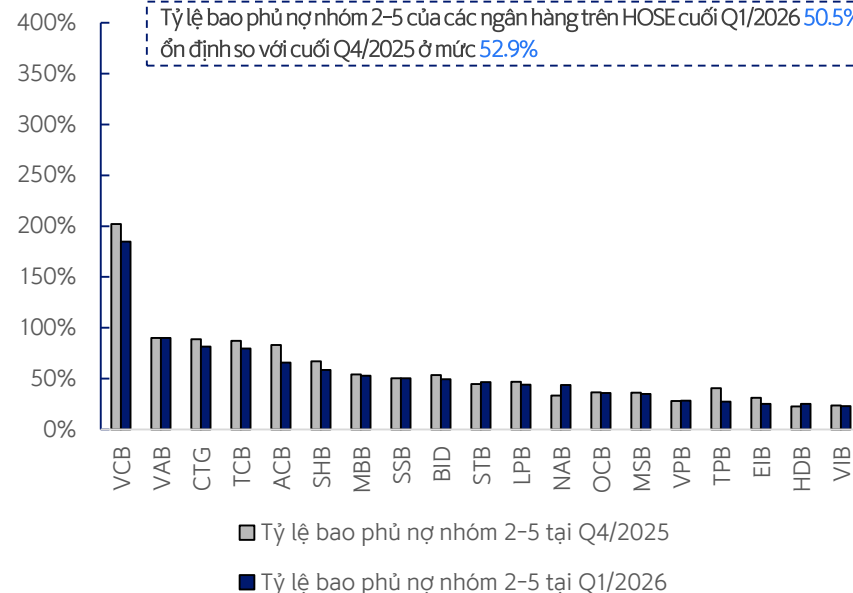
Số dư nợ nhóm 2 tại Q1/2026 so với Q4/2025: **+11.2%**  
 Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 bình quân của các ngân hàng trên HOSE cuối Q4/2025 ở mức **2.94%** so với cuối Q1/2026 ở mức **3.17%**



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

### Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2026

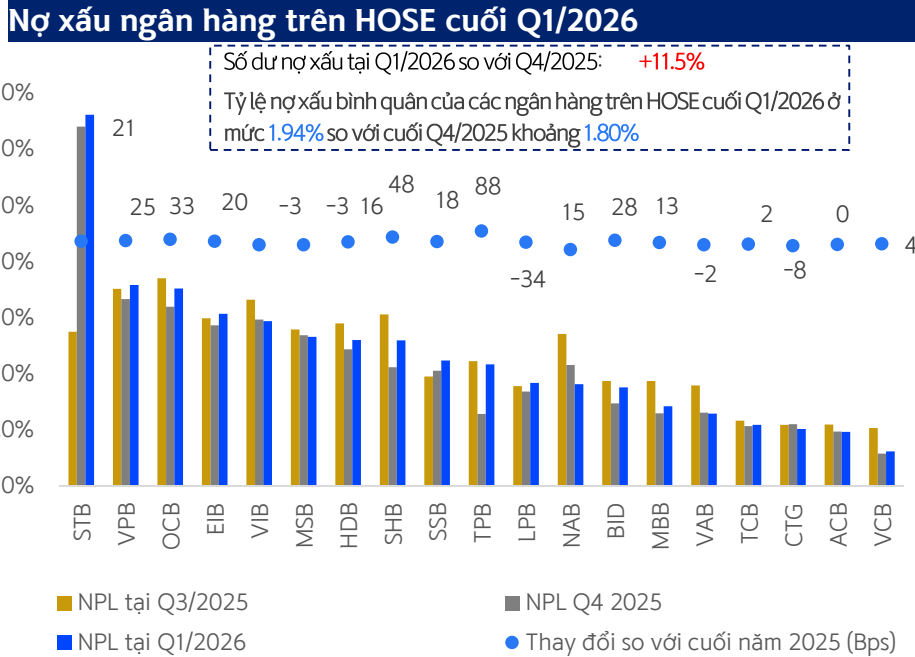
Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 của các ngân hàng trên HOSE cuối Q1/2026 **50.5%** ổn định so với cuối Q4/2025 ở mức **52.9%**



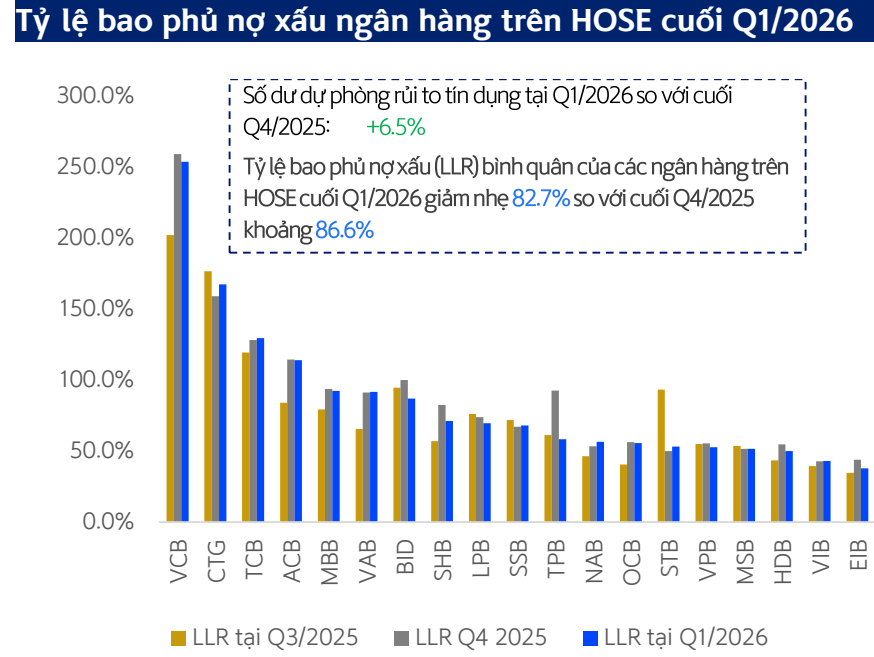
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Nợ nhóm 2 tăng nhẹ trong Q1/2026, tuy vậy đây thường mang yếu tố mùa vụ sau giai đoạn xử lý tài sản thường được thực hiện mạnh mẽ vào Q4 hàng năm. Tuy vẫn còn sớm để thấy tác động, mặt bằng lãi suất tăng cao hơn thông thường sẽ gây áp lực lên chất lượng tài sản của toàn ngành trong các quý/năm sau đó. Do vậy, chất lượng tài sản (đặc biệt hình thành nợ nhóm 2) sẽ là một yếu tố quan trọng cần theo dõi trong giai đoạn sắp tới
- Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 tương đối ổn định so với các quý trước và hiện tại đang ở quanh mức 50% cuối Q1/2026

## Tỷ lệ nợ xấu nhìn chung tương đối ổn định trong 3 quý gần nhất



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

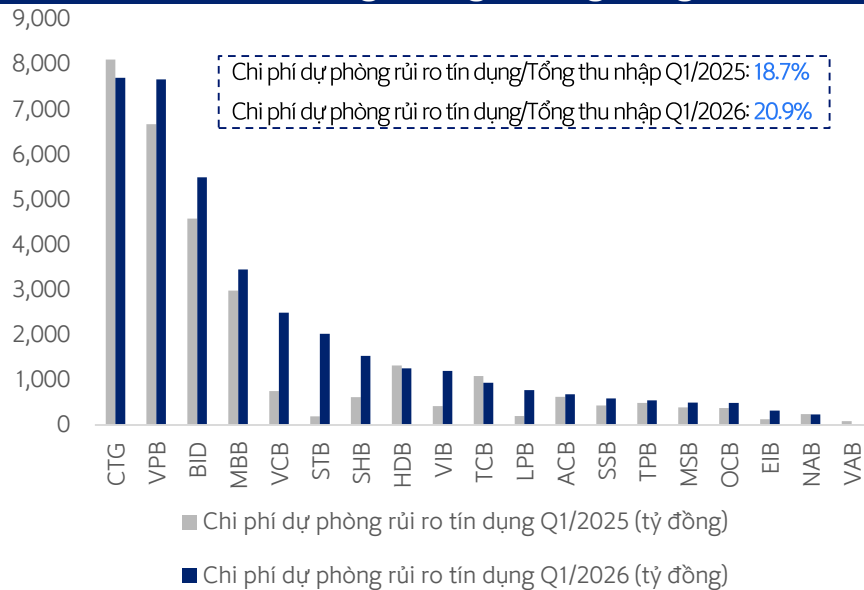


Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Sau giai đoạn xử lý nợ xấu vào cuối năm, tỷ lệ nợ xấu của toàn ngành tăng nhẹ cuối Q1/2026 nhưng nếu so với mốc Q3/2025, tỷ lệ nợ xấu đi ngang và ở mức 1.9%. Trong giai đoạn này, STB có sự gia tăng mạnh về ghi nhận nợ xấu và trích lập 100% liên quan tới Bamboo Airways. Các ngân hàng còn lại nhìn chung không có quá nhiều sự thay đổi về tỷ lệ nợ xấu nếu so với cuối Q3/2025.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cuối Q1/2026 về mức 82.7%. Nếu loại trừ STB do tăng nhanh nợ xấu cuối Q4/2025, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng còn lại ở mức 88%, giữ ổn định so với Q3/2025.

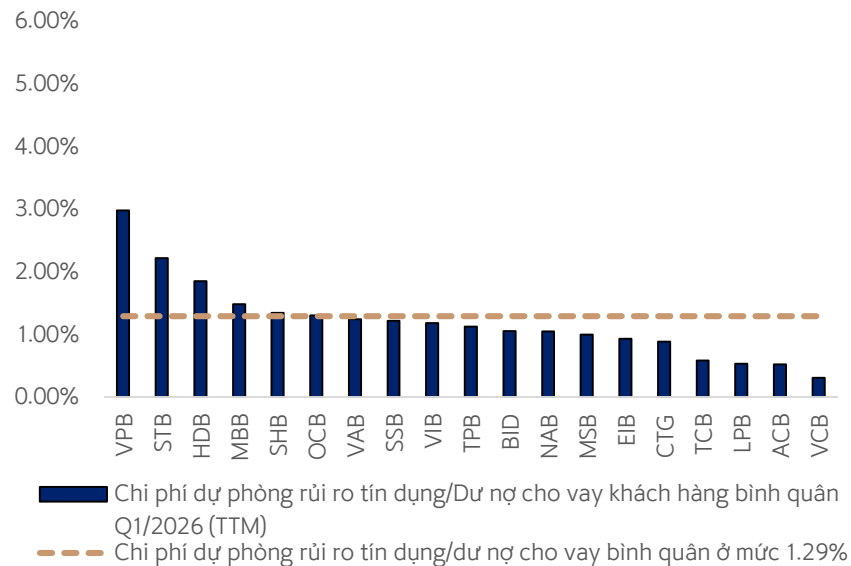
## Chi phí trích lập dự phòng/dư nợ cho vay bình quân ổn định

### Chi phí trích lập dự phòng của ngân hàng trong Q1/2026



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

### Chi phí trích lập dự phòng/dư nợ cho vay bình quân (%)



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

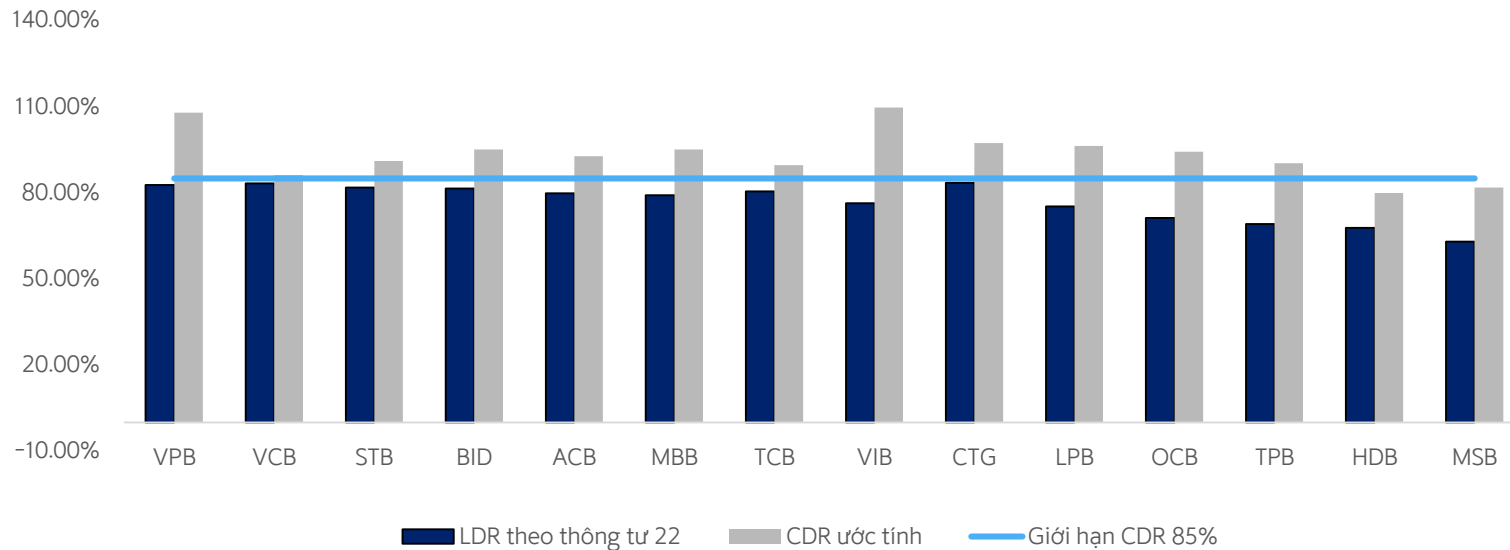
- Chi phí trích lập dự phòng rủi ro có sự phân hóa mạnh trong Q1/2026, VCB, STB, VIB và LPB đẩy mạnh ghi nhận chi phí trích lập trong kỳ. Tỷ lệ trích lập dự phòng/ dư nợ cho vay bình quân cuối Q1/2026 của toàn ngành ở mức 1.29%, không thay đổi nhiều so với Q1/2025.

## Dự thảo sửa đổi Thông tư 22/2019/TT-NHNN

Chỉ tiêu	Lộ trình áp dụng	Công thức tính và tóm tắt	Nhận định
CDR thay thế LDR	Áp dụng cho giai đoạn chuyển tiếp trước 2028 <b>Không cần áp dụng</b> , và chỉ cần báo cáo nếu $LCR \geq 100\%$ và $NSFR \geq 100\%$	Công thức CDR tóm tắt: $\frac{\text{Tín dụng bao gồm TPDN} - \text{tài trợ bằng Vốn chủ sở hữu}}{\text{Tiền gửi TT1} + \text{Phát hành Giấy tờ có giá (trừ phần nắm giữ bởi tổ chức tín dụng khác)} + 20\% \text{ TGKB kỳ hạn}}$ Công thức CDR có một số thay đổi chính: + Mở rộng thành tín dụng thay vì chỉ tính cho vay TT1. Sau đó điều chỉnh VCSH + Loại bỏ phần tiền gửi TCTD, không tính phần TCTD nắm giữ giấy tờ có giá và bổ sung 20% TGKB có kỳ hạn	Do tỷ trọng tiền gửi TCTD và phần giấy tờ có giá nắm giữ bởi TCTD khác lớn hơn so với sự bổ sung của Tiền gửi KBNN và phần điều chỉnh vốn chủ sở hữu nên <b>CDR của phần lớn ngân hàng đều gặp áp lực tăng.</b>
Tỷ lệ khả năng chi trả (LCR) Thay thế cho Tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày	Năm 2028: 90% Năm 2029: 95% Năm 2030 trở đi: 100%	LCR sẽ được tính dựa trên Tài sản có tính thanh khoản cao, dòng tiền ra ròng trong 30 ngày tiếp theo Chỉ tiêu này tính thanh khoản ngắn hạn trong kịch bản áp lực trong 30 ngày.	
Tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng (NSFR) Thay thế cho tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn ( $\leq 30\%$ )	Năm 2028: 90% Năm 2029: 95% Năm 2030 trở đi: 100%	Được tính dựa trên Hệ số nguồn vốn ổn định sẵn có (ASF) và Hệ số nguồn vốn ổn định yêu cầu (RSF) $ASF = \sum \text{Giá trị ghi sổ các thành phần của danh mục ASF} \times \text{Hệ số vốn ổn định sẵn có (ASF factor)}$ $RSF = \sum \text{Giá trị ghi sổ các thành phần của danh mục RSF} \times \text{Hệ số vốn ổn định yêu cầu (RSF factor)}$	<b>Hệ số ASF:</b> Nguồn vốn bán lẻ, ưu tiên kỳ hạn dài sẽ đem lại lợi thế cho ngân hàng khi có trọng số cao hơn. Trong khi đó tiền gửi doanh nghiệp, vốn liên ngân hàng có hệ số và kỳ hạn ngắn có hệ số thấp hơn <b>Hệ số RSF:</b> Tín dụng kỳ hạn dài hoặc rủi ro cao sẽ yêu cầu nguồn vốn ổn định cao hơn. Các ngân hàng có sự chênh nhau giữa dòng vốn ngắn và cho vay trung dài hạn càng lớn sẽ càng gặp bất lợi.
Tài sản tính thanh khoản cao (HQLA)		- Khung tài sản thanh khoản đơn giản với trọng số 100% - Phân loại HQLA theo 1/2A/2B với trọng số, haircut và trần bám theo chuẩn Basel III. Trong đó phân loại 2B bổ sung nhóm RMBS, chứng khoán nợ A đến BBB-, cổ phiếu phổ thông và Trái phiếu chính phủ, ngân hàng trung ương và PSE xếp hạng BBB- trở lên	HQLA sẽ tiến sát tới chuẩn BASEL III, mở rộng loại tài sản và kèm theo đó là trọng số phù hợp hơn với từng lớp tài sản (thay vì tính như thông tư 22)
Tỷ lệ đòn bẩy (LEV) Bổ sung mới	Chưa có thông tin chi tiết	$LEV \geq 3\%$ = Vốn cấp 1/Tổng trạng thái rủi ro Chỉ tiêu bổ sung cho CAR, không tính trọng số rủi ro như hệ số CAR.	<b>Không phải hạn chế do ngân hàng tại Việt Nam có mô hình truyền thống, ít các công cụ phái sinh phức tạp.</b>

## Áp dụng CDR cho quá trình chuyển tiếp có thể gây áp lực ngắn hạn lên toàn ngành

### CDR bình quân của các ngân hàng HOSE có thể vượt mức 90%



Nguồn: Số liệu được ước tính dựa trên báo cáo tài chính Q1/2026, có thể không đầy đủ chi tiết như yêu cầu trong thông tư. Ở phần giấy tờ có giá nắm giữ bởi TCTD khác, chúng tôi đang giả định ở mức 50%.

- CDR nhìn chung chịu áp lực tăng ở phần lớn các ngân hàng khi mà cách tính mới loại bỏ phần tiền gửi TCTD khác vốn chiếm tỷ trọng lớn trong tính toán huy động của các ngân hàng. Các ngân hàng áp dụng sớm BASEL III với tỷ lệ LCR và NSFR trên 100% như ACB sẽ có lợi thế nếu các quy định CDR được áp dụng chính thức mà không có sự thay đổi
- Trong khi dự thảo thay thế Thông tư 22 vẫn đang trong quá trình lấy ý kiến, NHNN đã ban hành Thông tư 08/2026/TT-NHNN vào tháng 5/2026, theo đó cho phép 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN được tính vào LDR của các ngân hàng. Dựa trên số liệu Q1/2026, thông tư này có thể giúp nhóm ngân hàng quốc doanh (SOCBs) giảm khoảng 1–1.5% tỷ lệ LDR.

## Việt Nam được dự báo tăng trưởng nhanh trong khu vực, nhưng thấp hơn mục tiêu chính phủ đề ra

### Dự phóng đồng thuận một số nền kinh tế trên thế giới cho giai đoạn 2026-2027

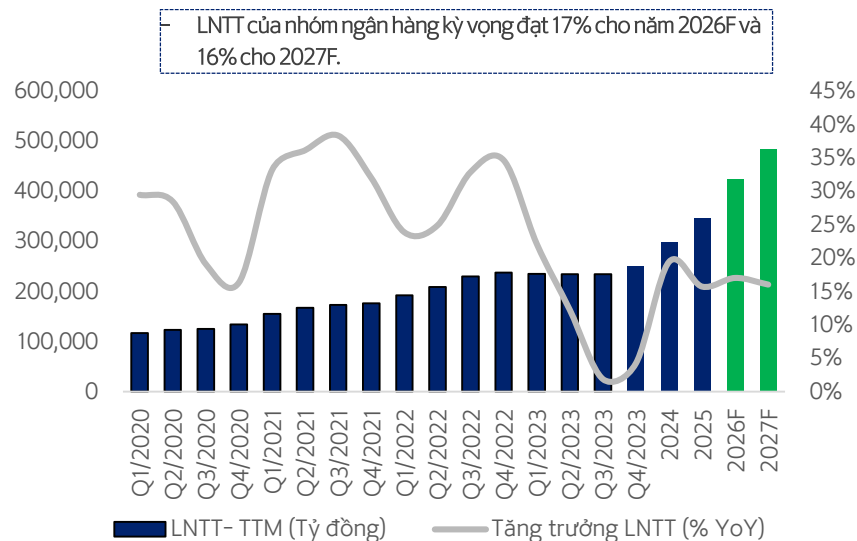
Chỉ số	Tăng trưởng GDP			CPI			Tỷ lệ thất nghiệp		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
<b>Quốc gia/Năm</b>									
<b>Vietnam</b>	<b>7.0 %</b>	<b>7.0 %</b>	<b>6.7 %</b>	<b>4.3 %</b>	<b>3.6 %</b>	<b>4.0 %</b>	<b>2.3 %</b>	<b>2.2 %</b>	<b>2.0 %</b>
China	4.6 %	4.4 %	4.3 %	1.0 %	1.1 %	1.4 %	5.1 %	5.1 %	5.0 %
Hong Kong	3.0 %	2.6 %	2.3 %	1.9 %	1.9 %	1.8 %	3.6 %	3.4 %	3.1 %
India	7.5 %	6.5 %	7.0 %	2.0 %	4.6 %	4.3 %			
Indonesia	5.0 %	5.0 %	5.2 %	3.1 %	2.8 %	2.8 %	4.9 %	4.9 %	4.8 %
South Korea	2.4 %	2.0 %	2.0 %	2.6 %	2.1 %	2.0 %	2.9 %	2.8 %	2.8 %
Malaysia	4.5 %	4.5 %	4.5 %	2.1 %	2.0 %	2.1 %	3.1 %	3.1 %	3.0 %
Phillipines	4.0 %	5.4 %	5.7 %	6.2 %	3.9 %	3.1 %	4.8 %	4.5 %	4.1 %
Singapore	3.0 %	2.4 %	2.5 %	1.9 %	1.9 %	1.6 %	2.1 %	2.1 %	2.1 %
Taiwan	7.1 %	3.7 %	3.1 %	1.9 %	1.7 %	1.7 %	3.3 %	3.3 %	3.3 %
Thailand	1.6 %	2.2 %	2.8 %	2.5 %	1.6 %	1.4 %	1.1 %	1.1 %	
USA	2.2 %	2.0 %	2.1 %	3.3 %	2.4 %	2.2 %	4.4 %	4.3 %	4.2 %
Japan	0.7 %	0.9 %	0.9 %	2.0 %	2.0 %	1.9 %	2.5 %	2.5 %	2.4 %
Euro	0.8 %	1.3 %	1.4 %	2.8 %	2.1 %	2.0 %	6.3 %	6.2 %	6.0 %
United Kingdom	0.8 %	1.2 %	1.5 %	3.2 %	2.4 %	2.0 %	5.3 %	5.3 %	5.2 %
Canada	1.2 %	1.7 %	1.8 %	2.5 %	2.0 %	2.0 %	6.6 %	6.3 %	6.1 %
Australia	2.0 %	1.9 %	2.2 %	4.3 %	2.8 %	2.7 %	4.4 %	4.6 %	4.7 %
Sweden	2.2 %	2.1 %	1.9 %	0.8 %	1.7 %	2.5 %	8.5 %	8.0 %	7.5 %
New Zealand	1.7 %	2.6 %	2.7 %	3.4 %	2.1 %	2.1 %	5.2 %	4.8 %	4.9 %
Switzerland	1.1 %	1.4 %	1.6 %	0.6 %	0.7 %	0.8 %	3.1 %	3.0 %	3.1 %
Denmark	2.4 %	2.1 %	2.4 %	1.4 %	1.9 %		6.5 %	6.4 %	
Norway	1.5 %	1.6 %	1.8 %	3.3 %	2.4 %	2.4 %	4.5 %	4.2 %	4.0 %
Germany	0.7 %	1.2 %	1.4 %	2.8 %	2.3 %	2.0 %	6.3 %	6.0 %	5.7 %
France	0.8 %	1.0 %	1.2 %	2.3 %	1.8 %	1.8 %	7.9 %	7.9 %	7.7 %
Italy	0.5 %	0.7 %	0.9 %	2.8 %	1.9 %	1.8 %	5.6 %	5.7 %	5.8 %

Nguồn: Bloomberg Consensus, Shinhan Securities Vietnam

- Việt Nam tiếp tục được dự báo tăng trưởng nhanh trong khu vực Đông Nam Á, dù mức tăng trưởng này thấp hơn kế hoạch mục tiêu do Quốc Hội đề ra. Động lực tăng trưởng năm 2026 được kỳ vọng từ nhóm đầu tư công, xuất khẩu và FDI
- Giá dầu neo ở mức cao do xung đột chính trị có thể đẩy CPI của nhiều quốc gia, trong đó có Việt Nam cao hơn con số dự báo ban đầu của nhiều tổ chức quốc tế. Riêng trong 04/2026, CPI của Việt Nam đã tăng lên mức 5.46% do áp lực nhiên liệu, vận chuyển và chi phí ăn ngoài. Lạm phát duy trì ở mức cao có thể đẩy mặt bằng lãi suất của Việt Nam lên cao hơn qua đó tác động đến kinh doanh của hoạt động ngân hàng

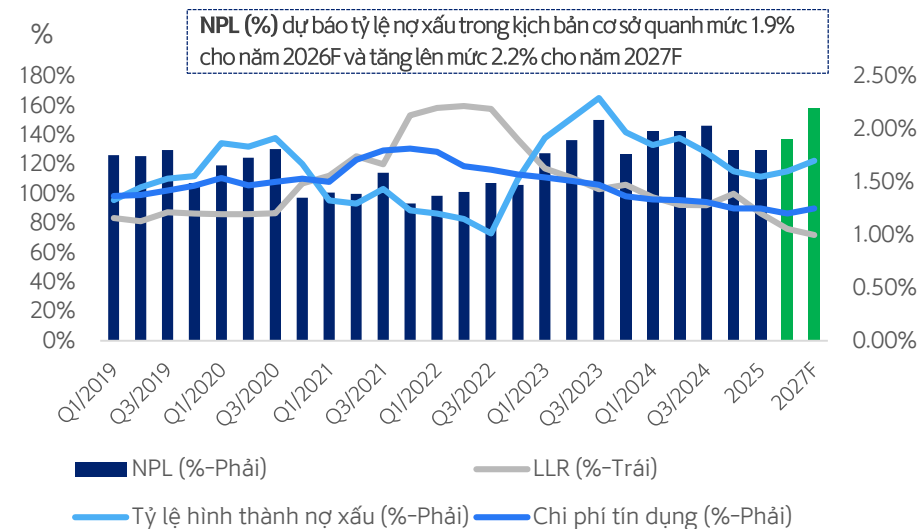
## Lợi nhuận trước thuế năm 2026 của ngân hàng được dự báo tăng ở mức 17%

### Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### Dự phóng tỷ lệ nợ xấu (NPL)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### - Giả định chính cho LNTT của các ngân hàng niêm yết trên HOSE:

- Chúng tôi giả định tăng trưởng tín dụng 15% cho giai đoạn 2026-2027
- NIM đi ngang quanh 3.15% cho giai đoạn 2026-2027
- Chúng tôi thận trọng dự báo, NPL quay trở lại đà tăng trong năm 2027 do mặt bằng lãi suất quay về mức cao
- Lợi nhuận trước thuế năm 2026 có thể đạt mức 17% và tăng khoảng 16% trong năm 2027.

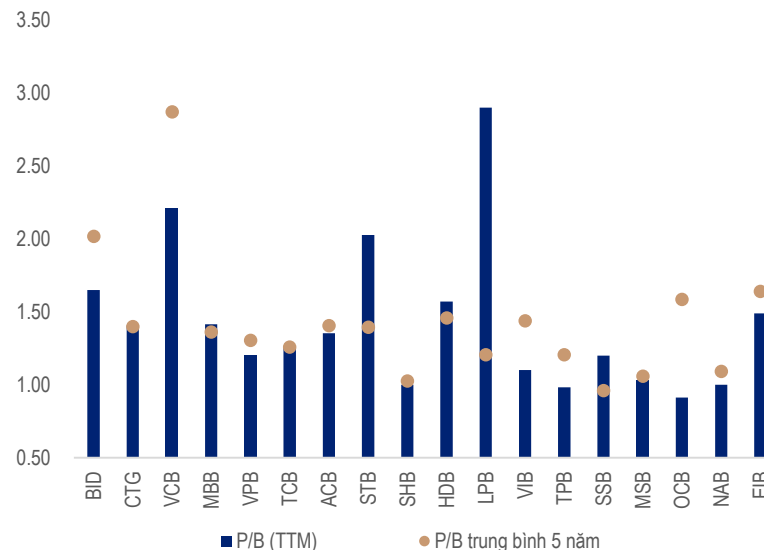
## Định giá tiếp tục được chiết khấu

### Định giá của các ngân hàng trên HOSE (P/B)



Nguồn: Bloomberg 04/06/2026, Shinhan Securities Vietnam

### P/B của nhóm cổ phiếu ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Định giá P/B của ngân hàng quay về dưới mức trung bình 5 năm, cuối tháng 5 ở mức 1.7x. Nhìn chung, các ngân hàng đã có sự chiết khấu đáng kể từ mức đỉnh cuối Q3/2025. P/B forward 2026 và 2027 đang ở mức 1.3x và 1.0x, cơ hội đầu tư xuất hiện trở lại ở vùng giá này.
- Trừ STB, LPB, HDB và SSB đang giao dịch ở mức định giá cao hơn trung bình 5 năm, phần lớn các cổ phiếu ngân hàng đang giao dịch quanh mức hoặc thấp hơn mức trung bình 5 năm.

# Ngành ngân hàng | Các ngân hàng niêm yết

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng LNTT Q1/2026 (% YoY)	Tăng trưởng LNTT 2026F (% YoY)	Tài sản/Vốn CSH (x)	NIM (TTM)	NPL –Nợ xấu nhóm 3-5 (%)	LLR (%)	CIR (TTM)	ROE (TTM)	P/B (TTM)	PB Forward 2026
VCB	519,723	62,200	79,800	8.7%	14.9%	10.9	2.71%	0.62%	253.36%	34.59%	16.37%	2.22	2.0
BID	310,495	42,650	50,000	15.6%	12.5%	17.8	2.12%	1.76%	86.89%	33.13%	17.84%	1.68	1.6
CTG	264,853	34,100	43,700	63.3%	15.6%	15.5	2.64%	1.02%	167.19%	29.68%	22.23%	1.41	1.3
TCB	222,862	31,450	43,700	22.6%	16.9%	6.4	3.76%	1.09%	129.39%	30.69%	15.27%	1.26	1.2
VPB	210,249	26,500	38,000	58.0%	26.7%	7.4	5.39%	3.58%	52.80%	24.15%	15.57%	1.21	1.1
MBB	201,375	25,000	34,100	14.8%	16.7%	10.8	4.02%	1.42%	92.24%	28.77%	20.28%	1.40	1.2
LPB	138,759	46,450	25,700*	-11.0%		11.7	3.09%	1.84%	69.65%	28.77%	23.43%	2.80	2.8
ACB	134,837	26,250	30,400	16.8%	21.4%	10.4	2.91%	0.97%	113.97%	31.86%	17.51%	1.37	1.1
HDB	127,384	25,450	34,000	14.0%	29.7%	11.8	4.59%	2.60%	50.00%	26.88%	23.62%	1.59	1.4
STB	132,719	70,400	65,562*	-42.7%		14.0	3.13%	6.62%	53.21%	39.39%	7.75%	2.16	1.9
SHB	73,743	13,800	19,022*	6.5%		13.0	2.99%	2.60%	71.20%	22.15%	18.32%	1.03	
VIB	55,315	16,250	20,920	15.8%	23%	11.5	3.09%	2.94%	43.10%	35.40%	16.36%	1.13	1.0
SSB	49,203	14,350		-68.1%		9.7	2.61%	2.24%	68.00%	40.02%	7.99%	1.19	
TPB	44,246	15,950	20,699*	-0.1%		11.0	3.05%	2.17%	58.39%	35.76%	16.81%	1.00	0.8
EIB	39,397	21,150	26,000*	-59.3%		10.2	2.42%	3.07%	37.80%	60.97%	2.86%	1.49	1.4
MSB	45,396	14,550	14,583*	15.9%		9.4	3.33%	2.66%	51.61%	35.28%	14.33%	1.03	0.9
OCB	32,889	12,350	13,850*	37.0%		9.9	3.12%	3.52%	55.56%	34.91%	12.76%	0.94	0.8
NAB	24,912	12,100		34.2%		16.6	2.49%	1.82%	56.45%	33.73%	20.12%	1.01	
VAB	8,735	10,700		44.1%		13.5	2.72%	1.29%	91.55%	26.34%	14.37%	0.83	

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, tổng hợp bởi Shinhan Securities Vietnam

\* Số liệu tổng hợp từ Bloomberg Consensus



## Giá mục tiêu (năm 2026)

VND 34,000

Giá hiện tại (04/06/26)

VND 25,450

Suất sinh lời (%)

34%

VNINDEX

1,832

PE thị trường (1F)

12.9

Vốn hóa (tỷ VND)

127,384

SLCP lưu hành (triệu CP)

5,005

Tự do giao dịch (triệu CP)

3,749

52-tuần cao/thấp (VND)

30,000/  
16,462

KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)

15.51

GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)

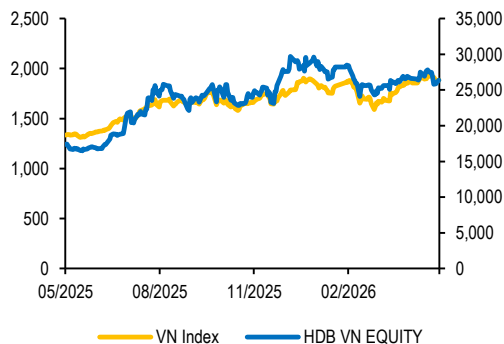
366

Sở hữu nước ngoài (%)

21.71

Cổ đông lớn (%) Sovico 9.99

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-7.2	7.7	54.9
So với VNIndex(%)	-7.5	-4.6	13.4



## Mục tiêu tham vọng, nhiều thương vụ lớn đang được triển khai

HDBank chiến lược ngân hàng bán lẻ đa năng, hướng tới khách hàng là doanh nghiệp vừa và nhỏ, khách hàng cá nhân tại các đô thị loại hai và nông thôn bằng cách phát triển các sản phẩm và dịch vụ tài chính chuyên biệt phù hợp với nhu cầu của họ. Đồng thời, HDB đang củng cố nền tảng ngân hàng điện tử để nâng cao khả năng tiếp cận đến khách hàng. Chiến lược nhằm mục tiêu này được thể hiện rõ qua thành tích ấn tượng trong thời gian qua, với mức tăng trưởng tài sản và lợi nhuận tăng trên mức 25% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2025. Với lợi thế về trần tín dụng cao, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ tăng trưởng khả quan trong năm 2026. Với nhiều thương vụ niêm yết công ty con và bán vốn chiến lược, chúng tôi cho rằng HDB là cổ phiếu rất tiềm năng để đầu tư.

### Kết quả kinh doanh Q1/2026

HDB tăng trưởng tín dụng ở mức 8%, thúc đẩy bởi nhóm khách hàng doanh nghiệp và nhóm tài chính tiêu dùng, trong khi đó mảng bán lẻ chỉ tăng 4.8% trong Q1/2026. Tổng huy động của HDB tăng 11.9% Ytd, nhờ thu hút tiền gửi từ khách hàng bán lẻ và phát hành giấy tờ có giá. Nhờ vậy LDR của HDB theo thông tư 22 giảm về mức 67.7%, mức rất an toàn so với bình quân LDR quanh 75-80% của các ngân hàng khác.

NIM của ngân hàng cuối Q1/2026 giảm về mức 4.6% (từ mức 4.8% cuối Q4/2025). Theo đó thu nhập lãi thuần tăng trưởng 15.1% YoY.

Tỷ lệ nợ xấu của HDB ở mức 2.6% cuối Q1/2026, ngân hàng duy trì ổn định quanh mức này trong các quý gần nhất.

Chi phí hoạt động kinh doanh và chi phí dự phòng trong Q1/2026 nhìn chung không có nhiều biến động, lần lượt tăng +2.5% và giảm -5% YoY.

Lợi nhuận trước thuế theo đó đạt 6,107 tỷ đồng (+14% YoY), đạt 20% kế hoạch lợi nhuận năm. HDB đặt mục tiêu lợi nhuận 2026 ở mức 30,100 tỷ đồng (+41% YoY), tín dụng mục tiêu tăng trưởng 37%.

### Quan điểm đầu tư

- HDS và HDSaison đang trong quá trình chuẩn bị để niêm yết trong năm 2026. HDB dự kiến sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại HDS lên 90% (thương vụ đã hoàn thành tính tới thời điểm tháng 06/2026)
- HDB cũng đang trong quá trình triển khai bán vốn cho nhà đầu tư chiến lược trong năm 2026, thương vụ này nếu thành công sẽ tiếp tục làm dày bộ đệm vốn và làm cơ sở cho tăng trưởng cho các năm sau
- HDB là một trong những ngân hàng huy động tiền gửi khách hàng khả quan trong Q1/2026, với tỷ lệ LDR ở mức thấp so với trung bình ngành..
- Moody nâng triển vọng lên "Tích cực" trên cơ sở kỳ vọng HDBank sẽ tiếp tục củng cố năng lực tài chính thông qua lộ trình tăng vốn chủ sở hữu, song hành với việc duy trì khả năng sinh lời mạnh mẽ.

### Dự phóng 2026

- Chúng tôi dự phóng thận trọng hơn kế hoạch với tăng trưởng cho vay và huy động tiền gửi ở mức 30% cho năm 2026. Với bối cảnh lãi suất huy động lẫn giấy tờ có giá quay về mức cao, chúng tôi dự phóng NIM của HDB giảm nhẹ về mức 4.4%. Tỷ lệ nợ xấu giảm về mức 2.2%. Chi phí tín dụng giảm về mức 1.7%; CIR quanh 25%. Theo đó lợi nhuận trước thuế 2026 đạt 27,654 tỷ đồng, tăng trưởng ở mức 30%

- **Rủi ro:** 1) Lạm phát duy trì ở mức cao, mật bằng lãi suất tiếp tục tăng gây áp lực lên chất lượng tài sản của ngân hàng 2) Không huy động đủ để tài trợ cho tăng trưởng cho vay

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	18,012	22,184	30,856	34,746	43,002
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	3,956	4,230	3,172	7,941	8,461
TNHH (tỷ VND)	21,967	26,414	34,028	42,687	51,463
LNTT (tỷ VND)	10,268	13,017	16,731	21,322	27,654
Tăng trưởng LNTT (%)	27.24	26.77	28.53	27.44	29.70
Tăng trưởng cho vay (%)	29.84	30.15	28.85	23.48	30.00
NIM (x)	5.01	4.98	5.38	4.80	4.44
ROE (%)	23.5	24.2	25.7	25.3	25.3

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026| 53

# Ngân hàng TMCP Quân Đội (HOSE: MBB)



**Giá mục tiêu (year 2026)** VND 34,100

**Giá hiện tại (04/06/26)** VND 25,000

**Suất sinh lời (%)** 36%

VNINDEX 1,832

PE thị trường (1F) 12.9

Vốn hóa (tỷ VND) 201,375

SLCP lưu hành (triệu CP) 8,055

Tự do giao dịch (triệu CP) 5,574

52-tuần cao/thấp (VND) 29,500/18,182

KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP) 24.54

GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND) 515

Sở hữu nước ngoài (%) 22.6

VIETTEL Group 14.7

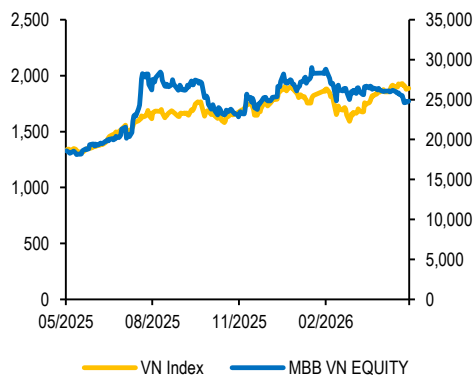
SCIC 9.8

Cổ đông lớn (%)

3M 6M 12M

Tuyệt đối (%) -13.7 8.5 32.8

So với VNIndex(%) -14.1 -3.7 -8.7



## Lợi thế tăng trưởng quy mô tài sản

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB) có nhiều thành tích nổi bật trong những năm hoạt động gần đây, thể hiện qua chất lượng tài sản ổn định, lợi nhuận vượt trội cùng với xếp hạng tín nhiệm được đánh giá cao bởi các tổ chức xếp hạng quốc tế. MBB tiếp tục tập trung phát triển CNTT, chuyển đổi số hướng tới mục tiêu "Trở thành Doanh nghiệp số, Tập đoàn tài chính dẫn đầu". Trong năm 2025, ban lãnh đạo MBB dự kiến sẽ tập trung nhiều hơn vào phân khúc bán lẻ của danh mục cho vay và tiếp tục cải thiện chất lượng CASA. Với phương pháp thu nhập thẳng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho MBB trong năm 2026 ở mức 34,100 đồng.

### Kết quả kinh doanh Q1/2026

Tổng thu nhập hoạt động đạt 17.4 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ. Thu nhập lãi thuần tăng 28% YoY, thu nhập phí tăng 38% YoY (nhờ động lực từ thanh toán và ngân quỹ và môi giới chứng khoán). Hệ số CAR cuối Q1/2026 ở mức 10.9%.

Tăng trưởng tín dụng đạt 3.3%, tăng trưởng chủ yếu là cho vay trung và dài hạn. NIM giảm nhẹ về mức 4.0% cuối Q1/2026. Huy động của MBB trong Q1/2026 chủ yếu đến từ giấy tờ có giá, trong khi huy động thị trường 1 có mức tăng trưởng âm. MBB sẽ phải đẩy mạnh huy động trên thị trường 1 để có thể thực hiện tăng trưởng tín dụng khoảng 30%. Theo đó, chúng tôi cho rằng COF của ngân hàng sẽ chịu áp lực tăng qua đó NIM khó có sự phục hồi trong phần còn lại năm 2026. Tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức thấp 1.4%, tỷ lệ nợ xấu của MBB đã giảm mạnh từ cuối Q3/2025. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 92% cuối Q1/2026

Lợi nhuận trước thuế đạt 9,628 tỷ đồng (+15% YoY), hoàn thành hơn 24% kế hoạch lợi nhuận năm. ROE của MBB ở mức 21%, đây là mức cao trong nhóm các ngân hàng niêm yết.

### Quan điểm đầu tư

- MBB có hệ sinh thái tương đối toàn diện với công ty con bảo hiểm, chứng khoán, tín dụng tiêu dùng. CASA top đầu ngành, giúp chi phí vốn ít biến động hơn trong thời gian gần đây, NIM của ngân hàng vẫn duy trì ở một trong những vị trí cao nhất của ngành.
- Lợi thế về room tín dụng cao hơn toàn ngành, MBB sẽ có lợi thế trong thu hút khách hàng và dự án mới trong năm 2026. Tăng trưởng tài sản là động lực tăng trưởng của MBB trong năm
- MBB có kế hoạch phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ tương ứng 10% và phát hành riêng lẻ 200 triệu cổ phiếu riêng lẻ
- Chất lượng tài sản ở mức thấp trong top ngành, ROE cao nhưng định giá P/B forward 2026 chỉ ở mức 1.17x

### Dự phóng 2026

- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của MBB ở mức 30% trong năm 2026, thận trọng hơn so với mục tiêu 35% của ban lãnh đạo, do ngân hàng đã xuất hiện những tín hiệu căng thẳng thanh khoản trong vài quý gần đây. Trong bối cảnh lãi suất có xu hướng nhích lên, cùng với việc MBB chủ động duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp nhằm ưu tiên tăng trưởng quy mô, chúng tôi dự phóng NIM tiếp tục thu hẹp nhẹ trong năm 2026, về mức 3.9%. Với lợi thế nhất định về tăng trưởng quy mô do tham gia tái cơ cấu ngân hàng MBV, chúng tôi giả định MBB sẽ có dư địa gia tăng tỷ lệ bao phủ nợ xấu lên 111% trong năm 2026, trong khi CIR được duy trì dưới 29% nhờ hiệu quả vận hành tiếp tục cải thiện. Theo đó, lợi nhuận trước thuế năm 2026 đạt 39,995 tỷ đồng, tăng 16.7% YoY

- **Rủi ro:** (1) Tín dụng tăng trưởng chậm hơn dự kiến; (2) Nợ xấu từ khách hàng lớn tiếp tục gia tăng; (3) Huy động chậm hơn dự kiến

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	36,023	40,964	41,152	51,610	67,627
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	9,570	7,433	14,261	16,083	18,754
TNHD (tỷ VND)	45,593	48,397	55,413	67,693	86,381
LNTT (tỷ VND)	22,729	26,306	28,829	34,268	39,995
Tăng trưởng LNTT (%)	37.5%	15.7%	9.6%	18.9%	16.7%
Tăng trưởng cho vay (%)	26.7%	32.7%	27.1%	39.6%	30.0%
NIM (x)	5.6%	4.8%	4.2%	4.1%	3.9%
ROE (%)	25.6%	23.9%	21.5%	21.1%	20.5%

# Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HOSE: VPB)



## Giá mục tiêu (năm 2026)

VND 38,000

Giá hiện tại (04/06/26)

VND 26,500

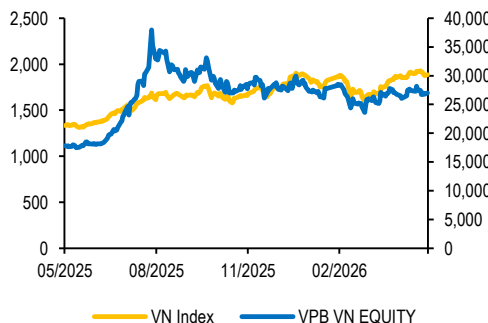
Suất sinh lời (%)

43%

VNINDEX	1,832
PE thị trường (1F)	12.9
Vốn hóa (tỷ VND)	210,249
SLCP lưu hành (triệu CP)	7,934
Tự do giao dịch (triệu CP)	7,242
52-tuần cao/thấp (VND)	38,900/ 17,300
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	19.08
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	447
Sở hữu nước ngoài (%)	24.5

Cổ đông lớn (%) Sumitomo Mitsui 15.0

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-6.4	-4.3	49.2
So với VNIndex (%)	-6.8	-16.5	7.6



## Huy động ấn tượng nửa đầu năm tạo cơ sở cho tăng trưởng nửa cuối 2026

Được thành lập vào năm 1993, VPBank là ngân hàng theo đuổi chiến lược bán lẻ hiện đại. VPB đã phát triển mạnh mẽ khả năng mở rộng mạng lưới chi nhánh và điểm giao dịch trên toàn quốc, cùng với việc phát triển các sản phẩm đa dạng. Với vị thế dẫn đầu về tài chính tiêu dùng, FE Credit kỳ vọng phục hồi rõ nét hơn trong 2026-2028. Hai công ty con khác là VPBankS (Chứng khoán) và OPES (Bảo hiểm) cũng đang dần đóng góp nhiều hơn vào hoạt động của ngân hàng. Dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 12 tháng tới của VPB ở mức 38,000 đồng/cp.

### Kết quả kinh doanh Q1/2026

- Tăng trưởng cho vay hợp nhất của VPB trong Q1/2026 đạt 10.2%, ngân hàng vượt trội trong thu hút huy động thị trường 1 với mức tăng trưởng 11.8% ytd. Tăng trưởng cho vay được dẫn dắt bởi khách hàng doanh nghiệp, SME và khách hàng cá nhân tăng thấp hơn ở mức 8.4% và 7% so với đầu năm, động lực từ sản phẩm vay mua nhà và tín chấp. Với tăng trưởng huy động khả quan, VPB duy trì tỷ lệ LDR ở mức 82.7% và vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn 28.3%, phù hợp với quy định của NHNN.
- Thu nhập lãi thuần tăng 26.7% trong Q1/2026, NIM chịu áp lực giảm về mức 5.4%. Thu nhập phí tăng trưởng 80.8% trên mức nền thấp. Tổng thu nhập hoạt động đạt 19,908 tỷ đồng (+27.9% YoY).
- NPL của VPB cuối Q1/2026 ở mức 3.58%, tăng nhẹ so với cuối năm 2025. Chi phí tín dụng ở mức 2.98%. Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt khi chỉ tăng hơn 11% trong Q1/2026
- Kết thúc Q1/2026, lợi nhuận trước thuế của VPB đạt 7,921 tỷ đồng (+57.9% YoY), hoàn thành 19% kế hoạch lợi nhuận. VPBankS đạt lợi nhuận 515 tỷ đồng, bảo hiểm OPES đạt lợi nhuận 261 tỷ đồng và FE Credit lợi nhuận 77.5 tỷ đồng.

### Quan điểm đầu tư

- VPB rất tích cực huy động trong nửa đầu 2026 và hiện tại là một trong những ngân hàng gap huy động và tín dụng dương. Ngân hàng cũng có kế hoạch huy động vốn nước ngoài trong năm 2026. Tuy việc đẩy mạnh huy động có thể làm tăng COF, nhưng bù lại VPB có lợi thế tốt trong giải ngân cho vay trong phần còn lại của năm 2026, đặc biệt VPB có kế hoạch tăng trưởng tài sản trên 30%.
- Hệ sinh thái toàn diện với kết quả kinh doanh khả quan ở các công ty con
- VPBank dự kiến sẽ phát hành riêng lẻ 624 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư nước ngoài để cải thiện bộ đệm vốn

### Dự phóng 2026

- Giới định chính của chúng tôi cho kết quả kinh doanh của VPB năm 2026 bao gồm: Tăng trưởng cho vay hợp nhất đạt 30%; huy động tiền gửi tương đương tăng trưởng 30%. NIM giảm nhẹ về mức 5.4% (từ mức 5.5%). CIR quanh mức 24%. Chi phí tín dụng/ dư nợ tín dụng bình quân đạt 2.7%. Nợ xấu hợp nhất kiểm soát quanh mức 3.5%. Lợi nhuận trước thuế 2026 của VPB theo đó đạt 38,790 tỷ đồng (+27% YoY), thận trọng hơn kế hoạch mục tiêu của VPB.

**Rủi ro:** (1) Lãi suất cao có thể tác động đến chất lượng tài sản nhóm khách hàng bán lẻ của VPB (2) Chi phí vốn tăng cao tiếp tục bào mòn NIM của VPB

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	41,021	38,175	49,080	58,663	75,540
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	16,776	11,569	13,175	15,991	19,016
TNHD (tỷ VND)	57,797	49,743	62,255	74,654	94,557
LNTT (tỷ VND)	(36,577)	(38,756)	(42,242)	(44,029)	(55,767)
Tăng trưởng LNTT (%)	47.73	(48.22)	82.15	53.03	26.66
Tăng trưởng cho vay (%)	23.38	29.19	22.36	36.23	30.00
NIM (x)	7.50	5.58	5.94	5.48	5.44
ROE (%)	17.8	7.1	11.1	14.9	15.8



Ngành Bất Động Sản

# Thị trường hồi phục có chọn lọc



Kiên Trần

 (84-28) 6299-9004

 [kien.tt@shinhan.com](mailto:kien.tt@shinhan.com)

## **Ngành Bất động sản – Thị trường hồi phục có chọn lọc**

### **1. Cập nhật ngành bất động sản**

Bối cảnh ngành Bất động sản trong năm 2025 hồi phục với tính lan tỏa tích cực ở các khu vực có nhu cầu thực ở cùng các yếu tố hỗ trợ: (1) nền lãi suất thấp kích thích nhu cầu của các DN phát triển BĐS và nhu cầu của người mua nhà, tín dụng ngành BĐS tăng trưởng tích cực; (2) đẩy mạnh nguồn vốn đầu tư công phát triển cơ sở hạ tầng và nguồn FDI vào lĩnh vực BĐS tăng trưởng mạnh mẽ; (3) pháp lý khơi thông, nguồn cung hồi phục mạnh mẽ.

### **2. Triển vọng đầu tư ngành bất động sản 2026**

Triển vọng thị trường bất động sản năm 2026, khi: (1) lãi suất vay mua nhà và phát triển dự án BĐS tăng; (2) kiểm soát tín dụng lĩnh vực bất động sản dẫn đến thị trường giao dịch chậm lại, kênh phát hành trái phiếu kỳ vọng sẽ là kênh huy động nguồn vốn bổ sung; (3) tuy nhiên, pháp lý khơi thông giúp nguồn cung toàn thị trường tăng trưởng sẽ giảm áp lực chi phí vốn với các doanh nghiệp phát triển bất động sản.

### **3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu bất động sản**

VHM, PDR, NLG, KDH, DXG

### **4. Phụ lục**

## Lãi suất – Mặt bằng chung lãi suất cho vay mua nhà đã bật tăng từ cuối 2025

Mặt bằng lãi suất điều chỉnh tăng trong Q1/2026 so với các quý đầu năm 2025. Lãi vay ưu đãi tăng từ mức trung bình **6-8%/năm** trong ba quý đầu năm 2025 lên ngưỡng **8-10%/năm** vào cuối Q1/2026. Các khoản vay mua nhà vẫn tiếp tục cấu trúc phổ biến theo hai mức lãi suất: (1) lãi suất vay ưu đãi và (2) lãi suất thả nổi sau ưu đãi, biên độ điều chỉnh giữa 2 lãi suất đang trong khoảng **2.0%-4.0%**, vì vậy khi hết thời gian ưu đãi, lãi suất thả nổi rơi vào khoảng **10-14%/năm**.

Thị trường giao dịch chậm lại, tâm lý người mua nhà trở nên thận trọng hơn. Vì vậy tỷ lệ hấp thụ trong giai đoạn tới có thể giảm xuống. Tuy nhiên với các chủ đầu tư có nền tảng tài chính vững chắc và có chính sách hỗ trợ người mua nhà phù hợp trong giai đoạn lãi suất tăng sẽ tiếp tục nhận được tỷ lệ hấp thụ tốt. Đồng thời, vừa qua các ngân hàng đã có cuộc họp với Thông đốc ngân hàng và thống nhất điều chỉnh giảm lãi vay kỳ vọng sẽ giảm áp lực tài chính với người mua nhà và DN phát triển BĐS trong giai đoạn tới.

### Thay đổi lãi suất vay mua nhà thương mại tại một số ngân hàng lớn

Ngân hàng	01/2024			12/2024			10/2025			5/2026		
	Ls. ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ vay tối đa (%)	Kỳ hạn (năm)	Ls. ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ vay tối đa (%)	Kỳ hạn (năm)	Ls. ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ vay tối đa (%)	Kỳ hạn (năm)	Ls. ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ vay tối đa (%)	Kỳ hạn (năm)
Vietcombank	6.7	70	20	5.5	70	20	5.7	70	20	9.2	70	30
Shinhan bank	6.6	70	30	7.0	70	30	6.6	70	50	8.5	70	30
Techcombank	10.5	70	35	6.7	80	35	6.5	70	25	9.2	70	25

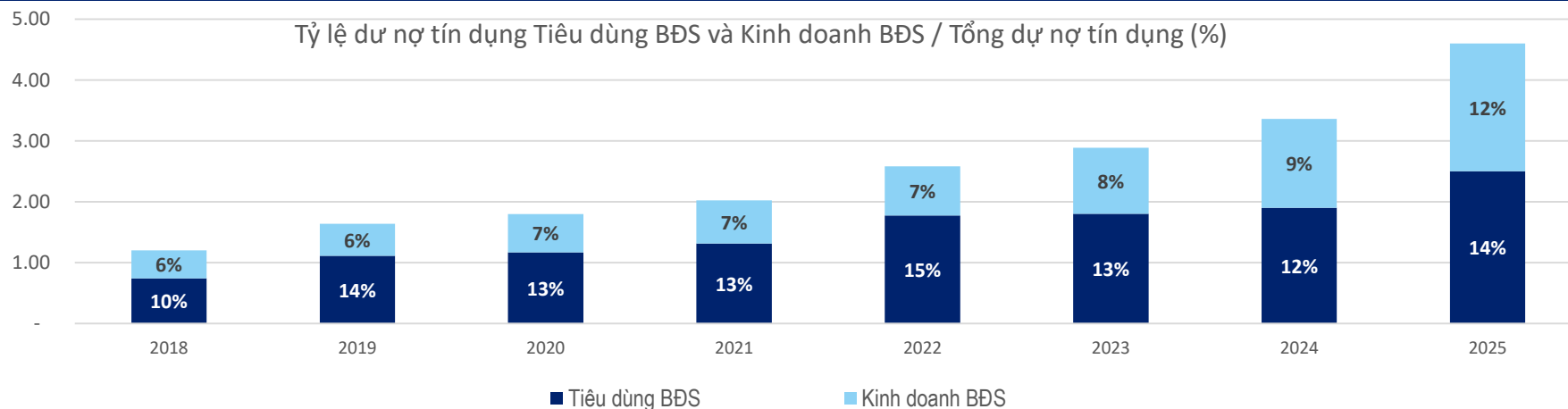
Nguồn: Batdongsan.com.vn, Shinhan Securities Vietnam

## Tín dụng – Tăng trưởng dư nợ tín dụng cho lĩnh vực BĐS bỏ xa tăng trưởng tín dụng chung

Dư nợ tín dụng lĩnh vực bất động sản đến cuối năm 2025 đạt khoảng **4.6 triệu tỷ VND (+36.0% YoY)** so với tăng trưởng **19% của tín dụng toàn nền kinh tế**, mức tăng trưởng mạnh mẽ trong năm đầu tiên hồi phục của thị trường sau giai đoạn khó khăn 2022-2023 do các biện pháp siết chặt thị trường. Theo mục đích sử dụng vốn trong 2025, tín dụng lĩnh vực kinh doanh bất động sản đạt khoảng **2.1 triệu tỷ VND (+43.0% YoY)** trong khi đó tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng thấp hơn đạt **2.5 triệu tỷ VND (+32.0% YoY)**. Tính đến cuối T4/2026 dư nợ tín dụng toàn hệ thống vượt mốc **19.4 triệu tỷ VND (+4.42% so với cuối 2025)**. Tính đến cuối tháng 2/2026 dư nợ tín dụng hoạt động kinh doanh BĐS đạt **2.235 triệu tỷ VND (+11.7% so với cuối 2025)** vẫn là lĩnh vực hút vốn của hệ thống ngân hàng.

Năm 2025 tín dụng BĐS tăng trưởng mạnh mẽ nhờ hỗ trợ từ nền lãi suất thấp, giá BĐS tại nhiều khu vực đã tăng nhanh chóng và người có nhu cầu mua nhà khó có đủ khả năng tài chính để sở hữu căn nhà đầu tiên dù nguồn cung đã hồi phục tích cực trong 2025. Vào đầu 2026 Chính phủ đã siết tăng trưởng tín dụng BĐS để hạn chế hoạt động đầu cơ, kỳ vọng sẽ giúp hạ nhiệt đà tăng nhanh của giá nhà.

### Tín dụng cho Bất động sản vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng mạnh (triệu tỷ VND)



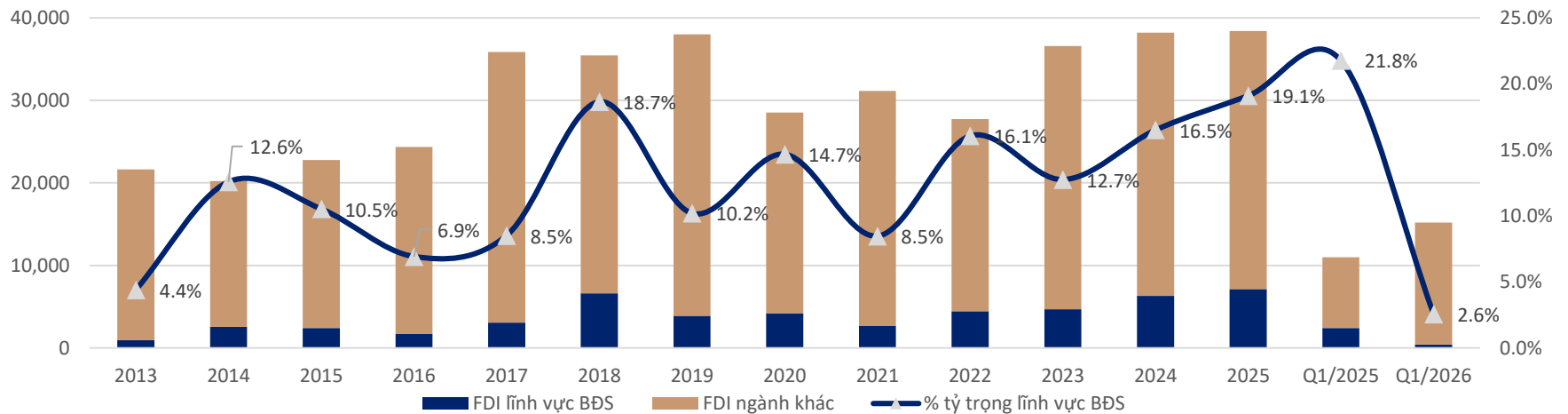
Nguồn: FiinPro, Bộ Xây dựng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

## FDI - Ngành BĐS tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI trong 2025

Hoạt động FDI ngành Bất động sản tiếp tục duy trì vị thế thứ 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài FDI và đã gia tăng tỷ trọng đáng kể lên tới **19.1%** cao nhất trong hơn 10 năm trở lại đây. Năm 2025, tổng vốn đầu tư ngành Bất động sản đạt **7.11 tỷ USD (+12.7% YoY)**, tương ứng với 19.1% tổng vốn đầu tư FDI đăng ký của các ngành và chỉ xếp sau ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt **21.01 tỷ USD (-17.9% YoY)**, chiếm 54.7% tổng vốn đầu tư FDI. Tổng vốn đăng ký FDI 2025 đạt **38.42 tỷ USD (+0.5% YoY)**.

Trong Q1/2026 vốn đăng ký lĩnh vực BĐS sụt giảm mạnh, đạt khoảng **400 triệu USD (-83.7% YoY)**, tỷ trọng FDI ngành BĐS chỉ chiếm 3% tổng tỷ trọng đăng ký FDI mới. Tổng FDI Q1/2026 tăng trưởng mạnh mẽ đạt **15.2 tỷ USD (+38.4% YoY)** lập đỉnh cao nhất trong 5 năm.

**Bất động sản tiếp tục giữ vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài FDI (Triệu USD)**



Nguồn: GSO, FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

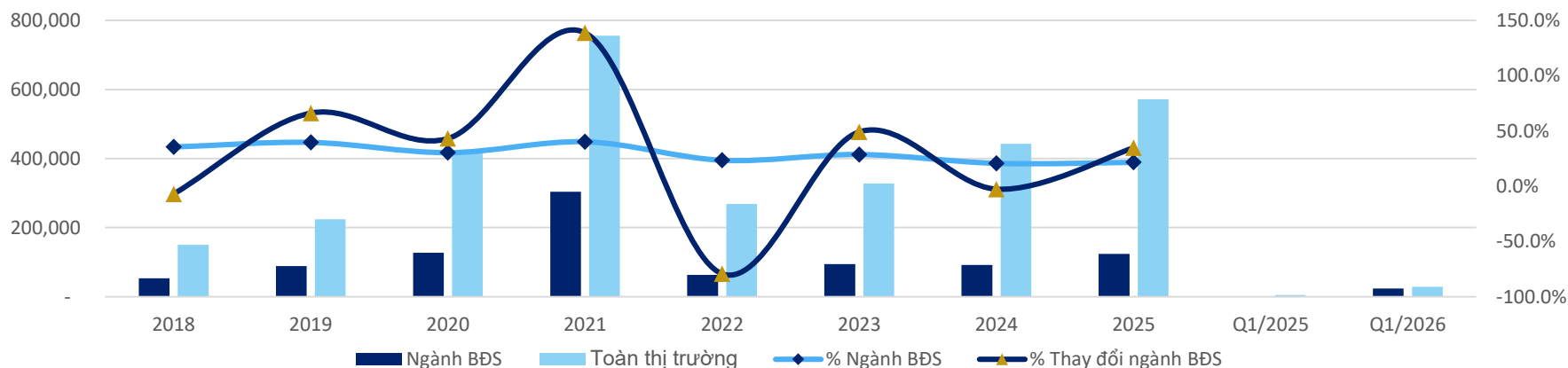
## Trái phiếu - Hoạt động phát hành trái phiếu BĐS có sự phục hồi dù chưa mạnh mẽ

Kênh phát hành vốn trái phiếu doanh nghiệp trên toàn thị trường và ngành bất động sản trong 2025 tiếp tục hồi phục. Tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành 2025 đạt **572 nghìn tỷ đồng (+29.1% YoY)**. Thể hiện sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường sau giai đoạn khó khăn 2022-2023 do siết kênh trái phiếu vì những sai phạm mục đích sử dụng vốn trước đó. Giá trị phát hành trái phiếu toàn thị trường trong 2025 đã bằng **75.7%** so với giá trị cả năm 2021 (năm giá trị phát hành trái phiếu cao nhất lịch sử).

Trong đó giá trị phát hành trái phiếu ngành bất động sản trong 2025 đạt **124 nghìn tỷ đồng (+34.8% YoY)**. Tuy nhiên giá trị phát hành chỉ bằng **40.7%** so với đỉnh điểm phát hành trái phiếu của ngành BĐS vào năm 2021 đạt **304 nghìn tỷ đồng**, chính sách tài khóa nới lỏng và mặt bằng lãi suất thấp dẫn đến các DN BĐS tìm đến kênh vay ngân hàng thay vì kênh phát hành trái phiếu.

Trong năm 2026, chính sách có sự điều chỉnh, quy định tín dụng lĩnh vực BĐS tăng trưởng không được vượt quá tổng tăng trưởng tín dụng chung, Chính phủ định hướng tăng trưởng tín dụng hướng đến lĩnh vực sản xuất kinh doanh. Kênh phát hành trái phiếu đóng vai trò quan trọng với các doanh nghiệp BĐS có thể huy động nguồn vốn thay thế. Chúng tôi kỳ vọng giá trị phát hành (GTPH) trái phiếu trong giai đoạn tới sẽ tăng trưởng tốt để đáp ứng nguồn vốn phát triển dự án của các DN BĐS, nhờ đó các DN BĐS sẽ giảm bớt phụ thuộc vào nguồn vốn tín dụng, giúp giảm áp lực lên hệ thống ngân hàng. Trong Q1/2026, GTPH ngành BĐS đạt **23.8 nghìn tỷ đồng** trong tổng **28.7 nghìn tỷ** GTPH toàn thị trường.

### Thị trường trái phiếu ngành BĐS ghi nhận sự hồi phục, tuy nhiên chưa mạnh mẽ so với các ngành khác (tỷ đồng)



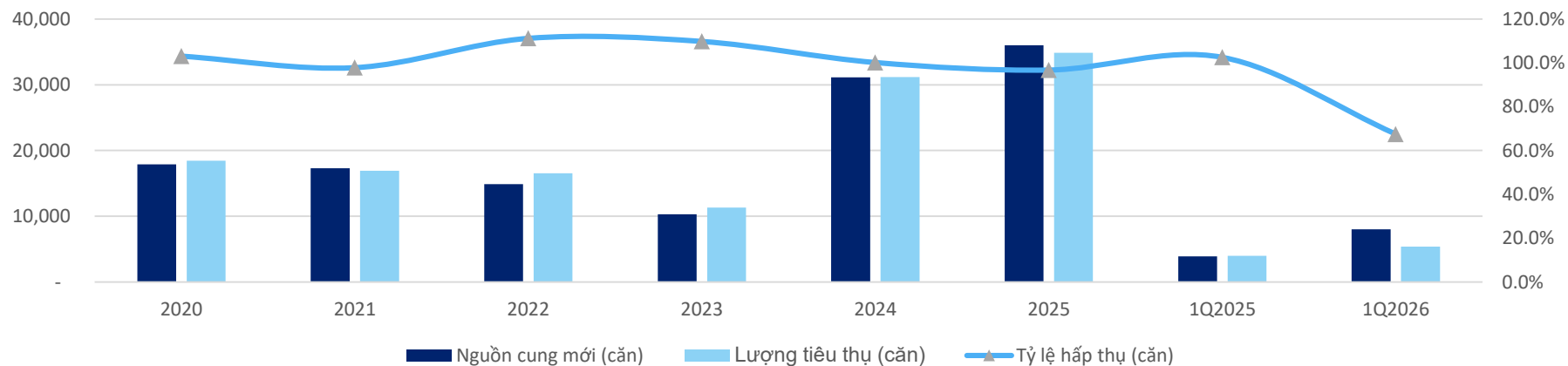
Nguồn: HNX, Shinhan Securities Vietnam

## Nguồn cung mới thị trường nhà ở tại Hà Nội duy trì đà tăng trưởng mạnh

Tại Hà Nội, nguồn cung nhà ở tiếp tục ghi nhận sự hồi phục ấn tượng trong 2025 đạt khoảng **36,000 căn (+16.0% YoY)**, so với giai đoạn thị trường khó khăn 2022–2023. Nguồn cung trong 2025 tiếp tục thể hiện đà hồi phục ấn tượng nhờ sự thuận lợi của môi trường pháp lý với nỗ lực tháo gỡ các nút thắt của các cơ quan quản lý tạo điều kiện khơi thông nguồn cung toàn thị trường. Mức độ hấp thụ của thị trường trong năm 2025 tiếp tục đạt mức ấn tượng với khoảng **35,000 căn (+12.0% YoY)** tương ứng tỷ lệ hấp thụ đạt trên 95% được hỗ trợ bởi nền lãi suất thấp trong năm 2025 kích thích nhu cầu của người mua nhà và thúc đẩy tâm lý tích cực của thị trường.

Nguồn cung mới trong Q1/2026 tại Hà Nội đạt khoảng **8,000 căn (+105.0% YoY)**, số căn bán ra trong Q1/2026 đạt khoảng **5,500 căn (+35.0% YoY)**. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ cho thấy sự chậm lại của thị trường, đã sụt giảm từ hơn **100% trong Q1/2025** xuống còn khoảng **70% trong Q1/2026**.

### Thị trường BĐS tại Hà Nội tiếp tục thể hiện sự hồi phục tích cực trong năm 2025 và duy trì đà hồi phục Q1/2026 (căn)



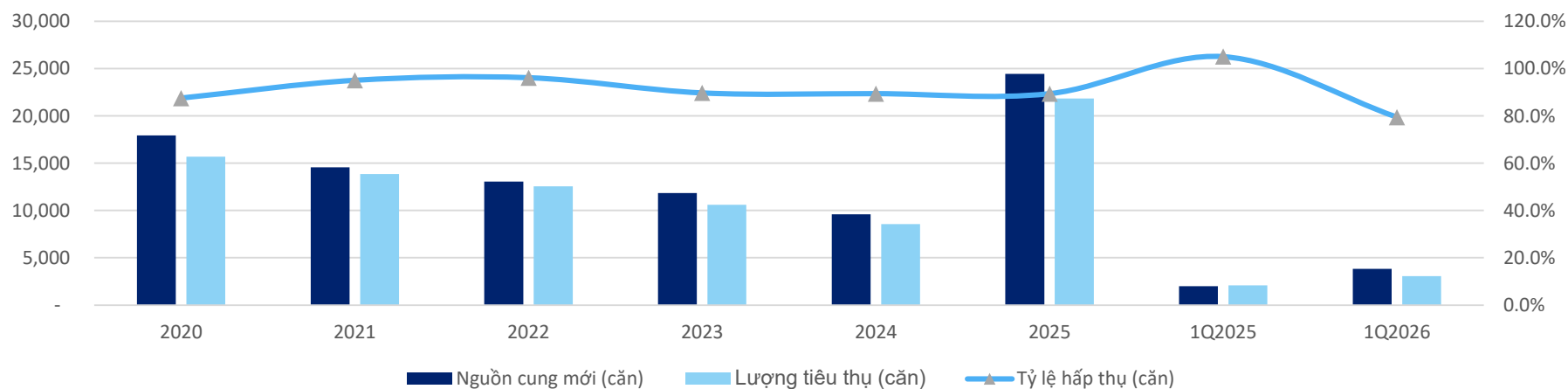
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

## Thị trường nhà ở tại TP.HCM có sự hồi phục mạnh

So với thị trường Hà Nội, trong năm 2024, thị trường TP.HCM ghi nhận sự hồi phục chậm hơn do công tác tháo gỡ pháp lý các dự án BĐS tại TP.HCM không thực hiện hiệu quả như khu vực Hà Nội. Tuy nhiên, qua năm 2025 thị trường BĐS TP.HCM ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ so với cùng kỳ. Nguồn cung trong 2025 tại TP.HCM đạt **24,443 căn (+155% YoY)**, đồng thời tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM tiếp tục đạt mức cao khoảng 90%, số sản phẩm đã bán ra tại TP.HCM đạt **khoảng 22,000 căn (+155% YoY)**. Tỷ lệ hấp thụ tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM tiếp tục duy trì cao nhờ nhu cầu lớn của người mua nhà và pháp lý các dự án mở bán đã trở nên hoàn thiện hơn.

Nguồn cung mới trong Q1/2026 tại TP.HCM đạt **3,840 căn (+93% YoY)**, số căn bán ra trong Q1/2026 đạt khoảng **3,100 căn (+45% YoY)**. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ cho thấy sự chậm lại của thị trường, đã sụt giảm từ hơn **105% trong Q1/2025** xuống còn khoảng **80% trong Q1/2026**.

### Nguồn cung mới tại thị trường Hồ Chí Minh thể hiện sự hồi phục rõ nét trong 2025 và duy trì đà hồi phục Q1/2026 (căn)



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

## Kết quả kinh doanh 2025 của các DN bất động sản có sự hồi phục ấn tượng

Trong 2025, các doanh nghiệp BĐS đã ghi nhận KQKD tăng trưởng ấn tượng so với 2024 khi thị trường đang trong quá trình hồi phục và tăng trưởng với các yếu tố hỗ trợ của chính sách vĩ mô. Cụ thể cập nhật KQKD 2025 của các DN bất động sản:

Doanh nghiệp	DT 2025 (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	LNST 2025 (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	Chú thích
VHM	153,271	49.8	43,335	23.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu VHM trong 2025 tăng 26.9% YoY đạt 153.3 nghìn tỷ đồng được đóng góp từ bàn giao dự án Royal Island, Ocean Park 2&amp;3, bán lô lớn dự án Green Paradise và đóng góp của mảng xây dựng. LNST của VHM trong 2025 tăng 23.6% YoY đạt 43.3 nghìn tỷ đồng. Cả doanh thu và LNST của VHM trong năm 2025 đều đạt mức cao nhất trong lịch sử hoạt động.</li> <li>- Doanh số ký bán BĐS của VHM đạt mức đỉnh cao mới, chủ yếu nhờ doanh số bán sỉ tại dự án Vinhomes Green Paradise, tổng doanh số ký bán 2025 đạt 205.3 nghìn tỷ đồng (+98% YoY).</li> </ul>
PDR	1,325	61.2	515	231.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trong 2025 doanh thu PDR đạt 1,325 tỷ đồng tăng 61.2% YoY, LNST đạt 515 tỷ đồng tăng 231.7% YoY được đóng góp chính từ ghi nhận chuyển nhượng dự án Bắc Hà Thanh, thoái vốn dự án Trần Phú và hoạt động cung cấp dịch vụ.</li> </ul>
NLG	5,645	(21.6)	946	(31.8)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu 2025 NLG giảm 21.6% YoY còn 5,645 tỷ đồng và LNST giảm 31.8% YoY còn 946 tỷ đồng. Doanh thu đạt được phần lớn nhờ bàn giao dự án Cần Thơ, Southgate và Akari GD2.</li> <li>- Doanh số ký bán trong 2025 của NLG đạt 11,855 tỷ đồng (+127.8% YoY) được đóng góp bởi dự án Southgate (4,807 tỷ đồng), Izumi (2,059 tỷ đồng), Cần Thơ (1,655 tỷ đồng), Mizuki Park (1,112 tỷ đồng) và các dự án khác (2,222 tỷ đồng).</li> </ul>
KDH	4,651	41.9	1,627	102.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu 2025 KDH đạt 4,651 tỷ đồng tăng 41.9% YoY, LNST đạt 1,627 tỷ đồng tăng 102.4% YoY được đóng góp chính bởi dự án Gladia by the Waters phân khu thấp tầng.</li> <li>- Dự án Gladia by the Waters quy mô 11.8ha (226 căn biệt thự, nhà liền kề đã bàn giao từ 2025 và 616 căn hộ cao tầng đã khởi công xây dựng từ 2025 sẽ mở bán trong 2026 và bàn giao trong 2027) sẽ tiếp tục là nguồn đóng góp doanh thu, lợi nhuận chính trong 2026-2027.</li> </ul>

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

## Kết quả kinh doanh 2025 của các DN bất động sản có sự hồi phục ấn tượng

Trong 2025, các doanh nghiệp BĐS đã ghi nhận KQKD tăng trưởng so với 2024 khi thị trường đang trong quá trình hồi phục và tăng trưởng với nhiều yếu tố hỗ trợ của chính sách vĩ mô. Cụ thể cập nhật KQKD 2025 của các DN bất động sản:

Doanh nghiệp	DT 2025 (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	LNST 2025 (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	Chú thích
DXG	4,192	(12.6)	595	31.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu DXG trong năm 2025 giảm 12.6% YoY còn 4,192 tỷ đồng, trong khi đó LNST đạt 595 tỷ đồng (+31.2% YoY). Doanh thu sụt giảm do mảng bán BĐS không có nhiều sản phẩm để bàn giao trong năm 2025, doanh thu mảng bán BĐS giảm 38.5% YoY còn 2,049 tỷ đồng. Trong khi đó mảng môi giới bất động sản có sự phục hồi ấn tượng đạt 1,844 tỷ đồng (+54.8% YoY) nhờ sự thuận lợi của thị trường.</li> <li>- Nhờ mảng môi giới BĐS có biên lợi nhuận tốt, dù doanh thu trong 2025 của DXG sụt giảm, nhưng LNST của DXG ghi nhận sự hồi phục tốt.</li> </ul>
DXS	3,966	62.7	523	111.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu 2025 DXS đạt 3,966 tỷ đồng tăng 62.7% YoY, LNST đạt 523 tỷ đồng tăng 111.0% YoY được đóng góp chính bởi doanh thu mảng môi giới đạt 2,407 tỷ đồng (+95.3% YoY) và doanh thu mảng bán BĐS đóng góp khiêm tốn hơn đạt 1,181 tỷ đồng (+6.1% YoY).</li> <li>- Doanh thu và LNST trong 2025 của DXS hồi phục mạnh mẽ trong bối cảnh năm 2025 thị trường thuận lợi với sự hỗ trợ của các yếu tố vĩ mô bao gồm nền lãi suất hấp dẫn và cơ quan quản lý tích cực hỗ trợ tháo gỡ các nút thắt pháp lý giúp cải thiện nguồn cung toàn thị trường.</li> </ul>

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

## Các doanh nghiệp bất động sản đặt kế hoạch 2026 đầy tham vọng

Kế hoạch kinh doanh năm 2026 của các doanh nghiệp BĐS đang thể hiện tham vọng lớn trước trước cơn gió ngược của thị trường khi lãi suất không còn ở nền thấp như giai đoạn 2024-2025. Đồng thời, các doanh nghiệp cũng đặt mục tiêu doanh số ký bán tăng trưởng mạnh mẽ nhờ điều kiện tháo gỡ các rào cản pháp lý diễn ra thuận lợi. Cụ thể kế hoạch kinh doanh của một số doanh nghiệp BĐS niêm yết:

Doanh nghiệp	Doanh thu (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	LN thuần (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	Chú thích
VHM	285,000	85.9	60,000	43.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kế hoạch doanh thu 2026 đạt mức cao nhất lịch sử hoạt động với doanh thu 285,000 tỷ đồng (+86% YoY) từ mở bán giai đoạn tiếp theo và mở bán mới hàng loạt dự án Vinhomes Green Paradise, Vinhomes Green City, UIT, Phước Vĩnh Tây, Vinhomes vịnh Cam Ranh, Vinhomes Cam Lâm, Global Gate Hạ Long và dự án Saigon Park.</li> <li>- Kế hoạch lợi nhuận sau thuế 2026 đạt 60,000 tỷ đồng (+43% YoY), đây cũng là mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của VHM. Đồng thời, VHM đạt mục tiêu doanh số ký bán đạt 300,000-350,000 tỷ đồng (+46%-65% YoY) thông qua cả hoạt động bán lẻ và bán buôn các dự án trong 2026.</li> <li>- Kết thúc Q1/2026, VHM đã lần lượt hoàn thành 22.8%/42.7% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2026.</li> </ul>
PDR	8,830	566.4	868	68.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kế hoạch doanh thu 2026 đạt 8,830 tỷ đồng (+566% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 868 tỷ đồng (+69% YoY) bao gồm doanh thu tài chính và chuyển nhượng cổ phần. 6 dự án sẽ được triển khai trong năm bao gồm: dự án Thuận An 1, dự án Phước Hải, dự án Poulo Condor Côn Đảo, 239 CMT8, Quy Nhơn Iconic, Hàn River.</li> <li>- PDR thực hiện kế hoạch chào bán gần 200 triệu cổ phiếu mang về gần 2,000 tỷ đồng trong 2026. Mục đích sử dụng vốn để thực hiện dự án ven sông Hàn tổng phân bổ 1,550 tỷ đồng, và mua cổ phần dự án 239 CMT8 tổng 300 tỷ đồng, phần còn lại dùng làm vốn lưu động.</li> <li>- Kết thúc Q1/2026, PDR đã lần lượt hoàn thành 1.2%/15.8% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026.</li> </ul>

## Các doanh nghiệp bất động sản đặt kế hoạch 2026 đầy tham vọng

Doanh nghiệp	Doanh thu (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	LN thuần (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	Chú thích
NLG	7.630	35.2	720	2.7	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kế hoạch doanh thu 2026 đạt 7,630 tỷ đồng (+35% YoY) và lợi nhuận sau thuế cổ đông thiểu số đạt 720 tỷ đồng (+3% YoY) từ bàn giao dự án Southgate, Cần Thơ, Izumi, Mizuki.</li> <li>- Kế hoạch doanh số ký bán tham vọng, đạt 23,460 tỷ đồng (+98% YoY) từ mở bán giai đoạn tiếp theo và mở bán mới dự án Southgate, Izumi, Mizuki, Sol Garden, Cần Thơ.</li> <li>- Kết thúc Q1/2026, NLG đã lần lượt hoàn thành 16.8%/9.5% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2026.</li> </ul>
KDH	4,200	(9.7)	1,500	43.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kế hoạch doanh thu 2026 đạt 4,200 tỷ đồng (-10% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,500 tỷ đồng (+43.5% YoY) phần lớn đến từ bán và bàn giao các sản phẩm thấp tầng dự án Gladia by the Waters.</li> <li>- Phân khu cao tầng của dự án Gladia by the Waters đang xây dựng phân khu cao tầng, dự kiến sẽ đóng góp doanh thu từ cuối 2027 đầu 2028. Dự án Gladia By The Waters (Dự án quy mô gần 12ha hợp tác với Keppel với hơn 200 sản phẩm thấp tầng và 600 sản phẩm cao tầng) sẽ là dự án đóng góp doanh thu chính cho KDH trong năm 2026-2028.</li> <li>- Dự án trong kế hoạch phát triển tiếp theo của KDH là dự án Solina. KDH chưa có kế hoạch tăng vốn trong 2026.</li> <li>- Kết thúc Q1/2026, KDH đã lần lượt hoàn thành 6.7%/21.8% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026.</li> </ul>

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

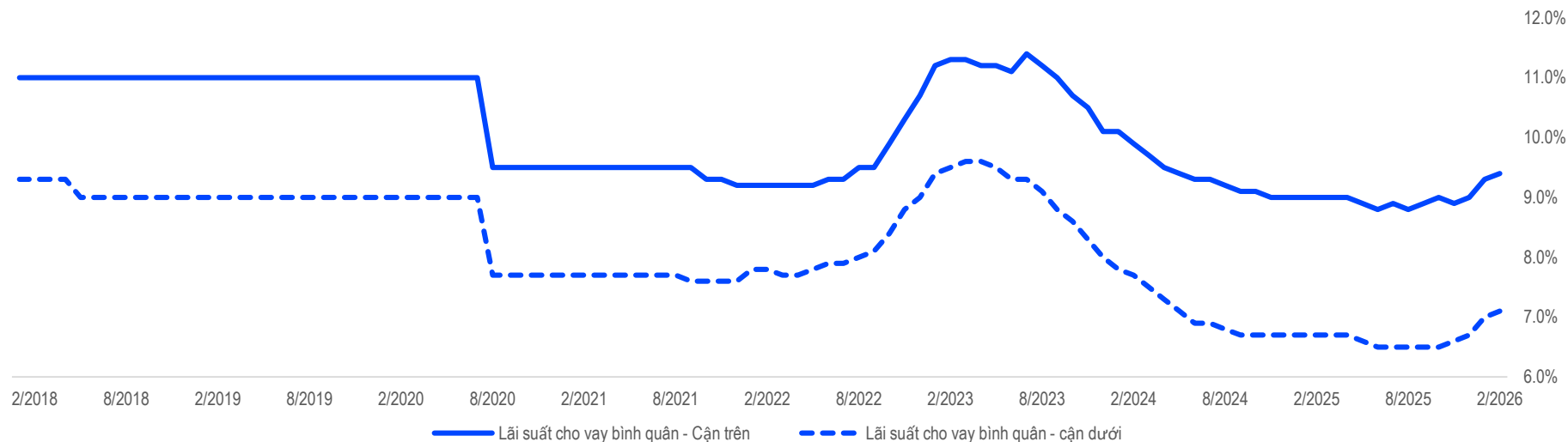
## Các doanh nghiệp bất động sản đặt kế hoạch 2026 đầy tham vọng

Doanh nghiệp	Doanh thu (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	LN thuần (Tỷ VND)	Tăng/(giảm) YoY (%)	Chú thích
DXG	5,000	19.3	268	16.1	<p>- Kế hoạch doanh thu 2026 đạt 5,000 tỷ đồng (+19% YoY), lợi nhuận sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 268 tỷ đồng (+16% YoY) nhờ bàn giao các sản phẩm còn lại đã bán trước đó từ dự án Gem Sky World (hiện còn 1,800 sản phẩm trên tổng 4,000 sản phẩm) và doanh thu từ công ty môi giới BĐS (DXS).</p> <p>- Dự án The Privé sẽ là nguồn đóng góp chính cho doanh thu DXG trong giai đoạn 2027-2029, dự án đã mở bán 2 giai đoạn đầu (8 trên 12 block) đã bán hết gần như toàn bộ các sản phẩm. Dự án Gem Sky World hưởng lợi từ tốc độ triển khai dự án sân bay quốc tế Long Thành là nguồn đóng góp chính cho DXG trong năm 2026 khi các dự án khác đang được triển khai pháp lý.</p> <p>- Kết thúc Q1/2026, DXG đã lần lượt hoàn thành 27.1%/14.1% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026.</p>
DXS	5,300	33.6	527	49.9	<p>- Kế hoạch doanh thu 2026 đạt 5,300 tỷ đồng (+34% YoY), lợi nhuận sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 507 tỷ đồng (+50% YoY) hưởng lợi từ sự hồi phục nguồn cung mạnh mẽ của toàn thị trường và sau giai đoạn tái cấu trúc doanh nghiệp.</p> <p>- Động lực chính trong năm 2026 đến từ: 1) hoạt động phân phối dự án The Privé và dự án Gem Sky World từ công ty mẹ DXG, đóng vai trò nguồn hàng chủ lực; 2) việc đẩy mạnh phát triển các dự án riêng, giúp DXS chủ động hơn về nguồn cung và biên lợi nhuận; 3) kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận từ các khoản đầu tư tại công ty con, tạo thêm đóng góp ngoài hoạt động môi giới.</p> <p>- Kết thúc Q1/2026, DXS đã lần lượt hoàn thành 26.7%/35.9% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026.</p>

Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

## Tăng trưởng tín dụng lĩnh vực bất động sản chịu sự kiểm soát

Lãi suất cho vay duy trì mức thấp trong phần lớn năm 2025 nhưng đã đảo chiều vào Q4/2025 và đã điều chỉnh trong Q1/2026 (%)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Với thực tế (1) NHNN lên kế hoạch tăng trưởng tín dụng 2026 đạt khoảng +15% thấp hơn mục tiêu 2025 (16%), thực tế 2025 đạt (19.1%) và lĩnh vực BĐS không được tăng trưởng vượt mức tăng trưởng chung tổng tín dụng; (2) Lãi vay mua nhà và phát triển dự án tăng; và (3) Chính phủ đang định hướng tăng trưởng tín dụng vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh. Kênh phát hành cổ phiếu và phát hành trái phiếu sẽ là lựa chọn bổ sung cho kênh vốn quen thuộc tín dụng ngân hàng để phát triển dự án.

Chúng tôi đánh giá 2026 sẽ là thời điểm thử sức với các DN phát triển BĐS do: (1) Ảnh hưởng lãi suất tăng có thể làm sức hấp thụ chậm lại, tuy nhiên cơ quan quản lý đã có các biện pháp giúp hạ nhiệt lãi suất; (2) pháp lý được khơi thông giúp giảm áp lực tài chính và nguồn cung toàn thị trường phục hồi mạnh mẽ. Trong đầu tháng 4/2026 các ngân hàng đã thống nhất giảm lãi suất tiền gửi và cho vay sau cuộc họp với Thống đốc, chúng tôi tin rằng trong thời gian còn lại của 2026, đà tăng của lãi suất sẽ hạ nhiệt giúp giảm áp lực lên người mua nhà và doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên mặt bằng lãi suất sẽ duy trì cao hơn mức nền thấp của năm 2025.

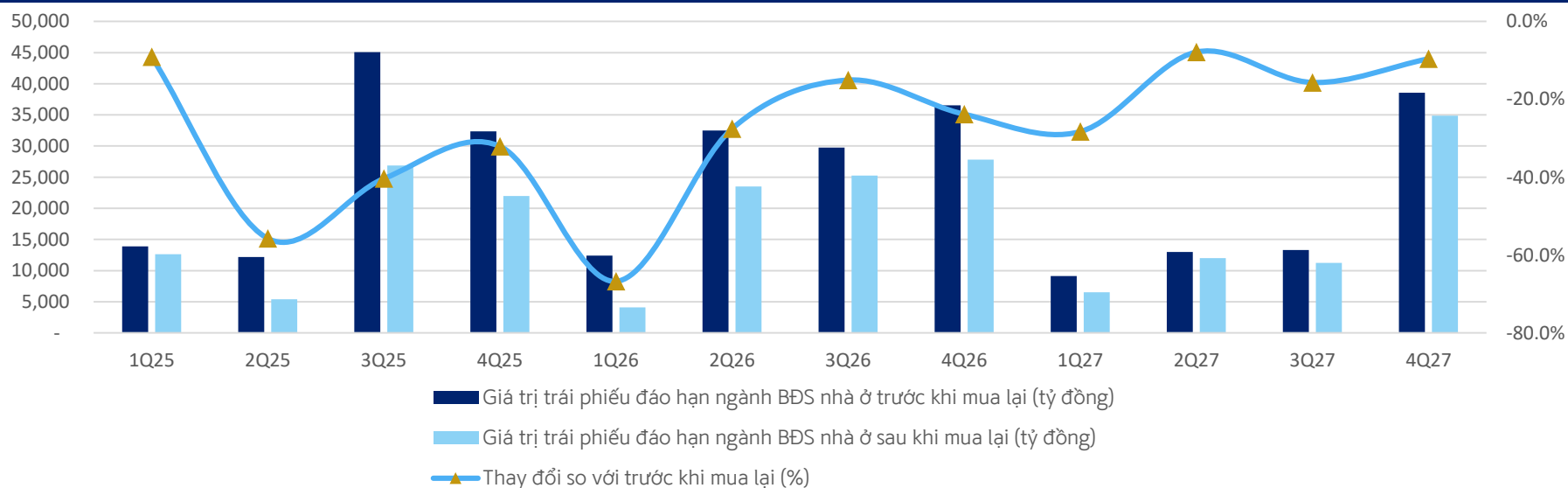
## Trái phiếu – Áp lực đáo hạn trái phiếu ngành BĐS gia tăng

Dù các DN phát hành trái phiếu lĩnh vực Bất động sản nhà ở đã nỗ lực hoàn thành các nghĩa vụ trái phiếu trước hạn để giảm rủi ro dòng tiền với giá trị mua lại trong 2026/2027 lên tới **30.4 nghìn tỷ đồng/9.4 nghìn tỷ đồng**. Tuy nhiên, áp lực đáo hạn trái phiếu vẫn duy trì ở mức cao với giá trị đáo hạn 2026/2027 lên tới **80.7 nghìn tỷ đồng (+20.7% YoY)/64.6 nghìn tỷ đồng (-20% YoY)**.

Trong đó, các khoản đáo hạn tập trung lớn nhất vào 3 quý cuối của năm 2026 gây áp lực lên dòng tiền hoạt động kinh doanh của các DN lĩnh vực BĐS.

Trong giai đoạn tới siết tăng trưởng tín dụng BĐS, kênh phát hành trái phiếu sẽ trở thành kênh đóng góp nguồn vốn quan trọng. Vì vậy, sự cam kết hoàn thành đầy đủ nghĩa vụ trái phiếu trong giai đoạn tới sẽ ảnh hưởng đáng kể đến khả năng phát hành thành công trái phiếu của các DN.

### Áp lực đáo hạn trái phiếu gây áp lực nguồn vốn các doanh nghiệp BĐS (tỷ đồng)



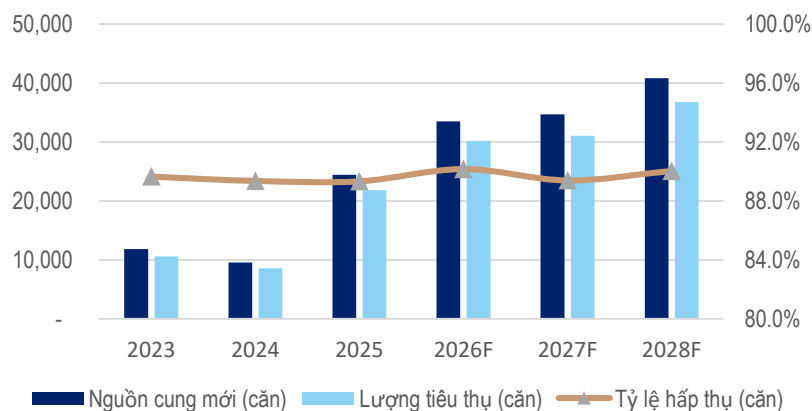
Nguồn: HNX, Shinhan Securities Vietnam

## Pháp lý được khơi thông thúc đẩy nguồn cung bất động sản giai đoạn 2026-2028

Hàng loạt Nghị định, Thông tư, Nghị quyết được ban hành để tháo gỡ các nút thắt và sự chông chéo trong các quy định của luật. Nổi bật như Nghị quyết số: 171/2024/QH15 về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất. Đây được xem là chìa khóa quan trọng để tháo gỡ các điểm nghẽn pháp lý lớn nhất của thị trường bất động sản trong nhiều năm qua.

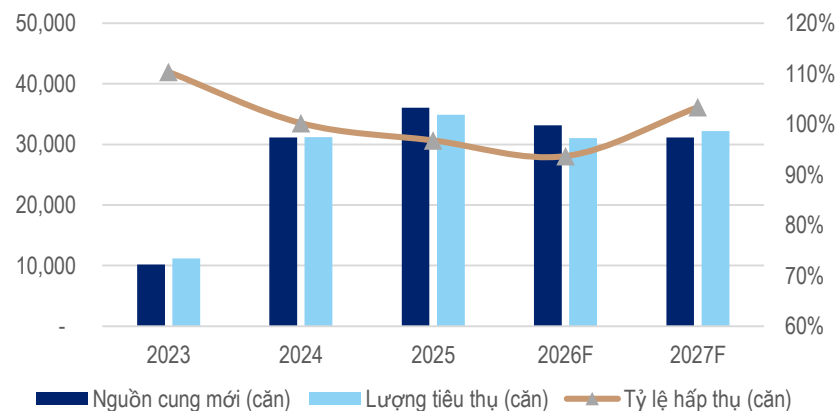
Nghị quyết 171/2024/QH15 mang lại nhiều lợi ích cho nguồn cung toàn thị trường như: 1) khơi thông các dự án bị đóng băng với hàng trăm dự án đất nông nghiệp có phần đất ở có thể chuyển thành nhà ở thương mại; 2) rút ngắn thời gian phê duyệt chủ trương đầu tư giúp giảm chi phí tài chính doanh nghiệp; 3) tăng tính minh bạch để tiếp cận đất đai tạo cơ chế thỏa thuận song phẳng giữa người dân và doanh nghiệp phát triển BĐS; và 4) thúc đẩy tiến độ đô thị hóa tại các địa phương nhằm tăng nguồn cung cho toàn thị trường.

**Cung căn hộ tại TP.HCM dự kiến bức tốc giai đoạn 2026-2028 (căn)**



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

**Cung mới căn hộ Hà Nội được dự báo tiếp tục duy trì ổn định (căn)**

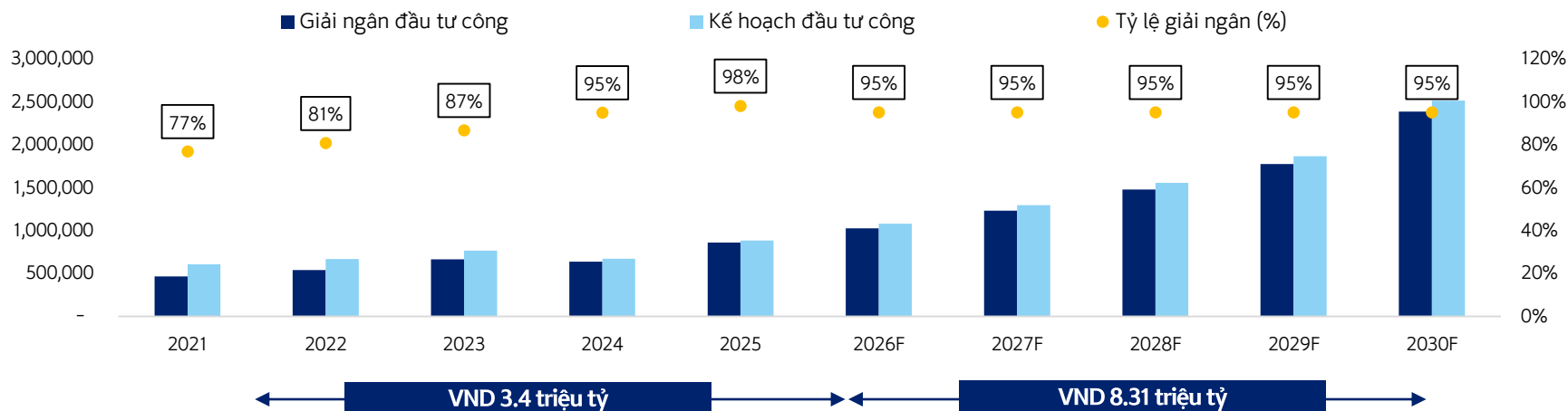


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

## Đẩy mạnh đầu tư công 2026–2030 vào cơ sở hạ tầng là yếu tố then chốt giúp thúc đẩy tăng trưởng

Chính phủ tiếp tục đặt mục tiêu giải ngân đầu tư công tăng mạnh qua các năm trong giai đoạn tới cho thấy làn sóng đầu tư công, phát triển hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh là yếu tố then chốt góp phần củng cố sự hồi phục và tăng trưởng của thị trường bất động sản nhà ở. Trong 5 năm tới 2026–2030, Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân **8.3 triệu tỷ đồng** gấp **2.5 lần** so với 5 năm giai đoạn 2021–2025 vừa qua. Đồng thời thực hiện thực tế giải ngân vốn đầu tư công đã thể hiện sự cải thiện rõ rệt những năm gần đây. Trong năm 2024 hoàn thành 95% kế hoạch cho thấy sự quyết tâm của cơ quan quản lý trong việc thúc đẩy phát triển hạ tầng nhằm tăng tính kết nối các khu vực, nhờ đó tác động tích cực đến tâm lý thị trường bất động sản. Trong 2025 giá trị giải ngân đạt **858 ngàn tỷ đồng (+35% YoY)**, đạt 98% kế hoạch đặt ra, đây là mức cao kỷ lục của kết quả giải ngân đầu tư công. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả giải ngân tiếp tục mạnh mẽ trong các năm tới.

### Đẩy mạnh đầu tư công (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ tài chính, Shinhan Securities Vietnam

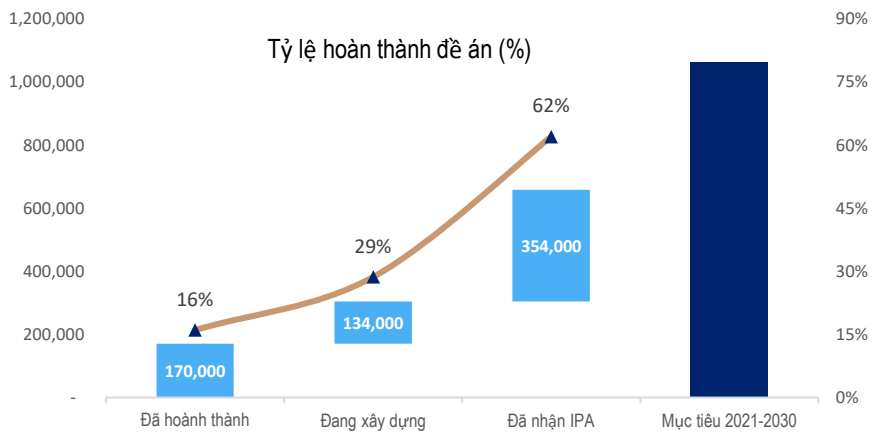
## Mục tiêu tăng nguồn cung BĐS vừa túi tiền, nhà ở xã hội và kiểm soát giá nhà nhằm tăng tỷ lệ tiếp cận của người mua nhà

Phân khúc nhà ở xã hội (NOXH) và nhà vừa túi tiền tiếp tục được cơ quan quản lý tạo các cơ chế thuận lợi để có thể tăng nguồn cung nhà vừa túi tiền với mục đích cân đối các phân khúc BĐS trên thị trường, khi nguồn cung mới ở các thành phố lớn gần như vắng bóng phân khúc nhà ở vừa túi tiền và trung cấp trong các năm gần đây. Trong đề án Chính phủ hoàn thành hơn 1 triệu căn hộ nhà ở xã hội giai đoạn 2021–2030 đến cuối năm 2025, theo tổng số lượng dự án đã hoàn thành, dự án đang xây dựng và dự án đã nhận chấp thuận chủ trương đầu tư (IPA) đã đạt 62% so với chỉ tiêu đã đặt ra tại Đề án 1,062,200 căn NOXH.

Vừa qua, Chính phủ vừa ban hành Nghị định số 302/2025/NĐ-CP ngày 19/11/2025 quy định chi tiết về Quỹ nhà ở quốc gia và biện pháp thi hành Nghị quyết số 201/2025/QH15 ngày 29/5/2025 của Quốc hội thí điểm về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội. Đây là động thái tích cực cho thấy Nhà nước tăng cường vai trò trong chiến lược phát triển nhà ở xã hội nhằm đảm bảo minh bạch và cân đối trên toàn thị trường.

Bên cạnh siết tín dụng lĩnh vực bất động sản nhà ở, các chính sách thuế BĐS đang được nghiên cứu nhằm ổn định giá và hạn chế hoạt động đầu cơ, giúp người có nhu cầu thực ở có khả năng tiếp cận nhà ở. Đồng thời, lĩnh vực BĐS đang được đẩy mạnh số hóa nhằm nâng cao tính minh bạch và tăng cường sự quản lý của Nhà nước trong quản lý thị trường.

### Tiến độ thực hiện đề án phát triển NOXH đến cuối năm 2025 (cần)



Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

### Các dự án nhà ở xã hội tiêu biểu đang được phát triển (cần)

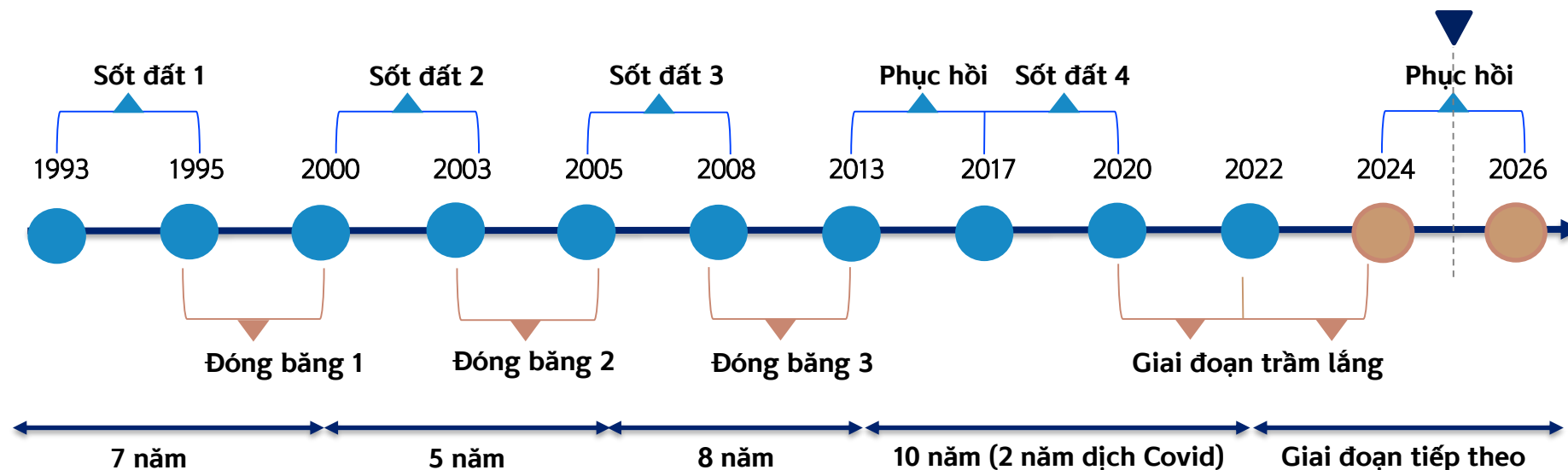
DN	Vị trí dự án	Số căn	Hiện trạng dự án
VHM	Tràng Cát, Hải Phòng	3,804	Đang xây dựng
	Hạc Thành, Thanh Hóa	2,824	Đang xây dựng
	Bắc Cam Ranh, Khánh Hòa	4,140	Đang xây dựng
	Dương Kinh, Hải Phòng	8,000	Đang triển khai pháp lý
	Tây Ninh	2,300	Đang triển khai pháp lý
	Hưng Yên	5,500	Đang triển khai pháp lý
	TP.HCM	33,000	Đang triển khai pháp lý
NLG	EhomeS, Cần Thơ	1,601	Đang mở bán
HQC	Khánh An, Cà Mau	996	Đang triển khai pháp lý
KBC	Đông Anh, Hà Nội	3,100	Đang triển khai pháp lý
BCM	Thuận Giao, TP.HCM	4,200	Đang xây dựng

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

## Chúng tôi duy trì quan điểm ngành BĐS sẽ duy trì đà hồi phục trong 2026

Thị trường bất động sản đã trải qua giai đoạn khó khăn 2022-2023 khi các doanh nghiệp hoạt động lĩnh vực Bất động sản có các sai phạm pháp lý, mục đích sử dụng đất, mục đích sử dụng vốn trái phiếu và các sai phạm khác. Dẫn đến các cơ quan quản lý đã đưa ra các biện pháp để kiểm soát và siết chặt thị trường đưa thị trường rơi vào giai đoạn khó khăn. Hiện tại, giai đoạn khó khăn của thị trường đã qua, thị trường bước vào giai đoạn phục hồi từ đầu 2024 và hồi phục ấn tượng trong năm 2025 với sự tăng trưởng của nguồn cung nhờ công tác tháo gỡ nút thắt pháp lý được thực hiện quyết liệt và lãi suất trong 2025 được duy trì ở mức hấp dẫn kích thích nhu cầu của người mua nhà và DN phát triển BĐS.

Chúng tôi dự báo thị trường BĐS tiếp tục đà phục hồi trong 2026 với sự cải thiện mạnh nguồn cung toàn thị trường, hỗ trợ bởi nhu cầu lớn của người mua nhà, đặc biệt nhu cầu ở các thành phố lớn và sự hỗ trợ của cơ quan quản lý giúp hạ đà tăng lãi suất. Trong giai đoạn hồi phục của thị trường, các DN BĐS với cấu trúc tài chính lành mạnh và khả năng đưa ra các chính sách hỗ trợ người mua nhà trong giai đoạn lãi suất tăng sẽ tiếp tục duy trì được đà hồi phục.



## Các doanh nghiệp bất động sản niêm yết

Thông tin chung			Giá cổ phiếu			Dự phóng				Chỉ số tài chính (**)				Định giá (TTM)	
TT	Mã	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Dự phóng DT 2026F	Tăng trưởng DT 2026F (%)	Dự phóng LNST 2026F	Tăng trưởng lợi nhuận 2026F (%)	Biên LN gộp (%)	Nợ ròn / VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)
1	VHM	616,112	150,000	155,100	3.4	242,816	57.6	52,105	23.7	35.80	42.49	8.41	27.83	2.41	9.76
2	PDR	15,067	15,100	20,000	32.5	2,989	125.6	593	15.1	65.27	33.61	2.33	4.92	1.26	26.03
3	KDH	25,586	22,800	32,500	42.5	5,428	16.7	1,624	55.4	62.28	53.54	3.49	6.60	1.32	20.62
4	NLG	12,736	26,250	36,100	37.5	6,774	20.1	716	2.1	41.28	(12.55)	2.47	5.89	0.97	15.95
5	DXG	16,359	12,900	19,600	51.9	4,827	15.1	251	8.7	52.23	(3.74)	0.61	1.65	1.15	70.11

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

\*\* Số liệu 12 tháng tính tới Q1/2026

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 04/06/2026



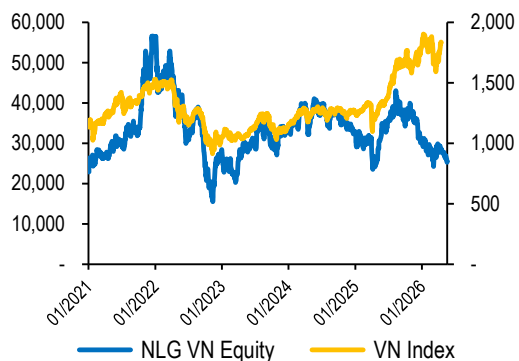
Giá mục tiêu (12 tháng) VND 36,100

Giá hiện tại (04/06/26) VND 26,250

Suất sinh lời (%) 37.5%

VNINDEX	1,825
Market P/E F (x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	12,736
SLCP lưu hành (triệu CP)	485
Tự do giao dịch (triệu CP)	379
52-tuần cao/thấp (VND)	45,633/24,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.1
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	85
HEQT và bên liên quan	21.0
Cổ đông lớn (%)	
lbeworth Pte.Ltd	7.6

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.1	-27.3	-24.6
So với VNIndex (%)	1.4	-32.7	-60.7



## Triển vọng tăng trưởng tích cực

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) là một trong những chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn tại Việt Nam (hơn 684ha). Đồng thời cũng là nhà phát triển bất động sản (BDS) hàng đầu trong phân khúc vừa túi tiền. Chúng tôi lạc quan triển vọng dài hạn của NLG nhờ (1) sở hữu quỹ đất lớn với pháp lý rõ ràng sẵn sàng để triển khai trong trung và dài hạn, (2) thị trường bất động sản tại các tỉnh lân cận TP.HCM khởi sắc và với sự ủng hộ của dòng tiền. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA NLG với giá mục tiêu 36,100 đồng/cp.

### Quan điểm đầu tư

- NLG là doanh nghiệp phát triển BDS uy tín, có cấu trúc tài chính vững chắc, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn. Quỹ đất của NLG cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng phù hợp với người mua nhà đảm bảo công ty phát triển được dự án liên tục trong 5 năm tới. Đây là lợi thế lớn của NLG trong bối cảnh các quỹ đất sạch quanh TPHCM ngày càng khan hiếm và giá đất tăng cao, đồng thời trong giai đoạn hiện tại các cơ quan quản lý đang đẩy mạnh tháo gỡ những khó khăn của ngành giúp tâm lý thị trường trở nên tích cực hơn.

- Dự phóng doanh thu của NLG năm 2026 đạt 6,774 tỷ đồng (+20.1% YoY) và LNST công ty mẹ ở mức 716 tỷ đồng (+2.1% YoY) chủ yếu đến từ bàn giao dự án Southgate, dự án Cần Thơ, dự án Mizuki và dự án Izumi.

### Cập nhật

- KQKD Q1/2026: Doanh thu Q1/2026 đạt NLG 1,279 tỷ đồng (-0.9% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 68 tỷ đồng (-37.0% YoY). Lợi nhuận đạt được phần lớn nhờ bàn giao dự án Mizuki Park, Southgate và Izumi City. Doanh số ký bán trong tính đến 20/4 của NLG đạt 3,500 tỷ đồng (+36% YoY) được đóng góp bởi dự án Sol Garden Hải Phòng (35%), Mizuki Park (21%), Izumi City (19%), Southgate (11%), Elyse Island (10%).

- Định giá: Điều chỉnh theo (1) Số liệu tài chính Q1/2026 và (2) duy trì mức chiết khấu 20% với các rủi ro điều chỉnh tăng lãi vay, sự hồi phục chậm của thị trường BĐS tỉnh và tỷ lệ hấp thụ của các dự án thấp hơn kỳ vọng, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu NLG là 36,100 VND/cp.

### Triển vọng

Chúng tôi đánh giá triển vọng của NLG trong 2026 và các năm tới sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của thị trường BĐS ở các tỉnh lân cận TP.HCM và chiến lược phát triển dự án phù hợp với tình hình thị trường để tối ưu hiệu quả sử dụng vốn của NLG. Đồng thời việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng kết nối giữa các khu vực sẽ là động lực tăng trưởng đối với thị trường BĐS. Dự phóng doanh thu của NLG năm 2026/2027 lần lượt đạt 6,774/7,528 tỷ đồng (+20.1%/+11.1% YoY) và LN ròng công ty mẹ đạt 716/771 tỷ đồng (+2.1%/+7.7% YoY).

Rủi ro: (1) các thủ tục pháp lý chậm trễ hơn so với kỳ vọng; (2) đà hồi phục phụ thuộc bởi sự ấm lên của thị trường BĐS tỉnh lân cận TP.HCM như Đồng Nai, Long An ảnh hưởng đến tỷ lệ hấp thụ.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,181	7,196	5,645	6,774	7,528
LN HKKD (tỷ VND)	582	1,664	1,065	1,272	1,418
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (tỷ VND)	484	518	701	716	771
EPS (đồng)	1,256	1,346	1,446	1,476	1,589
OPM	18.3	23.1	18.9	18.8	18.7
NPM	25.2	19.3	16.8	17.8	18.4
ROE (%)	5.3	5.4	6.3	6.4	6.6
P/E (x)	27.2	21.1	20.3	18.8	17.4
P/B (x)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

# CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)



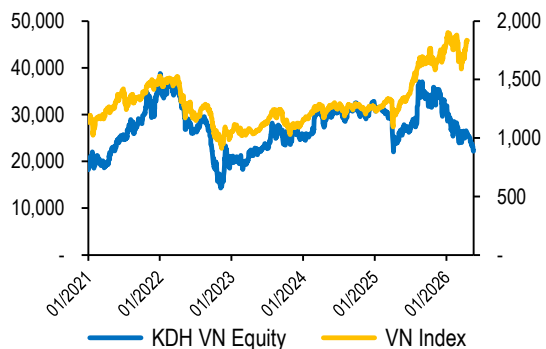
Giá mục tiêu (12 tháng) VND 32,500

Giá hiện tại (04/06/26) VND 22,800

Suất sinh lời (%) 42.5%

VNINDEX	1,832
Market P/E F(x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	25,586
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,122
Tự do giao dịch (triệu CP)	724
52-tuần cao/thấp (VND)	38,100/21,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.9
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	113
CTCP Đầu tư Tiên Lộc	21.0
Cổ đông lớn (%) Công ty TNHH Đầu tư Gam Ma	7.6
CTCP Đầu tư Thương mại Á Châu	7.6

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-13.1	-33.8	-17.8
So với VNIndex (%)	-13.9	-39.2	-53.9



## Duy trì đà tăng trưởng

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) là doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu quỹ đất lớn ngay tại khu đô thị TP.HCM (hơn 600ha). Đồng thời, đây cũng là doanh nghiệp thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và là doanh nghiệp niêm yết hàng đầu về phát triển nhà ở phân khúc trung và cao cấp. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA KDH với giá mục tiêu ở mức 32,500 đồng.

### Quan điểm đầu tư

- **KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM cũ với tiềm năng khai thác dài hạn.** KDH luôn thuộc top chủ đầu tư uy tín với khả năng triển khai và bàn giao đúng hạn cho khách hàng. Đồng thời, KDH là doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu quỹ đất lớn tại TP.HCM cũ (hơn 600ha) với phần lớn quỹ đất đã hoàn thành giải phóng mặt bằng phần lớn diện tích các dự án. Điều này đem lại lợi thế cho KDH khi quỹ đất lớn tại TP.HCM ngày càng khan hiếm và giá đất ngày càng cao. Quỹ đất lớn cho phép doanh nghiệp triển khai dự án quy mô lớn và bài bản hơn. Chúng tôi dự phóng quỹ đất hiện tại của KDH đủ để phát triển dự án trong 10 năm tiếp theo.

- **Dự phóng doanh thu của KDH năm 2026 đạt 5,428 tỷ đồng (+16.7%YoY) và LNST công ty mẹ ở mức 1,624 tỷ đồng (+55.4%YoY)** chủ yếu đến từ việc tiếp tục mở bán, bàn giao các sản phẩm thấp tầng và mở bán phân khu cao tầng dự án The Gladia by the Water.

### Cập nhật

- **KQKD Q1/2026:** Doanh thu Q1/2026 KDH đạt 281 tỷ đồng (-60.4% YoY), LNST công ty mẹ đạt 281 tỷ đồng (+130.7% YoY) được đóng góp chính bởi dự án Gladia by the Waters phân khu thấp tầng. Đồng thời KDH ghi nhận thu nhập khác 285 tỷ đồng lãi từ giao dịch mua rẻ cổ phần dự án 8.2ha tại phường Cát Lái của CTCP Phát triển BĐS An Lập.

- **Định giá:** Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q1/2026, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu KDH là 32,500 VND/cp.

### Triển vọng

Chúng tôi đánh giá triển vọng của KDH vững chắc trong trung và dài hạn nhờ nhu cầu nhà ở lớn của người mua nhà, đặc biệt nhu cầu nhà ở tại các thành phố lớn như TP.HCM. KDH sở hữu quỹ đất lớn quy mô hơn 610 ha tập trung tại TP.HCM với pháp lý rõ ràng và KDH có năng lực triển khai dự án mạnh mẽ. Với sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường BĐS sau giai đoạn khó khăn chung 2022-2023, thị trường hiện tại được hỗ trợ bởi công tác tháo gỡ pháp lý BĐS và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công. Dự phóng doanh thu của KDH năm 2026/2027 lần lượt đạt 5,428/7,163 tỷ đồng (+16.7%/+32.0% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 1,624/1,957 tỷ đồng (+55.4%/+20.5% YoY).

**Rủi ro:** (1) Tỷ lệ hấp thụ thấp, (2) Chi phí đất tăng cao gây ra áp lực chi phí đầu vào.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,088	3,279	4,651	5,428	7,163
LN HKKD (tỷ VND)	1,220	1,308	2,160	2,317	2,881
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	716	810	1,045	1,624	1,957
EPS (đồng)	895	801	932	1,447	1,746
OPM	58.4	39.9	46.4	42.7	40.2
NPM	34.9	24.5	35.0	33.4	36.2
ROE (%)	5.7	5.3	5.8	7.8	8.9
P/E (x)	38.6	34.1	28.1	25.2	20.9
P/B (x)	2.1	1.6	1.6	1.4	1.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

# CTCP Vinhomes (HOSE: VHM)



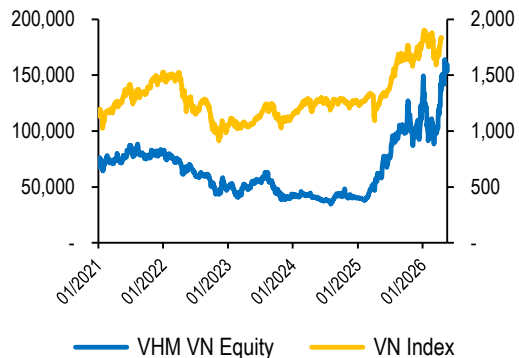
Giá mục tiêu (12 tháng) VND 155,100

Giá hiện tại (04/06/26) VND 150,000

Suất sinh lời (%) 3.4%

VNINDEX	1,832
Market P/E F (x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	616,112
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,107
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,147
52-tuần cao/thấp (VND)	173,300/66,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.5
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	797
Cổ đông lớn (%)	
Tập đoàn Vingroup	73.5
Chính phủ Singapore	5.0
Viking Asia Holding II Pte	4.6

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	60.4	42.6	94.6
So với VNIndex (%)	59.7	37.2	58.5



## Động lực từ các dự án trọng điểm

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM) là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu Việt Nam, sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1) Quỹ đất lớn và tại các vị trí chiến lược, (2) Năng lực triển khai dự án mạnh mẽ đã được chứng minh và (3) Giá trị thương hiệu và uy tín cao được thị trường tin cậy.

### Quan điểm đầu tư

- **Quỹ đất lớn, sạch và liên tục được mở rộng là cơ sở cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn.** Hiện VHM đang là một trong những doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn quy mô 29,500ha (tính đến cuối 2025) và có vị trí đặc địa nhất trên thị trường, một số dự án mang động lực tăng trưởng dài hạn cho Vinhomes có thể kể đến như Vinhomes Green Paradise, Green City, Cam Ranh, Làng Vân, Global Gate, IUT...

- **Vinhomes là đơn vị đón đầu hưởng lợi giai đoạn mới của thị trường bất động sản.** Sở hữu tiềm lực tài chính mạnh, chuyên môn pháp lý vượt bậc, cùng hồ sơ năng lực dự án chất lượng cao giúp Vinhomes hưởng lợi rất lợi từ môi trường vĩ mô thuận lợi của ngành BĐS hiện tại.

### Cập nhật

- **KQKD Q1/2026:** Doanh thu Q1/2026 VHM đạt 65,114 tỷ đồng (+314.8% YoY) và LNST đạt 25,625 tỷ VND (+866.3% YoY) được đóng góp lớn nhất bởi bán lô lớn tại dự án Ocean Park 2&3 và Green Paradise và bàn giao bán lẻ tại dự án Ocean Park 2&3, Royal Island và Wonder City.

- Doanh số ký bán trong Q1/2026 đạt khoảng 70-80 nghìn tỷ đồng (+64%-87% QoQ và +100%-129% YoY). Trong cuối Q1/2026 VHM mở bán lẻ giai đoạn đầu tại dự án Hải Vân Bay và sẽ đóng góp doanh số ký bán trong 2026.

- **Định giá:** Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q1/2026 chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu VHM là 155,100 VND/cp.

### Triển vọng

Chúng tôi dự phóng doanh thu của VHM năm 2026/2027 đạt 242,816/282,314 tỷ VND (+57.6%/+16.3% YoY) nhờ bàn giao phần lớn các sản phẩm tại dự án Vinhomes Royal Island, Ocean Park 2&3, Wonder City, Green City và Green Paradise. Lợi nhuận sau thuế theo đó kỳ vọng đạt: 52,105/61,163 tỷ VND (+23.7%/+17.4% YoY).

**Rủi ro:** (1) Lãi suất cho vay mua nhà tăng; (2) Siết tín dụng vào lĩnh vực bất động sản nhà ở.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	103,557	102,323	154,102	242,816	282,314
LN HKKD (tỷ VND)	27,951	24,583	37,742	52,715	64,152
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	33,533	35,073	42,111	52,105	61,163
EPS (đồng)	7,664	7,742	10,008	12,485	14,691
OPM (%)	34.5	32.2	29.5	30.1	30.3
NPM (%)	32.4	34.3	27.3	21.6	22.5
ROE (%)	20.3	17.4	18.0	20.1	21.8
P/E (x)	5.5	13.8	9.9	10.9	9.2
P/B (x)	1.0	2.2	1.7	2.2	2.0

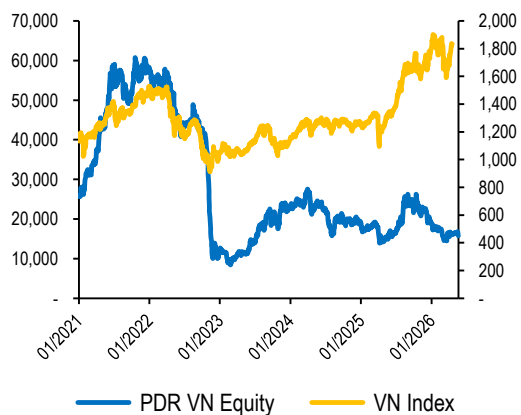
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

# CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR)



Giá mục tiêu (12 tháng)	VND 20,000
Giá hiện tại (04/06/26)	VND 15,100
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>32.5%</b>
VNINDEX	1,832
Market P/E F (x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	15,067
SLCP lưu hành (triệu CP)	988
Tự do giao dịch (triệu CP)	631
52-tuần cao/thấp (VND)	27,200/13,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	10.5
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	179
Cổ đông lớn (%) Nguyễn Văn Đạt	27.2
Phát Đạt Holdings	8.6

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-3.2	-33.2	-11.6
So với VNIndex (%)	-3.9	-38.6	-47.7



## Thử thách niềm tin

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR) là doanh nghiệp phát triển bất động sản (BDS) lớn tại Việt Nam, các dự án của PDR tập trung phần lớn ở các tỉnh miền Nam. PDR tập trung phát triển các sản phẩm phân khúc trung cấp, cao cấp và BDS nghỉ dưỡng với tổng quỹ đất lên tới 6,200ha.

### Quan điểm đầu tư

- Chiến lược tái cơ cấu toàn diện thành công giúp cấu trúc tài chính PDR được củng cố vững chắc.
- Pháp lý triển khai các dự án bất động sản được tháo gỡ, thúc đẩy tiến độ phát triển của các dự án.
- Quỹ đất dồi dào tại các vị trí đắc địa và khả năng tạo thu nhập cho thuê mang lại tiềm năng tăng trưởng lớn.

### Cập nhật

- **KQKD Q1/2026:** Doanh thu Q1/2026 của PDR đạt 104 tỷ đồng (-76.2% YoY), LNST Q1/2026 đạt 138 tỷ đồng (+171.7% YoY). Phần lớn lợi nhuận sau thuế Q1/2026 đến từ hoạt động chuyển nhượng vốn và được đóng góp bởi doanh thu tài chính đạt 907 tỷ đồng đến từ chuyển nhượng cổ phần tại Công ty Cổ phần Bất động sản Đầu tư và Phát triển Cao Ốc Thiên Long.

- **Định giá:** Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q1/2026 chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu PDR là **20,000 VND/cp.**

### Triển vọng

Chúng tôi dự phóng năm 2026-2027 là giai đoạn tăng trưởng mạnh của PDR nhờ các dự án có khả năng hấp thụ tốt khi mở bán với vị trí đắc địa tại các thành phố lớn và các thành phố thu hút được đông đảo khách du lịch qua đó tạo ra dòng tiền cho thuê mạnh mẽ với dự phóng DT 2026-2027 lần lượt đạt 2,989/4,130 tỷ đồng (+125.6%/+38.2% YoY), LNST lần lượt đạt 593/707 tỷ đồng (+15.1%/+19.0% YoY).

**Rủi ro:** (1) Rủi ro pháp lý dự án; (2) Các thay đổi vĩ mô ảnh hưởng tỷ lệ hấp thụ dự án; (3) Tiến độ phát triển dự án còn hạn chế.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	618	822	1,325	2,989	4,130
LN HKKD (tỷ VND)	330	167	459	861	1,270
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	684	155	515	593	707
EPS (đồng)	926	178	516	594	708
OPM	53.4	20.3	34.6	28.8	30.8
NPM	110.5	18.8	38.8	19.8	17.1
ROE (%)	7.7	1.5	4.4	4.7	5.6
P/E (x)	20.1	99.7	34.4	29.9	25.1
P/B (x)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

# CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG)



Giá mục tiêu (12 tháng) VND 19,600

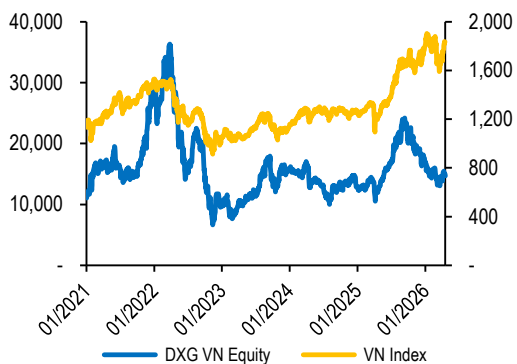
Giá hiện tại (04/06/26) VND 12,900

Suất sinh lời (%) 51.9%

VNINDEX	1,832
Market P/E (x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	16,359
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,268
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,051
52-tuần cao/thấp (VND)	21,491/11,228
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	19.0
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	258

Cổ đông lớn (%)	BLĐ và bên liên quan	17.5
	Victory Holding Investment Ltd	5.9
	CTCP Đầu tư NAV	4.5

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	1.1	-23.2	-8.1
So với VNIndex (%)	0.3	-28.6	-44.2



## Tích lũy cho chu kỳ tăng trưởng

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp bất động sản (BDS) niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp và cao cấp. DXG đồng thời có mảng môi giới BDS là CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) chiếm thị phần môi giới sơ cấp đứng đầu cả nước (33%) với kết quả kinh doanh đang hồi phục mạnh mẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận DXG. DXG hưởng lợi lớn từ chính sách sáp nhập Bình Dương vào Tp.HCM, nơi mà DXG đang sở hữu quỹ đất quy mô hơn 100ha sau quá trình phát triển quỹ đất trong các năm trước. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA DXG với giá mục tiêu 19,600 đồng.

### Quan điểm đầu tư

**- Hai dự án trọng điểm giai đoạn 2026-2028 đều có chuyển biến tích cực:** 1) dự án The Privé của DXG cung cấp 3,175 căn hộ chung cư cao cấp chia ra 3 giai đoạn mở bán đã ghi nhận lượng bán tốt trong 2 giai đoạn đầu (8 trên tổng 12 block) với tỷ lệ hấp thụ trên 90%; 2) dự án Gem Sky World hưởng lợi lớn từ tiến độ triển khai sân bay Quốc tế Long Thành sẽ đưa vào khai thác thương mại trong 2026.

**- Mảng môi giới (DXS) hồi phục mạnh mẽ** nhờ giao dịch BDS toàn thị trường tăng trưởng mạnh, đồng thời DXS tham gia làm chủ đầu tư phát triển BDS gồm dự án Regal Legend, Regal Maison, Regal Victoria, Cara River Park, ... sẽ mang lại nguồn thu lớn cho DXG trong các năm tới.

### Cập nhật

**- KQKD Q1/2026:** Doanh thu thuần DXG đạt 1,353 tỷ đồng (+46.2% YoY), LNST công ty mẹ đạt 37 tỷ đồng (-21.6% YoY) được đóng góp bởi sự hồi phục mạnh mẽ của mảng môi giới bất động sản với doanh thu mảng môi giới BDS đạt 604 tỷ đồng (+208.8% YoY) và mảng bàn giao bất động sản từ bàn giao dự án Gem Sky World có sự hồi phục đáng kể, đạt 860 tỷ đồng (+29.1% YoY).

**- Định giá:** Điều chỉnh theo số liệu tài chính và kinh doanh Q1/2026 chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu DXG là **19,600 VND/cp**.

### Triển vọng

Dự phóng doanh thu của DXG năm 2026/2027 đạt 4,827/10,871 tỷ VND (+15.1%/+125.2% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 251/2,183 tỷ VND (+8.7%/+769.7 YoY) nhờ (1) mảng môi giới tiếp tục có sự tăng trưởng rõ ràng của công ty con DXS dự kiến sẽ đóng góp doanh thu chính trong giai đoạn 2026; (2) bàn giao các sản phẩm đã bán trước đó của dự án Gem Sky World và dự án The Privé đang thực hiện xây dựng phần thân, dự phóng sẽ ghi nhận doanh thu từ 2027.

**Rủi ro:** (1) Chậm trễ tiến độ pháp lý; (2) tỷ lệ hấp thụ thấp tại dự án GSW do thị trường BĐS Đồng Nai phục hồi chậm hơn kỳ vọng.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,725	4,795	4,192	4,827	10,871
LN HĐKD (tỷ VND)	734	1,140	872	932	3,061
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	172	256	231	251	2,183
EPS (đồng)	273	352	214	230	1,981
OPM	19.7	23.8	20.8	19.3	28.2
NPM	4.6	5.3	5.5	5.2	20.1
ROE (%)	1.8	2.6	1.9	2.1	18.1
P/E (x)	54.3	43.5	73.9	65.2	7.6
P/B (x)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Ngành bất động sản | Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
1	Nghị quyết số 254/2025/QH15	Quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai.	19/11/2025	19/11/2025
2	Nghị định số 302/2025/NĐ-CP	Quy định về thành lập, hoạt động của Quỹ nhà ở quốc gia, nhà ở xã hội.	19/11/2025	19/11/2025
3	Nghị định 266/2025/NĐ-CP	Sửa đổi, bổ sung các Nghị định hướng dẫn Luật Đất đai về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư.	16/8/2025	16/8/2025
4	Nghị định 151/2025/NĐ-CP	Quy định về bãi bỏ một thủ tục hành chính về đất đai.	12/6/2025	12/6/2025
5	Nghị quyết số 201/2025/QH15	Quốc hội thi điểm về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội.	29/5/2025	29/5/2025
6	Nghị định 76/2025/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành Nghị quyết số 170/2024/QH15.	1/4/2025	1/4/2025
7	Nghị định 75/2025/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành Nghị quyết số 171/2024/QH15.	1/4/2025	1/4/2025
8	Nghị quyết 141/2024/QH15	Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất.	4/10/2024	4/10/2024
9	Nghị định 112/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn về đất trồng lúa.	11/9/2024	11/9/2024
10	Nghị định 104/2024/NĐ-CP	Quy định về Quỹ phát triển đất.	31/7/2024	01/8/2024
11	Nghị định 103/2024/NĐ-CP	Quy định về tiền sử dụng đất, tiền thuê đất.	30/7/2024	01/8/2024
12	Nghị định 101/2024/NĐ-CP	Quy định về điều tra cơ bản đất đai; đăng ký, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất và hệ thống thông tin đất đai.	29/7/2024	01/8/2024
13	Nghị định 88/2024/NĐ-CP	Quy định về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi Nhà nước thu hồi đất.	15/7/2024	01/8/2024
14	Nghị định 71/2024/NĐ-CP	Quy định về giá đất.	27/6/2024	01/8/2024
15	Thông tư 12/2024/TT-BTNMT	Hướng dẫn đào tạo, bồi dưỡng, cập nhật kiến thức cho cá nhân hành nghề tư vấn định giá đất; khung chương trình đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ về giá đất.	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

## Ngành bất động sản | Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
16	Thông tư 08/2024/TT-BTNMT	Quy định về thống kê, kiểm kê đất đai và lập bản đồ hiện trạng sử dụng đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành.	31/7/2024	01/8/2024
17	Thông tư 09/2024/TT-BTNMT	Quy định về nội dung, cấu trúc, kiểu thông tin cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai và yêu cầu kỹ thuật đối với phần mềm ứng dụng của Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành.	31/7/2024	01/8/2024
18	Thông tư 10/2024/TT-BTNMT	Quy định về hồ sơ địa chính, Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất do Bộ trưởng Bộ TNMT ban hành.	31/7/2024	01/8/2024
19	Thông tư 11/2024/TT-BTNMT	Quy định kỹ thuật điều tra, đánh giá đất đai; kỹ thuật bảo vệ, cải tạo, phục hồi đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành.	31/7/2024	01/8/2024
20	Thông tư 56/2024/TT-BTC	Quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý, sử dụng phí khai thác và sử dụng tài liệu đất đai từ Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành.	31/7/2024	01/8/2024
21	Nghị định 94/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản về xây dựng và quản lý hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu về nhà ở và thị trường bất động sản.	24/7/2024	01/8/2024
22	Nghị định 96/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản.	24/7/2024	01/8/2024
23	Thông tư 04/2024/TT-BXD	Hướng dẫn về chương trình khung đào tạo, bồi dưỡng kiến thức hành nghề môi giới bất động sản, điều hành sàn giao dịch bất động sản.	30/7/2024	01/8/2024
24	Thông tư 49/2024/TT-NHNN	Sửa đổi Thông tư 11/2022/TT-NHNN ngày 30/9/2022 quy định về bảo lãnh ngân hàng (Hiệu lực: 10/12/2024).	25/10/2024	10/12/2024
25	Nghị định 95/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở.	24/7/2024	01/8/2024
26	Nghị định 100/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở về phát triển và quản lý nhà ở xã hội.	26/07/2024	01/8/2024
27	Nghị định 10/2023/NĐ-CP	Cấp sổ đỏ và chứng nhận quyền sở hữu công trình bất động sản xây dựng lưu trú và du lịch cho sản phẩm Condotel	20/5/2023	20/05/2023

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

## Ngành bất động sản | Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
28	Luật Đất đai Số 31/2024/QH15	<p>Quy định về:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chế độ sở hữu đất đai, quyền hạn và trách nhiệm của Nhà nước đại diện chủ sở hữu toàn dân về đất đai;</li> <li>- Thống nhất quản lý về đất đai, chế độ quản lý và sử dụng đất đai;</li> <li>- Quyền và nghĩa vụ của công dân, người sử dụng đất đối với đất đai thuộc lãnh thổ.</li> </ul>	18/01/2024	01/08/2024
29	Luật Kinh doanh Bất động sản điều chỉnh Số 29/2023/QH15	<p>Quy định về:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Quyết định chủ trương đầu tư hoặc chấp thuận chủ trương đầu tư hoặc chấp thuận đầu tư dự án bất động sản;</li> <li>- Quyết định giao đất, cho thuê đất, cho phép chuyển mục đích sử dụng đất của cơ quan nhà nước có thẩm quyền;</li> <li>- Thông tin về quy hoạch chi tiết được cơ quan nhà nước có thẩm quyền phê duyệt;</li> <li>- Hợp đồng mẫu được sử dụng để ký kết trong giao dịch kinh doanh bất động sản theo quy định.</li> </ul>	28/11/2023	01/08/2024
30	Luật Nhà ở điều chỉnh Số 27/2023/QH15	<p>Quy định về:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Quyền sở hữu, phát triển, quản lý và sử dụng nhà ở;</li> <li>- Chính sách về nhà ở xã hội, nhà ở cho công nhân, lực lượng vũ trang;</li> <li>- Giao dịch về nhà ở, quản lý, vận hành nhà chung cư;</li> <li>- Điều kiện sở hữu nhà ở tại Việt Nam của tổ chức, cá nhân trong nước và người nước ngoài, trách nhiệm quản lý nhà nước về nhà ở.</li> </ul>	27/11/2023	01/07/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

## Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Nghị quyết số 171/2024/QH15 và Nghị quyết số 161/2024/QH15 là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Cụ thể:

### Ba Luật Bất động sản



**Đất làm dự án NOTM phải có đất ở** (Luật Đất đai sửa đổi).



**Đất làm dự án được mở rộng** sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.



Thí điểm tại **khu vực đô thị hoặc khu vực được quy hoạch phát triển đô thị trên toàn quốc.**



**Tổng diện tích đất ở trong các dự án thí điểm [...] không vượt quá 30%** của phần diện tích đất ở tăng thêm trong kỳ quy hoạch...



Nghị quyết này có hiệu lực thi hành **từ ngày 01 tháng 4 năm 2025** và được thực hiện trong **05 năm.**

Theo báo cáo của bộ TN-MT, trong giai đoạn 2014–2023, có khoảng **189 dự án tại Hà Nội** và **126 dự án tại TPHCM** bị vướng mắc liên quan đến quy định phải có “đất ở”. Do đó, chúng tôi kì vọng việc thí điểm cho phép đất khác làm NOTM có thể tháo gỡ **một phần** các dự án bị đứng pháp lý nhiều năm qua. Vì vậy, việc thông qua Nghị định số 76/2025/NĐ-CP của Chính phủ: Quy định chi tiết Nghị quyết số 170/2024/QH15 là tiến triển đáng kể trong việc tháo gỡ khó khăn.

## Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

### Ba Luật Bất động sản



Chưa có quy định giải quyết cho dự án, đất đai vướng mắc trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án.

### Nghị quyết số 161/2024/QH15



Có phương án giải quyết phù hợp, **xử lý dứt điểm các dự án bất động sản gặp khó khăn, vướng mắc pháp lý, đình trệ** do quá trình triển khai thực hiện kéo dài và pháp luật qua các thời kỳ có sự thay đổi.



Có giải pháp cụ thể và hướng dẫn các Bộ, ngành, địa phương **tháo gỡ vướng mắc liên quan đến quản lý, sử dụng đất trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước**, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp [...].



Khẩn trương ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết và tổ chức thi hành có hiệu quả [...] Nghị quyết về cơ chế, chính sách đặc thù để **tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án** tại Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa;

Hàng loạt các vướng mắc đã được nêu ra trong NQ cùng quyết tâm tháo gỡ những điểm nghẽn đã tồn tại qua nhiều năm. Lấy ví dụ tại Đà Nẵng, TP này hiện đang phải thực hiện 4 kết luận của Thanh tra Chính phủ (3 bản án của tòa án các cấp đã tuyên) với cả ngàn dự án bị “mắc kẹt”. Trong đó, có những vụ việc xảy ra cách đây gần 20 năm được thanh tra kết luận năm 2013 và hiện Đà Nẵng vẫn đang thực hiện. Nghị định số 76/2025/NĐ-CP của Chính phủ được ban hành vào 01/04/2025 đã quy định chi tiết hơn về việc tháo gỡ khó khăn, từ đó kỳ vọng sớm đem tác động tích cực của Nghị quyết 161 đến thị trường bất động sản.

## Chúng tôi đánh giá tác động của một số chính sách lớn lên thị trường BĐS như:

Văn bản	Nội dung	Tác động
Luật Đất đai	Thay thế khung giá đất 5 năm thành bảng giá đất hàng năm, tiệm cận với thị trường.	Bảng giá đất sử dụng cho việc đền bù, GPMB. Do đó, việc sử dụng bảng giá đất mới tiệm cận giá thị trường có thể <b>thúc đẩy việc GMPB, nhưng cũng vừa gia tăng chi phí đền bù của DN.</b>
Luật Kinh doanh BĐS	Luật hóa quy định vốn chủ tối thiểu/tổng vốn đầu tư cho các dự án có quỹ đất dưới 20ha là 20% và từ 15% cho dự án có quỹ đất trên 20ha.	Trước đây tỷ lệ VCSH tối thiểu này được đặt ra trong ND 02/2022/ND-CP, nhưng việc luật hóa cho thấy <b>VCSH đang được yêu cầu nghiêm ngặt hơn.</b>
	Công khai thông tin BĐS đưa vào kinh doanh .	Góp phần <b>minh bạch thị trường BĐS và bảo vệ người mua nhà.</b>
Nghị định số 302/2025/ND-CP	Quy định về thành lập, hoạt động của Quỹ nhà ở quốc gia về một số cơ chế, chính sách đặc thù phát triển nhà ở xã hội.	Quy định thành lập Quỹ nhà ở quốc gia hoạt động không vì lợi nhuận, bao gồm Quỹ trung ương (thuộc Bộ Xây dựng) và Quỹ địa phương (thuộc UBND cấp tỉnh). Mục tiêu huy động vốn từ nhiều nguồn (ngân sách, tiền bán tài sản công, quỹ đất) <b>để đầu tư xây dựng, tạo lập, quản lý và cho thuê nhà ở xã hội và nhà ở cho cán bộ, công chức, viên chức.</b>
Nghị định 71/2024/ND-CP về giá đất	Bổ sung nhiều chi phí được tính vào chi phí phát triển thửa đất như chi phí dự phòng cho trượt giá, lãi vay, chi phí tư vấn đầu tư xây dựng, quản lý dự án,...	Chúng tôi kì vọng việc bổ sung nhiều chi phí phát sinh trong quá trình phát triển dự án vào chi phí phát triển thửa đất khi tính tiền sử dụng đất góp phần <b>hợp lý hóa tiền sử dụng đất cho doanh nghiệp, từ đó ổn định thị trường bất động sản.</b>
Nghị quyết số 171/2024/QH15	Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.	Các Nghị quyết đặc thù là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Chúng tôi kì vọng <b>các NQ này cùng với các Luật Bất động sản góp phần tháo gỡ vướng mắc cho các dự án đang bị “mắc kẹt”. Từ đó thúc đẩy nguồn cung của thị trường từ năm 2025.</b>
Nghị quyết số 161/2024/QH15	Đề cập đến việc ban hành các chính sách để tháo gỡ vướng mắc cho thị trường BĐS do quá trình cổ phần hóa, do thay đổi môi trường pháp luật,...	

Bất động sản khu công nghiệp

**Dòng vốn FDI định  
hình lại cuộc chơi**



Tiến Lê

 (84-28) 6299-8029

 tien.ld@shinhan.com

## Ngành bất động sản khu công nghiệp – Dòng vốn FDI định hình lại cuộc chơi

### 1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

Trong năm 2025, những biến động về thuế quan đã làm suy giảm đáng kể diện tích hấp thụ đất khu công nghiệp (KCN) tại cả hai miền Nam – Bắc. Bước sang quý 1/2026, ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị khiến nhu cầu thuê duy trì sự thận trọng; trong đó miền Bắc tiếp tục giảm mạnh về diện tích hấp thụ, trong khi miền Nam ghi nhận sự cải thiện nhẹ. Bất chấp những rào cản về lực cầu, tỷ lệ lấp đầy KCN vẫn duy trì ở mức tốt và giá thuê trung bình tại cả hai miền đều tiếp tục tăng so với cùng kỳ.

Đáng chú ý, hoạt động cho thuê NXXS và NKXS ở cả hai miền ghi nhận mức tăng trưởng tích cực phản ánh xu hướng đầu tư sang loại hình ít rủi ro và chi phí thấp trước bất ổn toàn cầu.

### 2. Dòng vốn FDI duy trì tích cực

Dòng vốn FDI tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh chính sách thuế quan có nhiều biến động và căng thẳng địa chính trị gia tăng. Điều này cho thấy Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn đối với các doanh nghiệp nước ngoài. Tuy nhiên dòng vốn FDI có xu hướng phân hóa sang các lĩnh vực công nghệ cao và tập trung vào các tỉnh thành được đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ.

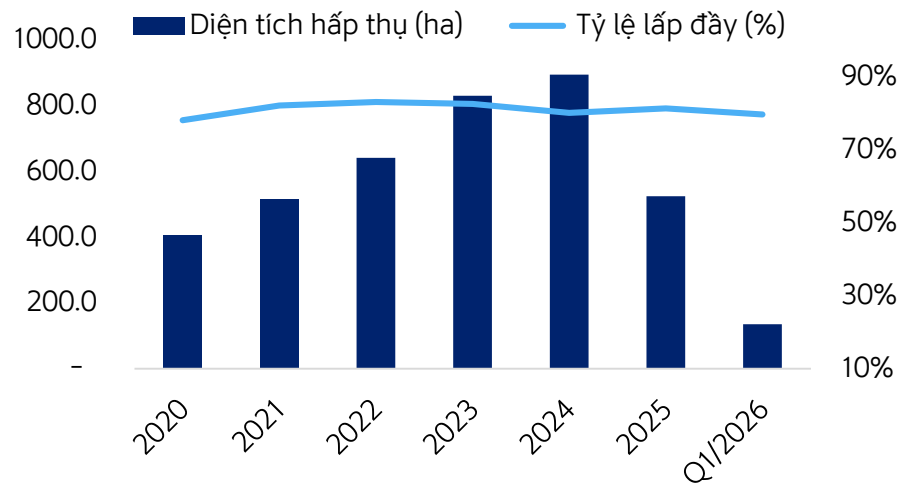
### 3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Kết quả kinh doanh Q1/2026 của các doanh nghiệp sụt giảm mạnh do chịu tác động kép từ căng thẳng địa chính trị, bất ổn thuế quan và quy định theo Thông tư 99/2025/TT-BTC. Tuy nhiên, triển vọng cả năm 2026 vẫn được đánh giá tích cực nhờ kỳ vọng dòng vốn FDI duy trì đà tăng, đặc biệt tại các trung tâm công nghệ cao.

Khuyến nghị: BCM, KBC, IDC, và SZC.

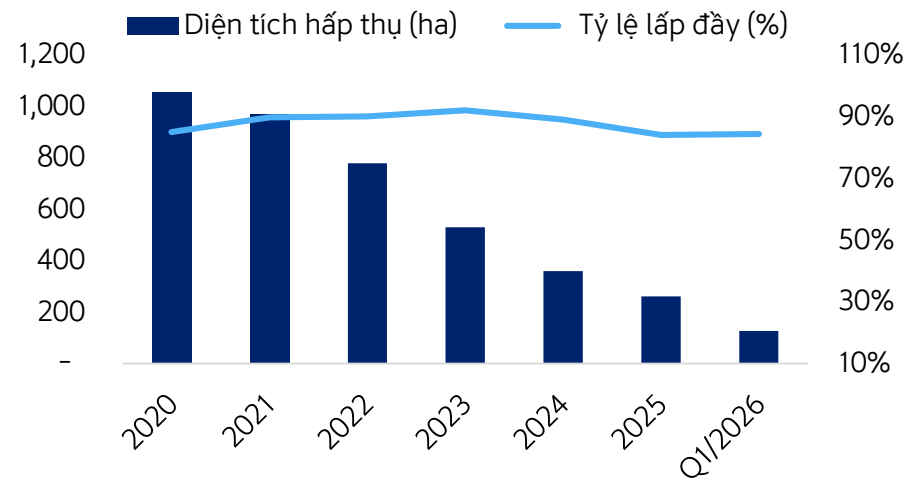
## Diện tích cho thuê sụt giảm trong khi giá thuê vẫn duy trì tích cực

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Khu Công Nghiệp từ 2020 – Q1/2026 tại miền Bắc



Nguồn: JLL, Cushman & Wakefiled, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp từ 2020 – Q1/2026 tại miền Nam

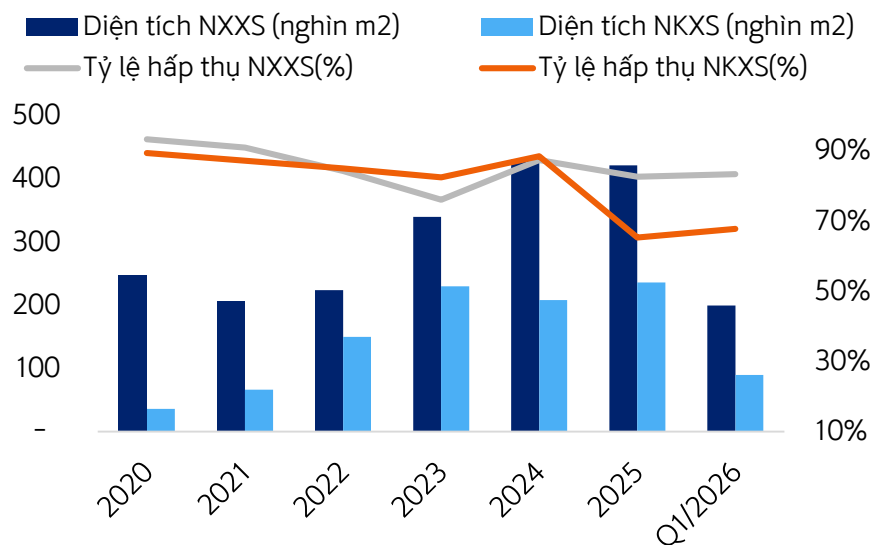


Nguồn: JLL, Cushman & Wakefiled, Shinhan Securities Vietnam

- Trước tình hình thuế quan biến động, thị trường bất động sản KCN trong năm 2025 ghi nhận sự suy giảm đáng kể về diện tích hấp thụ cả hai miền. Cụ thể, diện tích hấp thụ tại miền Bắc đạt 524 ha (-41% YoY), trong khi miền Nam đạt 261 ha (-27% YoY). Nhu cầu thuê đất suy yếu rõ rệt trong giai đoạn Q2-Q3/2025 (thời điểm Mỹ bắt đầu áp dụng các biện pháp thuế quan) trước khi dần phục hồi trong Q4/2025 nhờ tình hình thuế quan hạ nhiệt.
- Bước sang năm 2026, căng thẳng địa chính trị giữa Mỹ, Israel và Iran tiếp tục leo thang, kéo theo giá dầu tăng mạnh, gây ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư. Theo đó, nhu cầu thuê đất KCN duy trì ở mức thận trọng. Trong Q1/2026, khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ đạt khoảng 135 ha (-49% YoY) với tỷ lệ lấp đầy ở mức 79.6%. Trong khi đó, miền Nam ghi nhận tín hiệu cải thiện nhẹ với tổng diện tích hấp thụ đạt khoảng 127 ha (+6% YoY) và tỷ lệ lấp đầy đạt 84.3%. Giá thuê trung bình tại miền Bắc đạt USD 137.6/m<sup>2</sup>/chu kỳ (+5% YoY), trong khi miền Nam đạt USD 184.2/m<sup>2</sup>/chu kỳ (+6.7% YoY).

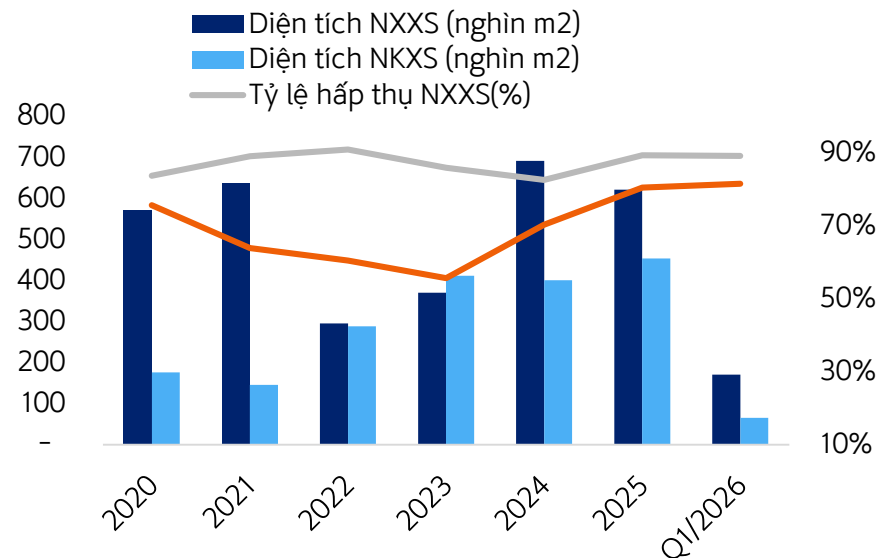
## Xu hướng dịch chuyển sang NKXS/NXSS trước biến động

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Kho/ NXXS từ 2020 – Q1/2026 tại miền Bắc



Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Kho/ NXXS từ 2020 – Q1/2026 tại miền Nam

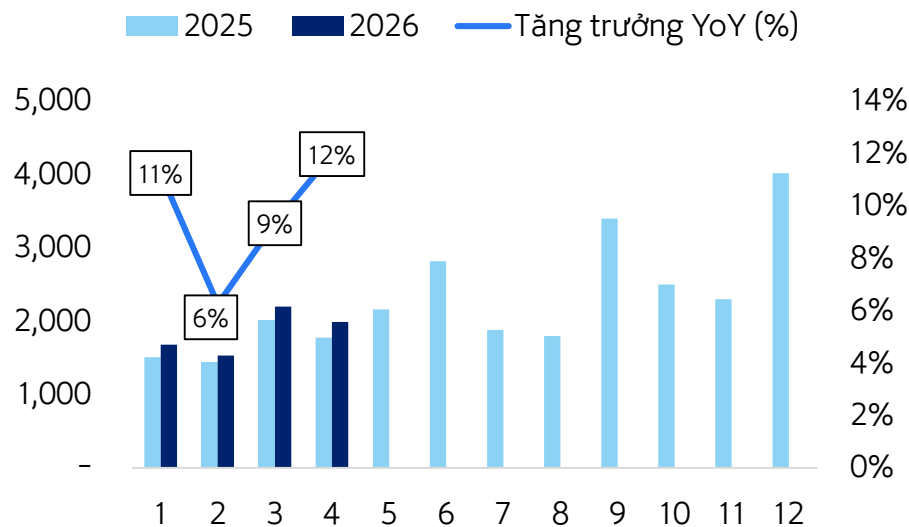


Nguồn: JLL, Shinhan Securities Vietnam

- Trái lại với nhu cầu cho thuê sụt giảm đối với KCN, diện tích cho thuê của Nhà xưởng xây sẵn (NXXS) và Nhà kho xây sẵn (NKXS) vẫn duy trì ổn định trong năm 2025. Trước tình hình bất ổn thuế quan và căng thẳng địa chính trị gia tăng, xu hướng chuyển dịch sang mảng NXXS và NKXS có khuynh hướng gia tăng do chi phí đầu tư thấp và linh hoạt hơn so với việc đầu tư hạ tầng KCN. Bước sang Q1/2026, diện tích NXXS và NKXS ghi nhận mức tăng trưởng tốt ở miền Bắc và duy trì ổn định tại miền Nam.
- Giá thuê NXXS và NKXS có sự gia tăng so với cùng kỳ, đối với khu vực miền Bắc, giá NXXS và NKXS lần lượt đạt USD 5.1/m<sup>2</sup> (+2.7% YoY) và USD 4.9/m<sup>2</sup> (+5.4% YoY), trong khi đó, khu vực miền Nam ghi nhận giá NXXS và NKXS lần lượt đạt USD 5.2/m<sup>2</sup> (+3.0% YoY) và USD 5.0/m<sup>2</sup> (+4.8% YoY).

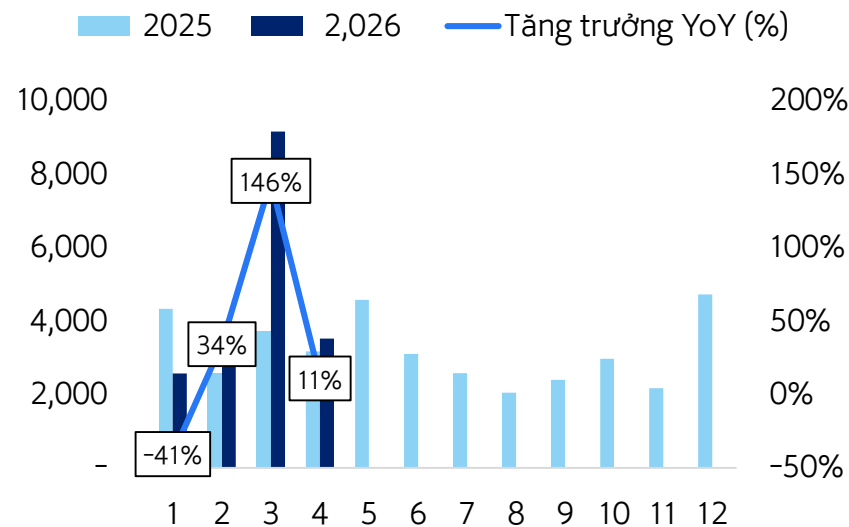
## Dòng vốn FDI duy trì tích cực trong bối cảnh bất ổn toàn cầu gia tăng

Vốn FDI giải ngân năm 2025 và 4T2026 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vốn FDI đăng ký 2025 và 4T2026 (triệu USD)

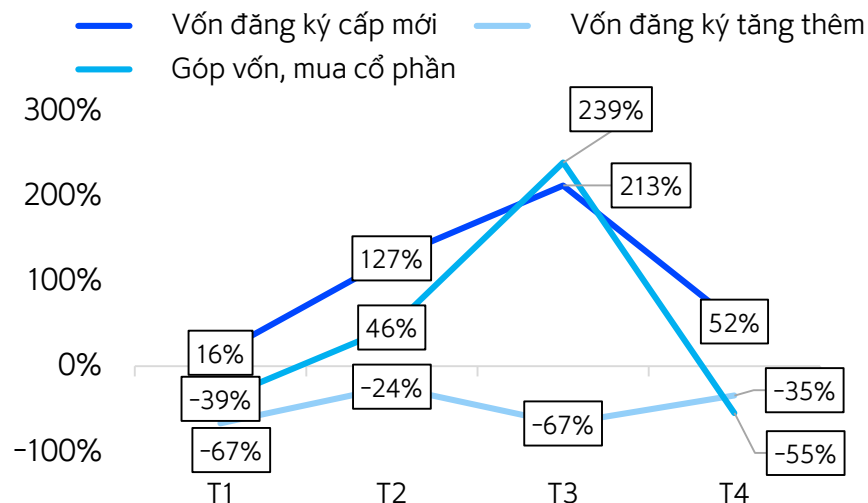


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong năm 2025 đạt USD 27.6 tỷ, tăng 9% so với cùng kỳ và đánh dấu mức cao nhất trong vòng 5 năm. Hoạt động giải ngân trong năm 2025 ghi nhận mức tăng trưởng ổn định qua các tháng, cho thấy sự cam kết đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài với lượng vốn đã đăng ký. Tuy nhiên, tổng vốn đăng ký đầu tư mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần đạt hơn USD 38.4 tỷ, chỉ tăng nhẹ 0.5% so với cùng kỳ năm trước.
- Bước sang năm 2026, lũy kế đến tháng 04/2026, dòng vốn FDI tiếp tục diễn biến tích cực, trong đó, vốn FDI thực hiện đạt USD 7.40 tỷ (+9.8% YoY), tổng vốn đăng ký đạt USD 18.24 tỷ (+32% YoY). Điều này cho thấy Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI bất chấp tình hình thuế quan và địa chính trị bất ổn.

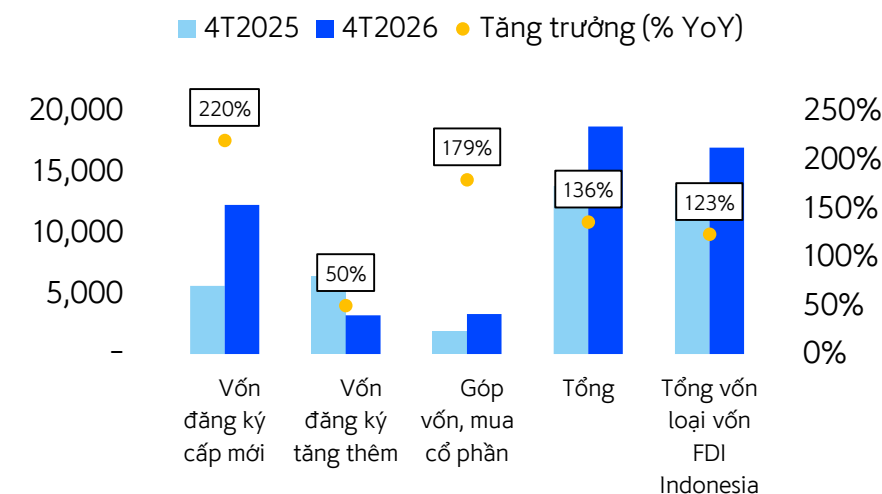
## Dòng vốn FDI duy trì tích cực trong bối cảnh bất ổn toàn cầu gia tăng

Tăng trưởng vốn FDI đăng ký theo tháng (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vốn FDI đăng ký 4T2025 và 4T2026 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Dòng vốn FDI đăng ký ghi nhận xu hướng tăng trưởng tích cực kể từ tháng 02/2026, với vốn đăng ký cấp mới và vốn góp, mua cổ phần đều cải thiện rõ rệt. Đáng chú ý, FDI đăng ký bứt phá mạnh trong tháng 03/2026, trùng với giai đoạn căng thẳng địa chính trị gia tăng khi Mỹ bắt đầu tấn công Iran. Cụ thể, vốn đăng ký mới tăng 213% YoY, trong khi vốn góp, mua cổ phần tăng 239% YoY. Tổng vốn đăng ký trong tháng 03/2026 đạt USD 9.1 tỷ, gấp 2.45 lần so với cùng kỳ và chiếm khoảng 60% tổng vốn đăng ký trong 3 tháng đầu năm, phản ánh xu hướng dịch chuyển mạnh mẽ của dòng vốn FDI vào Việt Nam.
- Bước sang tháng 4, tổng vốn FDI đăng ký giảm nhẹ đạt USD 3.09 tỷ (-5% YoY). Tuy nhiên, vốn FDI đăng ký mới vẫn duy trì xu hướng tích cực, đạt USD 1.91 tỷ (+63% YoY). Trong khi ở chiều ngược lại, vốn góp, mua cổ phần và vốn đăng ký thêm ghi nhận sụt giảm, lần lượt đạt USD 0.29 tỷ (-55% YoY) và USD 0.82 tỷ (-35% YoY).

## Tình hình căng thẳng địa chính trị và thuế quan dần hạ nhiệt

### Cuộc chiến giữa Mỹ, Israel với IRAN

- Căng thẳng địa chính trị leo thang khi Mỹ và Israel tiến hành tấn công Iran vào ngày 28/02/2026, kéo theo việc Iran đóng cửa eo biển Hormuz, khiến giá dầu tăng hơn 50%, làm gia tăng rủi ro đối với tăng trưởng kinh tế toàn cầu.
- Trái với kỳ vọng của Mỹ rằng cuộc chiến sẽ kết thúc trong vòng một tháng, cuộc chiến đã trải qua hơn 80 ngày, khiến giá dầu tiếp tục duy trì ở mức cao, tạo áp lực lạm phát cho các quốc gia trên thế giới.
- Tuy nhiên, cuộc chiến đang dần hạ nhiệt với lệnh ngừng bắn chính thức đầu tiên được thiết lập vào ngày 08/04/2026 và kỳ vọng sẽ kéo dài đến cuối tháng 05/2026, thông qua sự trung gian hòa giải của Pakistan. Cập nhật đến ngày 25/05 (theo giờ Việt Nam), thỏa thuận khung giữa Mỹ với Iran đã "hoàn tất 95%".

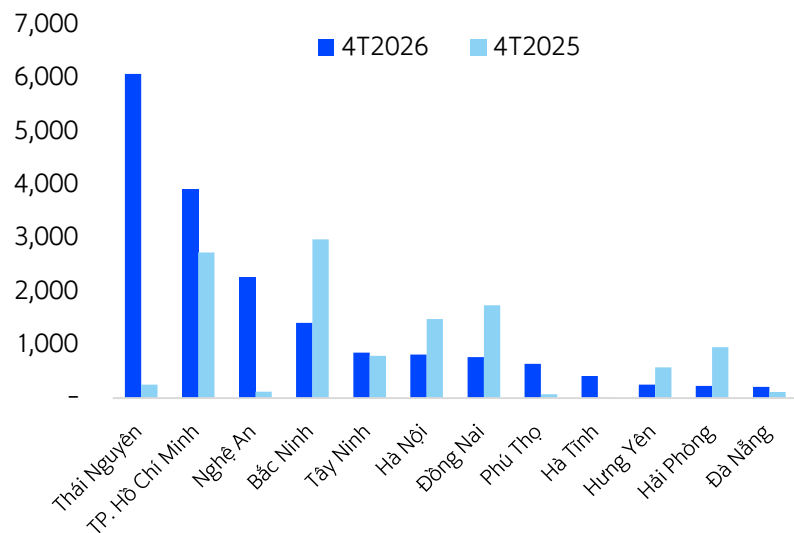
### Tình hình thuế quan

- Sau phán quyết ngày 20/02/2026 của Tòa án Tối cao Mỹ về việc vô hiệu hóa các mức thuế theo Đạo luật IEEPA, chính quyền Tổng thống Trump đã nhanh chóng chuyển sang áp dụng mức thuế 10% theo Mục 122 của Đạo luật Thương mại 1974 đối với hàng hóa nhập khẩu trong thời hạn 150 ngày kể từ ngày 24/02. Đồng thời, chỉ hai tháng sau phán quyết trên, chính quyền ông Trump đã triển khai hệ thống mới mang tên CAPE nhằm hoàn trả hơn USD 166 tỷ tiền thuế quan đã thu cho các doanh nghiệp bị ảnh hưởng.
- Ngoài ra, ngày 05/03/2026, liên minh gồm 24 bang do Đảng Dân chủ kiểm soát đã đệ đơn kiện chính quyền Tổng thống Trump liên quan đến việc áp mức thuế nhập khẩu bổ sung 10% đối với toàn bộ đối tác thương mại của Mỹ. Tuy nhiên, đến ngày 07/05/2026, Tòa án Thương mại Quốc tế Mỹ (CIT) mới chỉ đưa ra phán quyết tạm thời chặn việc áp thuế đối với hai doanh nghiệp nhỏ và bang Washington."

**Đánh giá:** Dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng tích cực bất chấp bất ổn toàn cầu, phản ánh sức hấp dẫn bền vững của Việt Nam đối với nhà đầu tư nước ngoài. Với chiến lược ngoại giao "cây tre" linh hoạt cùng việc chủ động tham gia nhiều hiệp định kinh tế quan trọng, Việt Nam đang củng cố vị thế trong chuỗi cung ứng khu vực. Đồng thời, nền kinh tế tăng trưởng ổn định và môi trường chính trị vững chắc giúp Việt Nam dần khẳng định vai trò là điểm đến đầu tư an toàn. Tuy nhiên, việc Mỹ áp thuế 10% đồng loạt lên tất cả các quốc gia phần nào làm giảm lợi thế thuế quan của Việt Nam so với các nước khác, đặc biệt là Trung Quốc, qua đó có thể ảnh hưởng đến xu hướng dịch chuyển sản xuất theo chiến lược Trung Quốc +1.

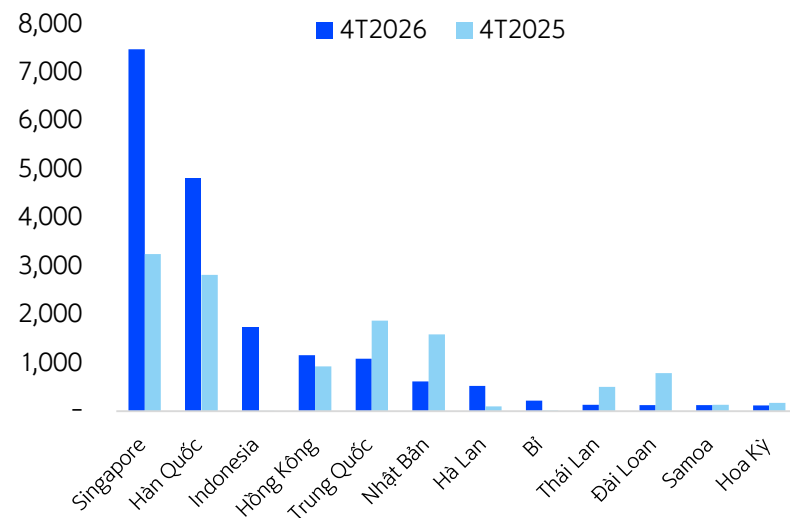
## Xu hướng dịch chuyển vốn FDI theo tỉnh thành và quốc gia

Vốn FDI đăng ký theo tỉnh thành trong năm 4T2025 và 4T2026 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vốn FDI đăng ký theo quốc gia trong năm 4T2025 và 4T2026 (triệu USD)

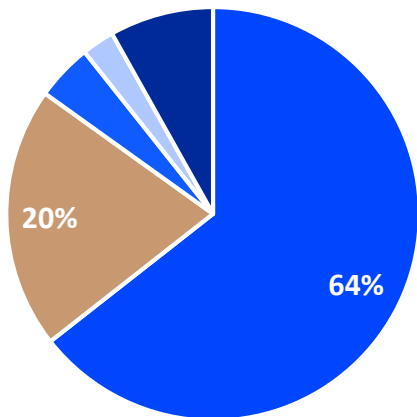


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 4T2026, dòng vốn FDI cho thấy sự dịch chuyển rõ rệt từ các trung tâm công nghiệp truyền thống sang các tỉnh mới. Động lực tăng trưởng chính của dòng vốn đến từ sự bứt phá đột biến của Thái Nguyên và Nghệ An nhờ các dự án quy mô lớn, cùng với sự duy trì đà tăng ổn định của TP.HCM. Ngược lại, các tỉnh thành có tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp cao như Bắc Ninh, Hà Nội và Đồng Nai lại ghi nhận mức sụt giảm đáng kể về lượng vốn đăng ký mới so với cùng kỳ. Xu hướng dịch chuyển sang các tỉnh thành trên cho thấy các doanh nghiệp FDI đang tập trung vào các lĩnh vực quan trọng như công nghệ cao và năng lượng.
- Dòng vốn ngoại đang có mức độ tập trung cao và được dẫn dắt chủ yếu bởi Singapore và Hàn Quốc với mức tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ. Trong khi đó, nguồn vốn từ các đối tác truyền thống như Trung Quốc và Nhật Bản lại cho thấy dấu hiệu suy yếu. Điều này cho thấy sự thay đổi trong chính sách thuế quan đã tác động phần nào đến xu hướng Trung Quốc +1.

## Xu hướng dịch chuyển từ mảng bất động sản sang các lĩnh vực công nghệ cao và bán lẻ

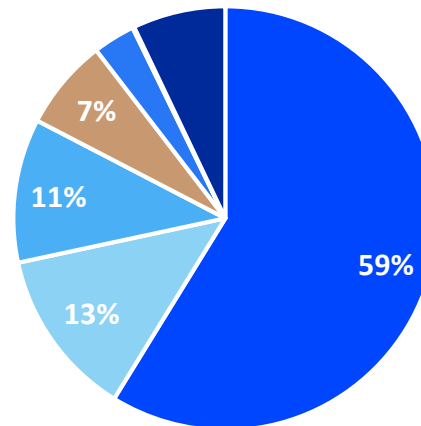
### Cơ cấu vốn FDI đăng ký 4T/2025



- Công nghiệp chế biến, chế tạo
- Bán buôn và bán lẻ; sửa chữa ô tô, mô tô, xe máy
- Hoạt động chuyên môn, khoa học công nghệ
- Khác

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### Cơ cấu vốn FDI đăng ký 4T/2026

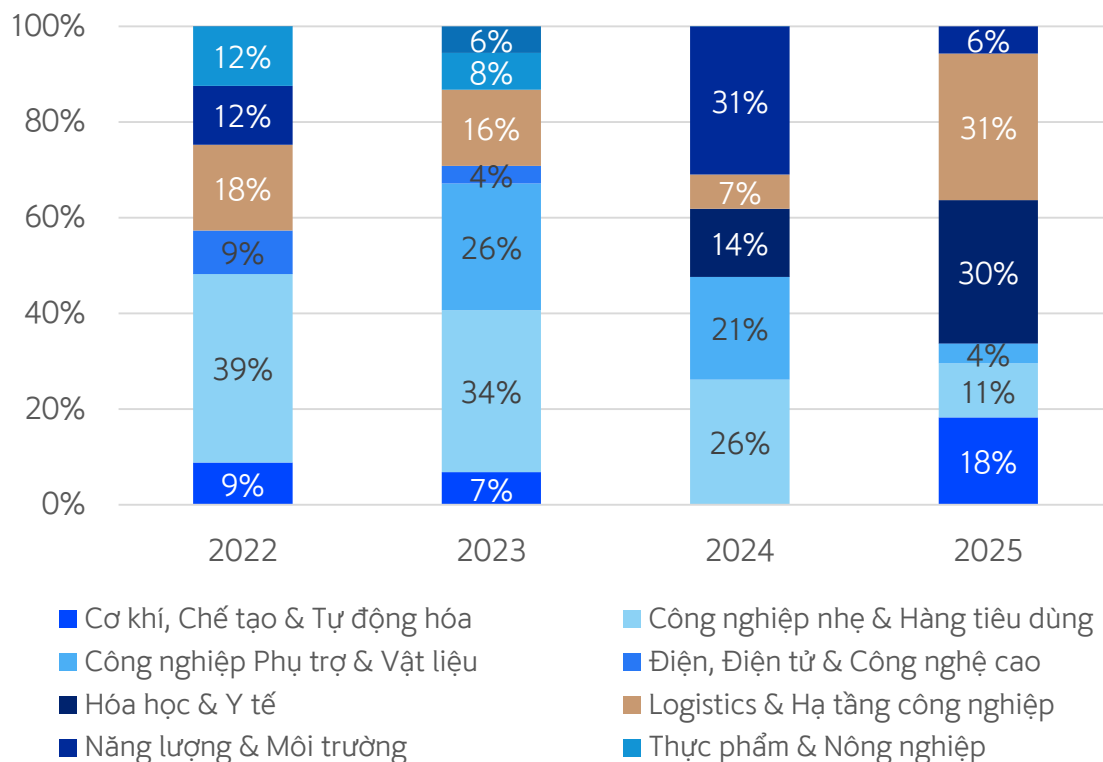


- Sản xuất, phân phối điện, khí, nước, điều hòa
- Hoạt động kinh doanh bất động sản
- Dịch vụ lưu trú và ăn uống

- Trong 4T2026, cơ cấu dòng vốn FDI có sự chuyển dịch rõ rệt sang các nền tảng cốt lõi của nền kinh tế. Điểm sáng lớn nhất là sự bứt phá của nhóm ngành năng lượng và hạ tầng (chiếm 13% tổng vốn). Dù tỷ trọng giảm tương đối xuống 59%, công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn duy trì vị thế trụ cột, được củng cố bởi dòng vốn khổng lồ đổ vào các dự án sản xuất công nghệ cao, tiếp tục khẳng định sức hấp dẫn của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Ngược lại, lĩnh vực kinh doanh bất động sản ghi nhận sự sụt giảm mạnh mẽ, giảm từ 20% xuống chỉ còn 7%. Mảng bán buôn và bán lẻ vươn lên chiếm 11% cơ cấu dòng vốn.

## Xu hướng chuyển dịch ngành nghề đầu tư của dòng vốn FDI

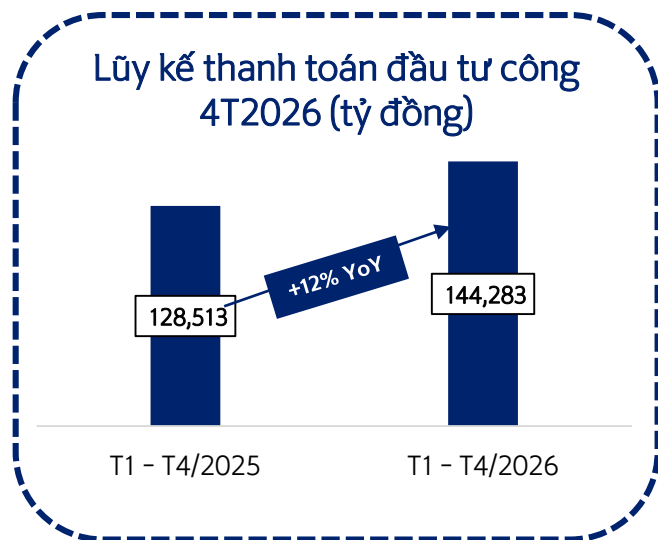
Cơ cấu các giao dịch nổi bật theo ngành nghề từ 2022 đến 2025



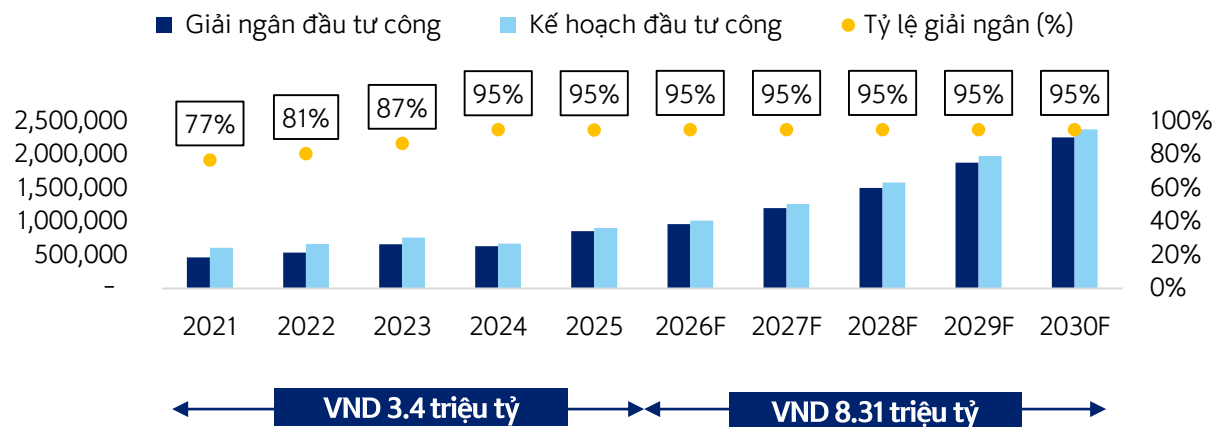
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Giai đoạn 2022 - 2025 đánh dấu bước ngoặt bản lề khi dòng vốn ngoại dịch chuyển từ mô hình thâm dụng lao động sang nền kinh tế giá trị gia tăng cao. Thay vì tiếp tục mở rộng quy mô gia công cơ bản, giới đầu tư quốc tế đang chuyển sang các lĩnh vực công nghệ cao, năng lượng và bán lẻ.
- Trong đó, nhóm ngành Công nghiệp nhẹ & Hàng tiêu dùng giảm từ 39% (năm 2022) xuống chỉ còn 11% (năm 2025). Dòng tiền tái phân bổ sang các cứ điểm sản xuất thông minh với sự bứt tốc của nhóm Hóa học & Y tế cùng Cơ khí, Chế tạo & Tự động hóa, vươn lên chiếm tổng cộng 48% cơ cấu năm 2025.
- Việc dòng tiền lớn chảy vào các lĩnh vực đòi hỏi hàm lượng kỹ thuật cao khẳng định Việt Nam đang tiến sâu hơn vào các khâu giá trị gia tăng trên toàn cầu. Đóng vai trò bệ phóng cho công cuộc "thay máu" này là Logistics & Hạ tầng công nghiệp (chiếm 31% năm 2025) cùng các siêu dự án năng lượng (chiếm 30% năm 2025).

## Đầu tư công mạnh mẽ góp phần thúc đẩy hạ tầng phát triển



## Giải ngân đầu tư công giai đoạn 2021 – 2030F (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

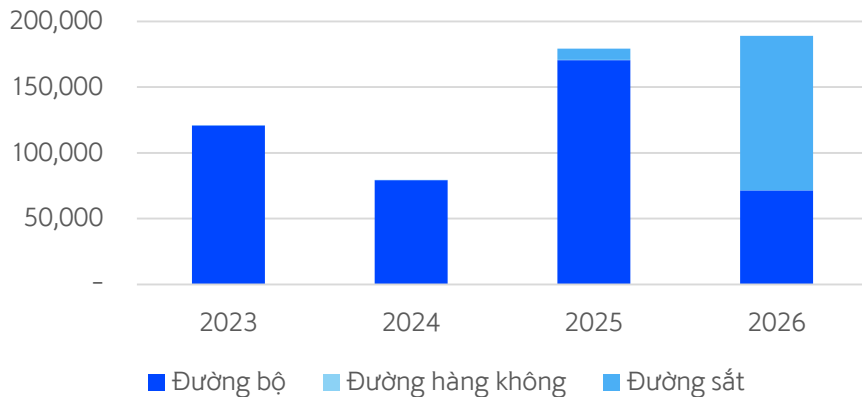
- Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/04/2026 khoảng VND 144,283 tỷ (+12% YoY), đạt 14.2% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 4T2026 đạt mức tương đương so với cùng kỳ.
- Tổng kế hoạch đầu tư công vốn NSNN năm 2026 đã được Thủ tướng Chính phủ giao là 1.013 triệu tỷ đồng. Như vậy, tổng mức vốn đầu tư công năm 2026 được dự báo tăng khoảng 12% so với năm 2025, phản ánh xu hướng mở rộng đầu tư công mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát triển các dự án hạ tầng trọng điểm.
- Ngày 24/4, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026–2030 với tổng quy mô vốn đạt 8.22 triệu tỷ đồng, tăng gấp 2.4 lần so với kế hoạch giai đoạn 2021–2025. Quy mô đầu tư công mở rộng mạnh mẽ được kỳ vọng sẽ đóng vai trò động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, đồng thời tạo dư địa phát triển hạ tầng.

# Ngành bất động sản khu công nghiệp | Cập nhật tình hình đầu tư công

## Các tỉnh thành được đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ tiếp tục thu hút dòng vốn FDI

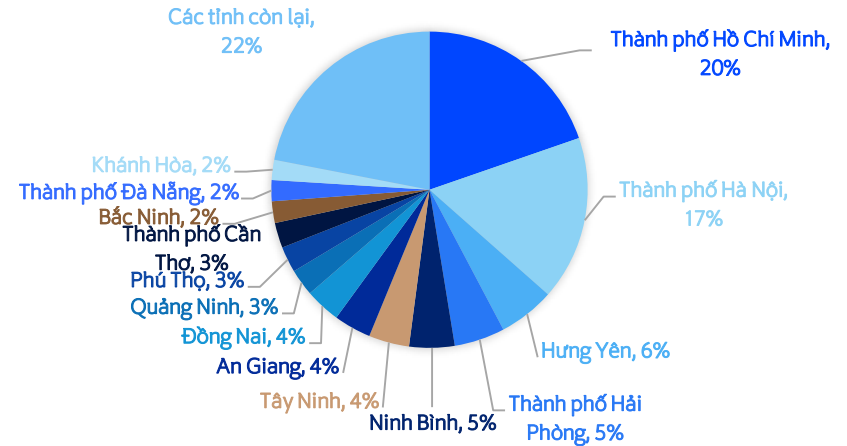
- Phân bổ vốn đầu tư công cho các dự án trọng điểm tiếp tục được đẩy mạnh trong năm 2026, đạt VND 188,882 tỷ (+5% YoY). Đáng chú ý, định hướng đầu tư đang dịch chuyển rõ nét sang phát triển hạ tầng đường sắt, với hai dự án trọng điểm gồm đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam và tuyến đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng ghi nhận quy mô phân bổ vốn lớn nhất.
- Việc đẩy mạnh phát triển hạ tầng được kỳ vọng đóng vai trò nền tảng trong thu hút dòng vốn FDI, trong đó các địa phương được ưu tiên đầu tư hạ tầng cũng đang là những khu vực thu hút lượng vốn FDI lớn nhất.

### Kế hoạch đầu tư các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm 2023 – 2026 (tỷ VND)



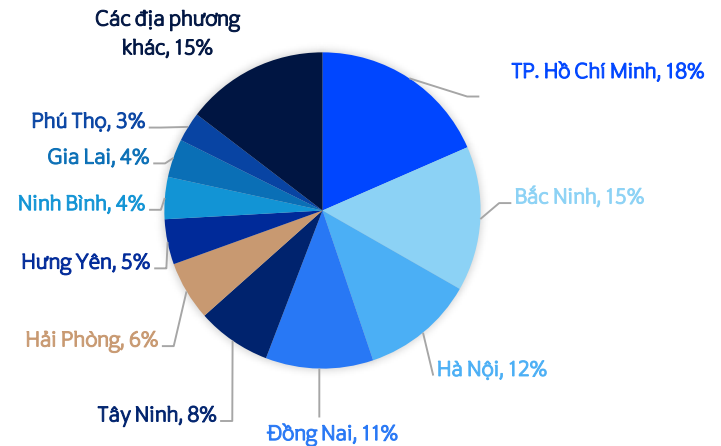
Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

### Phân bổ ngân sách đầu tư công theo địa phương trong năm 2026 (%)



Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

### Phân bổ tổng vốn FDI đăng ký theo tỉnh thành năm 2025 (%)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

# Ngành bất động sản khu công nghiệp| Cập nhật tình hình đầu tư công

## Tình hình giải ngân các dự án đầu tư công quan trọng trong năm 2026

Các dự án đường cao tốc trọng điểm	Kế hoạch giải ngân trong năm 2026 (tỷ đồng)	Lũy kế giải ngân đến 31/03/2026 (tỷ đồng)	Tỷ lệ giải ngân (%)
Đường Vành đai 4 - TP. Hồ Chí Minh	12,492	1,109	8.9%
Cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2021-2025	7,496	748	10.0%
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng gđ1	7,203	367	5.1%
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh	6,680	565	8.5%
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột gđ1	6,364	138	2.2%
Vành đai 4 - Vùng Thủ đô Hà Nội	3,957	721	18.2%
Cao tốc Bảo Lộc - Liên Khương (PPP)	3,055	0.7	0.0%
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu gđ1	2,447	153	6.2%
Đầu tư mở rộng đoạn cao tốc Thành phố HCM - Long Thành	2,375	1,058	44.5%
Cao tốc Ninh Bình - Hải Phòng đoạn qua Hải Phòng	2,000	-	0.0%
Cao tốc Ninh Bình - Hải Phòng đoạn qua tỉnh Ninh Bình	1,872	278	14.8%
Đường Hồ Chí Minh	1,855	28	1.5%
Cao tốc Cao Lãnh - An Hữu	1,525	53	3.5%
Cao tốc Chợ Mới - Bắc Kạn	1,518	85	5.6%
TP. HCM - Mộc Bài (PPP)	1,425	6	0.4%
Cao tốc Ninh Bình - Hải Phòng đoạn qua tỉnh Nam Định, Thái Bình (PPP)	1,338	27	2.0%
Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc (PPP)	1,285	-	0.0%
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh (Dự án ODA)	1,254	29	2.3%
Đồng Đăng - Trà Lĩnh, giai đoạn 1 (PPP)	892	55	6.2%
Gia Nghĩa (Đất Nông) - Chơn Thành, PPP	890	361	40.6%
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú (PPP)	864	116	13.4%
...			
<b>Tổng cộng</b>	<b>71,554</b>	<b>6,850</b>	<b>9.6%</b>

Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

# Ngành bất động sản khu công nghiệp| Cập nhật tình hình đầu tư công

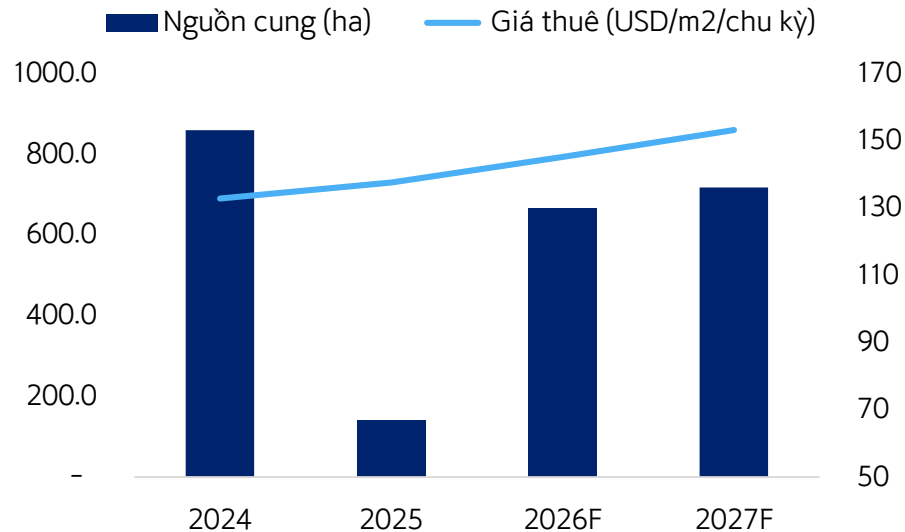
## Tình hình giải ngân các dự án đầu tư công quan trọng trong năm 2026

STT	Các dự án đường sắt trọng điểm	Kế hoạch giải ngân trong năm 2026 (tỷ đồng)	Lũy kế giải ngân đến 31/03/2026 (tỷ đồng)	Tỷ lệ giải ngân (%)
I	Đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc Nam	56,846.10	78.80	0.1%
II	Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	48,695.20	525.40	1.1%
III	Đường sắt đô thị TP. Hà Nội	5,232.60	424.40	8.1%
1	Tuyến Cát Linh - Hà Đông	2.00	-	0.0%
2	Tuyến Nhổn - ga Hà Nội	2,776.40	400.90	14.4%
3	Tuyến Nam Thăng Long - Trần Hưng Đạo	858.00	23.50	2.7%
4	Dự án đầu tư xây dựng đường sắt đô thị thành phố Hà Nội, tuyến số 5, Văn Cao - Ngọc Khánh - Láng - Hoà Lạc	1,352.00	7.50	0.6%
5	Dự án tuyến đường sắt đô thị Hà Nội tuyến số 3, đoạn ga Hà Nội - Yên Sở	53.20	8.50	16.0%
6	thành phố HN, Tuyến 2.2 (Trần Hưng Đạo - Thượng Đình)	67.00	2.00	3.0%
7	thành phố HN, Tuyến 2.3 (Nam Thăng Long - Nội Bài)	124.00	2.00	1.6%
8	Tuyến 1: Đoạn Ngọc Hồi - Yên Viên (Tuyến 1A)	-	-	0.0%
IV	Đường sắt đô thị TP. Hồ Chí Minh	6,554.00	33.90	0.5%
1	Tuyến Bến Thành - Suối Tiên	54.00	13.90	25.7%
2	Tuyến Bến Thành - Tham Lương	6,500.00	20.00	0.3%
3	Dự án Tuyến đường sắt Bến Thành - Cần Giờ	-	-	0.0%
4	Tuyến số 2: Củ Chi-QL22-An Sương; Bến Thành- Thủ Thiêm	-	-	0.0%
5	Tuyến đường sắt Thủ Thiêm - Long Thành	-	-	0.0%
6	Tuyến số 1: thành phố mới Bình Dương- Suối Tiên	-	-	0.0%
7	Tuyến đường sắt đô thị số 2 (Thành phố Thủ Dầu Một, Thành phố Hồ Chí Minh)	100.00	-	0.0%
8	Tuyến 6: Phú Hữu - Bà Quẹo - Vòng xoay Phú Lâm - Phú Hữu	-	-	0.0%
	...			
	<b>Tổng cộng</b>	<b>117,328</b>	<b>1,063</b>	<b>0.9%</b>

Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

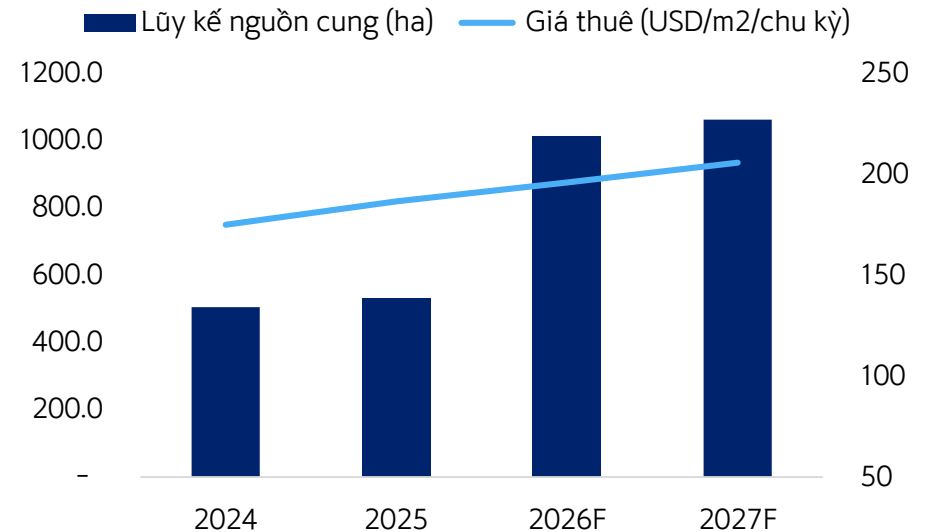
## Triển vọng bất động sản KCN tiếp tục duy trì mức tăng ổn định trong tương lai

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2024 – 2027F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2024 – 2027F tại miền Nam

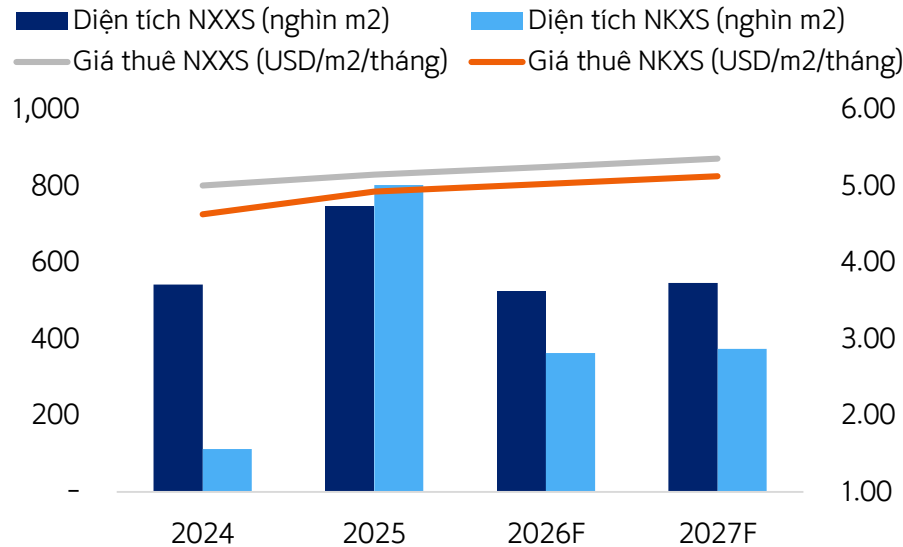


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Theo dự báo của CBRE, nguồn cung bất động sản KCN trong năm 2026 tại hai vùng phía Bắc và phía Nam lần lượt đạt khoảng 664 ha và 1,012 ha. Trong đó, nguồn cung tại khu vực miền Bắc chủ yếu tập trung tại các tỉnh như Bắc Ninh, Hải Phòng, Thái Nguyên, Hải Dương. Đối với khu vực miền Nam nguồn cung chủ yếu sẽ nằm tại các tỉnh Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Tây Ninh.
- Giá đất KCN được dự phóng sẽ tăng nhẹ trong năm 2026 nhờ kỳ vọng dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng và tình hình cạnh tranh địa chính trị cùng thuế quan hạ nhiệt. Tỷ lệ lấp đầy dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao với 80% tại khu vực miền Bắc và 84% tại khu vực miền Nam.

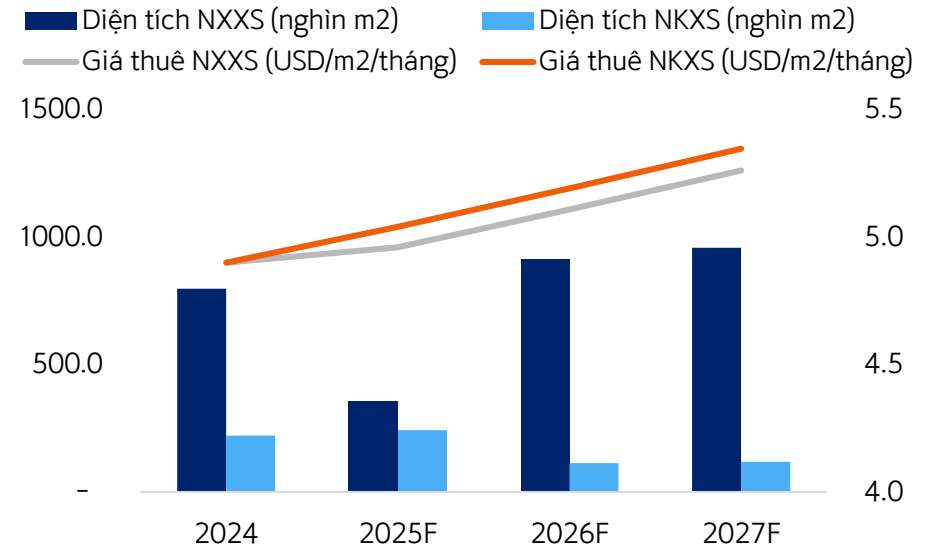
## Nguồn cung NXXS và NKXS tiếp tục tăng trưởng theo nhu cầu của thị trường

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2024 – 2027F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2024 – 2027F tại miền Nam

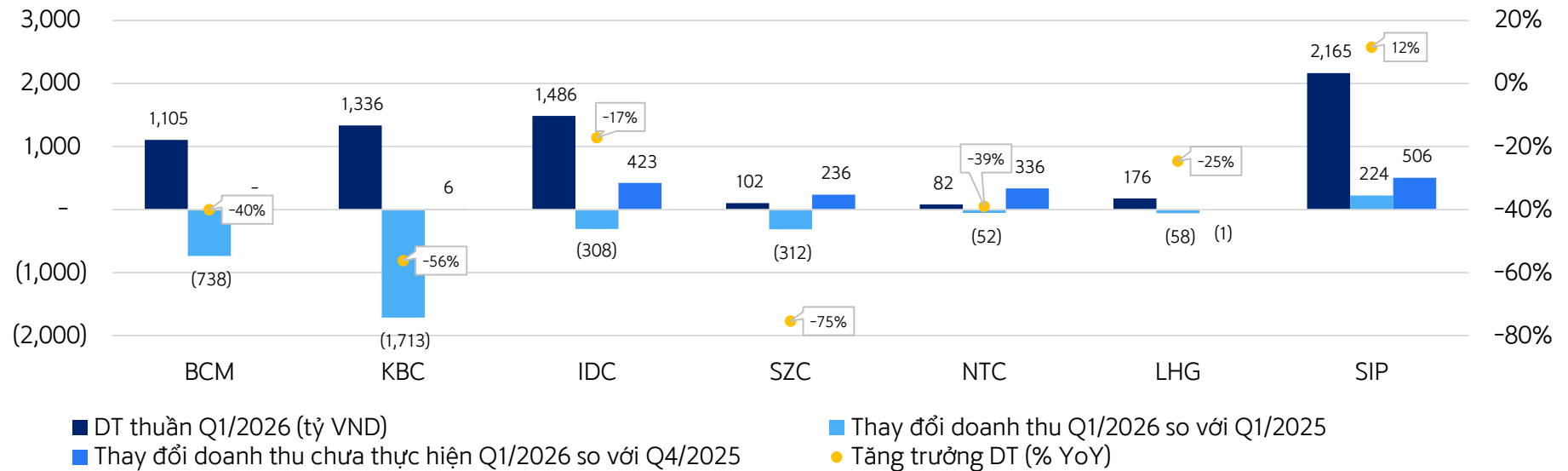


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Theo dự báo của CBRE, nguồn cung NXXS dự kiến sẽ quanh mức 526 nghìn m2 đối với khu vực miền Bắc trong khi đó ở khu vực miền Nam dự kiến sẽ quanh mức 912 nghìn m2. Mặc khác, nguồn cung NKXS ở khu vực miền Bắc sẽ ở khoảng 363 nghìn m2, trong khi đó tại khu vực miền Nam ghi nhận quanh mức 133 nghìn m2.
- Giá thuê và tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ tăng nhẹ trong năm 2026 với nhu cầu thuê NXXS và NKXS tiếp tục tăng trưởng ổn định. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê sẽ tăng trưởng quanh mức 2% – 3%/năm.

## KQKD Q1/2026 chịu tác động kép từ nhu cầu sụt giảm và Thông tư 99/2025/TT-BTC

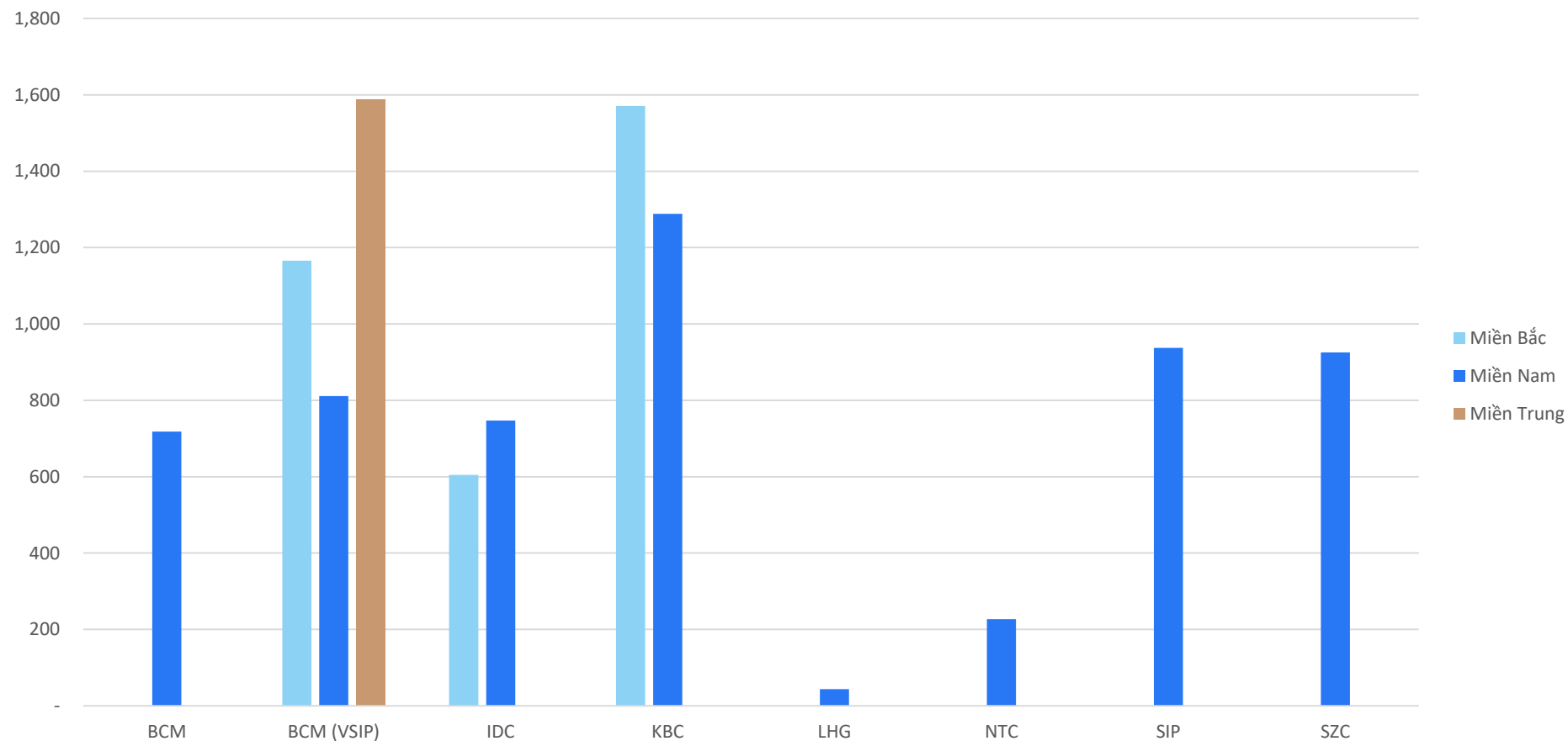
Doanh thu thuần và doanh thu chưa thực hiện trong Q1/2026 của các doanh nghiệp bất động sản KCN



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

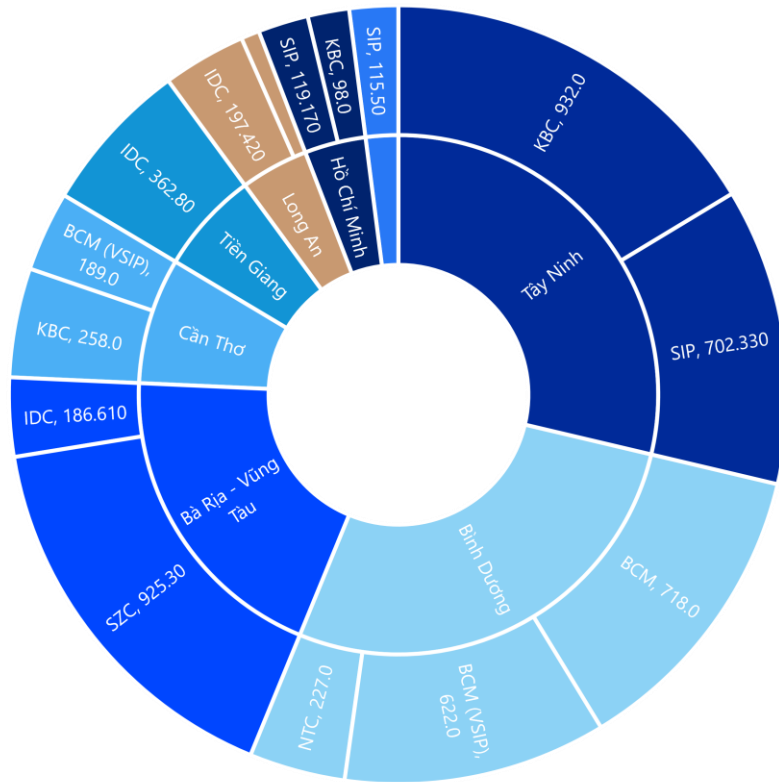
- Căng thẳng địa chính trị và bất ổn thuế quan đã tác động tiêu cực đến nhu cầu thuê đất KCN dẫn đến KQKD Q1/2026 sụt giảm mạnh mẽ so với Q1/2025 (thời điểm chưa chịu ảnh hưởng từ thuế quan).
- Thêm vào đó, dưới tác động của Thông tư 99/2025/TT-BTC (ban hành ngày 27/10/2025, có hiệu lực từ ngày 01/01/2026), nguyên tắc ghi nhận doanh thu chuyển từ việc dựa trên chuyển giao rủi ro và lợi ích sang chuyển giao quyền kiểm soát. Qua đó, khoản tiền nhận được cho cả thời gian thuê sẽ được phân bổ theo kỳ và phần tiền còn lại sẽ được chuyển sang phần doanh thu chưa thực hiện. Điều này dẫn đến một vài doanh nghiệp ghi nhận doanh thu sụt giảm mạnh so với cùng kỳ, trong khi phần doanh thu chưa thực hiện tăng so với Q4/2025.

Diện tích đất sẵn sàng cho thuê của một số KCN theo vùng miền trong năm 2025 (ha)

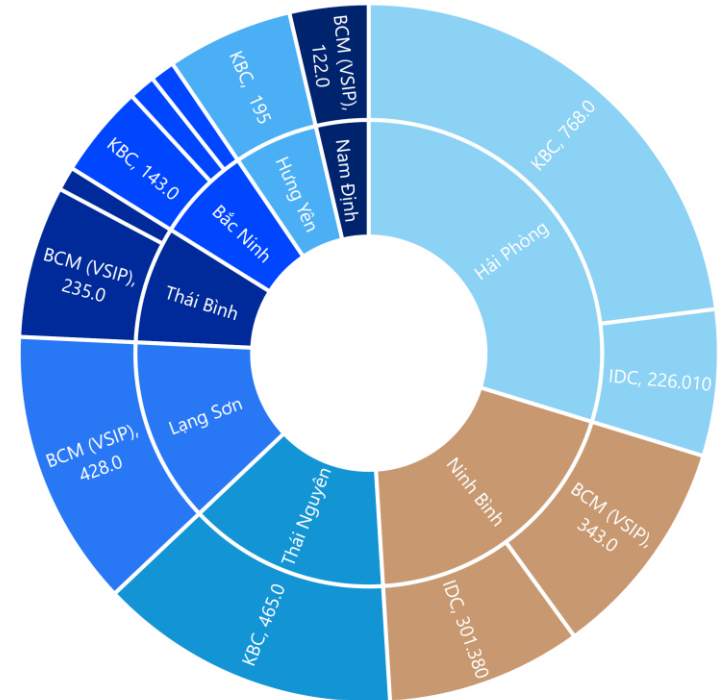


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

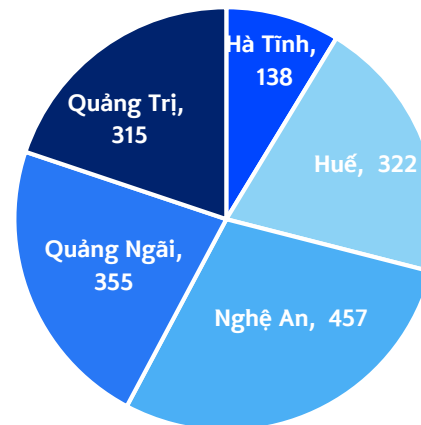
## Miền Nam



## Miền Bắc



## Miền Trung BCM (VSIP)



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

# Ngành bất động sản khu công nghiệp| Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Mã	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Dự phóng DT 2026 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (% YoY)	Dự phóng LNST cty mẹ 2026F (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	ROA - TTM (%)	ROE - TTM (%)	Chỉ số thanh toán nhanh	D/E	P/E - TTM	P/B - TTM
BCM	54,800	79,100	44%	56,718	9,253	33%	3,701	5%	6%	16%	43%	114%	1639%	256%
KBC	30,000	39,900	33%	28,252	11,545	73%	3,037	43%	2%	6%	163%	112%	1847%	119%
IDC	43,500	55,200	27%	16,508	8,990	5%	2,001	4%	8%	29%	33%	65%	859%	238%
SZC	22,900	38,200	67%	4,121	524	-52%	63	-82%	3%	7%	45%	80%	1948%	143%
NTC	138,000	193,150	40%	3,312	491	-31%	227	-29%	5%	23%	145%	3%	1143%	252%
LHG	28,050	40,000	43%	1,402	725	5%	331	13%	9%	16%	79%	13%	469%	71%
SIP	51,000	73,500	44%	12,347	9,342	9%	1,597	9%	5%	26%	86%	75%	970%	231%
<b>Tổng cộng</b>					<b>40,869</b>	<b>23%</b>	<b>11,508</b>	<b>9%</b>						

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: SSV Research, Bloomberg, Fiipro, Báo cáo công ty  
Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

- Chúng tôi kỳ vọng triển vọng năm 2026 sẽ tích cực hơn nhờ dòng vốn FDI duy trì đà tăng trưởng, qua đó thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN. Đồng thời, diễn biến thuế quan dần ổn định cùng căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt được kỳ vọng sẽ củng cố niềm tin của các doanh nghiệp FDI trong việc mở rộng đầu tư tại Việt Nam. Tuy nhiên, dòng vốn FDI nhiều khả năng sẽ có sự phân hóa và tập trung chủ yếu tại các địa phương sở hữu nền tảng sản xuất công nghệ cao và phát triển như Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Thái Nguyên và TP.HCM. Trong bối cảnh kinh tế và chính trị toàn cầu tiếp tục biến động cùng xu hướng thương mại điện tử duy trì tăng trưởng, phân khúc NXXS và NKXS được kỳ vọng sẽ gia tăng sức hút nhờ chi phí đầu tư thấp và mức độ rủi ro tương đối hạn chế. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi các cổ phiếu BCM, KBC, IDC và SZC dựa trên (1) vị trí chiến lược thuận lợi, (2) quỹ đất thương phẩm lớn, (3) tiềm năng phát triển các dự án dân cư bổ trợ, và (4) nền tảng tài chính vững mạnh, tạo dư địa tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

# Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp (HOSE: BCM)

**BECOMEX**

Giá mục tiêu (năm 2026)

VND 79,100

Giá hiện tại (04/06/2026)

VND 54,800

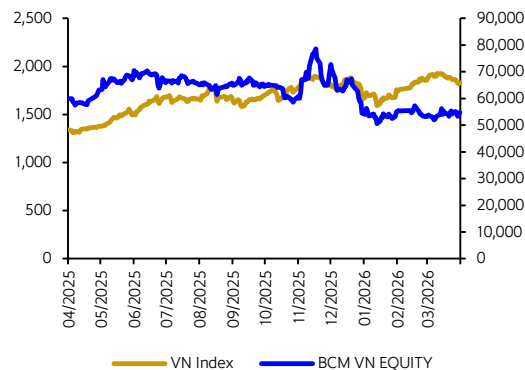
Suất sinh lời (%)

44%

VNINDEX	1,831
PE thị trường (26F)	14.9
Vốn hóa (tỷ VND)	56,718
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,035
Tự do giao dịch (triệu CP)	35
52-tuần cao/thấp (VND)	78,600/ 50,500
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	1.02
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	40
Sở hữu nước ngoài (%)	0.89

Cổ đông lớn (%)	UBND tỉnh Bình Dương	95.44%
	Nguyễn Văn Hùng	0.60%

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-14.7	-18.3	-11.0
So với VNIndex(%)	-19.6	-34.3	-58.6



## Quỹ đất lớn sẵn sàng đón đầu xu hướng

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp – Became IDC (HoSE : BCM) thành lập năm 1976, là một trong những doanh nghiệp phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. Becamex là thương hiệu uy tín với kinh nghiệm phát triển các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương. Trong suốt quá trình hoạt động Becamex đã thu hút hơn 500 doanh nghiệp đến từ 30 quốc gia khác nhau. Becamex hiện tại đang sở hữu 7 khu công nghiệp với diện tích hơn 4,000 ha. Ngoài ra BCM còn tham gia liên doanh với doanh nghiệp Singapore để phát triển khung công nghiệp VSIP (BCM sở hữu 49%). VSIP là nhà phát triển khu công nghiệp và đô thị tích hợp hàng đầu Việt Nam bao gồm 14 dự án trên cả nước với tổng diện tích hơn 10,000 ha.

## Kết quả kinh doanh Q1/2026

Kết thúc Q1/2026, BCM ghi nhận doanh thu đạt VND 1,105 tỷ (-40% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 288 tỷ (-21% YoY). Nguyên nhân chủ yếu là do doanh thu kinh doanh BĐS sụt giảm, chỉ đạt VND 750 tỷ (-47% YoY), bên cạnh đó, BCM cũng không ghi nhận doanh thu từ hoạt động xây dựng và bán thành phẩm. Trong đó, doanh thu BĐS chủ yếu đến từ việc chuyển nhượng 169 căn tại dự án TĐC Hòa Lợi.

## Quan điểm đầu tư

BCM sở hữu tiềm năng tăng trưởng dài hạn với diện tích đất sẵn sàng cho thuê khoảng 718 ha với sự đóng góp chủ yếu từ KCN Bàu Bàng mở rộng (137 ha) và KCN Cây Trường (490 ha). Ngoài ra BCM cũng sở hữu hơn 3,500 ha đất KCN tại các công ty con và công ty liên kết. Với quỹ đất dân cư và tái định cư lên tới khoảng 1,200 ha, mảng bất động sản dân dụng cũng được kỳ vọng sẽ gia tăng đáng kể nhờ việc sát nhập tỉnh Bình Dương vào Thành phố Hồ Chí Minh.

## Dự phóng 2026F và 2027F

Với diện tích đất KCN rộng lớn từ KCN Bàu Bàng, KCN Cây Trường và nhóm KCN VSIP, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2026 đạt VND 9,253 tỷ đồng (+33% YoY) và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt VND 3,701 tỷ (+6% YoY). Doanh thu năm 2027 dự kiến đạt VND 9,716 tỷ đồng (+5% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 4,146 tỷ (+12% YoY).

**Rủi ro:** (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	7,883	5,239	6,953	9,253	9,716
LN từ H&KD (tỷ VND)	2,783	1,785	2,417	3,318	3,484
Biên LN H&KD (%)	35.3	34.1	34.8	35.9	35.9
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	2,423	2,187	3,501	3,701	4,146
Biên LNR (%)	30.7	41.7	50.4	40.0	42.7
EPS (VND)	2,341	2,113	3,249	3,576	4,006
ROE (%)	12.2	12.0	15.9	15.8	15.5
P/E (x)	29.5	34.9	18.3	15.5	13.9
P/B (x)	3.6	3.6	2.7	2.2	2.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

# Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HOSE: KBC)



Giá mục tiêu (năm 2026)

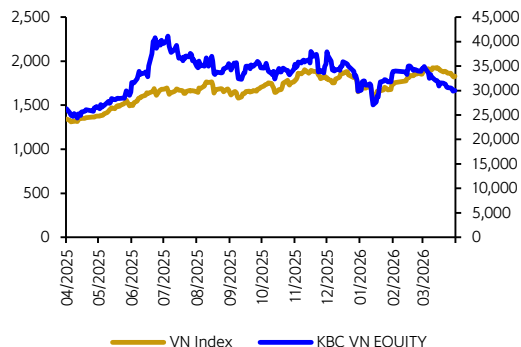
Giá hiện tại (04/06/2026)

Suất sinh lời (%)

VNINDEX	1,831
PE thị trường (26F)	14.9
Vốn hóa (tỷ VND)	28,252
SLCP lưu hành (triệu CP)	942
Tự do giao dịch (triệu CP)	682
52-tuần cao/thấp (VND)	41,200/ 24,400
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	4.78
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	129
Sở hữu nước ngoài (%)	8.25

Cổ đông lớn (%)	CTCP Đầu tư và Phát triển DTT	9.19%
	CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	6.61%

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-7.3	-8.1	18.3
So với VNIndex (%)	-12.2	-24.1	-29.3



VND 39,900

VND 30,000

33%

## Đà tăng trưởng được dẫn dắt bởi cả hai mảng KCN và bất động sản dân dụng

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG...

### Kết quả kinh doanh Q1/2026

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần Q1/2026 đạt VND 1,336 tỷ (-57% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 234 tỷ (-72% YoY). Trong đó, nguyên nhân chủ yếu đến từ sự sụt giảm của hoạt động cho thuê KCN với doanh thu đạt VND 731 tỷ (-70% YoY). Ước tính, KBC chỉ bàn giao được hơn 15 ha đất, chủ yếu tập trung tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 38.78% trong Q1/2025 lên mức 48.62% trong Q1/2026.

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 170 ha trong năm 2026 và 200 ha trong năm 2027 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 3, các KCN tại Long An và hàng loạt dự án mới được chấp thuận trong năm 2025, (2) Mảng bất dự kiến sẽ bùng nổ trong năm 2026 khi dự KĐT Trảng Cát bắt đầu ghi nhận doanh thu.

### Dự phóng 2026F và 2027F

Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 11,545 tỷ (+72% YoY) trong năm 2026 và VND 15,316 tỷ (+32% YoY) trong năm 2027; lợi nhuận sau thuế dự kiến lần lượt đạt VND 3,037 tỷ (+41% YoY) trong năm 2026 và VND 4,423 tỷ (+45% YoY) trong năm 2027.

**Rủi ro:** (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao; (3) Dòng vốn FDI suy yếu; (4) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	5,618	2,776	6,687	11,545	15,316
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,883	657	2,597	4,026	5,867
Biên LN HĐKD (%)	51.3	23.7	38.8	34.9	38.3
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	2,031	426	2,147	3,037	4,423
Biên LNR (%)	36.1	15.4	32.1	26.3	28.9
EPS (VND)	2,646	555	2,500	3,225	4,697
ROE (%)	11.9	2.3	9.4	11.2	14.7
P/E (x)	12.00	49.01	14.3	9.7	6.7
P/B (x)	1.34	1.12	1.3	1.1	0.9

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

# Tổng Công ty IDICO (HOSE: IDC)



Giá mục tiêu (năm 2026)

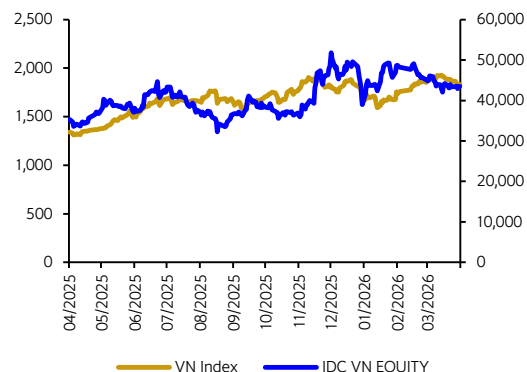
Giá hiện tại (04/06/2026)

Suất sinh lời (%)

VNINDEX	1,831
PE thị trường (26F)	14.9
Vốn hóa (tỷ VND)	16,508
SLCP lưu hành (triệu CP)	379
Tự do giao dịch (triệu CP)	248
52-tuần cao/thấp (VND)	51,800/ 32,200
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	3.16
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	117
Sở hữu nước ngoài (%)	16.37

Cổ đông lớn (%)	Công ty Cổ phần Tập đoàn SSG	22.50%
	Công ty TNHH SX TM Bách Việt	11.93%

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-10.4	1.4	18.1
So với VNIndex (%)	-15.3	-14.6	-29.5



## Nền tảng tăng trưởng vững chắc từ quỹ đất mở rộng

Tổng Công ty IDICO (HoSE: IDC) thành lập năm 2000, tiền thân là tiền thân là tổng Công ty Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam. IDC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực khu công nghiệp (chiếm 44%), lĩnh vực kinh doanh điện (chiếm 38%) và mảng thu phí BOT (chiếm 5%). IDC đang đầu tư và quản lý 13 KCN tại Việt Nam với tổng diện tích gần 4,073 ha. Trong đó, có 8 KCN ở phía Nam, 5 KCN ở phía Bắc trải dài tại các tỉnh Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An, Vĩnh Phúc, Bắc Ninh, Thái Bình. Đối với mảng điện, IDC sở hữu 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất lên đến 114 MW, và hệ thống 2 trạm biến áp đóng góp trên 80% tổng doanh thu mảng điện tại IDC, góp phần đem lại nguồn doanh thu ổn định cho IDC.

### Kết quả kinh doanh Q1/2026

IDC ghi nhận doanh thu Q1/2026 đạt VND 1,485 tỷ đồng (-17.2% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 337 (-19% YoY), biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 30% trong Q1/2025 về mức 26% trong Q1/2026. Trong đó, mảng kinh doanh điện đạt VND 883 tỷ (+8% YoY), mảng cho thuê bất động sản KCN đạt VND 405 tỷ (-31% YoY). Sự sụt giảm doanh thu cho thuê đất KCN do doanh thu ghi nhận một lần chỉ đạt VND 154 tỷ (-57% YoY), giảm VND 209 tỷ so với cùng kỳ. Ở chiều ngược lại, doanh thu chưa thực hiện đối với tiền thuê đất KCN đạt VND 6,199 tỷ (+7% YoY), tăng VND 422 tỷ so với cùng kỳ.

### Quan điểm đầu tư

Kết quả kinh doanh của Tổng Công ty IDICO được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trở lại nhờ việc mở rộng gần 1,400 ha quỹ đất KCN trong năm 2025 bao gồm các KCN như: KCN Tân Phước 1, KCN Mỹ Xuân B1 MR, KCN sinh thái Vinh Quang, KCN Phú Long. Chúng tôi kỳ vọng KCN Tân Phước 1 và KCN Vinh Quang sẽ hoàn thiện hạ tầng và bắt đầu ghi nhận hoạt động cho thuê từ năm 2026. KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng và KCN Phú Long dự kiến hoàn tất các thủ tục pháp lý, qua đó có thể triển khai cho thuê từ năm 2027.

### Dự phóng 2026F và 2027F

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 đạt VND 8,990 tỷ (+5% YoY), với diện tích cho thuê ước tính đạt 105 ha; lợi nhuận sau thuế đạt VND 2,001 tỷ (+4% YoY). Trong năm 2026, IDC dự kiến cho thuê khoảng 105 ha đất KCN. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2027 lần lượt đạt VND 10,504 tỷ (+17% YoY) và VND 2,103 tỷ (+5% YoY).

**Rủi ro:** (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Dòng vốn FDI suy yếu; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	7,485	8,846	8,588	8,990	10,504
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,726	2,939	2,664	2,942	3,185
Biên LN HĐKD (%)	36.4	33.2	31.0	32.7	30.3
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	1,768	1,996	1,932	2,001	2,103
Biên LNR (%)	23.6	22.6	22.5	22.3	20.0
EPS (VND)	5,356	5,976	5,090	5,273	5,541
ROE (%)	40.0	37.3	30.4	28.7	28.4
P/E (x)	5.9	9.3	6.5	8.5	8.1
P/B (x)	2.1	3.3	1.7	2.4	2.3

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 109

# CTCP Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC)



SONADEZI  
CHAU ĐỨC

**Giá mục tiêu** (năm 2026)

Giá hiện tại(04/06/2026)

Suất sinh lời (%)

**VND 38,200**

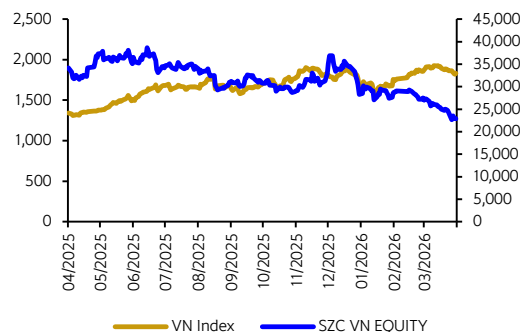
VND 22,900

67%

VNINDEX	1,831
PE thị trường (26F)	14.9
Vốn hóa (tỷ VND)	4,121
SLCP lưu hành (triệu CP)	180
Tự do giao dịch (triệu CP)	77
52-tuần cao/thấp (VND)	38,600/ 22,700
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	0.99
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	24
Sở hữu nước ngoài (%)	1.23

Cổ đông lớn (%)	Tổng Công ty Cổ phần phát triển khu Công nghiệp	46.84%
	Công ty cổ phần Sonadezi Long Thành	10.08%

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-24.7	-20.6	-22.6
So với VNIndex(%)	-29.5	-36.6	-70.2



## Nhu cầu cho thuê ổn định cùng giá thuê cải thiện trong bối cảnh chiết khấu sâu

CTCP Sonadezi Châu Đức (HoSE: SZC) thành lập ngày 26/06/2007, tiền thân là Công ty Cổ phần phát triển Hạ tầng Sonadezi, SZC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực cho thuê đất KCN, kinh doanh bất động sản và đầu tư các dự án BOT. Trong đó mảng bất động sản khu công nghiệp của SZC chiếm hơn 80% trên tổng cơ cấu doanh thu. SZC sở hữu diện tích đất rộng lớn lên đến 2,287 ha tại huyện Châu Đức, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, trong đó đất KCN chiếm 1,556 ha, còn lại chủ yếu dành cho khu đô thị và sân golf.

### Kết quả kinh doanh Q1/2026

Kết quả kinh doanh Q1/2026 của SZC ghi nhận doanh thu đạt VND 102 tỷ (-75% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt VND 17 tỷ (-86% YoY). Nguyên nhân chủ yếu đến từ sự sụt giảm mạnh của mảng cho thuê đất KCN, với doanh thu chỉ đạt VND 42 tỷ (-89% YoY). Diễn biến này chủ yếu phản ánh sự thay đổi trong phương pháp hạch toán doanh thu theo Thông tư 99/2025/TT-BTC, chuyển từ cơ chế ghi nhận một lần sang phân bổ theo kỳ. Theo đó, phần tiền thuê đã thu nhưng chưa ghi nhận sẽ được hạch toán vào doanh thu chưa thực hiện. Tại thời điểm cuối Q1/2026, doanh thu chưa thực hiện của SZC đạt VND 546 tỷ, tăng VND 235 tỷ so với cuối Q4/2025. Điều này cho thấy nhu cầu thuê đất KCN vẫn duy trì ở mức ổn định trong Q1/2026.

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của SZC sẽ duy trì nhờ dòng vốn FDI diễn biến tích cực và lợi thế vị trí của SZC. Bên cạnh đó, doanh thu từ mảng bất động sản được kỳ vọng sẽ hồi phục do việc bán Shophouse và 210 căn nhà ở xã hội tại dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước. Việc thay đổi cách ghi nhận doanh thu sẽ dẫn đến doanh thu từ 2026 trở đi sụt giảm so với giai đoạn trước, tuy nhiên, điều này sẽ không tác động đến dòng tiền và giá trị tài sản của SZC.

### Dự phóng 2026F và 2027F

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2026 đạt VND 524 tỷ (-52% YoY), với diện tích cho thuê đất KCN đạt 30 ha, giá thuê đất được kỳ vọng sẽ đạt (+5% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt VND 63 tỷ (-82% YoY). Ước tính doanh thu và lợi nhuận năm 2027 lần lượt đạt VND 559 tỷ (+7% YoY) và VND 69 tỷ (+9% YoY).

**Rủi ro:** (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Dòng vốn FDI suy yếu; (3) Vấn đề pháp lý và chi phí đền bù khu công nghiệp Châu Đức; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	818	871	1,098	524	559
LN từ H&KD (tỷ VND)	295	369	474	74	82
Biên LN H&KD (%)	36	42	43.2	14.1	14.7
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	219	302	345	63	69
Biên LNR (%)	27	35	31.4	12.0	12.4
EPS (VND)	1,410	1,616	1,766	351	384
ROE (%)	13	11	10.9	2.0	2.1
P/E (x)	26	26	15.2	70.3	64.2
P/B (x)	3	2	1.6	1.4	1.3

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

# Ngành Thép

## Mở đầu chu kỳ tăng trởng giá thép



Hương Lê

☎ (84-28) 3243-0357

✉ [huong.lt@shinhan.com](mailto:huong.lt@shinhan.com)

## Ngành Thép – Mở đầu chu kỳ tăng trưởng giá thép

### 1. Thị trường thép thế giới

Ngành thép thế giới đã bước qua giai đoạn đầy thách thức trong 2025 và Q1/2026 với nhiều yếu tố rào cản: (1) Chủ nghĩa bảo hộ thương mại trên toàn cầu; (2) Áp lực bởi làn sóng thép giá rẻ và tình trạng mất cân bằng cung – cầu dai dẳng từ Trung Quốc. Tuy nhiên, chính phủ Trung Quốc đã đưa ra chính sách siết cung và chống cạnh tranh tiêu cực nhằm giảm bớt tình trạng dư cung của nước này. Trước diễn biến giá nguyên vật liệu tăng do xung đột Trung Đông làm đứt gãy nguồn cung, cùng với chủ trương siết cung thép của Trung Quốc, giá thép thế giới dự phóng tăng nhẹ trong năm 2026.

### 2. Thị trường thép Việt Nam

Trong Q1/2026, thị trường nội địa tiếp tục là động lực chính của ngành thép, trong khi thị trường xuất khẩu gặp khó do bất ổn thuế quan trên toàn cầu. Chính phủ Việt Nam cũng đã áp dụng các biện pháp chống bán phá giá với thép ngoại nhập để bảo vệ ngành sản xuất thép trong nước.

### 3. Triển vọng ngành Thép 2026

Trong năm 2026, những động lực cho đà hồi phục của ngành thép bao gồm: (1) Bất động sản tiếp tục đà phục hồi nhờ pháp lý được khơi thông và nỗ lực hạ lãi suất của Chính phủ; (2) Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm; (3) Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện nhờ đà phục hồi của giá thép nội địa; (4) Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng làn sóng thuế quan trên toàn cầu có thể làm thu hẹp sản lượng xuất khẩu của toàn ngành.

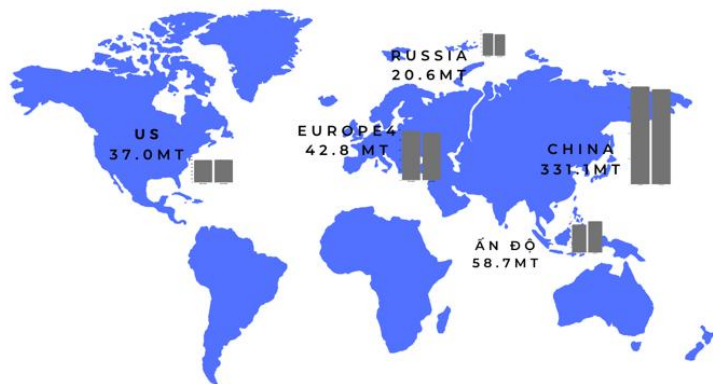
### 4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu thép

HPG

## Sản lượng thép tại các thị trường trọng yếu tiếp tục sụt giảm trong 4T/2026

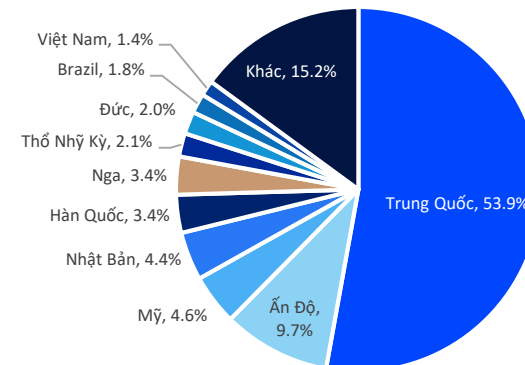
- Trong 4 tháng đầu năm 2026, sản lượng thép thô toàn cầu đã đạt 613.3 triệu tấn, giảm 2.0% YoY. Trong đó, Trung Quốc - nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới ghi nhận sản lượng 331.1 triệu tấn, -4.1% YoY. Ngoài ra, Ấn Độ tiếp tục là điểm sáng khi ghi nhận tăng trưởng (58.7 triệu tấn, +9.4% YoY) nhờ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng và công nghiệp. Hiện tại, Việt Nam đang đứng thứ 12 trên thế giới về sản lượng sản xuất thép (8.5 triệu tấn, +8.4% YoY). Nhìn chung, số liệu sản lượng thép cho thấy nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu vẫn yếu khi kinh tế phục hồi không đồng đều giữa các khu vực, nhiều nhà máy phải cắt giảm sản lượng trong bối cảnh các biện pháp bảo hộ được đẩy mạnh trên phạm vi toàn cầu.
- Do cuộc chiến tranh Trung Đông dự kiến gây ra sự sụt giảm mạnh nhu cầu thép khu vực này, WSA đã hạ dự báo nhu cầu thép toàn cầu năm 2026 xuống còn 1.72 tỷ tấn, giảm 1.3% so với dự báo hồi tháng 10, và tăng nhẹ 0.3 % so với cùng kỳ năm trước. Sang năm 2027, nhu cầu thép toàn cầu dự kiến tăng tốc 2.2% YoY, đạt 1.76 tỷ tấn.

### Sản lượng sản xuất Thép tại các quốc gia chủ lực 4T/2026



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

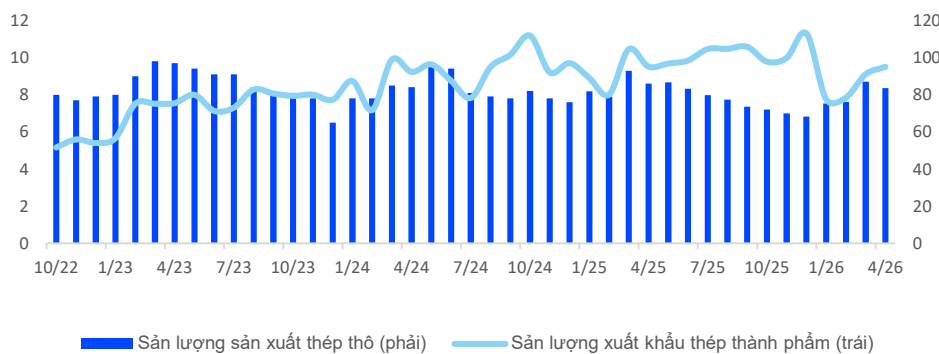
### Sản xuất thép theo khu vực 4T/2026



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

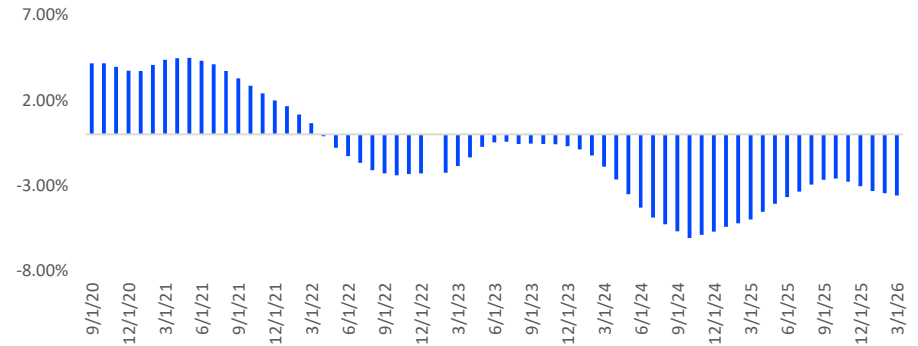
## Thị trường Bất động sản Trung Quốc: dự báo hồi phục chậm

### Sản lượng thép Trung Quốc theo tháng (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng giá nhà Trung Quốc (YoY)

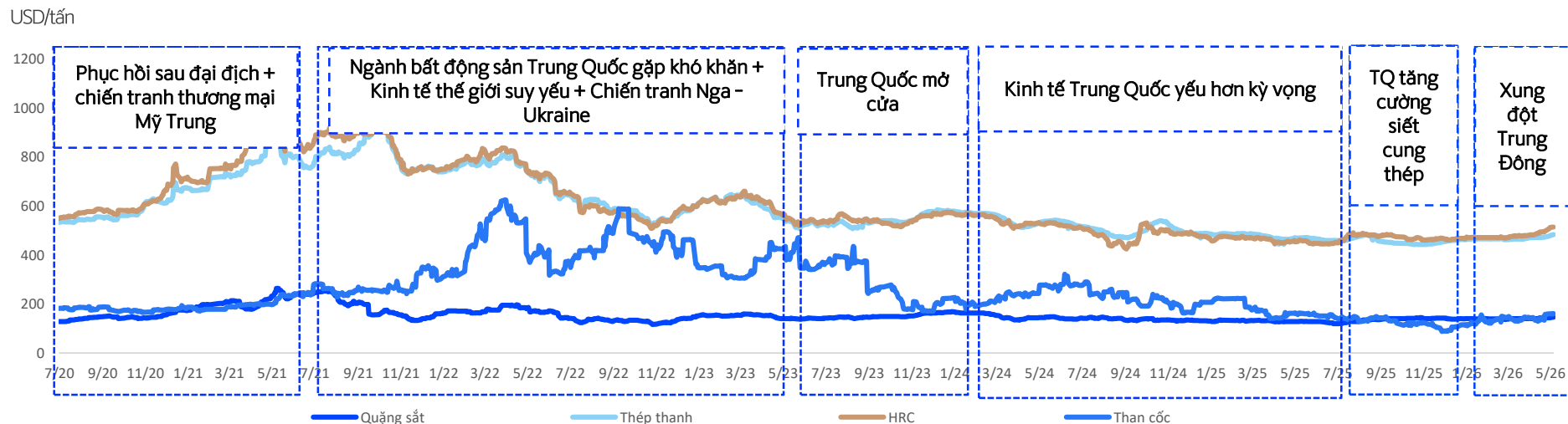


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng sản xuất thép thô Trung Quốc sụt giảm trong 4T/2026, đạt 331.1 triệu tấn (-4.1 % YoY) do chính sách siết cung của Chính phủ trong bối cảnh nhu cầu Bất động sản suy yếu kéo dài: (1) Đầu tư Bất động sản giảm 11.2%, (2) Doanh số bán nhà mới giảm 10.4% và (3) Tăng trưởng giá nhà mở rộng đà giảm (-3.3% đến 3.5% YoY) trong Q1/2026. Biên lợi nhuận thu hẹp khi tỷ lệ nhà máy có lãi chỉ còn 41% so với 53% cùng kỳ buộc nhiều doanh nghiệp phải duy trì sản lượng thấp. Dù tiêu thụ từ khu vực sản xuất công nghiệp tăng 51% YoY, phản ánh sự dịch chuyển cơ cấu nhưng mức tăng này không đủ để bù đắp cho sự suy yếu của thị trường Bất động sản. Qua đó thúc đẩy Chính phủ Trung Quốc tiếp tục đẩy mạnh tái cấu trúc ngành thép nhằm xử lý tình trạng dư cung kéo dài.
- Xuất khẩu thép Trung Quốc 4T/2026 đạt 34.1 triệu tấn (-7.2% YoY) do áp lực từ rào cản thương mại, chính sách kiểm soát xuất khẩu và rủi ro địa chính trị. Chúng tôi đánh giá xuất khẩu thép Trung Quốc sẽ tiếp tục gặp áp lực từ thuế CBPG với sản phẩm thép từ quốc gia nhập khẩu chủ lực trong H2/2026.

## Giá thép Trung Quốc: phục hồi theo đà tăng của giá nguyên vật liệu

### Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)

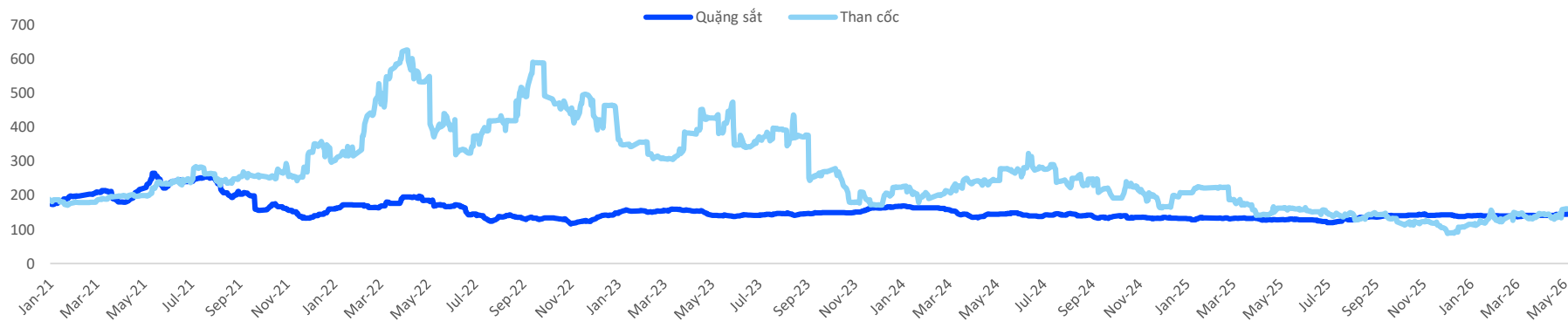


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Giá thép HRC và thép thanh tại Trung Quốc tăng lần lượt 6.4% YTD và 2.2% YTD trong 4T/2026 do chiến tranh Trung Đông khiến giá nguyên liệu đầu vào bao gồm than cốc và quặng sắt leo thang, tăng lần lượt 37.3% và 2.9% YTD.
- Chúng tôi dự báo giá thép thanh và HRC Trung Quốc sẽ tiếp tục bước vào pha phục hồi trong H2/2026 do chi phí đẩy và Chính phủ cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên, giá thép Trung Quốc sẽ không tăng quá mạnh do nhu cầu nội địa nước này còn yếu, cùng với xu hướng bảo hộ thép nội địa trên toàn cầu khiến việc đẩy thép Trung Quốc qua nước thứ 3 để lách thuế không còn hiệu quả nữa.

## Giá nguyên liệu đầu vào tăng do xung đột địa chính trị leo thang

### Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)

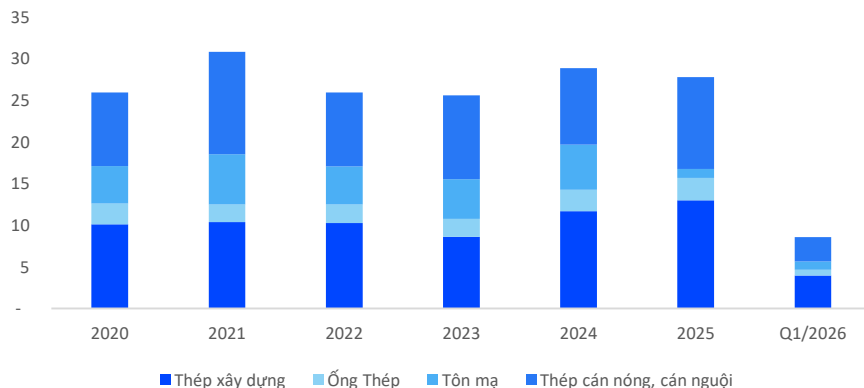


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

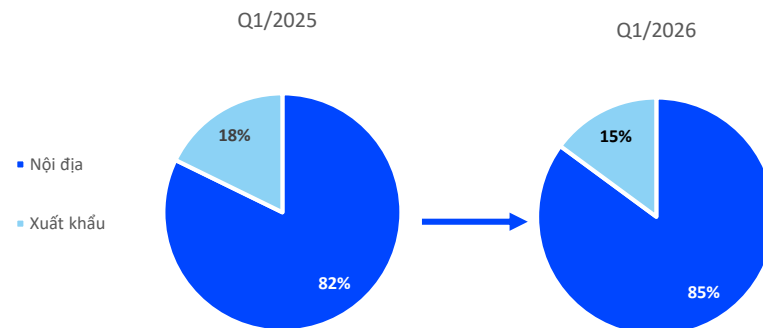
- Giá nguyên liệu đầu vào 4T/2026 tăng mạnh so với cùng kỳ. Cụ thể, giá than luyện cốc đạt 158 USD/tấn (+37.3% YoY) do (1) đứt gãy nguồn cung tại khu vực Trung Đông khi chiến sự xảy ra, (2) Thị trường Trung Quốc cắt giảm sản lượng than trong bối cảnh siết chặt hoạt động sản xuất thép. Giá quặng sắt đạt 144 USD/tấn (+2.9% YoY) do hoạt động tích trữ nguyên liệu của Trung Quốc gia tăng trong 4T/2026.
- Chúng tôi cho rằng đà tăng của giá than cốc trong thời gian qua chủ yếu đến từ thắt chặt nguồn cung do chiến sự Trung Đông hơn là do sự gia tăng thực chất về nhu cầu. Thực tế, nhu cầu than cốc tại Trung Quốc yếu khi thị trường thép và hoạt động xây dựng vẫn gặp khó khăn. Ngoài ra, trữ lượng than cốc tại Úc dồi dào khiến chúng tôi đưa ra dự phóng giá than cốc sẽ sớm ổn định về vùng cân bằng thấp hơn, đạt trung bình 150 USD/tấn (+30% YTD) trong năm 2026. Ngoài ra, giá quặng sắt dự phóng đạt 133 USD/tấn (-1.2% YTD) do Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép khiến nhu cầu quặng sắt giảm.

## Sản lượng thép hồi phục, thị trường nội địa tiếp tục là kênh tiêu thụ trụ cột

### Sản lượng bán hàng thép thành phẩm theo sản phẩm ( triệu tấn)



### Tỷ trọng bán hàng thép thành phẩm theo thị trường



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

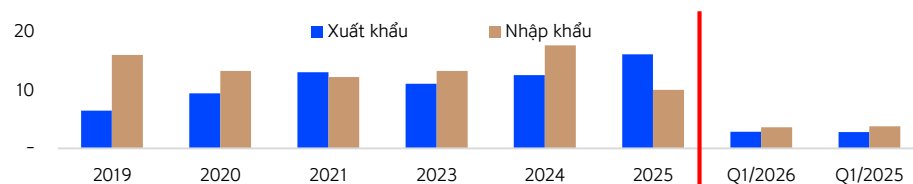
Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong nước ghi nhận phục hồi trong 3T/2026 (8.63 triệu tấn, +15% YoY) với động lực chính từ thị trường nội địa. Trong đó: **(1)** Thép xây dựng là nhóm sản phẩm có mức tiêu thụ ổn định nhất (3.97 triệu tấn, +29% YoY) nhờ nhu cầu từ hoạt động xây dựng và hạ tầng trong nước phục hồi, **(2)** thép HRC tiêu thụ đạt 2.36 triệu tấn (+24% YoY) là kết quả tích cực của việc áp thuế CBPG chính thức lên thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, được hỗ trợ bởi sản lượng tăng từ nhà máy Dung Quất 2 của HPG, **(3)** Tôn mạ (1.05 triệu tấn, -13% YoY) do ảnh hưởng của chủ nghĩa bảo hộ gay gắt trên toàn cầu, ống thép (687.36 ngàn tấn, +9.6% YoY) phản ánh sự phục hồi của nhu cầu nội địa tại lĩnh vực dân dụng và cơ khí.
- Tỷ trọng bán hàng thép thành phẩm trong 3T/2026 tiếp tục có sự chuyển hướng nhiều về kênh nội địa (85% tổng sản lượng). Chúng tôi đánh giá năm 2026 tiếp tục là một năm ngành thép Việt Nam hoạt động tập trung ở thị trường nội địa do vẫn chịu ảnh hưởng bởi rào cản thuế quan tại kênh xuất khẩu. Chúng tôi lưu ý biên lợi nhuận gộp mảng thép bán ra ở kênh nội địa (~15%) cao hơn xuất khẩu (~9%).

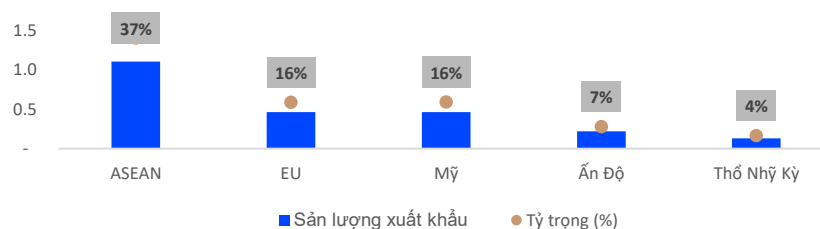
## Xuất khẩu thép tăng nhẹ so với mức nền thấp cùng kỳ

- Trong 3 tháng đầu năm 2026, tổng sản lượng xuất khẩu thép Việt Nam đạt 2.9 triệu tấn, tăng 2.2% so với mức nền thấp cùng kỳ. Trong khi đó, nhập khẩu thép vào Việt Nam trong 3T/2026 đạt 3.6 triệu tấn, -4.3% YoY nhờ việc áp thuế bảo hộ ngành thép nội địa.
- Xét về thị trường xuất khẩu 3T2026, khu vực ASEAN là thị trường tiêu thụ nhiều nhất các loại sắt thép của Việt Nam, chiếm 32% tổng kim ngạch. Đứng thứ 2 là thị trường EU, chiếm 16% tổng kim ngạch, tiếp đến là thị trường Mỹ với 16% tổng kim ngạch.
- Xét về thị trường nhập khẩu 3T2026, Trung Quốc tiếp tục là nhà cung cấp lớn nhất (44% tổng sản lượng so với 56% cùng kỳ) nhưng đã ghi nhận sụt giảm 24% QoQ và tăng 2% YoY. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam sẽ tiếp đà giảm trong năm 2026 do tác động của thuế CBPG chính thức đối với HRC và HRC phổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc.

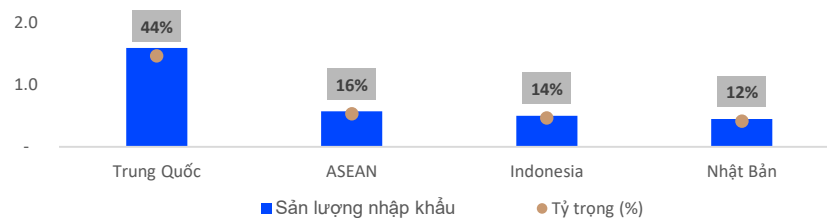
### Xuất nhập khẩu thép Việt Nam 2019– 3T/2026 (triệu tấn)



### Xuất khẩu thép Việt Nam theo quốc gia 3T/2026 (triệu tấn)



### Nhập khẩu thép Việt Nam theo quốc gia 3T/2026 (triệu tấn)

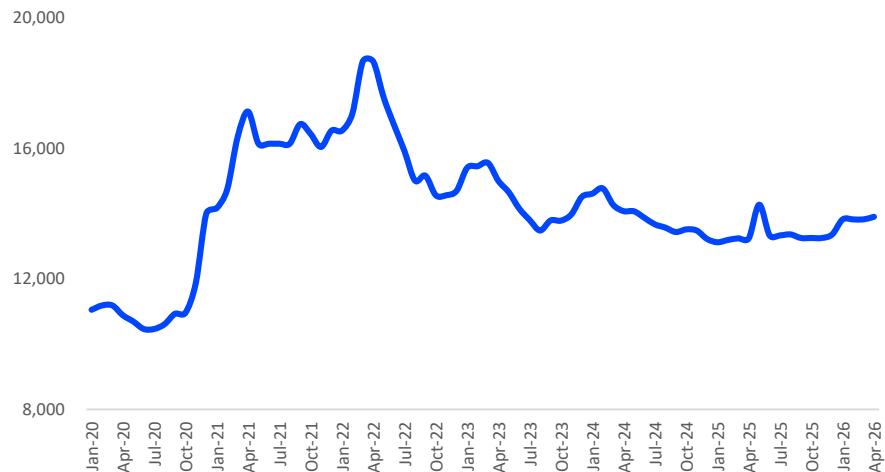


Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

\* Số liệu xuất nhập khẩu thép trên bao gồm thép bán thành phẩm và thép thành phẩm.

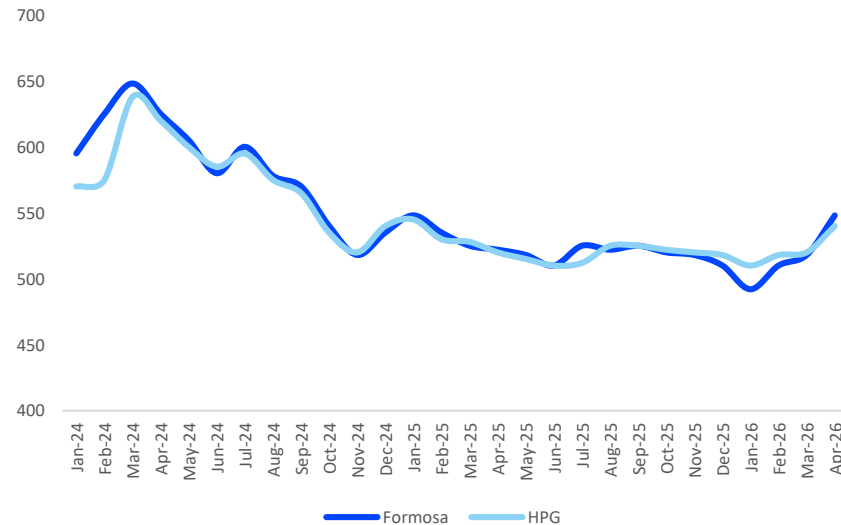
## Giá thép nội địa phục hồi

### Giá thép thanh CD300 nội địa (VND/Kg)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

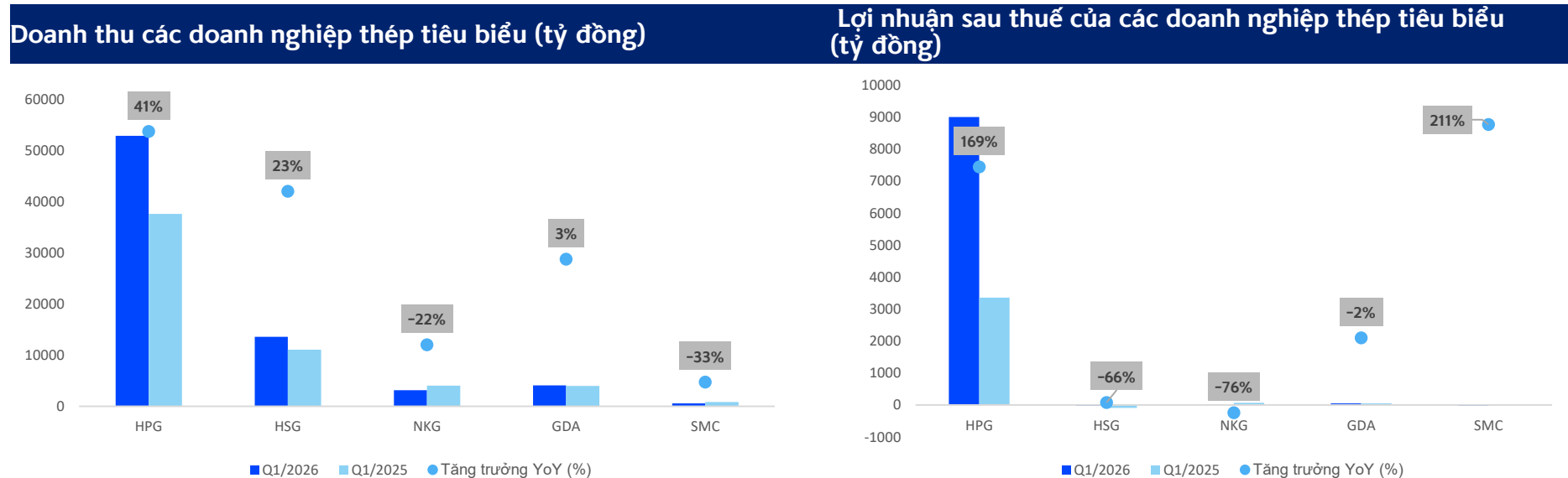
### Giá thép HRC của HPG và Formosa (USD/tấn)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

- Giá thép nội địa ghi nhận tăng giá trong 4T/2026 do chi phí đầu vào và chi phí vận chuyển tăng: (1) Giá thép HRC chạm ~550 USD/tấn (+12% YTD), là mốc cao nhất trong vòng 20 tháng; (2) Giá thép thanh tăng với biên độ thấp hơn, chạm 13,900 VND/Kg (+4% YTD).
- Chúng tôi tăng dự phóng giá thép nội địa với mức tăng trưởng trung bình 15% YoY trong năm 2026, nhờ động lực chính từ: (1) Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép, (2) Đứt gãy chuỗi nguồn cung tại Iran giúp cải thiện tình trạng dư cung (Iran là nước sản xuất thép thứ 10 thế giới, chiếm 1.8% tổng sản lượng) (3) Các biện pháp Bảo hộ thép của Việt Nam đã bắt đầu có hiệu quả; (4) Hoạt động xây dựng dân dụng và hạ tầng trong nước tiếp tục cải thiện.

## Bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép



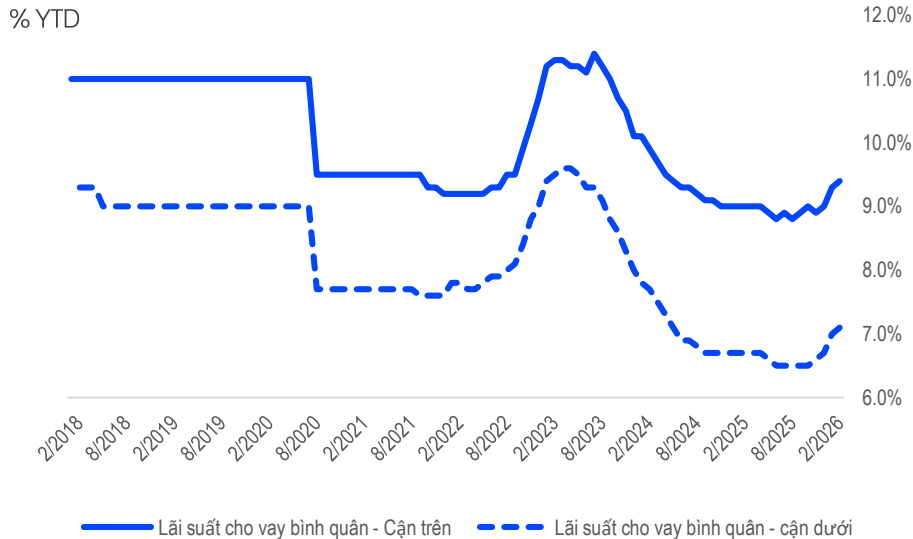
Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

### Bức tranh ngành thép Q1/2026 tiếp tục có sự phân hóa giữa doanh nghiệp sản xuất thép và tôn mạ

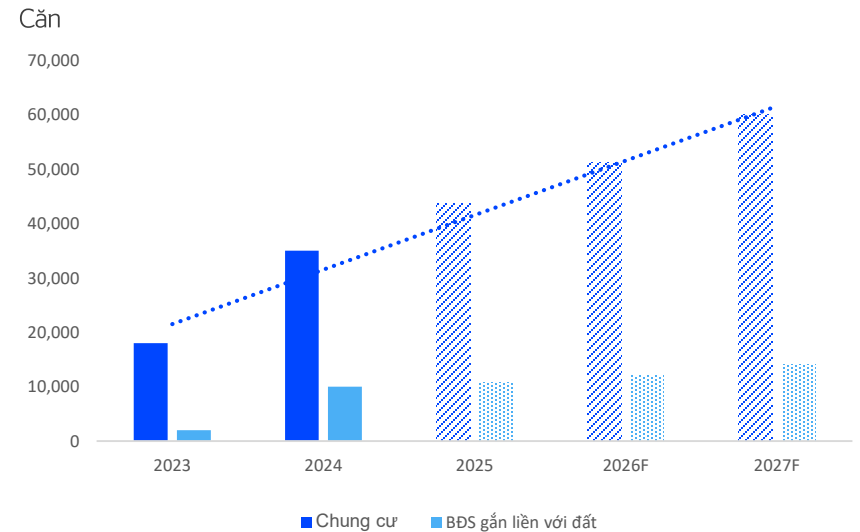
- Doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng và HRC duy nhất trên sàn là HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực trong Q1/2026 với doanh thu đạt 52,901 tỷ đồng (+41% YoY) và LNST đạt 8,994 tỷ đồng (+169% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trưởng tốt (đặc biệt là sản phẩm HRC) và biên lợi nhuận tăng 1.4% YoY do giá bán thép tăng trong Q1 và HPG tích trữ được hàng tồn kho quặng sắt và than cốc giá rẻ. Ngoài ra, HPG còn ghi nhận chuyển nhượng dự án BĐS KĐT Phố Nối (Hưng Yên) trong Q1/2026.
- Ngược lại, doanh nghiệp sản xuất tôn mạ trên sàn như NKG, GDA, SMC,... ghi nhận sụt giảm về cả doanh thu và lợi nhuận trong Q1/2026 (ngoại trừ HSG ghi nhận doanh thu tăng nhưng lợi nhuận giảm). Nguyên nhân là do (1) sản lượng xuất khẩu giảm mạnh bởi những bất ổn thuế quan, (2) biên lợi nhuận giảm do tình trạng dư cung tôn mạ trong nước khiến giá tôn mạ khó tăng mạnh theo đà tăng của giá HRC đầu vào.

## Bất động sản dân dụng: khởi đầu chu kỳ mới

### Lãi suất cho vay bình quân



### Dự phóng nguồn cung bất động sản ở 2 thành phố lớn (\*)



(\*) Dự phóng tổng nguồn cung Bất động sản thương mại ở Hà Nội và TP.HCM

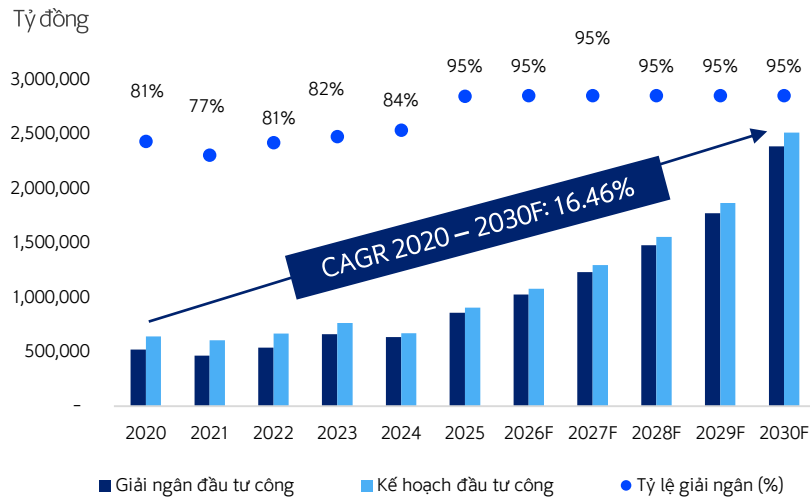
Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp trong phần lớn năm 2025 nhưng đã đảo chiều vào Q4/2025 và tiếp tục tăng trong Q1/2026. Chúng tôi đánh giá mặt bằng lãi suất năm 2026 sẽ cao hơn mức nền thấp năm 2025 nhưng vẫn được kiểm soát ở mặt bằng thấp trong vòng 5 năm trở lại. Ngoài ra, Nguồn cung Bất động sản tại 2 thành phố lớn là TP.HCM và Hà Nội có sự phục hồi rõ rệt trong năm 2025, đạt 60,443 căn (+48.4% YoY) và kỳ vọng tiếp đà phục hồi trong năm 2026, đặc biệt bứt tốc tại khu vực TP. HCM.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản sẽ tiếp tục đà phục hồi trong năm 2026 nhờ (1) Pháp lý được khơi thông giúp giảm áp lực tài chính và nguồn cung toàn thị trường gia tăng, (2) Đẩy mạnh nhà ở xã hội và nguồn cung vừa túi tiền đáp ứng nhu cầu lớn của người mua nhà, (3) Sự hỗ trợ của cơ quan quản lý giúp hạ đà tăng lãi suất. Từ đó, ngành thép kỳ vọng sẽ được hưởng lợi nhờ nhu cầu nguyên vật liệu cho hoạt động xây dựng dân dụng phục hồi.

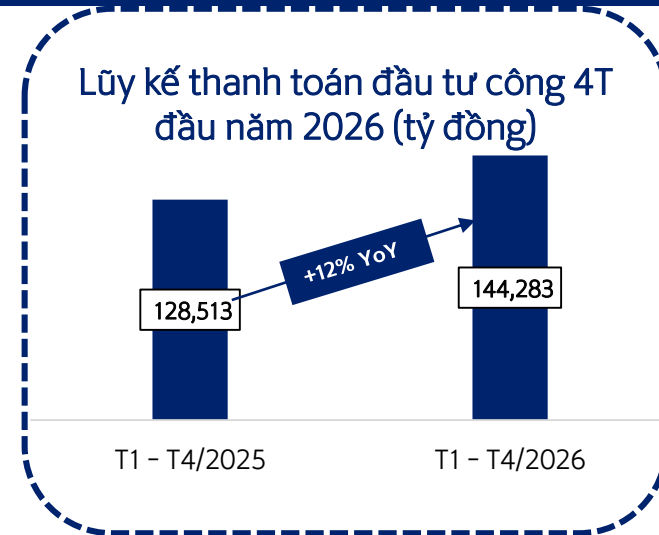
## Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

Giải ngân đầu tư công qua các năm (% YoY)



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án hạ tầng trọng điểm



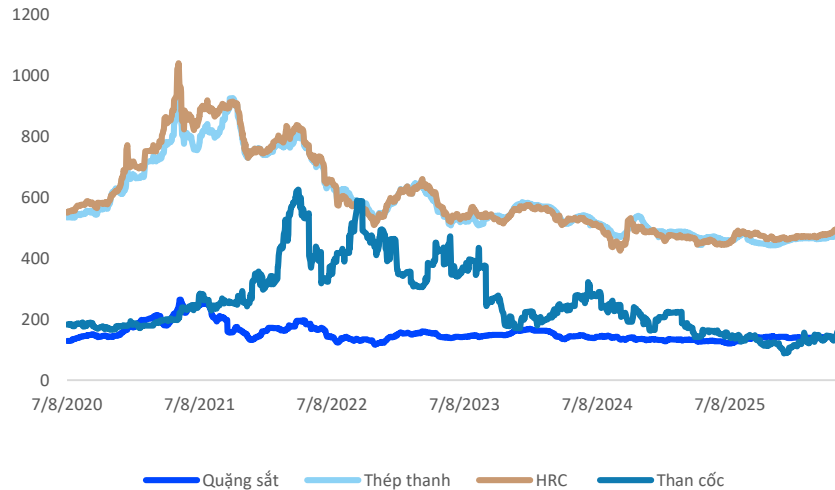
Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

### Áp lực đẩy nhanh tiến độ đầu tư công là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp thép

- Theo Bộ Tài chính, giải ngân đầu tư công 4T/2026 đạt 144.2 nghìn tỷ đồng (+43% YoY), hoàn thành 14.2% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Năm 2026, kế hoạch đầu tư công đạt 1.013 triệu tỷ đồng (+12% YoY), qua đó thể hiện quyết tâm thúc đẩy hạ tầng và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng cả năm 2026, giải ngân đầu tư công có thể đạt 95% kế hoạch, với các dự án trọng điểm trong năm 2026 như : Sân bay Gia Bình, Cảng quốc tế Cần Giờ, Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê, Cao tốc Bắc Nam,... Áp lực giải ngân lớn sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp thép gia tăng sản lượng tiêu thụ.
- Ngoài ra, trong giai đoạn 2026-2030, Chính phủ đặt mục tiêu tham vọng với tổng vốn đầu tư công kế hoạch đạt 8.3 triệu tỷ đồng (+158% so với kế hoạch giai đoạn 2021-2025). Qua đó, chúng tôi đánh giá ngành thép sẽ tiếp tục hưởng lợi từ làn sóng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong 5 năm tới.

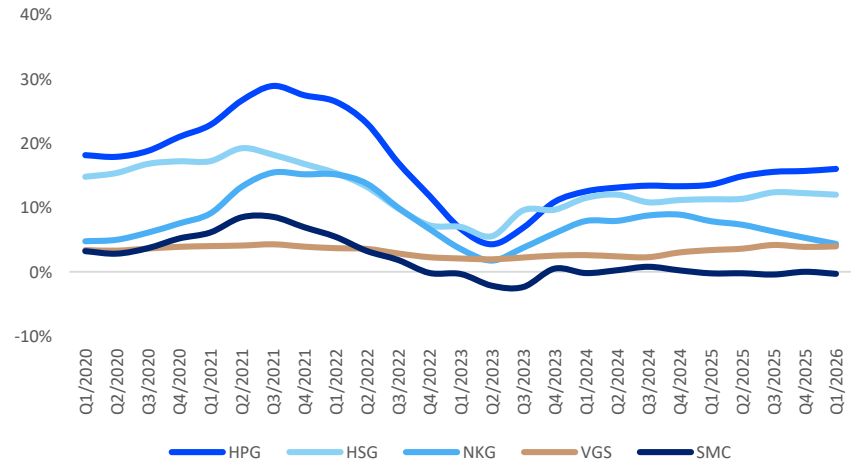
## Biên lợi nhuận dự kiến cải thiện nhờ đà phục hồi của giá thép nội địa

### Mức chênh lệch giữa giá bán thép và chi phí nguyên liệu



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành thép (%)



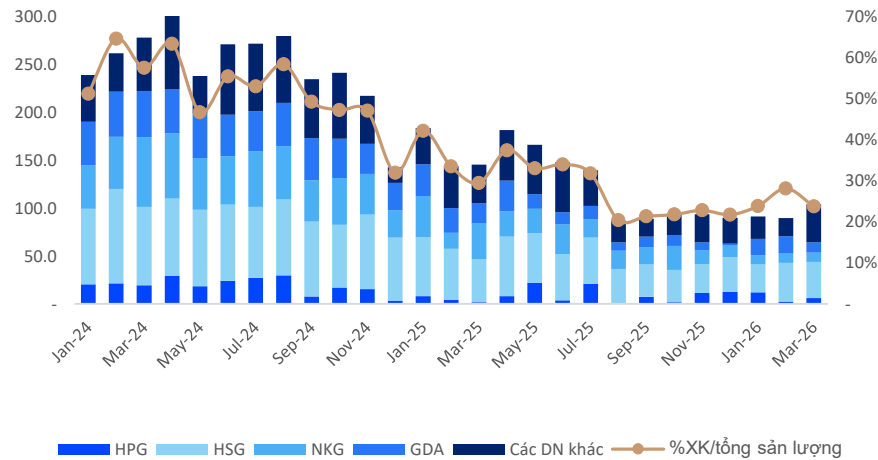
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 3T/2026, giá quặng sắt và than cốc đã tăng lần lượt 0.7% YoY và 26.7% YTD, giá thép thanh và HRC nội địa tăng lần lượt 3.4%YTD và 6% YTD, giá tôn mạ chỉ tăng 4% YTD. Từ đó, BNLG Q1/2026 của doanh nghiệp sản xuất thép là HPG tăng 1.4 % đpt QoQ nhờ tích trữ được lượng hàng tồn kho NVL giá thấp trong khi các doanh nghiệp tôn mạ (HSG, NKG, GDA,...) ghi nhận giảm.
- Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng kịch bản giá thép HRC nội địa sẽ tăng 15% YoY nhờ (1) chi tiêu cơ sở hạ tầng và thị trường Bất động sản dân dụng phục hồi; (2) thuế CBPG đối với sản phẩm HRC và tôn mạ nhập khẩu và (3) giá thép Trung Quốc phục hồi nhẹ do giá NVL tăng và chính sách siết cung của Chính phủ. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá dự giá của HRC cao hơn so với tôn mạ do cạnh tranh gia tăng tại thị trường trong nước (vốn đã dư cung), đặc biệt là trong bối cảnh xuất khẩu khó khăn. Trong khi đó, chúng tôi dự phóng giá than cốc sẽ cao hơn năm 2025 do xung đột Trung Đông nhưng vẫn duy trì mặt bằng thấp trong vòng 3 năm trở lại do nhu cầu than vẫn tương đối yếu ở Trung Quốc và nguồn cung dồi dào tại các mỏ Châu Phi và Úc. Từ đó, biên lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất thép tiếp tục được cải thiện.

## Mảng tôn mạ: gặp khó xuất khẩu – chuyển dịch về thị trường nội địa đang dư cung

### Xu hướng xuất khẩu tôn mạ

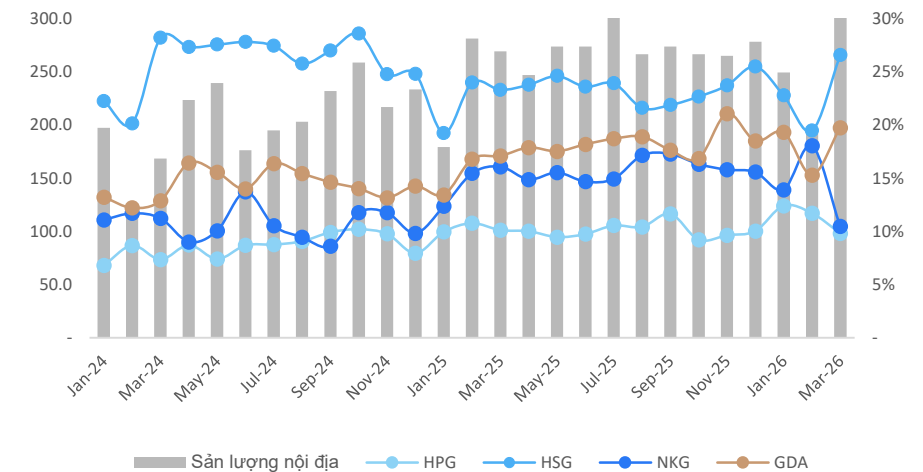
Nghìn tấn



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

### Xu hướng tiêu thụ tôn mạ nội địa và thị phần

Nghìn tấn

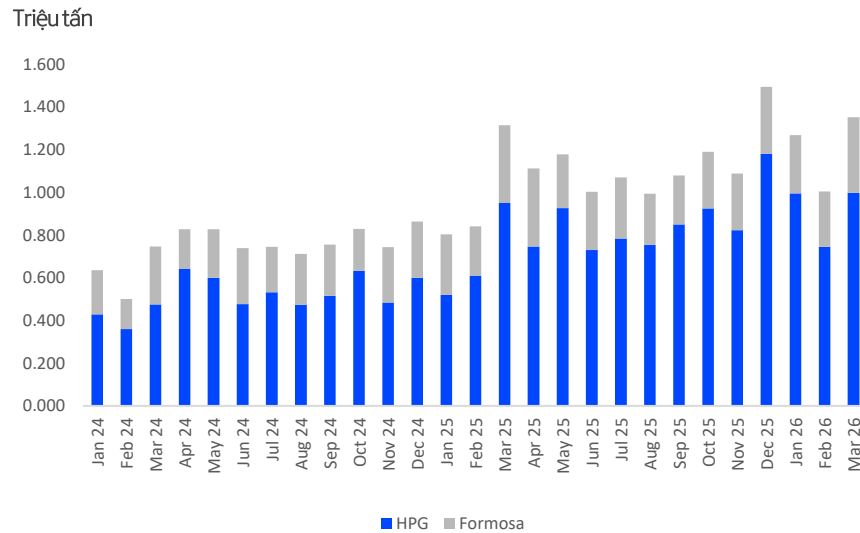


Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

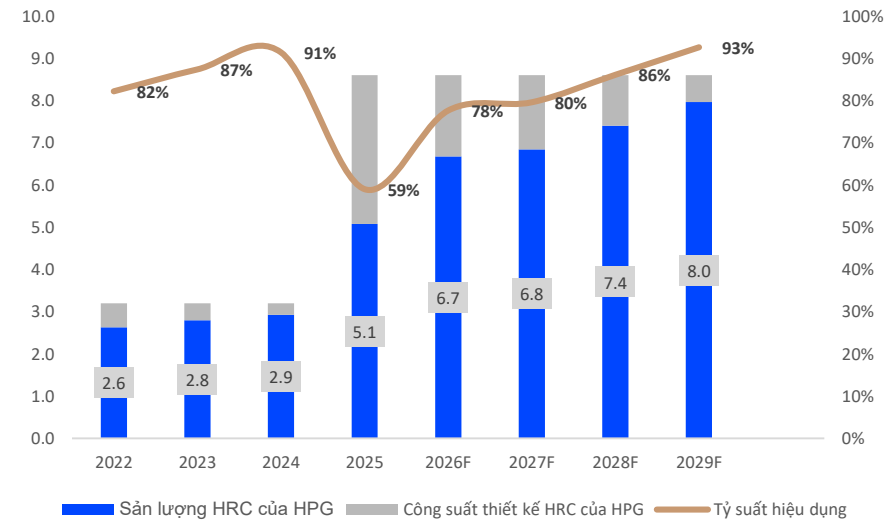
- Trong Q1/2026, sản lượng xuất khẩu tôn mạ tiếp tục suy giảm, đạt 284 nghìn tấn (-40% YoY) do rào cản thuế quan từ các quốc gia nhập khẩu. Song, sản lượng tôn mạ tiêu thụ tại thị trường nội địa ghi nhận tăng trưởng, đạt 772 nghìn tấn (+6% YoY). HSG và GDA gia tăng thị phần tôn mạ tại thị trường nội địa cho thấy sự chuyển hướng tốt hơn trong bối cảnh xuất khẩu khó khăn, trong khi NKG và HPG ghi nhận thị phần sụt giảm.
- Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng bối cảnh rào cản thương mại gây khó khăn cho xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì: (1) Mỹ tiếp tục áp mức thuế cơ sở 25% theo Mục 232 đối với thép nhập khẩu từ Việt Nam, (2) EU đạt thỏa thuận sơ bộ sẽ giảm 50% hạn ngạch nhập khẩu và tăng mức thuế cho phần vượt hạn ngạch, (3) Úc đang xem xét áp dụng thuế CBPG với thép mạ Việt Nam,... Các doanh nghiệp tôn mạ sẽ phải dần chuyển dịch về thị trường nội địa vốn đang dư cung, sẽ càng làm gia tăng sự cạnh tranh về giá. Tuy nhiên, trong bối cảnh giá thép phục hồi, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp tôn mạ có chiến lược quản lý hàng tồn kho hiệu quả sẽ gia tăng được biên lợi nhuận.

## Mảng thép: bức tranh tăng trưởng sản lượng với động lực chính từ sản phẩm HRC

### HRC của HPG và Formosa dần thay thế HRC nhập khẩu



### Kỳ vọng HPG sẽ duy trì tăng trưởng sản lượng nhờ lấy thêm thị phần từ HRC nhập khẩu



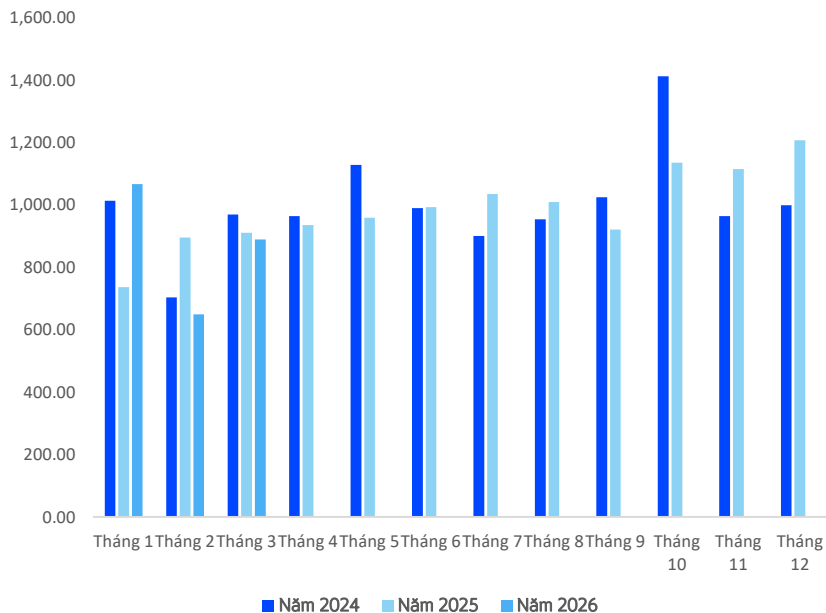
Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Trong Q1/2026, tỷ trọng nguồn cung nội địa của HPG và Formosa đạt 3.623 triệu tấn, tăng 23% YoY. Kết quả kinh doanh tăng trưởng ở các doanh nghiệp sản xuất thép nội địa trong Q1/2026 chủ yếu đến từ sự dịch chuyển tiêu thụ từ hàng nhập khẩu sang hàng nội địa sau khi thuế CBPG với HRC Trung Quốc được áp dụng và dần có hiệu quả.
- Năm 2026, chúng tôi dự phóng tổng cầu HRC sẽ ổn định đi ngang, một phần do rào cản thuế quan khiến các doanh nghiệp tôn mạ giảm xuất khẩu, trong khi nhu cầu thực tại thị trường nội địa tiếp tục tăng nhờ hoạt động xây dựng phục hồi. Tuy nhiên, sản lượng HRC của các doanh nghiệp sản xuất nội địa dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhờ việc lấy thêm thị phần của HRC nhập khẩu. Đặc biệt, công suất HRC tăng thêm từ nhà máy Dung Quất 2 của HPG kỳ vọng được hấp thụ tốt tại thị trường nội địa, có thể đạt tỷ suất hiệu dụng 78% trong năm 2026, tương đương 6.7 triệu tấn, tăng 31.5 % YoY.

## Chính sách bảo hộ thép nội địa sẽ giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập

Sản lượng thép Việt Nam nhập khẩu từ Trung Quốc (Nghìn tấn)



Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng thép Việt Nam nhập khẩu từ Trung Quốc (Nghìn tấn)

Quốc gia	Thời gian áp thuế	Sản phẩm	Cổ phiếu ảnh hưởng
Hàn Quốc: 4.95% - 19.25% Trung Quốc: 2.56% - 34.27%	24/10/2024 – 23/10/2029	Tôn mạ màu (AD04)	HSG, NKG, HPG
Trung Quốc: 23.10% - 27.83%	06/07/2025 – 06/07/2030	Thép cuộn cán nóng (AD20)	HPG HSG, NKG, GDA
Trung Quốc: 27.83%	17/04/2026 – 17/04/2031	Thép cuộn cán nóng khổ 1,880 – 2,300 mm	HPG HSG, NKG
Hàn Quốc: 15.67% Trung Quốc: 37.13%	14/08/2025 – 14/08/2030	Tôn mạ (AD.19)	HSG, NKG, HPG
Trung Quốc: 22.09% - 33.51%	06/09/2022 – 06/09/2027	Thép hình chữ H (AD03)	HPG
Trung Quốc: 10.48% - 28% Malaysia: 9.79% - 12.06% Thái Lan: 11%	14/01/2025 – 14/01/2030	Cán thép dự ứng lực (AD17)	HPG

Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

### Thuế chống bán phá giá của Việt Nam đối với HRC và thép mạ sẽ gỡ bỏ áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

- Theo Tổng cục Hải quan, trong Q1/2026, nhập khẩu thép từ Trung Quốc đạt 2.6 triệu tấn, giảm 25% QoQ; tỷ trọng giảm từ 62% xuống 55%. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh hiệu quả của các biện pháp phòng vệ thương mại đối với HRC và tôn mạ từ Trung Quốc, qua đó hỗ trợ sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp thép nội địa trong Q1/2026.
- Tính đến hiện tại, Việt Nam đã ban hành nhiều chính sách thuế CBPG đối với thép ngoại nhập nhằm bảo vệ ngành thép trong nước như: thuế CBPG chính thức AD19 với thép mạ và AD20 với thép HRC; thuế tự vệ với thép xây dựng... Việc áp dụng biện pháp bảo hộ giúp bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trước làn sóng nhập khẩu, từ đó góp phần gia tăng sản lượng thép nội địa, củng cố cho đà phục hồi của ngành thép vào năm 2026.

## Xuất khẩu: rủi ro sụt giảm sản lượng do ảnh hưởng của thuế quan

### Thuế CBPG của nước ngoài đối với thép Việt Nam

Mã vụ việc	Quốc gia áp thuế	Quốc gia bị áp thuế	Thời gian áp thuế	Mức thuế áp	Cổ phiếu ảnh hưởng
Tôn mạ kẽm (CORE)	Mỹ	Việt Nam, Úc, Brazil, Canada, Mexico, Hà Lan, Nam Phi, Đài Loan, Thổ Nhĩ Kỳ, UAE	Từ tháng 8/2025	87.07%- 162.96%	HSG, NKG, HPG, GDA
Thép xây dựng/ cốt bê tông	Hoa Kỳ	Việt Nam, Algeria, Bulgaria, Ai Cập	Kết luận sơ bộ T3/2026	121.97% - 130.77%	HPG
Thép cuộn cán nóng HRC	EU	Việt Nam, Ai Cập, Nhật Bản, Ấn Độ	Đã áp thuế từ T9/2025	0% - 12.1%	Fhs (12.1%), HPG (0%)
Thép mạ kẽm	Úc	Việt Nam	Đang điều tra		HPG, HSG, NKG
Thép cuộn cán nóng	Ấn Độ	Việt Nam	08/2025 – 08/2030	121.5 USD/tấn	Fhs (121.5 USD/tấn) HPG (0)
Thép hợp kim, không hợp kim	Ấn Độ	Thế giới	Đã áp thuế tạm thời	20%	HSG, NKG, HPG, GDA, TIS, TVN,...
Ống thép	Thái Lan	Việt Nam	02/2020- kết thúc rà soát	6.97%-51.61%	HSG, HPG
Tôn mạ	Mỹ	Việt Nam	4/4-10/2025 (sơ bộ)	39.84%-88.12%	HSG, NKG, GDA, HPG

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

### Chủ nghĩa bảo hộ trên toàn cầu tạo ra rào cản cho ngành thép Việt Nam trong năm 2026

Trong năm 2025 và Q1/2026, nhiều biện pháp phòng vệ thương mại được siết chặt hơn, đặc biệt từ các đối tác lớn như Mỹ (thuế 50% theo Mục 232) và EU (giảm hạn ngạch xuất khẩu 15% và dự kiến nâng thuế lên 50%)..., đã tác động tiêu cực lên hoạt động xuất khẩu thép của Việt Nam. Chúng tôi đánh giá làn sóng thuế CBPG trên toàn cầu sẽ tiếp tục tạo ra nhiều thách thức cho các doanh nghiệp xuất khẩu thép Việt Nam trong H2/2026. Các doanh nghiệp xuất khẩu thép có thể phải: (1) hy sinh một phần biên lợi nhuận để giữ giá thép cạnh tranh khi xuất khẩu qua khu vực áp thuế cao; (2) chuyển hướng về thị trường nội địa nhưng phải đối mặt với áp lực cạnh tranh lớn.

## Các doanh nghiệp thép niêm yết

Thông tin chung			Giá cổ phiếu			Dự phóng				Chỉ số tài chính (**)				Định giá (26F)	
No.	Mã	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Dự phóng DT 2026F	Tăng trưởng DT 2026F	Dự phóng lợi nhuận 2026F	Tăng trưởng lợi nhuận 2026F	Biên LN gộp	Nợ trên vốn	ROA	ROE	P/B (x)	P/E (x)
1	HPG	202,210	23,950	34,500	44%	210,187	35%	24,445	57%	16.01%	0.86	8.39%	16.39%	1.3	8.3
2	HSG	9,767	12,100	13,200	9%	35,688	-2.3%	648	-11.4%	12.01%	1.02	2.64%	4.79%	0.85	14.5
3	NKG	6,064	13,550	14,200	5%	16,509	11.5%	310	57.3%	4.34%	1.10	0.94%	2.02%	0.7	18.2
4	TVN	7,443	11,200	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.40%	1.67	2.22%	7.02%	N/A	N/A
5	DTL	676	11,150	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.51%	2.22	-7.35%	-22.34%	N/A	N/A
6	POM	1,364	4,900	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5.13%	-13.74	-9.12%	211.24%	N/A	N/A

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

\*\* Số liệu 12 tháng tính tới Q1/2026

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

# CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)



Giá mục tiêu (12 tháng) **34,500 VND**

Giá hiện tại (04/06/26) 23,950 VND

Suất sinh lời (%) **44%**

VNINDEX 1,832

Market P/E (x) 12.5

Vốn hóa (tỷ VND) 202,210

SLCP lưu hành (triệu CP) 8,443

Tự do giao dịch (triệu CP) 6,927

52-tuần cao/thấp (VND) 19,470/28,045

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 42.27

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 945

Trần Đình Long 26.08

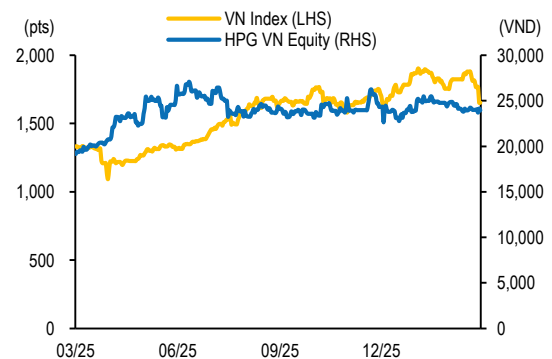
Cổ đông lớn (%) 7.65

Dragon Capital

**Biến động giá** 3T 6T 12T

Tuyệt đối (%) -4.9 -3.5 21.8

So với VNIndex(%) -5.6 -8.9 -14.3



## Đón gió xuôi

**CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HoSE: HPG)** được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như ống thép, thép xây dựng, nội thất, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng – HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ, trong đó thép xây dựng hiện đóng góp 59% tỷ trọng tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại. Hòa Phát nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thép xây dựng (38%) và ống thép (27%).

**Kết quả kinh doanh:** Doanh thu 3T/2026 đạt 52,901 tỷ đồng (+41% YoY), LNST đạt 8,994 tỷ đồng (+169% YoY), hoàn thành lần lượt 25% và 41% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2026. Tổng sản lượng HPG đạt 3.44 triệu tấn (+29.8% YoY) nhờ thép HRC tăng mạnh (48% YoY) nhờ đóng góp từ Dung Quất 2 và thuế CBPG chính thức với HRC và HRC phổ rộng từ Trung Quốc, thép xây dựng cải thiện (+20% YoY) nhờ nhu cầu xây dựng phục hồi. Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1.4 điểm % nhờ tích trữ được lượng hàng tồn kho nguyên vật liệu giá rẻ và giá bán thép phục hồi. Bên cạnh đó, HPG đã ghi nhận chuyển nhượng dự án BĐS KĐT Forestar Phố Nối (Hưng Yên) trong Q1/2026, đóng góp lớn vào đà tăng của lợi nhuận.

**Triển vọng năm 2026:** Chúng tôi cho rằng (1) Nhu cầu xây dựng phục hồi ở phân khúc nhà ở và cơ sở hạ tầng, (2) Nhà máy Dung Quất 2 vận hành toàn bộ; (3) Giá thép kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ (1) chiến tranh Trung Đông gây thắt chặt nguồn cung, (2) Chính sách siết cung thép của chính phủ Trung Quốc, (3) Thuế CBPG với thép ngoại nhập giúp gia tăng sản lượng thép của các doanh nghiệp nội địa. Từ đó, doanh thu 2026 ước tính đạt 210,187 tỷ (+35% YoY), LNST 2026 ước tính đạt 24,445 (+57% YoY). **Về dài hạn**, HPG đang triển khai dự án Khu liên hợp sản xuất thép quy mô 6 triệu tấn/năm tại Phú Yên, tổng mức đầu tư lên tới 4 tỷ USD.

**Yếu tố cần theo dõi:** (1) Diễn biến thuế bảo hộ đối với thép Việt Nam; (2) Giá thép Trung Quốc; (3) Giá nguyên vật liệu đầu vào bao gồm than cốc và quặng sắt.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thép và kéo giá thép đi xuống; (2) Rủi ro giá nguyên vật liệu tăng mạnh hơn dự báo; (3) Rủi ro xuất khẩu

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	118,953	138,855	156,116	210,187	237,083
LN từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	17,906	23,084	28,262
Biên LN HĐKD (%)	6.4	9.5	11.5	11.0	12.1
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	6,800	12,020	15,515	24,445	25,760
Biên LNR (%)	5.7	8.7	9.9	11.6	10.9
EPS (VND)	1,117	1,566	2,013	2,888	2,767
ROE (%)	6.6	10.5	11.8	15.8	14.2
P/E (x)	23.8	16.4	12.7	8.9	8.8
P/B (x)	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2

Ngành Xây dựng

Đón “sóng” tăng trưởng



Hương Lê

☎ (84-28) 3243-0357

✉ huong.lt@shinhan.com

## Ngành Xây dựng – Đón “sóng” tăng trưởng

### 1. Bức tranh ngành xây dựng

Ngành xây dựng ghi nhận tăng trưởng tích cực trong Q1/2026 (+8.36% YoY), với động lực đến từ (1) Đẩy mạnh xây dựng hạ tầng; (2) Nguồn cung Bất động sản gia tăng. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng ngành xây dựng duy trì mức nền cao (trên 10%) trong năm 2025 và tiếp tục mở rộng trong Q1/2026, phản ánh sự hồi phục của sức cầu toàn ngành. Tuy nhiên, mặt bằng giá nguyên vật liệu xây dựng đã tăng cao trong Q1/2026, đặc biệt ở nhóm vật liệu thô phục vụ nền móng và kết cấu công trình. Theo đó, các nhà thầu xây dựng có tệp khách hàng lớn và có khả năng tái ký hợp đồng với giá cao hơn kịp thời sẽ tối ưu được biên lợi nhuận.

### 2. Tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng Q1/2026

Trong Q1/2026, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn cho thấy sự khởi sắc với tổng doanh thu tăng 24% YoY và LNST tăng 75% YoY, với sự hỗ trợ của nguồn việc (backlogs) phục hồi và sức khỏe tài chính cải thiện.

### 3. Triển vọng ngành xây dựng 2026

Trong năm 2026, động lực cho đà hồi phục của ngành xây dựng bao gồm: (1) Bất động sản duy trì đà phục hồi với nhiều dự án được tháo gỡ pháp lý bắt đầu triển khai xây dựng; (2) Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm; (3) Dự địa phát triển khu công nghiệp còn lại. Chúng tôi đánh giá ngành xây dựng đang trên đà khởi sắc, sẵn sàng cho chu kỳ tăng trưởng trong giai đoạn 2026 - 2030.

### 4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu xây dựng

CTD

## Ngành xây dựng đang trên đà khởi sắc

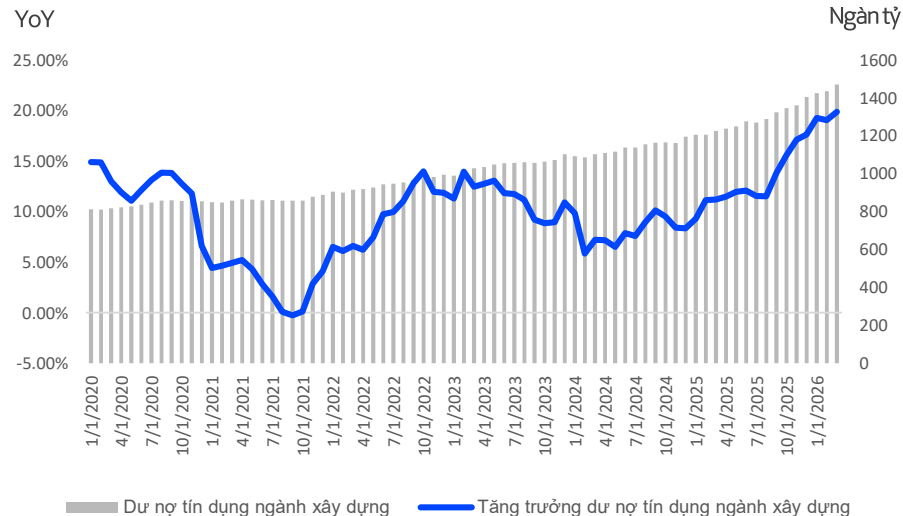
- Theo Tổng cục Thống kê, trong Q1/2026, ngành xây dựng ghi nhận tăng trưởng tích cực (+8.36% YoY), đồng thời đóng góp 5.74 điểm phần trăm vào tổng giá trị tăng thêm của nền kinh tế. Quốc hội đã đặt mục tiêu tăng trưởng GDP toàn nền kinh tế trên 10% trong năm 2026 và Bộ xây dựng đặt mục tiêu tăng trưởng bình quân ngành xây dựng đạt 14.5%/năm trong giai đoạn 2026-2030. Qua đó, ngành xây dựng được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào mục tiêu tăng trưởng kinh tế chung của cả nước.
- Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng ngành xây dựng duy trì mức nền cao (trên 10% YoY) trong năm 2025 và tiếp tục mở rộng, đạt 19%YoY trong Q1/2026, phản ánh sự hồi phục của sức cầu tại thị trường xây dựng.

### Tăng trưởng GDP và ngành xây dựng 2015- Q1/2026 (%YoY)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

### Dư nợ tín dụng ngành xây dựng

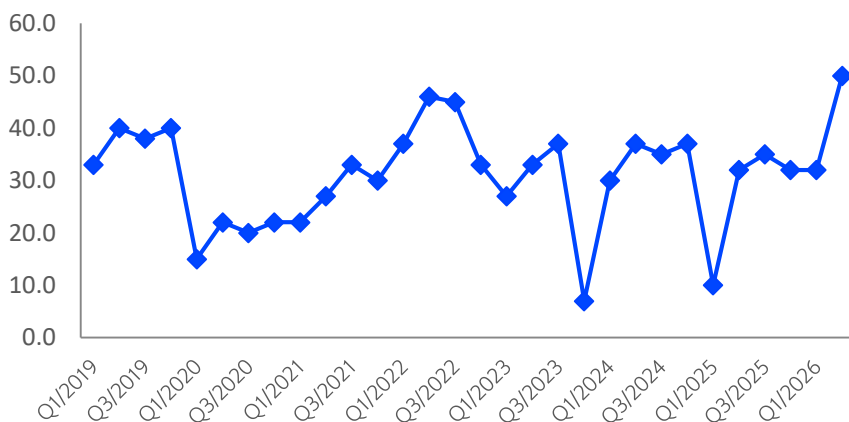


Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

## Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao trong Q1/2026

- Theo Bộ xây dựng, chỉ số cân bằng về chi phí nguyên vật liệu trong Q1/2026 so với Q4/2025 là 32.4% (52.9% doanh nghiệp dự báo tăng và 20.5% dự báo giảm). Chỉ số này trong Q2/2026 so với Q1/2026 là 52.9% (62.1% doanh nghiệp dự báo tăng và 9.2% dự báo giảm). Ngoài ra, khảo sát các doanh nghiệp xây dựng cho thấy yếu tố lớn nhất ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh trong Q1/2026 là giá nguyên vật liệu tăng cao.
- Chỉ số giá nguyên vật liệu xây dựng tăng 6.32% YoY, trong đó thép xây dựng tăng 8% YTD, xi măng tăng 5% YTD, nhóm cát, đá xây dựng tăng mạnh hơn khoảng 10-15% do khan hiếm nguồn cung ở một số khu vực và chi phí vận chuyển tăng cao. Nhìn chung, giá nguyên vật liệu xây dựng có xu hướng tăng tuy không đồng đều trong Q1/2026, đặc biệt ở nhóm vật liệu thô phục vụ nền móng và kết cấu công trình. Theo đó, các nhà thầu xây dựng có tệp khách hàng lớn và có khả năng tái ký hợp đồng với giá cao hơn kịp thời sẽ tối ưu được biên lợi nhuận.

### Chỉ số cân bằng về chi phí nguyên vật liệu (%)

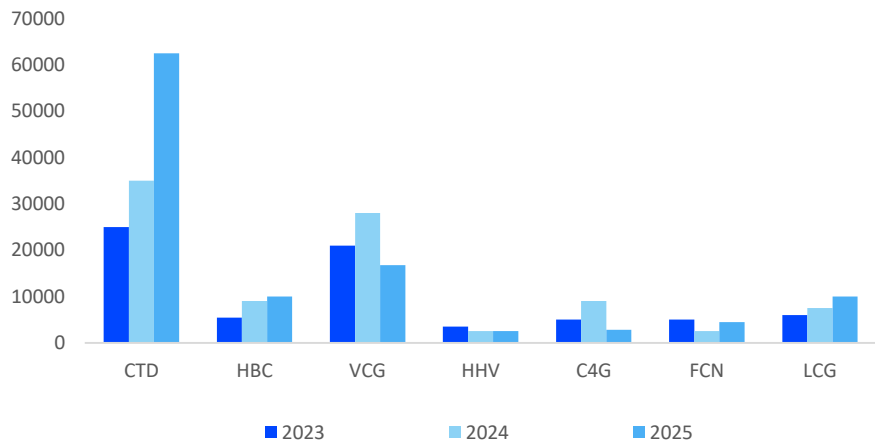


### Các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp xây dựng Q1/2026 (%)

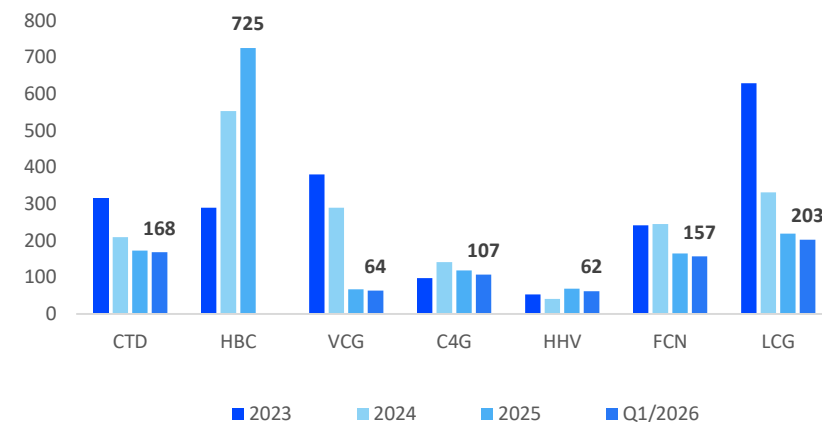


## Nguồn việc (Backlogs) dồi dào, sức khỏe tài chính dần cải thiện

### Giá trị backlogs của các doanh nghiệp xây dựng (tỷ đồng)



### Số ngày phải thu của các doanh nghiệp xây dựng (ngày)



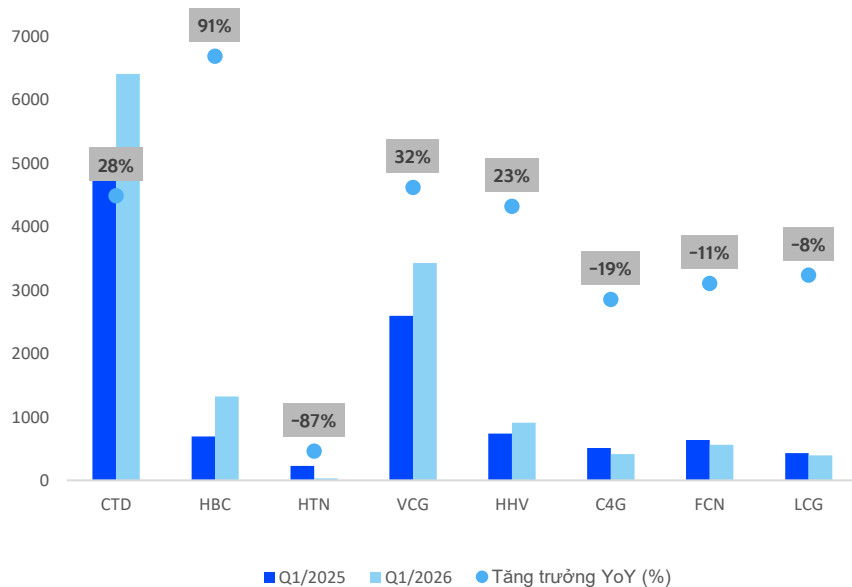
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

- Giá trị hợp đồng ký mới nhưng chưa ghi nhận doanh thu (backlogs) tăng trưởng 17% YoY trong 2025. Trong đó, các nhà thầu xây dựng dân dụng tiêu biểu như CTD, HBC, ... ghi nhận giá trị backlogs tăng từ 30-60% YTD, đảm bảo nguồn công việc dồi dào trong vòng 2-3 năm tới. Trong khi đó, các nhà thầu xây dựng hạ tầng ghi nhận tăng trưởng backlogs ít đồng đều hơn.
- Khả năng thanh toán của chủ đầu tư đóng vai trò quan trọng đến dòng tiền của các nhà thầu xây dựng. Trong giai đoạn 2023- Q1/2026, một số doanh nghiệp sở hữu tệp khách hàng có tiềm lực tài chính vững vàng như CTD, VCG, C4G, LCG, ... ghi nhận số ngày phải thu giảm dần. Chúng tôi kỳ vọng sức khỏe tài chính của các nhà thầu xây dựng sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026 trong bối cảnh đầu tư công được đẩy mạnh và thị trường BĐS ấm lên sẽ tác động tích cực tới tình hình tài chính của các chủ đầu tư.

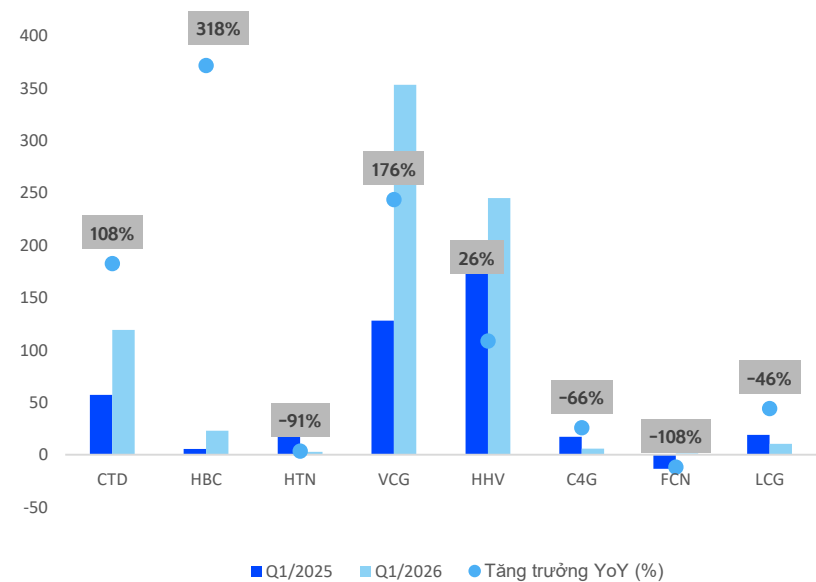
## Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng

### Doanh thu các doanh nghiệp xây dựng tiêu biểu (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

### LNST các doanh nghiệp xây dựng tiêu biểu (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

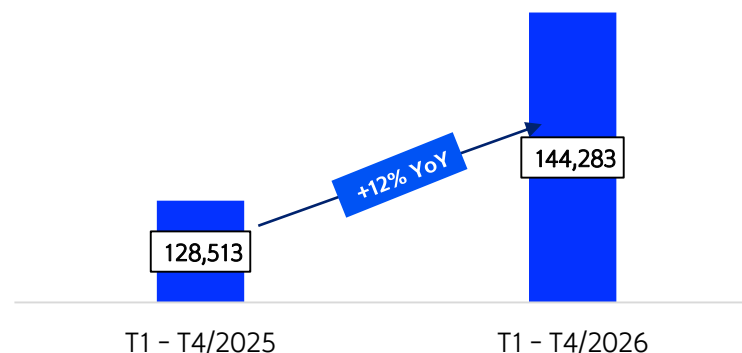
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên sàn cho thấy sự khởi sắc với tổng doanh thu tăng 24% YoY và LNST tăng 74.7% YoY trong 3 tháng đầu năm 2026. Mức tăng mạnh về LNST chủ yếu nhờ lợi nhuận cao của các doanh nghiệp đầu ngành, trong đó có đóng góp lớn của VCG với LNST đạt 381 tỷ đồng (+197% YoY). Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có tăng trưởng LNST tốt nhờ hoạt động kinh doanh chính bao gồm: CTD (LNST 119 tỷ đồng, +108% YoY), HBC (LNST 22 tỷ đồng, +305% YoY), HHV (LNST 217 tỷ đồng, +26% YoY).

## Xây dựng hạ tầng: Bứt tốc đầu tư công giai đoạn 2026–2030 nhờ nguồn vốn trung hạn lớn

### Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030

Giai đoạn	2021 – 2025	2026 – 2030
Tốc độ tăng trưởng GDP trung bình	6.3% (ước tính)	10%
Thu ngân sách nhà nước	9.6 triệu tỷ đồng	16.1 triệu tỷ đồng
Chi ngân sách nhà nước	10.9 triệu tỷ đồng	20.9 triệu tỷ đồng
Tổng mức chi đầu tư công	3.4 triệu tỷ đồng	8.31 triệu tỷ đồng
Bội chi ngân sách	3.1-3.2% GDP	5% GDP
Tổng mức nợ vay chính phủ cho cả giai đoạn	2.5 triệu tỷ đồng	Dự kiến huy động khoảng 6.55 triệu tỷ đồng
Tỷ lệ nợ công/ GDP	35-36% GDP	41-42% GDP

### Lũy kế thanh toán đầu tư công 4T đầu năm 2026 (tỷ đồng)



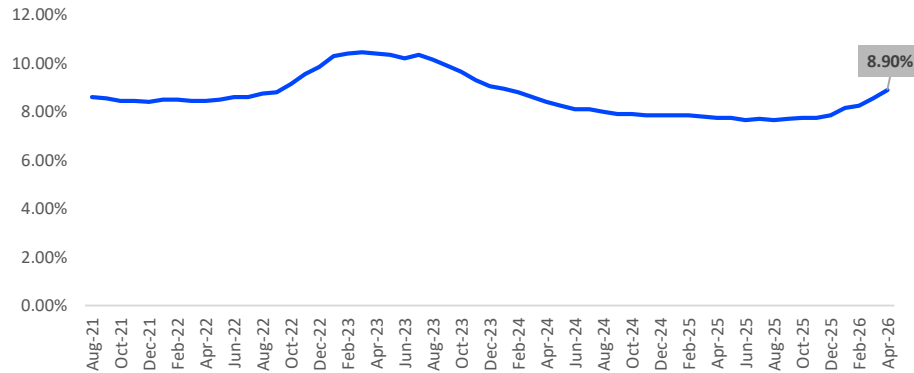
Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 4T/2026, ước tính giải ngân đầu tư công đạt 144,283 tỷ đồng (+12% YoY), đạt 14.2% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Năm 2026, tổng kế hoạch đầu tư NSNN được Quốc hội giao là 1.08 triệu tỷ (+22% YoY), phản ánh xu hướng đầu tư mạnh mẽ của Chính phủ nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và đẩy mạnh phát triển các dự án hạ tầng trọng điểm.
- Theo định hướng của chính phủ giai đoạn 2026–2030, mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân đạt từ 10%/năm trở lên là trọng tâm trong chiến lược phát triển kinh tế. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Bộ Tài chính dự kiến tổng chi đầu tư công đạt 8.31 triệu tỷ đồng (+144% so với giai đoạn 2021 – 2025). Qua đó, lĩnh vực xây dựng hạ tầng kỳ vọng sẽ gia tăng nguồn việc, đặc biệt tại các dự án hạ tầng trọng điểm quốc gia.

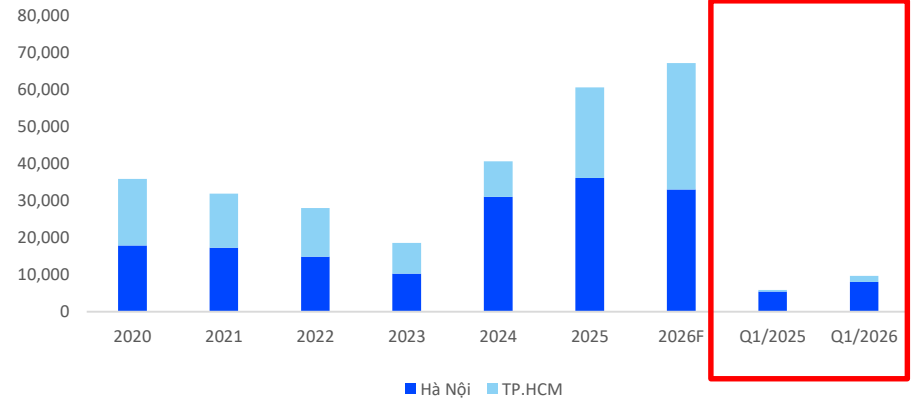
## Xây dựng dân dụng: nguồn cung tiếp tục cải thiện

### Lãi suất trung bình cho vay trung và dài hạn tại các NHTM theo tháng



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

### Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM

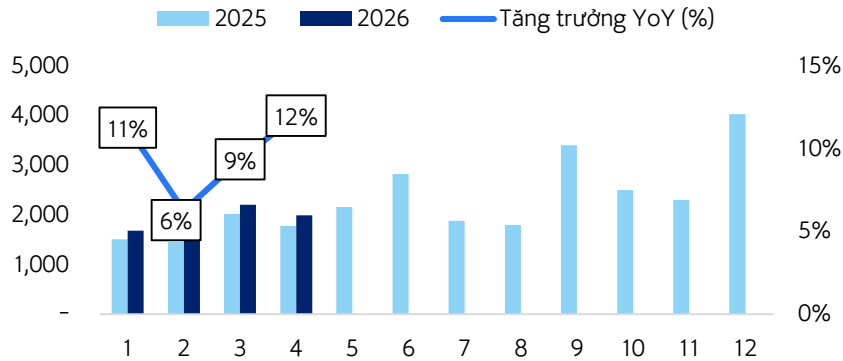


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

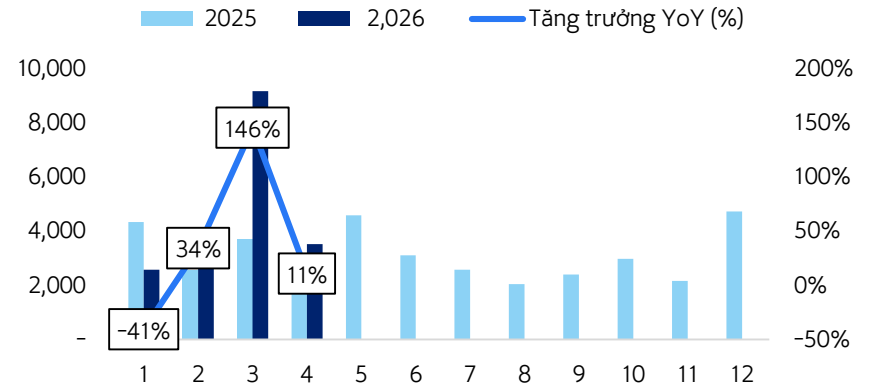
- **Môi trường lãi suất thuận lợi:** lãi suất trung bình cho vay trung và dài hạn đang ở mức 8.90%/năm (tính đến tháng 4/2026) – đã tăng 1.05 điểm phần trăm so với thời điểm cuối năm 2025. Chúng tôi cho rằng năm 2026, lãi suất có thể tăng nhẹ nhưng vẫn giữ ở mức thuận lợi, tạo nền tảng giúp các nhà phát triển Bất động sản vay vốn thực hiện dự án mới.
- **Pháp lý khơi thông:** Các chính sách của Chính phủ nhằm tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho thị trường Bất động sản như Nghị quyết 171/2024/QH15, Nghị định 76/2025,... đang từng bước có hiệu quả. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM trong 4T/2026 đã đạt 9,652 căn, +63% YoY. Tổng nguồn cung căn hộ dự kiến theo CBRE sẽ đạt ~67,000 căn tính đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan thị trường BĐS sẽ kéo dài đà hồi phục trong năm 2026, từ đó sẽ gia tăng lượng backlogs cho các doanh nghiệp xây dựng trong lĩnh vực dân dụng.

## Xây dựng công nghiệp: Dư địa phát triển khu công nghiệp còn lớn

### Vốn FDI giải ngân vào Việt Nam (tỷ USD)



### Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) thực hiện trong 4T/2026 đạt 7.40 tỷ USD, (+9.8% YoY), tổng vốn đăng ký đạt 18.25 tỷ USD, (+32% YoY). Điều này cho thấy Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI bất chấp tình hình thuế quan và địa chính trị bất ổn.
- Chúng tôi đánh giá nguồn vốn FDI sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2026 nhờ những động lực: (1) Vị trí chiến lược quan trọng; (2) Lợi thế về chi phí sản xuất; (3) Chính sách ngoại giao linh hoạt và ổn định và (4) Chính phủ nỗ lực cải thiện môi trường đầu tư thông qua việc giảm thuế phí và mở rộng ưu đãi đối với doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài.
- Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2025-2030, chúng tôi cho rằng xu hướng phát triển công nghiệp xanh sẽ được đẩy mạnh, đi kèm với các yêu cầu xây dựng ngày càng nghiêm ngặt. Điều này sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp xây dựng có kinh nghiệm triển khai công trình đáp ứng tiêu chuẩn xanh của quốc tế như LEDGE, LOTUS,...

## Khung chính sách hỗ trợ cho ngành xây dựng ngày càng hoàn thiện

### CHUẨN BỊ DỰ ÁN

#### Nhà nước

- (1) **NĐ 140/2025/NĐ-CP**: Phân cấp thẩm quyền Bộ XD về địa phương 2 cấp, cắt giảm thủ tục và tăng tốc độ xử lý các dự án xây dựng địa phương
- (2) **Luật Đấu thầu sửa đổi**: Nhấn mạnh cạnh tranh, minh bạch; làm rõ cơ chế chỉ định thầu nhằm giảm thủ tục hành chính.

#### Hỗ trợ doanh nghiệp

- (1) **NĐ 180/2025/NĐ-CP**: Hỗ trợ tới 70% vốn dự án PPP hạ tầng; ưu đãi thuế cho DNTN.
- (2) **NĐ 243/2025/NĐ-CP**: Giảm điều kiện vốn, đất cho DNTN tham gia dự án PPP, với các ưu đãi về thuế và phí.

### ĐẦU VÀO

#### Đảm bảo nguồn cung vật liệu

- (1) **Hướng dẫn Luật 54/2024/QH15**: Cắt giảm thủ tục hành chính; giải quyết nguồn cung vật liệu cho các dự án ĐTC, ưu tiên giao mở khai thác trực tiếp nhà thầu.
- (2) **TT 01/2025/TT-BXD**: Công bố giá vật liệu định kỳ; kiểm soát thiếu hụt, bình ổn giá.
- (3) **NQ 66/NQ-CP**: Nâng công suất, mở mở mới cho dự án giao thông trọng điểm; phối hợp địa phương bổ sung khu vực khoáng sản tiềm năng, ngăn chặn khan hiếm cục bộ.

### THI CÔNG

*Triển khai theo quy định pháp luật hiện hành*

### ĐẦU RA

#### Tháo gỡ BĐS dân cư

- (1) **NĐ 192/2025/NĐ-CP**: Tháo gỡ vướng mắc BT; hỗ trợ dự án NOXH dân cư (mục tiêu 1 triệu căn đến 2030).
- (2) **NQ 66-NQ/TW**: Lập Ban Chỉ đạo TW; rà soát 2,000 dự án vướng pháp lý.
- (3) **NĐ 226/2025/NĐ-CP**: Bỏ khung giá đất; định giá theo thị trường.

#### Đầu tư công & KCN

- (1) **NĐ 85/2025/NĐ-CP**: Phân loại dự án công nhóm A/B/C; phân cấp quyết định đầu tư cho địa phương để doanh nghiệp tư nhân tham gia nhanh chóng.
- (2) **NĐ 19/2025/NĐ-CP**: Rút ngắn thủ tục đầu tư Khu Công nghiệp/ Khu Chế xuất còn 15 ngày cấp giấy chứng nhận; miễn một số thủ tục xây dựng.

## Một số doanh nghiệp xây dựng niêm yết

Thông tin chung			Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính (**)				Định giá (26F)	
No.	Mã	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Biên LN gộp TTM	Nợ trên vốn TTM	ROA TTM	ROE TTM	P/B (x)	P/E (x)
1	CTD	8,062	72,100	94,500	30%	3.85%	2.65	2.59%	9.09%	1.0	12.5
2	VCG	12,735	19,700	N/A	N/A	12.7%	1.37	13.82%	38.92%	N/A	N/A
3	HHV	6,347	11,600	16,600	43%	43.87%	2.21	1.52%	5.76%	0.7	12
4	LCG	1,880	9,100	N/A	N/A	9.81%	1.54	2.21%	5.47%	N/A	N/A

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

\*\* Số liệu 12 tháng tính tới Q1/2026

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

# CTCP Xây dựng Coteccons (HOSE: CTD)



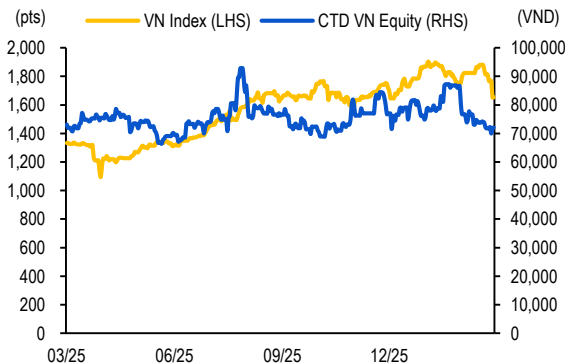
Giá mục tiêu (12 tháng) **94,500 VND**

Giá hiện tại (04/06/26) 72,100 VND

Suất sinh lời (%) **30.8%**

VNINDEX	1,832
Market P/E (x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	8,062
SLCP lưu hành (triệu CP)	112
Tự do giao dịch (triệu CP)	66
52-tuần cao/thấp (VND)	66,381/93,878
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.00
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	81
Kustoshem Pte, Ltd	17.89
Cổ đông lớn (%) Công ty TNHH MTV Kinh doanh và Đầu tư Thành Công	14.40

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-9.7	-5.5	-2.2
So với VNIndex (%)	-10.4	-10.9	-38.3



## Khối lượng backlogs dồi dào

**Công ty CP Xây dựng Coteccons (HoSE: CTD)** tiền thân là Bộ phận Khối Xây lắp thuộc Công ty Kỹ thuật xây dựng và Vật liệu xây dựng – Tổng Công ty Vật liệu xây dựng số 1 – thuộc Bộ Xây dựng. Công ty được thành lập ngày 24/08/2004. Sau giai đoạn tái cấu trúc 2021, cơ cấu cổ đông của CTD ổn định với cổ đông lớn là Kusto Group (hiện tại nắm giữ 18%). Với kinh nghiệm và năng lực thi công các dự án lớn, CTD được đánh giá là nhà thầu xây dựng hàng đầu theo báo cáo của Viet Nam Report năm 2025.

**Kết quả kinh doanh Q3/2026 (NĐTC: 01/07/2025-30/06/2026):** doanh thu thuần 6,409 tỷ VND (+28% YoY) chủ yếu nhờ triển khai các dự án lớn của Vinhomes, Masterise, MIK,... và LNST 119 tỷ VND (+108% YoY). BLNG đạt 4.5% (+1.4 đpt so với mức nền thấp cùng kỳ) nhờ hợp đồng ký mới có giá tốt hơn. Tổng giá trị backlog của CTD đến Q3/2026 đạt 65,600 tỷ (+77% YoY), mức cao nhất trong lịch sử. Danh mục dự án liên tục được mở rộng với các dự án trọng điểm của các chủ đầu tư lớn như Sun Group, Masterise Homes, Vinhomes, Ecopark và TTC Land. Một số dự án tiêu biểu gồm: Sun Urban City Hà Nam, Sun Urban City Hà Nam, Star City Thanh Hóa, The Gallery Giảng Võ, The Global City... Bên cạnh đó CTD cũng tham gia vào các dự án hạ tầng quan trọng của quốc gia như: Nhà ga hành khách T2 (thuộc Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc) và Trung tâm Hội nghị APEC (S2, S3, S4) – với tổng giá trị gói thầu trên 5,000 tỷ đồng.

**Triển vọng năm 2026:** (1) Khối lượng backlog dồi dào đủ để duy trì công việc trong 2-3 năm tới; (2) Sự phục hồi của thị trường Bất động sản dân dụng; (3) Đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng; (3) Dự địa phát triển Khu công nghiệp còn lớn. Từ đó, chúng tôi cho rằng CTD sẽ đón đầu làn sóng phục hồi của ngành xây dựng trong giai đoạn 2026-2030 nhờ năng lực thiết kế và thi công dày dặn, đáp ứng tiêu chuẩn của chủ đầu tư ở nhiều lĩnh vực. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2026 đạt 32,247 tỷ đồng (+29.7% YoY) và LNST đạt 738 tỷ đồng (+62.7 % YoY).

**Rủi ro:** (1) Rủi ro thị trường Bất động sản phục hồi chậm; (2) Rủi ro giá nguyên vật liệu xây dựng tăng; (3) Rủi ro chi phí nhân công tăng; (4) Rủi ro cạnh tranh.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	16,528	21,045	24,867	32,247	35,894
LN từ HĐKD (tỷ VND)	28	132	529	537	850
Biên LN HĐKD (%)	0.2	0.6	2.1	1.7	2.4
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	188	310	454	738	763
Biên LNR (%)	1.1	1.5	1.8	2.1	2.1
EPS (VND)	686	3,111	4,379	7,124	7,358
ROE (%)	2.3	3.7	5.1	7.6	7.6
P/E (x)	75.3	22.5	20.3	12.5	12.1
P/B (x)	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9

# Xuất nhập khẩu Chuyển dịch từ “lượng” sang “chất”



**Thảo Nguyễn**

☎ (84-28) 6299-8004

✉ thao.np@shinhan.com

**Trang Phạm**

☎ (84-28) 6299-7000

✉ trang.pq@shinhan.com

## Xuất nhập khẩu – Chuyển dịch từ “lượng” sang “chất”

### 1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam Q1/2026

Trong Q1/2026, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam đạt 249.5 tỷ USD, tăng 23.0% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu tăng 19.1%, trong khi nhập khẩu tăng mạnh 27.0%. Cán cân thương mại chuyển sang trạng thái nhập siêu với giá trị khoảng 3.6 tỷ USD, phản ánh xu hướng gia tăng nhập khẩu nguyên vật liệu và hàng hóa đầu vào của doanh nghiệp nhằm chủ động dự trữ trước các rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng và biến động giá năng lượng toàn cầu.

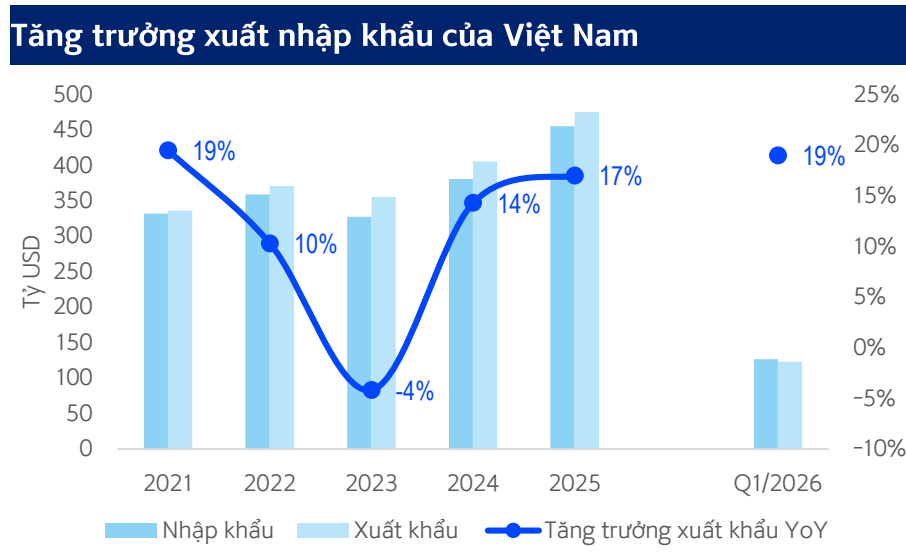
### 2. Triển vọng nửa cuối năm 2026 và cơ hội

Trong bối cảnh nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ lực còn nhiều biến động và áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng, tăng trưởng xuất khẩu sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng mở rộng thị phần từ các đối thủ thay vì sự gia tăng của tổng cầu thị trường. Chúng tôi cho rằng, việc chuyển trọng tâm phát triển từ tăng trưởng về “lượng” sang nâng cao “chất” sẽ là hướng đi then chốt, giúp các ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như dệt may và thủy sản duy trì đà tăng trưởng bền vững, đồng thời củng cố vị thế trên thị trường quốc tế.

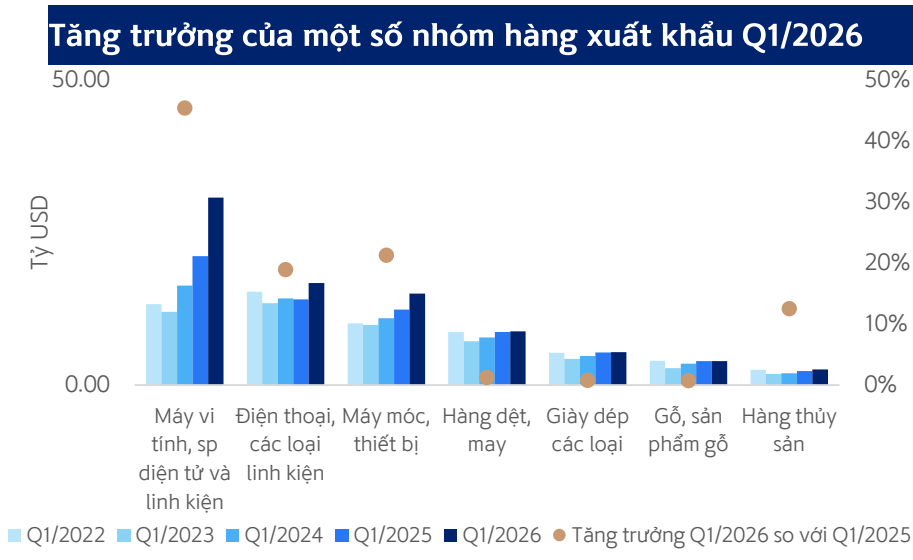
### 3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Xuất nhập khẩu

GMD, HAH, VHC, FMC, ANV, TNG, MSH

## Xuất nhập khẩu tăng trưởng ổn định, chưa chịu tác động của xung đột Trung Đông



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

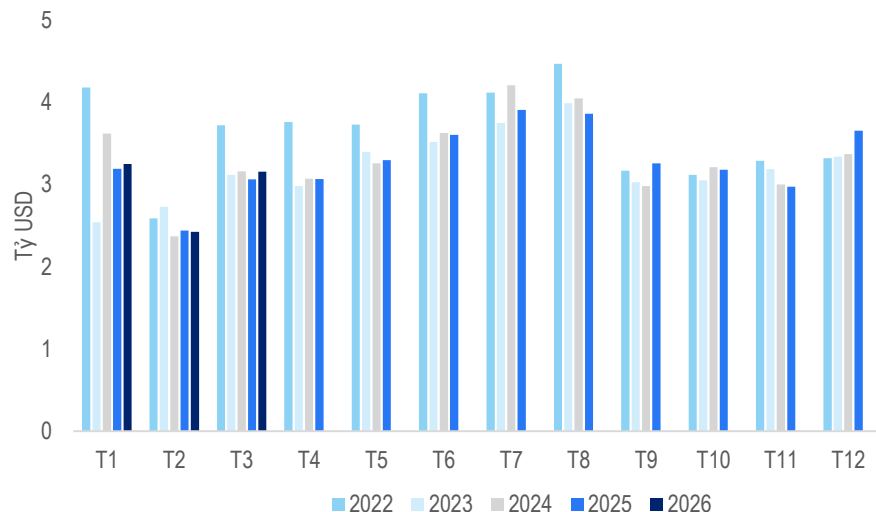


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Q1/2026, Việt Nam ghi nhận tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 249.5 tỷ USD (+23% YoY). Trong đó xuất khẩu tăng 19.1%; nhập khẩu tăng 27.0%, cán cân thương mại đổi chiều, nghiêng về nhập siêu đạt 3.6 tỷ USD.
- ❑ Động lực tăng trưởng chủ yếu tiếp tục đến từ nhóm hàng công nghệ cao. Trong đó, xuất khẩu máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện đạt 30.7 tỷ USD, tăng 45.5% YoY; máy móc thiết bị đạt 15 tỷ USD, tăng 21.2% YoY; điện thoại và linh kiện đạt 16.7 tỷ USD, tăng 19.3% YoY. Ngược lại, các mặt hàng truyền thống như dệt may và giày dép chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn, lần lượt đạt 1.9% và 0.8% YoY.
- ❑ Cán cân thương mại chuyển sang trạng thái nhập siêu sau nhiều năm duy trì xuất siêu. Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ nhu cầu gia tăng dự trữ nguyên vật liệu đầu vào của doanh nghiệp nhằm ứng phó với rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng và biến động giá năng lượng. Chúng tôi đánh giá đây là xu hướng mang tính tạm thời, thay vì là tín hiệu tiêu cực của nền kinh tế.

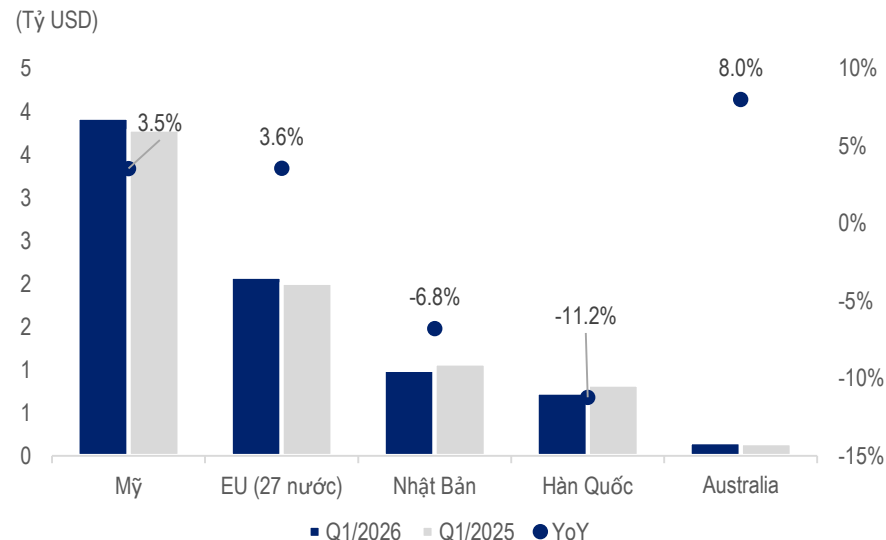
## Xuất khẩu dệt may có sự phân hóa giữa các thị trường xuất khẩu lớn

### Giá trị xuất khẩu hàng dệt, may trong Q1/2026



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Giá trị xuất khẩu hàng dệt, may đến các thị trường chủ lực

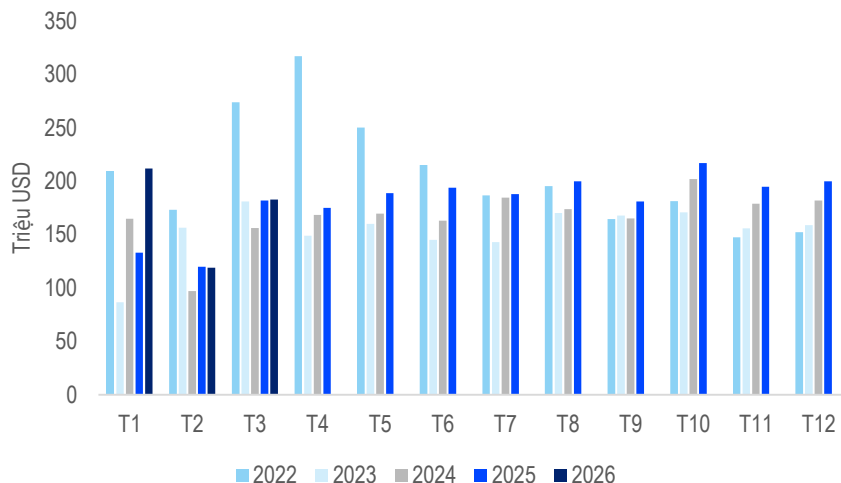


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt, may Q1/2026 ước đạt 8.8 tỷ USD (+1.9% YoY). Bất chấp những biến động địa chính trị tại Trung Đông, dệt may vẫn ghi nhận đà tăng nhẹ nhờ khả năng linh hoạt, chủ động được đơn hàng từ sớm của các doanh nghiệp.
- ❑ Giá trị xuất khẩu sang các thị trường chủ lực có sự phân hóa: Hai thị trường lớn nhất là Mỹ và EU vẫn duy trì tăng trưởng nhẹ, nhờ nhu cầu tiêu dùng ổn định và tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng khỏi Trung Quốc. Thị trường châu Á như Nhật Bản và Hàn Quốc lại suy giảm đáng kể, do áp lực cạnh tranh gia tăng từ hàng giá rẻ của Trung Quốc và Ấn Độ, cùng với nhu cầu tiêu dùng suy yếu tại khu vực này.
- ❑ Các thị trường CPTPP như Úc, Mexico ghi nhận tín hiệu tích cực khi các doanh nghiệp Việt Nam đã tận dụng hiệu quả hơn lợi thế từ Hiệp định thương mại tự do.

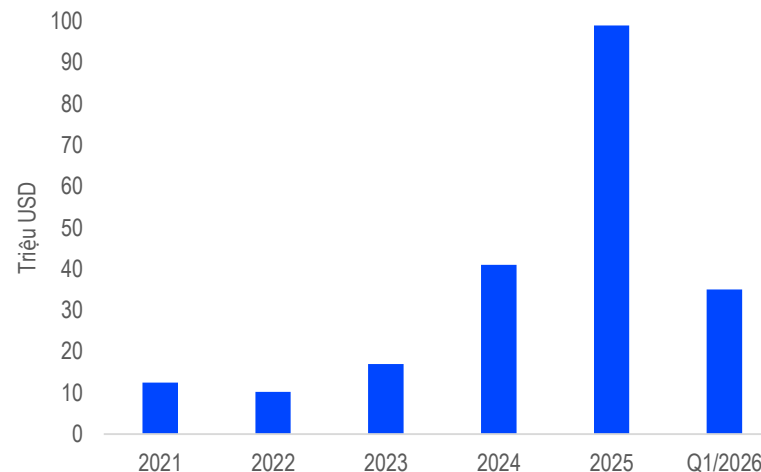
## Xuất khẩu cá tra tăng trưởng tích cực nhưng mong manh, trong khi cá rô phi bứt phá mạnh mẽ khi tận dụng hiệu quả Hiệp định CPTPP và chiếm thị phần từ Trung Quốc

### Xuất khẩu cá tra trong Q1/2026



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

### Xuất khẩu cá rô phi trong Q1/2026

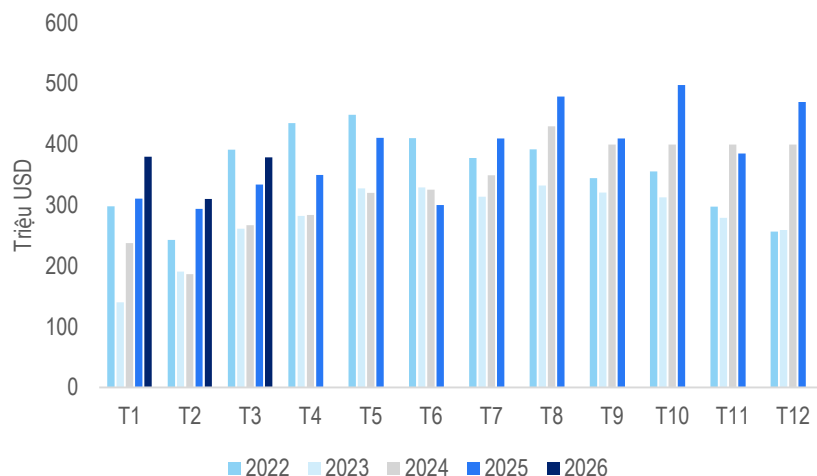


Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

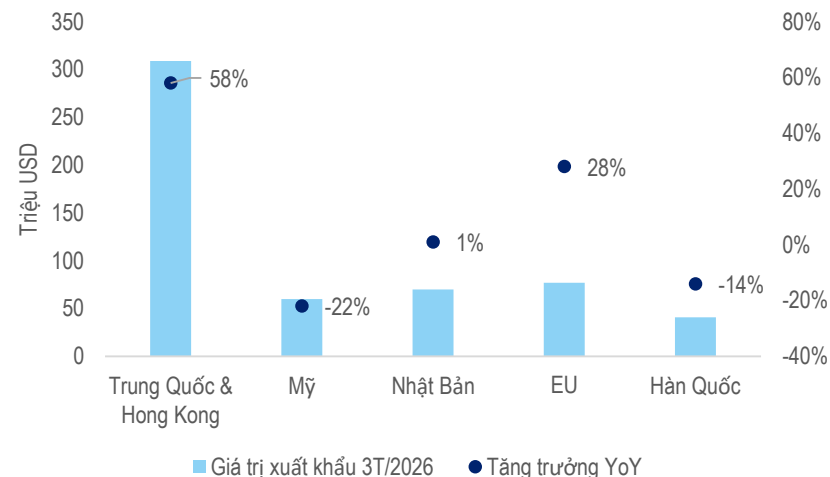
- ❑ Mảng Cá tra ghi nhận kết quả tích cực trong Q1/2026 với lũy kế xuất khẩu đạt 514 triệu USD (+17% YoY). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường Trung Quốc với nhu cầu cá phi lê đông lạnh gia tăng trong dịp Tết Nguyên đán. Tuy nhiên, diễn biến theo từng tháng cho thấy đà tăng trưởng đang dần chậm lại, trong khi tâm lý thận trọng vẫn hiện hữu tại nhiều thị trường khác, đặc biệt là Mỹ khi kim ngạch xuất khẩu giảm 3.4% YoY.
- ❑ Mảng cá rô phi tăng trưởng mạnh mẽ với lũy kế xuất khẩu Q1/2026 đạt 35 triệu USD (+190% YoY), trong đó thị trường Brazil chiếm đến 54%. Kết quả này nhờ các doanh nghiệp Việt tận dụng hiệu quả hơn lợi thế thuế suất ưu đãi 0% từ Hiệp định thương mại tự do CPTPP, đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường tiềm năng này với giá bán cạnh tranh và chất lượng ổn định. Đồng thời, xuất khẩu sang thị trường Mỹ cũng ghi nhận đà tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ khoảng trống thị phần Trung Quốc để lại.

## Xuất khẩu tôm tăng trưởng nhờ điểm sáng tại thị trường Trung Quốc

### Xuất khẩu tôm trong Q1/2026



### Giá trị xuất khẩu tôm đến các thị trường chủ lực Q1/2026



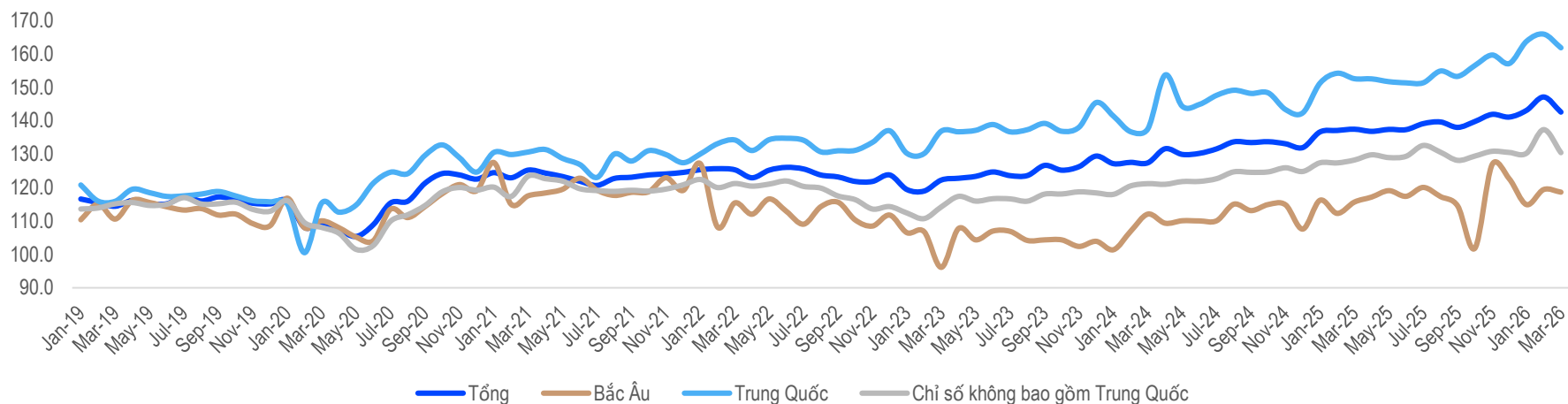
Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

- Xuất khẩu tôm Việt Nam trong Q1/2026 đạt khoảng 1,069 tỷ USD (+17.5% YoY). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ tại Trung Quốc và EU với mức tăng lần lượt +58% YoY và +22% YoY. Trong khi đó, xuất khẩu sang Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc,... đi ngang hoặc sụt giảm cho thấy nhu cầu hiện vẫn trong trạng thái thận trọng.
- Thị trường Trung Quốc và Hồng Kong ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất 58% YoY đạt 309 triệu USD, chiếm tới 45% tổng xuất khẩu tôm cả nước. Các sản phẩm tươi sống và phân khúc cao cấp như tôm hùm, tôm sú size lớn tiếp tục là điểm sáng tăng trưởng khi nhóm thu nhập cao vẫn giữ sức mua tốt cùng với sự mở rộng của bán lẻ, thương mại điện tử và chuỗi nhà hàng.
- Thị trường Mỹ ghi nhận mức sụt giảm 22% YoY do chịu tác động từ thuế chống bán phá giá POR19 áp lên tôm nước ấm đông lạnh, với mức thuế trung bình khoảng 4.58%. Mức thuế này không chỉ làm gia tăng chi phí xuất khẩu mà còn khiến các nhà nhập khẩu Mỹ trở nên thận trọng hơn trong việc ký kết các đơn hàng mới.

## Xuất khẩu hàng hóa thế giới tiếp tục biến động khó lường trong nửa cuối 2026

### Chỉ số sản lượng thông quan container toàn cầu (2019 =100)

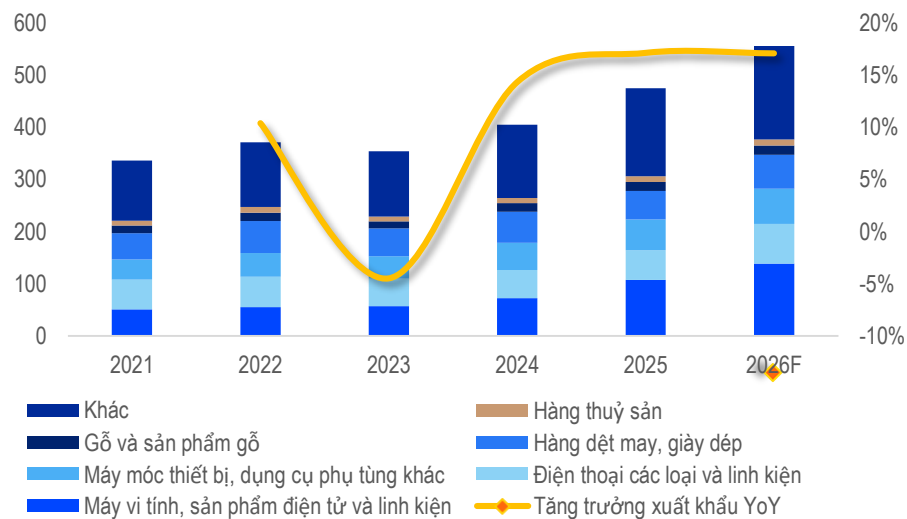


Nguồn: Alphaliner, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Thương mại toàn cầu tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khi sản lượng container trong quý I/2026 tăng 4.4% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ hoạt động xuất khẩu từ châu Á sang hầu hết các khu vực vẫn duy trì tích cực. Tuy nhiên, diễn biến theo tháng bắt đầu cho thấy tín hiệu suy yếu khi sản lượng container tháng 3/2026 giảm 2.2% YoY, phản ánh những tác động ban đầu của căng thẳng địa chính trị đối với hoạt động thương mại và chuỗi cung ứng toàn cầu.
- ❑ Trung Quốc tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính của thị trường container toàn cầu, với tốc độ tăng trưởng vượt đáng kể so với mặt bằng chung thế giới. Điều này cho thấy quốc gia này vẫn duy trì vị thế trung tâm sản xuất và xuất khẩu hàng đầu toàn cầu. Đáng chú ý, giai đoạn 2024–2026 ghi nhận đà tăng tốc mạnh hơn của sản lượng container thông qua, chủ yếu nhờ hoạt động đẩy mạnh xuất khẩu trước nguy cơ gia tăng các rào cản thuế quan, cùng xu hướng tích trữ hàng tồn kho tại Mỹ và châu Âu.

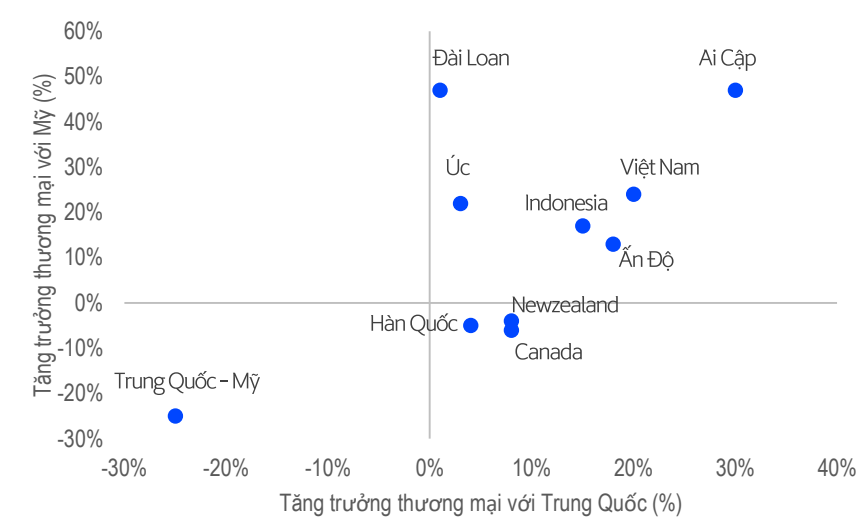
## Xuất khẩu hàng hóa Việt Nam năm 2026 dự báo tăng chậm hơn so với 2025

### Xuất khẩu hàng hóa Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng thương mại với Mỹ và Trung Quốc (%)



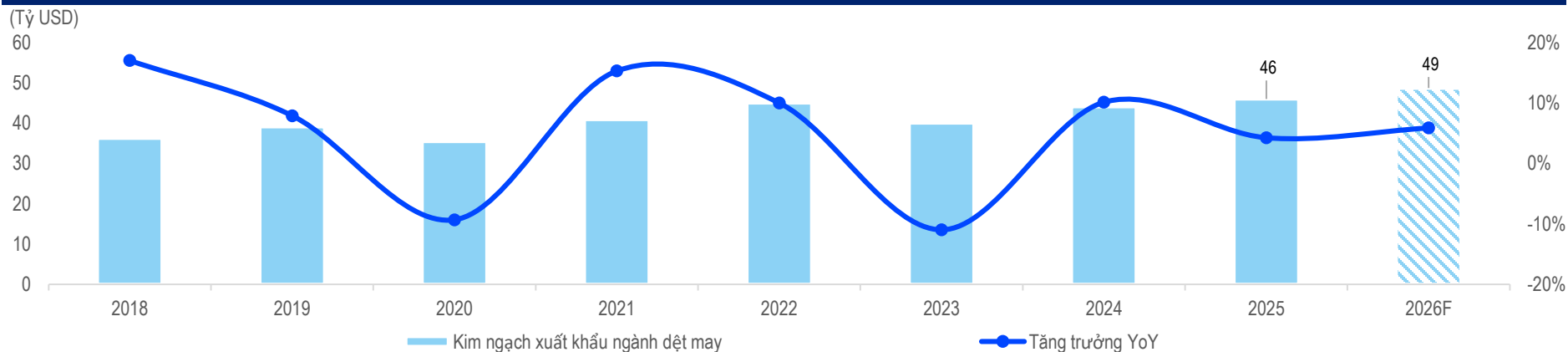
Nguồn: UNSTAT, Shinhan Securities Vietnam

❑ Xuất khẩu Việt Nam chuyển dần từ giai đoạn tăng trưởng tốc độ cao sang giai đoạn tăng trưởng bền vững hơn. Trong năm 2026, tốc độ tăng trưởng xuất khẩu được dự báo chậm lại so với năm 2025 do tác động từ căng thẳng địa chính trị và áp lực lạm phát toàn cầu vẫn duy trì ở mức cao. Dù vậy, Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, đồng thời hoạt động thương mại cũng đang mở rộng sang nhiều thị trường mới. Mức độ kết nối của Việt Nam với các đối tác quốc tế vẫn được duy trì tích cực khi thị phần xuất khẩu tiếp tục cải thiện tại cả thị trường Mỹ và Trung Quốc.

❑ Trong cơ cấu xuất khẩu, nhóm máy móc thiết bị và linh kiện điện tử tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng quan trọng. Điều này phản ánh xu hướng gia tăng đầu tư vào tự động hóa sản xuất và phát triển hạ tầng công nghiệp trong khu vực cũng như trên toàn cầu.

## Xuất khẩu dệt may – Chuyển trọng tâm sang nâng cao chất lượng cốt lõi

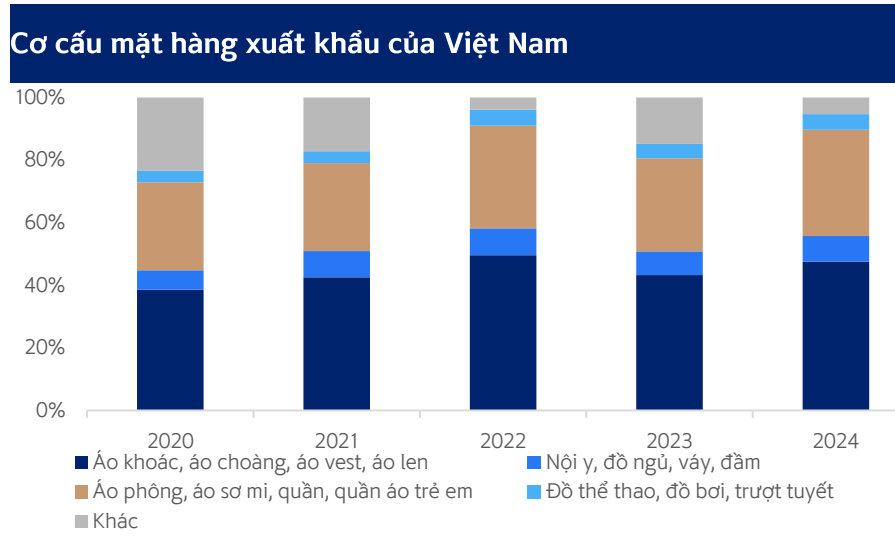
### Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam



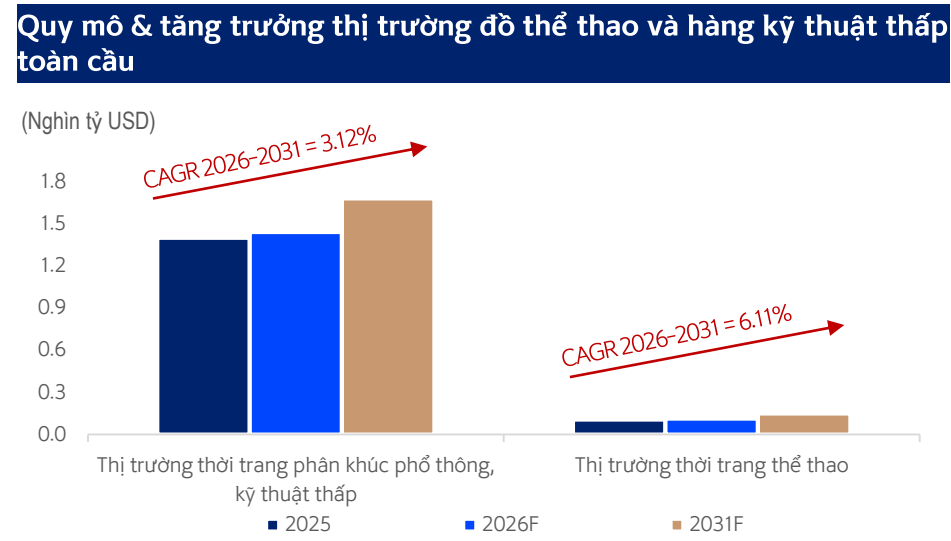
Nguồn: Tổng cục thống kê GSO, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ **Động lực xuất khẩu đến từ khả năng mở rộng thị phần:** Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), nhu cầu dệt may toàn cầu trong những năm tới dự báo tăng trưởng chậm ở mức 2-3%/năm, phản ánh xu hướng người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu đối với các sản phẩm không thiết yếu như quần áo, thời trang. Khi tổng cầu toàn ngành tăng chậm lại, tăng trưởng xuất khẩu của từng quốc gia sẽ phụ thuộc chủ yếu vào khả năng cạnh tranh và giành thị phần từ các đối thủ, qua đó khiến mức độ cạnh tranh trong ngành dệt may toàn cầu ngày càng gay gắt.
- ❑ Chính trong bối cảnh này, sự phân hóa hiện ra rõ nét hơn: Chỉ những doanh nghiệp có sản phẩm cạnh tranh, tham gia sâu vào chuỗi giá trị (FOB/ODM/OBM), tận dụng hiệu quả mạng lưới FTA, sản xuất được các sản phẩm đòi hỏi kỹ thuật cao mới có thể gia tăng thị phần và duy trì tăng trưởng. Còn những doanh nghiệp chạy theo mô hình gia công thuần (CMT) sẽ gặp áp lực cạnh tranh lớn, thậm chí suy giảm tăng trưởng.
- ❑ Do vậy, chúng tôi cho rằng **chiến lược trọng tâm của dệt may Việt Nam trong giai đoạn tới không còn là mở rộng quy mô sản xuất, mà là nâng cao chất lượng cốt lõi** thông qua (1) Đẩy mạnh sản xuất sản phẩm ngách có giá trị gia tăng cao; (2) Đầu tư sử dụng điện năng lượng mặt trời tại các nhà máy nhằm đáp ứng tiêu chuẩn ESG và giảm thiểu chi phí vốn; (3) Ứng dụng AI vào trong sản xuất nhằm rút ngắn lead-time giúp đáp ứng yêu cầu của khách hàng, nâng cao uy tín và năng lực cạnh tranh.

## Xuất khẩu dệt may – Đẩy mạnh sản xuất sản phẩm ngách có giá trị gia tăng cao



Nguồn: ITC Trade map, Shinhan Securities Vietnam ước tính

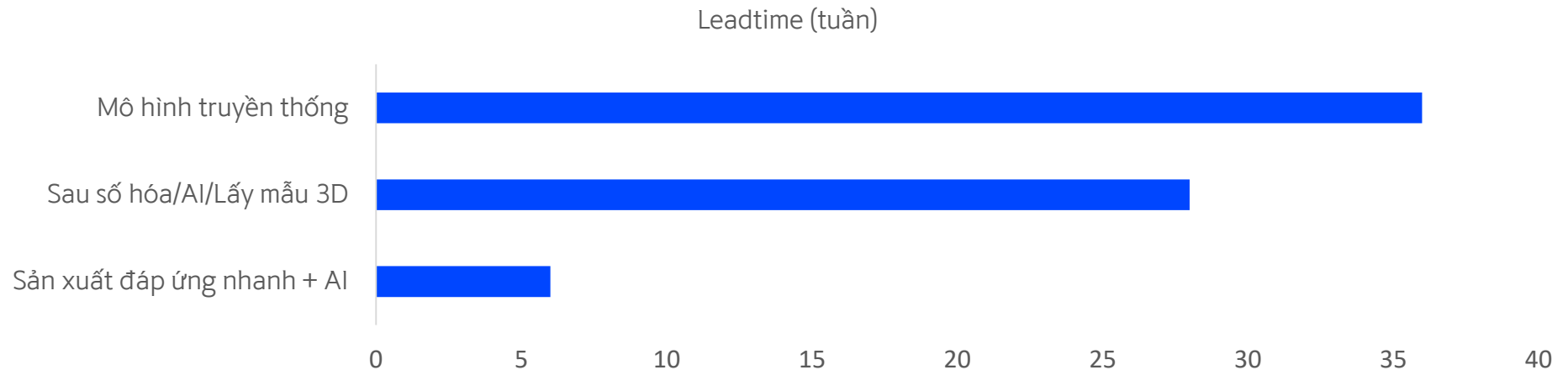


Nguồn: Mordor Intelligence, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Trong bối cảnh mức độ cạnh tranh tại phân khúc mặt hàng kỹ thuật thấp (áo phông, áo sơ mi, quần áo trẻ em,..) đang càng trở nên gay gắt, chúng tôi cho rằng việc hướng tới phân khúc mặt hàng ngách có giá trị gia tăng cao, đặc biệt là mặt hàng đồ thể thao sẽ đem lại nhiều lợi thế cạnh tranh và mở rộng thị phần cho các doanh nghiệp Việt. Cụ thể:
- **Quy mô thị trường đồ thể thao toàn cầu được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 6% giai đoạn 2026-2031**, được thúc đẩy bởi: (1) Nhận thức về sức khỏe và thể dục ngày càng cao sau dịch bệnh Covid-19; (2) Tâm lý người tiêu dùng sẵn sàng trả giá cao hơn cho các sản phẩm tích hợp nhiều tính năng như kiểm soát độ ẩm, thoáng mát, độ co giãn;... (3) Làn sóng “athleisure” – xu hướng kết hợp trang phục thể thao với trang phục thường ngày được lan toả mạnh mẽ giúp mở rộng tệp khách hàng vượt ra ngoài phạm vi người dùng thể thao truyền thống.
- **Dư địa tăng trưởng còn lớn tại Việt Nam**, doanh nghiệp Việt có thể khai thác, đặc biệt khi các nhãn hàng thể thao lớn như (Nike, Adidas, Lululemon) đang tích cực đa dạng hóa chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc.

## Xuất khẩu dệt may – Ứng dụng AI vào trong sản xuất tạo lợi thế cạnh tranh

So sánh lead-time trước và sau ứng dụng AI (ước tính)



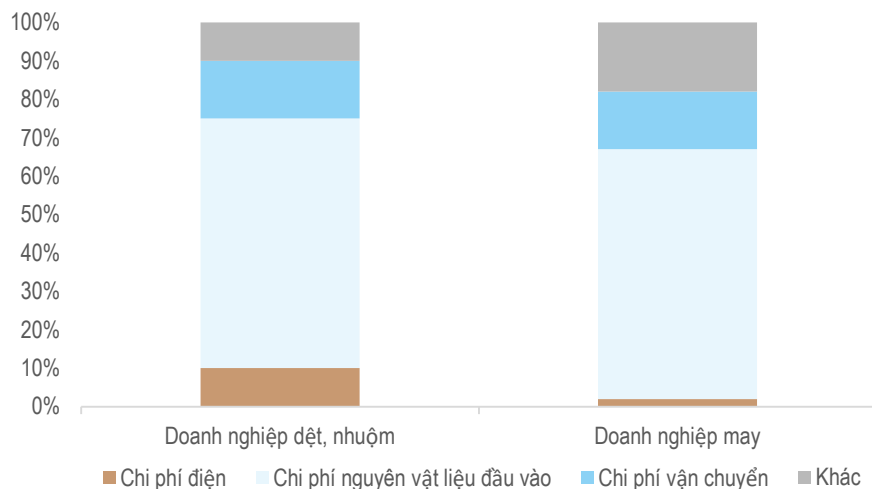
Nguồn: McKinsey, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

- ❑ Trong bối cảnh nhu cầu của khách hàng về thời gian giao hàng ngày càng ngắn, đơn hàng nhỏ lẻ gia tăng với những yêu cầu khác nhau, việc ứng dụng AI vào trong sản xuất để nâng cao năng suất và kiểm soát chất lượng là điều thiết yếu để nâng cao sức cạnh tranh trên thị trường:
- **Nâng cao năng suất:** Theo nghiên cứu của McKinsey Global Institute và ILO, ứng dụng tự động hóa và AI trong sản xuất dệt may giúp doanh nghiệp dệt may tăng năng suất lao động 20-30%, giảm chi phí và giảm thiểu thời gian lead-time, giao hàng nhanh chóng hơn, đáp ứng xu hướng ưu tiên thời gian giao hàng ngắn của khách hàng.
- **Kiểm soát chất lượng tốt hơn:** Khi áp dụng robot cắt may tự động và dùng trí tuệ nhân tạo để giám sát máy móc sẽ giúp tiết giảm thời gian sản xuất, lỗi kỹ thuật, đặc biệt ở khâu cắt vải và đóng gói cũng như theo dõi hệ thống, rút ngắn thời gian xử lý đơn hàng.

Việc tích hợp trí tuệ nhân tạo vào trong sản xuất không chỉ tối ưu hoá vận hành mà còn tái định vị doanh nghiệp trong chuỗi giá trị ngành. Khả năng đáp ứng đơn hàng nhỏ lẻ với lead-time rút ngắn, chất lượng đồng đều giúp doanh nghiệp thoát khỏi sự cạnh tranh thuần túy về giá, hướng đến vai trò đối tác chiến lược lâu dài với các nhãn hàng quốc tế.

## Xuất khẩu dệt may – Đầu tư sử dụng điện năng mặt trời tại các nhà máy nhằm đáp ứng tiêu chuẩn ESG và giảm thiểu chi phí vốn

Cơ cấu chi phí sản xuất của doanh nghiệp dệt, may Việt Nam



Nguồn: Vitas, Shinhan Securities Vietnam

Các tiêu chuẩn bền vững trong ngành dệt may của EU

Tiêu chuẩn	Các yêu cầu cốt lõi	Tác động tới doanh nghiệp xuất khẩu vào EU
CBAM (Carbon border adjustment mechanism)	Đánh thuế carbon đối với hàng nhập khẩu có phát thải cao. Hiện hàng dệt may chưa nằm trong diện đánh thuế nhưng EU đã có lộ trình xem xét sau 2026	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh nghiệp có lượng phát thải cao sẽ mất lợi thế cạnh tranh.</li> <li>Carbon footprint trở thành tiêu chí chọn nhà cung cấp hàng dệt may.</li> </ul>
ESPR ( Ecodesign for sustainable products regulation)	Quy định về độ bền, khả năng tái chế của sản phẩm; minh bạch dữ liệu môi trường, áp dụng DPP (Digital product passport)	Doanh nghiệp gia tăng sản xuất các sản phẩm thân thiện với môi trường, có độ bền cao và truy xuất nguồn gốc nguyên liệu,...

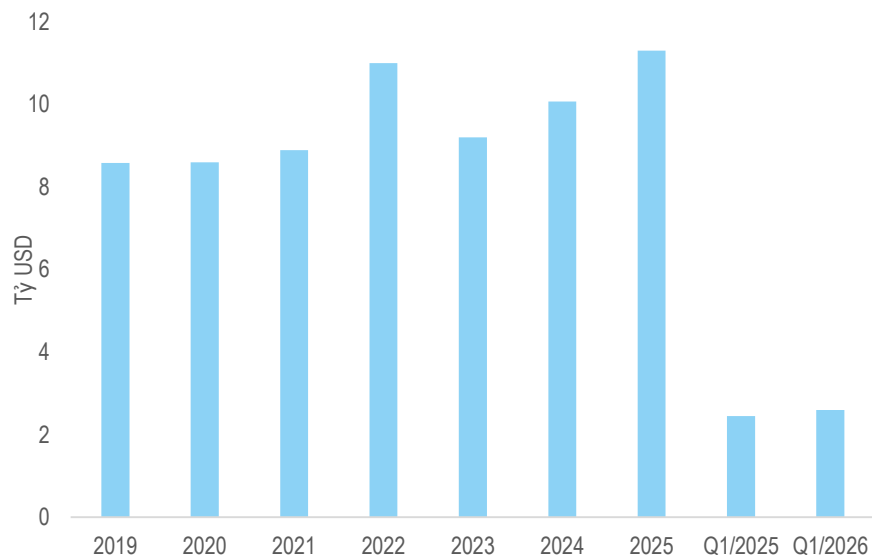
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

☐ Trong bối cảnh chi phí về năng lượng ngày càng gia tăng và yêu cầu về phát triển xanh, giảm phát thải từ các thị trường quốc tế ngày càng khắt khe, chúng tôi cho rằng đầu tư điện mặt trời áp mái sẽ là giải pháp hiệu quả đối với doanh nghiệp dệt may:

- **Tối ưu chi phí điện và cải thiện biên lợi nhuận:** Chi phí điện hiện chiếm khoảng 9-12% giá thành đối với doanh nghiệp dệt, nhuộm và khoảng 2% đối với may mặc (Theo Vitas). Tỷ trọng này tuy nhỏ nhưng đang có xu hướng gia tăng khi giá điện tiếp tục điều chỉnh tăng. Việc triển khai hệ thống điện năng lượng mặt trời với khả năng tự cung ứng 20-40% nhu cầu điện từ hệ thống áp mái sẽ giúp doanh nghiệp giảm khoảng 10-20% chi phí điện, tương đương 1-2% giá thành sản xuất. Tỷ lệ này thấp nhưng vẫn có ý nghĩa trong bối cảnh biên lợi nhuận mỏng.
- **Đáp ứng tiêu chuẩn ESG và củng cố năng lực xuất khẩu:** Sử dụng năng lượng mặt trời giúp doanh nghiệp giảm cường độ phát thải trên mỗi đơn vị sản phẩm, qua đó nâng cao khả năng đáp ứng các tiêu chuẩn như CBAM (Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon EU) hay yêu cầu từ các đối tác quốc tế. Đây là yếu tố ngày càng quan trọng trong việc duy trì đơn hàng và mở rộng thị trường xuất khẩu, đặc biệt là thị trường EU, Nhật Bản,...

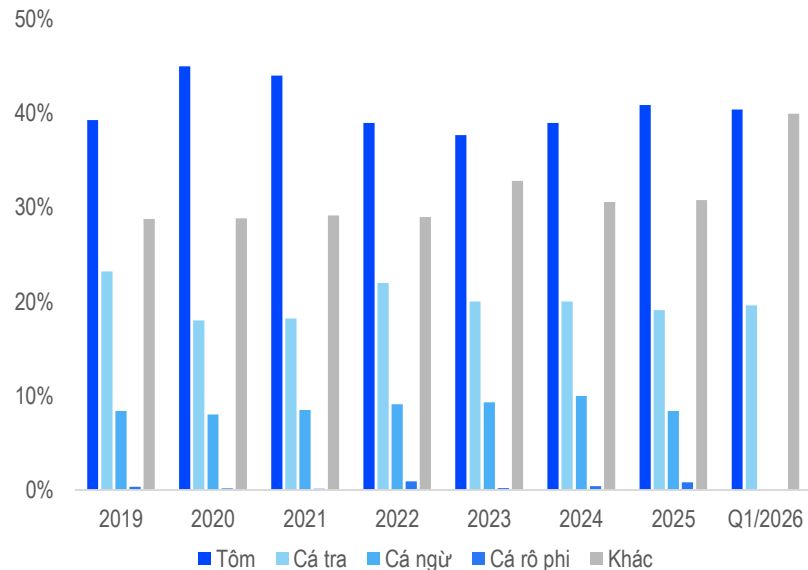
## Xuất khẩu thủy sản – Cơ hội tăng trưởng có sự phân hóa

### Kim ngạch xuất khẩu thủy sản Việt Nam



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

### Cơ cấu xuất khẩu thủy sản Việt Nam theo sản phẩm

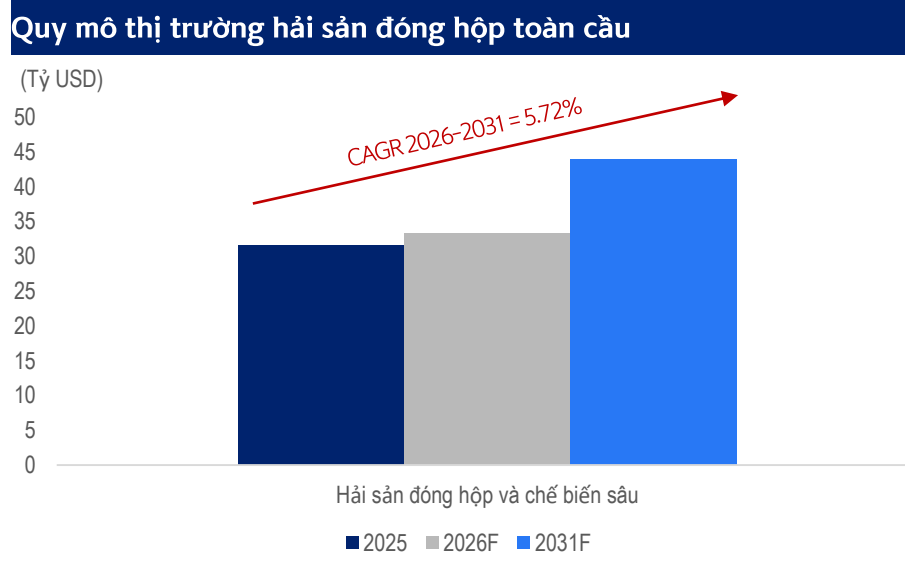


Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

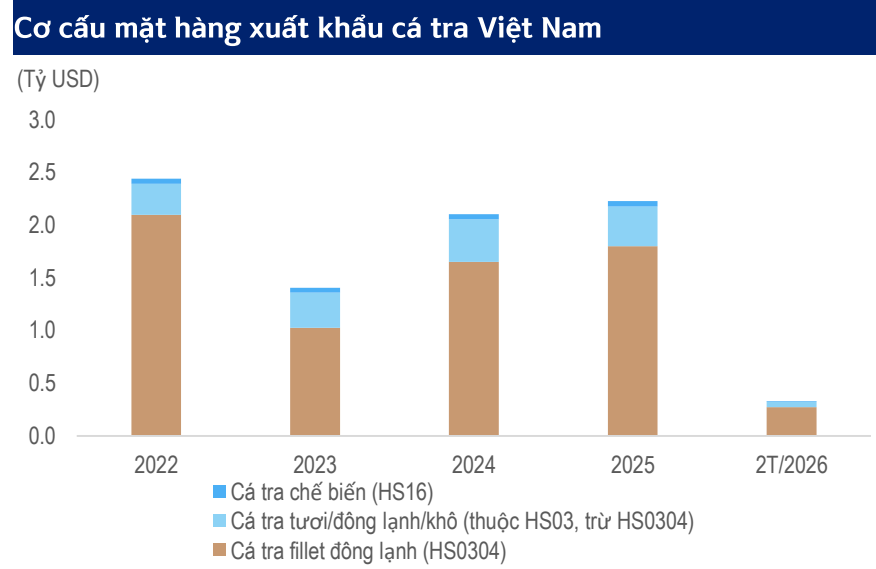
❑ Ngành thủy sản 2H2026 của Việt Nam dự kiến phân hóa giữa các nhóm ngành, doanh nghiệp, sản phẩm và thị trường trong bối cảnh nhu cầu thủy sản chung chịu áp lực bởi những rào cản về thuế quan và cạnh tranh gay gắt về giá với các đối thủ:

- **Mảng Cá tra duy trì diễn biến tích cực nhưng sẽ tập trung vào chất hơn lượng** với việc tăng tỷ trọng chế biến sâu, tăng cường liên kết doanh nghiệp với các hộ nuôi nhằm ổn định giá cá giống.
- **Mảng Cá rô phi kỳ vọng tiếp tục cải thiện** nhờ chuyển hóa cơ hội thành tăng trưởng bền vững thông qua phát triển các sản phẩm chế biến sâu đáp ứng xu hướng tiêu dùng tiện lợi tại các thị trường lớn và mở rộng thị trường xuất khẩu tiềm năng.
- **Mảng Tôm dự kiến trải qua khó khăn tạm thời** bởi mức thuế chống bán phá giá POR20 sơ bộ của Mỹ nhưng mức độ ảnh hưởng có phân hóa giữa các doanh nghiệp.

## Xuất khẩu cá tra – Tăng tỷ trọng chế biến sâu



Nguồn: Mordor Intelligence, Shinhan Securities Vietnam

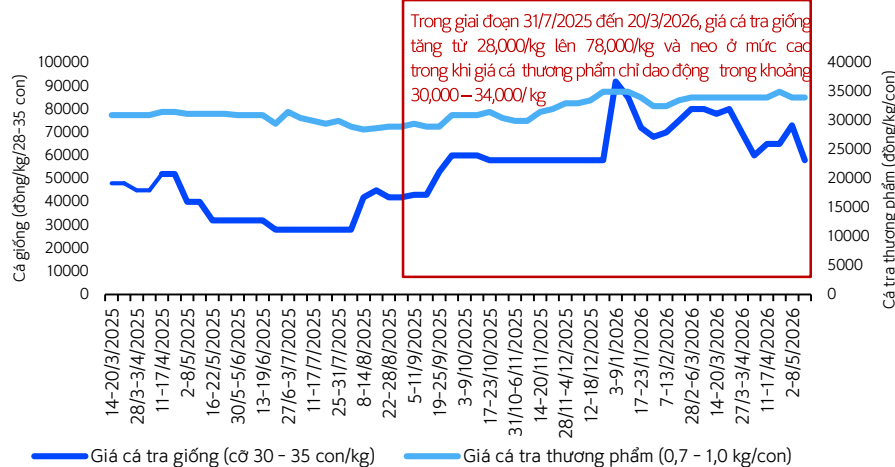


Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ **Phân khúc phi lê đông lạnh (HS03) vẫn là trụ cột xuất khẩu của Việt Nam nhưng tốc độ tăng trưởng dần chậm lại do cạnh tranh nguồn cung từ Ecuador, Indonesia:** Fillet cá tra đông lạnh hiện chiếm gần 98% cơ cấu xuất khẩu cá tra Việt Nam và vẫn duy trì quy mô lớn. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của phân khúc này được dự báo chậm lại do nguồn cung đang dần trở nên dồi dào khi Ecuador và Indonesia liên tục mở rộng năng lực chế biến và hạ giá xuất khẩu. Điều này khiến áp lực cạnh tranh về giá bán ngày càng gay gắt, trong khi chi phí thức ăn đầu vào đang tăng cao; dẫn đến tình trạng bào mòn biên lợi nhuận của hộ nuôi và doanh nghiệp chế biến.
- ❑ **Gia tăng tỷ trọng hàng chế biến sâu là giải pháp thoát khỏi vòng xoáy cạnh tranh giá nhờ:** (1) Các sản phẩm chế biến sâu thường có giá bán cao hơn so với sản phẩm fillet truyền thống, ít phụ thuộc vào biến động giá nguyên liệu đầu vào nhờ hàm lượng giá trị gia tăng và sự tiện lợi; (2) Xu hướng tiêu dùng hướng đến hải sản chế biến sâu khi quy mô thị trường hải sản đóng hộp toàn cầu được dự báo tăng trưởng ở mức CAGR 5.72% giai đoạn 2026–2031 nhờ lối sống đô thị hoá và nhu cầu tiện lợi ngày càng cao tại các thị trường phát triển.

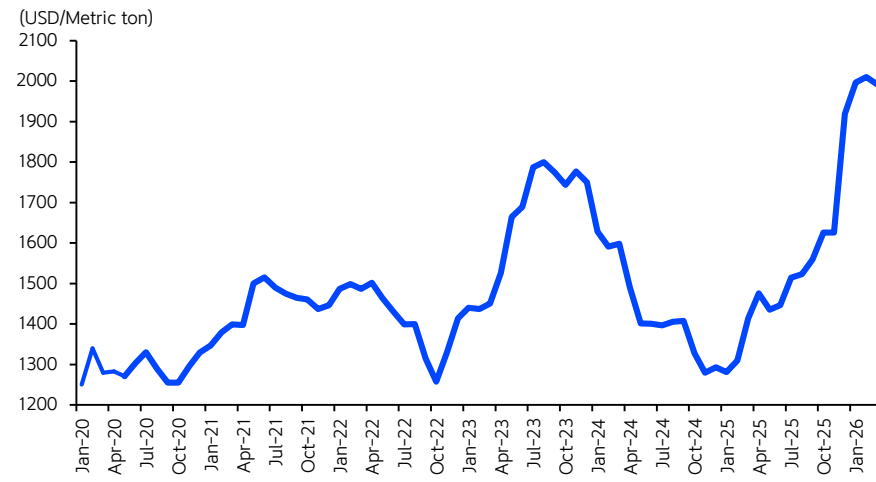
## Xuất khẩu cá tra – Tăng cường liên kết doanh nghiệp với các hộ nuôi nhằm ổn định giá cá giống

### Giá cá giống và giá cá thương phẩm tại Đồng Tháp (đồng/kg)



Nguồn: VASEP, Shinhan Securities Vietnam

### Giá bột cá (US/Metric ton)

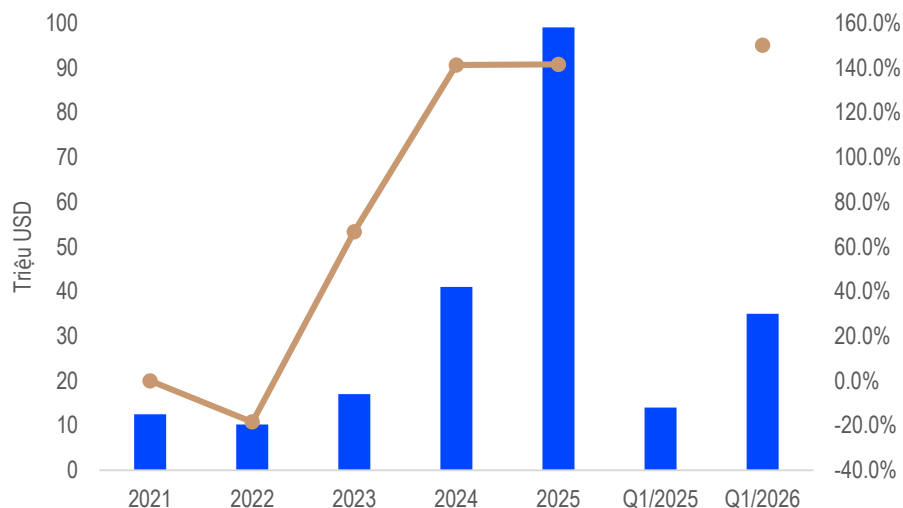


Nguồn: FRED, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Một nút thắt cơ cấu đáng lo ngại của ngành cá tra Việt Nam trong thời gian gần đây đó chính là sự suy giảm đồng thời về diện tích ương nuôi giống và số lượng cơ sở sản xuất giống. Nguyên nhân đến từ: (1) Quy hoạch lại vùng nuôi nhằm kiểm soát dịch bệnh; (2) Siết chặt tiêu chuẩn kỹ thuật khiến các cơ sở nhỏ lẻ không đủ điều kiện buộc phải rút lui; (3) Tâm lý thận trọng của người nuôi trước áp lực chi phí và rủi ro dịch bệnh ảnh hưởng đến tỷ lệ ương nuôi thành công.
- ❑ Hệ quả là từ cuối tháng 7/2025, giá cá giống tăng mạnh, đẩy chi phí đầu vào của hộ nuôi tăng cao. Đồng thời, chi phí thức ăn tăng do giá bột cá và giá đậu nành neo ở mức cao. Trong bối cảnh đó, giá cá thương phẩm lại không tăng tương ứng khiến người nuôi đối mặt nguy cơ thua lỗ. Do vậy, việc tăng cường kiểm soát con giống, thống nhất giữa doanh nghiệp thu mua và ngư dân nuôi giống là điều cần thiết.
- ❑ Các doanh nghiệp chế biến – đặc biệt nhóm có vùng nuôi tích hợp – nên ưu tiên chủ động hóa chuỗi giống thông qua đầu tư hoặc liên kết chiến lược với các cơ sở sản xuất giống đạt chuẩn, thay vì phụ thuộc vào thị trường giao ngay vốn biến động cao. Song song đó, mô hình cam kết giá mua thương phẩm đầu ra kết hợp hỗ trợ con giống đầu vào vừa giúp ổn định chi phí nguyên liệu cho doanh nghiệp, vừa giảm thua lỗ cho người nuôi, từ đó duy trì diện tích thả nuôi ổn định.

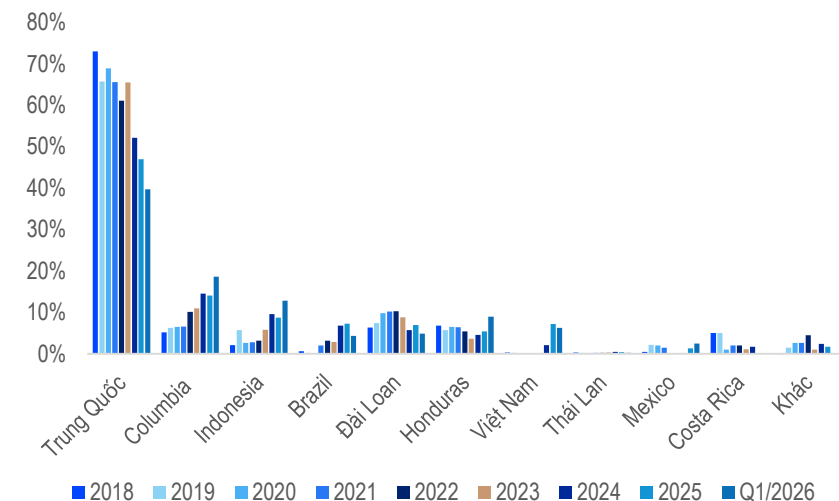
## Xuất khẩu cá rô phi – Chuyển hóa cơ hội thành tăng trưởng bền vững

**Kim ngạch xuất khẩu cá rô phi của Việt Nam**



Nguồn: VASEP, AgroMonitor, Shinhan Securities Vietnam

**Tỷ trọng nhập khẩu cá rô phi của các nước vào Mỹ**

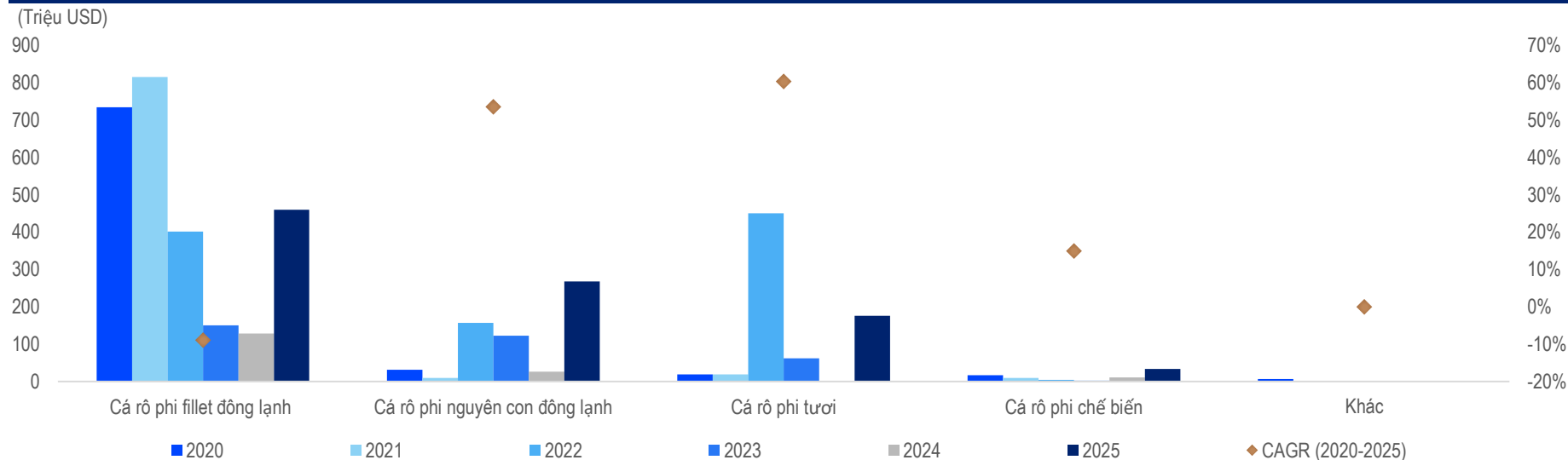


Nguồn: NOAA, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Khoảng trống thị phần tại Mỹ sau khi cá rô phi Trung Quốc và Brazil bị áp thuế cao đang tạo điều kiện thuận lợi cho cá rô phi Việt Nam xâm nhập sâu hơn vào thị trường lớn này. Điều này được chứng minh bởi kim ngạch xuất khẩu cá rô phi của Việt Nam Q1/2026 tăng mạnh 150% so với cùng kỳ năm trước.
- ❑ Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây mới chỉ là “cơ hội mở ra” thay vì một lợi thế bền vững dành cho Việt Nam. Do thị trường cá rô phi Mỹ hiện có sự cạnh tranh rất lớn từ các quốc gia đã xây dựng nền tảng nuôi bài bản từ sớm như Columbia, Indonesia, hay Đài Loan. Trong khi đó, Việt Nam chưa thực sự có vị thế mạnh trong chuỗi cung ứng cá rô phi toàn cầu. Tỷ trọng xuất khẩu cá rô phi vào Mỹ của Việt Nam vẫn còn khá nhỏ so với các đối thủ khác, chỉ mới tăng từ 0% lên 6-7% trong năm 2025 và Q1/2026.
- ❑ Do vậy, khả năng tận dụng triệt để khoảng trống thị trường và đạt được mức tăng trưởng bền vững trong dài hạn sẽ phụ thuộc nhiều vào việc phát triển các sản phẩm chế biến sâu đáp ứng xu hướng tiêu dùng tiện lợi tại các thị trường lớn và mở rộng thị trường ngoài Mỹ nhằm giảm phụ thuộc.

## Xuất khẩu cá rô phi – Phát triển các sản phẩm chế biến sâu đáp ứng xu hướng tiêu dùng tiện lợi

### Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu cá rô phi vào Mỹ

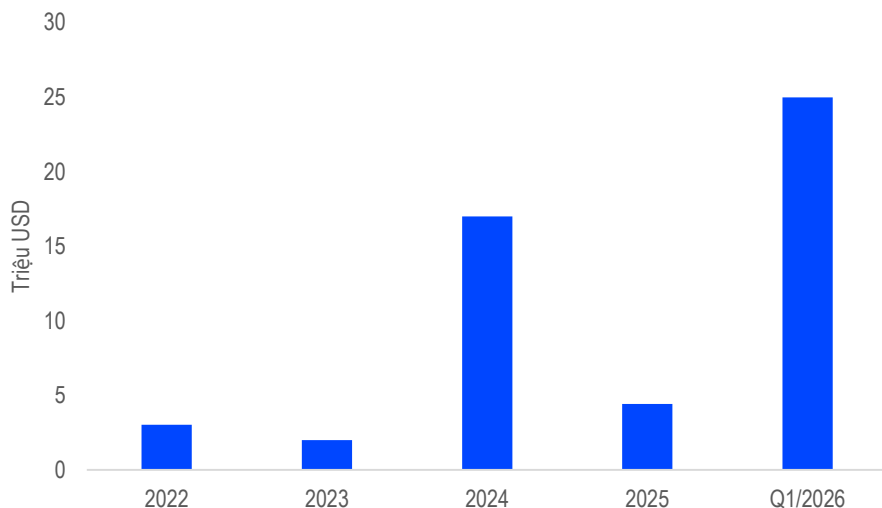


Nguồn: NOAA, Shinhan Securities Vietnam ước tính

- Xu hướng tiêu dùng sản phẩm cá rô phi tiện lợi, chế biến sẵn tại Mỹ đang ngày càng trở nên phổ biến. Theo khảo sát của FMI – Hiệp hội công nghiệp thực phẩm Hoa Kỳ, 59% tổng sản lượng tiêu thụ hải sản tại Mỹ đến từ nấu tại nhà, song người tiêu dùng không tìm kiếm nguyên liệu thô mà ưu tiên các sản phẩm đã qua xử lý, tẩm ướp và đóng gói theo khẩu phần sẵn sàng chế biến.
- Để tận dụng hiệu quả xu thế này, doanh nghiệp Việt cần đẩy mạnh việc phát triển các sản phẩm chế biến sâu (fillet tẩm ướp đông lạnh, cá rô phi cắt khúc sốt sẵn, các dạng meal kit tích hợp gia vị theo khẩu vị từng thị trường) đồng thời nâng cao năng lực R&D công thức, kiểm soát chất lượng, đảm bảo an toàn thực phẩm.
- Việc tham gia sâu vào phân khúc sản phẩm ngách không chỉ tạo ra giá trị gia tăng cao nhờ định giá sản phẩm dựa trên chất lượng và mức độ tiện lợi mà còn tạo rào cản cạnh tranh thông qua năng lực phát triển công thức, hệ thống chứng nhận quốc tế (ASC, Halal, BAP),...

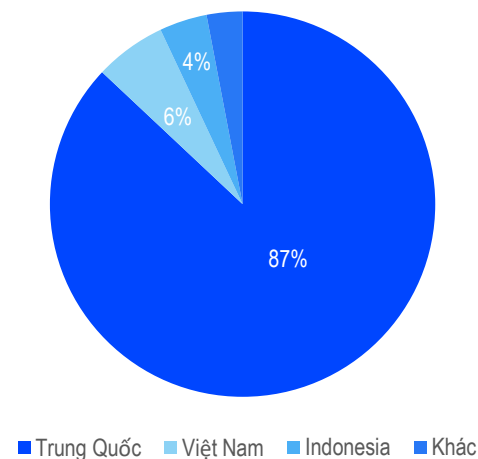
## Xuất khẩu cá rô phi – Mở rộng thị trường xuất khẩu tiềm năng

Giá trị xuất khẩu cá rô phi Việt Nam sang EU (tỷ USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính thị phần nhập khẩu cá rô phi của EU 2025



Nguồn: EURMOFA, Shinhan Securities Vietnam

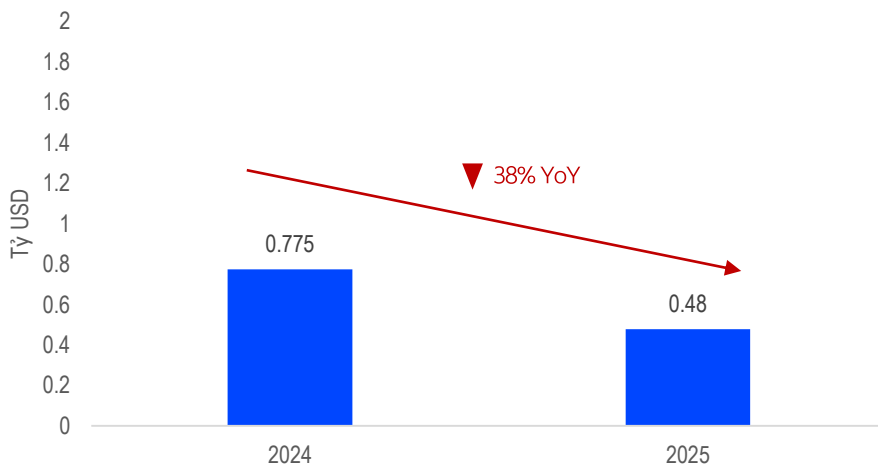
EU là thị trường xuất khẩu cá rô phi tiềm năng cho doanh nghiệp cá rô phi Việt Nam nhờ:

- Nhu cầu ngày càng tăng với hải sản giàu protein và giá cá phải chăng cùng xu hướng ưa chuộng các loại cá có vị nhẹ thúc đẩy tiêu thụ mạnh trên thị trường.
- Nguồn cung cá thịt trắng tự nhiên như cá tuyết và cá minh thái – hai mặt hàng chiếm tỷ trọng lớn trong rổ tiêu thụ của khối bị siết chặt hạn ngạch do các quy định bảo tồn trữ lượng tự nhiên. Điều này tạo điều kiện gia tăng nhu cầu cá rô phi – thuộc cùng loại cá thịt trắng, giá thành rẻ và hàm lượng protein cao.
- Ưu đãi thuế từ hiệp định EVFTA giúp doanh nghiệp Việt nâng cao sức cạnh tranh về giá.

Các yếu tố thuận lợi trên đã bắt đầu phản ánh rõ nét vào giá trị xuất khẩu thực tế. Q1/2026 ghi nhận mức tăng đột biến +137% YoY. Động lực chủ yếu đến từ nhu cầu cá rô phi gia tăng trong bối cảnh nguồn cung cá thịt trắng truyền thống tiếp tục bị thu hẹp. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy cá rô phi Việt Nam đang tận dụng khá hiệu quả cơ hội tại EU và có tiềm năng mở rộng thị phần trong thời gian tới.

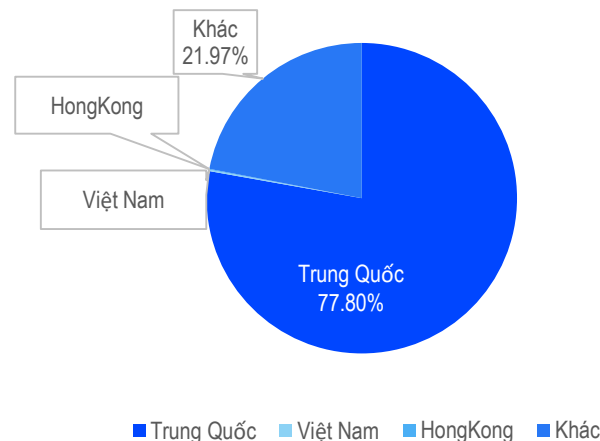
## Xuất khẩu cá rô phi – Mở rộng thị trường xuất khẩu tiềm năng

### Giá trị xuất khẩu cá rô phi Việt Nam sang Mexico



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

### Ước tính thị phần nhập khẩu cá rô phi của Mexico 2025



Nguồn: Trendeconomy, Shinhan Securities Vietnam

Mexico là một trong những thị trường nhập khẩu cá rô phi lớn nhất thế giới nhưng cũng là thị trường biến động nhiều do khi những nhà nhập khẩu nước này khá thận trọng trước biến động kinh tế và chi phí logistic trên toàn cầu. Điều này là nguyên nhân khiến kim ngạch nhập khẩu cá rô phi Việt Nam của Mexico trong 2025 giảm 38% YoY.

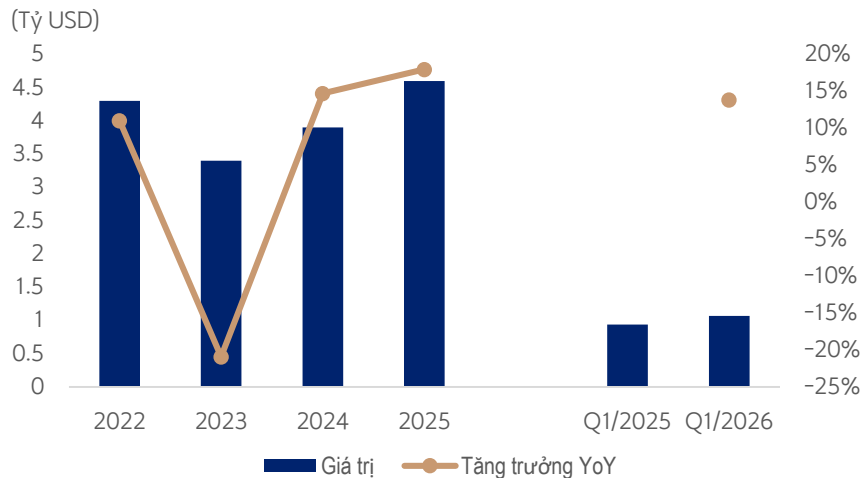
Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng đây vẫn là thị trường xuất khẩu tiềm năng cho xuất khẩu cá rô phi Việt Nam do:

**- Nhu cầu tiêu thụ cao, vượt xa sản lượng trong nước:** Mặc dù sản xuất nội địa đang tăng trưởng do chính phủ Mexico thúc đẩy nuôi cá rô phi trong nước nhưng chúng tôi cho rằng cần thời gian dài để sản lượng cung ứng trong nước đáp ứng đủ nhu cầu. Do đó, Mexico vẫn cần nhập khẩu cá rô phi từ các nước khác để đáp ứng nhu cầu. Và Việt Nam là một trong những nhà cung ứng triển vọng với những lợi thế cạnh tranh lớn về chất lượng và nguồn cung ổn định.

**- Ưu đãi thuế quan:** Trong khi đối thủ cạnh tranh lớn là Trung Quốc chịu mức thuế cao khi xuất khẩu sang Mexico (khoảng 16%), lợi thế hưởng mức thuế suất ưu đãi 0% nhờ hiệp định thương mại CPTPP giúp các doanh nghiệp Việt nâng cao tính cạnh tranh về giá và mở rộng thị phần.

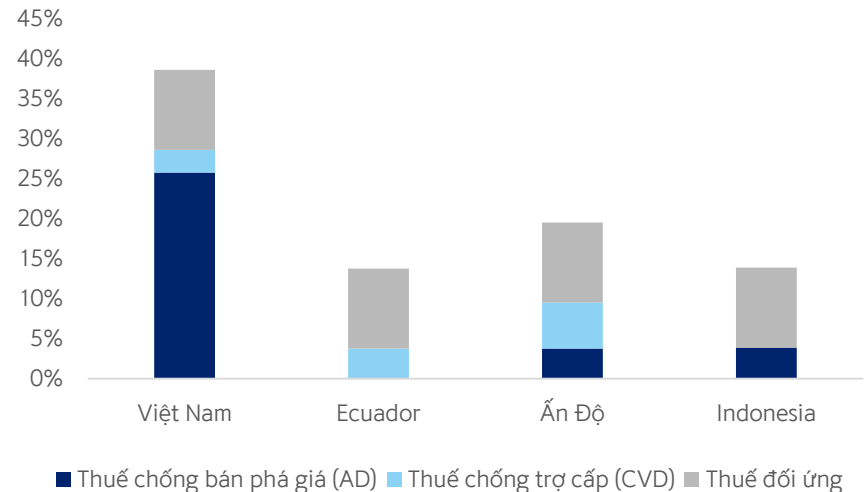
## Xuất khẩu tôm – Dự kiến chịu áp lực bởi thuế AD POR20 sơ bộ của Mỹ...

Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam giai đoạn 2022 – Q1/2026



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Các loại thuế khi xuất khẩu tôm vào thị trường Mỹ



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

### Kết quả sơ bộ thuế chống bán phá giá (Anti-Dumping – AD) POR20 do DOC\* công bố vào tháng 5/2026 gây ra bất lợi tạm thời về giá bán cho tôm Việt Nam tại Mỹ khi phải chịu mức thuế cao hơn Ấn Độ và Ecuador:

- Mức thuế suất toàn quốc sơ bộ của Việt Nam ở mức 25.76%, cao hơn so với các đối thủ khác như Ấn Độ (3.76%) và Ecuador (0%). Trong bối cảnh người mua hàng Mỹ ngày càng nhạy cảm với giá, mức chênh lệch thuế suất này có thể dẫn đến xu hướng chuyển dịch đơn hàng sang các quốc gia có lợi thế thuế tốt hơn, làm gia tăng áp lực lên khả năng duy trì thị phần của tôm Việt Nam tại Mỹ trong ngắn hạn. Chúng tôi dự kiến kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam Q3/2026 có thể suy giảm nhẹ so với quý trước do tác động từ yếu tố cạnh tranh giá.
- Tuy nhiên, do đây mới chỉ là kết quả sơ bộ, mức thuế chính thức dự kiến công bố sau 120 ngày vẫn còn khả năng điều chỉnh giảm, qua đó kỳ vọng giúp **áp lực cạnh tranh của doanh nghiệp Việt có thể hạ nhiệt trong Q4/2026.**

\*DOC (Department of Commerce – Bộ Thương mại Hoa Kỳ): là cơ quan liên bang chịu trách nhiệm điều tra và áp đặt các biện pháp phòng vệ thương mại như thuế chống bán phá giá (Anti-Dumping – AD), thuế chống trợ cấp (Countervailing Duty – CVD),...

## Xuất khẩu tôm – ... nhưng mức độ ảnh hưởng có phân hóa giữa các doanh nghiệp

Thuế chống bán phá giá (AD) đối với tôm nước ấm đông lạnh của một số doanh nghiệp Việt Nam khi xuất khẩu vào Mỹ						
Doanh nghiệp	POR18 sơ bộ	POR18 chính thức	Por19 sơ bộ (T6/2025)	POR19 chính thức (T2/2026)	POR20 sơ bộ (T5/2026)	POR20 chính thức (Dự kiến T9-T11/2026)
FMC	25.76%	25.76%	35.29%	4.58%	10.76%	Kỳ vọng < 10%
MPG*	25.76%	25.76%	•0% đối với hàng tự sản xuất & xuất khẩu •35.29% đối với hàng do đơn vị khác sản xuất, MPG xuất khẩu.	•0% đối với hàng tự sản xuất & xuất khẩu •25.76% đối với hàng do đơn vị khác sản xuất, MPG xuất khẩu.	•0% đối với hàng tự sản xuất & xuất khẩu •7.56% đối với hàng do đơn vị khác sản xuất, MPG xuất khẩu.	Kỳ vọng được hưởng mức thuế hợp lý
Thông thuận	25.76%	25.76%	0%	25.76%	7.56%	Kỳ vọng được hưởng mức thuế hợp lý
Stapimex	25.76%	25.76%	35.29%	25.76%	6.76%	Kỳ vọng được hưởng mức thuế hợp lý
Các doanh nghiệp được hưởng thuế suất riêng rẽ	25.76%	25.76%	35.29%	4.58%	7.56%	Kỳ vọng được hưởng mức thuế hợp lý
Các doanh nghiệp còn lại	25.76%	25.76%	35.29%	25.76%	25.76%	Kỳ vọng được hưởng mức thuế hợp lý

\*Kể từ 18/7/2016, theo Quyết định thực thi Mục 129 của Đạo luật Uruguay Round, sản phẩm do **MPG tự sản xuất và xuất khẩu sẽ được miễn thuế**; hàng do **bên thứ ba sản xuất và MPG xuất khẩu thì vẫn bị áp thuế theo tỷ lệ toàn quốc**

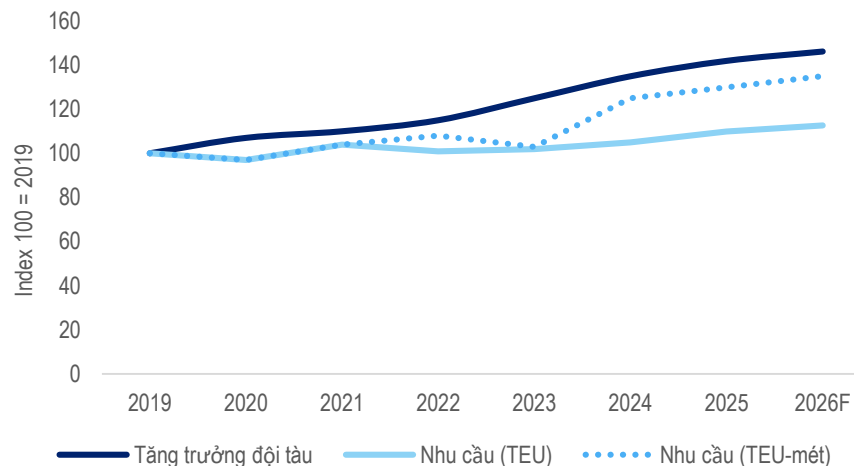
Nguồn: Vasep, DOC, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

☐ Kết quả sơ bộ POR20 dự kiến tạo ra sự phân hoá về lợi thế cạnh tranh giá bán giữa các doanh nghiệp Việt Nam tại thị trường Mỹ:

- **STAPIMEX có cơ hội nâng cao khả năng cạnh tranh về giá trong ngắn hạn** nhờ hưởng mức thuế thấp nhất trong số các doanh nghiệp Việt, đồng thời là sự cải thiện vượt bậc so với mức thuế của kỳ rà soát trước.
- **FMC gặp bất lợi tạm thời trong ngắn hạn và kỳ vọng phục hồi sau khi có kết quả chính thức POR20:** FMC đang chịu mức thuế cao nhất trong nhóm được hưởng thuế riêng biệt và cao hơn mức thuế của đợt rà soát trước. Điều này dự kiến tạo bất lợi trong việc cạnh tranh giá bán, doanh thu xuất khẩu có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng FMC lấy lại vị thế của mình khi kết quả chính thức POR20 được công bố nhờ: (1) Đã xác định được nguyên nhân thuế cao hơn đợt rà soát trước và đang tích cực giải trình, kỳ vọng nhận mức thuế <10%; (2) Hệ thống quản lý hồ sơ; truy xuất dữ liệu tương đối chặt chẽ và lịch sử được duy trì mức thuế thấp trong các kỳ rà soát trước.

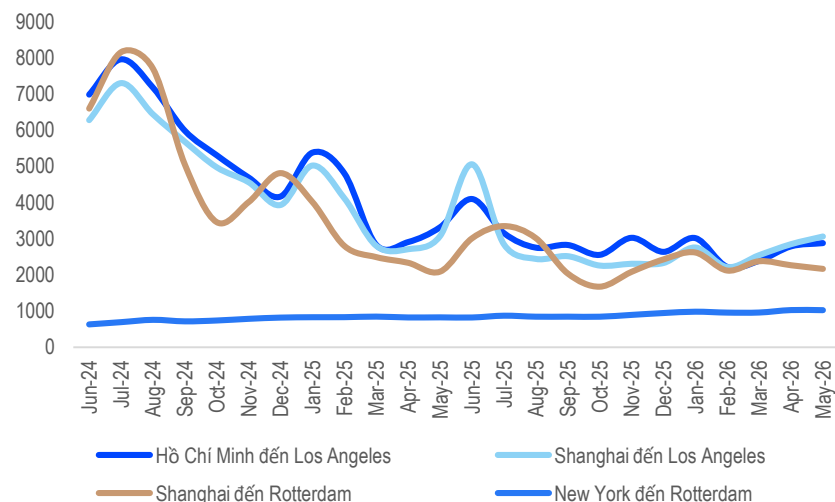
## Logistics – Giá cước giao ngay dự báo duy trì ở mức cao nhưng phân hóa giữa các tuyến

### Tăng trưởng đội tàu và nhu cầu thế giới



Nguồn: WTO, Shinhan Securities Vietnam

### Giá cước giao ngay trung bình của các tuyến chính (USD/FEU)



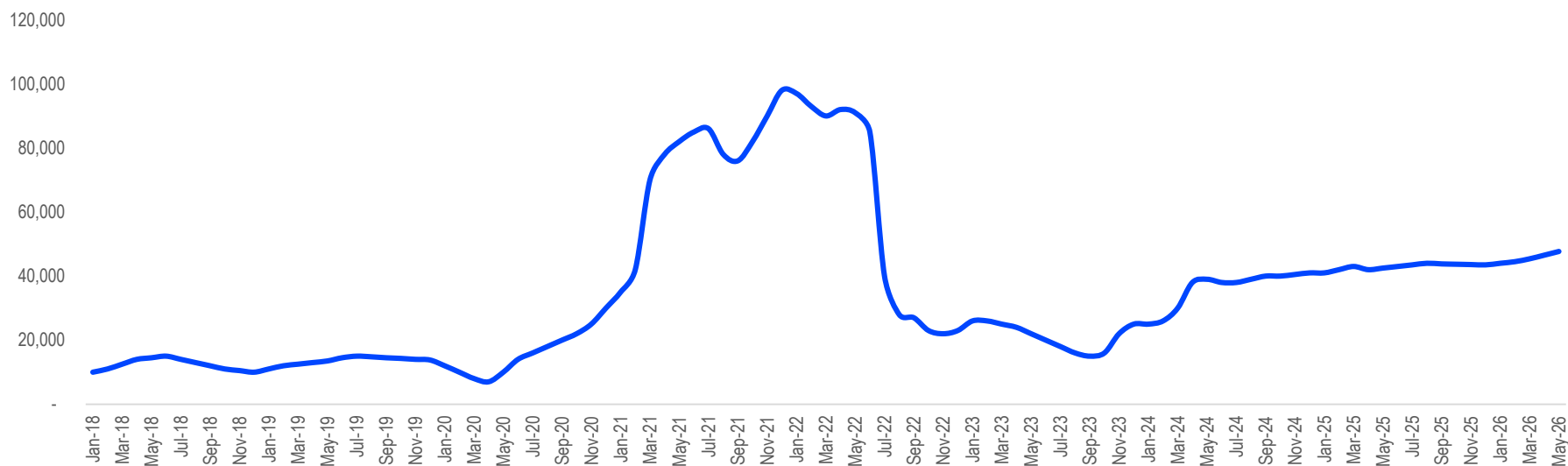
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

❑ **Mặt bằng giá cước vận tải vẫn neo ở mức cao do tình trạng tắc nghẽn cảng kéo dài và thời gian vận chuyển chưa được cải thiện đáng kể.** Tuy nhiên, xu hướng giá giữa các tuyến vận tải đang có sự phân hóa rõ rệt. Trong khi cước vận tải trên tuyến Á – Địa Trung Hải điều chỉnh giảm nhẹ, giá cước xuyên Thái Bình Dương lại tăng trở lại, với tuyến Thượng Hải – Los Angeles ghi nhận mức tăng 9%. Bên cạnh đó, các hãng tàu đang đồng loạt áp dụng phụ phí nhiên liệu khẩn cấp trên nhiều tuyến vận tải, qua đó làm gia tăng đáng kể tổng chi phí logistics, đặc biệt đối với các tuyến xuyên Thái Bình Dương và xuyên Đại Tây Dương. Dù vậy, các khoản phụ phí này hiện vẫn chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cước cơ bản trên tuyến Á – Âu.

❑ Xung đột tại Trung Đông tiếp tục leo thang đã làm gia tăng mức độ bất ổn của chuỗi cung ứng toàn cầu, thúc đẩy **xu hướng khách hàng đẩy sớm đơn hàng cho mùa cao điểm.** Nhu cầu thuê tàu duy trì ở mức cao khi các hãng vận tải lên kế hoạch triển khai thêm nhiều tuyến dịch vụ phục vụ cao điểm trong tháng 6, tập trung chủ yếu tại các tuyến xuyên Thái Bình Dương và khu vực tiểu lục địa Ấn Độ.

## Logistics – Thị trường cho thuê tàu định hạn vẫn neo ở mức cao

Cước tàu cho thuê định hạn trung bình (USD/năm)

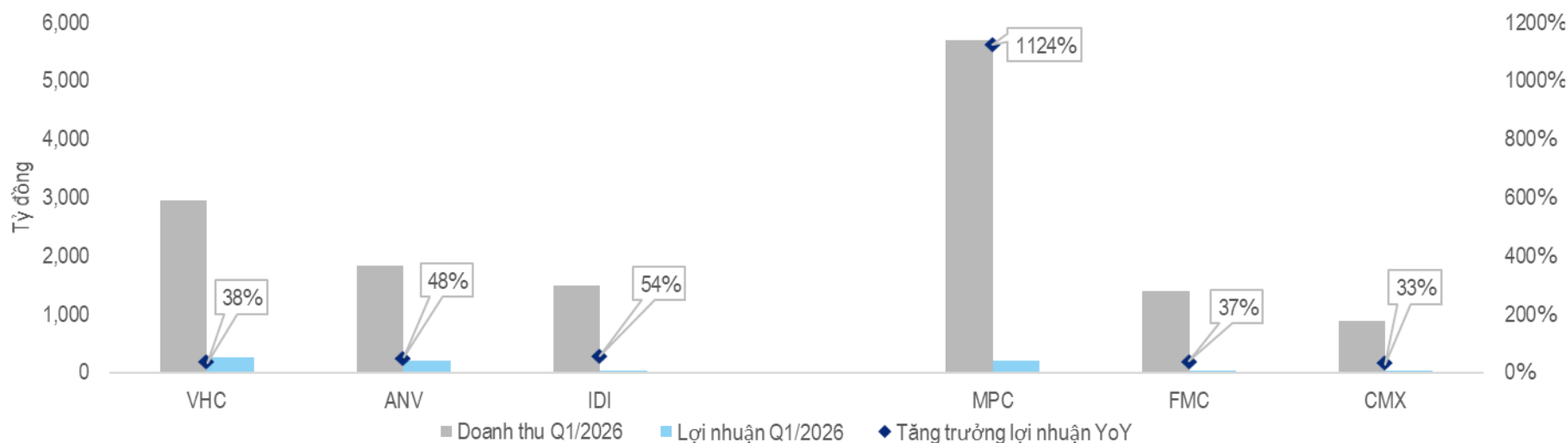


Nguồn: Alphaliner, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Giá thuê tàu định hạn tiếp tục duy trì xu hướng tăng tích cực, được hỗ trợ bởi nhu cầu thuê tàu ở mức cao, trong khi nguồn cung hạn chế giúp mặt bằng giá giữ ở vùng hấp dẫn. Thị trường cho thuê tàu container vẫn diễn biến thuận lợi và đến nay gần như chưa chịu tác động đáng kể từ căng thẳng tại Trung Đông, thậm chí còn ghi nhận đà tăng trưởng mạnh hơn. Theo quan sát của Alphaliner, giá thuê đã tăng ở ít nhất ba phân khúc kích cỡ tàu, trong bối cảnh nhu cầu tải trọng duy trì cao. Cụ thể, các tàu Panamax cổ điển (4,000 – 5,299 TEU), cùng với nhóm tàu 1,500–1,900 TEU và 1,000–1,250 TEU đều ghi nhận mức tăng giá thuê rõ rệt. Các phân khúc còn lại cũng tiếp tục duy trì diễn biến tích cực với mặt bằng giá cao, phản ánh nhu cầu ổn định khi các tàu dễ dàng được tái khai thác giữa các hãng vận hành.
- ❑ Đáng chú ý, nguồn cung hạn chế đối với các tàu cỡ dưới 4,000 TEU đã khiến thị trường cho thuê tàu trở nên hấp dẫn hơn với khu vực nội Á, qua đó đẩy giá cước vận tải trong khu vực tăng cao.

## KQKD DN thủy sản Q1/2026 – Khởi đầu thuận lợi

### Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành thủy sản

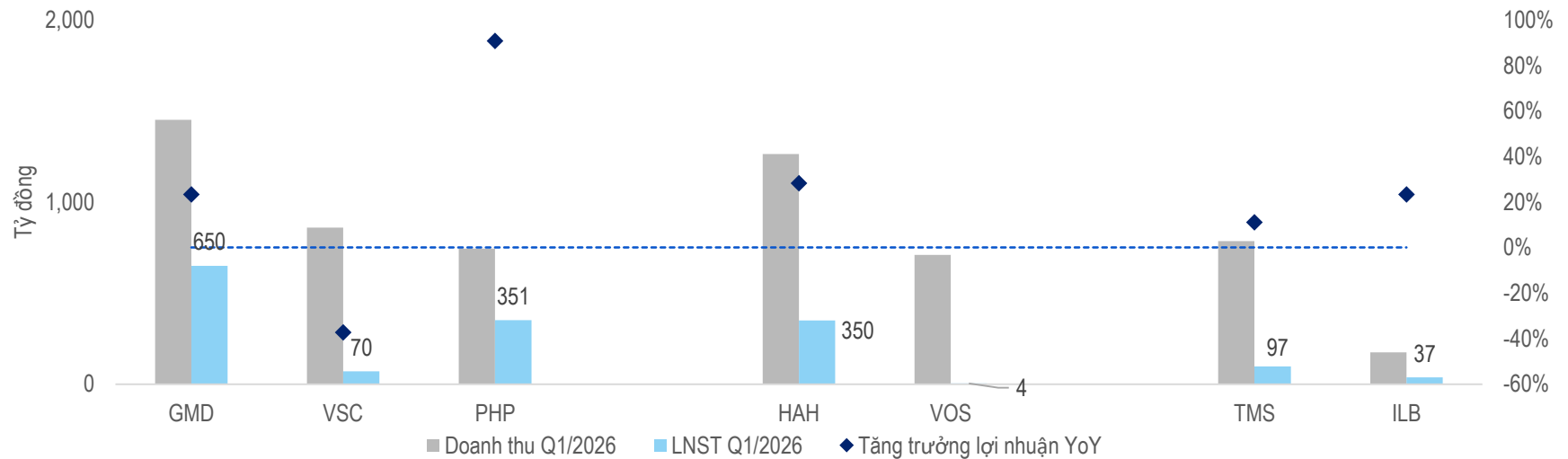


Nguồn: Fiipro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra: Trong Q1/2026, nhóm doanh nghiệp cá tra ghi nhận mức tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ, song động lực tăng trưởng có sự phân hoá giữa các doanh nghiệp. Trong khi VHC ghi nhận đà tăng lợi nhuận chủ yếu được hỗ trợ bởi khoản cổ tức của công ty con, lợi nhuận cốt lõi tăng không đến từ mảng cá tra chủ lực mà từ mảng bột cá và mở cá thì ANV tăng trưởng nhờ xuất khẩu mạnh cá tra và cá rô phi sang Trung Quốc trong dịp Tết nguyên đán.
- ❑ Doanh nghiệp xuất khẩu tôm: Trong Q1/2026, lợi nhuận của các doanh nghiệp tôm cũng ghi nhận đà tăng trưởng. Trong đó, nổi bật nhất là MPC với đà tăng vượt trội 1,124% nhờ đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm giá trị gia tăng với số lượng lớn và kiểm soát tốt chi phí sản xuất. Bên cạnh đó, FMC cũng ghi nhận kết quả khả quan nhờ việc chú trọng xuất khẩu các sản phẩm chế biến sâu. Đối với CMX, lợi nhuận tăng được hỗ trợ bởi yếu tố tỷ giá thuận lợi cùng với sự cải thiện về sản lượng và cơ cấu sản phẩm bán hàng.

## KQKD Ngành logistics Q1/2026 – Tăng trưởng tích cực

### Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành logistics



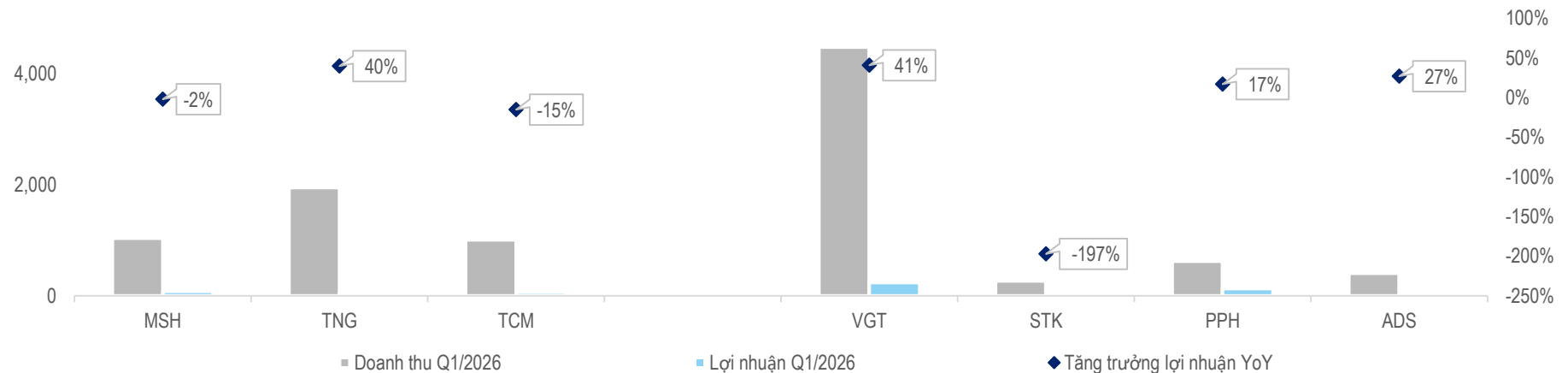
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Doanh nghiệp cảng biển: Trong Q1/2026, nhóm cảng biển ghi nhận kết quả kinh doanh phân hóa rõ nét. GMD tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực với lợi nhuận tăng 23% YoY. PHP ghi nhận kết quả kinh doanh mạnh mẽ nhờ các bến cảng tại khu vực Lạch Huyện 3 và 4 ghi nhận hiệu suất khai thác tốt, thoát lỗ sớm hơn dự kiến nhờ hợp tác chiến lược với hãng tàu MSC. Ngược lại, dù VSC ghi nhận doanh thu tăng 26%, lợi nhuận lại suy giảm do áp lực chi phí tài chính gia tăng.
- ❑ Doanh nghiệp vận tải: Được hỗ trợ bởi hoạt động vận tải biển duy trì sôi động cùng mặt bằng giá cước ở mức cao, nhóm doanh nghiệp vận tải biển ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong quý vừa qua. Bên cạnh đó, HAH tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động nhờ giá cho thuê tàu tăng, đồng thời điều chỉnh tăng phí và cước dịch vụ vận tải cũng như khai thác cảng.
- ❑ Doanh nghiệp kho vận: Lợi nhuận TMS tăng 13.5% nhờ hoạt động cốt lõi vẫn duy trì tăng trưởng

## KQKD Ngành dệt may Q1/2026 – Ngành may hụt hơi hậu front-loading trong khi ngành sợi có tín hiệu khả quan từ thị trường Trung Quốc

### Kết quả kinh doanh Q1/2026 của một số doanh nghiệp lớn trong ngành Dệt may

(Tỷ USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ **Doanh nghiệp may:** Trong bối cảnh nhu cầu dệt may hạ nhiệt sau giai đoạn tích lũy hàng hoá, lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may nhìn chung suy yếu. MSH ghi nhận lợi nhuận giảm nhẹ trong bối cảnh tâm lý đặt hàng thận trọng tại thị trường Mỹ, TCM chịu sức ép suy giảm đơn hàng tại thị trường Hàn Quốc do cầu tiêu thụ kém và sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc. Điểm sáng le lói trong kỳ là TNG với mức tăng trưởng ấn tượng, được hỗ trợ bởi lượng đơn hàng duy trì ổn định từ đối tác chiến lược Decathlon.
- ❑ **Doanh nghiệp sợi:** Trái với bức tranh kém tích cực của ngành may, ngành sợi nhìn chung ghi nhận diễn biến khả quan hơn khi phần lớn doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng lợi nhuận, được thúc đẩy bởi sự phục hồi trong nhu cầu tiêu thụ sợi tại Trung Quốc. VGT tăng trưởng mạnh nhờ sự phục hồi mạnh mẽ về giá bán sợi và tận dụng tốt nhu cầu từ thị trường Trung Quốc khi ngành sợi nước này mất lợi thế về chi phí. PPH và ADS cũng hưởng lợi đáng kể từ xu hướng giá bán sợi tăng, giúp lợi nhuận tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, STK lại ghi nhận giảm mạnh 197% do chịu áp lực lớn từ chi phí vận hành nhà máy Unitex giai đoạn 1 và lãi vay tăng trong khi doanh thu giảm.

# Xuất nhập khẩu| Cơ hội đầu tư cổ phiếu Xuất nhập khẩu

**Bảng tổng hợp công ty XNK niêm yết có vốn hóa vừa và lớn**

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Kết quả kinh doanh				Định giá 26F	
No	Mã	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (*) (VND)	Upside (%)	NPM 2026F (%)	ROA 2026F (%)	ROE 2026F (%)	LNST Q12026 (tỷ VND)	T.Trg LNST Q12026 (% YoY)	LNST.2026F (tỷ VND)	T.Trg LNST 2026F (% YoY)	P/E (x)	P/B (x)
1	GMD	Dịch vụ cảng	33,224	76,100	93,900	23.4	38.4	12.3	15.7	650	32.6	2,656	15.4	14.4	2.8
2	HAH	Dịch vụ cảng	10,491	55,000	72,900	32.5	26.5	13.4	20.1	351	28.6	1,407	0.4	9.2	1.9
3	VSC	Dịch vụ cảng	7,731	20,100	29,700	47.8	17.3	4.7	8.8	70	-83.4	700	33.2	15.9	2.4
4	VHC	Thủy sản	12,190	57,800	69,400	20.1	12.0	9.9	12.6	286	37.9	1,523	1.1	11.7	1.4
5	ANV	Thủy sản	5,938	21,200	28,300	22.0	13.8	15.7	22.6	195	48.0	1,039	4.0	7.7	1.8
6	FMC	Thủy sản	2,289	34,950	40,100	14.7	3.5	6.6	10.8	51	37.9	361	3.4	11.5	1.1
7	MSH	Dệt may	3,904	34,000	42,600	25.2	12.7	14.6	30.3	81	-3.3	686	2.2	7.0	2.3
8	TCM	Dệt may	2,566	20,700	24,700	19.3	7.0	6.0	10.3	66	-16.0	346	13.0	10.4	1.3
9	TNG	Dệt may	2,446	18,900	27,600	46.0	4.6	6.0	21.3	60	39.2	433	10.2	7.8	1.8
10	STK	Dệt may	1,822	11,200	13,200	16.7	8.9	4.8	10.7	-34	-196.7	76	49.6	7.9	1.5
Tổng										<b>1,776</b>	<b>15.5</b>	<b>9,227</b>	<b>8.4</b>		

(\*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 06/04/2026

# CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)



Giá mục tiêu (12 tháng) **42,600 VND**

Giá hiện tại (04/06/2026) **34,000 VND**

Suất sinh lời (%) **25.2%**

VNINDEX	1,832
HNINDEX	305
Vốn hóa (tỷ VND)	3,826
SLCP đang lưu hành (triệu)	113
SLCP tự do giao dịch (triệu)	55
52 tuần cao/thấp (VND)	41,500/31,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.47
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	11

Cổ đông lớn (%)	Bùi Đức Thịnh	23.91
	CP Chứng khoán FPT	10.66

<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-13.4	0.4	-5.6
Tg đối với VN-Index (%)	-14.1	-5.0	-41.7

## Vững vàng tăng trưởng

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và chăn ga gối đệm hàng đầu Việt Nam. Với kim ngạch xuất khẩu gần 300 triệu USD/năm, MSH hiện đang nằm trong top 10 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam. Mỹ là thị trường xuất khẩu chủ lực của MSH, chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu với khách hàng chính là các hãng thời trang lớn như Columbia Sportswear, Haddad Brands, G-III,.. Bên cạnh đó, MSH còn sở hữu tiềm lực lớn về năng lực sản xuất với 102 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường II).

### Luận điểm đầu tư:

- Trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ của MSH vẫn sẽ được duy trì, bất chấp nhu cầu yếu tại thị trường này. Động lực đến từ: (1) Quan hệ đối tác chiến lược dài hạn với các nhà bán lẻ Mỹ giúp duy trì lượng đơn hàng; (2) Kỳ vọng mở rộng thị phần tại Mỹ ở phân khúc sản phẩm kỹ thuật phức tạp do đối thủ cạnh tranh duy nhất là Trung Quốc đang mất dần vị thế do chịu mức thuế cao và các đối thủ cạnh tranh khác như Ấn Độ, Bangladesh không đủ năng lực sản xuất cạnh tranh tại phân khúc này.
- Mở rộng xuất khẩu mảng Chăn ga gối đệm (CGGD) sang Mỹ và Nhật Bản: Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu CGGD sang Mỹ và Nhật Bản sẽ khởi sắc trong bối cảnh thị trường bedding tại Mỹ đang tăng trưởng mạnh và khách hàng lớn Columbia Sportswear đang kinh doanh mảng này, tạo điều kiện thuận lợi để MSH tiếp cận thêm đơn hàng thông qua kênh quan hệ đã thiết lập từ trước.

### Triển vọng nửa cuối năm 2026:

Tổng kết Q1/2026, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,041 tỷ VND (+0.4% YoY), NPAT-Mi đạt 82 tỷ VND (-2% YoY). Doanh thu có xu hướng đi ngang trong Q1 do tâm lý thận trọng của khách hàng trong bối cảnh nhu cầu tại Mỹ yếu đi sau giai đoạn front-loading. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp đạt 20.3% (+10 đpt YoY) trong bối cảnh giá bán chịu áp lực cho thấy khả năng kiểm soát chi phí sản xuất hiệu quả của công ty.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của MSH đạt 5,406 tỷ đồng (-3% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng sẽ diễn biến ngược chiều với doanh thu, đạt 686 tỷ đồng, tăng 3% YoY nhờ: (1) Năng lực kiểm soát chi phí sản xuất hiệu quả; (2) Khả năng linh hoạt điều chỉnh tỷ trọng phương thức sản xuất CMT, FOB giúp tối ưu công suất và nâng cao biên lợi nhuận.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may của Mỹ sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm, (4) Rủi ro tỷ giá tăng và (5) Rủi ro khách hàng phá sản.



Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>4,542</b>	<b>5,280</b>	<b>5,538</b>	<b>5,406</b>	<b>5,764</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	187	441	702	715	765
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>245</b>	<b>440</b>	<b>671</b>	<b>686</b>	<b>720</b>
EPS (VND)	3,260	5,465	5,436	6,098	6,403
OPM (%)	4.1	8.4	12.7	13.2	13.3
NPM (%)	5.4	8.3	12.1	12.7	12.5
<b>ROE (%)</b>	<b>13.9</b>	<b>22.7</b>	<b>31.4</b>	<b>30.3</b>	<b>29.9</b>
PER (x)	11.1	9.5	5.0	7.0	6.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 169

# CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HOSE: TNG)

# TNG

Giá mục tiêu (12 tháng) **27,600VND**

Giá hiện tại (04/06/2026) **18,900VND**

Suất sinh lời (%) **46.0%**

VNINDEX 1,832

HNXINDEX 305

Vốn hóa (tỷ VND) 2,433

SLCP đang lưu hành (triệu) 129

SLCP tự do giao dịch (triệu) 75

52 tuần cao/thấp (VND) 28,000/17,40

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.91

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 39

Cổ đông lớn Nguyễn Văn Thời 18.32

Nguyễn Đức Mạnh 11.49

**Biến động giá** 3T 6T 12T

Tuyệt đối (%) -29.5 -2.6 -1.6

Tg đối với VN-Index (%) -30.2 -8.0 -37.7



## Vững thế vươn xa

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HOSE: TNG) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu dệt may hàng đầu Việt Nam, hoạt động chính trong lĩnh vực may công nghiệp xuất khẩu, ngoài ra còn mở rộng sang lĩnh vực bất động sản với Khu công nghiệp Sơn Cầm. TNG chuyên cung cấp hàng may mặc cho các đối tác chiến lược như Decathlon, Columbia, Nike,... đồng thời xuất khẩu bông phục vụ cho nguồn nguyên liệu sản xuất các sản phẩm jacket của các khách hàng đối tác sang Ấn Độ, Indonesia,... Hiện tại, TNG là doanh nghiệp dệt may VN duy nhất đáp ứng đầy đủ bộ 17 tiêu chí của Liên Hợp Quốc về ESG, điều này đã giúp cho TNG nhận được thêm nhiều hợp đồng sản xuất cho các thương hiệu lớn.

### Lựa chọn đầu tư:

- Đơn hàng ổn định từ khách hàng chiến lược Decathlon: Với lợi thế là top 3 nhà cung cấp lớn nhất trên thế giới của tập đoàn thời trang hàng đầu thế giới - Decathlon, đơn hàng của TNG dự kiến được duy trì ổn định trong dài hạn. Đây là lợi thế vượt trội trong bối cảnh nhu cầu dệt may toàn cầu suy yếu và các đối thủ khác đang phải ra sức để duy trì đơn hàng.
- Triển vọng mở rộng tệp khách hàng: Việc có thêm các khách hàng mới như H&M, LIDL. The North Face là tín hiệu tích cực cho việc gia tăng đơn hàng của TNG trong thời gian tới. Với năng lực sản xuất vượt trội, đáp ứng trọn bộ tiêu chuẩn ESG, chúng tôi cho rằng TNG đủ năng lực và quy mô sản xuất để đáp ứng các tiêu chuẩn khác nhau từ những thương hiệu thời trang, từ đó gia tăng doanh thu và lợi nhuận trong thời gian tới.
- Cụm Công Nghiệp Sơn Cầm 1 có thể đem lại lợi nhuận trong dài hạn nếu giải quyết được các vướng mắc còn hiện hữu.

### Triển vọng nửa cuối năm 2026:

Tổng kết Q1/2026, TNG ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,952 tỷ VND (+30% YoY), NPAT-Mi đạt 60 tỷ VND (+40% YoY). Doanh thu, lợi nhuận tăng trưởng tích cực là nhờ (1) Đẩy mạnh khai thác các dòng hàng phức tạp tại thị trường Mỹ và EU; (2) Tối ưu hoá chi phí sản xuất; (3) Tình hình đơn hàng tích cực khi có thêm các khách hàng mới và lượng đơn hàng ổn định từ các khách hàng lâu năm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026 của TNG đạt 9,382 tỷ đồng (+8% YoY), NPAT-Mi đạt 433 tỷ đồng (+11% YoY), được thúc đẩy bởi: (1) Tình hình đơn hàng tích cực từ các khách hàng hiện hữu và khách hàng mới tại EU, Mỹ; (2) Tiếp tục mở rộng công suất, nâng cao năng lực sản xuất khi tuyển thêm lao động.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro thanh toán và chi phí lãi vay ăn mòn lợi nhuận do tỷ lệ vay nợ cao; (2) Rủi ro tỷ giá tăng; (3) Rủi ro nhu cầu may mặc tại thị trường Mỹ sụt giảm.

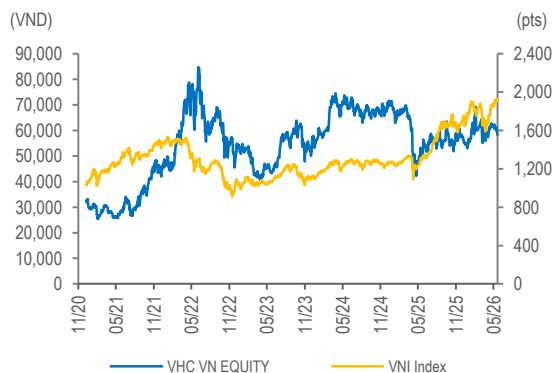
Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>7,098</b>	<b>7,656</b>	<b>8,699</b>	<b>9,382</b>	<b>9,849</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	292	401	507	553	596
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>222</b>	<b>316</b>	<b>392</b>	<b>433</b>	<b>454</b>
EPS (VND)	2,019	2,693	3,175	3,536	3,701
OPM (%)	4.1	5.2	5.8	5.9	6.1
NPM (%)	3.1	4.1	4.5	4.6	4.6
<b>ROE (%)</b>	<b>12.7</b>	<b>16.9</b>	<b>20.1</b>	<b>21.3</b>	<b>20.4</b>
PER (x)	9.9	9.3	5.7	7.8	7.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 170



Giá mục tiêu (12 tháng)	69,400 VND		
Giá hiện tại (04/06/2026)	57,800 VND		
Suất sinh lời (%)	20.1%		
VNINDEX	1,832		
HNXINDEX	305		
Vốn hóa (tỷ VND)	12,106		
SLCP lưu hành (triệu CP)	209		
Tự do giao dịch (triệu CP)	109		
52-tuần cao/thấp (VND)	69,900/50,700		
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.18		
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	54		
Cổ đông lớn	42.32		
(%)	6.80		
Trương Thị Lệ Khanh			
Mitsubishi Corporation			
<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-6.8	0.3	3.4
So với VNIndex(%)	-7.5	-5.1	-32.7



## Tận dụng khoảng trống tại thị trường Mỹ

CTCP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC) là doanh nghiệp dẫn đầu ngành xuất khẩu cá tra Việt Nam, chiếm khoảng 14% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước. VHC sở hữu chuỗi giá trị khép kín, quy mô sản xuất lớn và đạt chuẩn nhiều tiêu chuẩn quốc tế.

### Quan điểm đầu tư:

- Mảng cá tra dự kiến tăng trưởng tích cực trong bối cảnh nhu cầu tại thị trường xuất khẩu chủ lực – Mỹ vẫn ở mức cao nhờ (1) Hàng tồn kho ở mức thấp; (2) Tình trạng thiếu hụt nguồn cung của các loại cá thịt trắng tự nhiên như cá minh thái, cá tuyết do cắt giảm hạn ngạch đánh bắt sẽ thúc đẩy nhu cầu cá tra thay thế; (3) Giá bán được củng cố bởi tình hình giá cá giống cao và sản phẩm chất lượng cao.
- Khả năng tự chủ được nguồn cung cá giống và thức ăn cho cá giúp giảm rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng cao khi giá cá giống và thức ăn trên thị trường đang neo ở đỉnh.
- Cơ cấu doanh thu đa dạng giúp giữ vững đà tăng trưởng: Các mảng sản phẩm phụ, Sa Giang, Collagen & Gellatin và Giá trị gia tăng dự kiến tăng trưởng ổn định nhờ nhu cầu tiêu thụ duy trì ở mức tốt. Điều này giúp củng cố đà tăng trưởng doanh thu của VHC trong nửa cuối năm 2026.

### Triển vọng nửa cuối năm 2026:

Trong Q1/2026, VHC ghi nhận doanh thu đạt 2,955 tỷ đồng (+12% YoY) và NPAT- Mi đạt 266 tỷ đồng (+38% YoY). Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ giá bán bột cá và mỡ cá gia tăng trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng cao do biến động ở Trung Đông. LNST tăng mạnh nhờ lợi nhuận từ cổ tức của công ty con, trong khi lợi nhuận cốt lõi giảm 31% mặc dù doanh thu tăng do giá vốn hàng bán mảng cá tra tăng.

Kỳ vọng giữ ổn định biên lợi nhuận nhờ giá bán cá tra tăng: Giá bán cá tra dự kiến tăng khi nguồn cung dự kiến chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi thời tiết El Nino (tháng 5-7/2026).

Mảng cá tra dự kiến tiếp tục duy trì tăng trưởng tại thị trường Mỹ nhờ tận dụng khoảng trống từ nguồn cung cá thịt trắng bị thiếu hụt, hàng tồn kho ở mức thấp và giá bán tăng. Tại các thị trường khác như Trung Quốc, EU,... dự kiến chịu áp lực cạnh tranh bởi cá rô phi nội địa Trung Quốc và các đối thủ khác.

Mảng phụ phẩm, Sa Giang và Giá trị gia tăng kỳ vọng tăng trưởng ổn định, đóng góp khoảng 30% doanh thu, giúp duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của VHC.

**Rủi ro:** (1) Rào cản thương mại; (2) Cạnh tranh từ Ấn Độ, Bangladesh; (3) Biến đổi khí hậu & dịch bệnh; (4) Chi phí logistics tăng

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>10,033</b>	<b>12,513</b>	<b>12,021</b>	<b>13,261</b>	<b>12,293</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	969	1,241	1,475	1,472	1,451
<b>LNST (tỷ VND)</b>	<b>974</b>	<b>1,303</b>	<b>1,507</b>	<b>1,523</b>	<b>1,351</b>
EPS (đồng)	4,914	5,463	6,318	6,447	5,718
OPM (%)	9.7%	9.9%	12.3%	11.1%	11.8%
NPM (%)	9.7%	10.4%	12.5%	11.5%	11.0%
<b>ROE (%)</b>	<b>11.3%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.0%</b>	<b>12.2%</b>
P/E (x)	13.7	12.3	10.6	10.4	11.7
P/B (x)	1.5	1.8	1.6	1.5	1.4



<b>Giá mục tiêu (12 tháng)</b>	<b>25,700 VND</b>
Giá hiện tại (04/06/2026)	21,200 VND
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>22.0%</b>
VNINDEX	1,832
HNXINDEX	305
Vốn hóa (tỷ VND)	5,645
SLCP lưu hành (triệu CP)	266
Tự do giao dịch (triệu CP)	90
52-tuần cao/thấp (VND)	34,500/15,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.20
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	19
Cổ đông lớn (%)	55.06
Doãn Tới	
Doãn Chí Thanh	11.09

<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-19.1	-26.5	30.9
So với VNIndex (%) (VND)	-19.8	-31.9	-5.2 (pts)



## Mở rộng thị phần tại Mỹ nhờ giá bán cạnh tranh

CTCP Nam Việt (HOSE: ANV) là doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản hàng đầu Việt Nam, với sản phẩm chủ lực là cá tra. Sau khi mở rộng sang mảng cá rô phi từ năm 2014, năm 2025 đánh dấu giai đoạn bứt phá của mảng này, mở ra tiềm năng tăng trưởng mới trong tương lai.

### Quan điểm đầu tư:

- Tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào giúp hấp thụ trọn vẹn đà tăng của giá cá tra: Nhờ chuỗi sản xuất khép kín từ con giống vùng nuôi – sản xuất thức ăn và chế biến xuất khẩu, ANV không chỉ kiểm soát được chi phí đầu vào mà còn hưởng lợi khi giá bán cá tra dự kiến tăng trong thời gian tới.
- Xuất khẩu cá rô phi dự kiến tăng trưởng khi (1) Tiếp tục tận dụng khoảng trống mà Trung Quốc để lại tại thị trường Mỹ nhằm mở rộng thị phần; (2) Đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm cá rô phi chế biến sâu, có giá trị gia tăng cao.
- Mở rộng thị trường xuất khẩu: ANV đang mở rộng thị trường xuất khẩu sang Brazil nhờ ưu đãi miễn thuế từ Hiệp định thương mại song phương giữa Việt Nam – Brazil. Mặc dù cạnh tranh tại thị trường này khá gay gắt do phải cạnh tranh với cá rô phi nội địa và từ Trung Quốc nhưng với động lực từ nhu cầu tiêu thụ lớn và sản phẩm chất lượng cao của ANV, chúng tôi kỳ vọng thị trường này sẽ đem lại doanh thu cho công ty trong thời gian tới.

### Triển vọng nửa cuối năm 2026:

Q1/2026, ANV ghi nhận doanh thu 1,841 tỷ đồng (+66% YoY) và lợi nhuận sau thuế 195 tỷ đồng (+48% YoY) – tăng trưởng mạnh mẽ nhờ: (i) Đẩy mạnh xuất khẩu cá tra sang Mỹ và Brazil khi tận dụng khoảng trống thị phần từ Trung Quốc để lại tại Mỹ và ưu đãi thuế quan từ các thỏa thuận thương mại song phương với Brazil; (ii) Tăng cường xuất khẩu cá rô phi vào thị trường Mỹ nhờ giá thành cạnh tranh, sản phẩm chất lượng cao; Chúng tôi dự phóng doanh thu và NPAT- Mi của ANV trong năm 2026 lần lượt đạt 7,526 tỷ đồng (+8.3% YoY) và 1,039 (+4.0% YoY), tăng trưởng dựa trên các yếu tố:

- Lợi thế giá bán cá rô phi thấp nhờ chuỗi sản xuất cá rô phi khép kín và năng lực cung ứng vượt trội; giúp mở rộng thị phần tại Mỹ và Brazil.
- Đẩy mạnh xuất khẩu cá tra và cá rô phi vào thị trường Mỹ nhờ tận dụng khoảng trống mà Trung Quốc để lại do chịu mức thuế nhập khẩu cao và nguồn cung cá thịt trắng tự nhiên bị thiếu hụt.
- Mở rộng thị trường xuất khẩu sang Brazil nhờ tận dụng lợi thế nhu cầu lớn và ưu đãi thuế suất từ hiệp định thương mại CPTPP.

**Rủi ro:** (1) Rào cản thương mại; (2) Biến động giá nguyên liệu; (3) Quy định chất lượng; (4) Chi phí logistics tăng

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>4,439</b>	<b>4,911</b>	<b>6,952</b>	<b>7,526</b>	<b>6,012</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	183	119	1,150	1,264	920
<b>LNST công ty mẹ (tỷ VND)</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>999</b>	<b>1,039</b>	<b>697</b>
EPS (đồng)	293	316	3,754	4,049	2,947
OPM (%)	4.1	2.4	16.5	16.8	15.3
NPM (%)	0.9	1.0	14.4	13.8	11.6
<b>ROE (%)</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>31.6</b>	<b>22.6</b>	<b>12.9</b>
P/E (x)	104.9	62.6	6.9	8.3	11.4
P/B (x)	1.5	1.9	1.9	2.0	1.7

# CTCP Thực phẩm Sao Ta (HOSE: FMC)



Giá mục tiêu (12 tháng)	40,100 VND
Giá hiện tại (04/06/2026)	34,950 VND
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>14.7%</b>
VNINDEX	1,832
HNXINDEX	305
Vốn hóa (tỷ VND)	2,285
SLCP lưu hành (triệu CP)	65
Tự do giao dịch (triệu CP)	15
52-tuần cao/thấp (VND)	45,750/34,150
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.09
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	2
Cổ đông lớn	37.75
(%)	24.90
CTCP Tập đoàn PAN	
CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam	
<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b> <b>6T</b> <b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-14.5    -4.0    -7.3
So với VNIndex (%)	-15.3    -9.4    -43.4



## Phụ thuộc vào kết quả thuế chống bán phá giá

CTCP Thực phẩm Sao ta (HoSE: FMC) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam khi vẫn luôn giữ vững vị trí trong top 5 nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. FMC hiện tự chủ được 30% tôm nguyên liệu cùng với vùng nuôi rộng 505ha.

### Quan điểm đầu tư

- Chế biến sâu giúp FMC duy trì hiệu quả kinh doanh, nâng cao giá trị sản phẩm tôm xuất khẩu trên thế giới, qua đó, duy trì được thị phần tại Nhật Bản (thị trường đòi hỏi kỹ thuật chế biến tỉ mỉ) và Mỹ (trước sức ép tôm sơ chế của Ecuador, Ấn Độ, Indonesia).
- “Sản xuất xanh” và áp dụng công nghệ trong nuôi tôm. Vùng nuôi 200 ha của FMC có chứng nhận ASC (Hội đồng Quản lý Nuôi trồng thủy sản) sẽ thuận lợi thâm nhập thị trường Tây Âu. Bên cạnh đó, áp dụng công nghệ để nâng tỷ lệ nuôi thành công và giảm giá thành chi phí sản xuất, qua đó nâng cao sức cạnh tranh so với tôm của Ecuador, Ấn Độ.
- Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu: nhờ lợi thế vùng nuôi đạt chuẩn, FMC sẽ tiếp tục đẩy mạnh các thị trường mới như Canada, và thị trường Úc

### Dự phóng 2026

- Trong Q1/2026, doanh thu đạt 1,399 tỷ đồng (-30% YoY), NPAT-Mi đạt 51 tỷ đồng (+34% YoY). Nguyên nhân khiến doanh thu sụt giảm do kỳ nghỉ Tết nguyên đán kéo dài và chính sách kỳ quỹ thuế chống bán phá giá tại thị trường Mỹ khiến công ty chủ động điều chỉnh doanh thu. Trái ngược với đà giảm của doanh thu, lợi nhuận lại tăng trưởng đáng kể nhờ giá vốn giảm mạnh và chi phí bán hàng được cắt giảm.
- Chúng tôi lưu ý mức thuế CBPG sơ bộ của đợt rà soát lần thứ 20 là 10.76%. Nếu mức thuế này được giữ nguyên, FMC sẽ không được hoàn nhập khoản thuế 136 tỷ đồng. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của công ty.
- Nửa cuối năm 2026, kết quả kinh doanh của FMC phụ thuộc nhiều vào kết quả thuế AD sơ bộ và chính thức đối với tôm nước ấm đông lạnh. Dự kiến trong Q3, doanh thu xuất khẩu của FMC sẽ suy giảm nhẹ do chịu mức thuế POR20 sơ bộ cao hơn so với các doanh nghiệp thuộc diện rà soát. Nếu kết quả chính thức POR20 được công bố vào cuối năm có lợi thì kết quả Q4/2026 của FMC sẽ được cải thiện hơn. Chúng tôi thận trọng dự phóng doanh thu thuần và NPAT - Mi của FMC 2026 lần lượt đạt 7,458 tỷ đồng (-9% YoY) và 261 tỷ đồng (-25% YoY)

**Rủi ro:** (1) Rủi ro cạnh tranh, (2) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào, (4) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,087	6,913	8,185	7,458	8,474
LN từ HĐKD (tỷ VND)	292	363	410	229	307
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	302	423	349	361	289
EPS (đồng)	4,221	4,675	5,332	3,989	4,424
OPM (%)	5.7	5.3	5.0	3.1	3.6
NPM (%)	5.9	6.1	4.3	3.5	3.4
ROEA (%)	13.9	17.1	13.73	10.8	10.4
P/E (x)	7.6	8.8	6.6	11.5	10.3



GEMADEPT CORPORATION

**Giá mục tiêu (12 tháng)** **93,900 VND**

Giá hiện tại (04/06/2026) 76,100 VND

**Suất sinh lời (%)** **23.4%**

VNINDEX 1,832

HNXINDEX 305

Vốn hóa (tỷ VND) 32,456

SLCP lưu hành (triệu CP) 426

Tự do giao dịch (triệu CP) 394

52-tuần cao/thấp (VND) 89,500/54,700

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.99

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 127

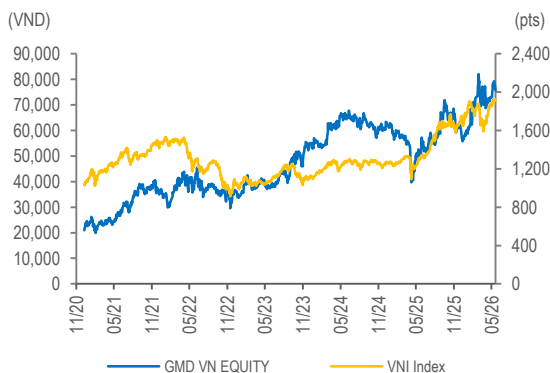
Cổ đông lớn VII FUND II,LP 13.81

(%) SSI Consulting VN 7.17

**Biến động giá** **3T** **6T** **12T**

Tuyệt đối (%) -3.7 22.5 28.8

So với VNIndex(%) -4.4 17.1 -7.3



## Tự tin với mức tăng trưởng 2 chữ số

CTCP Gemadept là một trong những công ty logistic hàng đầu Việt Nam, có mạng lưới Cảng và Logistics, hệ thống hiện đại bậc nhất. Các hoạt động kinh doanh chính: Khai thác cảng; Logistic. Gemadept sở hữu tổng cộng 7 cảng biển với công suất hàng năm lên đến 5 triệu TEUs và 5 triệu tấn hàng rời.

### Quan điểm đầu tư

- Gemalink mở rộng công suất, củng cố vị thế cảng nước sâu số một Việt Nam. Giai đoạn 2 của dự án đã khởi công từ ngày 17/4/2026, dự kiến đi vào vận hành từ quý 3, trong khi Gemalink 3 cũng sẽ được triển khai trong năm nay. Theo kế hoạch, tổng công suất Gemalink sẽ nâng lên khoảng 3 triệu TEUs vào năm 2027 (tăng công GMD 7% so với hiện tại và đạt 4 triệu TEUs vào giai đoạn cuối 2028 – đầu 2029, lớn hơn gấp đôi so với thiết kế ban đầu (tăng công suất GMD 12% so với hiện tại). Dư địa tăng trưởng Gemalink vẫn còn đáng kể thông qua tối ưu khai thác cầu bến, lựa chọn các tuyến dịch vụ có sản lượng lớn và giá dịch vụ cao
- Tham vọng đưa vận tải thủy trở thành trụ cột nghìn tỷ đồng. Kế hoạch đầu tư vào đội tàu biển và tàu sông công suất lớn là bước đi mới nhằm hiện đại hóa năng lực vận tải cũng như hoàn thiện chuỗi logistics. Công ty dự kiến mua khoảng 50 tàu trong bối cảnh thị trường dư cung, qua đó tận dụng cơ hội giá tàu thấp để đầu tư với chi phí hợp lý. Mục tiêu đến năm 2030, mảng vận tải biển có thể đóng góp khoảng 1,000 tỷ lợi nhuận, trở thành trụ cột bổ sung bên cạnh khai thác cảng.

### Dự phóng 2026

- Trong Q1/2026, GMD ghi nhận doanh thu đạt 1,452 tỷ đồng (+13.7% YoY) và LNST đạt 650 tỷ đồng (+23.3% YoY), chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng và sự đóng góp từ cảng Gemalink. Trong quý 1, Gemalink đã ghi nhận thêm 3 tuyến dịch vụ mới.
- Trong năm 2026, chúng tôi kì vọng lợi nhuận vẫn duy trì tăng 20% YoY nhờ (1) gia tăng mở rộng công suất và (2) sản lượng hàng hóa ổn định và phí dịch vụ bốc xếp hàng hóa tăng 10% YoY.
- Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới và (2) Sức mua suy giảm.

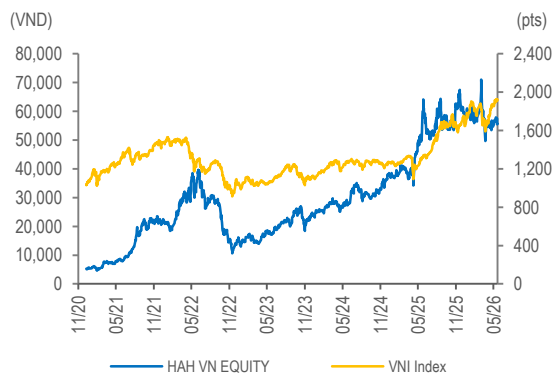
Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,916	3,846	4,832	5,946	6,914
LN từ HKKD (tỷ VND)	1,104	1,116	1,345	1,627	2,086
LNST (tỷ VND)	1,157	1,061	1,594	2,224	2,656
EPS (đồng)	3,054	2,366	3,483	5,086	6,524
OPM (%)	28.2	29.0	27.8	27.4	30.2
NPM (%)	25.4	27.6	33.0	37.4	38.4
ROE (%)	15.0	10.1	10.7	13.2	15.7
P/E (x)	20.6	26.6	22.7	18.5	14.4
P/B (x)	2.6	2.2	2.6	3.1	2.8

# CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HOSE: HAH)



<b>Giá mục tiêu (12 tháng)</b>	<b>72,900 VND</b>
Giá hiện tại (04/06/2026)	55,000 VND
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>32.5%</b>
VNINDEX	1,832
HNXINDEX	305
Vốn hóa (tỷ VND)	9,287
SLCP lưu hành (triệu CP)	169
Tự do giao dịch (triệu CP)	109
52-tuần cao/thấp (VND)	71,700/49,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.80
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	87
CTCP Đầu tư và Vận	15.7
Cổ đông lớn	12.6
(%)	
CTCP Container Việt Nam	

<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-17.9	-10.6	-6.0
So với VNIndex (%)	-18.6	-16.0	-42.1



## Đầu tư cho tương lai

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An là một trong những doanh nghiệp vận tải biển hàng đầu Việt Nam. Hải An là một trong số ít công ty có chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành vận tải biển. Hải An cung cấp dịch vụ đầy đủ mảng vận tải biển bao gồm các dịch vụ vận tải hàng hóa (cho các tuyến Bắc Nam và các tuyến hàng hải quốc tế), đại lý hàng hải (hợp tác với các hãng tàu quốc tế trong việc cung cấp dịch vụ vận tải), dịch vụ cảng biển (cung cấp dịch vụ cảng như đón tàu, bốc dỡ hàng hóa), dịch vụ kho bãi và dịch vụ logistic. Chuỗi giá trị hoàn chỉnh giúp Hải An hoạt động hiệu quả, góp phần tối ưu hóa chi phí.

### Quan điểm đầu tư

- Mở rộng đội tàu giúp gia tăng công suất. Hải An tiếp tục nâng lên sở hữu 20 chiếc (chủ yếu size tàu 1,800 – 3,000 TEU), nâng tổng sức chứa lên 33,100 TEU (+9.2% so với hiện tại).
- VSC hợp tác HAH thành lập liên doanh Hải An Green Shipping Line, trong đó HAH góp vốn 40%, đầu tư đóng mới các tàu vận tải cỡ lớn, trước mắt là 02 tàu container có tải trọng 7,000 TEU, tương đương khoảng 4,700 tỷ đồng. Thời gian bàn giao tàu theo kế hoạch là ngày 30/06/2028 và 30/09/2028. Đây được xem là bước đi chiến lược nhằm mở rộng đội tàu, hướng tới tàu trọng tải lớn, phục vụ tuyến tàu đi dài như châu Âu, châu Mỹ,...
- Thị trường thuê tàu định hạn dự báo vẫn tăng trưởng mạnh mẽ trong 2026. Giá thuê tàu định hạn tiếp tục xu hướng tăng tích cực, được hỗ trợ bởi nhu cầu thuê tàu ở mức cao, trong khi nguồn cung hạn chế giúp mặt bằng giá giữ ở vùng hấp dẫn. Thị trường cho thuê tàu container vẫn diễn biến thuận lợi và đến nay gần như chưa chịu tác động đáng kể từ căng thẳng tại Trung Đông, thậm chí còn ghi nhận đà tăng trưởng mạnh hơn

### Dự phóng 2026

- Trong quý 1/2026, HAH ghi nhận doanh thu đạt 1,264 tỷ đồng (+8.2% YoY) và LNST đạt 350 tỷ đồng (+28.2% YoY), nhờ đưa thêm 1 tàu mới vào khai thác và sản lượng vận tải tiếp tục tăng.
- Chúng tôi duy trì triển vọng khả quan cho hoạt động kinh doanh của HAH cho năm 2026 nhờ (1) bổ sung 2 tàu mới trong 2026, (2) thị trường thuê tàu định hạn dự báo vẫn duy trì ở mức tốt trong 2026, và (3) sự hợp tác với VSC giúp HAH tiếp cận và khai thác hiệu quả cơ sở hạ tầng cảng lớn của VSC, qua đó giúp tăng sản lượng khai thác

Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới, (2) Sức mua suy giảm và (3) Chi phí nhiên liệu tăng.

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>3,206</b>	<b>2,613</b>	<b>3,992</b>	<b>5,091</b>	<b>5,314</b>
LN từ HKKD (tỷ VND)	1,308	447	980	1,748	1,756
<b>LNST (tỷ VND)</b>	<b>1,041</b>	<b>358</b>	<b>800</b>	<b>1,401</b>	<b>1,407</b>
EPS (đồng)	11,699	3,648	5,361	7,145	7,177
OPM (%)	40.8	17.1	24.6	34.3	33.0
NPM (%)	32.5	13.7	20.0	27.5	26.5
<b>ROE (%)</b>	<b>36.1</b>	<b>11.2</b>	<b>20.1</b>	<b>26.0</b>	<b>20.1</b>
P/E (x)	4.2	13.6	12.4	9.3	9.2

# Ngành Công nghệ

## Thử thách nội lực



Phuong Nguyễn

☎ (84-28) 6299-9004

✉ [phuong.nd@shinhan.com](mailto:phuong.nd@shinhan.com)

## Ngành Công nghệ – Thử thách nội lực

### 1. Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

Gartner dự báo tổng chi tiêu CNTT toàn cầu tăng trưởng ở mức 10.8%. Động lực tiếp tục đến từ đầu tư hạ tầng cho AI. Chi tiêu cho trung tâm dữ liệu được dự báo tăng 31.7% cho năm 2026.

Mảng phần mềm và dịch vụ CNTT được dự báo phục hồi với mức tăng chi tiêu 14.7% và 8.7% cho năm 2026

### 2. Cổ phiếu tiêu biểu ngành CNTT

FPT

# Ngành công nghệ | Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

## Trung tâm dữ liệu tiếp tục thu hút đầu tư, phần mềm và dịch vụ CNTT dự báo phục hồi

### Chi tiêu toàn cầu cho CNTT giai đoạn 2025–2026 (Triệu USD)

	Chi tiêu 2024	2024 Tăng trưởng (%)	Chi tiêu 2025	2025F – Tăng trưởng (%)	Chi tiêu 2026F	2026F – Tăng trưởng (%)
Trung tâm dữ liệu	333,372	40.3	496,231	48.9	653,403	31.7
Thiết bị CNTT	720,681	4.6	788,335	8.4	836,417	6.1
Phần mềm	1,114,604	11.9	1,249,509	11.5	1,433,633	14.7
Dịch vụ CNTT	1,614,756	4.8	1,717,590	6.4	1,866,856	8.7
Dịch vụ Thông tin liên lạc	1,256,287	2.2	1,303,651	3.8	1,365,184	4.7
<b>Tổng chi tiêu</b>	<b>5,039,699</b>	<b>7.4</b>	<b>5,555,316</b>	<b>10.3</b>	<b>6,155,493</b>	<b>10.8</b>

Nguồn: Gartner (02/2026), Shinhan Securities Vietnam

- Chi tiêu CNTT toàn cầu năm 2025 nhìn chung sát với dự báo trước đó của Gartner, với Trung tâm dữ liệu tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng đầu tư. Trong khi đó, mảng phần mềm đi ngang và dịch vụ CNTT chỉ tăng nhẹ 6.4%. Bước sang năm 2026, Gartner tiếp tục nhấn mạnh nhu cầu đầu tư hạ tầng AI, với tăng trưởng đầu tư cho Trung tâm dữ liệu dự kiến đạt 31.7%.
- Sau giai đoạn đầu tư mạnh vào hạ tầng trong năm 2025, doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh ứng dụng AI và đầu tư phần mềm trong năm 2026. Xu hướng chuyển đổi số cùng nhu cầu triển khai AI tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, trong khi an ninh mạng ngày càng được chú trọng khi các tổ chức gia tăng ngân sách cho phần mềm và hạ tầng bảo mật. Theo Gartner, mảng phần mềm và dịch vụ CNTT được dự báo tăng trưởng lần lượt 14.7% và 8.7% trong năm 2026. Tuy vậy, tăng trưởng dịch vụ CNTT vẫn thấp hơn mức tăng 10.8% của chi tiêu CNTT toàn cầu, cho thấy nhu cầu hiện tại vẫn tập trung chủ yếu vào AI và dịch vụ CNTT ít hưởng lợi hơn trong làn sóng này.

# CTCP FPT (HSX: FPT)



**Giá mục tiêu (12 tháng)**

**VND 95,400**

Giá hiện tại (04/06/2026)

VND 73,600

**Suất sinh lời (%)**

**29.6%**

VNINDEX

1,832

P/E thị trường (x,F)

12.5

Vốn hóa (tỷ VND)

125,414

SLCP đang lưu hành (triệu)

1,704

SLCP tự do giao dịch (triệu)

1,524

52 tuần cao/thấp (VND)

112,800/70,000

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)

11.98

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)

867

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài

28.53

Trương Gia Bình 6.89

Cổ đông lớn (%)

SCIC 5.67

**Biến động giá**

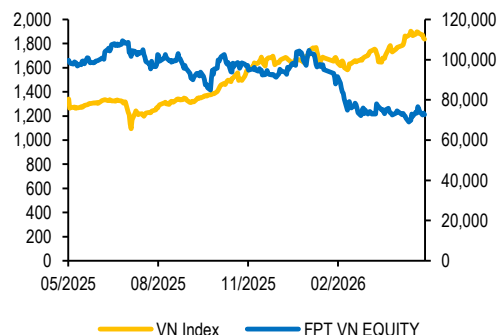
3T

6T

12T

Tuyệt đối (%)

Tg đối với VN-Index (%)



## Lợi nhuận tăng trưởng khả quan

### Luận điểm đầu tư

Công ty Cổ phần FPT (HSX: FPT) là doanh nghiệp hàng đầu về công nghệ ở Việt Nam với ba mảng kinh doanh chính: Công nghệ; Viễn thông; Giáo dục. FPT đóng vai trò trụ cột về công nghệ và tư vấn chuyển đổi số cho nhiều doanh nghiệp trong nước và quốc tế. FPT đạt mục tiêu hướng tới trở thành công ty công nghệ thực thụ thay vì chỉ là một đơn vị gia công.

### Cập nhật KQKD Q1/2026:

- **Mảng công nghệ:** Doanh thu mảng công nghệ đạt 12,480 tỷ đồng, tăng trưởng 11% trong Q1/2026. Lợi nhuận mảng này đạt mức tăng trưởng 10.6%. Hợp đồng ký mới đang ở mức 13,833 tỷ đồng, +22% so với cùng kỳ.
- **Nước ngoài:** FPT vẫn cho thấy mức tăng trưởng khả quan ở thị trường Nhật Bản (+18.8%) và EU (+44%), trong khi đó US và APAC không đạt mức tăng trưởng khả quan như các năm trước khi chỉ lần lượt tăng +3.8% và giảm -9.9%. Chuyển đổi số vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho mảng công nghệ của FPT
- **Nội địa:** Mảng nội địa tăng trưởng khả quan hơn khi tăng trưởng 17.7%, (đồng đều cả khu vực công và tư) đẩy mạnh công nghệ AI/ Phân tích dữ liệu và An ninh mạng.
- **Mảng viễn thông:** FPT sẽ không còn hợp nhất toàn bộ kết quả kinh doanh của FPT Telecom mà kể từ 2026 sẽ ghi nhận theo phương pháp chủ sở hữu – tương tự công ty liên doanh, liên kết. Do những thay đổi này, doanh thu hợp nhất trên báo cáo tài chính sẽ giảm tương ứng, nhưng lợi nhuận công ty mẹ sẽ vẫn được giữ ổn định. Doanh thu và lợi nhuận Q1/2026 của FPT telecom tăng trưởng lần lượt 12.5% và 15.8%
- **Mảng giáo dục, đầu tư, khác:** Tăng trưởng doanh thu âm – 4% YoY trong Q1/2026, phản ánh những áp lực về tuyển sinh mới trong bối cảnh cạnh tranh với các trường đại học công. Tổng số lượng sinh viên cuối 2025 giảm 8%.

### Triển vọng năm 2026:

Với số lượng dự án ký mới ổn định, chúng tôi dự báo doanh thu mảng này của FPT sẽ tăng trưởng ở mức 15% cho năm 2026-2027. Mảng chuyển đổi số trong nước cho thấy nhu cầu chuyển đổi số đang rất tốt FPT kỳ vọng sẽ nhận được các dự án chuyển đổi số tích cực trong các năm tới. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu mảng này 20% cho năm 2026

Với những khó khăn nhất định trong mảng IT và cạnh tranh tăng cao, doanh thu mảng này được chúng tôi dự báo đi ngang trong năm 2026 và tăng trưởng khoảng 5-10% trong các năm tới.

Do có thay đổi về phương pháp kế toán nên doanh thu FPT năm 2026 dự báo đạt 56,888 (-18.9% YoY). Lợi nhuận trước thuế công ty mẹ (không bị ảnh hưởng bởi thay đổi phương pháp kế toán) được chúng tôi giữ ổn định so với dự báo trước đó, đạt 10,832 tỷ đồng (+15.6% YoY). Với CAGR lợi nhuận dự phóng quanh 15-16% cho 5 năm tới (thấp hơn mức tăng trưởng 20% giai đoạn trước), chúng tôi hạ PE mục tiêu về mức 15x, theo đó cổ phiếu FPT được định giá quanh 95,400 VND/cp.

**Rủi ro:** (1) Áp lực từ AI lên khả năng thu hút các hợp đồng chuyển đổi số mới, (2) Cạnh tranh mảng giáo dục giảm khả năng tăng trưởng trong các năm tới

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	44,401	52,618	62,478	70,113	56,888
LN từ HĐKD (tỷ VND)	7,589	9,112	11,634	12,947	15,600
<b>Lợi nhuận ròng – công ty mẹ (tỷ VND)</b>	<b>5,310</b>	<b>6,465</b>	<b>7,857</b>	<b>9,369</b>	<b>10,832</b>
Gross profit margin (%)	39.0	38.6	37.7	36.9	33.5
NPM (%)	12.1	12.3	12.5	13.4	19.0
<b>ROE (%)</b>	<b>22.7</b>	<b>23.4</b>	<b>23.9</b>	<b>23.6</b>	<b>23.1</b>
Tăng trưởng doanh thu (%)	23.4	19.6	19.4	11.6	-18.9
Tăng trưởng lợi nhuận (%)	22.4	21.8	21.5	19.3	15.6

# Ngành Bán lẻ

## Từ mở rộng thị phần sang tối ưu lợi nhuận



Thảo Nguyễn

 (84-28) 6299-8004

 [thao.np@shinhan.com](mailto:thao.np@shinhan.com)

## Ngành Bán lẻ – Từ mở rộng thị phần sang tối ưu lợi nhuận

### 1. Cập nhật Ngành bán lẻ trong 4T2026

Năm 2025, ngành bán lẻ Việt Nam vẫn duy trì mức tăng trưởng ổn định so với năm 2024. Lũy kế 4 tháng năm 2026, doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo giá hiện hành đạt 2,546 nghìn tỷ đồng (+11.1% YoY). Nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng thực tế ước khoảng 6.3%.

### 2. Triển vọng ngành bán lẻ Việt Nam trong 2H2026

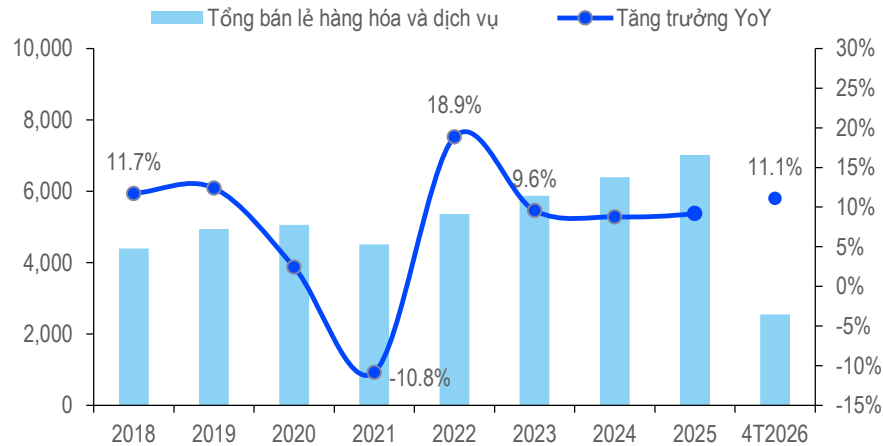
Tăng trưởng ngành bán lẻ kỳ vọng đạt khoảng 16% YoY cho cả năm 2026 nhờ vào:

- (1) Kỳ vọng tăng trưởng tích cực của nền kinh tế cùng với sức mua mạnh mẽ
- (2) Sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ hiện đại
- (3) Tăng tốc đưa trải nghiệm bán lẻ hiện đại về nông thôn
- (4) Kênh thương mại điện tử – trụ cột tăng trưởng của ngành bán lẻ
- (5) Niềm tin tiêu dùng được củng cố nhờ chính sách hỗ trợ

### 3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Bán lẻ: MWG, FRT và DGW

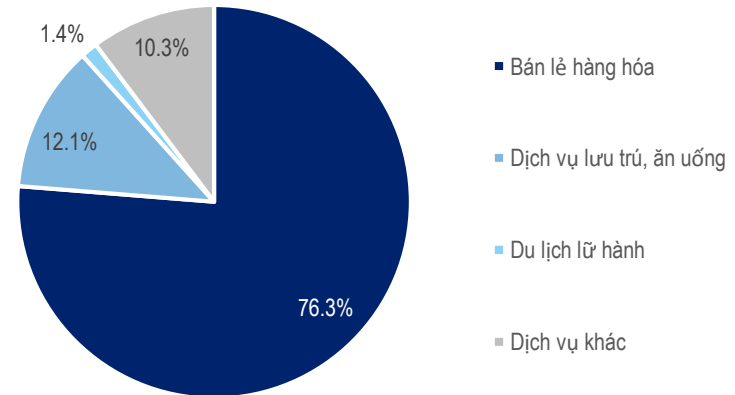
## Thị trường tiêu dùng và bán lẻ phục hồi mạnh

Doanh thu bán lẻ và dịch vụ ở Việt Nam theo giá hiện hành (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng doanh thu các mảng đóng góp ngành bán lẻ 4T2026

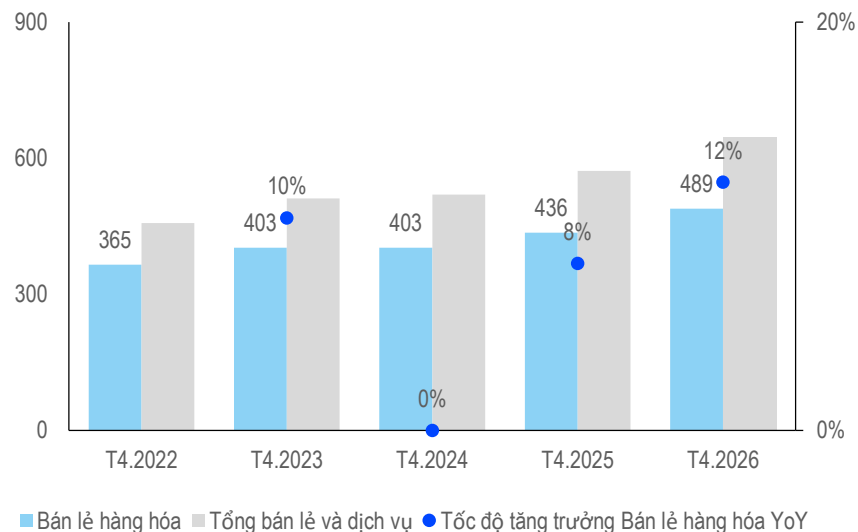


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

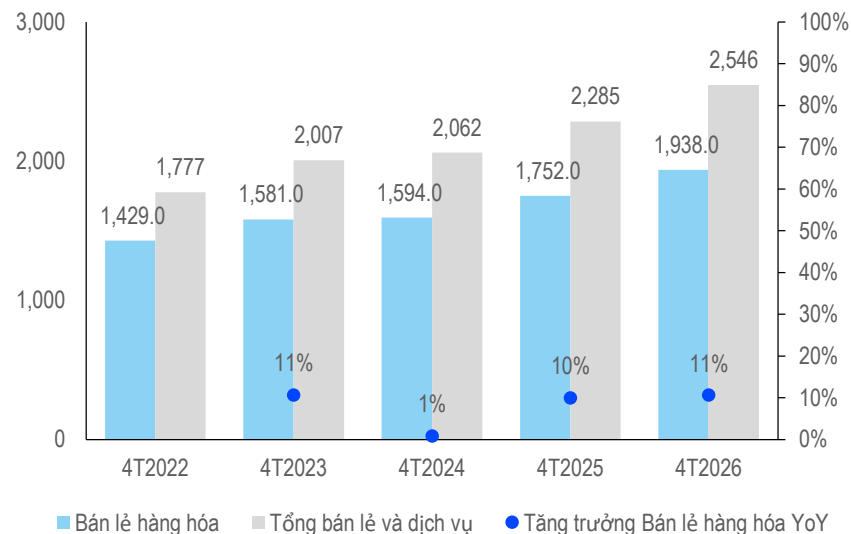
- Lũy kế 4 tháng đầu năm 2026, Việt Nam ghi nhận doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo giá hiện hành đạt 2,546 nghìn tỷ đồng, tăng 11.1% so với cùng kỳ, ghi nhận tăng đều ở các nhóm ngành. Nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng thực tế ước khoảng 6.3%.
- Doanh thu bán lẻ hàng hóa: Doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 1,938 nghìn tỷ đồng, tăng 11.1% YoY, cho thấy sự phục hồi của tiêu dùng nội địa
- Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống đạt 317 nghìn tỷ đồng, tăng 13.4% YoY. Nhóm dịch vụ này đang hưởng lợi mạnh từ tín hiệu phục hồi du lịch quốc tế và nhu cầu tiêu dùng nội địa sôi động.

## Doanh thu bán lẻ hàng hóa duy trì khởi sắc

Doanh thu bán lẻ hàng hóa tháng 4 của các năm (nghìn tỷ đồng)



Doanh thu bán lẻ lũy kế 4 tháng ở các năm (nghìn tỷ đồng)



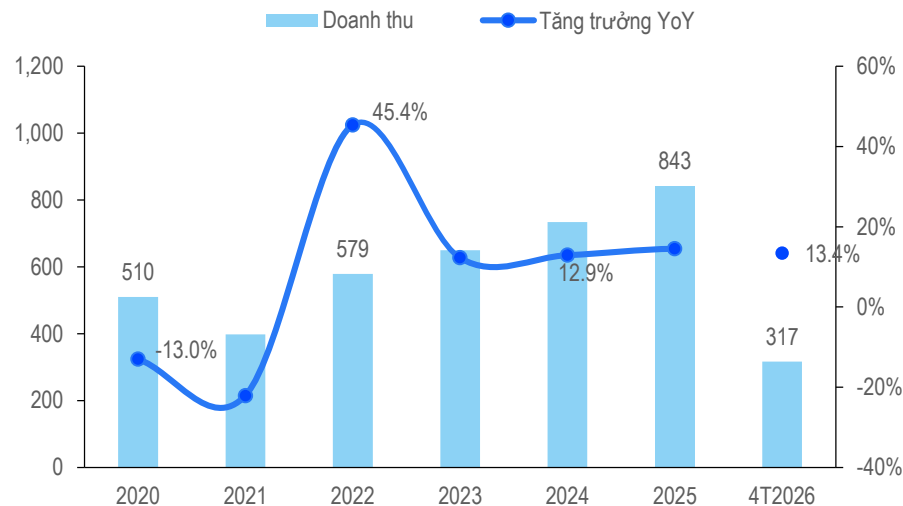
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Doanh thu Bán lẻ hàng hóa T4/2026 đạt 489 nghìn tỷ đồng (+12% YoY); Lũy kế 4T2026, doanh thu bán lẻ hàng hóa ghi nhận đạt 1,938 nghìn tỷ đồng (+11% YoY), đóng góp 76.1% tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ.
- Thị trường tiêu dùng nội địa tiếp tục duy trì đà phục hồi tích cực, bất chấp áp lực gia tăng từ chi phí sản xuất và giá nguyên vật liệu do ảnh hưởng của căng thẳng tại Trung Đông. Bên cạnh đó, xu hướng tăng trưởng ổn định của thị trường còn được hỗ trợ bởi các chính sách kích cầu, đặc biệt là việc gia hạn chính sách giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026, cùng với các kỳ nghỉ lễ kéo dài, qua đó tạo động lực đáng kể cho sức mua tiêu dùng.

## Doanh thu lưu trú, ăn uống, lữ hành bất tốc

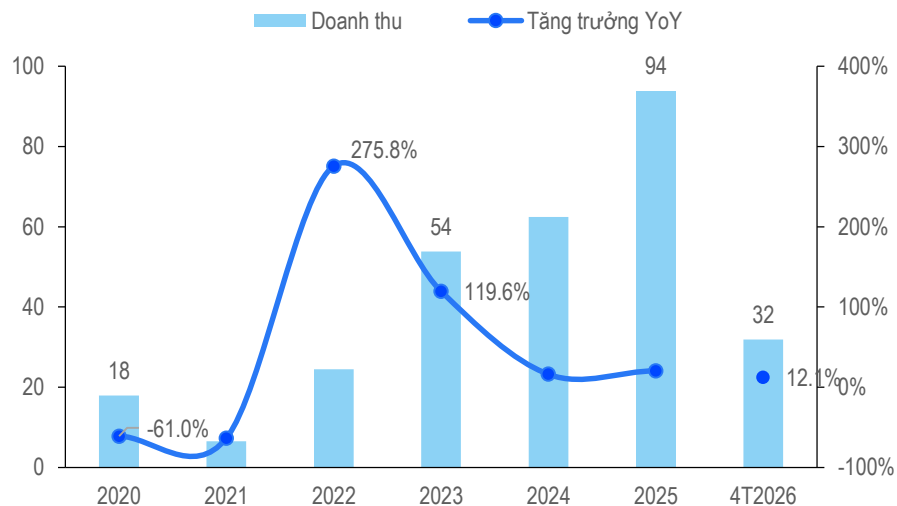
**Doanh thu từ Dịch vụ lưu trú, ăn uống (nghìn tỷ đồng) (\*)**



(\*) bao gồm doanh thu dịch vụ lưu trú (khách sạn, resort, villa, căn hộ dịch vụ, homestay,...) và dịch vụ ăn uống (nhà hàng, quán ăn, các cửa hàng ăn uống nhỏ lẻ,...)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

**Doanh thu từ Du lịch lữ hành (nghìn tỷ đồng) (\*\*)**



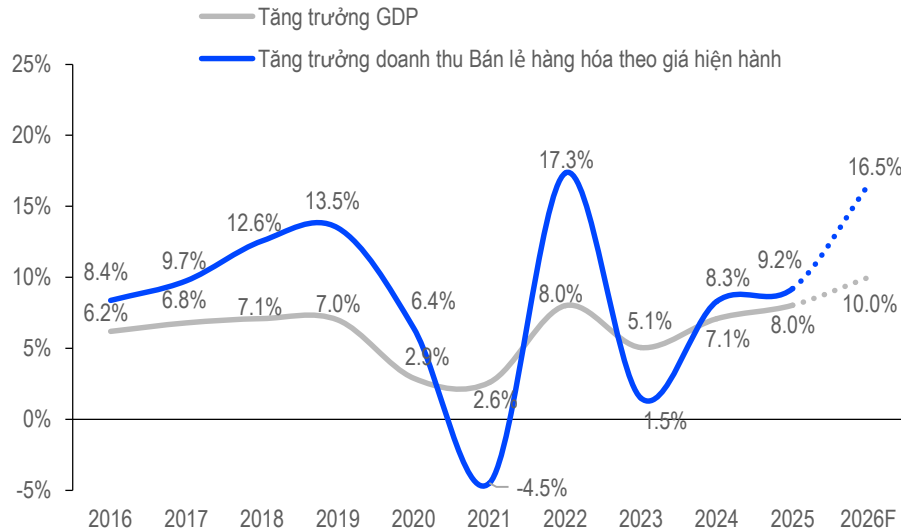
(\*\*) chỉ bao gồm doanh thu dịch vụ của các công ty du lịch lữ hành (vận chuyển, tham quan, hoạt động tour) không bao gồm các khoản chi tiêu ngoài dịch vụ lữ hành (ăn uống, mua sắm, logistics, các dịch vụ giải trí khác,...)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Tổng doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống 4T/2026 đạt 317 nghìn tỷ đồng (+13.4% YoY). Sự tăng trưởng của lĩnh vực lưu trú và ăn uống phản ánh xu hướng người dân ngày càng sẵn sàng chi tiêu cho các hoạt động trải nghiệm, du lịch và ẩm thực ngoài gia đình. Đây cũng là tín hiệu cho thấy tâm lý tiêu dùng đã tích cực hơn sau giai đoạn thắt chặt chi tiêu trước đó.
- Doanh thu du lịch lữ hành 4T/2026 đạt 32 nghìn tỷ đồng (+12.1% YoY) nhờ triển khai hiệu quả nhiều chương trình kích cầu và đa dạng hóa sản phẩm du lịch đáp ứng thị hiếu người tiêu dùng. Sự gia tăng mạnh mẽ lượng khách du lịch nội địa và quốc tế trong các kỳ nghỉ lễ, Tết đã tạo động lực đáng kể cho ngành lữ hành tại nhiều địa phương trọng điểm.

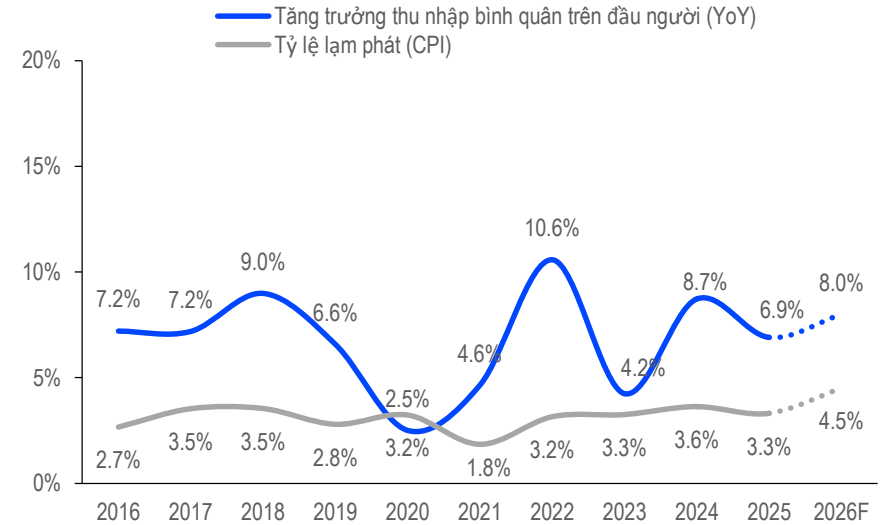
## Kinh tế tăng trưởng kéo theo tiêu dùng gia tăng

### Tăng trưởng GDP và doanh thu bán lẻ Việt Nam



Nguồn: World Bank, GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng GDP bình quân đầu người và tỷ lệ CPI

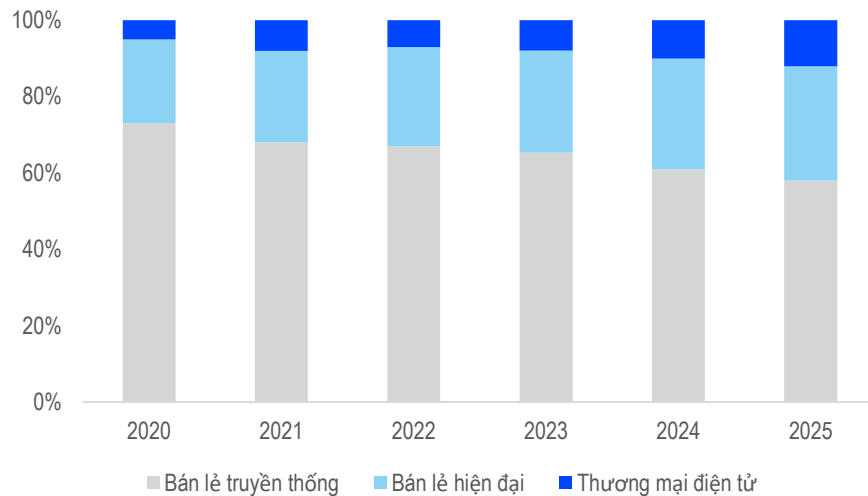


Nguồn: World Bank, IMF, GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Việt Nam đặt mục tiêu tốc độ tăng trưởng GDP đạt 10% và GDP bình quân đầu người đạt 5,400 -5,500 USD cho năm 2026. Tầng lớp trung lưu tăng nhanh, tỷ lệ đô thị hóa ngày càng cao đã tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng ngành bán lẻ.
- Các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng bền vững, dài hạn: (i) Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng; (ii) Tiếp tục giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026; (iii) Duy trì tăng lương tối thiểu vùng mỗi năm; (iv) Phát triển cơ sở hạ tầng (đã hoàn thiện và đưa vào hoạt động nhà ga T3 Tân Sơn Nhất; tiếp tục phát triển tuyến Metro ở Hà Nội và TP. HCM; đẩy nhanh tiến độ dự án sân bay Long Thành, hoàn thành trong năm 2026; thông qua chủ trương đầu tư dự án đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam). Đây sẽ là các chất xúc tác giúp ngành bán lẻ và nền kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng bền vững ở những năm tới.

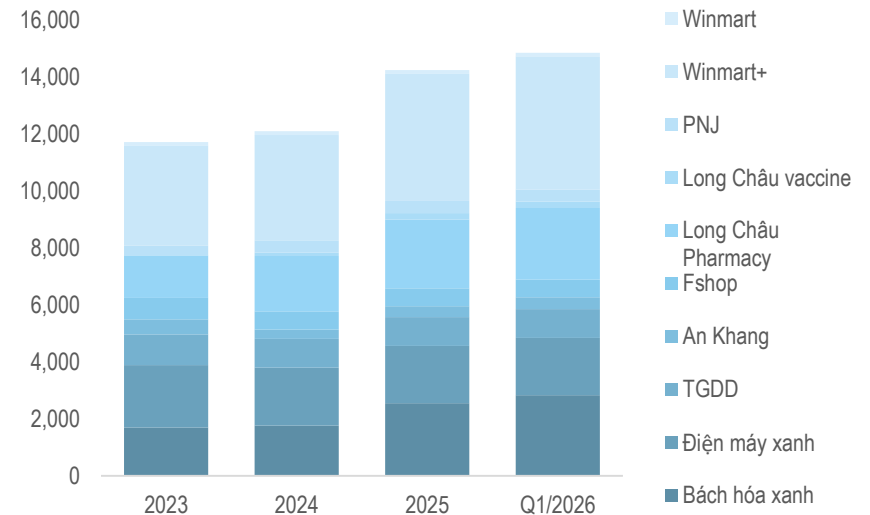
## Sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ hiện đại

**Doanh thu thị trường bán lẻ Việt Nam từ năm 2020 đến 2025 theo loại hình**



Nguồn: Q&Me, Shinhan Securities Vietnam

**Số lượng cửa hàng thương mại hiện đại của nhóm doanh nghiệp bán lẻ niêm yết**

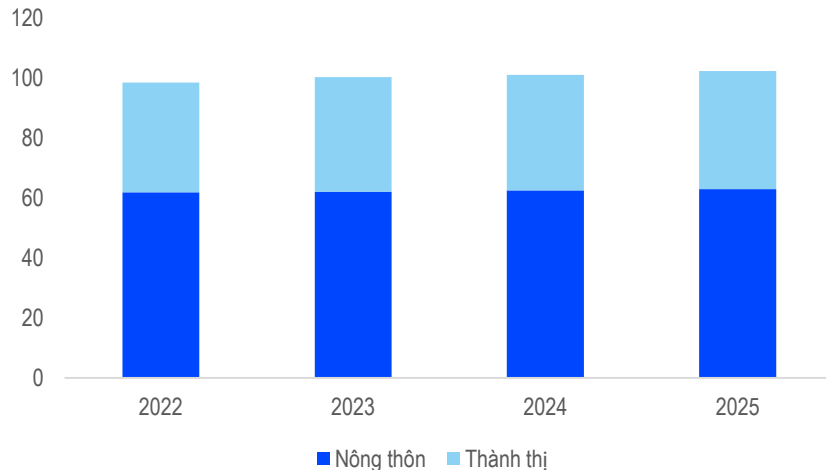


Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

- Dù kênh bán lẻ hiện đại mới chiếm khoảng 30% tổng thị trường, dư địa tăng trưởng trung hạn vẫn còn rất lớn, đặc biệt khi niềm tin và sự minh bạch dần trở thành tiêu chí lựa chọn hàng đầu của người tiêu dùng.
- Cửa hàng tiện lợi và siêu thị mini tiếp tục giữ vai trò động lực tăng trưởng chính của thị trường bán lẻ hiện đại, trong khi các phân khúc dược phẩm, điện tử và CNTT đang ghi nhận sự tái cơ cấu rõ nét. Trong quý 1/2026, số lượng nhà thuốc tiếp tục mở rộng nhờ đà tăng trưởng mạnh của chuỗi Long Châu; mạng lưới cửa hàng tiện lợi và siêu thị mini cũng được củng cố bởi việc Bách Hóa Xanh gia tăng số lượng điểm bán. Ngược lại, nhiều chuỗi điện tử như FPT Shop và Điện Máy Xanh đã thu hẹp hệ thống cửa hàng trong giai đoạn vừa qua.

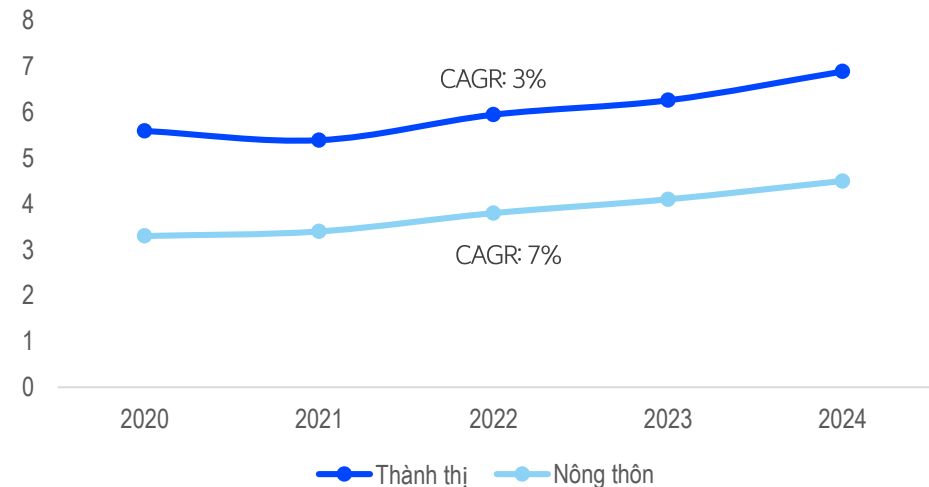
## Tăng tốc đưa trải nghiệm bán lẻ hiện đại về nông thôn

### Dân số phân theo khu vực (triệu người)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Thu nhập khả dụng bình quân đầu người (triệu đồng/năm)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

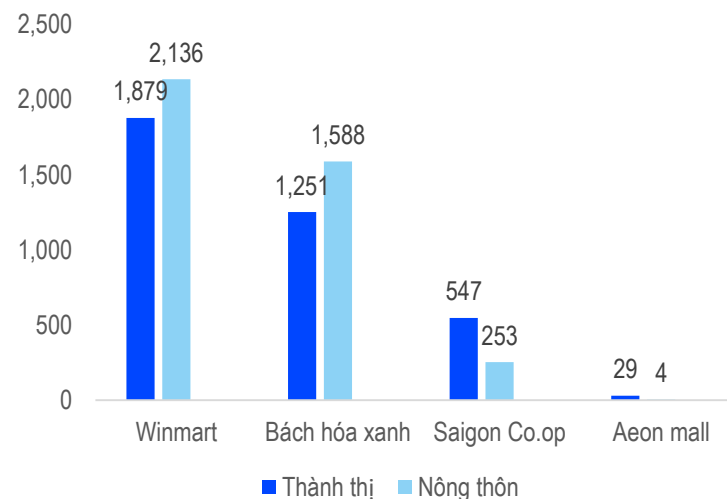
- Trước sức ép cạnh tranh ngày càng gay gắt ở đô thị, nhiều doanh nghiệp trong nước đang chủ động điều chỉnh chiến lược, chuyển trọng tâm khai thác sang khu vực nông thôn.
- Dù chiếm khoảng 65% dân số cả nước, khu vực nông thôn hiện chỉ có độ phủ của kênh bán lẻ hiện đại khoảng 10%, tương đương một nửa so với khu vực thành thị. Trong khi đó, nhu cầu tiêu dùng tại đây ngày càng đa dạng, còn mức độ cạnh tranh vẫn tương đối phân tán, tạo dư địa tăng trưởng lớn cho các doanh nghiệp bán lẻ. Cùng với sự cải thiện về thu nhập và mức sống, hành vi tiêu dùng ở nông thôn cũng đang thay đổi rõ rệt. Người dân không còn chỉ ưu tiên các nhu cầu thiết yếu mà ngày càng quan tâm hơn đến chất lượng sản phẩm, tính minh bạch về nguồn gốc, sự tiện lợi trong mua sắm và mức độ tin cậy của dịch vụ.

## Tăng tốc đưa trải nghiệm bán lẻ hiện đại về nông thôn

Doanh nghiệp bán lẻ nội địa	Kế hoạch trong 2026
Winmart (MSN)	Trong năm 2026, với trọng tâm mở rộng tập trung tại khu vực miền Bắc, dự kiến chiếm khoảng 80% tổng số cửa hàng mới.
Bách Hóa Xanh (MWG)	Sau khi củng cố vị thế ở miền Nam, MWG dự kiến mở rộng ra các tỉnh nông thôn phía Bắc và miền Trung trong 2026.
Saigon Co.op	Tiếp tục mở rộng các cửa hàng Co.op Smile tại khu vực nông thôn và ven đô.

Doanh nghiệp bán lẻ nước ngoài	Kế hoạch trong 2026
AEON Mall	Đẩy mạnh đầu tư vào các tỉnh lẻ và khu vực đô thị nhỏ, điều chỉnh chiến lược từ nội đô sang các trung tâm thương mại quy mô lớn tại các tỉnh, dự kiến tăng tổng số trung tâm lên 11.
Central retail	Central Retail Vietnam đã triển khai các cửa hàng mini go! tại các khu vực bán đô thị và nông thôn như Tân Uyên, Hòa Thành và Nhơn Trạch.

Số lượng cửa hàng phân theo khu vực tính đến tháng 5/2026

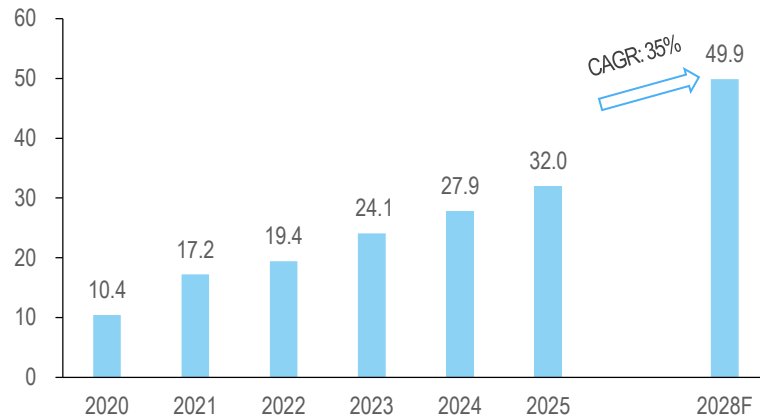


Nguồn: Doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Trong quá trình mở rộng về nông thôn, các chuỗi bán lẻ cũng đổi mới mô hình cửa hàng nhằm thích nghi tốt hơn với nhu cầu địa phương. Thay vì triển khai các siêu thị quy mô lớn, doanh nghiệp thường phát triển các cửa hàng minimart hoặc cửa hàng tiện lợi diện tích nhỏ. Các cửa hàng này tập trung vào danh mục chọn lọc gồm hàng tiêu dùng nhanh và nhu yếu phẩm hằng ngày, phù hợp với thói quen mua sắm của người dân nông thôn. Cách tiếp cận này giúp doanh nghiệp cân bằng giữa hiệu quả chi phí và khả năng tiếp cận khách hàng, đồng thời duy trì sự hiện diện gần các cụm dân cư.

## Kênh thương mại điện tử - trụ cột tăng trưởng của ngành bán lẻ

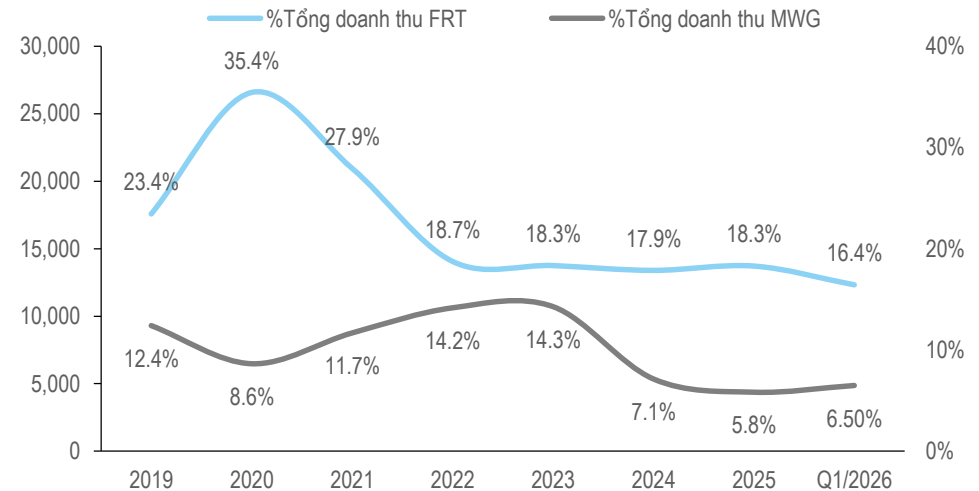
Doanh thu TMĐT bán lẻ ở Việt Nam (tỷ USD) (\*)



(\*) Doanh thu trên chỉ bao gồm doanh thu hàng hóa bán lẻ (B2C) qua các kênh TMĐT (loại trừ doanh thu online từ hoạt động thanh toán, dịch vụ, ngân hàng, tín dụng, bảo hiểm, trò chơi trực tuyến, quảng cáo,...)

Nguồn: MOIT, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu online của các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

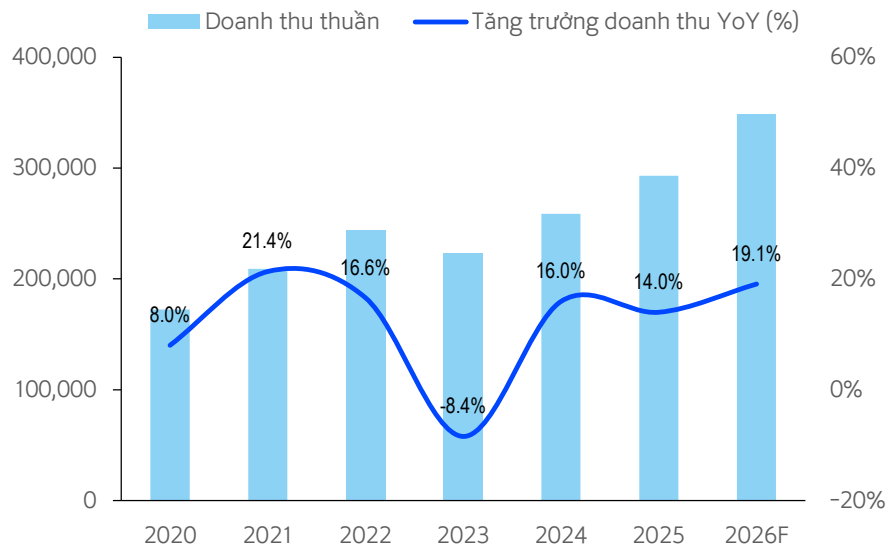
- Sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử đang làm thay đổi đáng kể cấu trúc cạnh tranh trong ngành bán lẻ. Không chỉ đóng vai trò là kênh bán hàng bổ trợ, nền tảng trực tuyến ngày càng trở thành động lực tăng trưởng chính đối với nhiều doanh nghiệp bán lẻ lớn. Các nhà bán lẻ nội địa đã đẩy mạnh chiến lược omni-channel nhằm kết nối trải nghiệm mua sắm giữa online và offline, qua đó gia tăng khả năng tiếp cận khách hàng cũng như tối ưu hiệu quả vận hành.
- Không chỉ duy trì tăng trưởng ở kênh bán lẻ trực tiếp, hoạt động kinh doanh online của FRT và MWG cũng ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực trong thời gian qua. Khả năng giao hàng nhanh trong thời gian ngắn giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả vận hành và cải thiện trải nghiệm khách hàng. Thương mại điện tử hiện không còn đóng vai trò là kênh mở rộng bổ sung, mà đã trở thành một cấu phần trọng yếu trong chiến lược tăng trưởng dài hạn của các doanh nghiệp bán lẻ Việt Nam.

## Niềm tin tiêu dùng được củng cố nhờ chính sách hỗ trợ

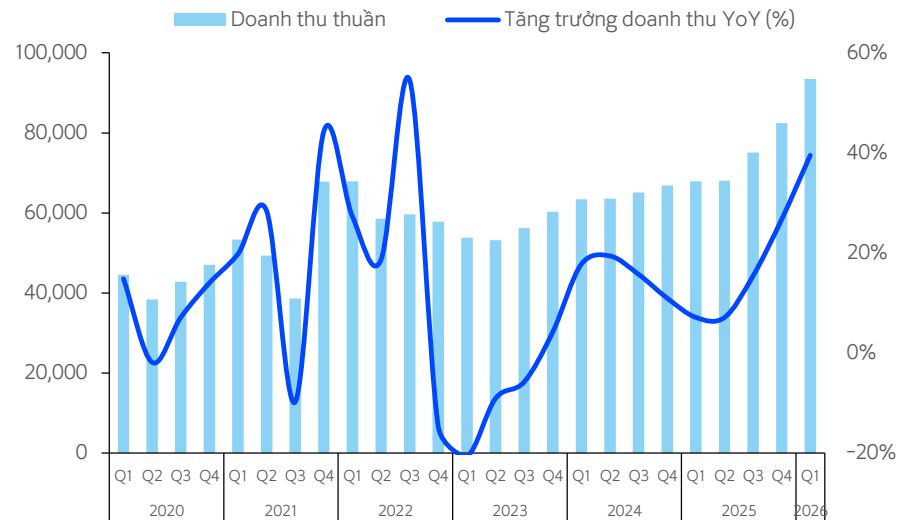
	Các hướng dẫn mới	Hiệu lực	Tác động
<b>Chuẩn hóa nguồn gốc sản phẩm</b>			
Yêu cầu tăng cường truy xuất nguồn gốc, minh bạch thông tin chuỗi cung ứng và áp dụng hệ chiếu sản phẩm số	Luật số 78/2025/QH15	01/01/2026	Việc minh bạch hóa thông tin nguồn gốc cũng hỗ trợ các chuỗi bán lẻ hiện đại tăng lợi thế cạnh tranh so với kênh truyền thống nhờ khả năng kiểm soát chất lượng và quản lý chuỗi cung ứng tốt hơn.
Hệ thống truy xuất nguồn gốc quốc gia	Nghị định 37/2026/NĐ-CP	01/01/2026	Người tiêu dùng có thể kiểm tra nguồn gốc hàng hóa qua QR/barcode, góp phần gia tăng niềm tin với hàng chính hãng và hỗ trợ doanh nghiệp bán lẻ xây dựng thương hiệu
<b>Chuẩn hóa hoạt động của thương mại điện tử</b>			
Bổ sung quy định xác minh danh tính người bán, kiểm soát thông tin đăng ký kinh doanh và nâng cao trách nhiệm của các sàn TMĐT	Luật số 122/2025/QH15	01/07/2026	Hạn chế tình trạng hàng giả, hàng kém chất lượng và cạnh tranh không lành mạnh từ các nhà bán hàng không chính thức
<b>Chuẩn hóa hoạt động hộ kinh doanh</b>			
Quy định chấm dứt cơ chế thuế khoán từ năm 2026; đồng thời yêu cầu hộ kinh doanh doanh thu từ 1 tỷ đồng/năm trở lên triển khai hóa đơn điện tử kết nối máy tính tiền và kê khai doanh thu thực tế	Nghị định 198/2025/QH15	01/01/2026	Thu hẹp lợi thế chi phí giữa hộ kinh doanh truyền thống và doanh nghiệp bán lẻ hiện đại, qua đó thúc đẩy môi trường cạnh tranh công bằng và minh bạch hơn

## Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

Doanh thu của nhóm bán lẻ niêm yết tiêu biểu (\*) (tỷ đồng)



Doanh thu theo quý của nhóm bán lẻ niêm yết tiêu biểu (\*) (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

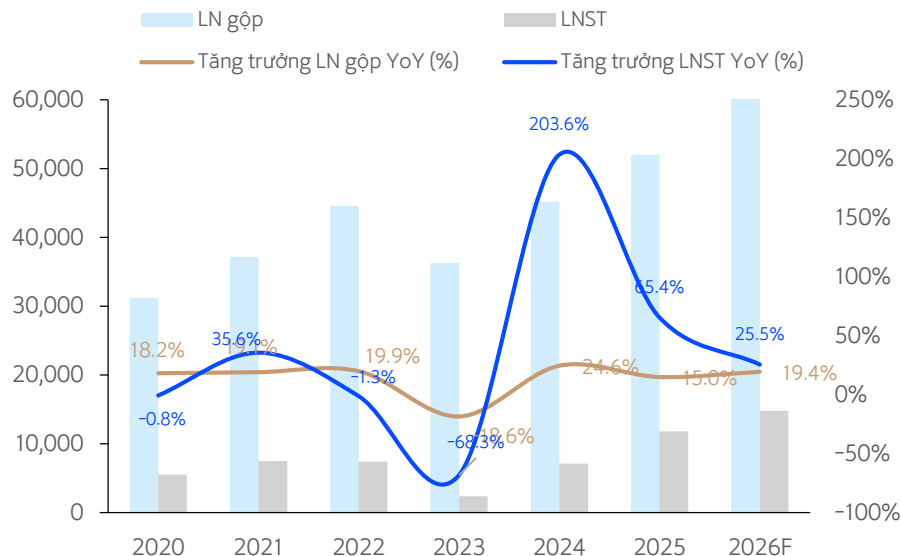
(\*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ.

Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Cập nhật KQKD Q1/2026, doanh thu nhóm doanh nghiệp bán lẻ vẫn ghi nhận tăng trưởng bùng nổ, tăng 39% YoY, nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của sức mua nội địa.
- Nhiều DN bán lẻ đã có kết quả kinh doanh bất phá, các chuỗi bán lẻ hiện đại dẫn dắt tăng trưởng.
  - ❖ Mạng ICT-CE: số lượng cửa hàng FPT shop, Thế giới Di động và Điện máy xanh giảm nhẹ.
  - ❖ Mạng dược phẩm: Long Châu tích cực mở mới nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng, An Khang cũng gia tăng nhẹ số lượng cửa hàng.
  - ❖ Mạng siêu thị mini, cửa hàng tiện ích: Bách Hóa Xanh tăng tốc mở rộng ở khu vực miền bắc.

## Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

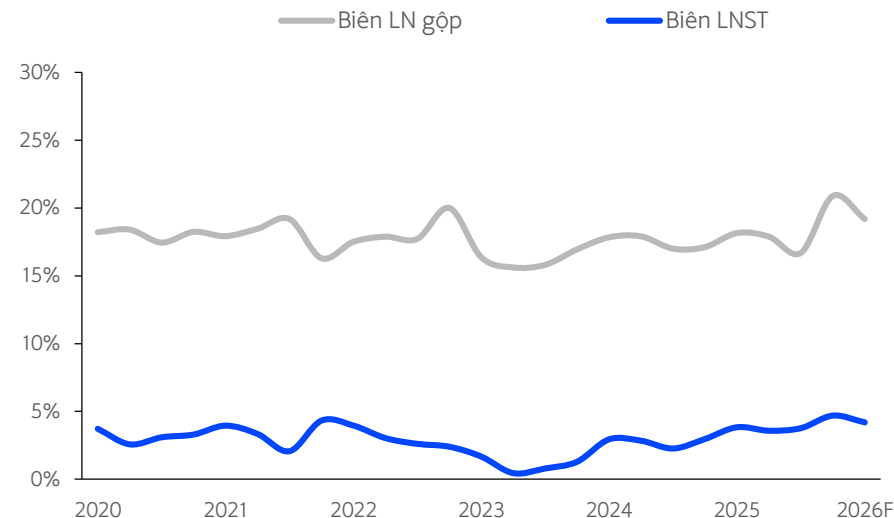
Lợi nhuận của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ.

Biên lợi nhuận của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Lợi nhuận Q1/2026 của nhóm bán lẻ tăng trưởng hơn 89% YoY, kết hợp với biên lợi được cải thiện nhờ hiệu quả kinh của quá trình tối ưu hóa chi phí.
- Chuỗi Bách hóa Xanh của MWG đang ở giai đoạn tăng tốc sau khi xác lập được mô hình vận hành có lãi.
- Chuỗi nhà thuốc và tiêm chủng Long Châu đã bước qua thời kỳ tăng tốc mở mới và bắt đầu tối ưu hiệu quả
- Các chuỗi ICT tiếp tục cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng nhờ kiểm soát hiệu quả chi phí vận hành và nâng cao trải nghiệm mua sắm cho khách hàng. Bên cạnh đó, việc kết hợp giữa chuỗi ICT và mảng CE cũng góp phần tối ưu hiệu quả kinh doanh và cải thiện doanh thu trên từng điểm bán.

## Các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Kết quả kinh doanh dự phóng				Định giá 26F	
No.	Mã	Ngành bán lẻ	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Suất sinh lời (%)	Biên LN gộp 26F	ROA 26F	ROE 26F	Doanh thu 2026F	T.Trg doanh thu 2026F	LNST 2026F	T.Trg LNST 2026F	P/B (x)	P/E (x)
1	MWG	Hàng ICT	115,124	78,400	104,900	33.8	22.6	8.5	18.2	185,564	18.6	8,981	26.9	2.9	15.8
2	FRT	Hàng ICT, dược phẩm	129,636	127,00	157,200	23.6	19.6	5.6	23.7	60,660	18.7	1,452	47.5	2.8	13.2
3	DGW	Bán buôn, phân phối hàng ICT	8,868	40,100	50,500	25.9	9.3	5.6	17.8	31,927	19.9	756	36.2	2.7	15.2
4	PET	Bán buôn, phân phối hàng ICT	5,357	50,200	50,000	-0.01	4.2	2.1	7.5	22,000	8.2	380	9.5	1.7	9.2
5	PNJ	Trang sức	33,261	65,000	84,500	30.0	20.0	16.4	24.4	46,794	33.8	3,508	24.0	2.8	12.9
<b>Tổng</b>										<b>348,945</b>	<b>19.1</b>	<b>14,800</b>	<b>25.5</b>		

\* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

# CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (HSX: FRT)



**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 157,200

**Giá hiện tại (04/06/2026)** VND 127,000

**Suất sinh lời (%)** 23.6%

VNINDEX 1,831

HNXINDEX 304

Vốn hóa (tỷ VND) 129,636

SLCP đang lưu hành (triệu) 170

SLCP tự do giao dịch (triệu) 84

52 tuần cao/thấp (VND) 181,000/122,100

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 0.47

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 56

Beta (12T) 0.9

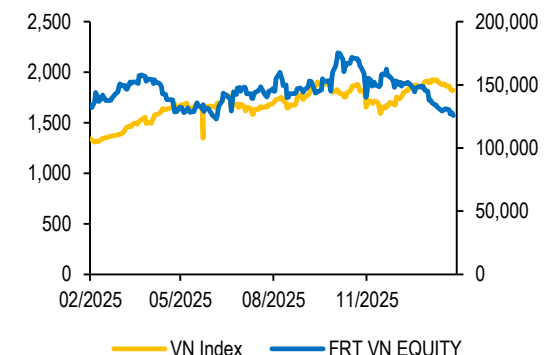
Cổ đông lớn (%) CTCP FPT 46.53

Group of Dragon Capital Funds 13.80

**Biến động giá** 3T 6T 12T

Tuyệt đối (%) -23.2 -20.6 -6.4

Tg đối với VN-Index (%) -23.5 -25.6 -41.9



## Tối ưu hóa chuỗi

### Luận điểm đầu tư

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT Retail, HSX: FRT) là một trong những công ty bán lẻ ICT đầu ngành ở Việt Nam. FRT sở hữu hai chuỗi bán lẻ ICT mang tên FPT Shop và F. Studio, lên đến 624 cửa hàng. Bên cạnh đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT cũng trở thành thương hiệu quen thuộc, dẫn đầu thị trường với 2,317 nhà thuốc khắp cả nước và 203 tiệm chủng Long Châu.

**Cập nhật KQKD Q1/2026:** Doanh thu và LNST lần lượt đạt 15,117 tỷ đồng (+30% YoY) và 374 tỷ đồng (+76% YoY). Trong quý 1/2026, FRT đóng 2 cửa hàng ICT, mở mới 100 nhà thuốc và 5 trung tâm tiệm chủng vắc xin.

**Chuỗi ICT:** Doanh thu đạt 4,815 tỷ đồng (+31% YoY), LNST đạt 16.5 tỷ đồng (so với lỗ 18 tỷ đồng cùng kỳ) với doanh thu trung bình mỗi cửa hàng đạt 2.6 tỷ đồng/tháng, +30% YoY). Kết quả được thúc đẩy bởi cao điểm mua sắm dịp Tết và đóng góp từ các sản phẩm ICT mới ra mắt trên thị trường.

**Chuỗi nhà thuốc Long Châu:** Doanh thu đạt 10,343 tỷ đồng (+28% YoY), LNST đạt 358 tỷ (+56% YoY), doanh thu bình quân mỗi nhà thuốc duy trì 1.3 tỷ đồng/tháng, tăng 8% so với trung bình của năm 2025, cho thấy hiệu quả trong quá trình mở rộng mạng lưới.

**Triển vọng năm 2026:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của FRT năm 2026 lần lượt đạt 60,660 tỷ đồng (+18.5% YoY) và 1,452 tỷ đồng (+47.5% YoY) trong đó chuỗi Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính

- Chuỗi ICT: được dự báo sẽ đối mặt với một số thách thức, bao gồm áp lực chi phí đầu vào gia tăng và sự biến động của sức mua. Do đây là nhóm sản phẩm không thiết yếu, nhu cầu có thể suy giảm nhẹ, đặc biệt trong bối cảnh giá bán tăng lên do tình trạng thiếu hụt chip. Ngoài ra, FRT sẽ chuyển dịch theo hướng gia tăng tỷ trọng các sản phẩm điện máy lớn, do đây là thị trường được đánh giá vẫn có thể duy trì tăng trưởng hai chữ số trong vòng 10 năm tới.
- Chuỗi Long Châu: tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, hỗ trợ khả năng hoàn thành kế hoạch cho FRT. Song song với mở rộng quy mô, Long Châu tiếp tục đẩy mạnh ứng dụng công nghệ nhằm tối ưu chi phí vận hành, nâng cao hiệu quả hoạt động và cải thiện trải nghiệm khách hàng.
- Rủi ro:** (1) Tỷ lệ đòn bẩy cao; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro lợc cầu tiêu dùng yếu; (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	30,166	31,850	40,104	51,083	60,660
LN từ HĐKD (tỷ VND)	474	-297	543	1,213	1,797
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	398	-329	408	984	1,452
EPS (VND)	3,295	(2,537)	2,331	4,667	6,949
BPS (VND)	10,696	8,209	14,486	24,495	33,021
OPM (%)	1.6%	-	1.4%	2.4%	3.0%
NPM (%)	1.6%	-	1.0%	1.9%	2.4%
ROE (%)	19.4%	-	19.3%	19.2%	21.2%
PER (x)	18.1	-	94.7	19.7	13.2
PBR (x)	5.6	18.8	15.7	3.8	2.8
EV/EBITDA (x)	12.7	91.0	16.3	11.5	8.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 194

# CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (HSX: MWG)



## Giá mục tiêu (12 tháng)

VND 104,900

Giá hiện tại (04/06/2026)

VND 78,400

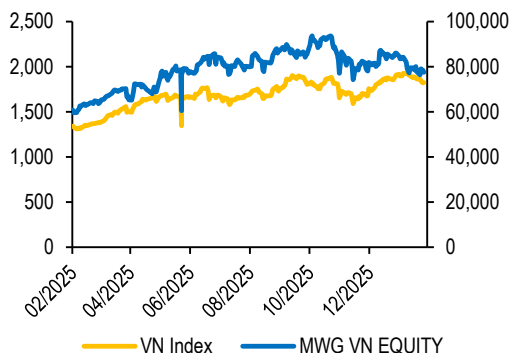
## Suất sinh lời (%)

33.8%

VNINDEX	1,831
HNXINDEX	304
Vốn hóa (tỷ VND)	115,124
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,468
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,254
52 tuần cao/thấp (VND)	94,400/59,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.36
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	583
Beta (12T)	1.1

Cổ đông lớn (%)	Công ty Tư Vấn đầu tư Thế giới Bán lẻ	10.49
-----------------	---------------------------------------	-------

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-12.8	-9.8	26.3
Tg đối với VN-Index (%)	-13.1	-14.8	-9.2



## Nâng cao hiệu quả các chuỗi

### Luận điểm đầu tư

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (Mobile World, HSX: MWG) là doanh nghiệp bán lẻ đầu ngành ở Việt Nam, có hệ sinh thái đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng. MWG duy trì vị thế là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy số 1 Việt Nam (chiếm hơn 50% toàn thị trường); là nhà bán lẻ hàng tiêu dùng, có chuỗi cửa hàng bách hóa đạt doanh số lớn nhất toàn quốc.

**KQKD Q1/2026:** MWG ghi nhận doanh thu hơn 46.4 nghìn tỷ đồng (+28.5% YoY), LNST đạt 2.7 nghìn tỷ đồng (+76% YoY) nhờ các chuỗi bán lẻ đồng loạt tăng trưởng

**Chuỗi ICT-CE:** MWG ghi nhận doanh thu mảng này trong Q1/2026 đạt 32.4 nghìn tỷ đồng (+34% YoY), LNST 2.2 nghìn tỷ đồng (+49% YoY) phản ánh xu hướng chuyển dịch từ tăng trưởng theo quy mô sang cải thiện chất lượng, với động lực đến từ nhiều mảng hoạt động.

**Bách hóa Xanh:** Doanh thu BHX Q1/2026 đạt 13.1 ngàn tỷ đồng (+19% YoY), LNST ước tính 400 tỷ đồng. Trong Q1/2026, MWG đã đẩy mạnh tốc độ phát triển mạng lưới với khoảng 280 cửa hàng mới, trong đó tỷ trọng đáng kể tập trung tại khu vực miền Bắc và miền Trung

### Triển vọng 2026:

- Chuỗi ICT-CE:** Doanh nghiệp không đặt trọng tâm mở rộng số lượng cửa hàng, mà chuyển sang nâng cao chất lượng dịch vụ. Trọng tâm chiến lược là phát triển lực lượng “Thợ Điện Máy Xanh”, hướng đến cung cấp giải pháp trọn gói từ bán hàng, lắp đặt đến sửa chữa và bảo dưỡng. Về dài hạn, mô hình này có thể mở rộng phục vụ cả khách hàng ngoài hệ thống, qua đó tạo thêm nguồn thu ổn định và bền vững.
- Chuỗi BHX:** tiếp tục mở rộng (1) tăng trưởng mạnh cả 2 kênh online và offline, (2) nâng cao chất lượng từng điểm bán cũ, (3) Kiểm soát chi phí vận hành, giảm tỷ lệ hủy hàng, giảm chi phí logistics, (4) xu hướng người tiêu dùng ngày càng ưu tiên thực phẩm an toàn và rõ nguồn gốc sẽ là động lực chính để các chợ truyền thống nhường chỗ cho mô hình bán lẻ hiện đại.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (3) Rủi ro đa dạng hóa kinh doanh ở nhiều chuỗi bán lẻ (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	133,405	118,280	134,341	156,458	185,564
LN từ HĐKD (tỷ VND)	6,575	1,047	5,227	8,667	11,257
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	4,102	168	3,733	7,076	8,981
EPS (VND)	2,810	115	2,546	4,788	6,099
BPS (VND)	16,321	15,944	19,921	22,184	28,295
OPM (%)	4.9	0.9	3.9	5.5%	6.1%
NPM (%)	3.1	0.1	2.8	4.5%	4.8%
ROE (%)	18.5	0.7	14.5	21.3%	21.3%
PER (x)	29.8	729.2	33.1	19.9	15.6
PBR (x)	5.1	5.2	4.4	4.3	3.4
EV/EBITDA (x)	10.6	28.6	20.7	16.5	12.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 195

# CTCP Thế Giới Số (HSX: DGW)



Giá mục tiêu (12 tháng)

VND 50,500

Giá hiện tại (04/06/2026)

VND 40,100

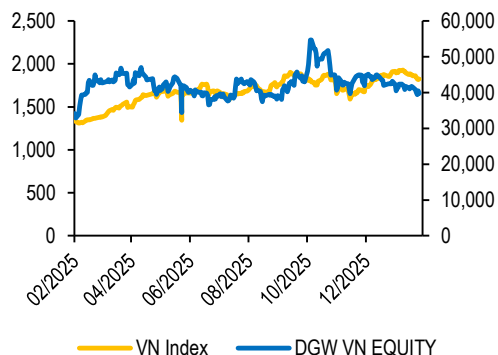
Suất sinh lời (%)

25.9%

VNINDEX	1,831
HNXINDEX	304
Vốn hóa (tỷ VND)	8,868
SLCP đang lưu hành (triệu)	221
SLCP tự do giao dịch (triệu)	140
52 tuần cao/thấp (VND)	57,900/33,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.46
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	80
Beta (12T)	0.9

Cổ đông lớn (%)	Công ty TNHH Created Future	31.4
-----------------	-----------------------------	------

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-13.5	-9.5	12.9
Tg đối với VN-Index (%)	-13.8	-14.5	-22.6



## Triển vọng sáng từ nhiều mảng kinh doanh

### Luận điểm đầu tư

Công ty Cổ phần Thế giới số (DGW) là một trong những nhà phân phối hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực công nghệ và hàng tiêu dùng. DGW là đối tác phân phối độc quyền của nhiều thương hiệu lớn như Xiaomi, Intel, Dell, Asus, HP, P&G, Omron....

**KQKD Q1/2026:** Doanh thu thuần của DGW đạt gần 8,595 tỷ đồng (+56% YoY), tương đương 27% mục tiêu doanh thu cả năm. Lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 200 tỷ đồng (+89% YoY). Xét theo từng ngành hàng:

- Nhóm máy tính xách tay và máy tính bảng ghi nhận mức tăng trưởng đột biến 108% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ tâm lý người tiêu dùng đẩy mạnh mua sớm trước lo ngại giá RAM tăng. Tuy nhiên, đà tăng này nhiều khả năng sẽ chững lại trong các quý tiếp theo, với mục tiêu cả năm vẫn duy trì mức tăng trưởng khoảng 20%.
- Mảng thiết bị văn phòng tăng 92%, chủ yếu nhờ nhu cầu đầu tư hạ tầng công nghệ và trí tuệ nhân tạo, đặc biệt ở phân khúc máy chủ và thiết bị doanh nghiệp.
- Trong khi đó, ngành hàng thiết bị gia dụng tăng 80%, nhờ mở rộng kênh phân phối và xu hướng tiêu dùng các sản phẩm gia dụng thông minh.

### Triển vọng 2026:

- Nhóm máy tính xách tay và máy tính bảng: Ngành hàng công nghệ được hưởng lợi từ xu hướng nâng cấp thiết bị nhằm đáp ứng nhu cầu ứng dụng trí tuệ nhân tạo (AI). Đồng thời, tình trạng thiếu hụt nguồn cung RAM cũng góp phần nâng giá bán bình quân, qua đó hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng doanh thu của DGW.
- Nhóm thiết bị văn phòng: được kỳ vọng sẽ tăng trưởng, nhờ các chính sách thúc đẩy chuyển đổi số và phát triển lĩnh vực công nghệ cao của Chính phủ
- Nhóm thiết bị gia dụng: sẽ định hướng trở thành trụ cột tăng trưởng mới nhờ vào xu hướng nhân khẩu học tích cực, xu hướng đô thị hóa cùng với quy mô hộ gia đình nhỏ hơn ngày càng cao

**Rủi ro:** Sức mua suy giảm, (2) Rủi ro thiếu hụt chip và (3) Rủi ro tỷ giá và (4) Rủi ro mất độc quyền phân phối.

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	22,028	18,817	22,079	26,632	31,927
LN từ HĐKD (tỷ VND)	805	417	556	668	917
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	684	363	449	555	756
EPS (VND)	4,146	2,071	1,983	2,428	3,322
BPS (VND)	14,669	15,514	13,560	15,507	18,921
OPM (%)	3.7%	2.2%	2.5%	2.5%	2.9%
NPM (%)	3.1%	1.9%	2.0%	2.1%	2.4%
ROE (%)	28.2%	13.8%	14.9%	16.0%	17.8%
PER (x)	13.5	27.0	28.2	23.0	16.8
PBR (x)	3.8	3.6	4.1	3.6	3.0
EV/EBITDA (x)	10.5	18.5	14.6	11.1	8.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Ngành Thực phẩm và Đồ uống

**Trọng điểm là quản  
trị chi phí**



Nhi Nguyễn

 (84-28) 6299 8000

 [nhi.ntt@shinhan.com](mailto:nhi.ntt@shinhan.com)

## Ngành Thực phẩm & Đồ uống: Trọng điểm là quản trị chi phí

### 1. Cập nhật Q1/2026: Ghi nhận KQKD tăng trưởng tích cực trong bối cảnh giá cả tăng

Ngoại trừ Ngành đường ghi nhận KQKD sụt giảm do giá đường kém thuận lợi, các ngành khác đều tăng trưởng tốt cả về doanh thu và lợi nhuận trong Q1/2026. Bất ổn chính trị thế giới khiến giá cả nhiều loại nguyên liệu và hàng hóa tăng mạnh.

### 2. Triển vọng năm 2026

- Ngành đường: Giá đường tăng trong ngắn hạn trước bất ổn vĩ mô, tuy nhiên dự báo thị trường dư cung trong năm sẽ kìm hãm đà tăng trong dài hạn.
- Ngành bia: Sản lượng sản xuất bia phục hồi trong Q1, sự kiện World Cup dự kiến hỗ trợ sản lượng tiêu thụ trong năm, tuy nhiên giá nhôm tăng cao là một yếu tố cần theo dõi.
- Ngành sữa: Sản lượng sản xuất gia tăng trong Q1, giá trị nhập khẩu cũng tăng mạnh trong bối cảnh mặt bằng chung giá bột sữa tăng.
- Ngành thịt: Giá heo hơi điều chỉnh sau khi tăng mạnh trong quý cuối năm 2025 và dự kiến ổn định khi dịch bệnh nhin chung đã được kiểm soát, nhu cầu dự báo tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt đối với các sản phẩm chất lượng cao có thương hiệu.

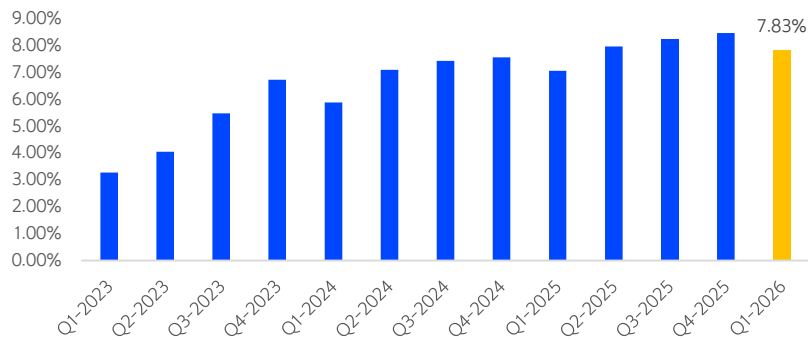
### 3. Cơ hội đầu tư: SAB, VNM & MSN

## Tình hình kinh tế vĩ mô và thu nhập: Lạm phát tăng cao trước áp lực giá nhiên liệu

Quý 1 ghi nhận tăng trưởng GDP 7.83% YoY. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 4/26 tăng 5.46% YoY, phản ánh ảnh hưởng của biến động chính trị toàn cầu khi giá dầu thô tăng cao kéo theo sự tăng giá của hầu hết các loại hàng hóa và dịch vụ. CPI bình quân 4 tháng đầu năm là 3.99%, phù hợp với mục tiêu kiểm soát của chính phủ dưới 4.5%.

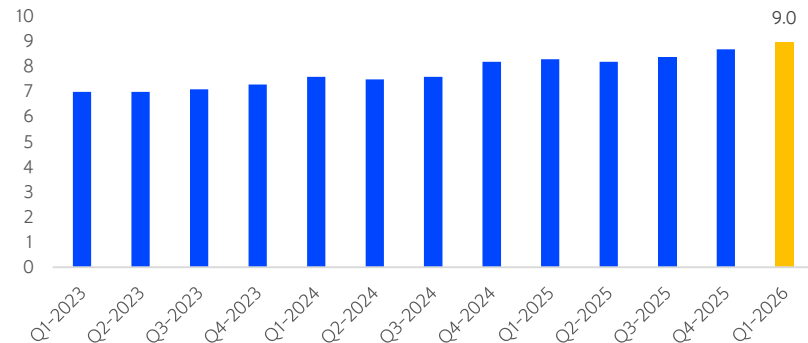
Thu thập bình quân của người lao động cả nước trong Q1 tăng nhẹ so với quý trước, ở mức 9.0 triệu đồng/người, tỷ lệ thất nghiệp ở mức 2.21%. Nhìn chung, tăng 329 nghìn đồng (+3.8% so với Q4/2025) và tăng 706 nghìn đồng (+8.8% so với cùng kỳ năm 2025).

### Tăng trưởng GDP theo quý (YoY)



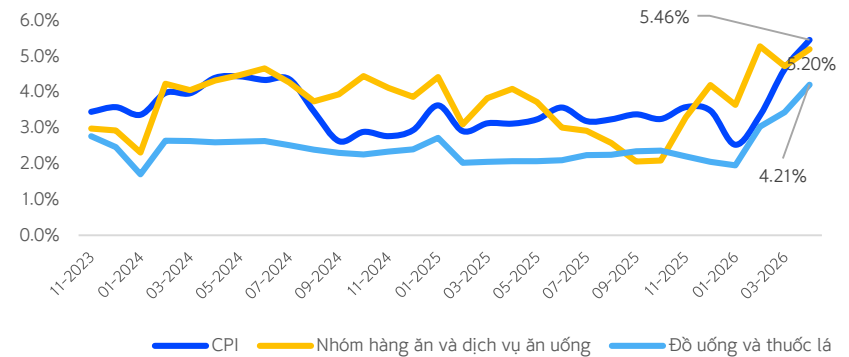
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Thu nhập bình quân của lao động cả nước (triệu đồng)



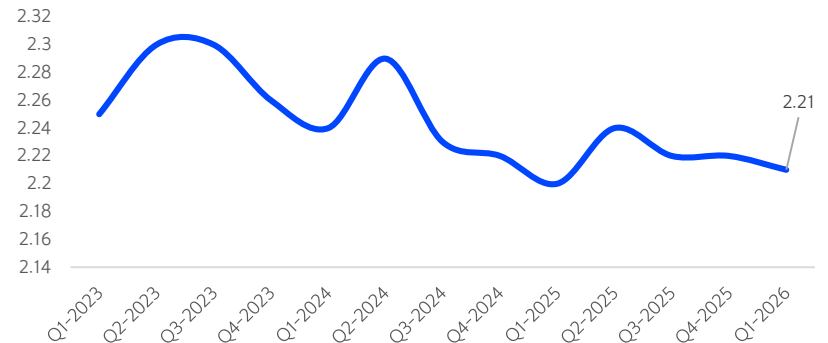
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Tăng trưởng CPI theo tháng (YoY)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

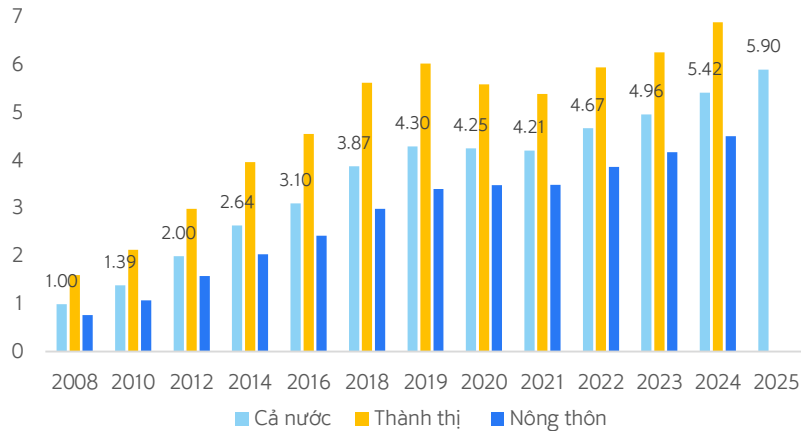
### Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

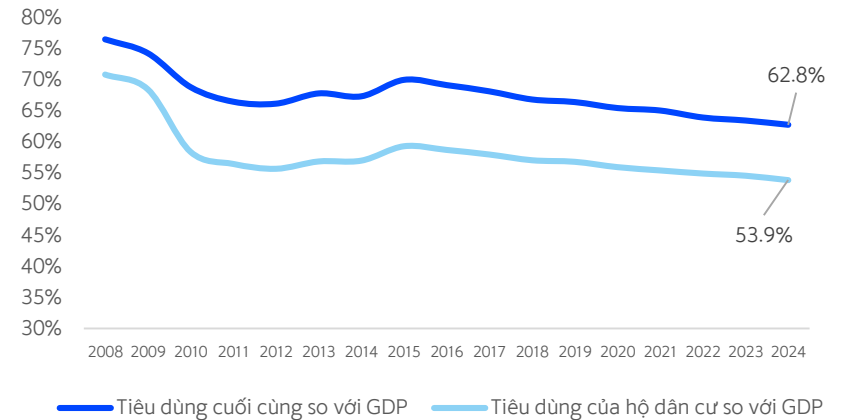
## Mức sống và thu nhập hộ gia đình tiếp tục được cải thiện trong năm 2025

**Thu nhập khả dụng bình quân của dân cư (triệu VND/người/tháng)**



Nguồn: Khảo sát mức sống dân cư (GSO), Shinhan Securities Vietnam

**Tỷ lệ tiêu dùng cuối cùng so với GDP**



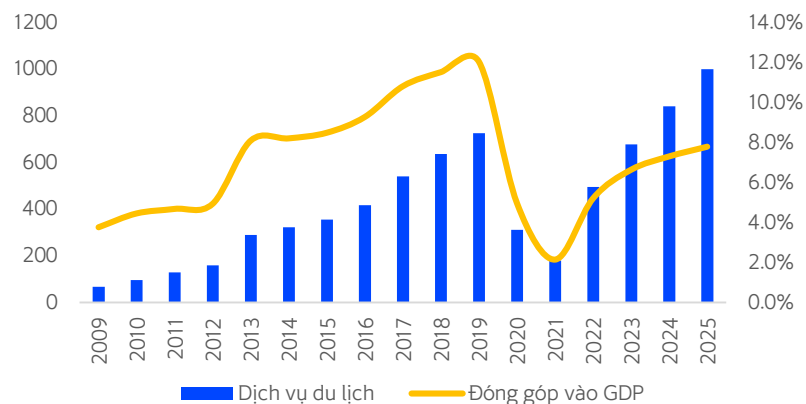
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Theo kết quả sơ bộ Khảo sát mức sống dân cư năm 2025, thu nhập bình quân đầu người theo giá hiện hành năm 2025 đạt khoảng 5.9 triệu đồng/tháng, tăng 9.3% so với năm 2024. Như vậy, thu nhập bình quân năm 2025 của người dân nói chung tiếp tục duy trì tăng và tăng cao hơn so với tốc độ tăng của năm 2024 so với năm 2023 là 9.1%; đóng góp vào tốc độ tăng này một phần do thu nhập của công chức, viên chức nghỉ theo chế độ 178.

Nhìn chung, điểm nhấn trong Q1 là sự gia tăng về giá cả trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô có nhiều biến động, dẫn đến chi phí sản xuất của các doanh nghiệp tăng lên, đặt ra thách thức về kiểm soát chi phí. Tuy nhiên, nếu xung đột thế giới dịu lại và giá dầu ổn định, những thách thức về chi phí sẽ có thể được kiểm soát cho các quý còn lại của năm.

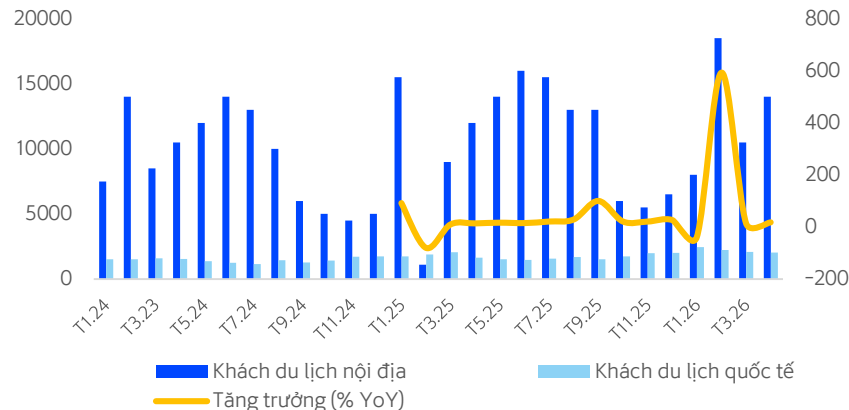
## Du lịch tiếp tục là yếu tố góp phần vào tăng trưởng ngành

Doanh thu từ dịch vụ du lịch (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia, Shinhan Securities Vietnam

Lượng khách du lịch theo tháng (lượt)

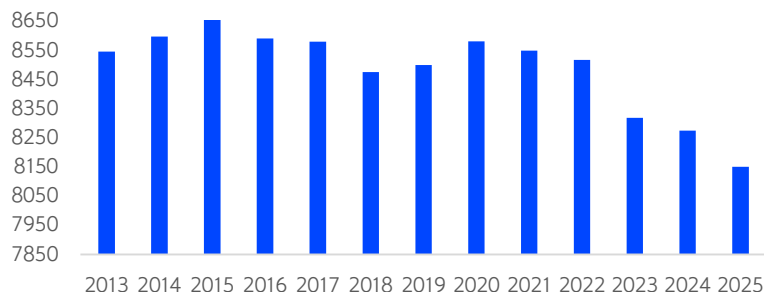


Nguồn: Cục Du lịch Quốc gia, Shinhan Securities Vietnam

Việt Nam ghi nhận giai đoạn tăng trưởng kỷ lục của ngành du lịch khi lũy kế 4 tháng đầu năm 2026, tổng lượt khách du lịch (nội địa và quốc tế) là 51,000 lượt, tăng trưởng +36% YoY, cho thấy hiệu quả của chính sách xúc tiến quảng bá và kích cầu du lịch. Doanh thu từ du lịch lữ hành trong 4 tháng đầu năm ước đạt 31,900 tỷ đồng (+12.1% YoY), nguyên nhân đến từ lượt khách tăng cao trong các dịp lễ. Đây là một yếu tố quan trọng sẽ đóng góp lớn vào tiềm năng tăng trưởng của ngành trong trung và dài hạn.

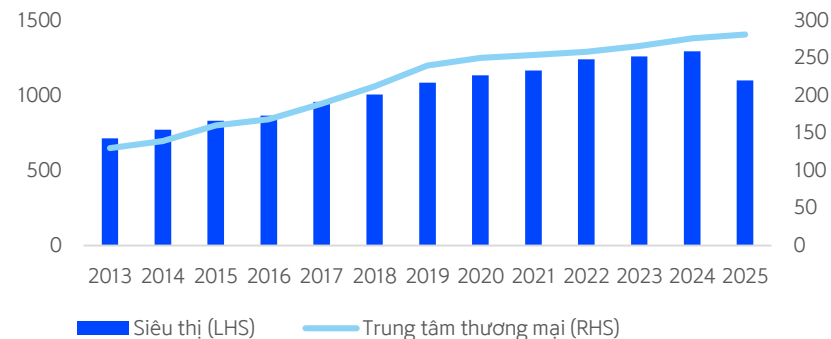
## Sự chuyển dịch từ kênh truyền thống (GT) sang kênh hiện đại (MT) ngày càng mạnh mẽ

### Kênh GT (chợ truyền thống) thu hẹp dần



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

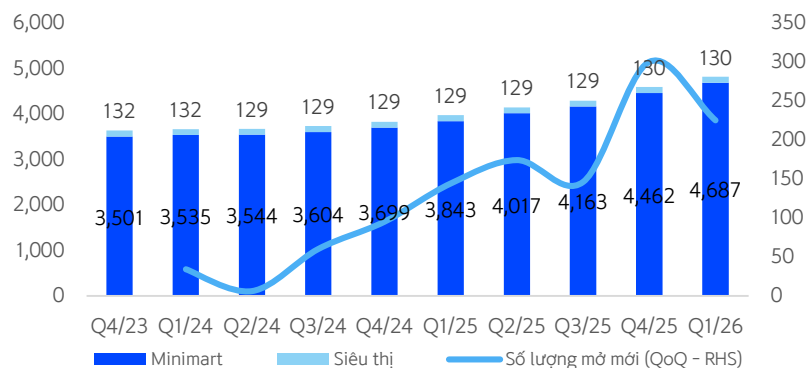
### Trong khi đó, kênh MT (siêu thị và TTTM) trên đà mở rộng



Nguồn: GSO, Metric, Shinhan Securities Vietnam

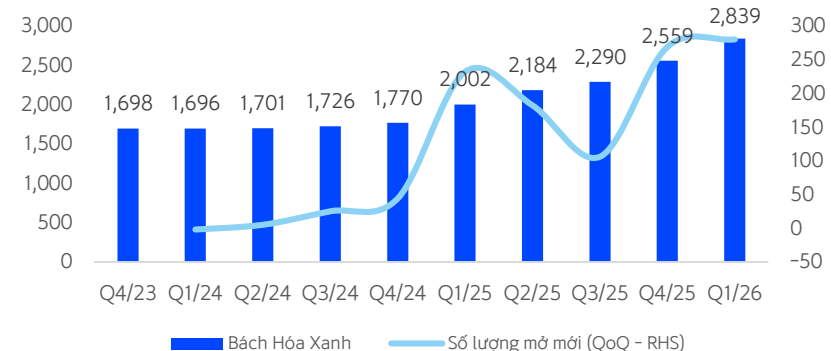
Các hệ thống bán lẻ như WinCommerce (WCM) và Bách Hóa Xanh (BHX) đều tiếp tục duy trì mở mới trong năm, với số lượng cửa hàng mở mới lũy kế tính đến hết Q1 đạt lần lượt 225 và 280 cửa hàng, tăng mạnh so với cùng kỳ. Doanh thu các chuỗi cũng đạt mức tăng trưởng tốt trong Q1/26, với DT WCM đạt 11.36 nghìn tỷ đồng (+30% YoY), và DT chuỗi BHX đạt 13.1 nghìn tỷ đồng (+19% YoY).

### Số lượng cửa hàng WinCommerce



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

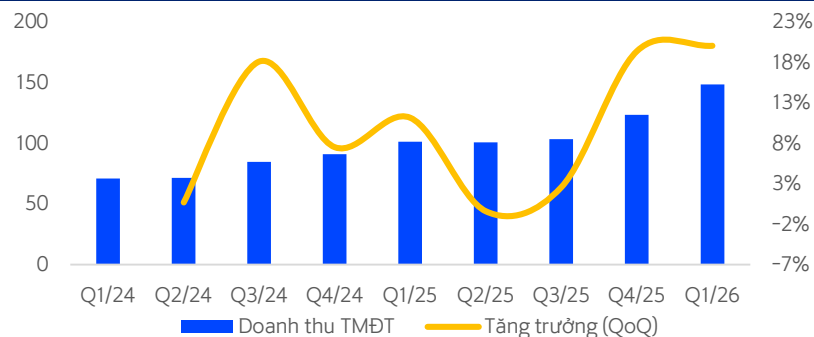
### Số lượng cửa hàng Bách Hóa Xanh



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

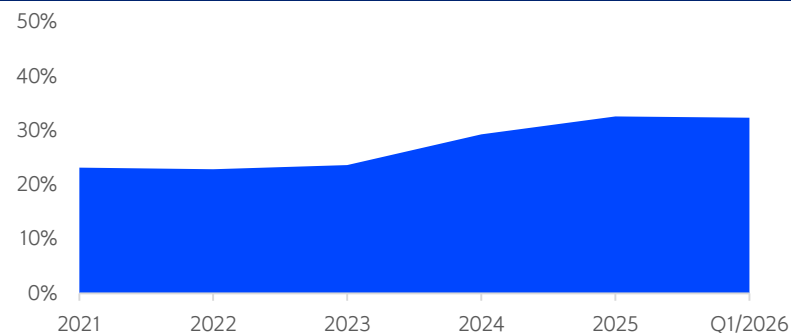
## Bên cạnh đó, thương mại điện tử bùng lên mạnh mẽ, tái định hình lại mạng lưới chuỗi cung ứng của ngành

### Doanh thu thương mại điện tử theo quý (nghìn tỷ VND)



Nguồn: Metric, Shinhan Securities Vietnam  
 Thống kê doanh thu 4 sàn bao gồm Shopee, Lazada, Tiktok Shop, Tiki

### Tỷ trọng doanh số các Shop Mall (cửa hàng chính hãng)



Nguồn: Metric, Shinhan Securities Vietnam

Sự bùng nổ của TMĐT và các nền tảng số đã tạo ra một cuộc tái cấu trúc toàn diện đối với phương thức bán hàng trong ngành Bán lẻ nói chung và F&B nói riêng. Cụ thể là sự chuyển dịch sang mô hình đa kênh tích hợp, mở rộng phương thức phân phối thông qua kênh online, các nền tảng TMĐT.

Số liệu thống kê cho thấy tỷ trọng đóng góp doanh số của các nhà bán hàng chính hãng trên các nền tảng TMĐT đang trong xu hướng tăng mạnh, từ 23% trong năm 2021 lên mức 32% cuối Q1/2026, cho thấy sự thâm nhập của các thương hiệu vào các nền tảng, trực tiếp phân phối đến tay người tiêu dùng. Đồng thời, điều này cũng cho thấy sự chuyển dịch trong thói quen của người dùng khi càng ngày càng ưu tiên vấn đề chính hãng, nhất là khi vấn nạn hàng giả, hàng kém chất lượng ngày càng nghiêm trọng.

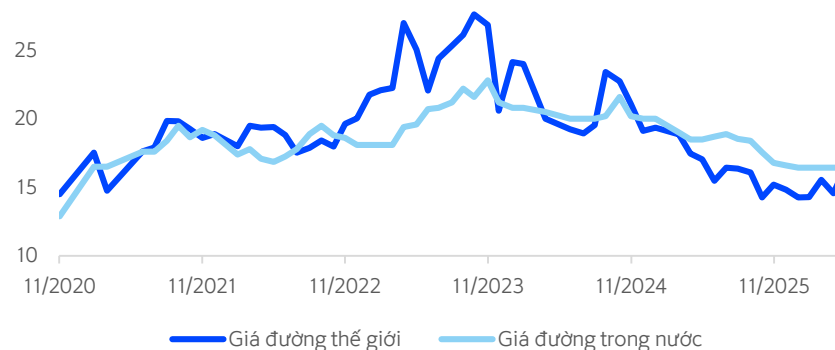
## Nâng ngưỡng chịu thuế lên 1 tỷ VND doanh thu/năm với các hộ kinh doanh (so với mức 500 triệu VND trước đây), giảm bớt gánh nặng tài chính và cả gánh nặng hành chính cho các đơn vị này

Chính sách	Hiệu lực	Đánh giá tác động
Nghị định 174/2025/NĐ-CP: Tiếp tục duy trì mức thuế VAT 8%	Hiệu lực đến hết 2026	Giảm giá hàng hóa dịch vụ, kích thích tiêu dùng, đặc biệt với các mặt hàng có mức độ nhạy cảm về giá cao.
Tăng cường thanh tra, kiểm soát hàng giả, hàng kém chất lượng	Đang tiến hành	Tăng mức độ minh bạch thị trường, cải thiện niềm tin của người tiêu dùng, tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng.
Nghị quyết 110/2025/UBTVQH15 nâng mức giảm trừ đối với thuế Thu nhập cá nhân (TNCN)	Hiệu lực từ ngày 1/1/2026	Giảm gánh nặng thuế, tăng thu nhập khả dụng và kích thích tiêu dùng.
Rút gọn biểu thuế TNCN từ 7 bậc xuống 5 bậc theo Luật thuế TNCN sửa đổi	Hiệu lực từ 1/7/2026	Giảm gánh nặng thuế, tăng thu nhập khả dụng và kích thích tiêu dùng.
Nghị định 293/2025/NĐ-CP: Tăng lương tối thiểu vùng	Hiệu lực từ 1/1/2026	Tăng thu nhập khả dụng của một bộ phận dân cư.
Nghị định 161/2026/NĐ-CP: Tăng lương cơ sở và chế độ tiền thưởng đối với cán bộ, công chức, viên chức và lực lượng vũ trang	Hiệu lực từ 1/7/2026	Tăng thu nhập khả dụng của một bộ phận dân cư.
Nghị định 141/2026/NĐ-CP: Chuyển đổi thuế khoán sang thuế theo phương pháp kê khai đối với hộ kinh doanh cá thể. <b>Ngưỡng chịu thuế là 1 tỷ đồng doanh thu/năm.</b> Bắt buộc sử dụng hoá đơn điện tử nếu doanh thu hàng năm trên 1 tỷ đồng.	Hiệu lực từ 1/1/2026	Về dài hạn giúp chuẩn hóa và minh bạch hóa thị trường cũng như trong việc kê khai thuế.  Tuy nhiên trong giai đoạn chuyển đổi có thể gây ra một số tắc nghẽn về ngắn hạn, một số hộ kinh doanh tạm ngưng hoạt động do lo sợ phải nộp thuế cao hơn hay bị truy thu thuế.
Luật thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) 2025 - Thuế TTĐB đối với bia sẽ tăng từ mức hiện tại là 65% lên 70% vào 2027, sau đó tăng đều 5% mỗi năm cho đến 90% vào 2031 - Nước giải khát có đường bắt đầu chịu thuế TTĐB 8% từ 2027 và 10% từ 2028	Hiệu lực từ 1/1/2027	Bản chất là thuế gián thu nên thường phần tăng thuế sẽ được chuyển cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán. Vì vậy có thể ảnh hưởng đến cầu nếu người tiêu dùng nhạy cảm về giá hoặc thắt chặt chi tiêu (đối với mặt hàng bị áp thuế).

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành đường 2026

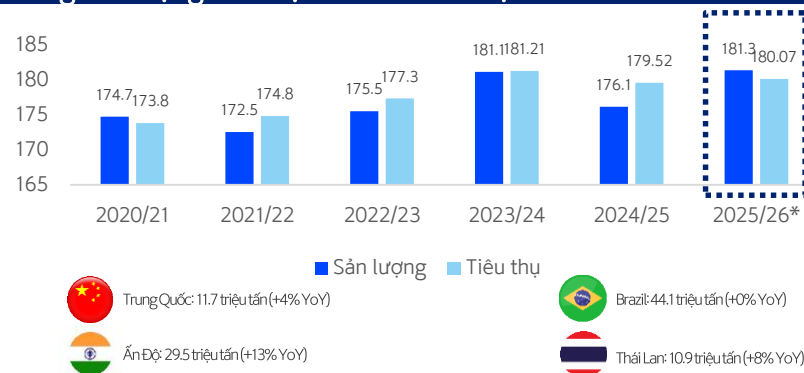
Giá đường hồi phục, song vẫn đang ở mức thấp so với cùng kỳ. Mặt khác, việc bắt đầu áp thuế TTĐB 8% lên các sản phẩm đồ uống có đường trong năm 2027 cũng có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ đường trong nước

Diễn biến giá đường thế giới (cent/pound) và giá đường trong nước (VND/kg)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính sản lượng và tiêu thụ đường toàn cầu (triệu tấn) và dự phóng sản lượng niên vụ 2025/26 của một số nước



Nguồn: ISO, Shinhan Securities Vietnam  
(\* Số liệu ước tính và dự báo ISO Q1/2026)

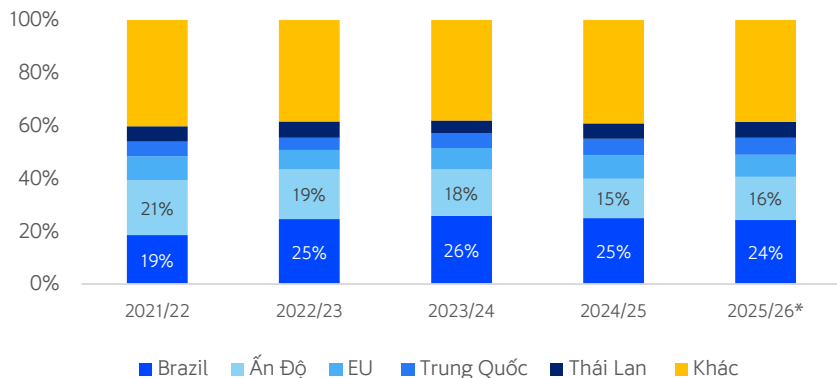
Giá đường thế giới tăng vọt 8% trong tháng 3/2026 trước cú sốc về giá dầu tăng vọt trong bối cảnh chiến tranh leo thang ở Trung Đông đẩy chi phí logistics tăng cao, một phần do xu hướng chuyển dịch mía sang sản xuất ethanol trong bối cảnh giá nhiên liệu đang neo cao. Tính từ đầu năm, giá đường thế giới hiện đang tăng khoảng 2.5% YTD.

Trước áp lực chi phí vận chuyển gia tăng, giá đường trong nước cũng ghi nhận sự phân hóa rõ rệt giữa giá đường nhà máy bán ra và giá đường thương mại bán ra. Trong khi giá bán từ nhà máy vẫn duy trì ổn định do mặt bằng cung niên vụ mới vẫn ổn định, các đơn vị thương mại đã điều chỉnh tăng giá bán để phản ánh chi phí vận chuyển. Một số đơn vị đã nâng giá từ 50-500 đồng đối với giao hàng tận nơi, trong khi đó một số đơn vị vẫn giữ nguyên giá tại kho và chuyển chi phí vận chuyển sang cho bên mua tự chịu.

Dự báo của Hiệp hội Đường Thế giới (ISO) về niên vụ 2025/26 ước tính thị trường ở trạng thái dư cung 1.22 triệu tấn, chủ yếu do tăng dự báo sản lượng tại Ấn Độ, Thái Lan và Pakistan; trong đó sản lượng được dự báo ở mức 181.3 triệu tấn; còn tiêu thụ ở mức 180.1 triệu tấn. Như vậy, căng thẳng kéo dài tại eo biển Hormuz có khả năng vẫn sẽ khiến giá đường trên thị trường giao ngay tiếp tục tăng, tuy nhiên trong dài hạn thị trường vẫn sẽ bị kìm hãm bởi áp lực nguồn cung.

## El Nino dự kiến diễn biến mạnh từ tháng 6/2026 có thể ảnh hưởng đến sản lượng mùa vụ 2026/27 của một số nước

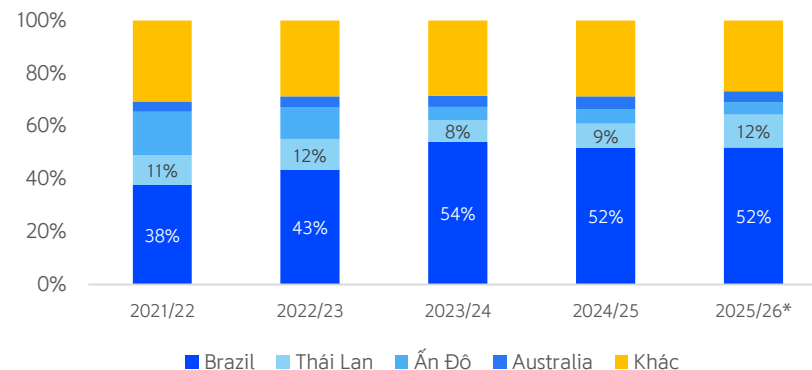
### Cơ cấu sản xuất đường theo quốc gia



Nguồn: ISO, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Số liệu ước tính và dự báo ISO Q1/2026

### Cơ cấu xuất khẩu đường theo quốc gia



Nguồn: ISO, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Số liệu ước tính và dự báo ISO Q1/2026

Theo dự báo từ Climate Prediction Center Hoa Kỳ, El Nino có khả năng hình thành sớm với xác suất 82% trong giai đoạn tháng 5-7/2026 và duy trì trong mùa đông tại Đông Bắc bán cầu với xác suất 96%. Theo đó, hiện tượng thời tiết này sẽ gây ra nắng nóng, hạn hán tại các quốc gia sản xuất đường quan trọng như Ấn Độ, Thái Lan, có thể ảnh hưởng tới sản lượng mùa vụ 2026/27 của các quốc gia này. Hiện tại, Ấn Độ và Thái Lan chiếm lần lượt 16% và 6% trong cơ cấu sản xuất đường; đồng thời đóng góp lần lượt 5% và 12% vào sản lượng xuất khẩu đường toàn cầu. Quốc gia đứng đầu về sản xuất và xuất khẩu vẫn là Brazil (với tỷ trọng đóng góp lần lượt là 24% và 52% vào cơ cấu toàn cầu).

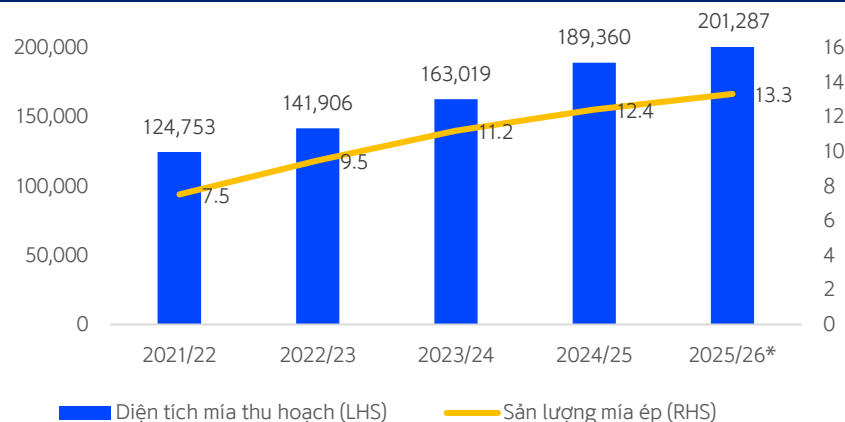
## Giá năng lượng neo cao có thể thúc đẩy chuyển dịch mía sang sản xuất ethanol thay vì đường

Giá dầu thô hiện đang neo quanh mốc 90 USD/thùng, tăng 50% so với thời điểm trước chiến tranh. Đây là yếu tố cần theo dõi, nếu giá dầu neo cao trong thời gian dài thì có thể đẩy mạnh sản xuất ethanol, đặc biệt tại Brazil, nơi ethanol có thể được sử dụng thay thế cho xăng dầu trong vận chuyển, theo đó giảm khối lượng mía đưa vào sản xuất đường.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành đường 2026

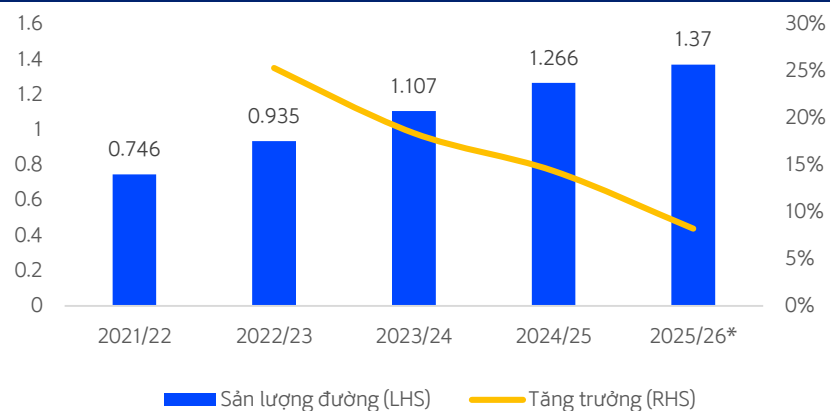
## Diện tích canh tác và sản lượng đường sản xuất trong nước cải thiện mạnh qua các niên vụ

Diện tích trồng (ha) và sản lượng mía ép (triệu tấn) theo niên vụ



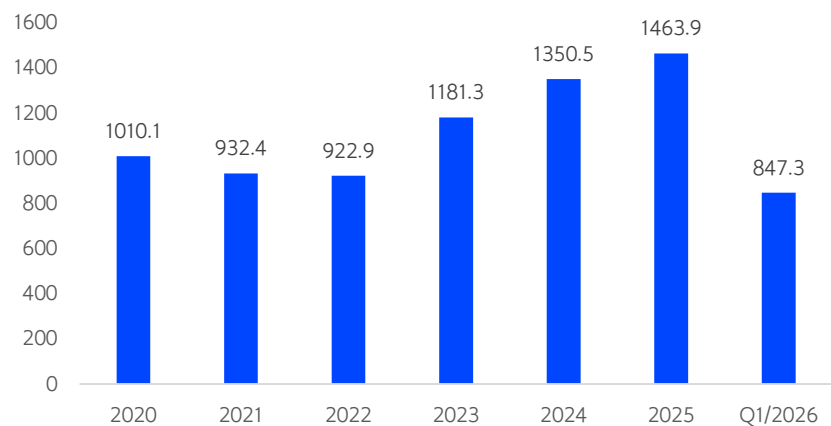
Nguồn: Hiệp hội Mía đường Việt Nam VSSA, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường theo niên vụ (triệu tấn)



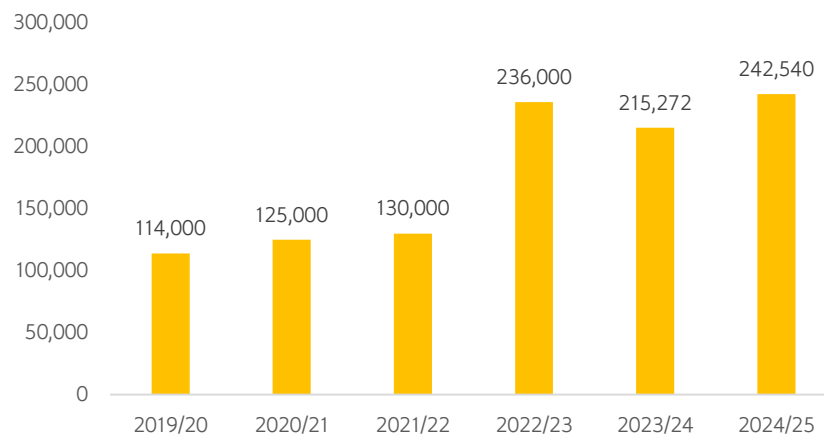
Nguồn: VSSA, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường kính sản xuất trên cả nước (nghìn tấn)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường\* của QNS theo niên vụ (tấn)



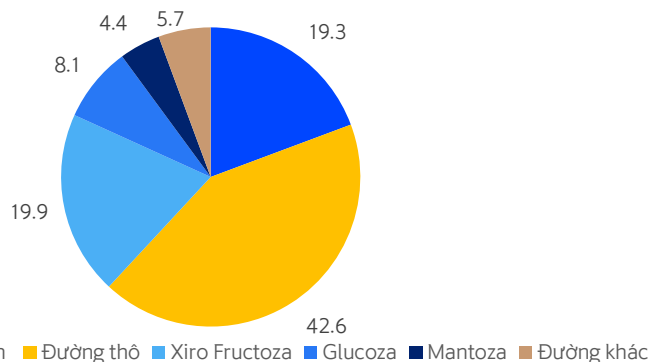
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

(\*) Bao gồm đường sản xuất và đường thô nhập khẩu

## Nhập khẩu đường hồi phục trong tháng 3 sau khi bị ngưng trệ do kỳ nghỉ Tết

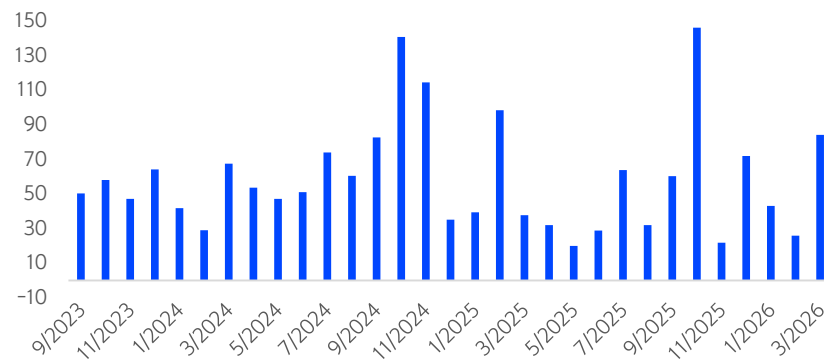
Nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện chậm lại trong tháng 2/2026 do bị gián đoạn bởi Tết Nguyên đán, chỉ đạt 25.8 nghìn tấn (-74% YoY). Sang tháng 3, nhập khẩu đường phục hồi mạnh, với lượng nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện đạt 84 nghìn tấn (+124% YoY). Lũy kế Q1/26, lượng nhập khẩu đường thô và tinh luyện là 151 nghìn tấn (-13% YoY), chiếm 62% tổng lượng đường nhập khẩu là 245 nghìn tấn.

### Cơ cấu đường nhập khẩu theo chủng loại Q1/2026 (%)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

### Sản lượng đường thô và đường tinh luyện nhập khẩu chính ngạch theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

## Kỳ vọng gia hạn thuế chống trợ cấp và thuế chống bán phá giá đối với đường Thái Lan

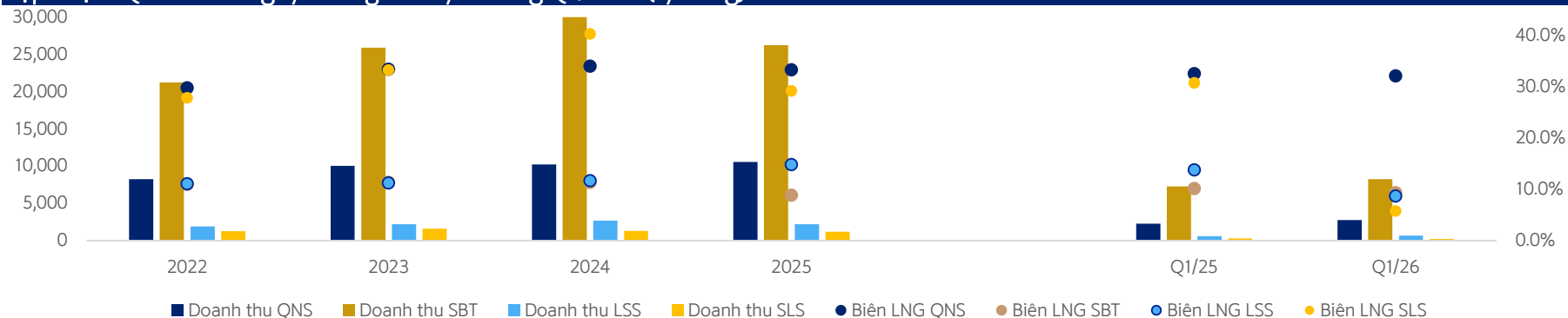
Mức thuế chống bán phá giá 42.99% và thuế chống trợ cấp 4.65% đối với đường Thái Lan sẽ hết hiệu lực sau tháng 6/2026 sau 5 năm thực hiện. Ngoài ra, nếu đường nhập khẩu từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar có sử dụng nguyên liệu đường Thái Lan cũng sẽ bị áp mức thuế tương tự (bắt đầu từ 2022).

Ngày 25/02/2026, Bộ Công Thương đã gia hạn thời hạn rà soát cuối kỳ thêm 3 tháng, theo đó thời hạn kết thúc điều tra vụ việc là ngày 13/06/2026. Chúng tôi kỳ vọng việc áp thuế đối với đường Thái Lan vẫn được duy trì để có thể tiếp tục bảo hộ ngành đường trong nước.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành đường 2026

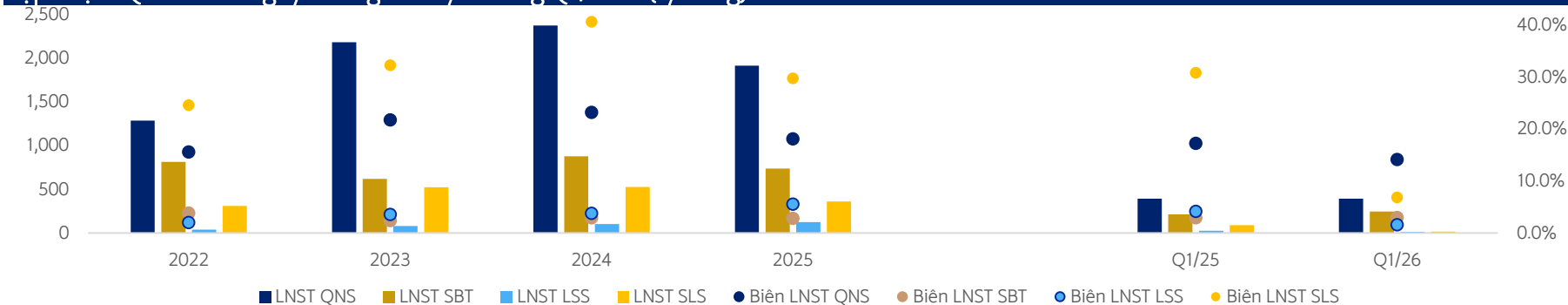
## Các doanh nghiệp ngành đường ghi nhận kết quả kém tích cực trong Q1

Cập nhật KQKD các công ty đường niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật KQKD các công ty đường niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



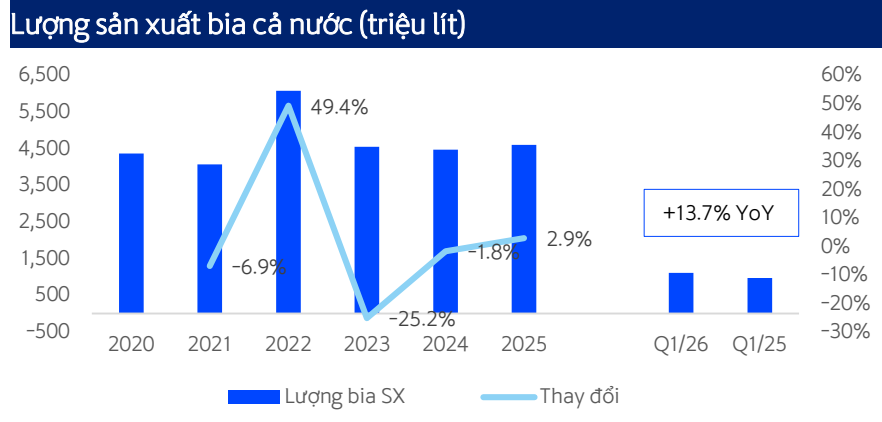
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Do giá đường kém thuận lợi, các doanh nghiệp sản xuất và phân phối đường đều ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sụt giảm trong năm 2025. Biên LNG 2025 cũng sụt giảm do bất lợi về giá bán.

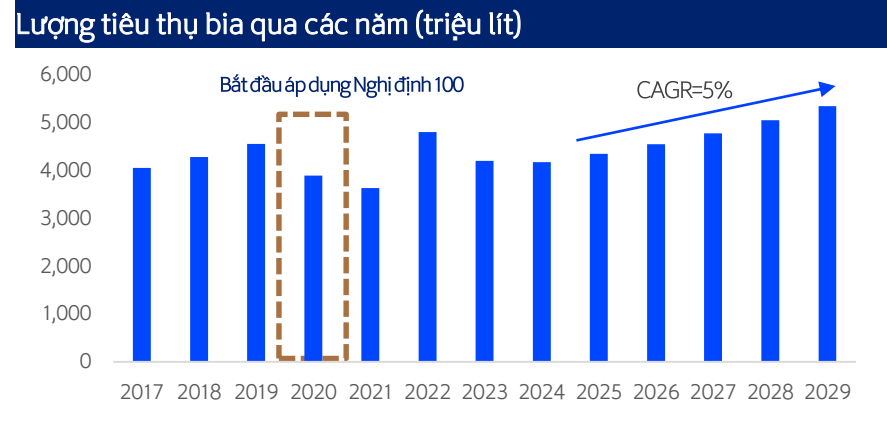
Q1/2026 tiếp tục ghi nhận KQKD giảm (ngoại trừ DT QNS tăng trưởng 3.2% YoY nhưng nhờ mảng sữa đậu nành tăng trưởng bù đắp cho đóng góp sụt giảm từ mảng đường). Biên gộp cũng tiếp tục thu hẹp so với cùng kỳ.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành bia 2026

## Sản lượng sản xuất bia tăng mạnh trong Quý 1/2026. Sự kiện FIFA World Cup có thể là yếu tố hỗ trợ cho tiêu thụ bia trong năm 2026

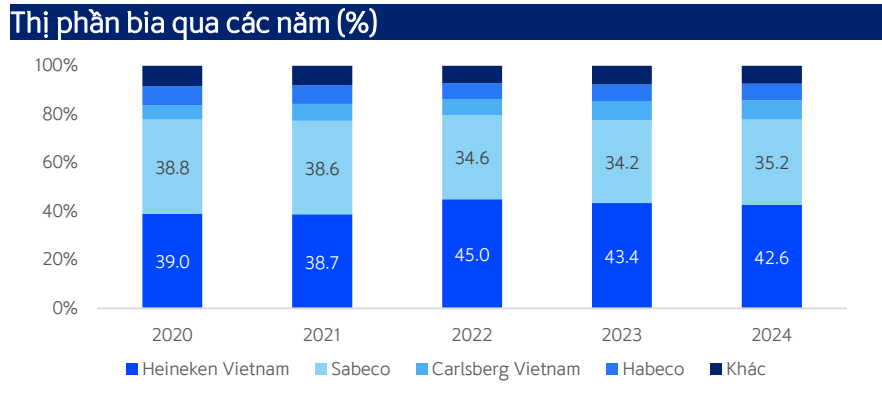


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

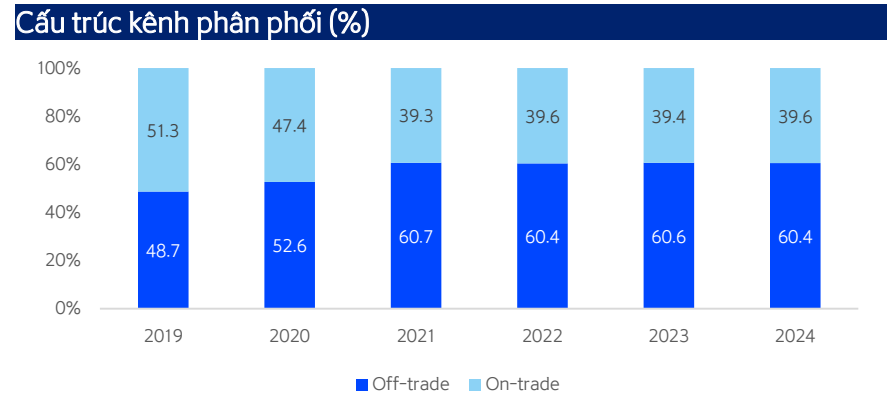


Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Lượng bia sản xuất trong năm 2025 là 4,597 triệu lít, tăng trưởng nhẹ 2.9% so với năm 2024. Số liệu Q1/2026 cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ trong sản xuất bia với lượng bia sản xuất đạt 1,106 triệu lít (+13.7% YoY). Trong năm nay sẽ diễn ra sự kiện bóng đá lớn là FIFA World Cup, dự kiến sẽ là một yếu tố hỗ trợ cho tiêu thụ ngành.



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

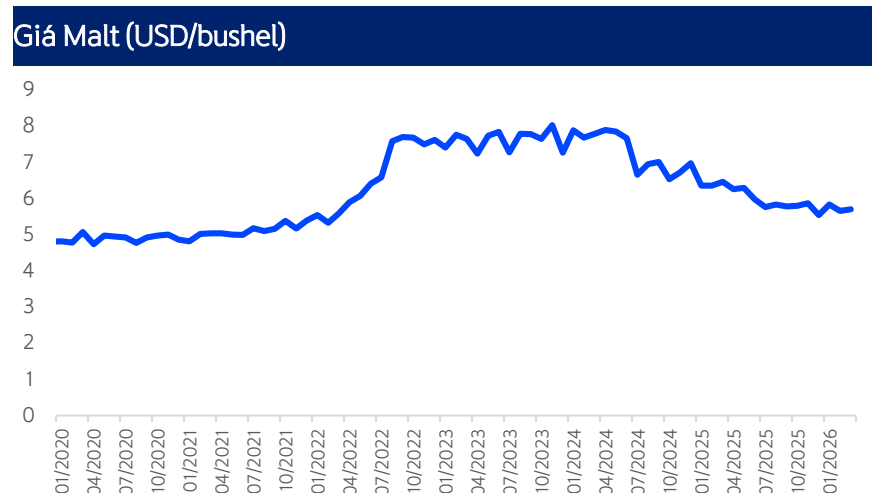


Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

## Giá nhôm về lại đỉnh cũ năm 2022 đặt ra những thách thức trong kiểm soát chi phí



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

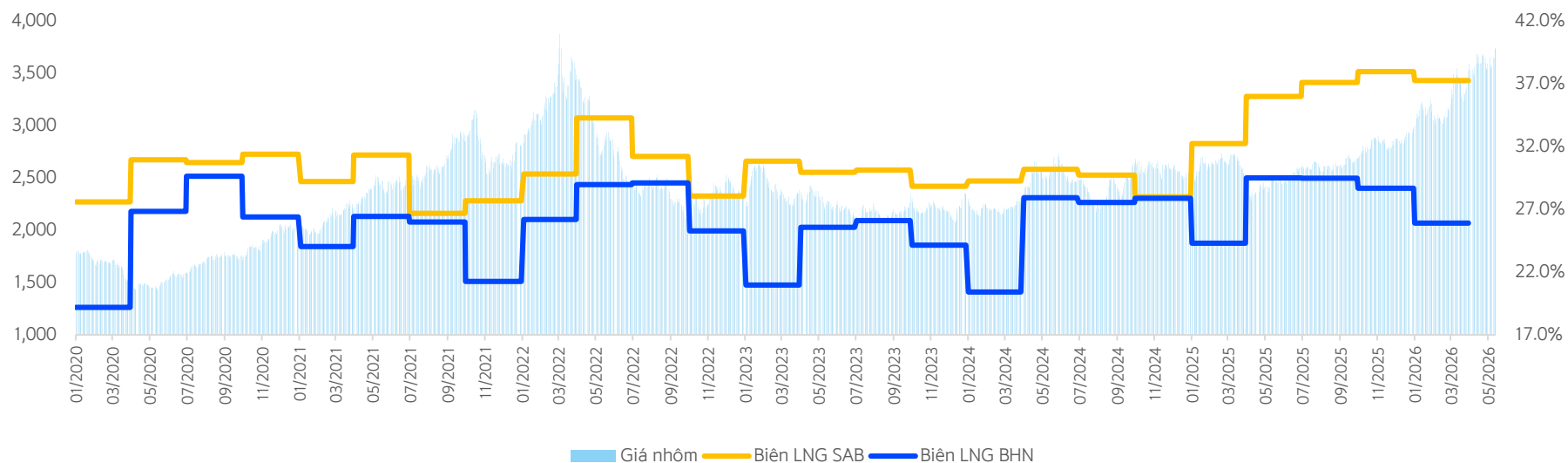
Cú sốc Trung Đông vào cuối tháng 2 đã đẩy giá nhôm lên lại vùng đỉnh lịch sử năm 2022 quanh mức 3,875 USD/tấn trong bối cảnh lo ngại nguồn cung thu hẹp, gián đoạn chuỗi cung ứng và chi phí logistics gia tăng. Các quốc gia vùng Vịnh chiếm khoảng 8% nguồn cung nhôm toàn cầu. Trước đó, nguồn cung đã bị ảnh hưởng do giảm nguồn cung từ Nga trước xung đột Nga-Ukraine và giảm sản lượng từ các nước châu Âu trước áp lực giá năng lượng tăng cao.

Với việc các doanh nghiệp sản xuất thường mua trước nguyên liệu từ 3-6 tháng, diễn biến tăng gần đây chưa phản ánh vào kết quả kinh doanh Q1, tuy nhiên vẫn là một yếu tố cần theo dõi sát. Biên lợi nhuận gộp có thể chịu ảnh hưởng trong các quý tiếp theo với độ trễ rơi vào 1-2 quý.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành bia 2026

## Giá nhôm về lại đỉnh cũ năm 2022 đặt ra những thách thức trong kiểm soát chi phí

Thống kê tương quan biến động giá nhôm (USD/tấn) và biên LN gộp của các doanh nghiệp sản xuất bia



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

\*Biên LNG 2025 của SAB tăng một phần do hợp nhất với SBB với tư cách công ty con thay vì công ty liên kết

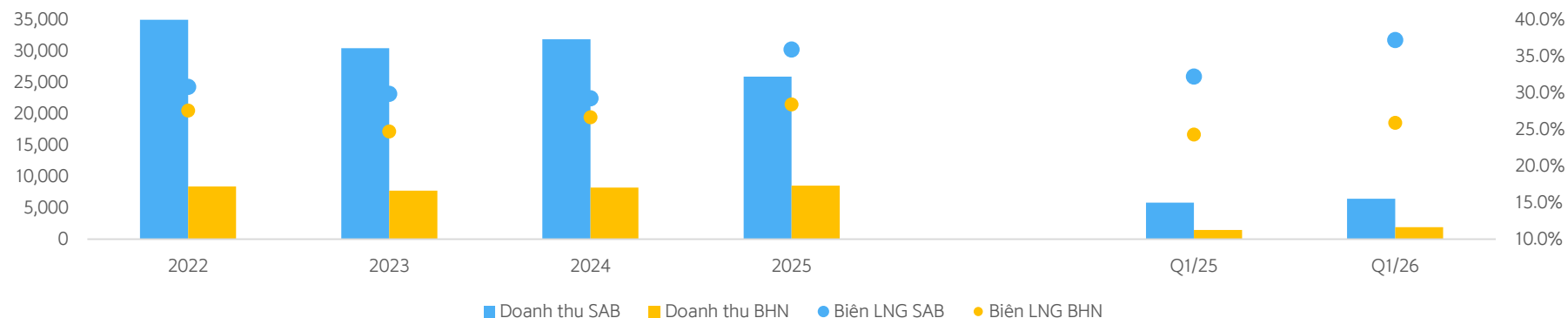
## Bắt đầu tăng thuế Tiêu thụ đặc biệt từ năm 2027 (theo Luật thuế Tiêu thụ đặc biệt 2025), dự kiến phần tăng thuế sẽ được chuyển dịch toàn bộ sang cho người tiêu dùng

Mặt hàng	Thuế suất hiện hành	Lộ trình
Rượu từ 20 độ trở lên	65%	Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%).
Rượu dưới 20 độ	35%	Tăng từ 40% lên 60% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%).
Bia	65%	Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2027-2031 (mỗi năm tăng 5%).
Nước giải khát hàm lượng đường trên 5g/100ml	Không áp dụng	8% từ năm 2027, 10% từ năm 2028.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành bia 2026

## KQKD Quý 1 ghi nhận tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận

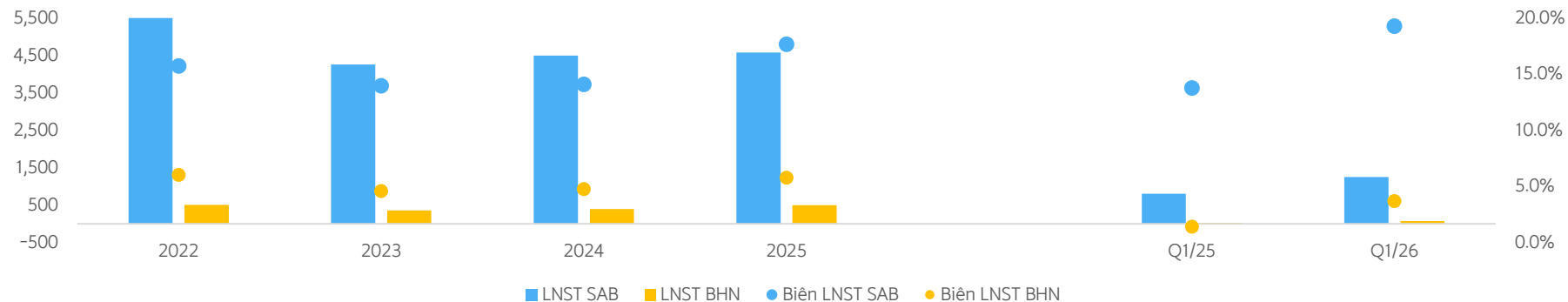
### Cập nhật KQKD các công ty bia niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

(\*) Doanh thu 2025 của SAB giảm một phần do tác động của việc hợp nhất với SBB với tư cách công ty con thay vì công ty liên kết

### Cập nhật KQKD các công ty bia niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



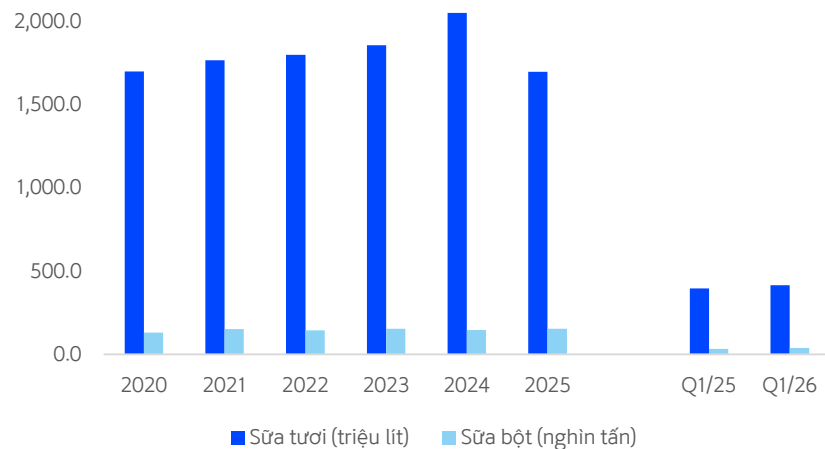
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Hai doanh nghiệp bia mà chúng tôi theo dõi đều ghi nhận sự cải thiện cả về doanh thu và lợi nhuận trong Q1/2026. Doanh thu tăng lần lượt 11% và 32%, LNST tăng lần lượt 56% và 246% đối với SAB và BHN.

Doanh thu tăng trưởng nhờ hưởng lợi từ sản lượng bán hàng Tết nguyên đán được ghi nhận trong Q1 do Tết đến trễ hơn so với năm ngoái. Đồng thời biên LN cũng có sự cải thiện nhờ kiểm soát chi phí tốt hơn.

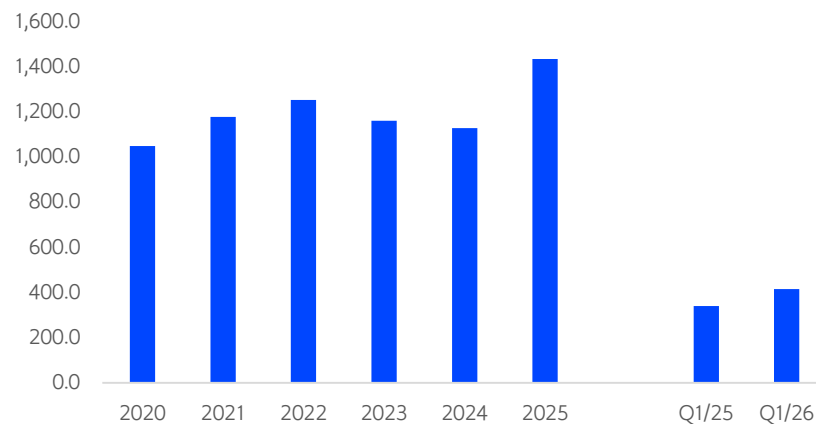
## Sản lượng sữa sản xuất phục hồi trong Q1/26 sau năm 2025 sụt giảm

### Sản lượng sữa sản xuất



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

### Giá trị nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa (triệu USD)



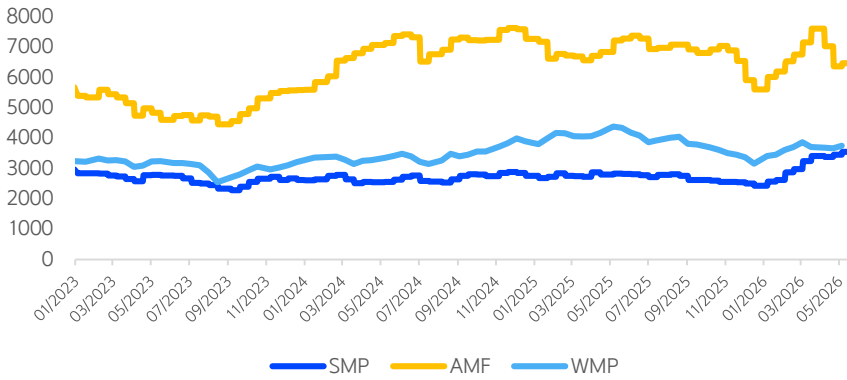
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng sữa tươi cải thiện trong Q1/26 sau năm 2025 sụt giảm. Theo số liệu từ GSO, cả nước sản xuất được 416 triệu lít sữa tươi (+5.1% YoY) và 38 nghìn tấn sữa bột (+15% YoY).

Giá trị nhập khẩu sữa và các sản phẩm sữa cũng tăng 22% YoY, đạt 416 triệu USD trong Q1 trong bối cảnh mặt bằng chung giá bột sữa tăng mạnh.

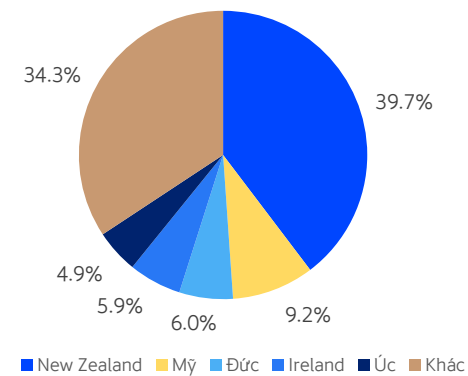
# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành sữa 2026

## Diễn biến giá bột sữa nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

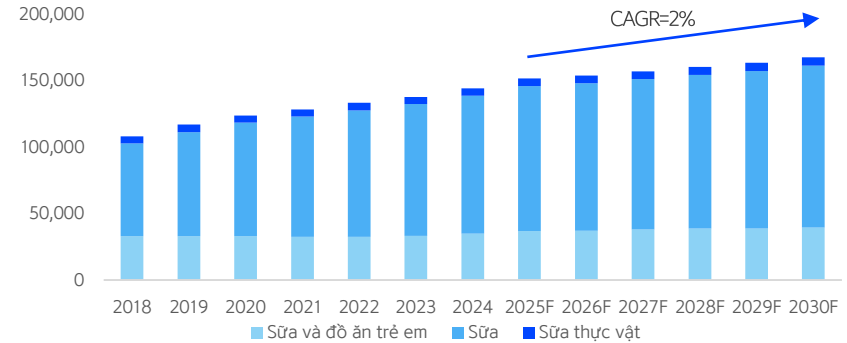
## Các thị trường nhập khẩu chính trong Q1/2026



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

New Zealand vẫn là thị trường nhập khẩu quan trọng nhất, chiếm tỷ trọng 40% xét theo giá trị, theo sau là Mỹ với tỷ lệ 9.2%. Giá bột sữa bột tăng trong tháng 3 khi phản ứng với diễn biến địa chính trị căng thẳng toàn cầu. Tính từ đầu năm, giá bột sữa tách béo, bơ béo và bột sữa nguyên chất đang tăng lần lượt 46%, 15% và 10% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà tăng này sẽ sớm hạ nhiệt khi xung đột dịu lại, trong bối cảnh thị trường sữa toàn cầu được dự báo vẫn đảm bảo đủ nguồn cung trong năm 2026. Theo dự báo của USDA, sản lượng sữa toàn cầu dự kiến đạt 235.4 tỷ pound (tương đương 106.7 triệu tấn, +1.6% YoY).

## Doanh số thị trường sữa Việt Nam (tỷ đồng)



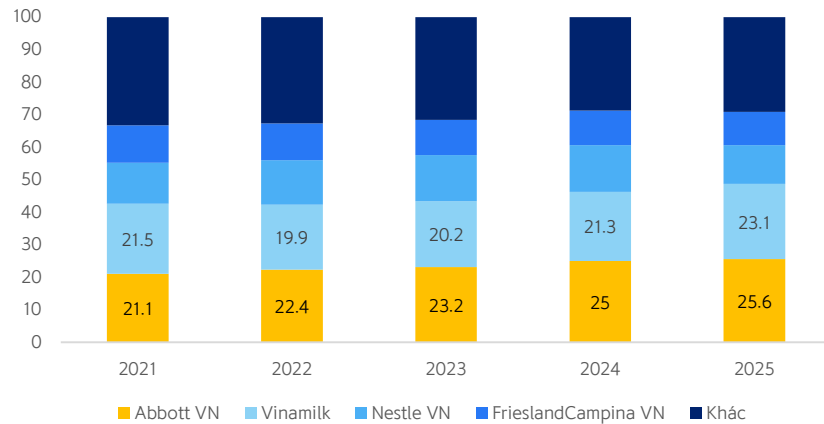
Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Theo Euromonitor, doanh số thị trường sữa Việt Nam 2025 ước đạt 151,710 tỷ đồng, trong đó phân khúc sữa chiếm tỷ trọng lớn nhất 72%, theo sau là sữa & đồ ăn trẻ em và sữa thực vật, chiếm lần lượt 24% và 4%. Quy mô thị trường được dự báo tăng trưởng với CAGR 2% trong giai đoạn 2025-2030, trong đó Sữa được dự báo tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng kép bình quân 2.2%/năm.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành sữa 2026

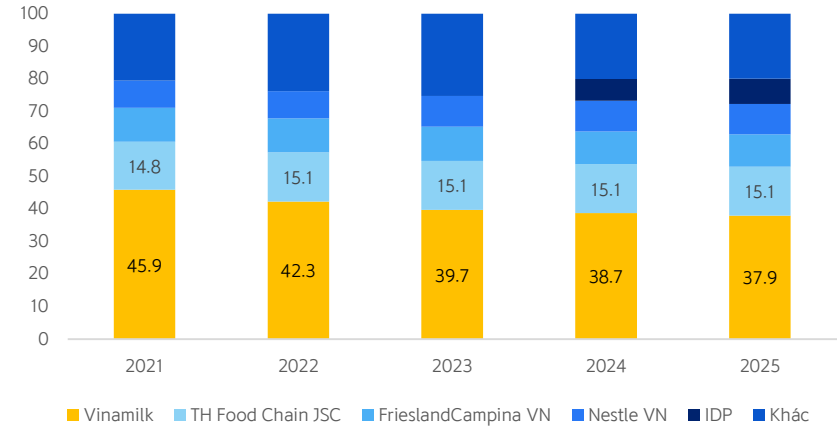
Vinamilk dẫn đầu thị trường trên hầu hết các phân khúc, ngoại trừ sữa trẻ em. Đặc biệt ở phân khúc sữa đặc, VNM gần như chiếm lĩnh thị phần.

### Thị phần sữa trẻ em (%)



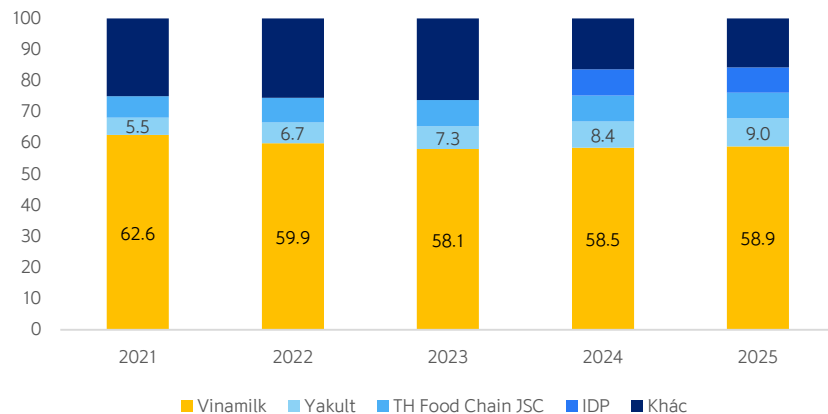
Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

### Thị phần sữa nước (%)



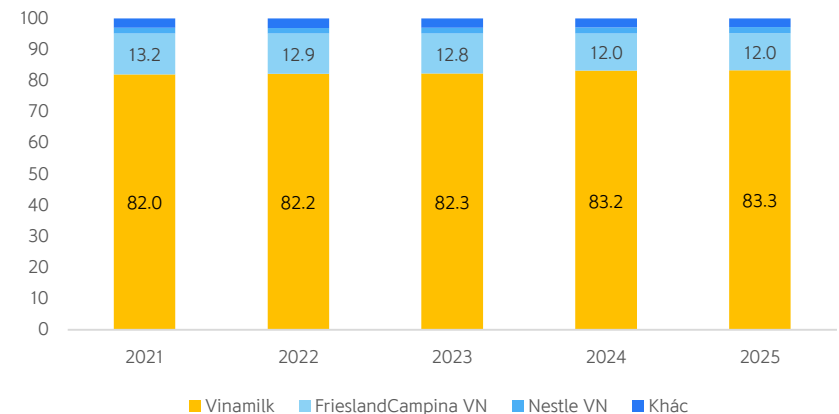
Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

### Thị phần sữa chua (%)



Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

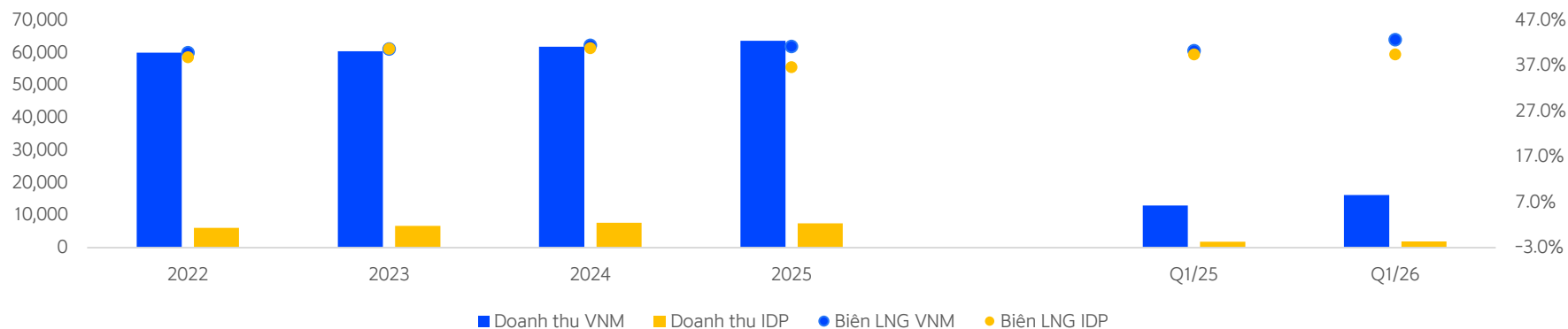
### Thị phần sữa đặc (%)



Nguồn: Euromonitor (T9/2025), Shinhan Securities Vietnam

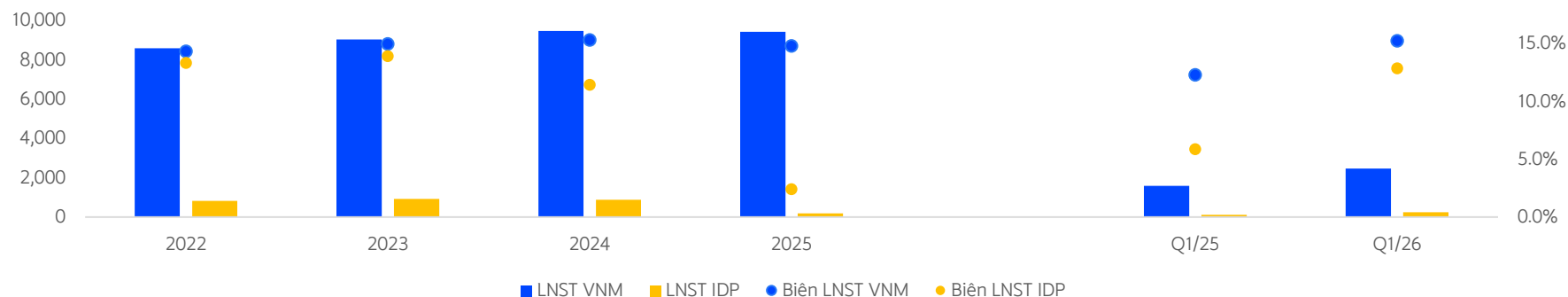
## KQKD Q1 tích cực nhờ hưởng lợi từ sản lượng Tết khi Tết Nguyên Đán đến muộn, kết hợp với nền thấp của năm 2025.

Cập nhật KQKD các công ty sữa niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cập nhật KQKD các công ty sữa niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)

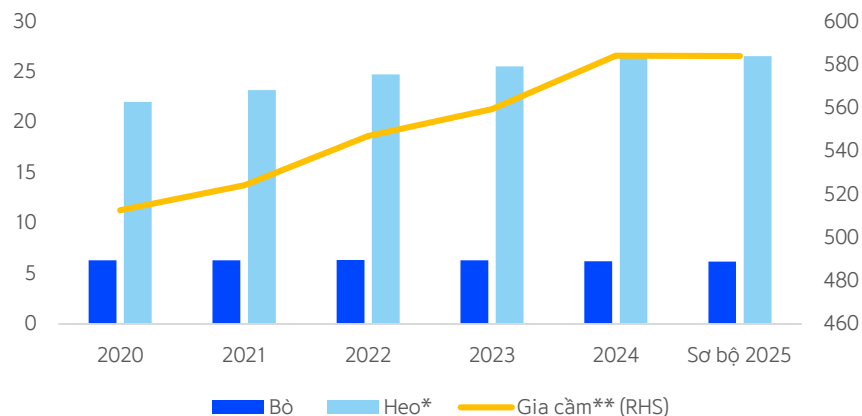


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cả VNM và IDP đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng trong Q1/26 với mức tăng lần lượt là 25% và 4% YoY, trong đó VNM tăng mạnh nhờ nền cùng kỳ thấp (VNM tiến hành tái cấu trúc mạng lưới bán hàng trong Q1/25 khiến doanh thu bị gián đoạn). Biên lợi nhuận gộp tăng 2.4 điểm phần trăm đối với VNM và đi ngang ở IDP. LNST cũng cải thiện đi kèm với sự cải thiện của biên LNST.

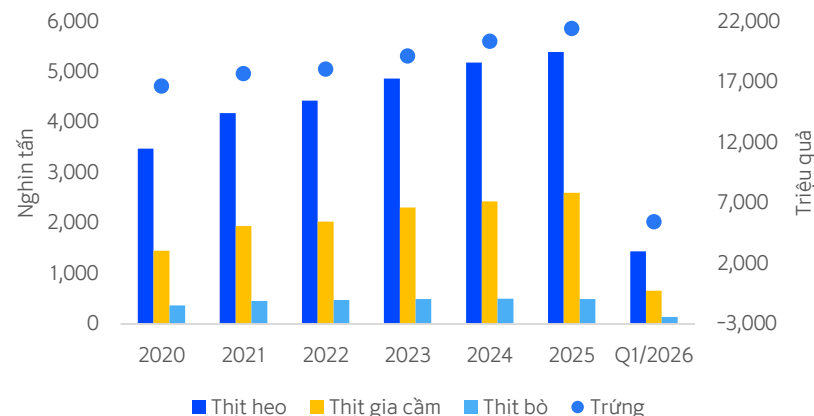
## Hiệu suất chăn nuôi được cải thiện nhờ sự chuyển dịch theo hướng tập trung và chuyên môn hóa

### Quy mô đàn vật nuôi (triệu con)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam  
 (\*) Không bao gồm heo con chưa tách mẹ (\*\*\*) Gồm gà, vịt, ngan  
 Số liệu sơ bộ 2025 tại cuối tháng 11/2025

### Sản lượng một số sản phẩm chăn nuôi chủ yếu



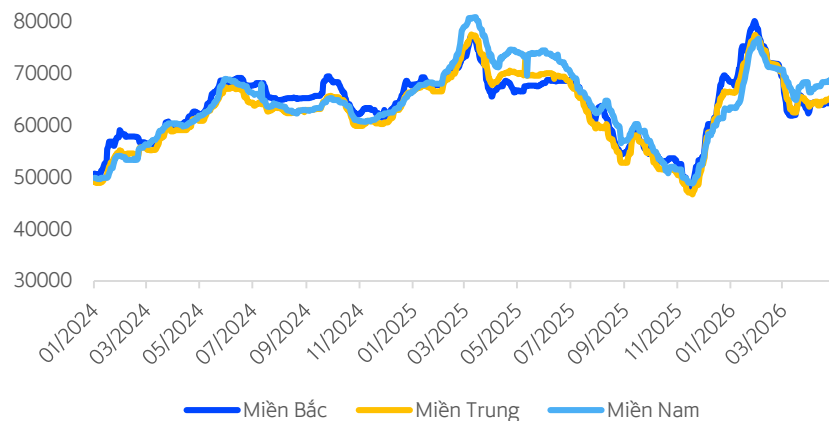
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Quy mô đàn vật nuôi hầu như không tăng trưởng trong năm 2025, một phần bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và thiên tai diễn ra nghiêm trọng trong những tháng cuối năm. Tuy vậy sản lượng các sản phẩm chăn nuôi lại cho thấy sự cải thiện ở cả lượng thịt xuất chuồng và sản lượng trứng. Q1/2026, sản lượng thịt heo, thịt gia cầm và thịt bò ghi nhận tăng trưởng lần lượt 4.9%, 5.8% và 4.7% YoY, sản lượng trứng tăng trưởng 2.2% YoY.

Ngành chăn nuôi cũng đang chuyển dịch từ hình thức chăn nuôi nông hộ nhỏ lẻ sang chăn nuôi trang trại tập trung (tỷ lệ chăn nuôi trang trại, công nghiệp hiện tại là 55-56% đối với gia súc và 56-58% đối với gia cầm. Đây là nhân tố qua trọng góp phần nâng cao năng suất, chất lượng, khả năng kiểm soát dịch bệnh, góp phần đạt được các mục tiêu đề ra của ngành Nông nghiệp và Môi trường.

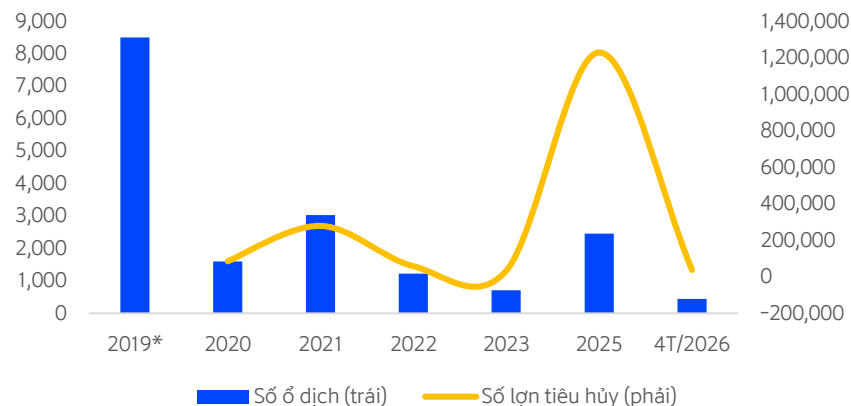
**Giá heo hơi điều chỉnh sau khi tăng mạnh trong quý cuối của năm 2025. Kỳ vọng giá heo sẽ duy trì ổn định khi tình hình dịch bệnh nhìn chung đã được kiểm soát**

**Giá heo thịt cả nước (VND/kg)**



Nguồn: Anova Feed, Shinhan Securities Vietnam

**Tình hình dịch bệnh ASF (số con)**



Nguồn: Cục Chăn nuôi và Thú Y, Shinhan Securities Vietnam  
 (\*) Năm 2019 là đỉnh điểm dịch, tiêu hủy khoảng 6 triệu heo bệnh

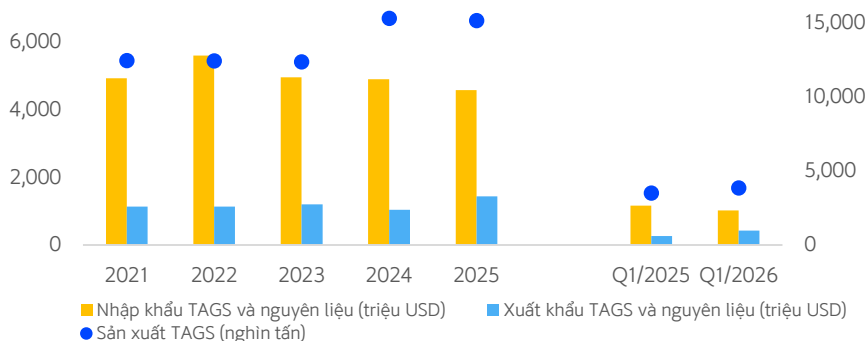
Giá heo biến động mạnh trong năm 2025 do chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố như dịch bệnh và thiên tai. Giá heo giảm mạnh từ đầu năm do dịch bệnh gây ảnh hưởng đến tâm lý tiêu dùng, khiến nhiều người nông dân phải xuất chuồng sớm để tránh dịch bệnh, làm tăng nguồn cung trong ngắn hạn. Tuy nhiên, giá heo đã hồi phục mạnh mẽ từ tháng 11/2025 do nhu cầu tiêu thụ cao trong mùa cao điểm cuối năm và tình hình dịch bệnh được kiểm soát tốt hơn, đồng thời nguồn cung sụt giảm do người nông dân e ngại tái đàn và ảnh hưởng kéo dài của thiên tai, bão lũ khiến giá cả tăng vọt. Hiện tại, giá heo dao động từ 67,000 - 70,000 VND/kg tùy vùng miền.

Dịch tả lợn châu Phi (ASF) diễn biến phức tạp trong năm làm ảnh hưởng tới quy mô đàn chăn nuôi và giá heo hơi, đối tượng chịu tác động chủ yếu là hộ nông dân với quy mô nhỏ lẻ và mức độ thực thi các biện pháp an toàn sinh học còn thấp. Theo số liệu từ Cục Chăn nuôi và Thú y, cả nước xảy ra 2,453 ổ dịch (+54% YoY) trên cả nước, số lượng lợn chết và tiêu hủy là 1.23 triệu con lợn (tăng hơn 13 lần YoY). Tuy nhiên, tình hình bệnh về cơ bản đã được kiểm soát. Tại thời điểm cuối tháng 4/2026, cả nước có 83 ổ dịch. Lũy kế 4 tháng đầu năm 2026, cả nước xảy ra 445 ổ dịch, với tổng số lợn chết và buộc tiêu hủy là hơn 38 nghìn con.

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành thịt 2026

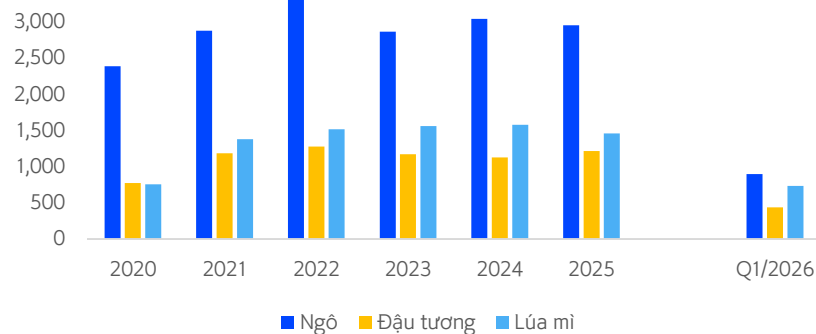
## Nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi tăng mạnh trong Q1

Giá trị xuất khẩu, nhập khẩu và sản xuất thức ăn gia súc (TAGS) và nguyên liệu



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

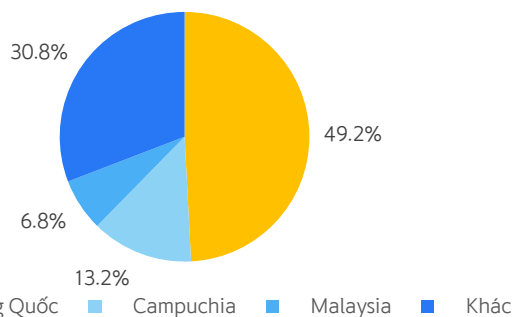
Nhập khẩu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (triệu USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

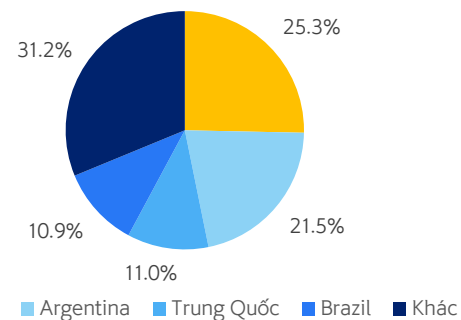
Việt Nam nhập khẩu phần lớn nguyên liệu thô và xuất khẩu thành phẩm thức ăn gia súc sang các thị trường chính là khu vực Đông Nam Á. Nhập khẩu nguyên liệu tăng mạnh về giá trị trong Q1/2026, với giá trị nhập khẩu ngô, đậu tương, lúa mì đạt lần lượt 898, 438 và 734 triệu USD, đều tăng 60-70% YoY. Giá nhập khẩu bình quân đối với ngô là 247 USD/tấn (-3.5% YoY), đậu tương là 479 USD/tấn (+6.1% YoY) và lúa mì là 181 USD/tấn (-31% YoY). Giá trị xuất khẩu trong Q1/2026 cũng tăng mạnh 57% YoY, đạt 419 triệu USD.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu TAGS và nguyên liệu trong Q1 (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu thị trường nhập khẩu TAGS và nguyên liệu trong Q1 (%)

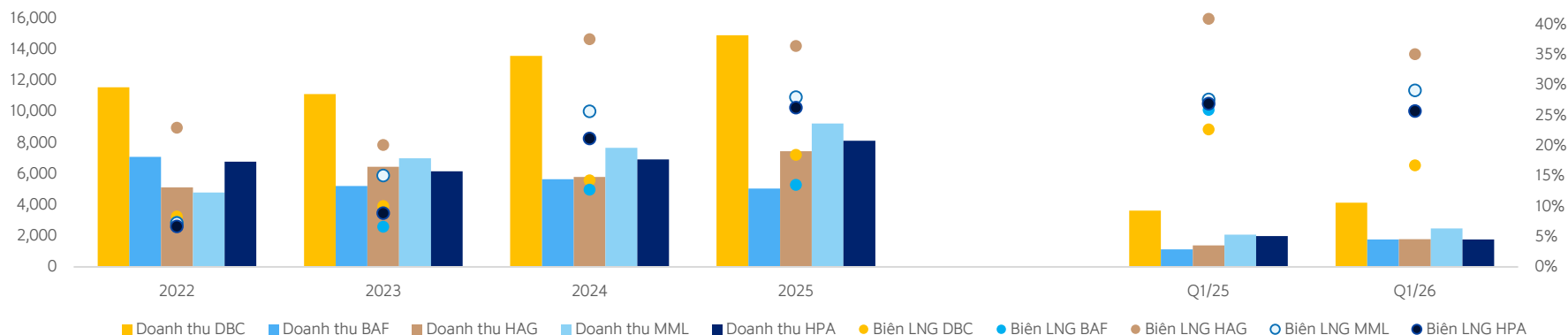


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

# Ngành Thực phẩm & Đồ uống | Triển vọng Ngành thịt 2026

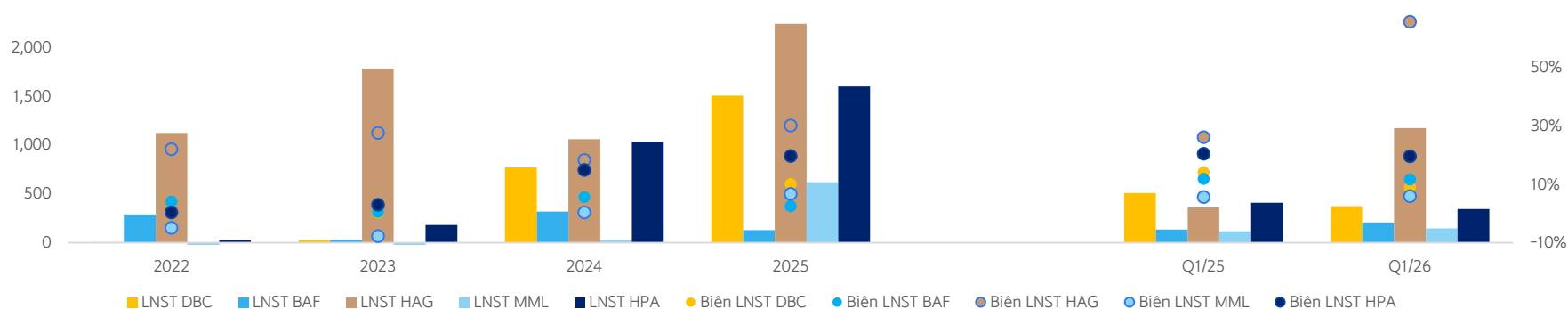
## KQKD Quý 1 có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp trong ngành

### Cập nhật KQKD các công ty chăn nuôi niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

### Cập nhật KQKD các công ty chăn nuôi niêm yết trong Q1/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

KQKD Q1/2026 phân hóa mạnh. DT tăng trưởng ở các doanh nghiệp (ngoại trừ HPA) nhờ giá heo phục hồi, trong đó BAF có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất là 57% với sản lượng tăng 50% YoY. Doanh nghiệp có sự tăng trưởng lớn nhất về LNST là HAG (+54% YoY), nhờ đóng góp của lãi tài chính cao hơn cùng kỳ, chủ yếu do được miễn giảm lãi trái phiếu. Riêng DBC và HPA sụt giảm LNST trong Q1, lần lượt -26% và -15% YoY.

## Dự phóng KQKD 2026F

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2026 (VND)	Upside (%)	Dự phóng doanh thu 2026F (tỷ VND)	Tăng trưởng doanh thu (YoY) (%)	Dự phóng lợi nhuận 2026F (tỷ VND)	Tăng trưởng lợi nhuận (YoY) (%)	Nợ/VCSH	P/B (2026F)	P/E (2026F)
VNM	122,053	58,600	74,900	27.8%	67,966	6.8%	9,869	4.8%	0.27	4.7	18.3
SAB	61,306	47,800	59,900	25.3%	28,851	11.4%	4,904	7.2%	0.02	3.7	17.1
QNS	17,390	47,300	56,000	18.4%	10,740	1.6%	1,782	-7.0%	0.24	1.7	10.6
MSN	107,576	74,000	103,300	39.6%	97,311	19.2%	8,685	28.4%	1.42	3.8	26.1
BAF	10,489	34,550	36,800	6.5%	7,268	44.3%	772	509.7%	1.10	2.3	14.2
DBC*	8,448	21,950	27,400	24.8%	16,332	9.6%	1,144	-24.1%	0.73	N/A	N/A
<b>Tổng</b>					<b>228,468</b>	<b>13.3%</b>	<b>27,156</b>	<b>11.7%</b>			

(\*) Số liệu consensus

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

# CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Vinamilk

**Giá mục tiêu (2026F) 74,900 VND**

**Giá hiện tại (04/06/26) 58,600 VND**

**Suất sinh lời (%) 27.8 %**

VNINDEX 1,832

P/E thị trường 12.5x

Vốn hóa (tỷ VND) 122,053

SLCP đang lưu hành (triệu) 2,090

SLCP tự do giao dịch (triệu) 799

52 tuần cao/thấp (VND) 75,500/55,000

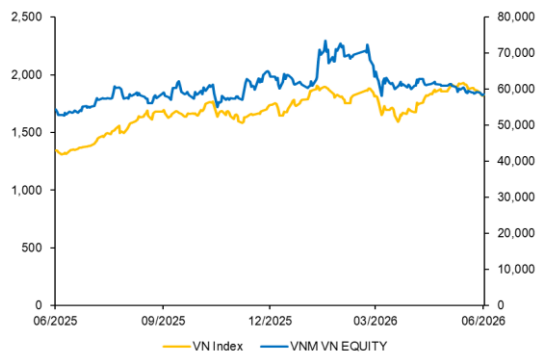
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 5.82

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 285

Sở hữu nước ngoài (%) 48.7

Cổ đông lớn (%)  
 Tổng CT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước F&N Dairy Investments Private Limited 36.0  
 17.69

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-9.7	-7.6	3.0
Tg đối với VN-Index (%)	-10.3	-12.8	-32.9



## Định giá về vùng hấp dẫn

### Luận điểm đầu tư

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa có quy mô lớn nhất cả nước. VNM có thị phần dẫn đầu trên hầu hết các phân khúc cùng cơ cấu tài sản lành mạnh và tình hình chi trả cổ tức đều đặn. Dựa trên phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi cập nhật định giá và khuyến nghị MUA đối với VNM. Chúng tôi cho rằng với P/E trượt 12 tháng hiện tại là 13.5x, vùng giá hiện tại đã đủ hấp dẫn để mua vào một cổ phiếu với tỷ lệ chi trả cổ tức đều đặn khoảng 35-40% mệnh giá một năm như VNM.

### Cập nhật KQKD Q1/2026

VNM ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực với DT đạt 16,178 tỷ đồng (+24.6% YoY), LNST đạt 2,458 tỷ đồng (+54.9% YoY) do các nguyên nhân: (1) Nền Q1/2025 thấp do tái cấu trúc hệ thống bán hàng nội địa và (2) Hiệu quả đến từ cơ cấu danh mục sản phẩm và kiểm soát tốt chi phí. Những con số này hoàn thành 24% kế hoạch DT và 25% LNST năm 2026. Biên LN gộp cũng được cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu thấp hơn cùng kỳ do đã được tích trữ từ các đợt thu mua trước đó.

Trong đó: (1) DT thị trường nội địa tăng trưởng 20% YoY, chiếm 75% tổng DT. Toàn bộ kênh bán hàng đều ghi nhận tăng trưởng; (2) DT từ thị trường quốc tế tăng trưởng 39% YoY, với DT xuất khẩu chiếm 15-18% tổng DT, còn lại đến từ các công ty con và công ty liên kết (Angkor Milk & Driftwood). Cụ thể, Angkor Milk có doanh thu tăng gần gấp 3 lần và lợi nhuận tăng gấp 2.5 lần cùng kỳ nhờ nhu cầu cao tại thị trường Campuchia; Driftwood có doanh thu giảm 5% do điều chỉnh cơ chế giá bán nhưng LNST tăng gần 25%. Đến 65-70% doanh thu xuất khẩu đến từ thị trường Trung Đông, Trung Quốc chiếm tỷ trọng nhỏ, trong khi Campuchia tăng trưởng tốt qua các nhà phân phối và đơn vị thành viên.

### Triển vọng 2026F

Chúng tôi dự phóng DT và LNST năm 2026 đạt lần lượt 67,966 tỷ đồng (+6.8% YoY) và 9,869 tỷ đồng (+4.8% YoY), tương ứng doanh thu thị trường nội địa và thị trường quốc tế tăng trưởng lần lượt 3.5% và 20%. Dựa trên diễn biến tăng của giá bột sữa gần đây, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp trong 1-2 quý tới có thể thấp hơn so với mức 42.7% trong Q1. Cho FY2026, chúng tôi dự phóng biên LN gộp đạt 41%, thấp hơn 20 đcb so với năm 2025. Công ty sẽ tập trung kiểm soát chi phí và giữ tỷ lệ SG&A không đổi trong năm.

### Rủi ro

(1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm và hạn chế trong quảng cáo cho trẻ em dưới 2 tuổi; (3) Cạnh tranh; (4) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>60,369</b>	<b>61,783</b>	<b>63,646</b>	<b>67,966</b>	<b>72,252</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,771	10,406	10,664	11,160	11,987
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>9,019</b>	<b>9,453</b>	<b>9,414</b>	<b>9,869</b>	<b>10,551</b>
EPS (VND)	3,796	4,022	4,028	4,224	4,542
BPS (VND)	15,166	15,444	14,682	14,556	14,748
OPM (%)	16.2	16.8	16.8	16.4	16.6
NPM (%)	14.9	15.3	14.8	14.5	14.6
<b>ROE (%)</b>	<b>26.6</b>	<b>26.6</b>	<b>26.6</b>	<b>28.8</b>	<b>30.8</b>
PER (x)	17.0	15.8	15.3	18.3	17.0
PBR (x)	4.3	4.1	4.2	4.7	4.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 223

# CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)



**Giá mục tiêu (2026F) 59,900 VND**

**Giá hiện tại (04/06/26) 47,800 VND**

**Suất sinh lời (%) 25.3%**

VNINDEX 1,832

P/E thị trường 12.5x

Vốn hóa (tỷ VND) 61,306

SLCP đang lưu hành (triệu) 1,283

SLCP tự do giao dịch (triệu) 134

52 tuần cao/thấp (VND) 57,100/42,050

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.03

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 38

Sở hữu nước ngoài (%) 58.6

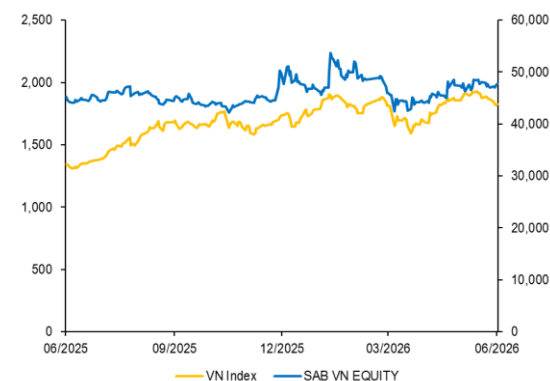
Cổ đông lớn (%) CTTNHH Vietnam Beverage 54

Bộ Công Thương 36

**Biến động giá** 3T 6T 12T

Tuyệt đối (%) 3.8 -6.2 -4.7

Tg đối với VN-Index (%) 3.2 -11.4 -40.6



## Tỷ lệ cổ tức hấp dẫn

### Luận điểm đầu tư

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về quy mô sản xuất bia tại Việt Nam. SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia với công suất 3.1 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để định giá và đưa ra khuyến nghị mua đối với SAB. Trong 2026, SAB cũng chốt tỷ lệ cổ tức tiền mặt trong năm là 50% (5,000 VND/cổ phiếu). Tỷ lệ này tương ứng với tỷ suất cổ tức 10.5% trên giá hiện tại, là một yếu tố hấp dẫn khi xem xét đầu tư vào cổ phiếu.

### Cập nhật KQKD Q1/2026

SAB ghi nhận doanh thu Q1/2026 đạt 6,457 tỷ đồng (+11% YoY) nhờ doanh thu mại bia cải thiện. Lợi nhuận gộp tăng trưởng ấn tượng 28% nhờ biên LN gộp cải thiện 5 điểm phần trăm YoY, LN sau thuế cũng tăng mạnh 56% YoY. Nguyên nhân KQKD tăng trưởng đến từ: (1) Nền Q1/2025 thấp, Q1/2026 hưởng lợi từ sản lượng bán hàng Tết do Tết Nguyên đán đến muộn; (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện do sử dụng hết nguồn tồn kho đại mạch giá cao; và (3) Q1/2025 bị ảnh hưởng bởi khoản chi phí tài chính one-off 85 tỷ đồng liên quan đến giao dịch mua SBB. Khoản chi phí này sau đó đã được hoàn nhập trong Q3 sau khi hoàn tất các thủ tục. Biên LNST trong Q1/2026 đạt 19.3%, tăng 5.5 điểm phần trăm YoY.

### Triển vọng năm 2026F

Trong năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu mại bia sẽ tăng trưởng 11.7% YoY nhờ hiệu quả của chiến lược mở rộng kênh phân phối hiện đại (MT) để cạnh tranh thị phần và chủ động tìm kiếm các điểm bán của kênh truyền thống (GT) để thay thế cho các điểm bán đã đóng cửa dưới tác động của quy định mới đối với hộ kinh doanh, kết hợp với sự kiện bóng đá lớn là World Cup diễn ra trong năm, tạo thuận lợi cho việc thúc đẩy doanh số. Trong năm, SAB cũng đã triển khai mô hình cash van ở khu vực đồng bằng sông Mekong để gia tăng độ phủ thị trường.

Diễn biến tăng giá Nhôm gần đây trước căng thẳng địa chính trị chưa phản ánh vào KQKD của Q1. Sabeco có chính sách mua trước nguyên vật liệu từ 3-6 tháng để chủ động dự phòng, đồng thời cũng có phương án giảm chi phí sản xuất lon để kiểm soát giá thành đầu vào. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp 2026 thấp hơn 70 điểm cơ bản so với cùng kỳ. LNST 2026F dự kiến tăng trưởng 7.3%, với biên chi phí SG&A cả năm được kiểm soát tốt ở mức 18.1%.

### Rủi ro

(1) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu; (2) Rủi ro tăng thuế tiêu thụ đặc biệt; (3) Rủi ro chính sách; (4) Rủi ro tiêu thụ nội địa phục hồi yếu hơn kỳ vọng.

Năm	2023	2024	2025*	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>30,461</b>	<b>31,872</b>	<b>25,888</b>	<b>28,851</b>	<b>29,702</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,811	4,437	4,294	4,943	4,971
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>4,255</b>	<b>4,494</b>	<b>4,573</b>	<b>4,904</b>	<b>4,992</b>
EPS (VND)	3,132	3,291	3,347	3,612	3,677
BPS (VND)	18,877	18,152	16,492	15,097	13,766
OPM (%)	12.5	13.9	16.6	17.1	16.7
NPM (%)	14.0	14.1	17.7	17.0	16.8
<b>ROE (%)</b>	<b>12.4</b>	<b>13.3</b>	<b>13.9</b>	<b>15.6</b>	<b>16.9</b>
PER (x)	16.3	14.9	14.1	17.1	16.8
PBR (x)	2.7	2.8	2.8	3.7	4.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

\* Doanh thu 2025 giảm do tác động của việc hợp nhất với Sabibeco với tư cách công ty con thay vì công ty liên kết

Triển vọng đầu tư nửa cuối năm 2026 | 224

# CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN)



**Giá mục tiêu (2026F)** **103,300 VND**

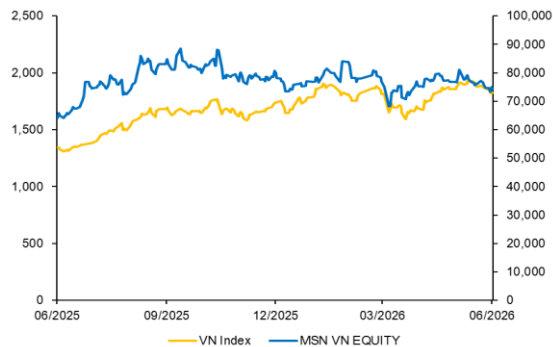
**Giá hiện tại (04/06//26)** **74,000 VND**

**Suất sinh lời (%)** **39.6%**

VNINDEX	1,832
P/E thị trường	12.5x
Vốn hóa (tỷ VND)	107,576
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,446
SLCP tự do giao dịch (triệu)	737
52 tuần cao/thấp (VND)	94,000/63,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.51
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	464
Sở hữu nước ngoài (%)	25.1

Cổ đông lớn (%)	CTCP Masan	29.3
	CT TNHH Xây dựng Hoa Hướng Dương	13.4

<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-2.4	-7.1	15.8
Tg đối với VN-Index (%)	-2.9	-12.4	-20.1



## Động lực tăng trưởng vững chắc

### Luận điểm đầu tư

CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN) là một trong những tập đoàn kinh tế tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ - tiêu dùng được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng - tài nguyên và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank. Ra đời vào năm 1996, tập đoàn đã nhanh chóng mở rộng quy mô qua các thương vụ M&A chiến lược.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng KQKD sẽ được duy trì trong năm 2026 với động lực chính đến từ hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng bao gồm WCM và MCH; sự hồi sinh của MSR khi diễn biến giá hàng hóa thuận lợi sẽ đóng góp không nhỏ vào tăng trưởng lợi nhuận của tập đoàn. Đồng thời, chúng tôi cho rằng MSN nằm trong những cổ phiếu top đầu hưởng lợi từ dòng vốn ngoại giải ngân khi Việt Nam tiến lên thị trường mới nổi, sẽ là yếu tố hỗ trợ cho dòng tiền, bên cạnh yếu tố nội tại của doanh nghiệp, giúp đưa định giá cổ phiếu lên một tầm cao mới.

### Cập nhật KQKD Q1/2026

Doanh thu Q1 đạt 24,020 tỷ đồng (+27% YoY) và LNST đạt 1,974 tỷ đồng, tăng gấp 2 lần cùng kỳ và là mức cao nhất lịch sử cho một quý đầu năm; LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPAT-Mi) đạt 1,246 tỷ đồng (+217% YoY). WCM tiếp tục là động lực tăng trưởng vững chắc với DT tăng 30% YoY và LNST tăng gấp 3.5 lần, tương ứng biên LNST đạt 1.8% (tăng 110 đcb YoY) và mở mới 225 cửa hàng trong quý. MCH có quý thứ hai liên tiếp hồi phục với DT và LNST đều tăng trưởng 2 chữ số, tương ứng 13% YoY và 11.5% YoY. Ngoại trừ Đờ uống đóng chai tăng trưởng âm, các ngành hàng còn lại đều hồi phục mạnh mẽ về mặt doanh số, đặc biệt là ngành Hóa mỹ phẩm tăng 34% YoY, Gia vị tăng 17% YoY. Đặc biệt, MSR ghi nhận sự đảo chiều mạnh mẽ nhờ giá hàng hóa thuận lợi, cải thiện hiệu quả vận hành và giảm chi phí lãi vay, với DT gấp 2.1 lần cùng kỳ và LNST 759 tỷ đồng (so với khoản lỗ 222 tỷ đồng trong Q1/2025). MSR cũng công bố kế hoạch chuyển sàn HOSE trong năm 2027, và doanh nghiệp cũng đang trong lộ trình giảm tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ để đảm bảo điều kiện niêm yết. Các mảng kinh doanh khác bao gồm MML và PLH cũng đồng thời ghi nhận tăng trưởng.

### Triển vọng 2026F

Chúng tôi ước tính DT 2026 đạt 97,311 tỷ đồng (+19% YoY), LNST đạt 8,685 tỷ đồng (+28% YoY) và NPAT-Mi đạt 5,704 tỷ đồng (+39% YoY). Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng bền vững đến từ chuỗi WCM khi gia tăng tốc độ mở mới đồng thời cải thiện hiệu quả vận hành, với biên LNST 2026 dự kiến đạt 2.5% (tăng 1.2 đpt YoY), và sự đóng góp không nhỏ của MSR trên cơ sở nền thấp năm 2025 (LNST 2025 chỉ đạt 11 tỷ đồng).

### Rủi ro

(1) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng, (2) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (3) Rủi ro nguyên vật liệu, (4) Rủi ro cạnh tranh.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>78,252</b>	<b>83,178</b>	<b>81,621</b>	<b>97,311</b>	<b>107,332</b>
LN từ HKKD (tỷ VND)	4,179	6,174	7,663	9,010	9,220
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>1,870</b>	<b>4,273</b>	<b>6,763</b>	<b>8,685</b>	<b>9,983</b>
EPS (VND)	294	1,345	2,710	3,967	4,517
BPS (VND)	18,560	21,031	24,582	27,008	31,282
OPM (%)	5.3	7.4	9.4	9.3	8.6
NPM (%)	2.4	5.1	8.3	8.9	9.3
<b>ROE (%)</b>	<b>4.9</b>	<b>10.5</b>	<b>15.0</b>	<b>16.6</b>	<b>16.5</b>
PER (x)	227.9	51.9	28.4	26.1	22.9
PBR (x)	3.6	3.3	3.3	3.8	3.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ngành Điện

# Chạy đua với thời gian



Nam Hoàng, CFA

☎ (84-28) 6299-7603

✉ nam.h@shinhan.com

# Danh mục các từ viết tắt

COD (Commercial operation date)	Công nhận vận hành thương mại
CAN (Capacity Add-on Price)	Giá công suất thị trường điện
CfD (Contract for Difference)	Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác
EPTC (Electricity Power Trading Company)	Công ty mua bán điện
ERAV (Electricity Regulatory Authority of Vietnam)	Cục điều tiết Điện lực
EVN (Vietnam Electricity Corporation)	Tập đoàn Điện lực Việt Nam
FDP (Field Development Plan)	Kế hoạch phát triển mỏ
FID (Final Investment Decision)	Quyết định đầu tư cuối cùng
FMP (Full Market Price)	Giá toàn phần thị trường điện
GSA (Gas Sales Agreement)	Hợp đồng mua bán khí
IEA (International Energy Agency)	Cơ quan Năng lượng Quốc tế
LNG (Liquefied Natural Gas)	Khí hóa lỏng
MOIT (Ministry of Industry and Trade)	Bộ Công Thương
ODP (Outline Development Plan)	Kế hoạch đại cương phát triển mỏ
Pc (Contractual Price)	Giá điện hợp đồng
Pmax	Công suất cực đại (MW)
PPA (Power Purchase Agreement (signed between EVN/EPTC))	Hợp đồng mua bán điện được kí kết giữa EVN/EPTC
PSC (Production Sharing Contract)	Hợp đồng phân chia sản phẩm
PVN (Vietnam Oil and Gas Group)	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
Qc (Contract Quantity)	Sản lượng điện hợp đồng
Qm (Metered Quantity)	Sản lượng điện năng của đơn vị phát điện
SMP (System Marginal Price)	Giá điện năng thị trường áp dụng cho đơn vị phát điện trong chu kỳ giao dịch
TKV (Vietnam National Coal and Mineral Industries Group)	Tập đoàn Công nghiệp Than – khoáng sản Việt Nam
VCGM	Thị trường phát điện cạnh tranh

## Ngành Điện – Chạy đua với thời gian

### I. Cập nhật ngành điện trong 2025 và Q1/2026

Theo EVN, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống năm 2025 ước đạt 322.8 tỷ kWh +4.6% YoY, và sản lượng Q1/2026 đạt 76.86 tỷ kWh (+6.5% YoY), phù hợp với tăng trưởng IIP và GDP trong cùng giai đoạn

### II. Triển vọng ngành điện 2026 và định hướng 2030

\_ Trong 2026, nhiệt điện được kì vọng huy động cao nhờ hiện tượng thời tiết El Nino và nhu cầu điện tăng cao. Đi kèm là rủi ro thiếu điện khi công suất điện khả dụng đang có mức tăng chậm hơn nhu cầu điện.

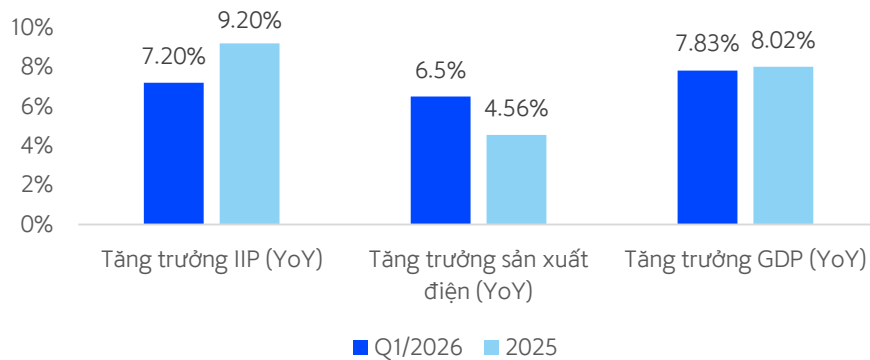
\_ Môi trường đầu tư nhìn chung cải thiện nhưng rủi ro không kịp hoàn thành công suất mục tiêu cho điện khí LNG trước 2030 là rất cao. Thay vào đó, nguồn điện NLTT như điện mặt trời, điện gió,... đang được đẩy mạnh phát triển

### III. Cơ hội đầu tư – POW

Doanh nghiệp sở hữu nhiều nguồn nhiệt điện, và là nhà tiên phong phát triển điện khí LNG

## Tăng trưởng sản lượng điện cải thiện trong Q1/2026

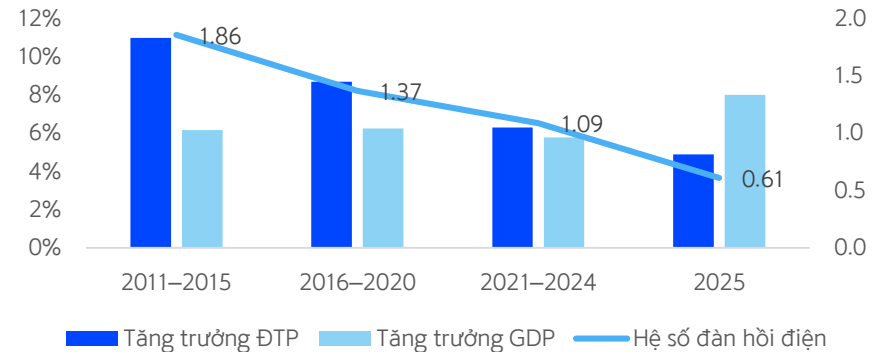
### Tăng trưởng sản lượng điện sản xuất, chỉ số IIP và GDP



Nguồn: EVN, Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

- Theo EVN, sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống năm 2025 ước đạt 322.8 tỷ kWh +4.6% YoY, và sản lượng Q1/2026 đạt 76.86 tỷ kWh (+6.5% YoY), phù hợp với tăng trưởng IIP và GDP.
- Theo ERAV tính toán, hệ số đàn hồi điện của Việt Nam giảm dần qua các năm, trong đó HSDH của mảng công nghiệp giảm mạnh trong 2021-2024 còn 0.83 (nhưng do HSDH của lĩnh vực QL TDDC 1.27 đã kéo mức toàn quốc lên 1.09). Trong năm 2025, mức này còn thấp hơn do nhiều nguyên nhân: 1) Ước tính khoảng 10 tỷ kWh được sản xuất và tự tiêu thụ từ mái nhà người dân chiếm 3.4% tổng điện thương phẩm, 2) Thời tiết mát mẻ hơn trong nửa đầu 2025, 3) Nhiều ngành công nghiệp có phương pháp cải tiến quy trình tiết kiệm điện hơn

### Hệ số đàn hồi điện giảm dần qua các năm



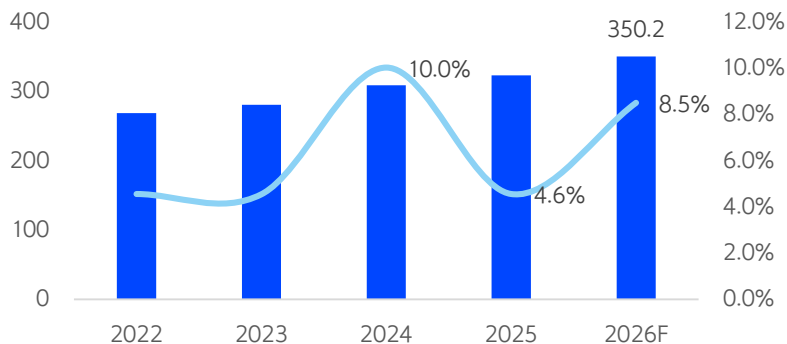
Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam

	Điện thương phẩm (tỷ kWh)	YoY
<b>Tổng</b>	<b>287.9</b>	<b>4.9%</b>
Công nghiệp & Xây dựng	152.5	7.2%
Dịch vụ Thương mại	15.6	4.8%
Quản lý-TDDC	97.0	1.1%
Khác	22.7	6.7%

Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam

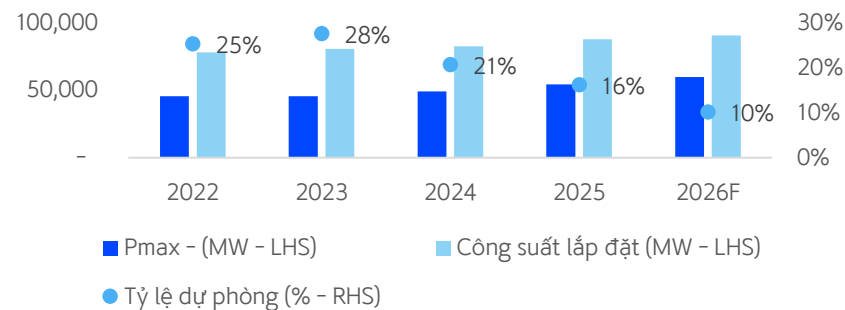
## Kế hoạch điện cao trong 2026, và rủi ro thiếu điện gia tăng

### Sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

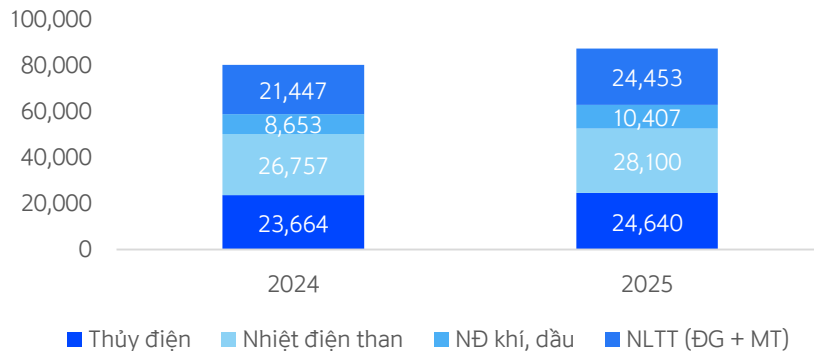
### Tỷ lệ dự phòng sụt giảm, hiện hữu rủi ro thiếu điện



Nguồn: NSMO, EVN, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp; tỷ lệ dự phòng = (Công suất khả dụng - Pmax)/Pmax

- Cho năm 2026, MOIT đã phê duyệt phương thức vận hành hệ thống điện quốc gia với phương án cơ sở tổng sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu đạt 350.007 tỷ kWh (+8.5% YoY) và phương án cực đoan có thể đạt 368.097 tỷ kWh (+14.1%)
- Chúng tôi dự báo Pmax 2026F sẽ đạt 59,760 MW (+10% YoY) trong khi các nguồn điện lắp đặt mới trong 2026F đạt khoảng 90,400 MW (+3%; chủ yếu từ nhà máy điện khí LNG NT3&4 1,600 MW và tổ máy 2-650 MW của Nhiệt điện Vũng Áng II đi vào hoạt động trong 2026) khiến tỷ lệ dự phòng sụt giảm xuống mức thấp khoảng 10%. Ngoài ra, công suất thủy điện khoảng 25,279 MW và nguồn điện tái tạo phụ thuộc vào thời tiết, khiến cho rủi ro thiếu điện càng trầm trọng đặc biệt khi xác suất hiện tượng thời tiết Elnino xuất hiện ngày càng cao. Theo NSMO, Pmax toàn hệ thống vào những ngày 23-26/05 liên tục tạo đỉnh mới khi thời tiết nắng nóng nhiệt độ cao. **Cập nhật đến ngày 26/05/2026, Pmax đã đạt 58,226 MW (+7.1% YoY). Sản lượng tiêu thụ điện toàn quốc đạt mức kỉ lục 1.2 tỷ kWh (+9.1% so với mức kỉ lục cùng kỳ)**
- Để đáp ứng nhu cầu điện cao, tối 24/05/2026, NSMO cho biết đã lệnh khởi động các tổ máy chạy dầu đắt tiền gồm S1, S2 Ô Môn I (chạy dầu FO). **Việc chạy dầu DO và FO càng nhiều sẽ tạo thêm áp lực chi phí mua điện cho EVN càng cao.**

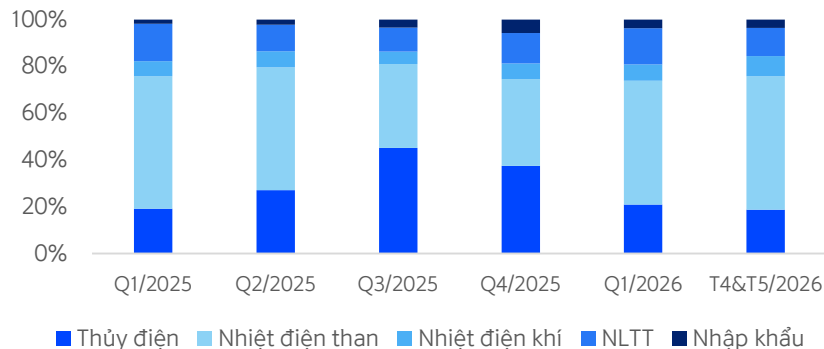
### Công suất theo nguồn 2024-2025



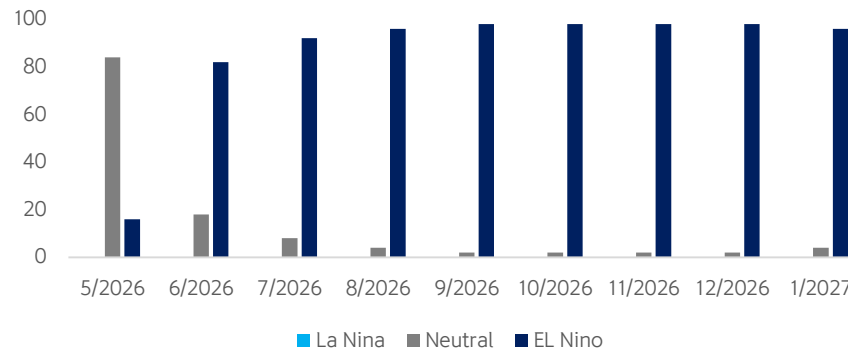
Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam

## Nhiệt điện than đang dần được huy động cao hơn trong 2026

### Sản lượng điện sản xuất theo nguồn



### Dự báo xác suất ENSO chính thức của NOAA CPC (%)

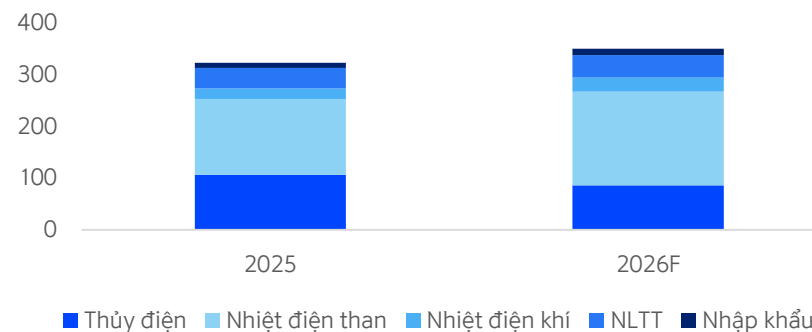


Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

- **Sản lượng điện huy động trong Q1/2026 đạt 76.86 tỷ kWh (+6% YoY)**, trong đó sản lượng điện than đạt 40.58 tỷ kWh, chiếm 53% tỷ trọng huy động (tăng từ mức 36% trong Q3/2025), thủy điện đạt 16.09 tỷ kWh chiếm 21% tỷ trọng huy động (giảm từ 45% trong Q3/2025). **Cập nhật 5T2026, sản lượng điện sản xuất đạt 128.5 tỷ kWh (+8.1% YoY)** và nhiệt điện tiếp tục được huy động cao thay thế cho thủy điện, do nhu cầu điện tăng cao trong giai đoạn nắng nóng cao điểm vào tháng 4 và 5 cùng tình hình thủy văn kém.
- Theo IRI, dự báo xác suất EL Nino đang rất cao từ giai đoạn tháng 6 trở đi, **sản lượng điện than sẽ được tiếp tục huy động cao.**
- Dựa vào kế hoạch của MOIT về sản lượng điện sản xuất, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện than đạt **180.7 tỷ kWh (+23.5% YoY)**, thủy điện đạt **86.1 tỷ kWh (-19.1% YoY)**; điện khí đạt 27 tỷ kWh (+10% YoY), NLTT đạt 43.7 tỷ kWh (+10.5% YoY) và nhập khẩu đạt 12 tỷ kWh (+23.7% YoY)

Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

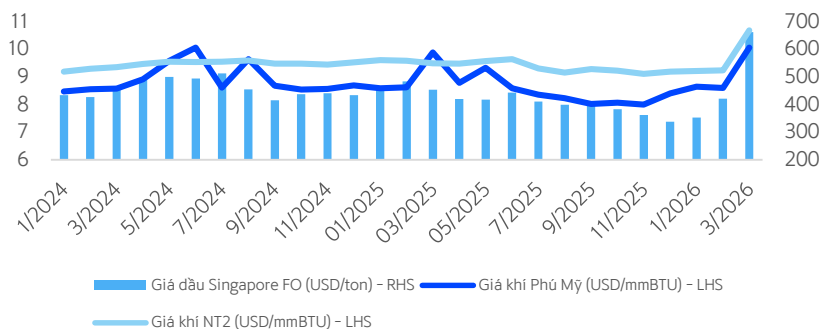
### Dự phóng tăng trưởng sản lượng điện sản xuất 2026F



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

## Giá than và khí kì vọng tăng cao trong 2026

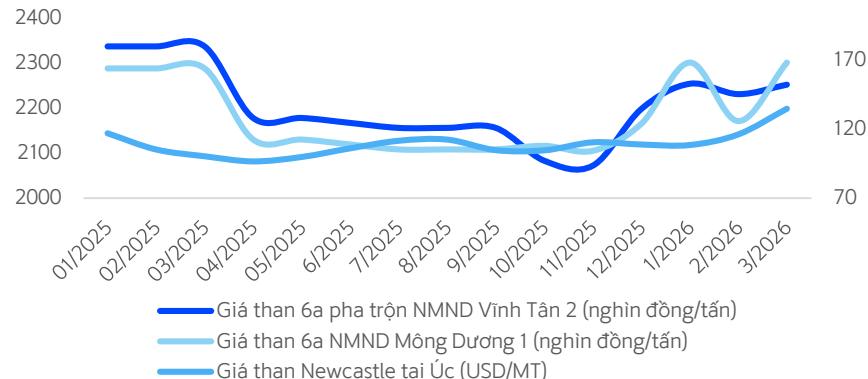
### Giá khí thiên nhiên và giá dầu Singapore FO có xu hướng tăng



Nguồn: Bloomberg, NT2, Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

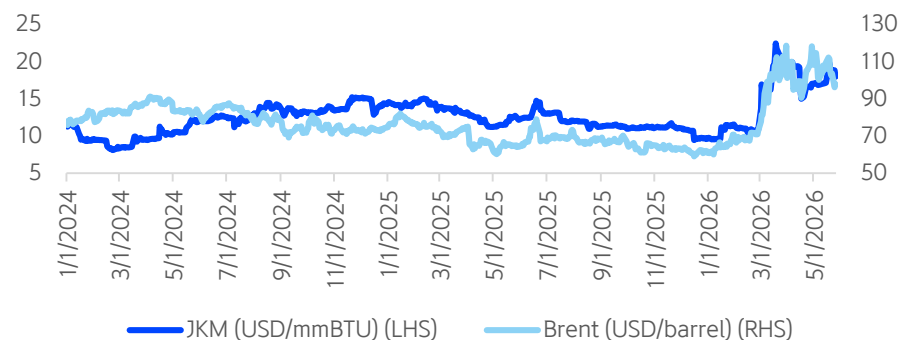
- Lệnh đóng cửa eo biển Hormuz đã khiến cho giá năng lượng tăng mạnh từ tháng 3/2026. Trong đó, giá than thế giới đã tăng 30% YTD nhưng giá than trong nước tăng chậm hơn ở mức khoảng 2%-6%. Giá khí NT2 đạt 10.4 USD/mmBTU (+13% YTD) trong khi giá dầu FO đã đạt 666.7 USD/mmBTU (gần gấp đôi YTD). Ngoài ra, giá dầu Brent và giá LNG khu vực Châu Á đã tăng lần lượt 61% và 87% YTD.
- Chúng tôi cho rằng năng lượng sẽ duy trì ở mức cao trong những tháng tới khi vẫn chưa chắc chắn về việc mở lại eo biển Hormuz. **Điều này góp phần làm tăng giá phát điện FMP và chi phí mua điện của EVN.**

### Giá than trong nước tăng nhẹ từ 2%-6% YTD



Nguồn: Bloomberg, NT2, Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

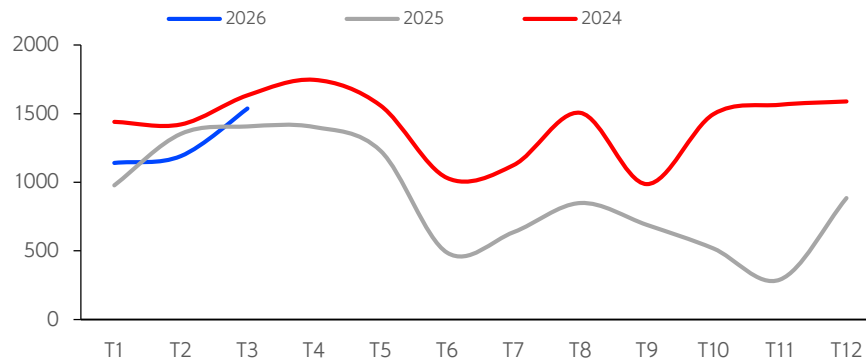
### Giá dầu Brent và giá LNG khu vực Châu Á



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

## Giá FMP cải thiện đáng kể trong Q1/2026

Giá điện toàn phần FMP thực tế



Nguồn: Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá điện toàn phần FMP qua các năm

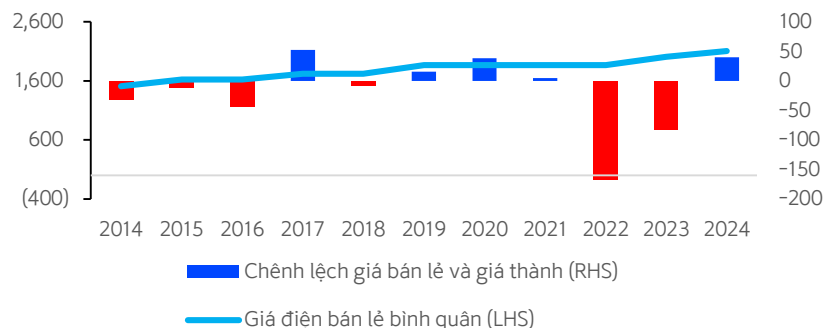
Năm	SMP	CAN	FMP = SMP + CAN	Tỉ lệ Qc Thủy điện	Tỉ lệ Qc Điện than
2026	1,725.2	130	1,855.2	98%	80%
2025	1,682.6	47.96	1,730.56	98%	80%
2024	1,510	330.5	1,840.5	98%	70%
2023	1,778.8	293	2,071.8	90%	80%
2022	1,602.3	379.4	1,981.7	90%	80%
2021	1,503.5	150.7	1,654.2	90%	80%

Nguồn: Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Giá bán điện FMP thực tế trong 2025 đạt khoảng 894 đồng/kWh (-37% YoY) do tỷ trọng huy động nguồn thủy điện giá thấp chiếm tỷ trọng cao. Qua năm 2026, giá bán điện FMP đạt 1,855.2 đồng/kWh (+7% YoY). Cụ thể trong Q1/2026, giá bán thực tế đạt 1,290 đồng/kWh (+3.5% YoY) do mức nền cao cùng kỳ, tuy nhiên tăng mạnh +129% (QoQ) so với mức nền thấp trong Q4/2025. **Chúng tôi kì vọng giá bán thực tế sẽ còn tiếp tục tăng và đạt trung bình 1,400 đồng/kWh (+56.5% YoY) trong 2026, đến từ động lực: 1) Nhà máy LNG NT3&4 đưa vào vận hành với nguồn khí LNG giá cao; 2) Giá than, khí thiên nhiên và LNG đang trong xu hướng tăng mạnh; 3) Nhu cầu điện cao; 4) Nguồn thủy điện giá thấp bị hạn chế do thời tiết bất lợi.**

## Hoạt động kinh doanh EVN cải thiện rõ rệt trong 2025 nhưng lại đối mặt với thách thức lớn trong 2026

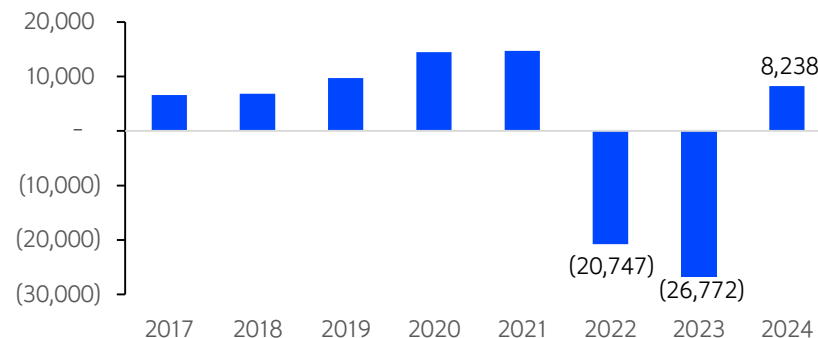
### Chênh lệch giá bán và giá thành mua điện của EVN



Nguồn: Bloomberg, NT2, Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

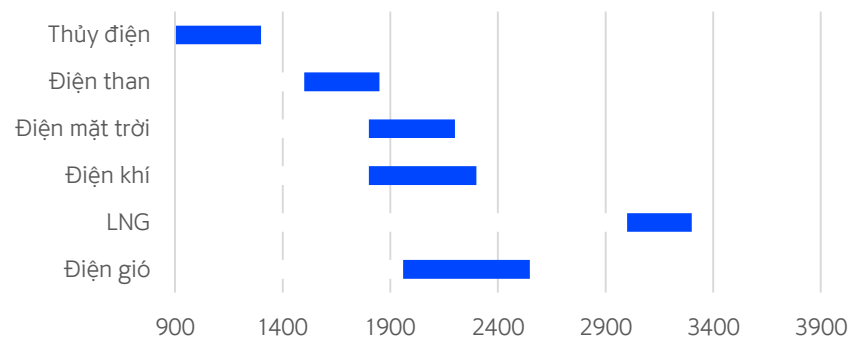
- Lần điều chỉnh giá điện gần đây nhất của EVN là vào ngày 10/5/2025 với mức tăng 4.8%. Như vậy kể từ đầu năm 2023, EVN đã bốn lần điều chỉnh giá điện và thực hiện trong thẩm quyền, với mức tăng 3%, 4.5% và hai lần tăng 4.8%. Với nhiều lần tăng giá điện, EVN đã chính thức có lời trở lại từ năm 2024. Theo cập nhật mới nhất từ EVN, **khoảng lỗ lũy kế của EVN đã giảm từ 44,792 tỷ trong 2024 còn lỗ khoảng 5,611 tỷ đồng trong 2025.**
- Tuy nhiên với giá thành sản xuất điện kì vọng tăng cao, **chúng tôi kì vọng EVN sẽ có ít nhất một lần tăng giá điện khoảng 5% để có thể duy trì lợi nhuận dương trong 2026.**

### LNST hợp nhất của EVN qua các năm



Nguồn: Bloomberg, NT2, Genco3, EVN, Shinhan Securities Vietnam

### Giá thành phát điện của các nguồn điện hiện nay (đồng/kWh)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp, chưa bao gồm tính toán mức giá điện gió ngoài khơi và giá điện khí từ Lò B

## Cập nhật và tóm tắt tình hình phát triển các nguồn điện tái tạo

### Bảng: Công suất điện mục tiêu QHĐ VIII điều chỉnh – kịch bản cơ sở và cao

Đơn vị: MW	2025	2030 kịch bản cơ sở	2030 kịch bản cao
Nhiệt điện than	28,100	31,055	31,055
Nhiệt điện khí trong nước	9,300	10,861	14,930
Nhiệt điện khí LNG	1,600	22,524	22,524
Thủy điện	24,640	33,294	34,667
Điện gió, trên bờ, gần bờ	6,292	26,066	38,029
Điện gió ngoài khơi	0	6,000	6,000
Điện mặt trời	16,663	46,459	73,416

Nguồn: QHĐ 8 điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

\_ **Nhiệt điện than:** Tiếp tục là nguồn điện chạy nền chiếm đa số trong cơ cấu huy động đến 2030, sau đó sẽ không được phát triển nữa để đảm bảo cam kết bảo vệ môi trường

\_ **Thủy điện:** Đóng vai trò là nguồn điện giá rẻ. Về dài hạn dự địa phát triển hạn chế và phụ thuộc vào thủy văn.

\_ **Nhiệt điện khí:** Các mỏ khí trong nước đang sụt giảm sản lượng nghiêm trọng kéo theo hệ số huy động khí của các nhà máy cũng giảm theo. Công suất điện khí và sản lượng khí huy động sẽ cải thiện đáng kể khi chuỗi dự án điện khí Lô B Ô Môn hoàn thiện, kì vọng vào năm 2028.

\_ **Nhiệt điện khí LNG:** Là nhóm điện được tập trung phát triển để đảm bảo an ninh năng lượng Việt Nam, tuy nhiên rủi ro không đạt được công suất mục tiêu trước 2030 là cao vì điểm nghẽn trong khâu đàm phán hợp đồng PPA. Ngoài ra, việc phụ thuộc vào nguồn LNG nhập khẩu giá cao góp phần làm tăng chi phí huy động điện của hệ thống.

\_ **Năng lượng tái tạo:**

+ **Điện mặt trời:** Vẫn được ưu tiên phát triển nhưng theo hình thức có pin lưu trữ và tự sản tự tiêu

+ **Điện gió:** Các chính sách hiện đang tập trung hơn cho sự phát triển của điện gió. Cùng với điện LNG, đây là mũi nhọn thứ hai để đảm bảo an ninh năng lượng Việt Nam. Cho giai đoạn 2026-2030, điện gió đang được tập trung trở lại để bù đắp cho rủi ro thiếu hụt nguồn điện LNG đến 2030.

\_ **Điện hạt nhân:** Nguồn điện ổn định mang ý nghĩa chạy nền. Các dự án Ninh Thuận 1 và 2 đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng, và được dự kiến vận hành trong giai đoạn 2030-2035

## Bộ Công Thương đã phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch tổng thể về năng lượng quốc gia thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050

Chỉ số	QĐ 893 (2023)	QĐ 363 (2026)	Delta/thay đổi	Ý nghĩa
Tổng tiêu thụ NL (triệu TOE) 2030	107	120-130	+(13 - 23)	Mở rộng sự linh hoạt
Tổng cung sơ cấp (triệu TOE) (2030)	155	150-170	Nới rộng biên độ	
Tỷ trọng NLTT (2030)	15-20%	25-30%	+10 điểm %	Tham vọng lớn đưa NLTT vào vận hành ngay đến 2030, đặc biệt trong bối cảnh các nguồn điện LNG đang chậm tiến độ
Đỉnh phát thải (2030)	399-449 MT CO2	433-474 MT CO2	+(25 - 34)	Chấp nhận mức cao hơn
Dự trữ xăng dầu (ngày) (2030)	75-80	90	+(10 - 15)	Tăng cường an ninh, thiết lập bộ đệm dày hơn trước biến động địa chính trị
Vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	4,133 - 4,808	4,878 - 5,482	+(60%-70%)	Đầu tư NLTT tỷ trọng cao cần huy động nguồn vốn khổng lồ
Nhu cầu diện tích mặt biển (ha) (2050)	1,302 - 1,701	2,945 - 3,355	Delta tăng hơn gấp đôi	Nhấn mạnh sự quan trọng của việc đẩy mạnh phát triển điện gió ngoài khơi, trụ cột năng lượng dài hạn
Sản lượng khí tự nhiên 2030 (tỷ m3/năm)	5.5-15	5.4 - 11.0	-4	Đánh giá lại tình hình thực tế của các mỏ khí nội địa, chuyển dịch mạnh sang hạ tầng cảng và kho LNG
Sản lượng dầu thô (triệu tấn/năm) 2030	6 - 9.5	5.8 - 8	-1.5	

Nguồn: MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Ngày 28/2/2026, tại Quyết định số 363/QĐ-BCT, Bộ trưởng Bộ Công Thương đã phê duyệt Điều chỉnh Quy hoạch tổng thể về năng lượng quốc gia thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050 (Điều chỉnh Quy hoạch năng lượng quốc gia). Quyết định số 893/QĐ-TTg hết hiệu lực kể từ ngày 28/2/2026.

## Rủi ro chậm tiến độ triển khai dự án LNG trước 2030

### Bảng: Danh sách các dự án điện khí LNG và cập nhật tiến độ

Dự án	Công suất (MW)	Ghi chú/Tiến độ thực hiện	Chủ đầu tư
LNG Quảng Ninh	1,500	Đã khởi công 19/12/2025	Liên danh: POW, Colavi, Tokyo Gas, Marubeni
LNG Thái Bình	1,500	Đã khởi công 10/10/2025. Dự kiến COD Q4/2029	Liên danh Tokyo Gas, Kyuden, CTCP Công nghiệp Trường Thành
LNG Quảng Trạch II	1,500	Chuẩn bị khởi công trong Q1/2026, hoàn thành toàn bộ trong 2030.	EVN
LNG Hải Lăng GĐ I	1,500	Đang giải phóng mặt bằng, dự kiến khởi công Q1/2027	T&T Group, HANWHA, KOSPO, KOGAS
Nhơn Trạch 3&4	1,624	<b>Đã vận hành cuối 2025</b>	POW
LNG Hiệp Phước GĐ I	1,200	Thi công xây dựng và lắp đặt máy hoàn thành lần lượt 60% và 20%, đã ký PPA vào 26/03/2026, dự kiến vận hành 2027	Hải Linh
LNG Long An 1	1,500	Hoàn thành báo cáo nghiên cứu khả thi (NCKT), kế hoạch COD 2029	Vinacapital GS Energy
BOT Sơn Mỹ I	2,250	Đang giải phóng mặt bằng	EDF, Kyushu, Sojitz, Pacific Vietnam
BOT Sơn Mỹ II	2,250	Đang giải phóng mặt bằng	Tập đoàn AES
LNG Bạc Liêu	3,200	Thống nhất thủ tục xây dựng đường dây 500kV LNG Bạc Liêu – Thốt Nốt	DeltaOE
LNG Nghi Sơn	1,500	Rà soát toàn bộ hồ sơ, nghiên cứu phương án mới để trình Chính phủ xem xét	N/A
LNG Cà Ná	1,500	Đã hoàn thành công tác đánh giá hồ sơ dự thầu	N/A
LNG Quỳnh Lập	1,500	UBND thống nhất đề xuất chấp thuận chủ trương đầu tư	N/A
LNG Hải Phòng GĐ I	1,600	Đang xây dựng, dự kiến vận hành cuối 2030	VinEnergó
LNG Hiệp Phước GĐ II	1,500	Chủ đầu tư đang hoàn thiện hồ sơ triển khai dự án	N/A

Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

\_ Hiện nay chỉ mới có nhà máy LNG NT3&4 đi vào hoạt động vào đầu 2026 và các nhà máy khác tiến độ còn rất hạn chế (các dự án chủ yếu loay hoay ở khâu đàm phán PPA). Các vấn đề chủ yếu xoay quanh cơ chế vẫn không đủ hấp dẫn và an toàn vận hành cho các nhà đầu tư. Trong dự thảo sửa đổi NĐ 56/2025/NĐ-CP và NĐ 100/2025/NĐ-CP, BCT đề xuất nâng mức Qc tối thiểu từ 65% lên 75% sản lượng điện phát bình quân nhiều năm của dự án và kéo dài thời gian áp dụng từ 10 năm lên 15 năm, mục tiêu là giúp nhà đầu tư dễ thu xếp vốn hơn. Thậm chí với mức này, **hiều nhà đầu tư vẫn chưa đủ khả năng vay vốn, và EVN thì cảnh báo nâng Qc cao sẽ đẩy chi phí hệ thống tăng mạnh**. Nhìn chung, với sự khác biệt về mục tiêu khi Nhà đầu tư muốn cơ chế đủ chắc chắn để vay vốn; EVN lo áp lực chi phí mua điện tăng cao; Bộ Công Thương lo cân bằng giữa an ninh năng lượng, hay người tiêu dùng cuối cùng lại kỳ vọng giá điện đừng đắt thì muốn các dự án điện chạy LNG đi nhanh về đích, **không thể chỉ sửa một tỷ lệ Qc và thời gian áp dụng**. Chúng tôi đánh giá việc tìm ra điểm tháo gỡ để thỏa đáng cho từng lợi ích sẽ cần rất nhiều thời gian.

## Cải thiện môi trường đầu tư NLTT - Khung giá điện cho điện gió và điện mặt trời được ban hành

Giá bán theo các loại hình và khu vực (đồng)

Loại hình	Miền Bắc (đ/kWh)	Miền Trung (đ/kWh)	Miền Nam (đ/kWh)	Uscents/kWh*	FIT 1 (Uscents/kWh)	FIT 2 (Uscents/kWh)	Giá chuyển tiếp (Uscents/kWh)
Điện mặt trời mặt đất (không pin lưu trữ)	1,382.7	1,107.10	1,012.00	4.1	9.35	7.09	4.6
Điện mặt trời mặt đất (có pin lưu trữ)	1,571.98	1,257.08	1,149.86	5.1			
Điện mặt trời nổi (không pin lưu trữ)	1,685.80	1,336.10	1,228.20	5.4	9.35	7.69	5.8
Điện mặt trời nổi (có pin lưu trữ)	1,876.57	1,487.18	1,367.13	6.1			
Điện gió ngoài khơi	3,975,1	3,078,9	3,868,5	13.3	9.8		
Điện gió đất liền	1,959.4	1,807.4	1,840.3	7.2	8.5		6.1
Điện gió gần bờ		1,987.4		7.6	8.5		7.0

Nguồn: Bộ công thương, Shinhan Securities Vietnam, \* tính trung bình Bắc Trung Nam và đổi qua Uscent theo tỷ giá 26,000 VND/USD

\_ Khung giá phát điện của các loại hình NLTT đã được ban hành chính thức trong năm 2025; đây là bước tiến lớn về mặt pháp lý trong bối cảnh cơ chế giá FIT hết hiệu lực và phải áp dụng giá chuyển tiếp. Đây là cơ sở để đàm phán PPA và khởi động lại nhiều dự án NLTT. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, khung giá cho điện mặt trời không có pin lưu trữ còn thấp hơn giá chuyển tiếp, và nhà đầu tư sẽ ưa thích phát triển điện gió hơn và điện mặt trời có pin lưu trữ. Khung giá mới này phù hợp với các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai và năng lực tài chính vững chắc, hơn là giai đoạn phát triển ồ ạt như trước với khung giá FIT.

\_ Với điện gió ngoài khơi, chi phí sản xuất cao, thời gian thực hiện và khung pháp lý hoàn chỉnh vẫn đang là thách thức lớn, đến nay các dự án vẫn chưa thực hiện các bước khảo sát quan trọng, nên rủi ro sẽ khó hoàn thành trước 2030.

\_ Ngoài ra, đối với các doanh nghiệp sai phạm liên quan đến CCA. EVN cũng đã đề xuất phương án xử lý cuối cùng là các nhà máy này sẽ hưởng giá chuyển tiếp từ khi COD cho đến khi có CCA, và sẽ hưởng giá FIT từ sau thời điểm có CCA. Tuy nhiên, qua trao đổi với một số đại diện doanh nghiệp, phương án cuối cùng vẫn chưa được chính thức phê duyệt, và các nhà máy vẫn chưa nhận được thanh toán

Một số chính sách tiêu biểu đáng chú ý của ngành điện từ 2025

	Ngày	Tóm tắt	Tác động
Nghị định 56/2025/NĐ-CP	03/03/2025	Quy định chi tiết một số điều của Luật điện lực: Quy hoạch phát triển điện lực và mạng lưới cấp điện, Đầu tư xây dựng dự án điện lực,... Cụ thể như: <b>chuyển ngang giá nhiên liệu sang giá điện cho điện khí, Quy định tỷ lệ Qc tối thiểu cho điện khí LNG,...</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>_ Các phương án phát triển nguồn điện và lưới điện được quy định cụ thể hơn, phù hợp với quy hoạch.</li> <li>_ Tạo cơ sở rõ ràng để thúc đẩy phát triển điện khí LNG.</li> </ul>
Nghị định 57/2025/ND-CP	03/03/2025	<b>Khung pháp lý cho DPPA</b> , thay thế cho Nghị định 80/2024. Mở rộng đối tượng tham gia, quy định rõ ràng hơn về phần điện năng dư,...	Nghị định giữ quan điểm thủ tục hành chính tối thiểu, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp tham gia thị trường mua bán điện trực tiếp; đồng thời quy định rõ ràng quyền và nghĩa vụ của các bên, đặc biệt là trách nhiệm của các cơ quan nhà nước, nhằm đảm bảo sự cân bằng lợi ích và trách nhiệm.
Nghị định số 58/2025/NĐ-CP	03/03/2025	Hoàn thiện <b>hành lang pháp lý thúc đẩy phát triển điện từ NLTT</b> như điện mặt trời và điện gió ngoài khơi, phát triển điện tự sản tự tiêu.	Ưu đãi mạnh mẽ để khuyến khích phát triển nguồn điện NLTT mới như Hydro xanh, ammoniac xanh; ưu tiên huy động các nguồn điện có hệ thống pin lưu trữ.
Quyết định số 599/QĐ-EVN	10/05/2025	EVN tăng giá bán lẻ điện lên <b>2,204.07 đồng/kWh (+4.8% so với mức hiện tại</b> , mức tăng tương tự hồi tháng 10/2024.	Cải thiện tình hình kinh doanh của EVN, từ đó tạo điều kiện đầu tư thêm nguồn điện, hạ tầng truyền tải cũng như hỗ trợ ban hành khung giá mua điện tái tạo phù hợp,...
Quyết định 1508/QĐ-BCT	30/05/2025	Khung giá phát điện gió được ban hành. Điện gió trên đất liền, mức giá tối đa (chưa bao gồm thuế GTGT) của khung giá phát điện năm 2025 cho khu vực miền <b>Bắc, Trung, Nam lần lượt là 1,959.4 đồng/kWh, 1,807.4 đồng/kWh và 1,840.3 đồng/kWh.</b>	Tạo tiền đề rõ ràng cho chủ đầu tư lập kế hoạch đầu tư hợp lý, thúc đẩy đầu tư mạnh mẽ hơn vào điện gió.
Quyết định số 768/QĐ-TTg	16/04/2025	<b>QHĐ VIII điều chỉnh</b> được phê duyệt.	Tập trung mở rộng, nâng mục tiêu công suất điện, với nhiều loại hình nguồn điện. Kế hoạch được ban hành nhanh chóng ngay sau đó đặt ra lộ trình thực hiện; thể hiện sự quyết tâm của chính phủ đạt được mục tiêu đề ra.
Quyết định số 1509/QĐ-BCT	30/05/2025	<b>Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII điều chỉnh</b> được phê duyệt.	
Nghị định 225/2025/NĐ-CP	15/08/2025	Sửa đổi, bổ sung một số điều của các Nghị định quy định chi tiết một số điều và biện pháp thi hành <b>Luật Đấu thầu</b> về lựa chọn nhà đầu tư.	Xử lý “điểm nghẽn” trong đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư thực hiện dự án NLTT theo hướng thuận lợi, minh bạch hơn.

## Một số chính sách tiêu biểu đáng chú ý của ngành điện từ 2025 (tt)

	Ngày	Tóm tắt	Tác động
Nghị quyết số 70-NQ/TW*	20/08/2025	Định hướng chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam đến năm 2030	_ Hoàn thiện thể chế, chính sách để trở thành lợi thế cạnh tranh thúc đẩy phát triển năng lượng. Phát triển nguồn cung và hạ tầng năng lượng, bảo đảm vững chắc an ninh năng lượng, đáp ứng yêu cầu tăng trưởng.
Đề án “Xây dựng hệ thống giá bán điện hai thành phần”	10/10/2025	Bản chất của cơ chế này phân tách rõ ràng giữa chi phí cố định và chi phí biến đổi trong cung ứng điện, ai gây ra áp lực lớn hơn cho hệ thống vào giờ cao điểm (yêu cầu công suất cực đại cao) sẽ phải chia sẻ phần chi phí đầu tư tương ứng. Đang trong quá trình triển khai thí điểm	_ Giảm áp lực đầu tư vào nguồn điện đỉnh. Thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh công bằng
Quyết định số 363/QĐ-BCT	28/02/2026	Điều chỉnh Quy hoạch tổng thể về năng lượng quốc gia thời kỳ 2021 - 2030, tầm nhìn đến năm 2050 (Điều chỉnh Quy hoạch năng lượng quốc gia).	_ Tăng tốc đẩy mạnh NLTT, chấp nhận mức phát thải đỉnh cao hơn để đáp ứng nhu cầu tăng trưởng, nhu cầu vốn đầu tư và diện tích mặt biển tăng đột biến đòi hỏi cơ chế tài chính và quy hoạch không gian biển hoàn toàn mới

## Ngành điện | Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngành điện

Mã	Ngành	Công suất (MW)	Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	Giá hiện tại (VND/cp)	Giá mục tiêu 2026 (VND/cp)	Upside	Tăng trưởng Doanh thu 2026F	Tăng trưởng LNST cty mẹ 2026F	NPM (TTM)	D/E (x)	ROE (%)	ROA (%)	P/B 2026F	P/E 2026F
REE	Đa ngành	1,200	31,892	51,200	61,500	20%	7%	4%	31.5	0.6	12.7	6.6	1.7	14.5
HDG	NLTT	444	8,509	23,000	28,100	22%	11%	0%	35.7	0.8	11.9	5.4	1.6	14.9
POW	Nhiệt điện khí	5,725	42,030	13,700	16,400	20%	59%	34%	8.8	1.4	7.3	2.9	1.2	11.8
NT2	Nhiệt điện khí	750	6,535	22,700	27,400	21%	11%	-2%	14.2	0.9	25.0	12.6	1.4	7.1
QTP	Nhiệt điện than	1,200	5,400	12,000	NA	NA	1%	-34%	9.6	0.3	18.9	13.6	0.9	7.2
PPC*	Nhiệt điện than	1,040	3,123	9,740	10,500	8%	12%	-5%	2.5	0.2	3.7	3.1	0.7	27.3
PC1	Xây lắp điện	343	7,650	18,600	NA	NA	12%	-2%	10.4	1.8	17.3	4.6	2.0	14.6
GEG	NLTT	603	5,034	14,050	18,300	30%	-11%	-44%	31.6	1.3	15.1	4.7	1.3	18.8
TV2	Tư vấn	170	1,958	29,000	NA	NA	164%	86%	7.2	1.3	7.3	3.7	1.8	16.9
<b>Tổng</b>							<b>+29%</b>	<b>+3%</b>						

(\*) Số liệu consensus

Nguồn: Bloomberg, Fiiipro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

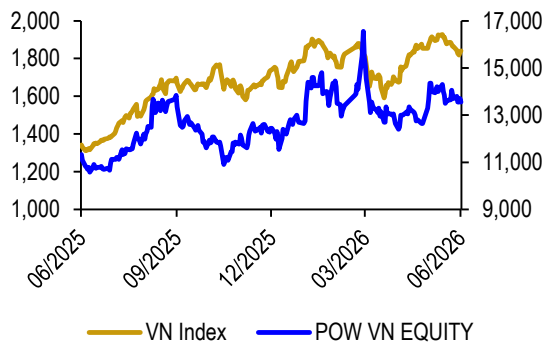
# Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam– CTCP (HOSE:POW)



Giá mục tiêu (12 tháng)	16.400 VND
Giá hiện tại (04/06/26)	13,700 VND
Suất sinh lời (%)	19.7%

VNINDEX	1,832
P/E thị trường (26F,x)	12.5
Vốn hóa (tỷ VND)	42,030
SLCP lưu hành (triệu CP)	3,068
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	840
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,456
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	17.02
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	201
Hệ số Beta	0.9

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-10.6	8.9	26.0
So với VNIndex(%)	-12.4	-0.2	-12.7



## Hoàn thành kế hoạch năm chỉ trong một quý

**POW ước phóng KQKD 2026:** Sản lượng đạt 21.6 tỷ kWh, doanh thu đạt 49,887 tỷ đồng, LNTT đạt 1,120 tỷ đồng. Nhưng trong Q1/2026, POW ghi nhận doanh thu đạt 12,327 tỷ đồng và LNST hợp nhất đạt 1,300 tỷ đồng, vượt kế hoạch lợi nhuận ngay trong Q1. Mức lợi nhuận cao của POW trong Q1/2026 chủ yếu do mức sản lượng Qc đạt tỷ lệ 91% - cao hơn cùng kỳ +39% YoY; trong đó, một số nhà máy như NT2 và NT3&4 có tỉ lệ Qc cao hơn sản lượng thực phát khiến cho biên gộp tăng mạnh. Ước tính KQKD 5T/2026 của POW trong AGM 2026, doanh thu đạt 24,000 tỷ đồng và LNTT đạt 1,800 tỷ đồng.

**Vũng Áng 1:** Vũng Áng 1 duy trì tồn kho than trên 300,000 tấn; giá than nội địa tăng khoảng 6% trong 5 tháng đầu năm. Dự kiến thu hồi 1,600 tỷ đồng bù lỗ tỷ giá trong Q3/2026.

**Nhơn Trạch 2:** Dự kiến triển khai dự án điện linh hoạt Nhơn Trạch 5 (600 MW).

**NT3&4:** Tiếp tục là động lực tăng trưởng chính với tổng vốn đầu tư khoảng 29,000 tỷ đồng, thấp hơn 10% ngân sách ban đầu. POW đang đàm phán PPA với mục tiêu Qc đạt 70–75% trong 15 năm nhằm đảm bảo hiệu quả vận hành dài hạn. Biến động giá LNG do căng thẳng Trung Đông được đánh giá ít ảnh hưởng lợi nhuận nhờ cơ chế pass-through với EVN và nguồn LNG cho các tháng tới vẫn được đảm bảo.

**Cà Mau:** Đã thu hồi hơn 60 triệu m<sup>3</sup> khí take-or-pay tại Cà Mau và dự kiến hoàn tất 120 triệu m<sup>3</sup> trong năm 2026

POW đặt mục tiêu nâng công suất lên 7,500 MW năm 2030 và 25,900 MW năm 2050, tập trung vào LNG Quỳnh Lập, Vũng Áng 3, thủy điện tích năng Lâm Sơn (1440 MW), LNG Cà Mau 3. Tiếp tục tìm kiếm cơ hội M&A các nhà máy thủy điện quy mô 22–100 MW và chưa ưu tiên thoái vốn sâu tại các công ty con. POW cũng có kế hoạch mở rộng đầu tư ra nước ngoài với các dự án thủy điện Nậm Sum 1 & 3 và dự án nhiệt điện than Sekong công suất 1,800 MW tại Lào, thông qua Công ty cổ phần Đầu tư quốc tế PV Power.

Không chia cổ tức tiền mặt năm 2025 nhằm ưu tiên vốn cho đầu tư. Giai đoạn 2026–2030 dự kiến chia cổ tức bằng cổ phiếu 1–2 lần để tăng vốn điều lệ. Công ty nghiên cứu sử dụng công cụ phái sinh nhằm giữ lỗ tỷ giá dưới 2% chi phí tài chính.

**Rủi ro:** (1) Các rủi ro liên quan đến NT3&4 (huy động thấp,...); (2) EVN thanh toán chậm; (3) Giá khí thiên nhiên và LNG tăng cao; (5) Rủi ro thời tiết, (6) Rủi ro chính sách của ngành

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	28,224	28,329	30,306	34,151	54,427
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,765	1,290	883	3,079	2,826
LNST công ty mẹ (tỷ VND)	2,061	1,038	1,112	2,341	3,250
EPS (đồng)	871	443	475	1000	1388
BPS (đồng)	13,030	13,414	13,668	12,326	13,172
OPM (%)	9.8	4.6	2.9	9.0	5.2
NPM (%)	9.0	4.5	4.0	8.4	6.9
ROE (%)	6.7	3.3	3.5	8.1	10.5
P/E (x)	13.1	32.0	25.3	15.4	11.8
P/B (x)	0.8	0.8	1.0	1.0	1.2
EV/EBITDA (x)	4.7	7.3	9.6	8.1	7.0

# Dầu khí

## Tăng tính chủ động trong nguồn cung



**Thảo Nguyễn**

☎ (84-28) 6299-8004

✉ thao.np@shinhan.com

**Thương Nguyễn**

☎ (84-28) 6299-8000

✉ support@shinhan.com

## **Dầu khí – Tăng tính chủ động trong nguồn cung**

### **1. Cập nhật ngành dầu khí 1H2026**

Biến động địa chính trị tại Trung Đông tạo ra cú sốc nguồn cung dầu khí toàn cầu lớn nhất trong nhiều thập kỷ, tác động sâu rộng đến nền kinh tế Việt Nam khi chi phí nguyên vật liệu và vận chuyển ở nhiều nhóm ngành đồng loạt gia tăng. Tuy nhiên, nhờ phản ứng kịp thời và đồng bộ từ Chính phủ, đà tăng giá bán lẻ xăng dầu trong nước phần nào được kiểm soát, qua đó hạn chế đáng kể tác động tiêu cực lên hoạt động sản xuất kinh doanh. Nhìn chung, KQKD Q1/2026 ghi nhận sự phân hóa rõ nét trong toàn ngành: trong khi nhóm hạ nguồn chịu nhiều áp lực hơn từ biến động giá dầu, các doanh nghiệp thượng nguồn và lọc dầu lại hưởng lợi rõ nét, qua đó giúp toàn ngành duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ.

### **2. Triển vọng 2H2026 và cơ hội**

Bước sang 2H2026, ngành dầu khí Việt Nam bước vào giai đoạn tăng cường chủ động nguồn cung nhằm củng cố an ninh năng lượng trong bối cảnh thị trường toàn cầu tiếp tục biến động. Động lực tăng trưởng đến từ việc thúc đẩy nguồn cung nội địa, mở rộng hạ tầng LNG, nâng dự trữ chiến lược và hoàn thiện cơ chế vận hành thị trường xăng dầu cũng như các chính sách điều tiết, hỗ trợ thị trường của Chính phủ. Đây là nền tảng hỗ trợ nguồn cung dài hạn, đồng thời mở ra cơ hội tăng trưởng đồng đều hơn cho chuỗi dầu khí từ thượng nguồn đến hạ nguồn.

### **3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Dầu khí**

BSR, PVD, PVS

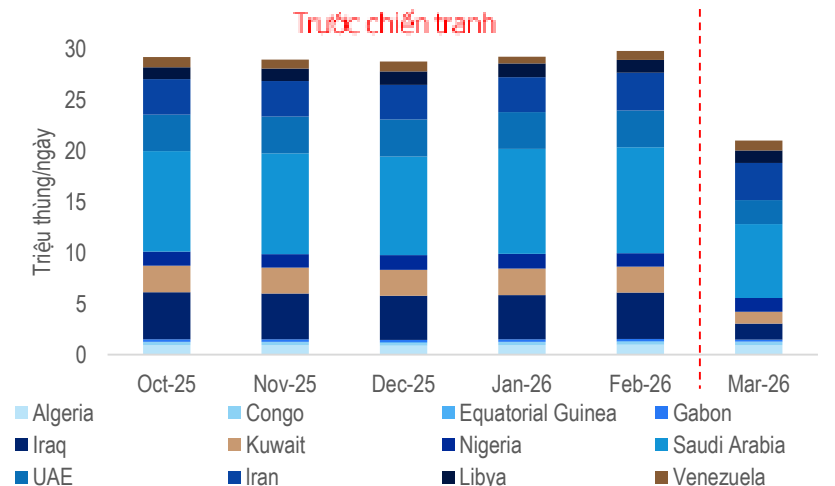
## Khủng hoảng ở Eo Hormuz, cú sốc giá dầu toàn cầu và sự rời đi của UAE

### Biến động giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: TradingEconomics, Shinhan Securities Vietnam

### Sản lượng dầu thô từ các nước OPEC 6 tháng gần nhất



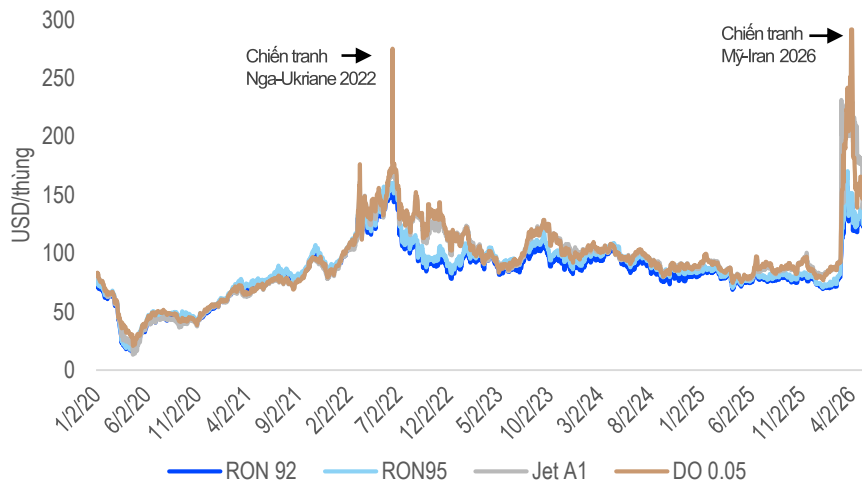
Nguồn: IEA, Shinhan Securities Vietnam

☐ Giá dầu Brent trải qua đợt tăng mạnh sau khi Iran đóng cửa Eo Hormuz vào ngày 4/3/2026, có thời điểm vượt ngưỡng 128 USD/thùng do các đợt tấn công qua lại nhắm vào các cơ sở hạ tầng năng lượng trong suốt tháng. So với chiến tranh Nga-Ukraine 2022, sự kiện lần này được đánh giá nghiêm trọng hơn do nguồn cung bị gián đoạn vật lý tại tuyến vận chuyển chiến lược, gần như không thể tái định tuyến trong ngắn hạn. Đến thời điểm hiện tại, Brent vẫn dao động quanh vùng 95-100 USD/thùng do triển vọng đàm phán còn chưa rõ ràng:

- **Cán cân cung cầu đảo chiều hoàn toàn:** sản lượng sản xuất toàn cầu sụt giảm 7% trong tháng 3, đỉnh điểm giảm 9% trong tháng 4, xóa sổ hoàn toàn kịch bản thặng dư cung được dự báo đầu năm.
- **UAE chính thức rời OPEC+** từ tháng 5/2026, không còn bị ràng buộc bởi hạn ngạch sản lượng. Khi eo Hormuz mở lại, UAE có thể bơm thêm tự do khoảng 1.6 triệu thùng/ngày ra thị trường, tạo ra áp lực giảm giá đáng kể và là biến số khó lường nhất cho diễn biến giá dầu trong 2H/2026.
- **Tiến trình đàm phán Mỹ-Iran chưa có kết quả rõ ràng,** khiến diễn biến giá dầu ngắn hạn vẫn khó dự báo.

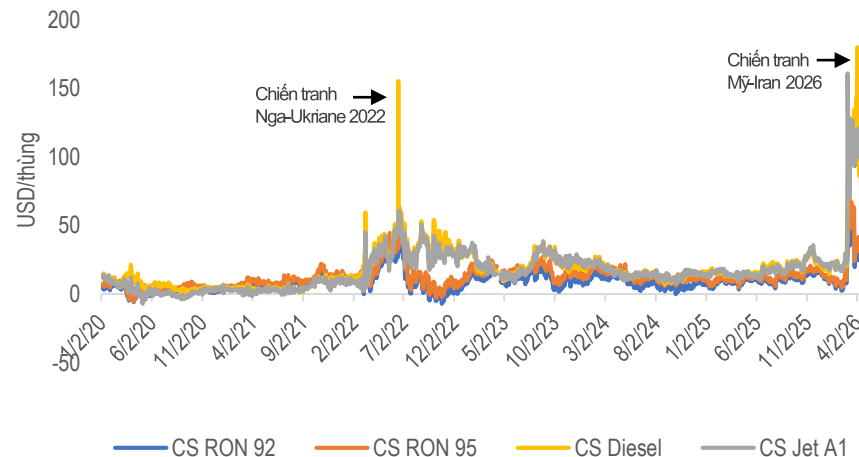
## Biến động không đồng nhất giữa các loại xăng dầu thành phẩm thế giới

### Biến động giá xăng dầu thành phẩm thế giới



Nguồn: Platts, Shinhan Securities Vietnam

### Chênh lệch giữa giá dầu thô và thành phẩm (crack spread)

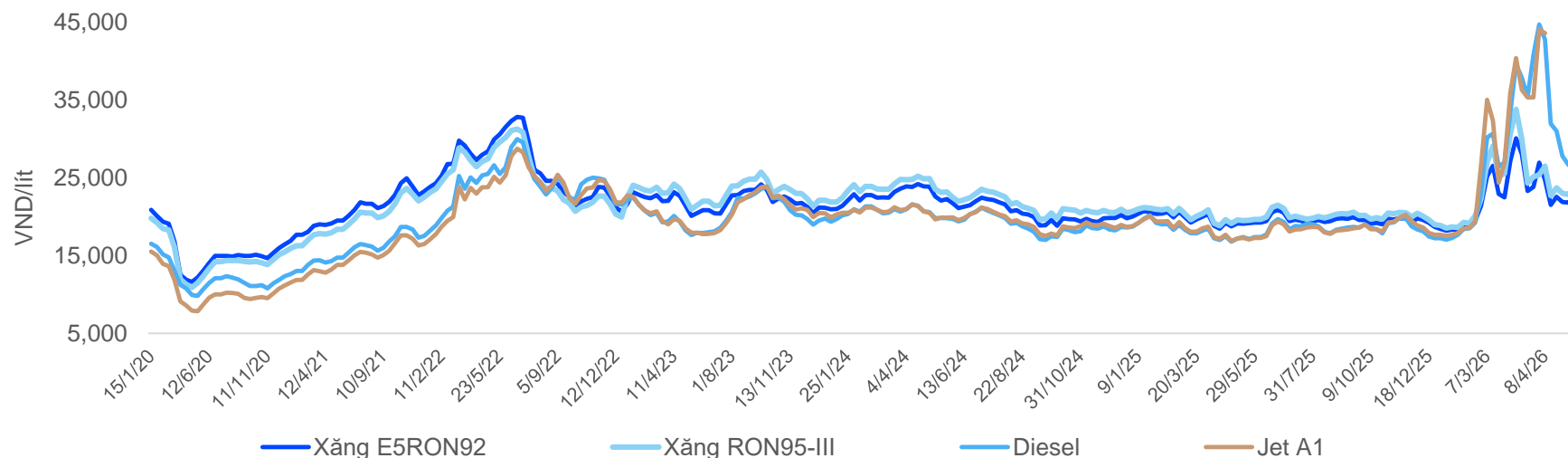


Nguồn: Platts, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Giá xăng dầu thành phẩm thế giới trải qua biến động mạnh và không đồng đều giữa các loại sau khi Hormuz đóng cửa. Diễn biến lần này nặng nề hơn đáng kể so với cuộc chiến năm 2022 vì khi đó chỉ chịu gián đoạn từ một nguồn cung đơn lẻ. Ngược lại, từ năm 2025, Ukraine đã tấn công 21/38 nhà máy lọc dầu lớn của Nga, khiến năng lực lọc dầu toàn cầu vốn chưa kịp phục hồi tiếp tục suy giảm đúng thời điểm Hormuz bị phong tỏa. Việc cả nguồn cung dầu thô lẫn công suất lọc dầu đồng thời bị ảnh hưởng đã đẩy crack spread lên mức biến động chưa từng ghi nhận trong lịch sử.
- ❑ Cụ thể, RON92 và RON95 tăng vọt trong tháng 3 rồi ổn định ở vùng cao, trong khi Diesel và Jet A1 dao động mạnh hơn. Đáng chú ý, giá dầu Diesel có thời điểm vượt mốc 290 USD/thùng rồi nhanh chóng hạ nhiệt về vùng 150–180 USD/thùng chỉ trong vòng 1 tuần. Chúng tôi đánh giá Diesel và Jet A1 có mức độ biến động phức tạp hơn do nhu cầu sử dụng rộng rãi trong các hoạt động công nghiệp và vận tải.
- ❑ **Sự phân hóa giá dầu thế giới có tác động khác nhau đối với từng loại hình doanh nghiệp dầu khí Việt Nam**
  - Với doanh nghiệp lọc dầu: hưởng lợi từ crack spread mở rộng đột biến, đặc biệt là các sản phẩm Diesel và Jet A1.
  - Đối với doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu: biến động giá quá nhanh làm gia tăng rủi ro hàng tồn kho. Khi thị trường đảo chiều, áp lực trích lập dự phòng tăng cao, ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận.

## Giá xăng dầu trong nước chịu áp lực lớn nhưng được kiểm soát tốt

### Diễn biến giá xăng dầu các loại trong nước



Nguồn: Bộ Công thương, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Giá xăng dầu trong nước tăng mạnh từ đầu tháng 3 với mức độ phân hóa rõ rệt giữa các mặt hàng. Tuy nhiên, từ cuối tháng 4 đến nay, mặt bằng giá đã dần hạ nhiệt, dù vẫn duy trì cao hơn so với giai đoạn trước chiến tranh.
- ❑ **RON92 và RON95 tăng mạnh khoảng 40%** trong tháng 3, sau đó dần hạ nhiệt trong tháng 4 nhờ các biện pháp can thiệp kịp thời của Chính phủ, bao gồm kích hoạt Quỹ Bình ổn giá, điều hành giá linh hoạt và các gói giảm thuế như thuế BVMT, VAT và thuế TTĐB. Nhờ đó, mức tăng giá xăng tại Việt Nam được kiểm soát thấp hơn rõ rệt so với nhiều nước trong khu vực, trong khi các nước láng giềng ghi nhận tăng khoảng 50–80% so với trước xung đột. Nếu không có các biện pháp hỗ trợ này, giá xăng trong nước có thể đã tiệm cận vùng 35,000–39,000 đồng/lit, vượt xa đỉnh lịch sử ghi nhận trong năm 2022.
- ❑ **Diesel và Jet A1 biến động mạnh hơn đáng kể:** tăng hơn 100% trong tháng 3 và tiếp tục tăng thêm khoảng 30% đầu tháng 4 khi phụ phí leo lên mức kỷ lục: 70 USD/thùng với diesel và 39.6 USD/thùng với Jet A1, vượt xa đỉnh khủng hoảng Nga–Ukraine 2022. Đến cuối tháng 4 và sang tháng 5, giá đã hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì mặt bằng cao hơn đáng kể so với trước chiến tranh.

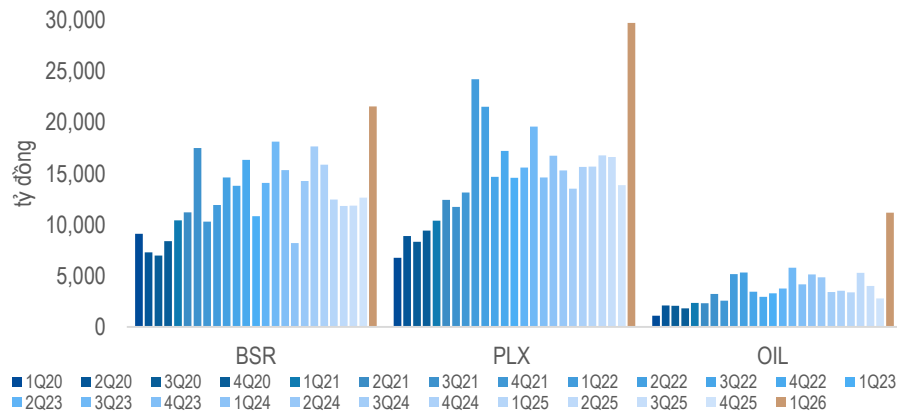
## Chính phủ phản ứng kịp thời và linh hoạt

Ngày	Nội dung biện pháp
06/03/2026	Nghị quyết số 36/NQ-CP: Liên Bộ Công thương – Tài chính được phép điều chỉnh giá xăng dầu ngay khi giá cơ sở biến động trên 7%, không cần chờ chu kỳ 7 ngày
09/03/2026	Nghị định 72/2026/NĐ-CP: Giảm thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi (MFN) về 0%, có hiệu lực đến hết 30/04/2026
10/03/2026	Thủ tướng đồng ý dùng Quỹ bình ổn xăng dầu từ ngày 11/03, đề xuất giảm thuế bảo vệ môi trường về 0đ/lít
19/03/2026	Nghị quyết số 55/NQ-CP: khi giá cơ sở xăng dầu tăng trên 15% hoặc giảm trên 10%, giá xăng dầu trong nước phải được điều chỉnh trong vòng 1 ngày
26/03/2026	Quyết định số 482/QĐ-TTg: Thuế BVMT về 0 đồng/lít (xăng trừ ethanol, diesel, dầu hoả, mazut, nhiên liệu bay); thuế TTĐB xăng về 0%; không kê khai nộp VAT nhưng vẫn được khấu trừ đầu vào. Áp dụng đến 15/04/2026.
28/03/2026	Nghị quyết số 69/NQ-CP: Chi tạm ứng 8,000 tỷ đồng từ nguồn tăng thu NSTW vào Quỹ Bình ổn giá xăng dầu
Từ 16/04/2026	Nghị quyết 19/2026/QH16: Thuế BVMT về 0 đồng/lít (xăng trừ ethanol, diesel, dầu hoả, mazut, nhiên liệu bay); thuế TTĐB xăng về 0%; không kê khai nộp VAT nhưng vẫn được khấu trừ đầu vào. Áp dụng đến 30/06/2026.
Từ 30/04/2026	Triển khai kinh doanh xăng sinh học E10

- ❑ Rút kinh nghiệm từ đợt khủng hoảng Nga–Ukraine năm 2022, Chính phủ phản ứng nhanh và chủ động hơn đáng kể, không chờ Quỹ bình ổn cạn kiệt hay giá trong nước leo thang mới can thiệp, mà triển khai đồng loạt nhiều công cụ ngay từ tuần đầu tiên sau khi Hormuz đóng cửa.
- **Về nguồn cung:** Chính phủ chỉ đạo nâng dự trữ xăng dầu chiến lược từ 15 lên 26 ngày và yêu cầu BSR, NSRP vận hành vượt công suất, ưu tiên sản xuất nhiên liệu bay Jet A-1 thay vì các sản phẩm hóa dầu khác, đảm bảo nguồn cung nội địa trong bối cảnh nhập khẩu gặp khó khăn.
- **Về các chính sách điều hành giá:** mức chi Quỹ bình ổn được duy trì liên tục ở mức cao nhất 4,000–5,000 đồng/lít qua 6 kỳ điều hành từ 10–25/3 để điều tiết thị trường trong bối cảnh nhạy cảm, sau đó chuyển trọng tâm sang biện pháp thuế, đồng thời không trích lập và không chi sử dụng Quỹ nữa.

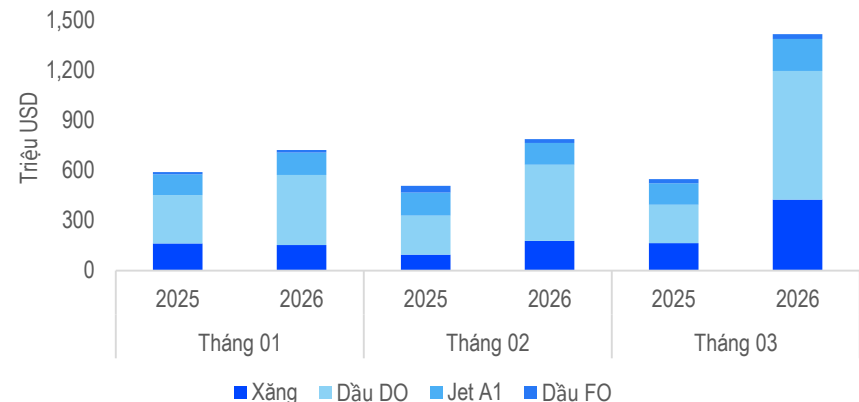
## Nguồn cung xăng dầu trong nước vẫn được đảm bảo

### Giá trị hàng tồn kho ròng của BSR, PLX, OIL



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

### Kim ngạch nhập khẩu xăng dầu

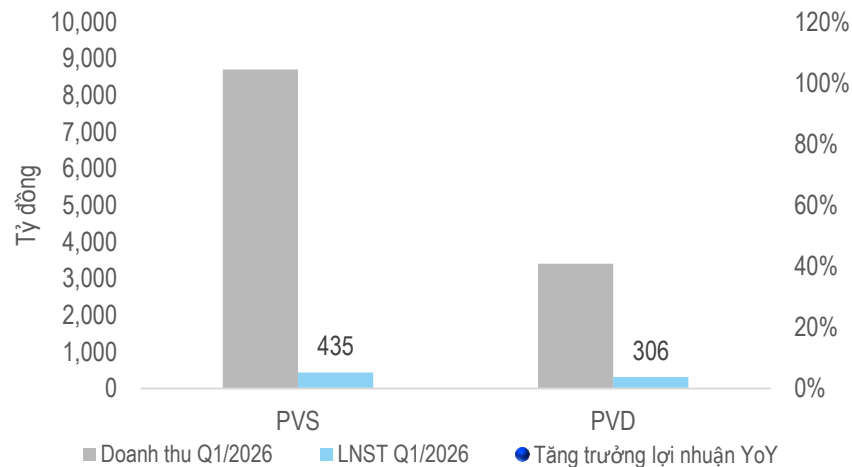


Nguồn: Tổng cục thống kê GSO, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ **Hai nhà máy lọc dầu vận hành vượt công suất:** BSR duy trì công suất tối thiểu 118% công suất thiết kế trong tháng 6/2026, đồng thời ký kết hợp đồng nhập khẩu dầu thô dài hạn với các đối tác - đảm bảo nguyên liệu vận hành liên tục đến hết tháng 7/2026. Tương tự, Nghi Sơn mở rộng nguồn cung và bổ sung nguyên liệu trung gian SRFO, VGO để duy trì 100% công suất sau khi nguồn dầu thô từ Kuwait bị gián đoạn.
- ❑ **Đẩy mạnh nhập khẩu xăng dầu thành phẩm để bù đắp thiếu hụt nguồn cung:** Trong tháng 3/2026, các doanh nghiệp đầu mối đồng loạt gia tăng nhập khẩu xăng dầu thành phẩm chủ yếu từ Hàn Quốc và Singapore nhằm nhanh chóng bổ sung nguồn cung cho thị trường nội địa. Tổng kim ngạch nhập khẩu xăng dầu trong Q1/2026 đạt 2.93 tỷ USD (+77.8% YoY); tổng khối lượng nhập khẩu đạt 3.37 triệu tấn (+44% YoY).
- ❑ **Doanh nghiệp đồng loạt đẩy mạnh tích trữ tồn kho:** BSR ghi nhận giá trị hàng tồn kho hơn 21,500 tỷ đồng tại cuối Q1/2026 - tăng gần 9,000 tỷ so với đầu năm và là mức cao nhất lịch sử, PLX ghi nhận gần 30,000 tỷ đồng, là mức cao nhất từ trước đến nay. Trong khi đó, OIL tồn kho đạt 11,000 tỷ đồng, gấp 4 lần thời điểm đầu năm.

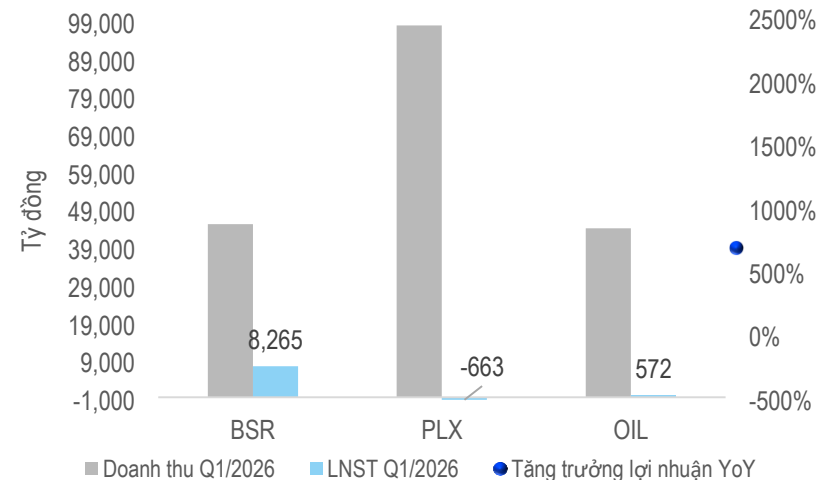
## Bức tranh KQKD Quý 1/2026 trái chiều

### KQKD Q1/2026 của một số doanh nghiệp thượng nguồn



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

### KQKD Q1/2026 của một số doanh nghiệp hạ nguồn



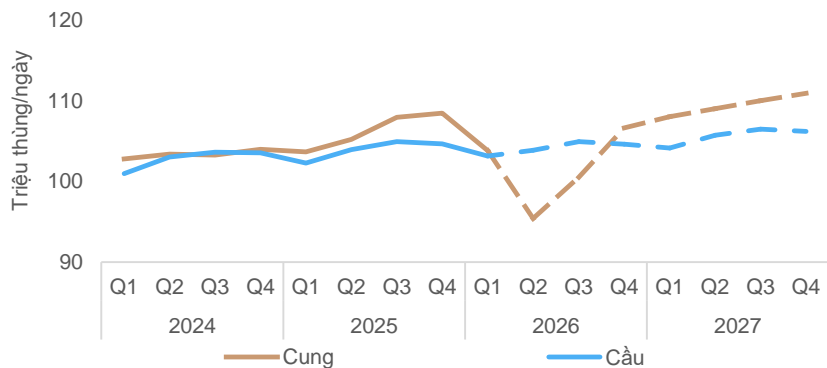
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

☐ Trong bối cảnh bất ổn địa chính trị, bức tranh lợi nhuận Quý 1 của các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị ngành ghi nhận sự phân hóa sâu sắc giữa các phân khúc:

- **Nhóm thượng nguồn (PVD, PVS)** tăng trưởng mạnh mẽ nhờ lượng backlog dồi dào và đẩy mạnh các dự án nội địa. PVD hưởng lợi khi nhu cầu khoan trong nước và khu vực tăng mạnh, các giàn khoan hoạt động với hiệu suất cao; PVS tăng trưởng tích cực từ mảng M&C nhờ bàn giao một số gói dự án Lô B và Sư Tử Trắng 2B.
- **Nhóm hạ nguồn – lọc dầu (BSR):** bứt phá nhờ crack spread mở rộng đột biến, biên lợi nhuận lọc dầu cải thiện mạnh và sản lượng tăng nhờ vận hành vượt công suất.
- **Nhóm hạ nguồn – kinh doanh xăng dầu (PLX, OIL):** OIL hưởng lợi từ chênh lệch giá hàng tồn kho khi lượng hàng tích lũy ở mức giá thấp trước chiến tranh được bán ra đúng lúc giá leo thang. Ngược lại, PLX chịu áp lực kép khi nhập hàng ở vùng giá cao nhưng thị trường đảo chiều đột ngột, buộc phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho lớn, ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận.

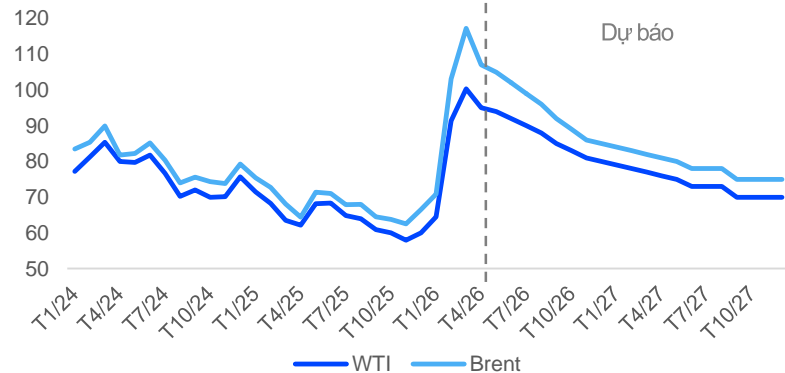
## Giá dầu khó lường hơn bao giờ hết

### Dự báo cung-cầu dầu



Nguồn: EIA, Shinhan Securities Vietnam

### Dự báo giá dầu



Nguồn: EIA, Shinhan Securities Vietnam

- Dự báo giá dầu hạ nhiệt vào Q4/2026:** Brent dự kiến tiếp tục neo quanh 100–105 USD/thùng trong tháng 5–6 do rủi ro gián đoạn tại Hormuz. Tuy nhiên, khi nguồn cung Trung Đông phục hồi và tuyến vận tải này dần thông suốt trở lại, EIA dự báo Brent giảm về 89 USD/thùng trong Q4/2026 và 79 USD/thùng trong 2027.
- Tình trạng thiếu hụt nguồn cung diễn ra trong bối cảnh nhu cầu suy giảm:** Hormuz đóng cửa đẩy thị trường dầu vào trạng thái thâm hụt nguồn cung nghiêm trọng, dự báo kéo dài đến hết năm 2026. Ở chiều ngược lại, giá dầu neo cao kéo dài bắt đầu phá hủy nhu cầu, đặc biệt tại châu Á, khu vực phụ thuộc nhiều nhất vào nguồn cung Trung Đông, trong bối cảnh triển vọng kinh tế toàn cầu xấu đi đang dần phá hủy nhu cầu trên nhiều phân khúc sản phẩm.
- Một số yếu tố cần theo dõi:** Dự báo giá dầu phụ thuộc rất lớn vào diễn biến xung đột giữa Mỹ và Iran, cũng như thời gian eo Hormuz trở lại bình thường. Bên cạnh đó, việc UAE chính thức rời OPEC+ có thể bổ sung thêm sản lượng có thể tạo áp lực giảm giá. Ở chiều ngược lại, giá dầu neo cao trong thời gian dài tiềm ẩn rủi ro phá hủy cầu có nguy cơ lan sang các nền kinh tế lớn khác ngoài châu Á. Nhìn chung, Brent có thể dao động trong biên độ \$85–115/thùng từ nay đến cuối năm tùy theo diễn biến chiến tranh.

## Giá dầu khó lường hơn bao giờ hết

### Tầm nhìn crack spread trung-dài hạn

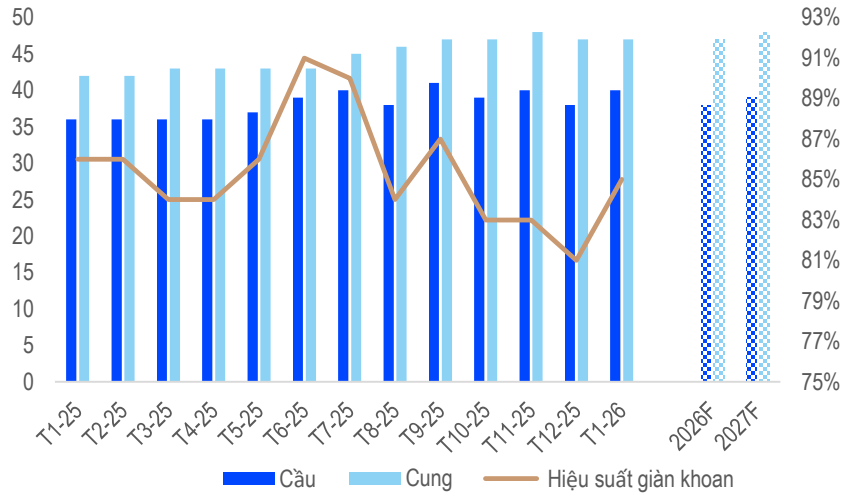
Sự kiện	Thời gian crack spread ở đỉnh	Thời gian quay về mức trước khủng hoảng	Trạng thái trong dài hạn
Chiến tranh Nga–Ukraine 2022	~8 tháng (mức cực đoan)	~15 tháng	Vẫn cao hơn 65% so với trung bình 10 năm sau 18 tháng
Vụ tấn công Abqaiq (Saudi Arabia) 2019	Vài ngày	~2–3 tuần	Tác động kéo dài không đáng kể
Chiến tranh Vùng Vịnh 1990–91	~3 tháng	~9 tháng	Tác động ngắn hạn
Mùa bão 2004–2005	~15 tháng	~15 tháng	Tác động trung hạn

Nguồn: EIA, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Dựa trên các tiền lệ lịch sử như Chiến tranh Vùng Vịnh 1990–1991 và xung đột Nga–Ukraine 2022, crack spread sau các cú sốc địa chính trị lớn thường cần khoảng 9–15 tháng để bình thường hóa. Tuy nhiên, chu kỳ hiện tại có thể kéo dài hơn do nguồn cung đã bị gián đoạn trên 3 tháng cũng như các cuộc tấn công vào hệ thống lọc dầu tại nhiều khu vực khiến nguồn cung sản phẩm lọc dầu toàn cầu trở nên mong manh hơn.
- ❑ **Chúng tôi dự phóng crack spread có thể cần khoảng 18–20 tháng hậu chiến để hạ nhiệt**, tuy nhiên khó quay về mặt bằng trước xung đột. Thay vào đó, thị trường nhiều khả năng sẽ thiết lập một trạng thái cân bằng mới ở mức cao hơn trung bình lịch sử.
- ❑ Trong giai đoạn 2027–2030, tình trạng **thiếu hụt công suất lọc dầu toàn cầu có thể trở thành một xu hướng mang tính cấu trúc**, không còn phụ thuộc vào yếu tố chiến tranh. Việc các cơ sở lọc dầu bị tấn công và gián đoạn nghiêm trọng có thể cần 2–3 năm để phục hồi, khiến nguồn cung sản phẩm lọc dầu khó quay lại nhanh. Điều này có thể giúp crack spread duy trì ở mức cao vượt đáng kể trung bình lịch sử, qua đó đưa nhóm doanh nghiệp lọc dầu trở thành một câu chuyện đầu tư dài hạn thay vì chỉ mang tính chu kỳ ngắn hạn.

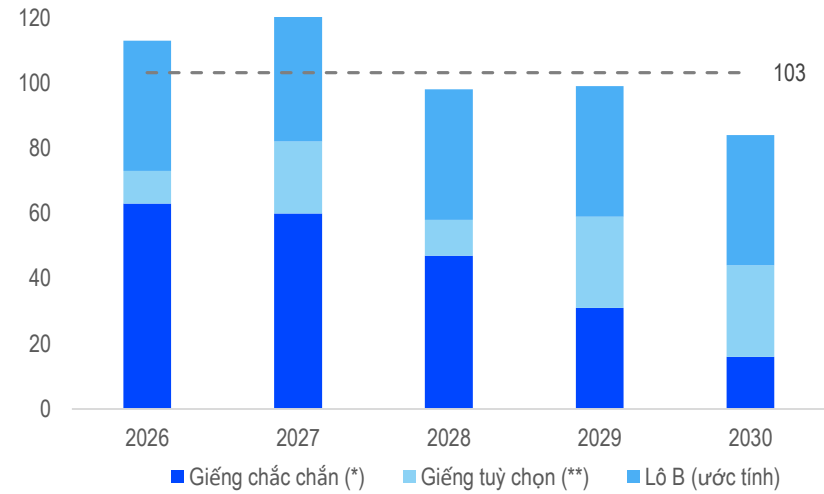
## Thị trường giàn khoan khả quan

### Cung-cầu và hiệu suất giàn khoan ở khu vực Đông Nam Á



Nguồn: S&P Global, PVD, Shinhan Securities Vietnam

### Số giếng khoan ước tính ở Việt Nam 2026–2030



Nguồn: PVN, PVD, Shinhan Securities Vietnam

□ **Nhu cầu khoan khu vực Đông Nam Á duy trì đà tăng** trong ngắn hạn, được hỗ trợ bởi các dự án mới triển khai và nhu cầu đẩy nhanh khai thác nội địa nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Cung cầu nhìn chung cân bằng, dù xuất hiện một số thời điểm mất cân bằng cục bộ, với nhu cầu giàn khoan khu vực duy trì ổn định trong vùng 38–39 giàn giai đoạn 2026–2027.

□ **Chu kỳ tăng trưởng hoạt động khoan trong nước ngày càng rõ rệt**, với số giếng khoan giai đoạn 2026–2030 ước đạt trung bình khoảng **103 giếng/năm**, cao hơn đáng kể so với mức khoảng 40 giếng/năm trong giai đoạn 2016–2025. Động lực dài hạn đến từ nhu cầu phát triển các dự án điện khí trọng điểm như Đại Hùng P3, Sư Tử Trắng 2B, Kinh Ngư Trắng/Kinh Ngư Trắng Nam, Thiên Nga–Hải Âu và Lô B–Ô Môn, đảm bảo khối lượng công việc ổn định cho các doanh nghiệp thượng nguồn và ít bị ảnh hưởng bởi biến động ngắn hạn của giá dầu.

(\*) Các giếng đã được phê duyệt/đưa vào kế hoạch khoan

(\*\*) Các giếng có thể triển khai thêm tùy theo tiến độ và quyết định đầu tư.

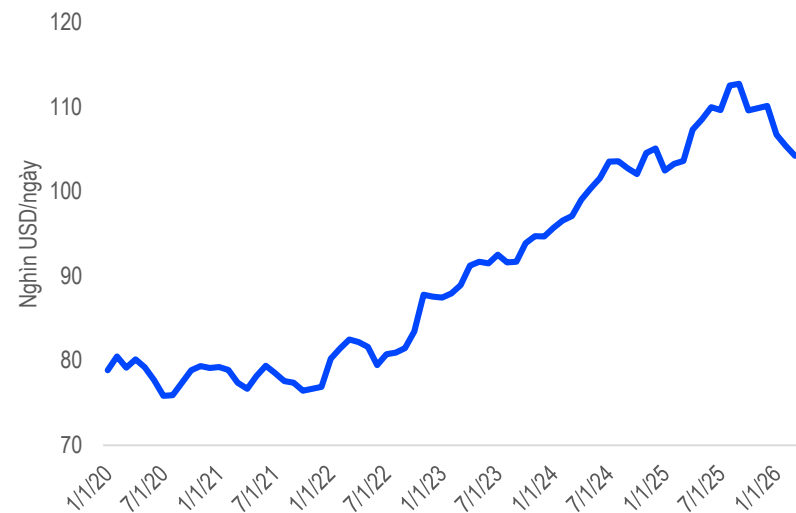
## Thị trường giàn khoan khả quan

### Các giàn khoan đóng mới giai đoạn 2026-2030

Tên giàn	Chủ thầu	Năm hoạt động	Khu vực đóng
Ayu	Dalian Shipbuilding Offshore Company	2026	Viễn Đông
West Dione		2027	Viễn Đông
West Mimas		2027	Viễn Đông
West Umbriel		2027	Viễn Đông
Essar 308	Essar Oilfields Services	2027	Ấn Độ Dương
Kingdom 3	ARO Drilling	2027	Trung Đông
TS Jasper	Rigco Holding Pte Ltd	2027	Đông Nam Á
TS Opal	Shanhaiguan Shipyard	2028	Viễn Đông
TS Coral		2029	Viễn Đông
Ts Emerald		2029	Viễn Đông
TS Jade		2029	Viễn Đông

Nguồn: S&P Global, PVD, Shinhan Securities Vietnam

### Đơn giá thuê bình quân giàn tự nâng 360-400' IC

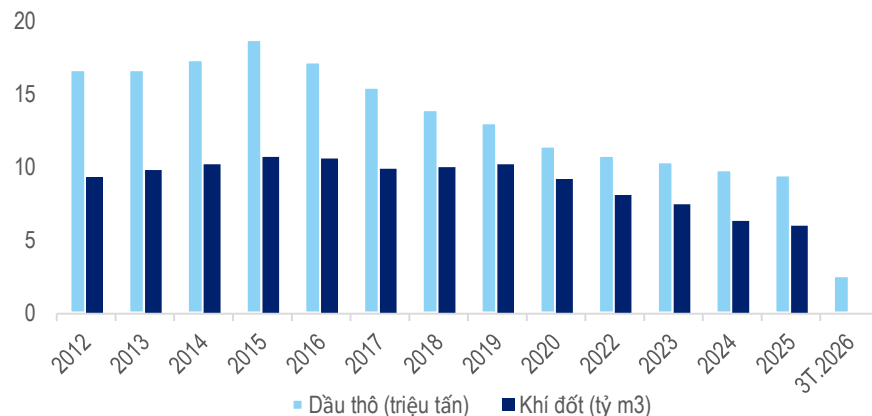


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Về phía cung, gần 10 năm thiếu vắng đơn hàng đóng mới giàn khoan, cộng hưởng với làn sóng thoái vốn và chuyển ngành của nhiều tập đoàn dịch vụ dầu khí lớn trên toàn cầu, khiến nguồn cung ngày càng khan hiếm - yếu tố nền tảng **hỗ trợ đơn giá thuê giàn duy trì ở mức cao trong trung hạn**. Đặc biệt, trong giai đoạn 2026-2030, chỉ có thêm 1 giàn khoan mới được đóng tại khu vực Đông Nam Á, cho thấy sự thiếu hụt nguồn cung vẫn sẽ kéo dài trong thời gian tới, giúp củng cố mức neo cao của giá thuê.
- Đơn giá thuê giàn tự nâng khu vực trong Q1/2026 điều chỉnh nhẹ**, có thời điểm về mức 80,000 USD/ngày, tuy nhiên dự kiến phục hồi về vùng 95,000-110,000 USD/ngày khi giá dầu neo cao kích thích nhu cầu khoan và khai thác.

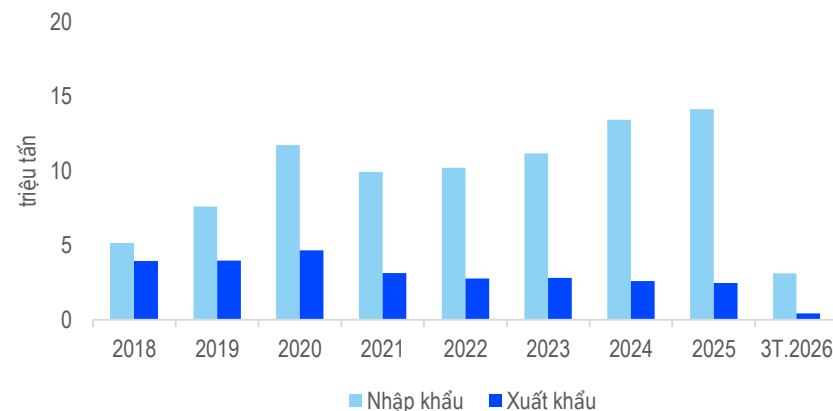
## Hoạt động E&P trong nước sôi nổi trở lại sau một thập kỷ trầm lắng

### Sản lượng khai thác dầu thô và khí đốt mỗi năm



Nguồn: Bộ Công thương, Shinhan Securities Vietnam

### Sản lượng xuất nhập khẩu dầu thô



Nguồn: Tổng cục thống kê GSO, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ Khai thác dầu thô trong nước trong Q1/2026 đạt 2.63 triệu tấn (+10.4% YoY), trong đó khai thác trong nước tăng 12%, đáng chú ý đây là năm đầu tiên sản lượng khai thác **tăng trưởng dương sau 11 năm suy giảm liên tục**, đánh dấu bước ngoặt trong xu hướng dài hạn của thương nguồn dầu khí Việt Nam.
- ❑ Việc phát hiện **trữ lượng dầu khí lớn tại mỏ Hải Sư Vàng** mở ra triển vọng nguồn cung trung và dài hạn, góp phần củng cố nền tảng tự chủ năng lượng quốc gia
- ❑ PVN đặt mục tiêu **giải ngân đầu tư công 100,000 tỷ đồng** trong năm 2026, tập trung vào các dự án trọng điểm: Lô B–Ô Môn, điện khí Nhơn Trạch 3&4, Sư Tử Trắng 2B, mở rộng hạ tầng LNG (kho LNG Thị Vải, cảng LNG Sơn Mỹ, cảng LNG PV GAS Hải Phòng), và bước đầu thúc đẩy sản xuất hydro xanh tại Nhà máy Xử lý Khí Dinh Cố.

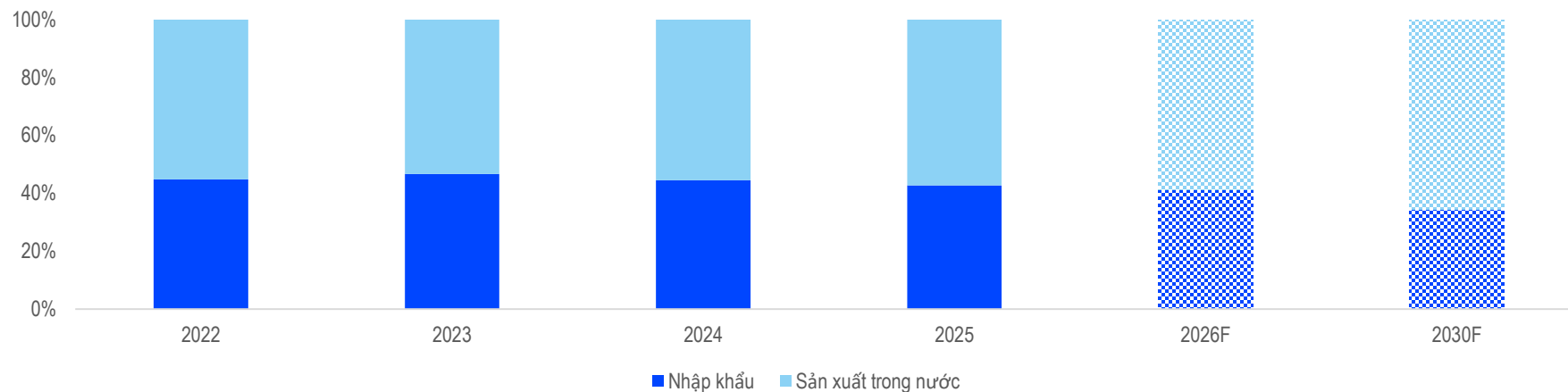
## Hoạt động E&P trong nước sôi nổi trở lại sau một thập kỷ trầm lắng

### Tiến độ các dự án thượng nguồn trong nước

Dự án	Chủ đầu tư	Quy mô (triệu USD)	Tiến độ	Công việc và kỳ vọng
Lô B - Ô Môn	Phú Quốc POC	12,000	03/2027: Khoan Q4/2027: Dòng dầu đầu tiên	<ul style="list-style-type: none"> <li>PVS: EPCI 1, 2, 3 (&gt;1 tỷ USD); thầu FSO (600 triệu USD, 14+9 năm).</li> <li>PVD: Giàn PVD VI thầu chiến dịch khoan từ 2027.</li> </ul>
Lạc Đà Vàng	Murphy Oil	693	Cuối 2025: khoan phát triển Q4/2026: dòng dầu đầu tiên	<ul style="list-style-type: none"> <li>PVS: Liên doanh FSO (&gt;400 triệu USD, 10+5 năm). Hạ thủy FSO tháng 2/2026.</li> <li>Q2/2026: Đấu thầu các gói thầu phụ.</li> </ul>
Sư Tử Trắng 2B	Cửu Long JOC	1317	03/2026: Khoan phát triển	<ul style="list-style-type: none"> <li>PVS: Tham gia gói thầu EPC (~250 triệu USD)</li> <li>PVD: Giàn PVD I thực hiện chiến dịch khoan</li> </ul>
Long Phú 1	PVN	1,940	Trước 2027: Vận hành	PVS: thuộc liên danh chính, ký EPC hoàn thiện nhà máy (7,800 tỷ đồng) vào cuối tháng 2
Khánh Mỹ-Đầm Dơi	PVEP	395	05/2026: Ký phát triển mở	PVS được trao hợp đồng EPCI tại Lô 46/13
Nam Du - U Minh	Jadestone	378	T4/2026: Ký phát triển mở Q4/2027: Dòng dầu đầu tiên	Kỳ vọng PVS được trao hợp đồng EPCI
Cá Voi Xanh	ExxonMobil	4,600	Đang chờ FDI. Đây là backlog tiềm năng trong trung và dài hạn cho PVS tổng thầu EPCI biển và cho PVD sử dụng giàn tiếp trợ nước sâu PVD V	
Kèn Bầu	Eni	N/A	Đang thăm dò	
Báo Vàng – Báo Đen	Gazprom	1,312		

## Xăng dầu trong nước: Tăng tính chủ động từ nguồn cung đến giá bán lẻ

### Ước tính cơ cấu nguồn cung xăng dầu nội địa



Nguồn: Bộ Công thương, Shinhan Securities Vietnam

- ❑ **Triển khai xăng sinh học E10:** Từ tháng 6/2026, xăng sinh học E10 được triển khai rộng rãi trên toàn quốc nhằm tận dụng nguồn ethanol nội địa và giúp thay thế được 10% lượng xăng khoáng. Về mặt lợi nhuận, chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận kinh doanh E10 không có sự khác biệt đáng kể so với xăng khoáng, tuy nhiên đây là bước đi mang tính chiến lược, giúp **giảm áp lực nhập khẩu nhiên liệu** và tăng tính chủ động cho thị trường trong nước, phù hợp với xu thế phát triển bền vững. Đây chính là bước khởi đầu trong lộ trình nhiên liệu sinh học dài hạn hướng tới E15, E20 khi điều kiện thị trường và hạ tầng cho phép.
- ❑ **Dự trữ xăng dầu chiến lược:** Chính phủ đang xây dựng chiến lược **nâng dần mức dự trữ xăng dầu quốc gia lên 90 ngày** theo tiêu chuẩn IEA từ mức hiện tại chỉ khoảng 26 ngày, với trọng tâm là kho dự trữ xăng dầu tại Nghi Sơn, Thanh Hoá.
- ❑ **Nghị định kinh doanh xăng dầu mới** dự kiến thông qua cuối Q2 hoặc đầu Q3/2026, cho phép các doanh nghiệp tự quyết định giá bán lẻ thay vì bị giới hạn mức trần lợi nhuận 300 đồng/lít như hiện tại, tạo nền tảng cho biên lợi nhuận kinh doanh xăng dầu phục hồi và linh hoạt hơn.

## Các chính sách hỗ trợ ngành

### Một số luật, nghị quyết được thông qua hỗ trợ cho ngành dầu khí Việt Nam

Văn bản	Nội dung	Một số điểm chính	Ngày thông qua
Nghị quyết 70/NQ-TW	Bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Chuyển từ quan niệm "bảo đảm cung ứng" sang "bảo đảm vững chắc và chủ động an ninh năng lượng";</li> <li>- Mục tiêu đến 2030: tổng cung năng lượng sơ cấp 150–170 triệu tấn dầu quy đổi; các cơ sở lọc dầu đáp ứng tối thiểu 70% nhu cầu xăng dầu nội địa;</li> <li>- Đẩy mạnh dự trữ chiến lược và đa dạng hóa nguồn cung</li> </ul>	20/08/2025
Nghị quyết 66.6/2025/NQ-CP	Xử lý khó khăn, vướng mắc trong giao quyền phê duyệt một số nội dung trong hoạt động dầu khí	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giao PVN thực hiện một số nhiệm vụ, quyền hạn của Bộ Công Thương theo Luật Dầu khí 2022</li> <li>- Cho phép PVN phê duyệt điều chỉnh kế hoạch khai thác, phát triển mỏ và thu dọn công trình trong các ngưỡng nhất định, rút ngắn đáng kể thời gian phê duyệt dự án</li> </ul>	28/10/2025
Luật Dầu khí (sửa đổi)	Sửa đổi Luật Dầu khí 12/2022/QH15 nhằm tháo gỡ điểm nghẽn thể chế, đẩy nhanh thăm dò khai thác	<p>5 chính sách chính bao gồm:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Đơn giản hóa thủ tục và tăng phân cấp cho PVN</li> <li>- Cơ chế ưu đãi cho lô nước sâu xa bờ</li> <li>- Chuyển từ mô hình "tiền kiểm" sang "hậu kiểm"</li> <li>- Phân cấp nhiều nội dung từ Thủ tướng xuống PVN</li> <li>- Tạo hành lang pháp lý thu hút nhà thầu quốc tế</li> </ul>	Dự kiến Q1/2027
Nghị quyết 79/NQ-TW	Phát triển kinh tế nhà nước - tái định vị Doanh nghiệp Nhà nước là công cụ dẫn dắt chiến lược quốc gia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cho phép DNNN chủ động hơn trong phân bổ nguồn lực</li> <li>- Sử dụng toàn bộ nguồn thu từ cổ phần hóa để tăng vốn điều lệ thay vì nộp ngân sách</li> <li>- Kích hoạt M&amp;A và tái định giá tài sản</li> <li>- Tác động trực tiếp đến nhóm dầu khí, đẩy nhanh tiến độ dự án và đảm bảo khối lượng công việc cho xây lắp dầu khí</li> </ul>	06/01/2026

# Dầu khí | Cơ hội đầu tư cổ phiếu Dầu khí

**Bảng tổng hợp công ty dầu khí niêm yết có vốn hóa vừa và lớn**

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Kết quả kinh doanh				Định giá 26F	
No.	Mã	Vị trí trong chuỗi giá trị	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (*) (VND)	Upside (%)	NPM 2026F (%)	ROA 2026F (%)	ROE 2026F (%)	LNST Q1/2026	T.Trg LNST Q1/2026 (% YoY)	LNST.2026F (tỷ VND)	T.Trg LNST 2026F (% YoY)	P/E (x)	P/B (x)
1	PVS	Thượng nguồn	19,945	39,000	47,800	22.5	5.1	11.9	5.2	435	45	2,039	6.1	25.1	3.0
2	PVD	Thượng nguồn	17,093	30,750	36,500	18.6	14.1	5.9	9.7	306	100	1,892	57.9	15.1	1.1
3	BSR	Hạ nguồn	144,710	28,900	30,800	6.5	11.3	11.5	13.0	8,265	1,969	18,157	248	10.0	1.3
4	PLX	Hạ nguồn	53,174	41,850	45,300	8.2	0.8	3.3	11.7	-663	-414	2,290	-14.3	16.8	1.3
<b>Tổng</b>										<b>8,343</b>	<b>693.8</b>	<b>24,378</b>	<b>111.7</b>		

(\*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

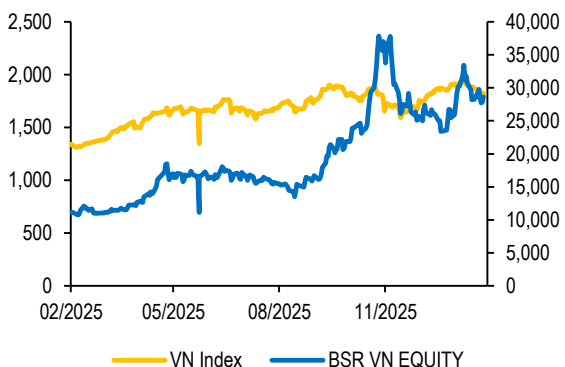
Dữ liệu tại ngày 04/06/2026

# Tổng Công ty Lọc hoá dầu Việt Nam (HOSE: BSR)



<b>Giá mục tiêu (12 tháng)</b>	<b>30,800 VND</b>
Giá hiện tại (04/06/2026)	28,900 VND
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>6.5%</b>
VNINDEX	1,831
HNXINDEX	305
Vốn hóa (tỷ VND)	144,710
SLCP lưu hành (triệu CP)	5,007
Tỷ lệ giao dịch (triệu CP)	394
52-tuần cao/thấp (VND)	37,900/10,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	19.61
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	536
PetroVietnam	92.13
Cổ đông lớn (%)	

<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b>	<b>6T</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối (%)	-24.3	85.4	157.7
So với VNIndex (%)	-24.6	80.5	122.3



## Nắm bắt cơ hội

Tổng Công ty Lọc Hoá dầu Việt Nam (BSR), trước có tên gọi Công ty Cổ phần Lọc hoá dầu Bình Sơn, là đơn vị vận hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất - nhà máy lọc dầu đầu tiên và lớn nhất Việt Nam với công suất thiết kế khoảng 6.5 triệu tấn dầu thô/năm, đáp ứng khoảng 30% nhu cầu xăng dầu trong nước. BSR là mắt xích hạ nguồn quan trọng nhất trong chuỗi giá trị dầu khí Việt Nam.

### Quan điểm đầu tư

- Dự án nâng cấp mở rộng Dung Quất, dự kiến vận hành vào Quý 1/2028, sẽ nâng công suất lên khoảng 7.5 triệu tấn dầu thô/năm, củng cố vị thế BSR trong chuỗi an ninh năng lượng quốc gia và giúp tăng trưởng doanh thu trong trung-dài hạn.
- BSR hưởng lợi gián tiếp khi xăng sinh học E10 bắt đầu được triển khai từ T4/2026 khi nhu cầu xăng gốc nội địa duy trì ổn định.
- Việc chuyển đổi lên mô hình Tổng Công ty và mục tiêu thực hiện M&A các nhà máy và hạ tầng sẽ mở rộng đáng kể quy mô hoạt động và là catalyst tăng trưởng doanh thu dài hạn quan trọng nhất của BSR trong giai đoạn 2026–2030.
- Ngoài ra, việc BSR được bổ sung vào rổ FTSE có thể thu hút thêm dòng vốn từ các quỹ ETF và nhà đầu tư tổ chức, hỗ trợ thanh khoản và tạo thêm dư địa upside cho cổ phiếu trong ngắn hạn.

### Cập nhật Q1/2026 và dự phóng

- KQKD Q1/2026: Doanh thu đạt 45,919 tỷ đồng (+44% YoY), LNST đạt 8,265 tỷ đồng (+1969% YoY, vượt toàn bộ mục tiêu lợi nhuận cả năm 2,162 tỷ đồng chỉ sau một quý.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 21%, cải thiện vượt bậc so với mức ~1% cùng kỳ năm trước, nhờ crack spread mở rộng đột biến, đặc biệt ở phân khúc dầu Diesel và Jet A1
- Dù lợi nhuận QoQ dự kiến thấp hơn mức đỉnh ở Quý 1 nhưng chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận 2H/2026 vẫn duy trì rất tích cực nhờ (1) Crack spread kì vọng duy trì mức cao đáng kể ngay cả khi chiến tranh hạ nhiệt, (2) Nghị định kinh doanh xăng dầu mới hỗ trợ biên lợi nhuận toàn chuỗi, và (3) Câu chuyện dài hạn từ dự án nâng cấp mở rộng Dung Quất mở ra nguồn doanh thu mới.

**Rủi ro:** (1) Crack spread thu hẹp nhanh hơn dự kiến và (2) Tiến độ dự án NCMR Dung Quất chậm hơn kế hoạch.

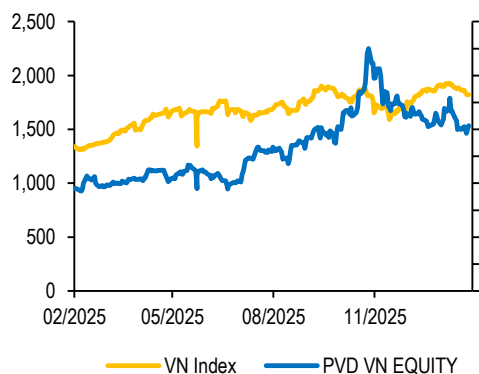
<b>Năm</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026F</b>
Doanh thu thuần (tỷ VND)	167,124	147,423	123,027	141,582	160,059
LN từ HĐKD (tỷ VND)	14,673	8,104	-722	4,538	13,997
LNST (tỷ VND)	14,726	8,650	631	5,214	18,157
EPS (đồng)	2,874	1,658	79	1,040	2,815
OPM (%)	8.8	5.5	-0.6	3.2	8.7
NPM (%)	8.8	5.9	0.5	3.7	11.3
ROE (%)	32.4	15.3	0.7	9.0	13.0
P/E (x)	2.9	6.9	178.9	15.5	10.0
P/B (x)	0.8	1.0	1.3	1.3	1.3

# Tổng công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu Khí (HOSE: PVD)



Giá mục tiêu (12 tháng)	36,500 VND
Giá hiện tại (04/06/2026)	30,750 VND
<b>Suất sinh lời (%)</b>	<b>18.6%</b>
VNINDEX	1,831
HNXINDEX	304
Vốn hóa (tỷ VND)	17,093
SLCP lưu hành (triệu CP)	556
Tỷ lệ giao dịch (triệu CP)	263
52-tuần cao/thấp (VND)	45,500/18,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.87
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	203
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam 50.42

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-31.8	15.6	58.2
So với VNIndex (%)	-32.1	10.7	22.7



## Đón sóng tăng trưởng

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Dầu khí (PVD) là nhà thầu khoan dầu khí hàng đầu trong nước, nắm giữ khoảng 40% thị phần khoan tại Việt Nam, cung cấp đa dạng các dịch vụ khoan, dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ liên quan đến ngành công nghiệp dầu khí. PVD sở hữu hệ thống giàn khoan hiện đại với 6 giàn tự nâng (jack-up) và 1 giàn tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD)

### Quan điểm đầu tư

- Bức tranh thượng nguồn 2026 sôi động trở lại sau một thập kỷ trầm lắng, với loạt dự án lớn trong nước tạo ra khối lượng công việc ổn định cho PVD ở cả hai mảng dịch vụ khoan và dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.
- Giá thuê giàn dự kiến tăng trung bình 1-4%/năm nhờ tình trạng khan hiếm nguồn cung trong khu vực hỗ trợ giá thuê giàn neo ở mức cao
- Chúng tôi giả định PVD sẽ đầu tư bổ sung hai giàn khoan mới (tạm gọi là PVD X và PVD XI), lần lượt vào đầu năm 2028 và cuối năm 2029, nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng doanh thu bình quân 10%/năm đến năm 2030 theo định hướng của PVN

### Cập nhật Q1/2026 và dự phóng

- KQKD Q1/2026: Doanh thu đạt 3,401 tỷ đồng, tăng trưởng 126% YoY, LNST đạt 300 tỷ đồng, tăng trưởng 110% YoY trong bối cảnh các dự án thượng nguồn trong nước và khu vực trở lại sôi động.
- Các giàn khoan PVD I, II, III, VI, VIII, IX đều đã có được hợp đồng dài hạn.
- Đơn giá thuê giàn trong Q1/2026 có xu hướng giảm nhẹ, có thời điểm về mức 80,000 USD/ngày, nhưng dự kiến về lại mức 95-110,000 USD/ngày trong thời gian tới nhờ giá dầu neo cao thúc đẩy nhu cầu thăm dò và khai thác.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của PVD tiếp tục tăng trưởng nhờ (1) Mảng dịch vụ khoan đảm bảo công việc đến hết 2026, động lực từ 2 giàn mới PVD VIII và PVD IX cùng kế hoạch đầu tư thêm giàn trong giai đoạn 5 năm tới, (2) Nguồn cung khan hiếm và nhu cầu nội địa bùng nổ sẽ là bệ phóng cho chu kỳ tăng trưởng mới trong trung hạn và (3) Các chính sách pháp lý hỗ trợ tạo hành lang thuận lợi và cải thiện môi trường hoạt động cho các doanh nghiệp thượng nguồn.

**Rủi ro:** (1) Kết quả đầu tư giàn mới không đạt kỳ vọng, (2) Biến động chính trị và chính sách tại các thị trường quốc tế, và (3) Rủi ro tỷ giá biến động.

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,432	5,804	9,288	10,892	12,818
LN từ HĐKD (tỷ VND)	-83	567	919	1,198	1,892
LNST (tỷ VND)	-155	546	698	1,050	1,801
EPS (đồng)	-185	1,051	1,254	1,865	3,190
OPM (%)	-1.5	9.8	9.9	11.0	14.8
NPM (%)	-2.9	9.4	7.5	9.6	14.1
ROE (%)	-1.1	3.7	4.4	6.1	9.7
P/E (x)	-197.4	34.8	29.1	19.6	11.5
P/B (x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

# Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)



**Giá mục tiêu (12 tháng) 47,800 VND**

Giá hiện tại (04/06/2026) 39,000 VND

**Suất sinh lời (%) 22.5%**

VNINDEX 1,831

HNXINDEX 304

Vốn hóa (tỷ VND) 19,945

SLCP lưu hành (triệu CP) 511

Tự do giao dịch (triệu CP) 210

52-tuần cao/thấp (VND) 56.400/26,355

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 7.75

GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 284

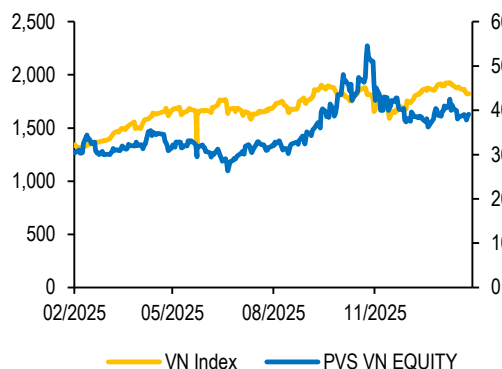
Cổ đông lớn (%) Petro Vietnam 51.38

Cổ đông lớn (%)

**Biến động giá** 3T 6T 12M

Tuyệt đối (%) -24.8 18.1 32.4

So với VNIndex(%) -25.1 13.2 -3.1



## Hưởng lợi từ chu kỳ mới

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (PVS) là doanh nghiệp dịch vụ dầu khí hàng đầu Việt Nam, hoạt động trên các mảng chính: cơ khí và xây lắp công trình dầu khí (M&C), kho nổi chứa và xuất dầu (FSO/FPSO), căn cứ cảng dịch vụ, lắp đặt và bảo dưỡng (O&M), tàu dịch vụ dầu khí và khảo sát địa chấn.

### Quan điểm đầu tư

- Nhiệt điện Long Phú 1 (1.3 tỷ USD) tái khởi động, mở rộng kho LNG Thị Vải và dự án điện khí Ô Môn 4 là các catalyst bổ sung ngoài dầu khí truyền thống.
- Backlog điện gió ngoài khơi khoảng 2 tỷ USD đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh giai đoạn 2025–2030, định vị PVS là doanh nghiệp hạ tầng năng lượng toàn diện chứ không chỉ thuần dầu khí.
- Nhìn về trung hạn, các dự án đang chờ FID như Cá Voi Xanh và các mỏ tiềm năng như Báo Vàng-Báo Đen, Kèn Bàu nếu được phê duyệt và triển khai sẽ là nguồn backlog tiềm năng lớn cho PVS trong giai đoạn 2028–2030.

### Cập nhật Q1/2026 và dự phóng

- KQKD Q1/2026: Doanh thu đạt 8,699 tỷ đồng (+14.5% YoY), LNST đạt 435 tỷ đồng (+45.1% YoY), chủ yếu nhờ mảng M&C tăng trưởng tích cực, nhờ bàn giao một số gói thuộc dự án Lô B-Ô Môn, Lạc Đà Vàng cũng như tiếp tục triển khai các dự án điện gió ngoài khơi đang trong giai đoạn cao điểm.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 9.8%, tăng mạnh 5.6 đpt YoY nhờ hiệu quả triển khai các dự án được nâng cao.
- Các dự án điện gió ngoài khơi đang được triển khai với tiến độ tích cực: Dự án Baltica 2 OSS tại Ba Lan đã vượt 95% tổng tiến độ thi công; Dự án Formosa 4 tại Đài Loan đã bước vào giai đoạn thi công toàn diện sau lễ khởi công đầu năm.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận PVS tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2026–2030 nhờ (1) Backlog M&C hơn 2 tỷ USD từ các dự án dầu khí trọng điểm bắt đầu ghi nhận doanh thu tập trung từ 2026–2027, (2) Hai hợp đồng FSO dài hạn tại Lô B và Lạc Đà Vàng tạo nền doanh thu ổn định trong 10–14 năm tới, và (3) Mảng điện gió ngoài khơi với backlog 2 tỷ USD từ các hợp đồng EPC chân đế và trạm biến áp - nguồn tăng trưởng mới ngoài dầu khí truyền thống.

**Rủi ro:** (1) Biên lợi nhuận mảng M&C có thể thấp hơn Q1 do áp lực cạnh tranh và chi phí đầu tư mở rộng chưa được khấu hao, (2) Rủi ro tỷ giá và biến động giá nguyên vật liệu xây lắp, (3) Tiến độ FID và thăm dò các dự án chậm hơn kế hoạch.

Năm	2022	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	16,366	19,374	23,770	32,718	40,180
LN từ H&KD (tỷ VND)	1,090	1,211	950	2,106	2,321
LNST (tỷ VND)	1,051	1,060	1,255	1,921	2,039
EPS (đồng)	1,935	2,007	2,092	3,616	3,987
OPM (%)	6.7	6.3	4.0	6.4	5.8
NPM (%)	6.4	5.5	5.3	5.9	5.1
ROE (%)	8.2	8.0	8.9	12.4	12.2
P/E (x)	51.7	49.8	47.8	27.7	25.1
P/B (x)	3.7	3.5	3.2	3.2	3.0

# Công bố quan trọng

## Cổ phiếu

- MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

## Ngành

- TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



## Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lý nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

## Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền © 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

# Mạng lưới Shinhan Investment

## SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

## NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

## HONG KONG

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

## INDONESIA

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

## SHANGHAI

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

## HO CHI MINH

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,  
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

## HA NOI

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,  
Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000



**Shinhan**  
Securities