



BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Niềm tin tháng Năm

SSI RESEARCH
Tháng 05/2026

- Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2026, dựa nhiều hơn vào đầu tư công và dòng vốn FDI mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi nỗ lực tháo gỡ các dự án tồn đọng kéo dài. Chính phủ mới đã tập trung cải cách hành chính quyết liệt, với mục tiêu cắt giảm ít nhất 30% điều kiện kinh doanh nhằm nâng cao hiệu quả và tạo thêm dư địa tăng trưởng. Dù áp lực chi phí gia tăng từ giá dầu cao, Chính phủ vẫn ưu tiên phối hợp chính sách tài khóa mở rộng và điều hành tiền tệ linh hoạt nhằm neo giữ lạm phát quanh mức 4,5%, qua đó tạo nền tảng vững chắc cho giai đoạn tăng tốc mạnh hơn trong giai đoạn 2027–2030.
- Sau nhịp điều chỉnh mạnh trong tháng 3, thị trường chứng khoán Việt Nam đã ổn định và phục hồi rõ nét trong tháng 4. Động lực phục hồi đến từ môi trường rủi ro toàn cầu cải thiện, xác nhận từ FTSE Russell về lộ trình nâng hạng thị trường, kết quả kinh doanh quý 1 tích cực và định hướng chính sách trong nước mang tính hỗ trợ. Các yếu tố này góp phần cải thiện đáng kể tâm lý nhà đầu tư.
- Tuy nhiên, độ lan tỏa của nhịp hồi phục vẫn còn hạn chế. Diễn biến chỉ số chủ yếu tập trung vào nhóm cổ phiếu bất động sản vốn hóa lớn, đặc biệt là nhóm Vingroup. Nếu loại trừ các cổ phiếu này, VNIndex gần như đi ngang. Thanh khoản thị trường suy giảm so với tháng trước, trong khi khối ngoại vẫn duy trì trạng thái bán ròng. Những diễn biến này cho thấy dù tâm lý đã cải thiện, dòng tiền vẫn mang tính thận trọng và chọn lọc, chưa lan tỏa rộng.
- Về nền tảng cơ bản, kết quả kinh doanh Q1/2026 đóng vai trò neo giữ thị trường. Tổng doanh thu tăng gần 20% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận ròng tăng hơn 34%. Động lực tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ nhóm ngân hàng và bất động sản. Đáng chú ý, nhóm tiêu dùng đặc biệt là bán lẻ và công nghệ đã bắt đầu ghi nhận tín hiệu cải thiện rõ nét, nhờ gia tăng thị phần và nhu cầu thay thế sản phẩm. Một số ngành mang tính chu kỳ như vật liệu xây dựng, dầu khí và điện cũng duy trì kết quả tích cực, phản ánh cầu nội địa vẫn ở mức tốt.
- Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát và chi phí vốn tăng sẽ trở nên rõ nét hơn, làm gia tăng rủi ro co hẹp biên lợi nhuận, đặc biệt đối với các ngành sử dụng đòn bẩy cao. Ngành ngân hàng tiếp tục đối mặt với áp lực suy giảm NIM và xu hướng bình thường hóa chất lượng tài sản, trong khi bất động sản vẫn nhạy cảm với môi trường lãi suất thả nổi gia tăng nhanh.
- Về định giá, thị trường hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng khoảng 13,2x, tiệm cận mức trung bình dài hạn, và khoảng 10,3x nếu loại trừ nhóm Vingroup. Mức định giá này vẫn tạo dư địa cho chiến lược đầu tư chọn lọc, đặc biệt khi câu chuyện nâng hạng thị trường của Việt Nam vẫn là chất xúc tác trung hạn, bao gồm khả năng được đưa vào danh sách theo dõi của MSCI.
- Trong bối cảnh tín hiệu vĩ mô đan xen và tháng 5 thường là giai đoạn ít thông tin hỗ trợ, chúng tôi khuyến nghị tập trung vào yếu tố cơ bản của từng doanh nghiệp. Các chủ đề ưu tiên bao gồm: doanh nghiệp có khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận rõ ràng trong nửa cuối năm 2026, nhóm vốn hóa trung bình có định giá hấp dẫn và động lực tăng trưởng riêng biệt, doanh nghiệp có bảng cân đối lành mạnh và cổ tức ổn định, cùng các cơ hội định giá lại gắn với thoái vốn, IPO hoặc tái cấu trúc doanh nghiệp. Một số cổ phiếu tiêu biểu gồm **HPG, DGW, POW, VCB, FPT, DPR, DCM, TNG** và **PVT**.

1

KINH TẾ VIỆT NAM

Tháng 4/2026



Tổng quan vĩ mô Việt Nam: Đà tăng trưởng vẫn vững

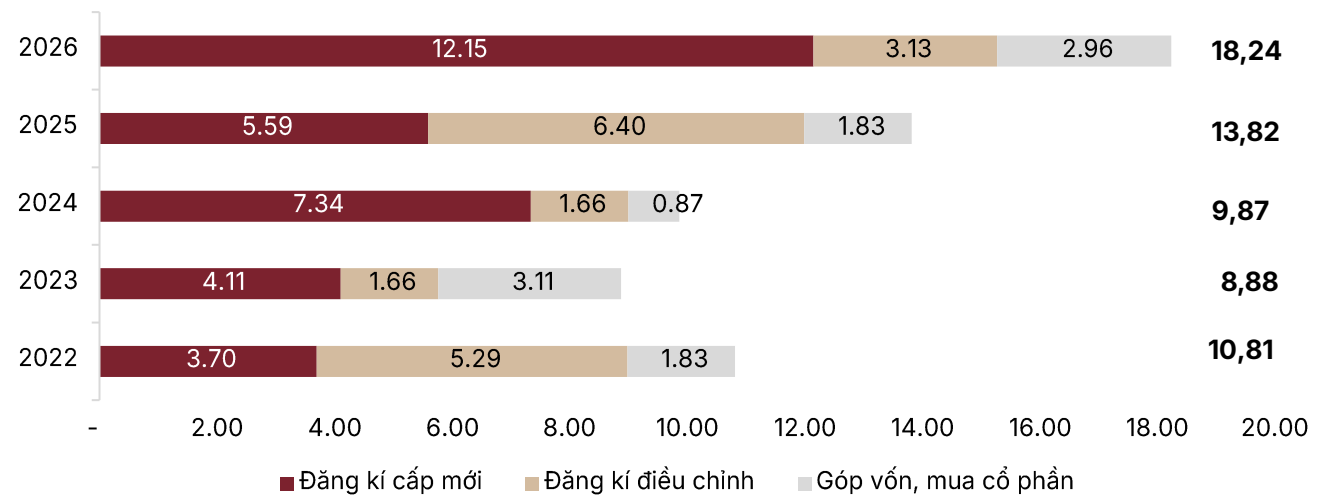
Động lực tăng trưởng của Việt Nam tiếp tục duy trì vững chắc trong những tháng đầu năm 2026, tuy nhiên **nguồn lực tăng trưởng đang có sự dịch chuyển**. Tăng trưởng ngày càng dựa nhiều hơn vào các yếu tố nội địa, dẫn dắt bởi đầu tư, đồng thời trở nên nhạy cảm hơn với chất lượng thực thi chính sách và lạm phát.

Công nghiệp: vẫn là trụ cột, nhưng đã mở rộng hơn. Sản xuất công nghiệp tăng 9,2% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2026, trong đó sản xuất chế biến – chế tạo tăng 9,9%. Thay đổi then chốt không nằm ở tốc độ tăng trưởng, mà ở **cơ cấu đóng góp**. Tăng trưởng đã lan tỏa ra ngoài ngành điện tử xuất khẩu (~8,4%) sang các lĩnh vực chu kỳ và định hướng nội địa hơn như: hóa chất (+20,6%), kim loại (+18,7%) và vật liệu xây dựng (+17,9%). Điều này xác nhận một chu kỳ công nghiệp cân bằng hơn, trong đó đầu tư hạ tầng và xây dựng nổi lên như các trụ cột tăng trưởng bổ sung bên cạnh xuất khẩu.

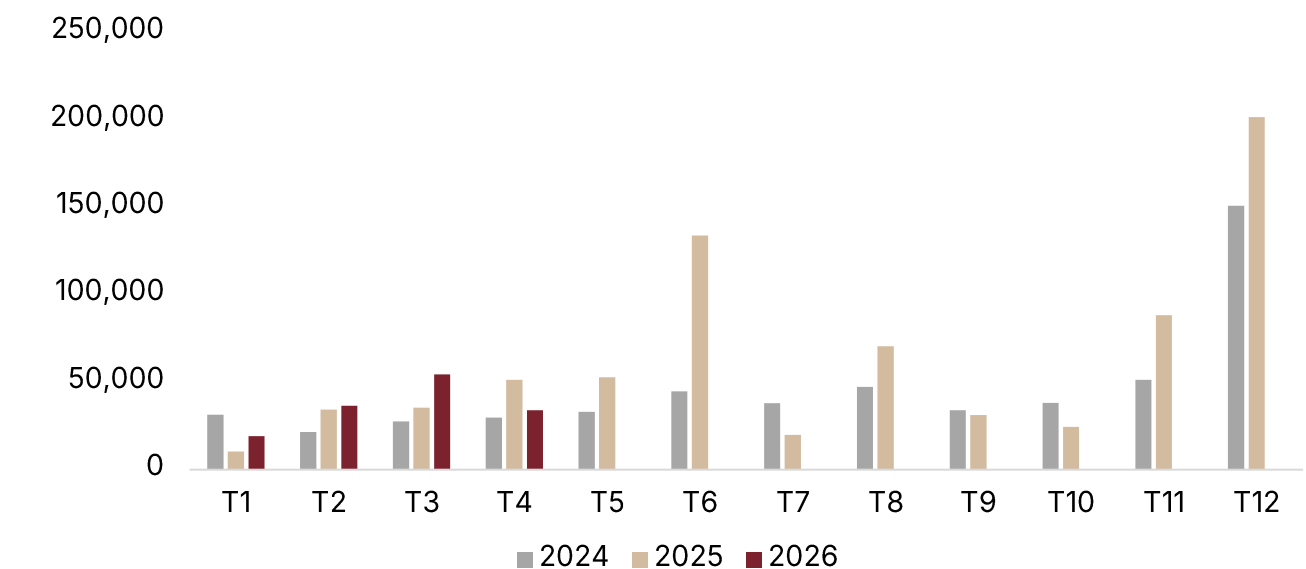
Đầu tư: động lực đầu tư công và FDI đang đồng pha. Giải ngân đầu tư công tăng 10,4% so với cùng kỳ, đạt khoảng 19,7% kế hoạch năm. Các tín hiệu ban đầu cho thấy chất lượng thực thi ở cấp địa phương được cải thiện, qua đó hỗ trợ triển vọng ngành xây dựng, dù vẫn tồn tại rủi ro liên quan đến việc dồn giải ngân vào đầu kỳ.

FDI tiếp tục là động lực trung hạn quan trọng. Vốn FDI giải ngân tăng 9,8% so với cùng kỳ, đạt 7,4 tỷ USD, trong khi vốn đăng ký mới tăng mạnh 32% lên 18,2 tỷ USD, với khoảng 70% tập trung vào lĩnh vực sản xuất. Đầu tư công đóng vai trò nâng đỡ cầu trong ngắn hạn, trong khi FDI củng cố năng lực sản xuất trong tương lai, hình thành cấu trúc tăng trưởng “hai động cơ” ngày càng mang tính bổ trợ.

Dòng vốn FDI vào Việt Nam (từ đầu năm, tỷ USD)



Giải ngân đầu tư công (Tỷ đồng)



Nguồn: NSO, SSI Research

Nhập siêu có đáng ngại?

Tổng kim ngạch thương mại tăng 24,2% so với cùng kỳ, trong đó xuất khẩu tăng 19,7% và nhập khẩu tăng 28,7%, dẫn đến thâm hụt thương mại 7,1 tỷ USD. Diễn biến này không nên được nhìn nhận theo hướng tiêu cực. Gần 94% mức tăng nhập khẩu đến từ hàng hóa tư liệu sản xuất và nguyên vật liệu trung gian, phù hợp với bối cảnh đầu tư mạnh và mở rộng năng lực sản xuất, thay vì phản ánh sự suy yếu về năng lực cạnh tranh.

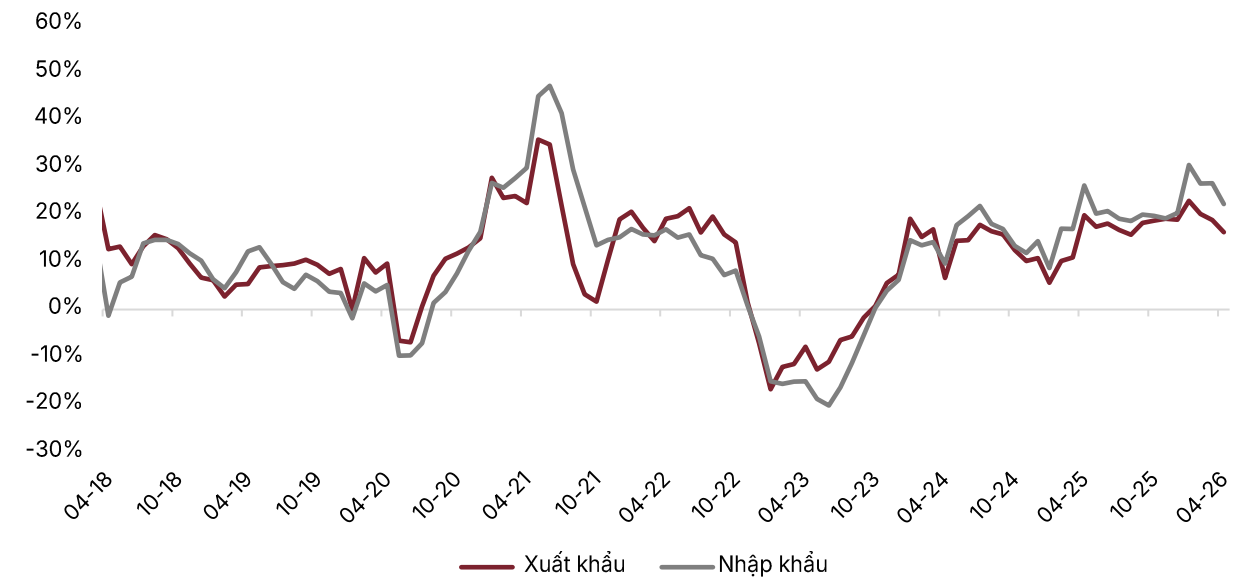
Xuất khẩu vẫn chủ yếu do khu vực FDI dẫn dắt (chiếm khoảng 80%), cho thấy Việt Nam tiếp tục phụ thuộc lớn vào khu vực sản xuất có vốn đầu tư nước ngoài. Thâm hụt thương mại hiện tại phản ánh **chu kỳ đầu tư**, không phải sự suy giảm sức mạnh xuất khẩu.

Tiêu dùng: ổn định nhưng chưa tăng tốc. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 11,1% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2026 (tương đương khoảng 6,3% tăng trưởng thực), riêng tháng 4 đạt 12,1%. Cầu tiêu dùng hộ gia đình đang phục hồi nhưng chưa bứt phá, do bị kìm hãm bởi chi phí sinh hoạt cao hơn và mức cải thiện thu nhập thực còn hạn chế.

Lạm phát: áp lực gia tăng, động lực đang thay đổi. CPI bình quân 4 tháng đầu năm tăng 3,99% so với cùng kỳ nhưng tăng mạnh lên 5,46% svck trong tháng 4 (+0,84% so với tháng 3). Áp lực lạm phát chi phí đẩy mạnh lên cùng với giá năng lượng duy trì ở mức cao. Nhóm nhà ở và xây dựng tăng 2,59% theo tháng, phản ánh giá gas tăng mạnh (+35,3%), chi phí vật liệu xây dựng tăng và điều chỉnh giá dịch vụ tiện ích – cho thấy tác động lan tỏa từ hoạt động đầu tư hạ tầng.

Áp lực giá cũng đang lan rộng, với 10/11 nhóm CPI ghi nhận mức tăng. Trong khi giá xăng giảm, giá dầu diesel và chi phí vận tải lại tăng, củng cố đà tăng chi phí cơ bản. Lạm phát lõi vẫn tương đối được kiểm soát (bình quân 3,89%), nhưng mức 4,66% trong tháng 4 cho thấy sự truyền dẫn áp lực giá đang diễn ra dần dần.

Kết luận: Tăng trưởng duy trì vững và lan tỏa hơn, tuy nhiên áp lực chi phí và năng lực thực thi nổi lên như những ràng buộc then chốt, định hình môi trường chính sách thiên về **kỷ luật triển khai** hơn là mở rộng kích thích.

Tăng trưởng xuất nhập khẩu**Chỉ số sản xuất công nghiệp & tăng trưởng doanh thu bán lẻ (%)**

Nguồn: NSO, SSI Research

Cải cách đi vào thực tiễn (1)

Các thông điệp sau Đại hội Đảng cho thấy khung thể chế và chính sách cơ bản đã được hoàn thiện. Ràng buộc chính đối với tăng trưởng đã chuyển dịch rõ rệt, từ tham vọng và thiết kế cải cách sang **thực thi, trách nhiệm giải trình và triển khai trên quy mô lớn**.

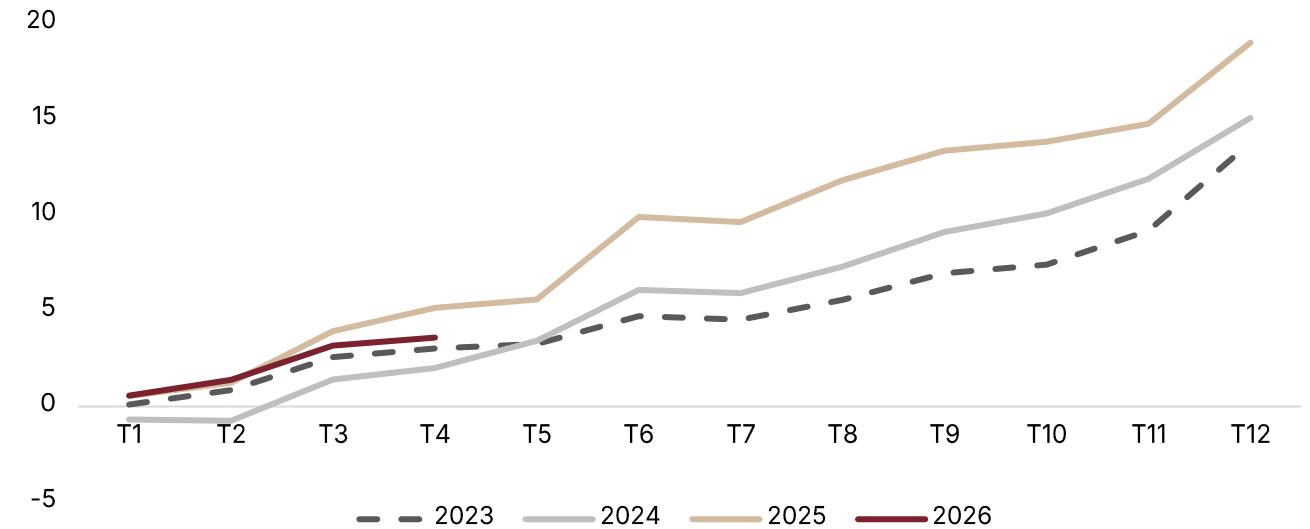
Kết luận số 18 của Bộ Chính trị đóng vai trò trụ cột cho giai đoạn tiếp theo, đặt mục tiêu tăng trưởng cao đi đôi với ổn định kinh tế vĩ mô. Năm 2026 được định vị là năm chuyển tiếp để tháo gỡ các nút thắt cấu trúc và thực thi, tạo tiền đề cho giai đoạn tăng tốc mạnh mẽ hơn trong giai đoạn 2027–2030.

Bên cạnh việc nhấn mạnh đến cải cách thể chế, phân cấp phân quyền, huy động và phân bổ vốn cũng là một trụ cột chính

Các cải cách ưu tiên bao gồm: nới hạn mức sở hữu nước ngoài trong các lĩnh vực không nhạy cảm; thành lập Quỹ Nhà ở Quốc gia; cải thiện phân bổ đầu tư công (có thể thông qua việc hợp nhất Luật Đầu tư công và Luật Ngân sách Nhà nước); hoàn thiện khung cải cách ngân hàng và thị trường vốn; đẩy nhanh cổ phần hóa DNNN; tái cấu trúc SCIC thành Quỹ đầu tư quốc gia; và tăng cường khuyến khích tái đầu tư FDI và chuyển giao công nghệ.

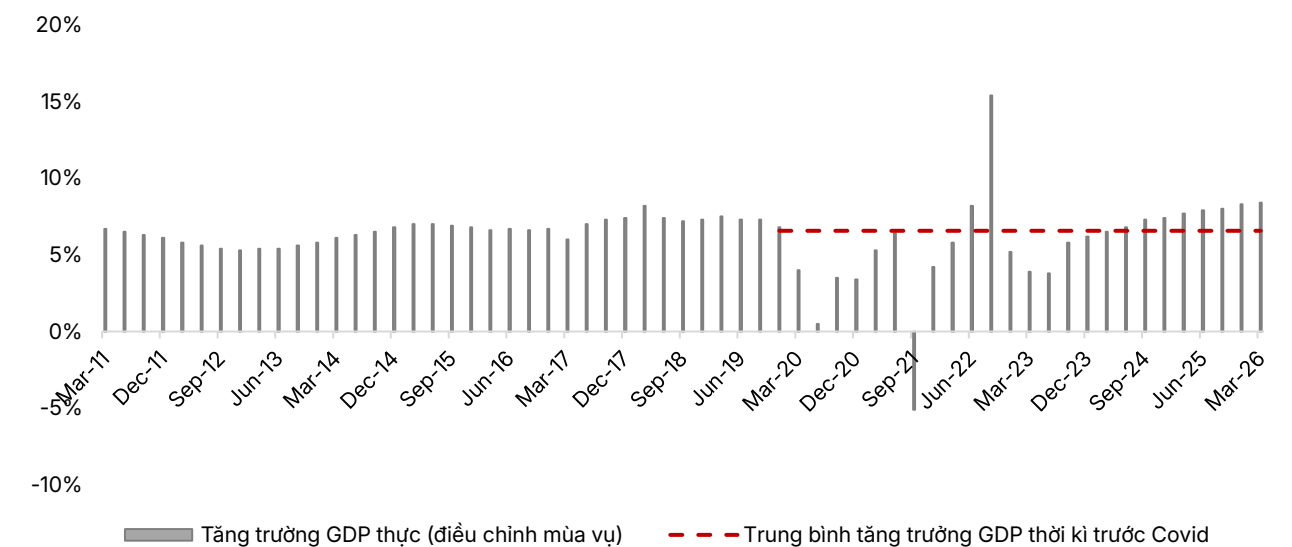
Rủi ro: Hướng cải cách đã rõ ràng, nhưng kết quả tăng trưởng sẽ phụ thuộc chủ yếu vào mức độ và tính nhất quán trong thực thi ở cấp địa phương, hơn là vào định hướng chính sách.

Tăng trưởng tín dụng (%)



Nguồn: NSO, SSI Research. Tăng trưởng tín dụng 4 tháng đầu năm 2026: số liệu đến ngày 16/04/2026.

Tăng trưởng GDP thực (điều chỉnh mùa vụ)



Nguồn: NSO, SSI Research

1. Cắt giảm thủ tục hành chính.

Trong những tháng đầu nhiệm kỳ, Chính phủ đã nhanh chóng ổn định bộ máy và chuyển sang triển khai. Các nghị quyết của Đảng và Quốc hội được cụ thể hóa thành các kế hoạch hành động thông qua những phiên làm việc chuyên sâu do Thủ tướng chủ trì với hầu hết các bộ, ngành, tập trung gỡ bỏ các nút thắt hành chính và pháp lý kéo dài. Cách tiếp cận “thực thi trước” này đã được phản ánh trong các kết quả vĩ mô cụ thể: lạm phát được kiểm soát, thu ngân sách và thương mại tăng mạnh, dòng vốn FDI cải thiện, niềm tin doanh nghiệp phục hồi, đồng thời giải ngân đầu tư công và xây dựng đường cao tốc được đẩy nhanh. Phong cách điều hành nhấn mạnh trách nhiệm rõ ràng, thời hạn cố định và kết quả đo lường được, thay vì nhấn mạnh thông điệp chính sách.

2. Giảm ngành nghề kinh doanh có điều kiện.

Cải cách hành chính được neo bởi Kết luận 18 và triển khai thông qua gói 8 nghị quyết ban hành tháng 5/2026, bao phủ 14 bộ, ngành. Các biện pháp này bãi bỏ 184 thủ tục hành chính, đơn giản hóa 349 thủ tục, phân cấp 134 thủ tục và loại bỏ khoảng 890 điều kiện kinh doanh, hướng tới mục tiêu giảm khoảng 50% thời gian và chi phí tuân thủ. Giai đoạn tiếp theo là dự thảo nghị quyết do Bộ Tài chính chủ trì, triển khai Kết luận 18-KL/TW, yêu cầu cắt giảm tối thiểu 30% ngành nghề kinh doanh có điều kiện theo Luật Đầu tư 2025. Trong tổng số 198 ngành nghề có điều kiện, đề xuất bãi bỏ 60 ngành và điều chỉnh phạm vi 14 ngành khác, hợp nhất các điều kiện chồng chéo và chuyển mạnh từ cấp phép trước sang giám sát sau. Khung thời gian triển khai từ tháng 7/2026 đến tháng 2/2027, đồng bộ với hiệu lực của Luật Đầu tư mới, đưa cải cách trở thành động lực tăng trưởng trung hạn thay vì một đợt “dọn dẹp” ngắn hạn.

3. Nghị quyết 29 – Khai thông dự án tồn đọng.

Nghị quyết 29 đưa ra các cơ chế pháp lý đặc thù nhằm xử lý các vi phạm pháp luật đất đai trước tháng 8/2024 và tháo gỡ các dự án đầu tư bị đình trệ. Các rà soát trên toàn quốc xác định khoảng 4.489 dự án đình trệ, với tổng diện tích khoảng 198.000 ha và tổng vốn đăng ký khoảng 127 tỷ USD. Mặc dù khoảng 1.100 dự án đã được xử lý, phần lớn tồn đọng vẫn tập trung tại cấp địa phương, chủ yếu do vướng mắc pháp lý và thủ tục hơn là do yếu tố tham nhũng. Nghị quyết 29 đánh dấu sự chuyển dịch từ cách tiếp cận mang tính xử phạt sang hướng khắc phục và thu hồi giá trị. Nếu được triển khai nhất quán và minh bạch ở địa phương, nghị quyết này có thể mở khóa nguồn cung trung hạn cho bất động sản, hạ tầng và đất công nghiệp, qua đó giảm bớt các ràng buộc tăng trưởng trong trung hạn.

Chính sách tài khóa:

Cấu trúc chính sách ngày càng xoay quanh mở rộng tài khóa, phản ánh cả điều kiện trong nước lẫn dư địa hạn chế của chính sách tiền tệ. Khung 2026–2030 đặt mục tiêu bội chi duy trì ở mức tối đa khoảng 5% GDP, với chi tiêu tập trung mạnh vào đầu tư phát triển và đầu tư công, thể hiện rõ sự chuyển hướng sang mô hình tăng trưởng dựa vào đầu tư.

Mức bội chi này là ngưỡng trần, không phải mục tiêu bắt buộc. Các điều chỉnh sau kiểm toán tiếp tục cho thấy xu hướng giải ngân thấp hơn dự toán, ví dụ bội chi năm 2024 được điều chỉnh giảm từ 3,4% xuống 2,8% GDP. Thách thức then chốt không nằm ở dư địa tài khóa, mà ở **tốc độ và hiệu quả thực thi**. Kế hoạch trung hạn dự kiến tổng chi khoảng 806 tỷ USD so với tổng thu khoảng 624 tỷ USD, tương ứng nhu cầu vay ròng khoảng 247 tỷ USD. Khoảng 40% chi tiêu dành cho phát triển, tương đương khoảng 313 tỷ USD đầu tư công trong 5 năm.

Tiến độ giải ngân vẫn không đồng đều. Tính đến giữa tháng 4/2026, giải ngân toàn quốc chỉ đạt khoảng 12–13% kế hoạch năm, so với trên 22% tại các địa phương dẫn đầu. Đẩy nhanh triển khai có thể kéo theo các rủi ro thứ cấp như lạm phát, nhập khẩu tăng mạnh và chi phí vốn cao hơn, song **tính nhất quán trong thực thi** vẫn là hạn chế và đồng thời là cơ hội lớn nhất.

Chính sách tiền tệ:

Chính sách tiền tệ đang được điều hành chủ động nhưng chịu ràng buộc bởi tình trạng thanh khoản mang tính cấu trúc. Thống đốc NHNN mới tiếp tục khẳng định lập trường linh hoạt, giữ nguyên lãi suất điều hành nhưng chủ động sử dụng các công cụ thị trường mở, can thiệp ngoại hối và điều hành tỷ giá nhằm hỗ trợ thanh khoản và neo kỳ vọng lạm phát (mục tiêu CPI năm 2026 khoảng 4,5%).

Ràng buộc chính không phải lãi suất, mà là **thanh khoản**. Tỷ lệ cho vay trên huy động của toàn hệ thống ở mức gần 112% vào cuối tháng 3/2026, cho thấy áp lực vốn dai dẳng. Các biện pháp bơm tiền qua OMO và nâng trần tiền gửi Kho bạc Nhà nước đã giúp ổn định tình hình, nhưng chưa hoàn toàn giải quyết được vấn đề. NHNN duy trì mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 15% cho năm 2026, ưu tiên lĩnh vực sản xuất, hạ tầng và các ngành ưu tiên, đồng thời siết chặt kiểm soát đối với tín dụng bất động sản.

Điều này củng cố sự phân công vai trò rõ ràng trong chính sách: tài khóa đóng vai trò tạo tăng trưởng, trong khi tiền tệ tập trung ổn định thanh khoản và lạm phát. Bất kỳ nới lỏng nào trong tương lai nhiều khả năng sẽ có tính chọn lọc và có lộ trình, thông qua các kênh tái cấp vốn cho hạ tầng và nhà ở, điều chỉnh quy định có mục tiêu và hỗ trợ thanh khoản linh hoạt, thay vì cắt giảm lãi suất trên diện rộng.

Cải cách pháp lý

Chính phủ đang ưu tiên chuẩn bị các hồ sơ sửa đổi pháp luật trọng yếu để trình Quốc hội tại kỳ họp tới, với trọng tâm là tháo gỡ các nút thắt trong quá trình thực thi. Ví dụ như hợp nhất Luật Ngân sách Nhà nước và Luật Đầu tư công nhằm nâng cao tính điều phối và hiệu quả sử dụng vốn. Cùng với đó, các sửa đổi đối với Luật Đấu thầu, Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa và Luật Đất đai được kỳ vọng sẽ giúp giảm chi phí giao dịch và mức độ bất định cho nhà đầu tư.

Để tránh phát sinh khoảng trống pháp lý, các bộ, ngành được yêu cầu chủ động thay thế các quy định tạm thời hoặc mang tính chuyển tiếp—trong đó nhiều văn bản sẽ hết hiệu lực trước tháng 3 năm 2027—đặc biệt trong các lĩnh vực liên quan đến phân cấp, phân quyền và tái cơ cấu khu vực công. Thủ tướng Chính phủ đặc biệt nhấn mạnh việc triển khai nghiêm túc và đúng tiến độ 8 nghị quyết của Chính phủ về đơn giản hóa thủ tục hành chính, cắt giảm điều kiện kinh doanh và đẩy mạnh phân cấp. Quá trình này sẽ được thực hiện liên tục, với trọng tâm cắt giảm sâu hơn trong các lĩnh vực như phê duyệt môi trường, cấp phép xây dựng, quản lý khu công nghiệp và phòng cháy chữa cháy.

Tăng trưởng và hiệu quả

Bộ Tài chính, phối hợp với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và các bộ kinh tế chủ chốt, được giao nhiệm vụ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế đồng thời bảo đảm ổn định vĩ mô. Các ưu tiên bao gồm đẩy nhanh tái cơ cấu và cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước, hoàn tất tái tổ chức SCIC, và bảo đảm các tập đoàn, tổng công ty nhà nước triển khai hiệu quả các dự án trọng điểm, đặc biệt trong lĩnh vực năng lượng. Công tác lập kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026–2030 sẽ được hoàn thiện nhằm bảo đảm đánh giá chi phí – lợi ích kinh tế – xã hội một cách minh bạch.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đang rà soát và hoàn thiện khung pháp lý nhằm bảo đảm thanh khoản đầy đủ cho hệ thống ngân hàng. Đồng thời, cơ quan này đang nghiên cứu các cơ chế cho phép tổ chức tín dụng mở rộng cấp tín dụng vượt giới hạn hiện hành đối với các dự án quy mô lớn, dự án trọng điểm quốc gia và các sáng kiến chiến lược do Chính phủ ưu tiên. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước nghiên cứu, phân loại chi tiết hơn các phân khúc bất động sản, làm cơ sở để xây dựng hạn mức tín dụng và hệ số rủi ro theo hướng linh hoạt và phù hợp. Mục tiêu là hình thành một khuôn khổ tín dụng linh hoạt hơn, nhạy cảm với rủi ro, qua đó vừa hỗ trợ tăng trưởng kinh tế vừa bảo đảm kiểm soát rủi ro hệ thống và ổn định tài chính.

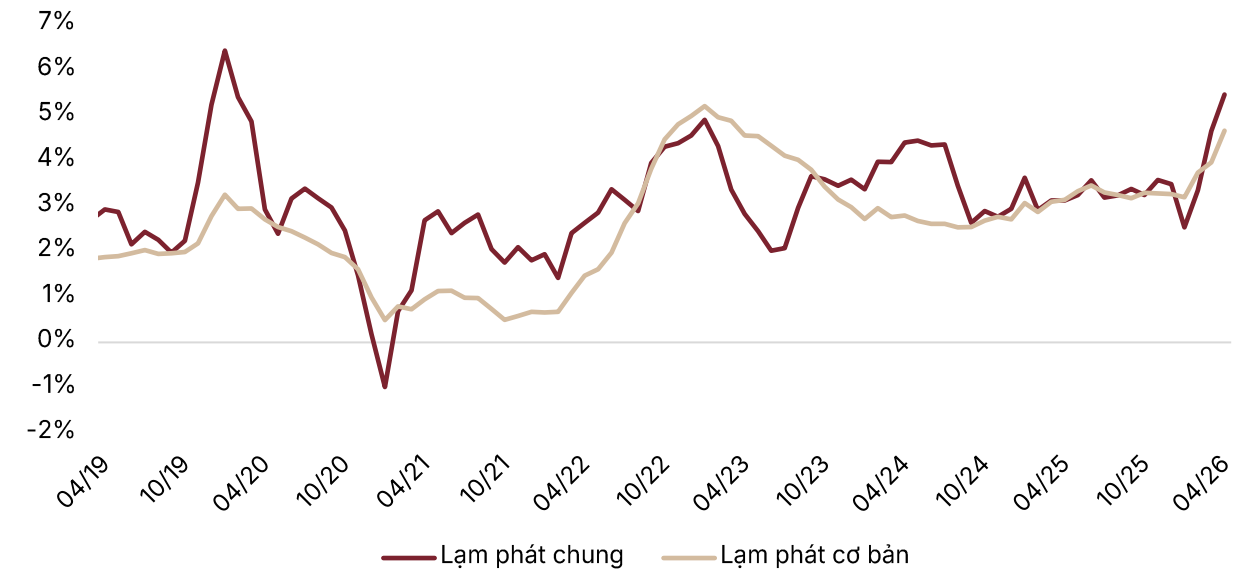
Thỏa thuận ngừng bắn Mỹ – Iran giúp giảm bớt rủi ro tức thời nhưng chưa giải quyết được những tổn thương cơ bản trong chuỗi cung năng lượng toàn cầu. Dòng chảy dầu mỏ vẫn mong manh, tạo ra rủi ro tăng giá năng lượng và kỳ vọng lạm phát.

Đối với Việt Nam, vấn đề then chốt không nằm ở hướng đi của giá dầu, mà ở cách các cú sốc năng lượng bên ngoài tương tác với chu kỳ đầu tư trong nước vốn đã đẩy chi phí lên cao. Các dự báo lạm phát đã được điều chỉnh tăng do tác động truyền dẫn từ giá năng lượng, đặc biệt trong lĩnh vực vận tải và logistics.

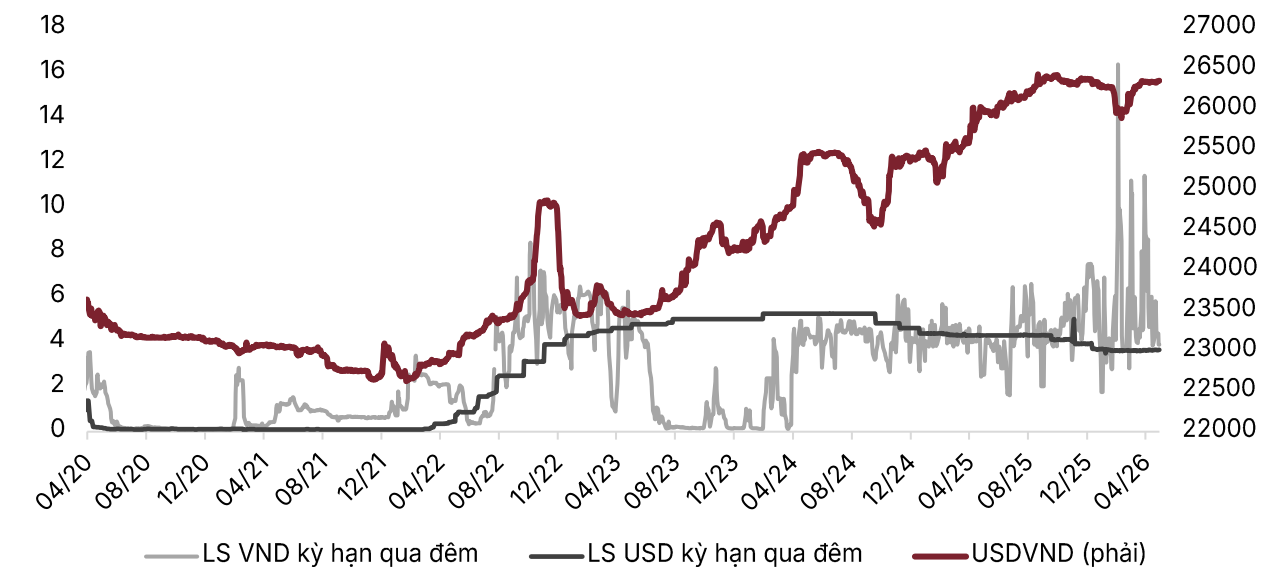
Các biện pháp tài khóa, nổi bật là cắt giảm thuế liên quan đến nhiên liệu đến hết tháng 6, đã góp phần ổn định kỳ vọng. Trên cơ sở cả năm, lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát và tương đối phù hợp với mục tiêu chính thức 4,5% svck (ngay cả mức 5% cũng có thể chỉ được coi là mang tính tạm thời). Tuy nhiên, đà tăng trưởng ngắn hạn có thể chững lại do cú sốc năng lượng từ xung đột Trung Đông.

Dù vậy, chưa có cơ sở thuyết phục để chúng tôi điều chỉnh dự báo GDP cả năm khởi mức 8,5-9%. Điều kiện tài chính chỉ thắt chặt ở mức độ vừa phải, và trong bối cảnh các NHTW lớn trên thế giới chủ yếu đứng ngoài, Việt Nam vẫn còn dư địa điều hành chính sách. Rủi ro nghiêng nhiều hơn về áp lực lạm phát kéo dài thay vì cú sốc tăng trưởng đột ngột, trong khi việc đẩy nhanh đầu tư hạ tầng vẫn đóng vai trò vùng đệm cấu trúc quan trọng.

Lạm phát chung và lạm phát cơ bản (%)



Diễn biến lãi suất liên ngân hàng và tỷ giá USD/VND



Nguồn: NSO, SSI Research

Đồng Việt Nam giữ giá tương đối tốt trong bối cảnh căng thẳng Trung Đông gia tăng, phản ánh chênh lệch lãi suất VND cao hơn, nguồn cung USD cải thiện (thông qua vay mượn bên ngoài) và công tác điều hành hiệu quả của NHNN.

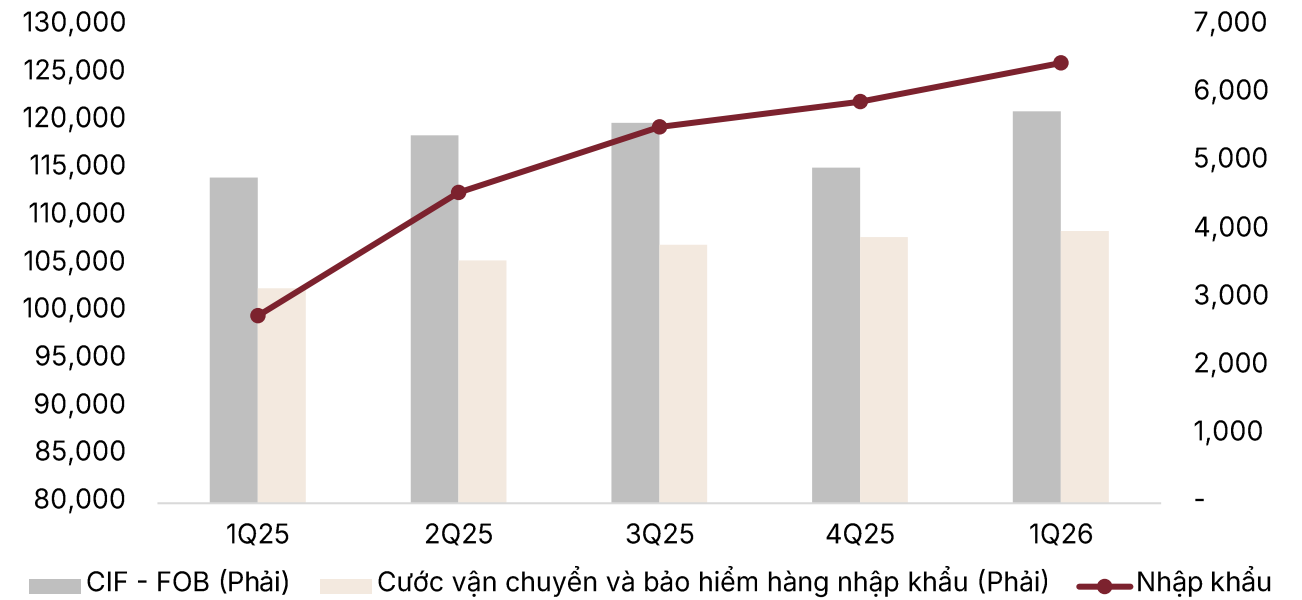
Trong bối cảnh đó, dự thảo thông tư mới của NHNN sẽ thay thế Thông tư 06/2019, điều chỉnh quy định ngoại hối phù hợp với Luật Đầu tư 2025 (có hiệu lực từ tháng 3/2026). Cải cách này vừa tăng tính linh hoạt trong thực thi, vừa tăng cường giám sát và minh bạch, cho thấy sự chuyển dịch sang quản lý dòng vốn tinh vi hơn thay vì kiểm soát mang tính phòng thủ.

Nhà đầu tư nước ngoài sẽ được phép mở tài khoản vốn đầu tư và chuyển vốn trước khi được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư (IRC), giúp tháo gỡ các nút thắt trong giai đoạn chuẩn bị và cấu trúc đầu tư ban đầu. Tuy nhiên, toàn bộ dòng vốn trước IRC vẫn phải đi qua các tài khoản chỉ định, đảm bảo khả năng truy xuất và giám sát.

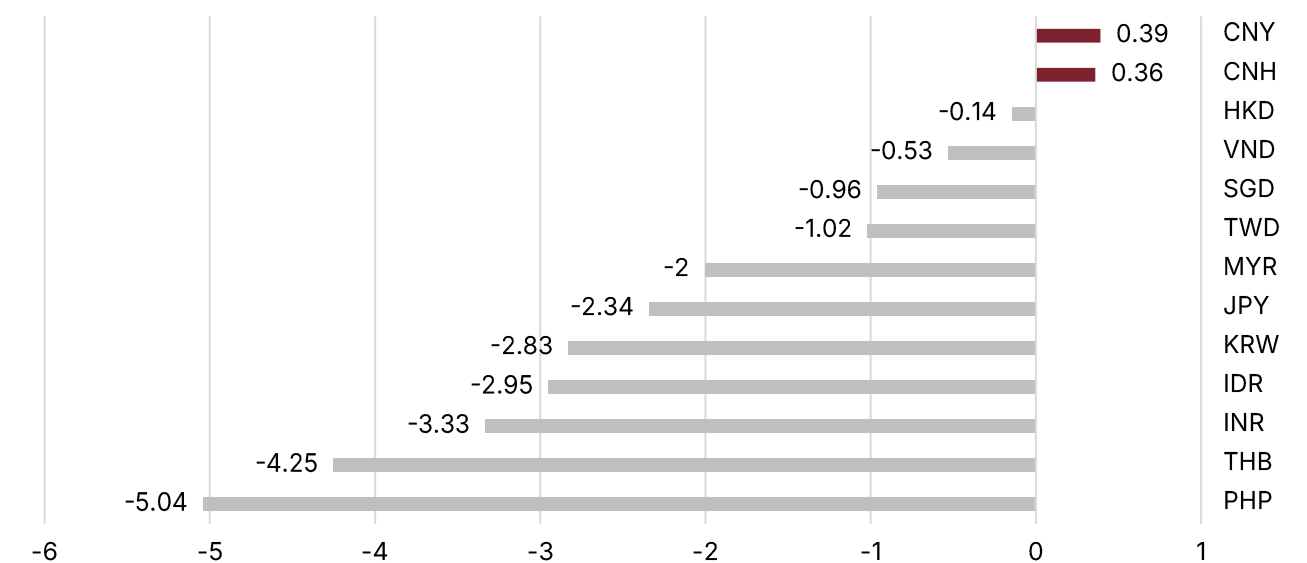
Khung mới cũng mở rộng để đáp ứng các cấu trúc đầu tư phức tạp hơn, bao gồm các khoản đầu tư thông qua Trung tâm Tài chính Quốc tế, với yêu cầu tách bạch dòng tiền chặt chẽ hơn. Ngưỡng 50% sở hữu nước ngoài tiếp tục là ranh giới then chốt để phân biệt chế độ quản lý ngoại hối cho đầu tư trực tiếp và gián tiếp, đảm bảo tính rõ ràng trong khuôn khổ pháp lý.

Tổng thể, hệ thống trở nên linh hoạt hơn nhưng cũng đòi hỏi năng lực kỹ thuật cao hơn. Thời điểm giải ngân, cấu trúc vốn và trình tự giao dịch trở thành các biến số then chốt quan trọng, qua đó ưu tiên dòng vốn dài hạn, chuẩn bị kỹ lưỡng, thay vì dòng vốn cơ hội hoặc cấu trúc đơn giản, đồng thời củng cố định hướng thu hút vốn ổn định và bền vững của Việt Nam.

Dữ liệu nhập khẩu theo FOB/CIF (triệu USD)



Biến động (%) của tỷ giá giao ngay các đồng tiền trên thị trường Châu Á mới nổi (tính theo USD)



Nguồn: CEIC, Bloomberg, SSI Research

2

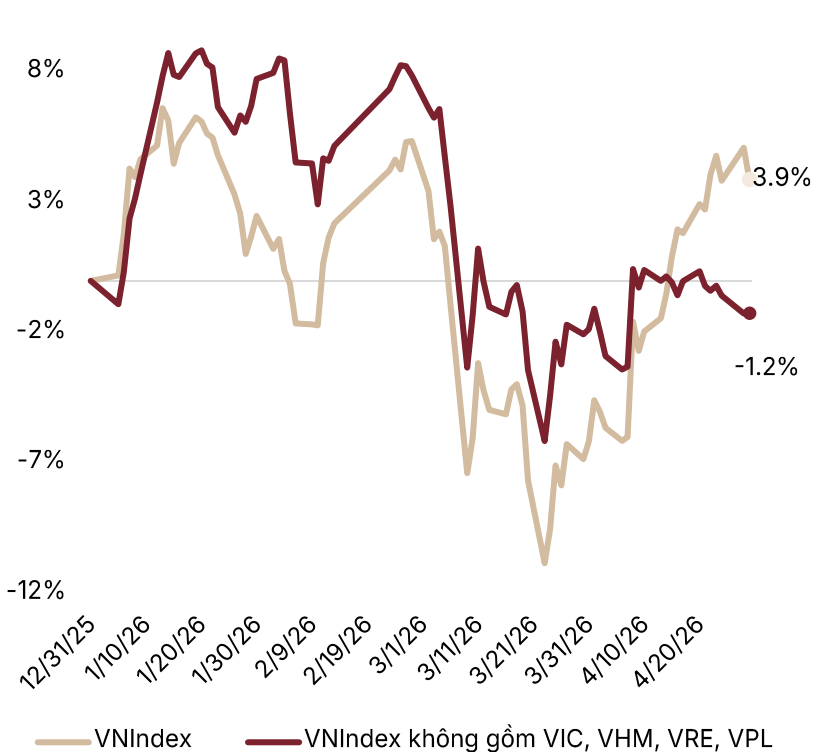
TRIỂN VỌNG TTCK VÀ KHUYẾN NGHỊ



TTCK Việt Nam tháng 4/2026: Đà tăng mạnh nhưng mức độ tập trung cao hơn

- TTCK Việt Nam tiếp tục cho thấy sức bật mạnh mẽ trong tháng 4, ghi nhận pha “lội ngược dòng” điểm số ấn tượng và giúp quý II/2026 khởi đầu thuận lợi. Sau khi giảm 11% trong tháng 3, VNIndex có 4 tuần tăng điểm trọn vẹn, qua đó tăng 10,7% trong tháng 4, mức tăng mạnh nhất kể từ tháng 8/2025.
- Đà phục hồi của thị trường được hỗ trợ bởi (1) xu thế hồi phục chung tại TTCK thế giới với nhiều thị trường đã vượt các mức đỉnh cũ trong giai đoạn ngừng bắn giữa Mỹ, Israel & Iran, (2) thông tin FTSE Russel xác nhận Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi có hiệu lực từ tháng 9/2026, (3) bức tranh kết quả kinh doanh quý 1 tương đối tích cực, và (4) một số chính sách hỗ trợ kinh tế của Chính phủ mới như điều hành hạ mặt bằng lãi suất hay nâng ngưỡng chịu thuế của hộ kinh doanh lên mức 1 tỷ đồng.
- Tuy nhiên, động lực hồi phục phần lớn đến từ nhóm Bất động sản. Riêng trong tháng 4, VIC (+58,5%) và VHM (+41,7%) đã đóng góp tới 167 điểm trong tổng số 179 điểm tăng của VNIndex. Nếu tiếp tục loại trừ nhóm Vingroup, VNIndex gần như đi ngang trong tháng 4 với mức tăng chỉ 0,6%. Dù vậy, thị trường vẫn ghi nhận diễn biến tích cực ở nhóm Ngân hàng, với mức tăng nổi bật tại TCB (+10,3%), LPB (+12,9%), STB (+8,5%) và MSB (+8,2%).

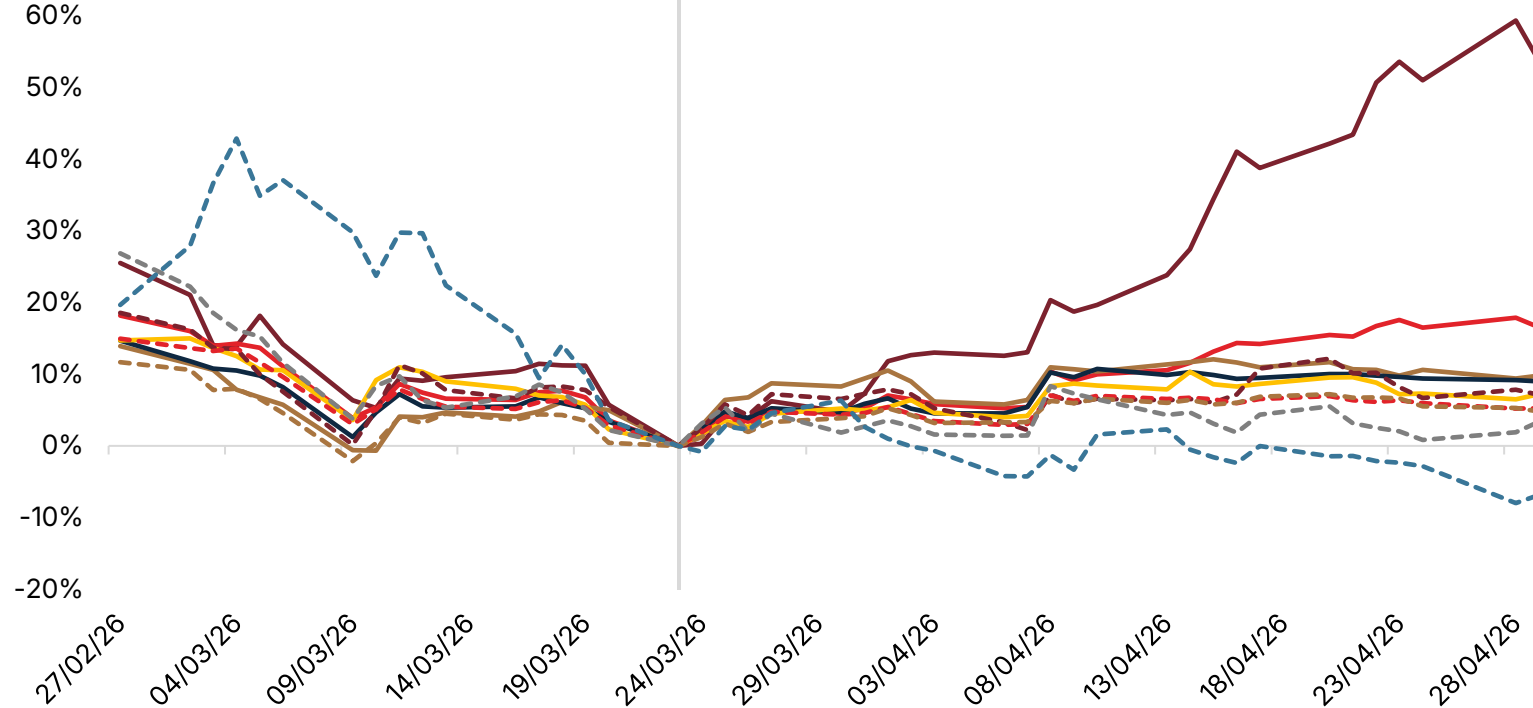
Diễn biến của VNIndex từ đầu năm 2026



— VNIndex — VNIndex không gồm VIC, VHM, VRE, VPL

Nguồn: SSI Research, Dữ liệu tại ngày 29/4/2026

BIẾN ĐỘNG GIẢM TỪ CUỐI THÁNG 2 ĐẾN 23/3



Chiến tranh Mỹ - Iran, ngày 28/2/2026

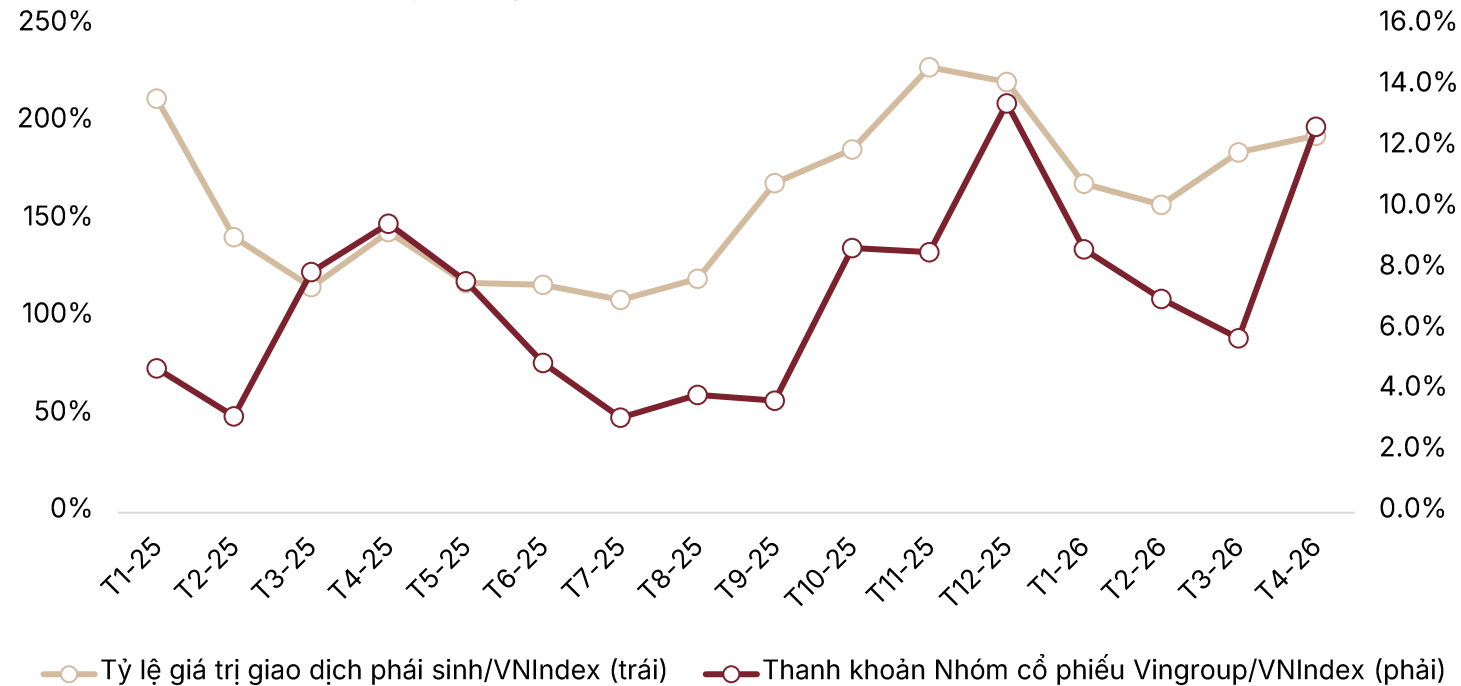
VNIndex, mốc 23/3/2026 (đáy ngắn hạn trong nhịp giảm do chiến tranh Iran)

- Bất động sản, 53.7%
- VNIndex, 16.5%
- Công nghiệp, 9.8%
- Tài Chính, 9.0%
- Nguyên vật liệu, 7.2%
- HTD Không thiết yếu, 7.1%
- VNIndex không gồm VIC, VHM, VRE, VPL, 5.2%
- HTD Thiết yếu, 4.8%
- CNTT, 3.4%
- Năng lượng, -6.9%

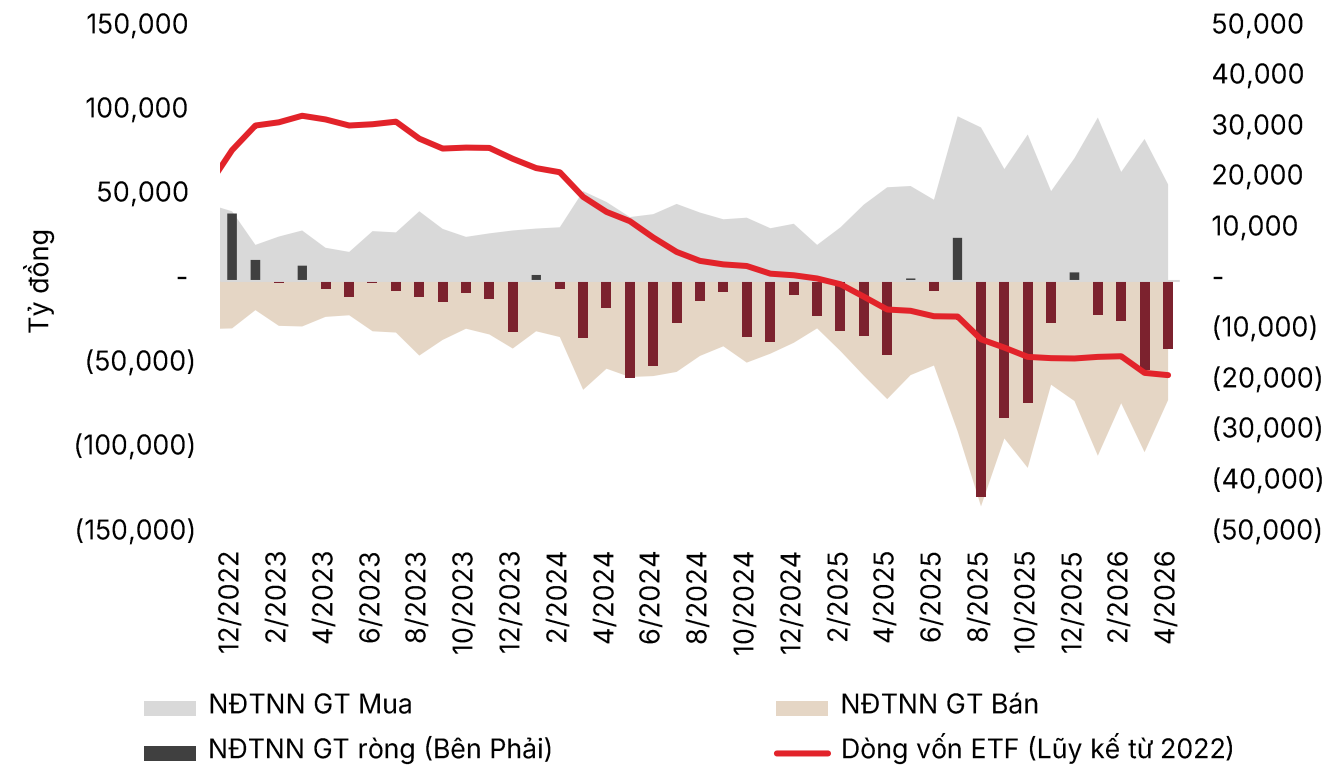
Thanh khoản trầm lắng dù áp lực rút vốn từ các quỹ ETF hạ nhiệt

- Thanh khoản thị trường suy giảm, với giá trị giao dịch bình quân đạt 26,2 nghìn tỷ đồng/phiên trong tháng 4, giảm khoảng 22% so với tháng trước và thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 34,7 nghìn tỷ đồng/phiên của Q1.
- Dòng tiền tiếp tục phân hóa mạnh và tập trung chủ yếu vào nhóm Bất động sản, dẫn dắt bởi các cổ phiếu liên quan đến Vingroup. Giá trị giao dịch bình quân của nhóm này tăng 75% so với tháng trước, lên khoảng 3 nghìn tỷ đồng/phiên, trong khi thanh khoản ở phần lớn các nhóm ngành khác suy giảm đáng kể.
- Trong khi đó, thị trường phái sinh vẫn duy trì sự sôi động. Giá trị giao dịch bình quân hợp đồng tương lai VN30 đạt 41,1 nghìn tỷ đồng/phiên, tương đương 1,9 lần thanh khoản của VNIndex và 3,5 lần thanh khoản của VN30, tăng so với mức 1,7 lần và 3,0 lần trong Q1.
- Khối ngoại tiếp tục bán ròng, với giá trị 13,3 nghìn tỷ đồng trong tháng 4, giảm so với mức 17,5 nghìn tỷ đồng của tháng 3. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ việc áp lực bán liên quan đến các quỹ ETF suy giảm, khi giá trị rút ròng ETF thu hẹp xuống còn 442 tỷ đồng so với mức 3,3 nghìn tỷ đồng của tháng trước.

Tỷ lệ thanh khoản của thị trường tương lai VN30/thị trường cơ sở đã tăng trở lại mức cao vào cuối năm 2025.



Khối ngoại tiếp tục bán ròng



Nguồn: SSI Research, Dữ liệu tại ngày 29/4/2026



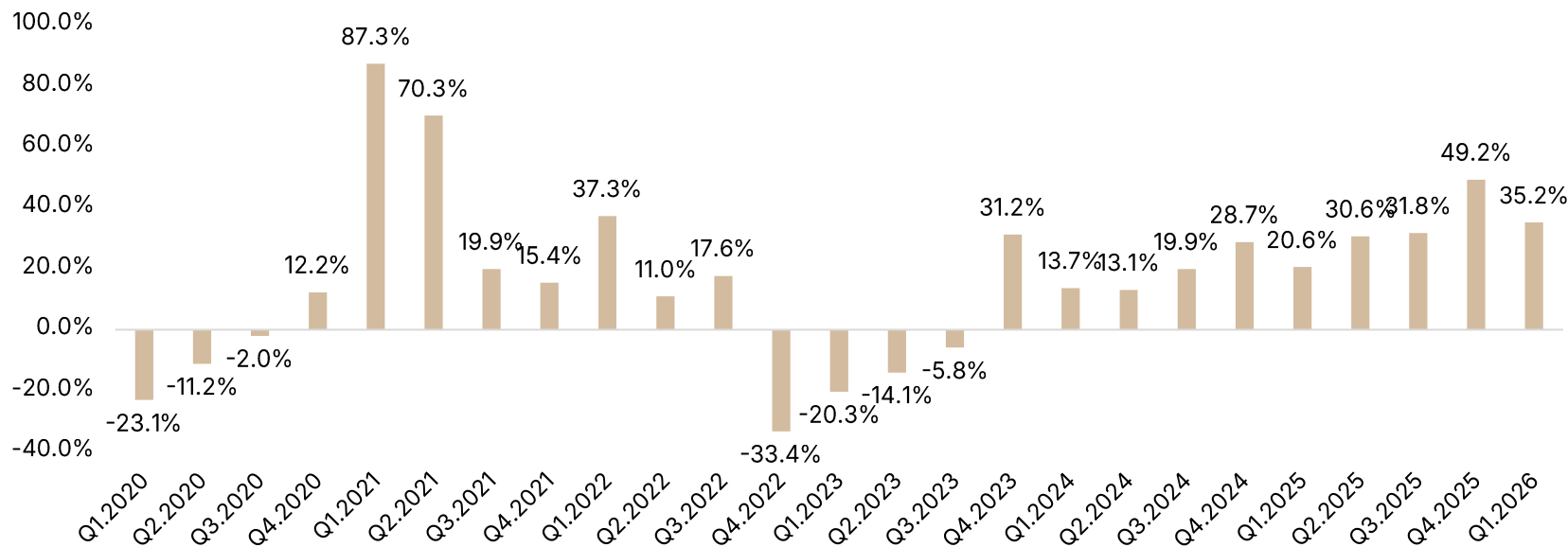
KQKD Q1/2026 duy trì đà tăng trưởng tích cực

Kết quả kinh doanh Q1/2026 tiếp tục ghi nhận động lực tăng trưởng mạnh mẽ. Tổng doanh thu trên cả ba sàn tăng trưởng ấn tượng 21,2% svck. Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) cũng tăng mạnh 35,2% svck trên toàn thị trường, và đạt mức tăng 49,8% svck riêng trên HOSE. Nếu loại trừ các cổ phiếu liên quan đến Vingroup, tăng trưởng NPATMI của HOSE đạt 31,8%, so với mức 28,5% của năm 2025.

Ngành ngân hàng và bất động sản tiếp tục là hai động lực chính đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận, với lợi nhuận ròng lần lượt tăng 12,1% và 32,3% svck trong Q1/2026, đồng thời chiếm khoảng 56,2% tổng mức tăng trưởng lợi nhuận tuyệt đối của toàn thị trường trong kỳ.

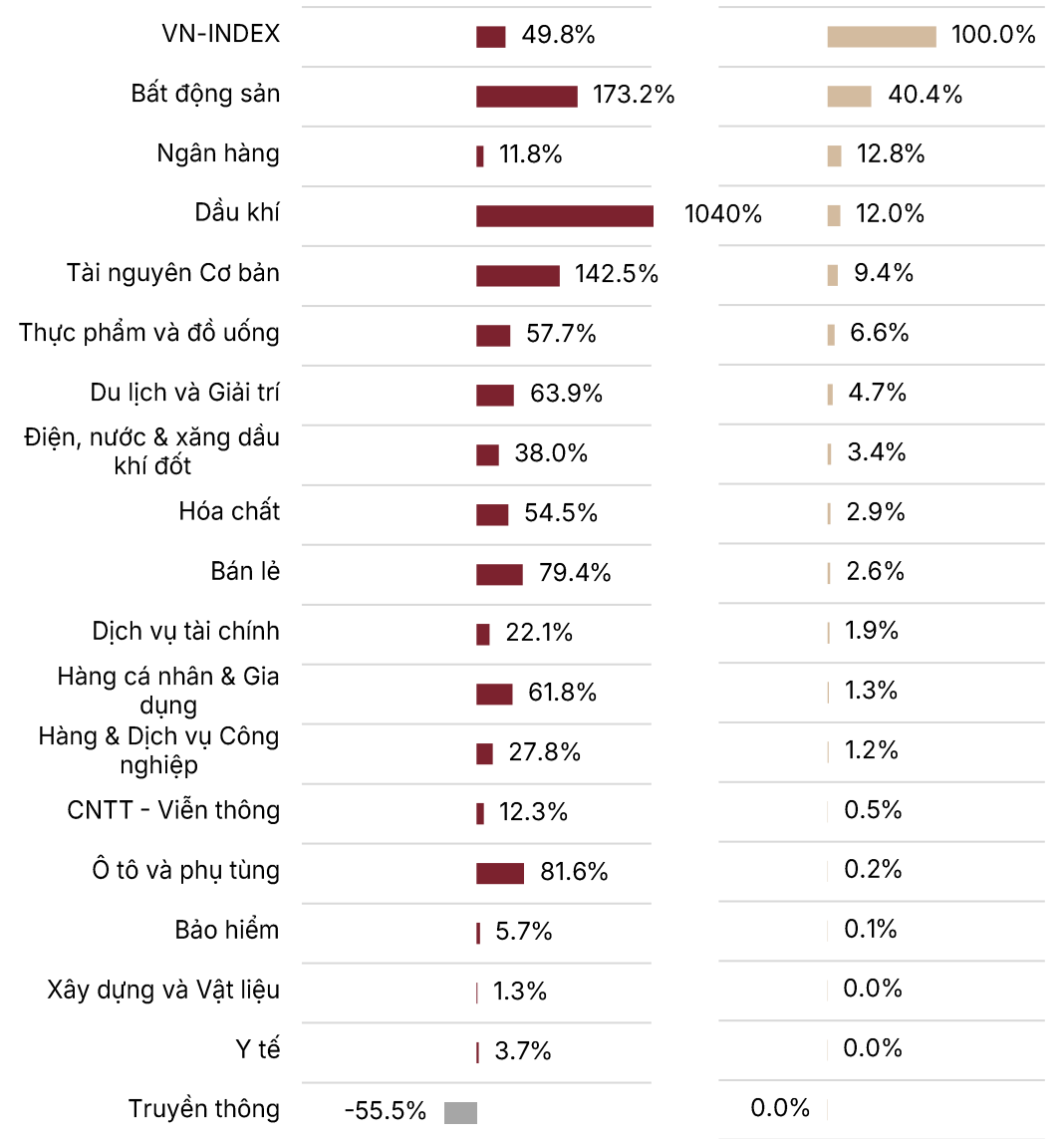
Bên cạnh đó, nhiều ngành khác cũng ghi nhận sự cải thiện đáng kể như bán lẻ, dầu khí, vật liệu, thực phẩm & đồ uống (F&B) và bán lẻ.

Tăng trưởng NPATMI của các công ty NY Toàn thị trường (% svck)



Nguồn: Công ty, SSI Research

Tăng trưởng NPATMI trong Q1/2026 tính riêng trên HOSE (svck)



■ Tăng trưởng Q1/2026 ■ Đóng góp vào mức tăng

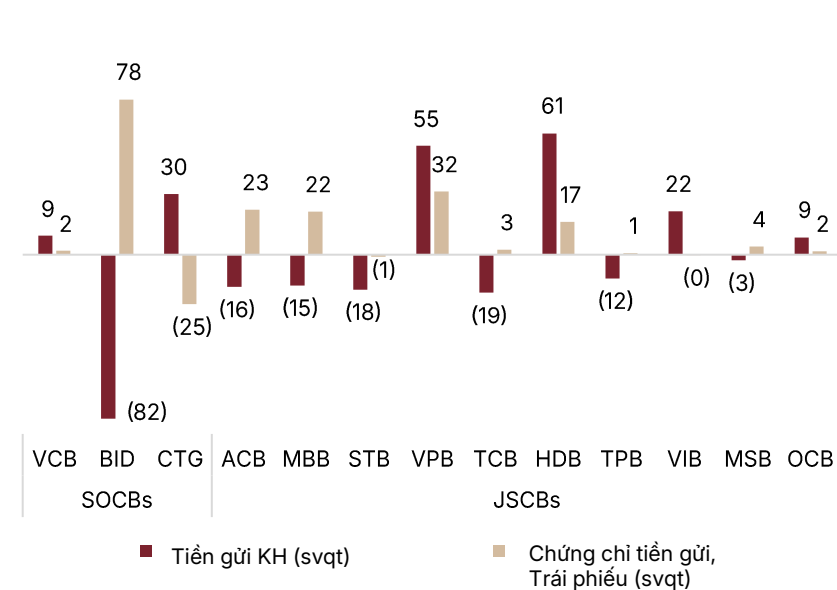


Ngành Ngân hàng: Lợi nhuận tăng trưởng nổi bật, nhưng NIM và chất lượng tài sản cần chú ý

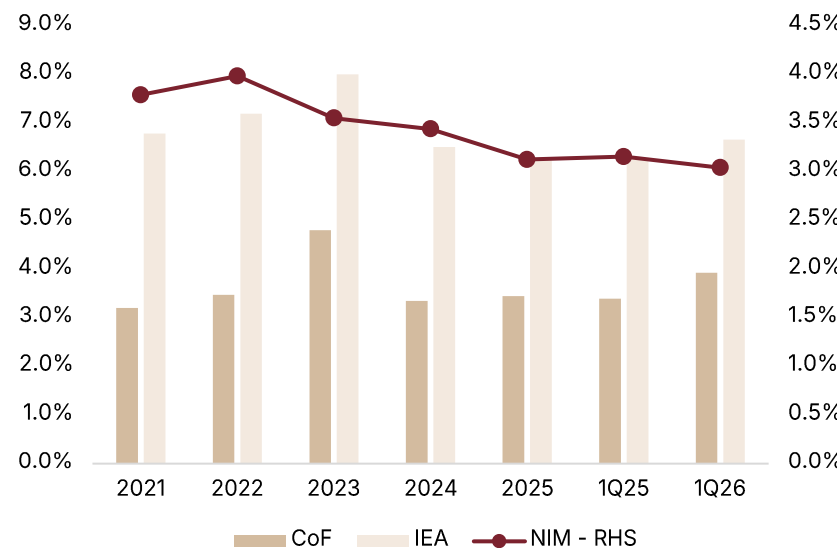
Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu tăng 20% svck, vượt 10% so với kỳ vọng. Động lực chính đến từ CTG, TCB và MBB, nhờ chi phí dự phòng giảm và/hoặc thu nhập ngoài lãi (NFI) cải thiện. Tín dụng tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt, với dư nợ cho vay tăng khoảng 20% svck, kéo theo thu nhập lãi thuần (NII) tăng 18%. Sự phục hồi của NFI cùng việc kiểm soát chi phí hoạt động (+10% svck) tiếp tục củng cố khả năng sinh lời.

- **Dòng tín dụng dịch chuyển theo chuỗi giá trị bất động sản.** Sau giai đoạn tập trung vào cho vay chủ đầu tư, tín dụng đang dần chuyển sang các khâu xây dựng và triển khai dự án. Trong khi đó, nhu cầu vay mua nhà của người dùng cuối vẫn chịu áp lực từ mặt bằng lãi suất cao.
- **Áp lực lên NIM quay trở lại.** Biên lãi ròng (NIM) giảm xuống 3,04% (-20 điểm cơ bản QoQ, -11 điểm cơ bản svck) do chi phí vốn tăng. Trong thời gian tới, NIM được dự báo sẽ tiếp tục là yếu tố kìm hãm tăng trưởng lợi nhuận, khi chi phí huy động duy trì ở mức cao và dư địa tối ưu chi phí không còn nhiều.
- **Chất lượng tài sản suy yếu theo quý nhưng vẫn trong tầm kiểm soát.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên 1,88% từ mức 1,76% trong 4Q25, song vẫn thấp hơn mức 2,0% của 1Q25. Xu hướng tương tự cũng ghi nhận ở nhóm nợ xấu (nhóm 2). Đây là diễn biến quen thuộc sau giai đoạn "làm sạch" bảng cân đối vào cuối năm, tiếp đến là sự bình thường hóa trong quý 1, đồng thời phản ánh độ trễ trong việc ghi nhận các áp lực rủi ro tiềm ẩn.

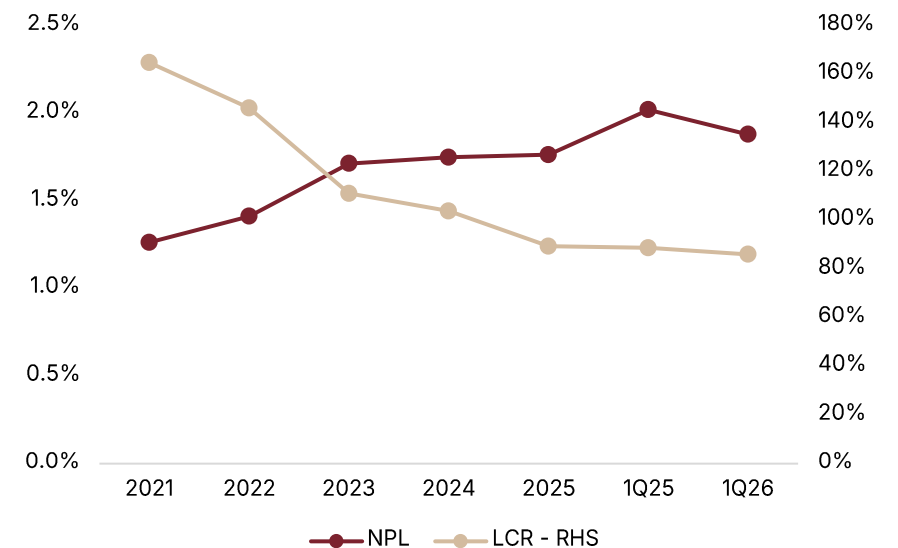
Phân hóa ngân hàng hưởng lợi và chịu tác động trong môi trường lãi suất tăng (nghìn tỷ đồng)



Diễn biến NIM tại các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu



Chất lượng tài sản tại các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu



Lộ trình áp dụng Basel III (theo dự thảo)

Chi tiêu	2028	2029	2030	2031
LCR	70%	80%	90%	100%
NSFR	90%	95%	100%	—
LEV	≥3% (thời điểm áp dụng theo quy định của NHNN)			
CDR	≤85% — tiếp tục áp dụng cho đến khi cả LCR và NSFR cùng đạt 100% (không có cơ chế tự động miễn trừ trước năm 2028)			

Những điểm thay đổi so với Thông tư 22

- **LDR/CDR:** Tính 20% tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước; loại trừ trái phiếu do ngân hàng khác nắm giữ khỏi mẫu số. Dư nợ tín dụng được tính ròng sau khi đã trừ phần tài trợ bằng vốn chủ sở hữu.
- **LCR:** Áp dụng chuẩn Basel III với tài sản thanh khoản chất lượng cao (HQLA) gồm Level 1/2A/2B; dòng tiền vào bị khống chế tối đa 75% dòng tiền ra; nguồn vốn bán buôn không mang tính hoạt động có hệ số rút vốn 40–100%.
- **NSFR:** Tiền gửi bán lẻ có hệ số ASF 90–95%; tiền gửi doanh nghiệp kỳ hạn dưới 1 năm chỉ được tính 50%; khuyến khích cơ cấu nguồn vốn chi tiết hơn và kỳ hạn dài hơn.
- **LEV:** Vốn cấp 1/Tổng tài sản có rủi ro (bao gồm ngoại bảng) ≥3%.

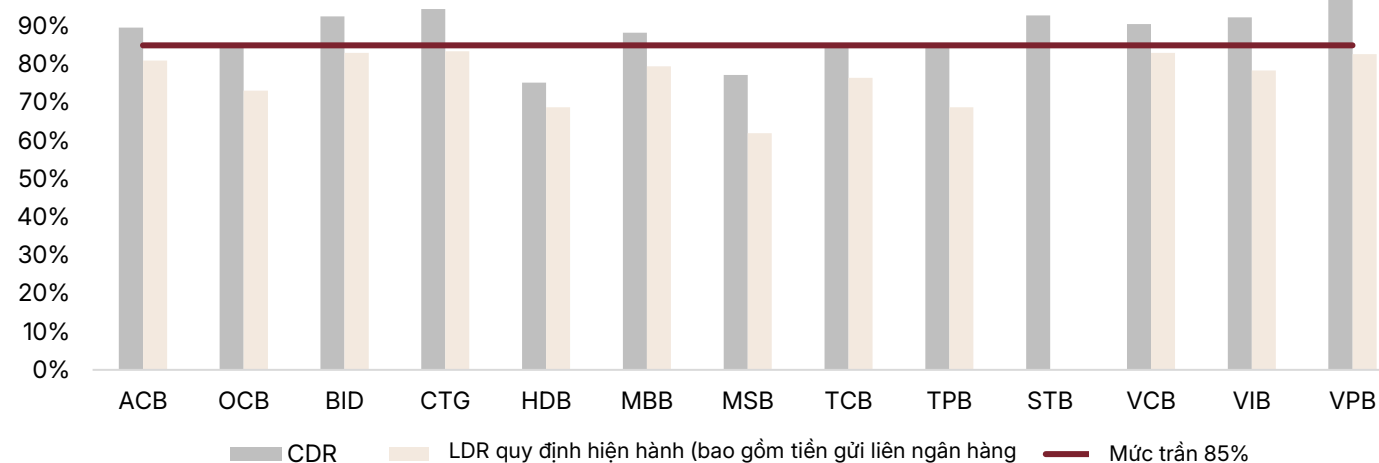
Đánh giá của SSI Research: CDR là ràng buộc chính

Dài hạn: Đây là cải cách tích cực. Các tiêu chuẩn LCR, NSFR và LEV giúp hệ thống ngân hàng Việt Nam tiệm cận thông lệ Basel III trong khu vực, đồng thời siết chặt kỷ luật thanh khoản.

Ngắn hạn: Rủi ro đến từ CDR. Trên 85% vẫn được duy trì trong giai đoạn chuyển tiếp 2028-2031 (trừ khi các ngân hàng đã đạt LCR & NSFR ≥100%), tạo ra một “lớp ràng buộc cứng” chống lên các chỉ tiêu vốn dĩ đã được tính toán dựa trên các mức độ rủi ro khác nhau.

Tác động từ nơi lòng tiền gửi Kho bạc: Tương đối hạn chế, chỉ tương đương khoảng +0,6% tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống; tác động lớn hơn đôi chút đối với nhóm ngân hàng quốc doanh (~+1,4–2,0%).

Kinh nghiệm khu vực: Trung Quốc đã bãi bỏ trần LDR 75% vào năm 2015 khi triển khai các chỉ số về thanh khoản theo chuẩn Basel (giai đoạn 2014–2017); các quốc gia như Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Ấn Độ cũng áp dụng lộ trình chuyển đổi trong nhiều năm.



Nguồn: SSI Research ước tính



Định giá: Ngân hàng Việt Nam nổi bật trong bức tranh các thị trường mới nổi (EM)

Dự phóng cơ bản giữ nguyên. KQKD 1Q26 đã hoàn thành khoảng 23% dự báo hiện tại, do đó chúng tôi duy trì ước tính cho năm 2026, với tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) khoảng +17% svck và ROE xấp xỉ 18%.

Góc nhìn EM — Việt Nam nổi bật về sinh lời nhưng đi kèm mức định giá tương đối cao hơn. ROE cao nhất khu vực EM châu Á (~18%) với P/B khoảng ~1,7x, cao hơn nhẹ so với Ấn Độ (1,6x với ROE ~14%) và Indonesia (1,3x với ROE ~17%). Mức premium này được hỗ trợ bởi tăng trưởng lợi nhuận vượt trội, nhưng bị giới hạn bởi LDR cao nhất (~105%) và CAR thấp nhất (~12,5%) trong nhóm so sánh.

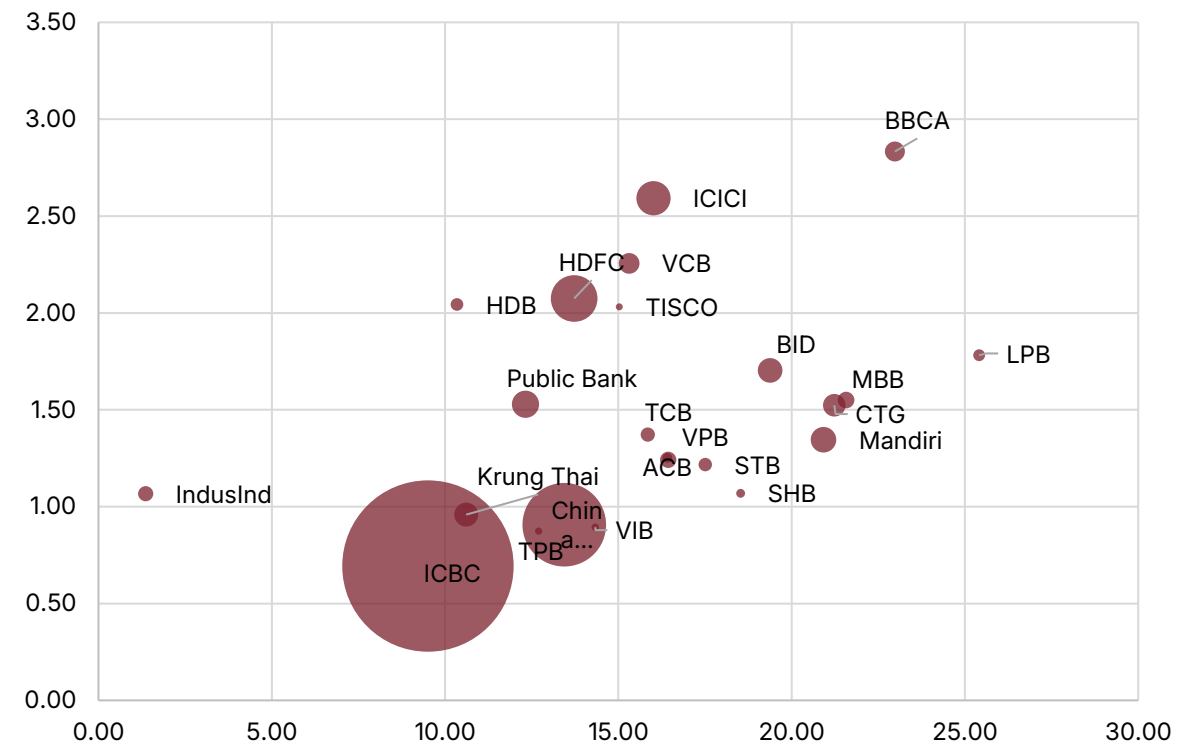
Sự phân hóa sẽ gia tăng. Trong môi trường thanh khoản thắt chặt và lãi suất cao, yếu tố quyết định sẽ là nền tảng huy động (deposit franchise), bộ đệm vốn và kỷ luật quản trị rủi ro.

Các chỉ tiêu chính của Top 10 ngân hàng tại các quốc gia trong khu vực

Đơn vị: tỷ USD, theo báo cáo tài chính gần nhất

	Vốn hóa	Tài sản	Cho vay	Tiền gửi	P/B	P/E	ROE	ROA	NPL	CASA	LDR	CAR
Trung Quốc	775	17.527	9.762	11.455	0,7	6,6	9,3%	0,66%	1,2%	35%	85%	15,6%
Indonesia	121	581	395	429	1,3	10,6	17,2%	2,33%	2,0%	69%	92%	25,8%
Ấn Độ	343	1.760	1.091	1.258	1,6	18,4	14,1%	1,46%	1,6%	35%	87%	16,7%
Malaysia	115	972	648	675	1,0	10,4	10,8%	0,98%	1,1%	36%	96%	18,1%
Thái Lan	69	704	458	482	0,8	8,7	8,8%	1,15%	3,5%	71%	95%	21,3%
Việt Nam	86	615	427	408	1,7	10,5	18,2%	1,43%	1,7%	23%	105%	12,5%

EM lens

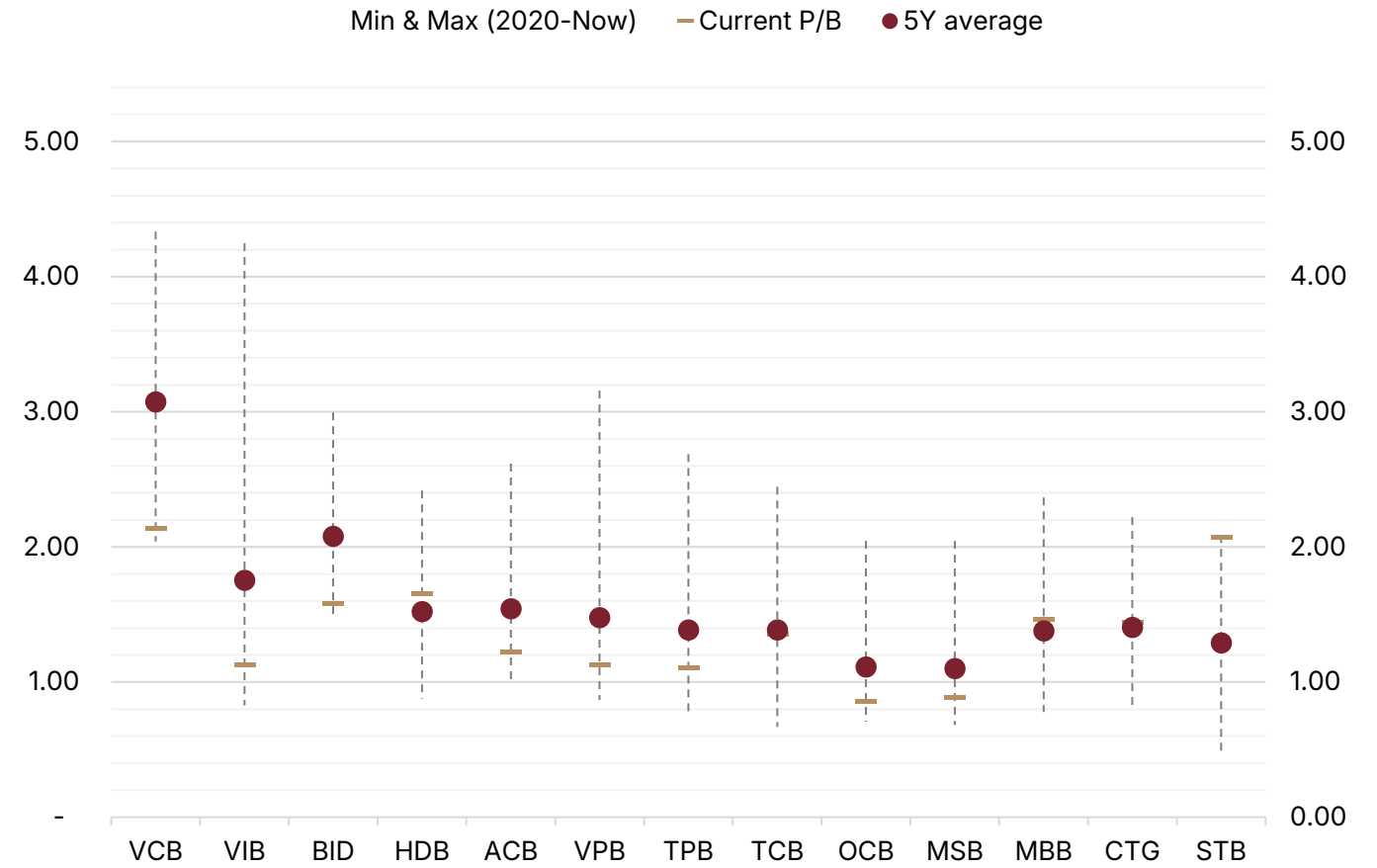


Nguồn: Bloomberg, SSI Research. LDR được tính thuần trên Cho vay và Tiền gửi khách hàng. CAR là số liệu hệ thống

Phục hồi từ -1 độ lệch chuẩn



Định giá phân hóa



Nguồn: SSI Research

Ngành tiêu dùng: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh, nhưng động lực dự kiến chậm lại

Các cổ phiếu bán lẻ như **MWG**, **FRT**, **PNJ** và **DGW** tiếp tục ghi nhận tăng trưởng vượt trội trong Q1/2026 ở cả doanh thu và lợi nhuận ròng, dù tổng cầu tiêu dùng phục hồi chậm. Kết quả này chủ yếu đến từ việc gia tăng thị phần từ kênh bán lẻ truyền thống (GT) và thương mại điện tử, trong bối cảnh siết chặt tuân thủ thuế. Bên cạnh đó, chu kỳ thay thế sản phẩm điện thoại & điện máy, được hỗ trợ bởi xu hướng ứng dụng AI gia tăng, cùng với mức giá bán bình quân cao hơn, đã giúp cải thiện biên lợi nhuận đồng thời hỗ trợ sản lượng tiêu thụ, khi người tiêu dùng có xu hướng mua sớm trước kỳ vọng giá sẽ tăng trong tương lai.

Ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp F&B như **VNM** và **SAB** cũng ghi nhận sự phục hồi tích cực, với doanh thu tăng 10-25% và lợi nhuận ròng tăng mạnh 55-56% svck, chủ yếu nhờ nền so sánh thấp của Q1/2025. Động lực tăng trưởng đến từ chi phí đầu vào thuận lợi và việc hoàn tất tái cấu trúc hệ thống phân phối trong nửa đầu năm 2025, qua đó nâng cao hiệu quả vận hành và độ phủ thị trường. Với các yếu tố tương tự, MSN cũng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng, được hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi và giá tungsten ở mức cao.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng của nhóm doanh nghiệp tiêu dùng sẽ dần chậm lại trong các quý tới, do nền so sánh cao hơn, chi phí đầu vào tăng và tác động tiêu cực từ lạm phát lên sức mua của người tiêu dùng.

	Doanh thu	Tăng trưởng	NPATMI	Tăng trưởng
	1Q26	1Q26	1Q26	1Q26
Bán lẻ				
MWG	46.462	28,6%	2.714	75,6%
FRT	15.117	29,5%	287	71,1%
DGW	8.500	54,0%	200	89,0%
PNJ	17.245	79,0%	1.467	116,5%
F&B				
MSN	24.020	27,1%	1.246	216,6%
VNM	16.149	24,8%	2.429	54,8%
SAB	6.457	11,1%	1.185	49,4%
MCH	8.472	13,1%	1.778	12,1%

Nguồn: SSI Research

Vật liệu xây dựng & Nhà thầu

Các doanh nghiệp vật liệu xây dựng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong Q1/2026, được hỗ trợ bởi hoạt động xây dựng trong nước sôi động và xu hướng tích trữ hàng tồn kho ở cấp nhà phân phối trong bối cảnh giá tăng. Hiện tượng tích trữ thể hiện rõ nét hơn ở các nhà phân phối phục vụ phân khúc nhà ở, dù tăng trưởng toàn ngành đã có dấu hiệu bình thường hóa về mức 8,4% trong Q1/2026, thấp hơn so với 9,6% của năm 2025.

Các nhà thầu xây dựng cũng ghi nhận tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận ròng. Tuy nhiên, áp lực co hẹp biên lợi nhuận vẫn là yếu tố cần lưu ý trong các quý tới, khi chi phí vật liệu tăng mạnh và có thể khó chuyển toàn bộ sang phía chủ đầu tư và người tiêu dùng.

Nhóm cổ phiếu liên quan đến hàng hóa

Các doanh nghiệp trong lĩnh vực dầu khí, phân bón và cao su tiếp tục duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực, chủ yếu nhờ giá dầu và các sản phẩm liên quan ở mức cao. So với kế hoạch lợi nhuận tại ĐHCĐ, kết quả thực tế Q1/2026 của BSR, PLX, OIL, DCM và DPM đều vượt kỳ vọng, được hỗ trợ bởi mức trích lập dự phòng hàng tồn kho thấp.

Ngành điện

Các doanh nghiệp điện cũng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận khả quan, nhờ sản lượng điện tăng mạnh trong quý 1/2026 và điều kiện vận hành hợp đồng (Qc) thuận lợi.

	Doanh thu 1Q26	Tăng trưởng 1Q26	NPATMI 1Q26	Tăng trưởng 1Q26
Xây dựng & VLXD				
HPG	52.901	40,6%	8.994	168,9%
HSG	8.967	6,1%	119	-42,2%
NKG	3.176	83,0%	22	-65,9%
CTD	6.409	28,1%	119	108,2%
VCG	3.424	31,9%	353	176,0%
HHV	907	23,4%	180	23,0%
HT1	1.860	17,2%	78	n.a
NTP	1.478	16,5%	254	20,0%
BMP	1.457	5,4%	304	5,9%
Dầu khí				
GAS	38.020	48,1%	2.945	6,8%
BSR	45.910	43,9%	8.265	1972,8%
OIL	44.864	36,8%	517	1890,5%
PVS	8.699	44,6%	416	25,4%
PVD	3.401	126,3%	306	100,3%
PVT	4.177	49,7%	319	48,4%
Phân bón & Cao su				
DCM	5.286	55,2%	788	91,5%
DPM	5.623	36,5%	402	96,1%
GVR	8.845	55,8%	2.251	90,0%
PHR	468	50,3%	279	192,2%
DPR	379	87,3%	105	60,0%
Điện				
POW	12.327	51,2%	1.200	169,5%
PGV	10.368	-2,3%	730	657,7%
REE	2.471	19,5%	714	16,8%
NT2	2.172	52,2%	180	386,9%

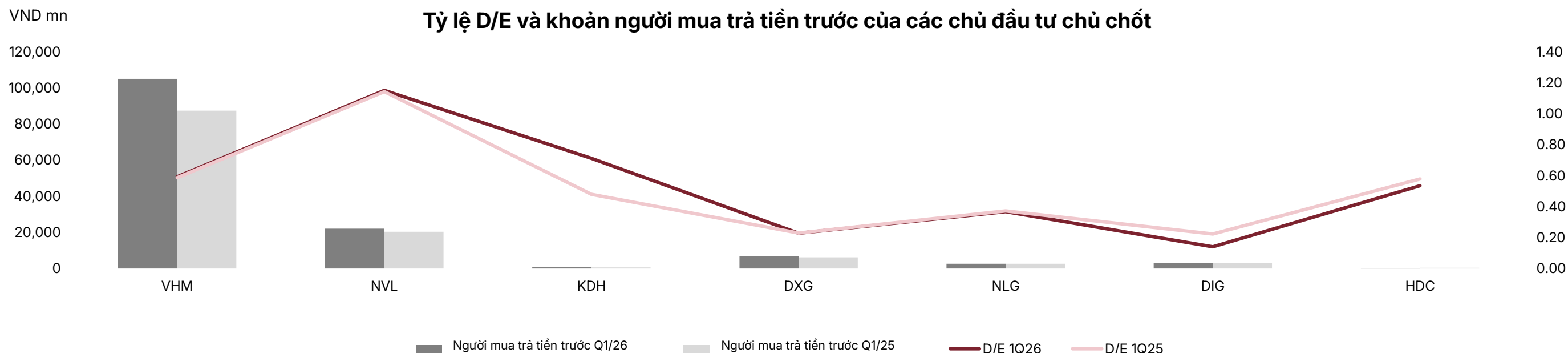
Ngành bất động sản ghi nhận mức tăng trưởng NPATMI khoảng 32,3% svck trên cả ba sàn, chủ yếu được dẫn dắt bởi kết quả tích cực từ các doanh nghiệp lớn như VIC, VHM, VRE và NVL, dù phần nào bị bù trừ bởi sự sụt giảm lợi nhuận tại VEF. Tuy nhiên, bức tranh lợi nhuận giữa các doanh nghiệp tiếp tục thể hiện sự phân hóa rõ nét.

Trong phân khúc bất động sản nhà ở, VHM, NVL, KDH và HDC ghi nhận tăng trưởng mạnh, trong khi NLG và DXG suy giảm đáng kể, chủ yếu do khác biệt về tiến độ ghi nhận doanh thu và tác động của các khoản thu nhập bất thường. Giá trị khoản người mua trả tiền trước tăng lên ở phần lớn các chủ đầu tư lớn. Tỷ lệ đòn bẩy (D/E) nhìn chung duy trì ổn định so với đầu năm, ngoại trừ KDH.

Ở chiều ngược lại, đa số các doanh nghiệp khu công nghiệp ghi nhận lợi nhuận suy giảm mạnh do hoạt động ký kết biên bản ghi nhớ (MOU) chững lại trong năm trước. Tuy nhiên, gần đây đã xuất hiện tín hiệu phục hồi trong hoạt động MOU tại một số khu công nghiệp, được hỗ trợ bởi dòng khách thuê tiềm năng mới từ Trung Quốc. Trung bình, các doanh nghiệp khu công nghiệp niêm yết đặt mục tiêu tăng trưởng diện tích cho thuê mới và MOU khoảng 39% svck trong năm 2026.

	Doanh thu		NPATMI	
	1Q26	Tăng trưởng	1Q26	Tăng trưởng
BDS Nhà ở				
VHM	65.114	314,8%	25.552	850,3%
NVL	3.587	101,7%	901	n.a
KDH	281	-60,4%	281	130,7%
DXG	1.353	46,2%	38	-21,6%
NLG	1.279	-0,9%	68	-37,0%
DIG	164	-7,0%	-7	n.a
HDC	249	151,3%	57	322,3%
KCN				
VGC	3.274	14,7%	216	-32,7%
BCM	1.105	-40,0%	280	-22,0%
IDC	1.486	-17,2%	271	-21,2%
KBC	1.336	-57,1%	224	-71,4%

Nguồn: SSI Research

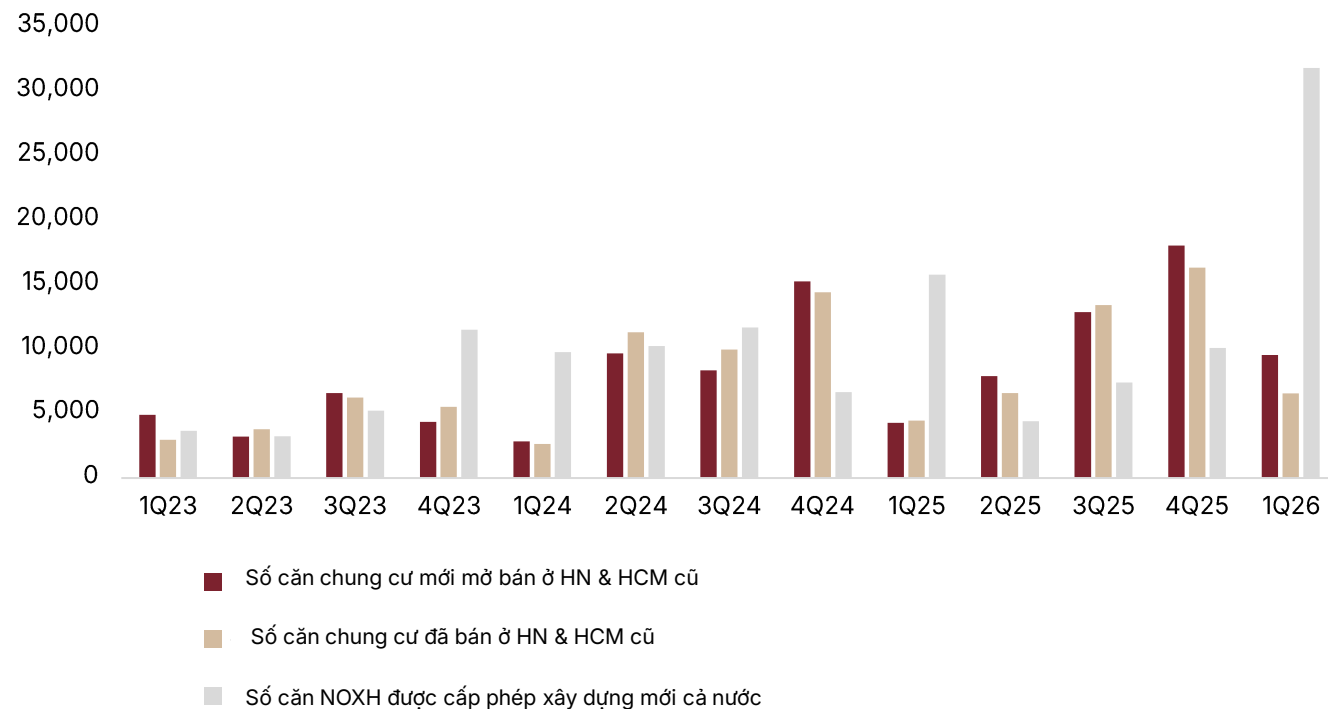


Giá bất động sản tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh nguồn cung gia tăng và thanh khoản hạn chế

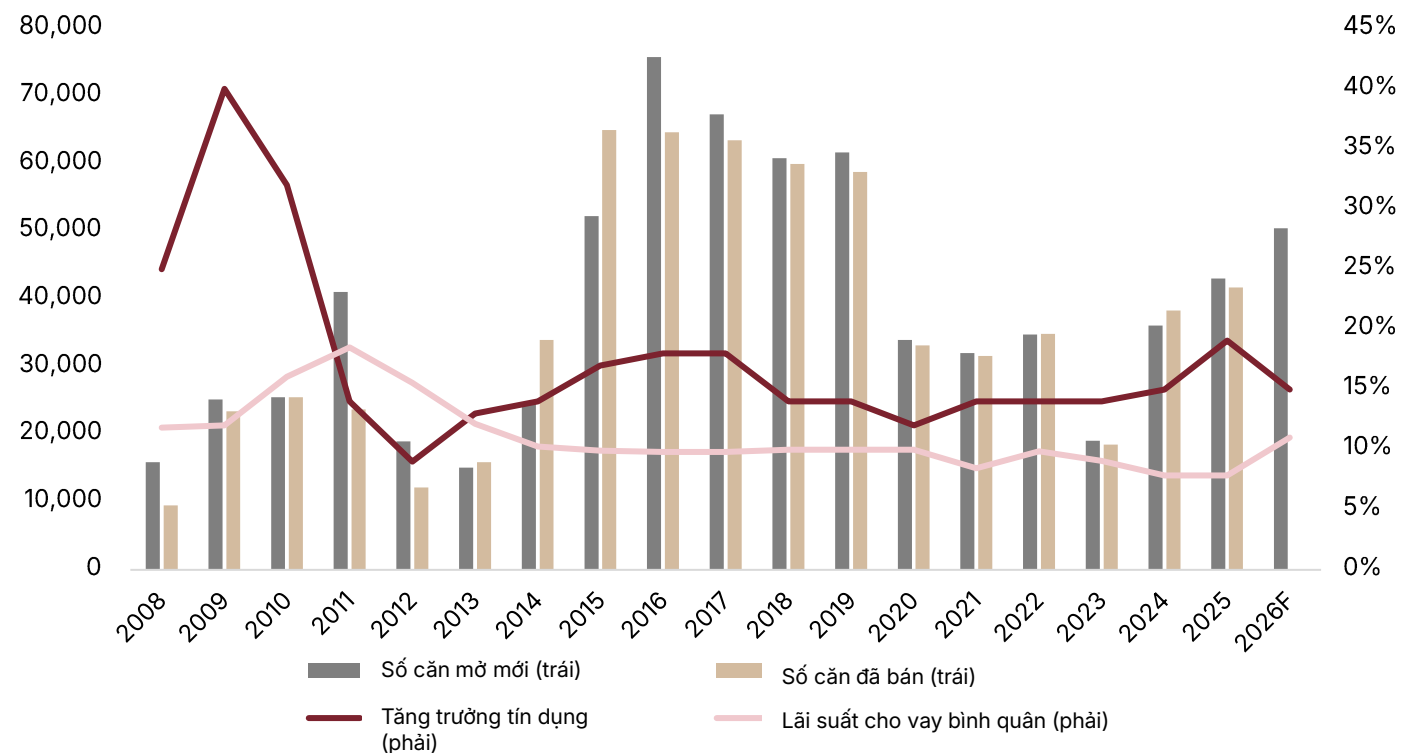
Diễn biến cung cầu: Q1/2026 ghi nhận nguồn cung sơ cấp tăng mạnh khoảng 65% svck, đạt gần 78.000 sản phẩm (theo DXS Research), trong khi tốc độ hấp thụ diễn ra chậm hơn. Tồn kho hiện tại tại các đô thị lớn chủ yếu tập trung ở phân khúc cao cấp và hạng sang, cho thấy sự lệch pha so với nhu cầu thực ở phân khúc trung cấp. Bên cạnh đó, nguồn cung dự kiến tiếp tục gia tăng từ các dự án trong tương lai có thể tạo áp lực giảm lên mặt bằng giá chung, đặc biệt tại thị trường thứ cấp.

Rủi ro điều chỉnh lãi suất vay mua nhà: Thị trường thứ cấp đang bước vào giai đoạn chuyển tiếp khi các khoản vay với lãi suất cố định 6-7% trong năm 2024 dần chuyển sang lãi suất thả nổi ở mức 12-14%, vì vậy có thể tạo áp lực lên mặt bằng giá trên thị trường thứ cấp. Đáng chú ý, tín dụng bất động sản vẫn duy trì ở mức cao, với tăng trưởng 11,5% trong 3 tháng và 46% svck, đạt khoảng 2,2 triệu tỷ đồng tính đến tháng 2, cho thấy lĩnh vực này cần tiếp tục được theo dõi chặt chẽ, đặc biệt trong bối cảnh Ngân hàng Nhà nước duy trì định hướng kiểm soát chặt tín dụng vào bất động sản.

Nguồn cung mở rộng trong khi tỷ lệ hấp thụ suy giảm



Nguồn cung mở bán mới tại Hà Nội và TP.HCM (các dự án hiện hữu)



Nguồn: CBRE, Bộ Xây dựng, SSI Research

Định giá thị trường và triển vọng lợi nhuận: Tính đến cuối tháng 4/2026, VNIndex đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 13,2x, tiệm cận mức trung bình 10 năm là 14,0x; nếu loại trừ các cổ phiếu thuộc Vingroup (VIC, VHM, VRE), mức định giá chỉ còn 10,3x. Sau tháng 4 với nhiều thông tin hỗ trợ như triển vọng nâng hạng thị trường, tăng trưởng lợi nhuận quý 1 tích cực, giá dầu điều chỉnh và các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ, tháng 5 thường là giai đoạn “trống thông tin” hơn đối với thị trường.

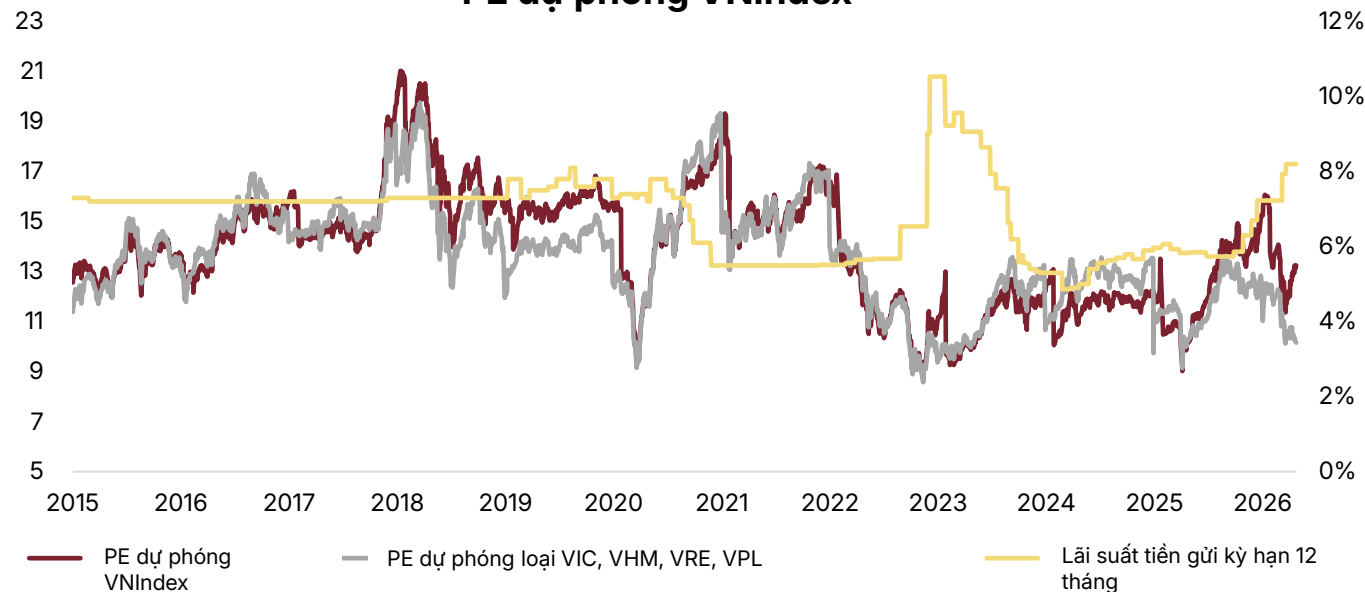
Dư nợ cho vay ký quỹ gia tăng: Tổng dư nợ cho vay ký quỹ ước đạt khoảng 424 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 3/2026, tăng 3% svqt trong quý 1 và khoảng 50% svck. Mức tăng này tương đương khoảng 35% giá trị bán ròng của khối ngoại trong cùng kỳ. Dù tăng mạnh, tỷ lệ dư nợ margin/vốn chủ sở hữu của các công ty chứng khoán vẫn ở mức kiểm soát được (~102%), nhờ các đợt tăng vốn đáng kể trong năm 2025 cùng với lợi nhuận giữ lại cao hơn. Tuy nhiên, dư nợ margin so với giá trị vốn hóa free-float trên HOSE đã tăng lên 13,4%, từ mức 12,2% cuối năm 2025 và 10,8% cuối năm 2024.

Tăng trưởng lợi nhuận có thể chững lại trong các quý tới: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại trong các quý tới, do tác động đồng thời của giá nhiên liệu và chi phí vốn duy trì ở mức cao, cùng với nền so sánh cao trong giai đoạn Q2–3/2025 (khi NPATMI toàn thị trường tăng hơn 30% svck, so với mức 21% trong Q1/2025).

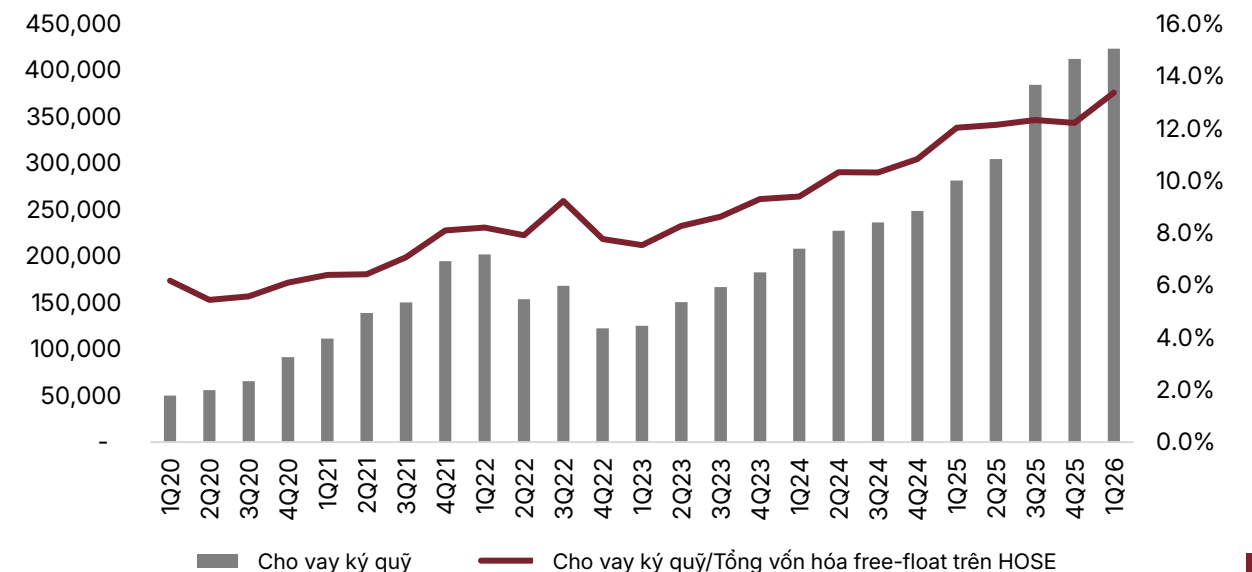
Tổng hòa các yếu tố trên có thể hạn chế dư địa tăng của thị trường và gia tăng mức độ biến động trong tháng tới. Mặc dù vậy, các nhịp điều chỉnh mạnh nếu xảy ra có thể mở ra cơ hội tích lũy cổ phiếu với mức định giá hấp dẫn hơn cho nhà đầu tư dài hạn.

Trong bối cảnh thanh khoản thường suy giảm trong tháng 5, dòng tiền có thể có xu hướng ưu tiên các cổ phiếu vốn hóa trung bình (midcap) có triển vọng lợi nhuận tích cực và định giá hấp dẫn.

PE dự phóng VNIndex



Tổng mức cho vay ký quỹ (tỷ đồng)



FTSE Russell mới đây đã ra thông báo cập nhật về danh sách cổ phiếu khả năng dựa trên điều kiện các cổ phiếu không thành phần. Danh sách mới này hiện bao gồm 23 mã, thay vì 32 mã trong báo cáo trước đây.

Ngoài ra, FTSE cũng đã cập nhật thêm về tỷ trọng ước tính của Việt Nam trong các chỉ số liên quan (dữ liệu tại ngày 31 tháng 3 2026).

	Tỷ trọng ước tính trong FTSE Global All Cap	Tỷ trọng ước tính trong FTSE Emerging All Cap	Tỷ trọng ước tính trong FTSE All-World	Tỷ trọng ước tính trong FTSE Emerging
Trước	0,037%	0,350%	0,024%	0,227%
Hiện tại	0,034%	0,329%	0,020%	0,192%

Danh sách cuối cùng sẽ được công bố trước kì review FTSE GEIS Tháng 9 2026. Các thay đổi của kỳ review bán niên này sẽ được công bố bắt đầu vào thứ 6, ngày 21 tháng 8 năm 2026.

Quỹ ETF	Chỉ số tham chiếu	Tổng tài sản (tại ngày 31/3/2026) (Triệu USD)	Tỷ trọng ước tính của Việt Nam (FTSE)	Tổng số vốn ước tính từ các quỹ ETF vào Việt Nam (Triệu USD)
Vanguard Total International Stock ETF	FTSE Global All Cap ex US	582.300	0,09%	495
Vanguard Institutional Total International Stock Market Index Trust II	FTSE Global All Cap ex US	295.800	0,09%	251
Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	FTSE Emerging Markets All Cap China A	146.300	0,329%	481
Vanguard FTSE All-World Index Fund	FTSE All-World ex US	83.900	0,04%	34
Vanguard Total World Stock ETF	FTSE Global All Cap	79.200	0,034%	27
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	FTSE All-World	65.960	0,020%	13
Tổng		1.253.460		1.301

STT	Mã CK	Vốn hóa (Triệu USD) - 4/28/2026	Vốn hóa tự do (Triệu USD) - 4/28/2026	Tổng dòng tiền ước tính (Triệu USD)	Tổng số ngày GD ước tính
1	VIC	62.577	17.146	498	14,6
2	HPG	8.082	3.960	115	3,1
3	VHM	22.756	3.413	99	3,0
4	FPT	4.880	2.391	69	3,0
5	MSN	4.214	2.161	63	3,6
6	SSI	2.614	1.830	53	2,1
7	VNM	4.830	1.594	46	5,1
8	STB	4.829	1.449	42	2,6
9	VCB	18.961	1.259	37	2,1
10	VJC	4.041	1.212	35	3,9
11	VRE	2.785	1.114	32	3,3
12	VIX	970	968	28	1,2
13	NVL	1.736	851	25	1,1
14	VCI	1.141	799	23	2,6
15	SHB	2.537	761	22	0,5
16	GEX	1.339	669	19	1,5
17	VND	930	651	19	3,0
18	KBC	1.211	594	17	4,1
19	KDH	1.082	541	16	4,1
20	BID	10.684	427	12	1,1
21	DGC	772	378	11	1,6
22	BSR	4.484	359	10	0,9
23	GEE	2.429	316	9	1,5

	Đơn vị	T9 2026	T3 2027	T6 2027	T9 2027
Tốc độ giải ngân	%	10	20	35	35
Ước tính tổng dòng tiền theo từng kỳ	Triệu USD	130	260	455	455

Việt Nam có khả năng cao được đưa vào danh sách theo dõi (Watchlist) của MSCI trong kỳ đánh giá tháng 6/2026. Hiện tại, thị trường đã đáp ứng 10/18 tiêu chí về khả năng tiếp cận thị trường của MSCI và đang tiếp tục cải thiện trên tất cả các tiêu chí còn lại.

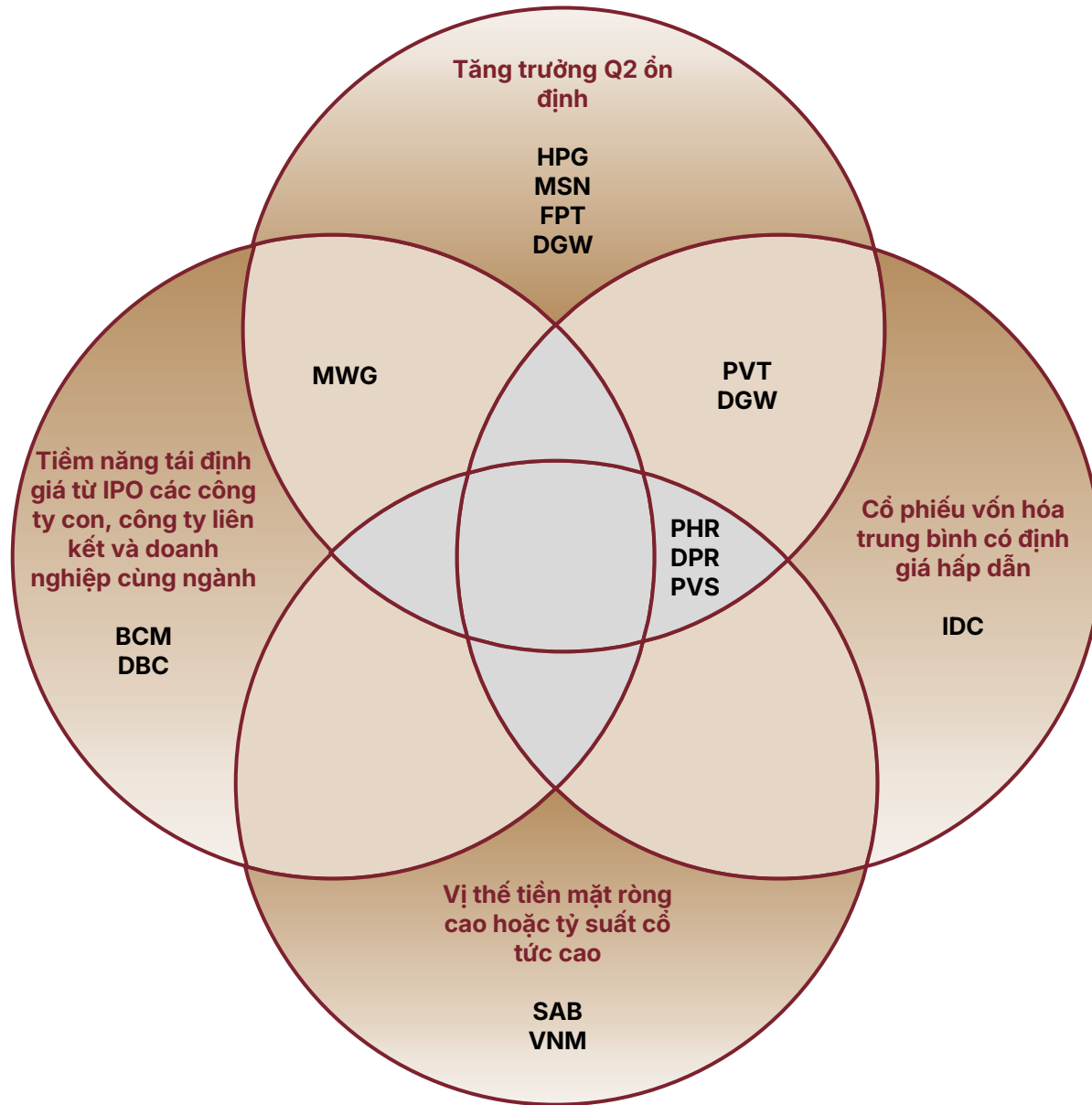
Các bước tiến đáng chú ý bao gồm việc triển khai hiệu quả cơ chế Non-Prefunding, lộ trình áp dụng cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) đang đi đúng kế hoạch, và mở rộng công cụ tạo vị thế bán thông qua hợp đồng tương lai chỉ số VN30. Đồng thời, mức độ công bố thông tin bằng tiếng Anh từ phía cơ quan quản lý và doanh nghiệp niêm yết cũng được cải thiện rõ rệt.

Về giới hạn sở hữu nước ngoài, tỷ lệ sở hữu nước ngoài thực tế trên HOSE đã tăng từ 41,4% lên 46% trong tháng 4/2026, chủ yếu nhờ các doanh nghiệp vốn hóa lớn mới niêm yết với "room ngoại" 100%. Nhờ đó, 17/18 tiêu chí của MSCI hiện đã tiệm cận mức đáp ứng cơ bản.

Thách thức còn lại chủ yếu nằm ở việc tự do hóa thị trường ngoại hối (FX). Dù đây là tiêu chí phức tạp, nhưng không phải là rào cản tuyệt đối, nhiều thị trường mới nổi hiện tại của MSCI cũng chưa hoàn toàn đáp ứng tiêu chí này. Đáng chú ý, các thảo luận gần đây về việc cho phép ngân hàng thương mại cung cấp các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá (FX hedging) được xem là tín hiệu tích cực, qua đó củng cố thêm triển vọng được đưa vào Watchlist.

	Boursa Kuwait All-share Index	Tadawul All-share Index	Qatar Exchange Index	Dubai Financial Market General	Romania Stock market (BET)
	Kuwait	Saudi Arabia	Qatar	UAE	Romania
Ngày FTSE công bố nâng hạng chính thức lên thị trường mới nổi	30/09/18	31/03/19	30/09/16	30/09/10	30/09/20
Ngày được vào MSCI Watchlist	30/06/18	30/06/18	30/06/09	30/06/09	
Thời điểm được MSCI phân loại lên thị trường mới nổi	30/05/20	30/05/19	30/05/14	30/05/14	
Các giai đoạn phân bổ vốn của MSCI	1 lần	2 lần		1 lần	Vẫn thuộc nhóm Cận biên Nâng cao

	Đơn vị	HOSE		Thị trường	
		31/12/24	31/03/26	31/12/24	31/03/26
Vốn hóa	(tỷ đồng)	204,35	299,35	281,26	368,13
Tổng SH của NĐTNN	(tỷ đồng)	84,66	137,48	110,75	160,15
	(%)	41,43%	45,93%	39,38%	43,50%
NĐTNN còn được sở hữu	(tỷ đồng)	42,69	93,61	65,71	113,26
	(%)	20,89%	31,27%	23,36%	30,77%
SHNN	(tỷ đồng)	42,01	43,9	45,13	46,95
	(%)	20,56%	14,67%	16,05%	12,75%



CP	Tiền mặt ròng/ Vốn hóa	Tiền mặt ròng/ VCSH	Thu nhập lãi thuần/ NPATMI	% Tỷ lệ sở hữu Nhà nước	% Tỷ lệ room ngoại còn lại	% Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	Vòng quay HTK (ngày)
OIL	53,6%	70,0%	64,6%	80,5%	6,3%	15,0%	8
DPR	55,6%	61,0%	35,1%	55,2%	47,0%	45,0%	105
DPM	27,3%	42,0%	30,3%	59,6%	44,4%	40,0%	69
SAB	30,6%	80,7%	21,7%	36,0%	41,5%	11,0%	46
BSR	26,3%	55,0%	20,5%	92,1%	47,6%	8,0%	39
PHR	23,5%	48,3%	21,3%	66,6%	35,3%	35,0%	102
PVS	74,1%	91,7%	16,8%	51,4%	33,0%	50,0%	30
PLX	20,0%	33,3%	17,5%	75,9%	5,7%	10,0%	19
VEA	31,7%	52,0%	12,8%	88,5%	47,6%	15,0%	161
DCM	24,2%	49,9%	11,1%	75,6%	39,3%	25,0%	111
GAS	19,9%	54,4%	9,2%	95,8%	46,9%	5,0%	14
VNM	10,8%	39,7%	11,1%	36,1%	51,1%	40,0%	62
NT2	28,7%	41,5%	9,1%	61,9%	37,6%	30,0%	19
FPT	15,2%	43,6%	9,7%	5,7%	18,2%	85,0%	18

Cổ phiếu	Luận điểm đầu tư	Giá mục tiêu (Đồng)	Tăng giá (%)	P/E			P/B			Tăng trưởng NPATMI		
				2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F
HPG	Tăng trưởng lợi nhuận mạnh 67,7% svck trong năm 2026, được thúc đẩy bởi Dung Quất 2, các biện pháp chống bán phá giá bổ sung đối với HRC hỗ trợ cả giá và sản lượng, nhu cầu xây dựng mạnh ở cả hạ tầng và nhà ở, cùng khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn dự án bất động sản tại Hưng Yên.	36.000	30,4%	15,2	13,1	9,3	1,5	1,6	1,4	75,9%	28,5%	67,7%
DGW	Tăng trưởng lợi nhuận vững chắc nhờ nhu cầu mạnh đối với laptop và thiết bị văn phòng, được hỗ trợ bởi xu hướng ứng dụng AI và mở rộng trung tâm dữ liệu. Màn hình máy gia dụng tiếp tục tăng trưởng từ nền thấp nhờ bổ sung thương hiệu/sản phẩm mới.	49.000	12,6%	19,9	15,7	13,3	3,0	2,5	2,4	25,2%	23,5%	32,0%
POW	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 được hỗ trợ bởi hiệu suất cải thiện của danh mục nhiệt điện hiện hữu và hiệu quả vận hành tại dự án Nhơn Trạch 3 & 4.	16.000	20,3%	25,3	12,7	14,5	0,9	1,1	1,0	7,1%	118,3%	27,2%
VCB	Lợi nhuận dự kiến cải thiện lên mức tăng 15,6% trong năm 2026, từ nền thấp 4,5% năm 2025. Chất lượng tài sản duy trì dẫn đầu ngành, với tỷ lệ nợ xấu (NPL) 0,58% và tỷ lệ bao nợ xấu cao nhất ngành ở mức 259%. Tiền gửi doanh nghiệp tăng 14% svck trong năm 2025, hỗ trợ trạng thái thanh khoản vững chắc.	81.700	34,6%	16,4	13,7	14,3	2,6	2,1	1,9	2,4%	4,0%	15,5%
FPT	Tăng trưởng NPATMI 15% svck được dẫn dắt bởi mảng công nghệ, chủ yếu nhờ (1) mở rộng ra thị trường nước ngoài và (2) nhu cầu trong nước gia tăng (từ khu vực công và doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt trong chuyển đổi số và các dự án liên quan đến AI).	101.600	37,9%	30,8	18,4	12,6	7,5	4,5	3,0	21,5%	19,3%	14,9%
DPR	Lợi nhuận ròng của DPR dự báo tăng 47% trong năm 2026, nhờ chuyển nhượng đất tại KCN Bắc Đồng Phú (317 ha, ~1 tỷ đồng/ha). Giá cao su dự kiến tăng 5% svck, dù sản lượng có thể giảm 8% do điều kiện thời tiết bất lợi.	45.800	8,2%	12,9	10,4	6,5	1,4	1,3	0,9	25,4%	9,9%	46,8%
DCM	Lợi nhuận có thể duy trì tăng trưởng mạnh trong Q2/26 nhờ giá urê ở mức cao. Định giá đã điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn.	53.000	26,0%	14,9	10,5	7,5	1,9	1,6	1,8	28,0%	34,9%	71,8%
TNG	Doanh thu Q1/26 tăng 29% svck và lợi nhuận ròng tăng 39% svck. Đơn hàng đã được lấp đầy đến tháng 10 trong năm có nhiều sự kiện thể thao, với giá nguyên vật liệu được khóa cho mùa Thu 2026. TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026 khoảng 6x so với trung bình 5 năm là 8x, mở ra dư địa tái định giá và suất cổ tức hấp dẫn.	23.000	8,0%	10,9	8,3	7,0	1,5	1,4	1,3	40,0%	24,1%	11,3%
PVT	Triển vọng tích cực từ mặt bằng giá cước vận tải duy trì ở mức cao, được hỗ trợ bởi nhu cầu vận chuyển tính theo tấn-dặm gia tăng trong bối cảnh nguồn cung tàu thất chặt.	26.200	17,8%	9,6	12,5	8,4	1,3	1,5	1,0	12,4%	-5,0%	23,9%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

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

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

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

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó. Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Thông tin liên hệ

Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích cổ phiếu

Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321