

CHUYỂN ĐỘNG THỊ TRƯỜNG

THÁNG 09/2026

TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TRONG MÔI TRƯỜNG LÃI SUẤT NEO CAO

Phòng Phân tích & Chiến lược thị trường

acbs_phantich@acbs.com.vn

www.acbs.com.vn

ACBS

NỘI DUNG

- 01 Tóm tắt
- 02 Những thay đổi so với tháng 7
- 03 Bối cảnh toàn cầu
- 04 Bối cảnh Việt Nam
- 05 Thị trường chứng khoán Việt Nam

Động lực tăng trưởng của Việt Nam tiếp tục được củng cố bởi sản xuất, FDI và đầu tư công, nhưng CPI tăng trở lại và mặt bằng lãi suất toàn cầu duy trì ở mức cao làm hạn chế khả năng mở rộng định giá trên diện rộng. Rủi ro năng lượng đồng thời mở rộng từ thiếu hụt công suất lọc dầu sang sự kết hợp giữa giá dầu thô cao và khan hiếm thành phẩm, trong khi rủi ro thương mại từ Hoa Kỳ vẫn tập trung ở các chuỗi sản xuất phụ thuộc nhiều vào đầu vào nhập khẩu. Vì vậy, chiến lược giao dịch Q4 tiếp tục ưu tiên cổ phiếu blue-chip có nền tảng lợi nhuận ổn định, định giá hợp lý và khả năng hưởng lợi từ nâng hạng FTSE, thay vì giải ngân trên diện rộng.

CHIẾN LƯỢC GIAO DỊCH CHO QUÝ 4/2026



- **Mặt bằng lãi suất toàn cầu khó hạ nhiệt nhanh khi các ngân hàng trung ương lớn tiếp tục ưu tiên kiểm soát lạm phát.** Fed tăng FFR 25 điểm cơ bản lên 3,75–4,00% và dự báo tháng 9 cho thấy phần lớn thành viên FOMC kỳ vọng ít nhất một lần tăng tiếp theo trong năm 2026; ECB cũng tăng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản, trong khi BOE giữ nguyên nhưng ba thành viên đã bỏ phiếu tăng lãi suất. Song song đó, Bộ Tài chính Mỹ (US Treasury) tiếp tục hỗ trợ thanh khoản ở kỳ hạn dài nhưng không thể triệt tiêu áp lực từ lạm phát, nguồn cung trái phiếu và nhu cầu vốn tư nhân. Điều này cho thấy chi phí vốn toàn cầu vẫn cao ở cả đầu ngắn lẫn đầu dài của đường cong lợi suất. Fed đã tăng 25bps với tỷ lệ 12–0; ECB nâng lãi suất tiền gửi lên 2,50%; BOE giữ 3,75% với tỷ lệ 6–3.



- **Năng lượng tiếp tục là cú sốc chi phí song đi kèm với sự phân hóa.** Brent đã quay lại trên 100 USD/thùng trong khi thiếu hụt công suất lọc dầu và tồn kho thành phẩm chưa được giải quyết. Giá diesel, xăng và nhiên liệu hàng không vì vậy có thể giảm chậm hơn dầu thô ngay cả khi rủi ro địa chính trị hạ nhiệt. Chúng tôi ưu tiên doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp từ biên lọc dầu và thận trọng với hàng không, vận tải và các ngành thâm dụng nhiên liệu.



- **Tăng trưởng Việt Nam vẫn tích cực nhưng ngày càng phụ thuộc vào đầu tư và hiệu quả sử dụng vốn.** IIP 8T26 tăng 11,9%, PMI tháng 8 đạt 53,3, FDI thực hiện đạt 17,25 tỷ USD và giải ngân đầu tư công đạt hơn 50% kế hoạch. Ngược lại, CPI tháng 8 tăng 4,89% YoY và tăng trưởng bán lẻ thực đạt 7,6%, cho thấy sức cầu hộ gia đình vẫn yếu hơn sản xuất và đầu tư. Tiền gửi VND tăng 8,77% YTD đến 22/8, cao hơn tín dụng VND 8,38%, giúp giảm áp lực thiếu hụt nguồn vốn về lượng; tuy nhiên, Fed quay lại tăng lãi suất làm thu hẹp dư địa nới lỏng của NHNN qua kênh chênh lệch lãi suất USD–VND và tỷ giá. Vì vậy, trọng tâm chính sách vẫn là điều tiết thanh khoản và cải thiện truyền dẫn tín dụng thay vì nỗ lực cắt giảm lãi suất điều hành một cách quyết liệt.



- **Chiến lược giao dịch do đó tiếp tục ưu tiên blue-chip có khả năng tạo lợi nhuận ổn định.** Trọng tâm là các cổ phiếu nằm trong hoặc có khả năng hưởng lợi từ rõ FTSE Emerging Market, có định giá hợp lý và triển vọng kinh doanh rõ ràng, tập trung vào ngân hàng có nền tảng huy động tốt, bán lẻ, thép và công nghệ. Dầu khí/lọc dầu và phân bón đóng vai trò bổ sung nhờ độ nhạy thấp hơn với chi phí vốn trong nước và rủi ro thuế quan Hoa Kỳ. Nhóm chứng khoán chuyển sang tiếp cận chọn lọc hơn, do môi trường lãi suất cao và thanh khoản thị trường còn thấp làm giảm khả năng mở rộng định giá và nhu cầu sử dụng đòn bẩy trong hoạt động giao dịch của nhà đầu tư cá nhân. Trọng tâm vẫn là doanh nghiệp có khả năng chuyển doanh thu thành EBIT, dòng tiền cũng như chứng minh hiệu quả sử dụng vốn.

DANH MỤC CHIẾN LƯỢC

❖ Danh mục khuyến nghị của ACBS năm 2026 gồm 11 mã cổ phiếu theo Báo cáo chiến lược ACBS tại ngày 07/01/2026 có mức sinh lời bình quân tính đến ngày 21/09/2026 -15,9%, so với mức biến động -3,3% của VN-Index.

❖ Trong tháng 8 và tháng 9, có 3 lần thực hiện cơ cấu danh mục như sau:

- I. Ngày 25/08/2026: Bán VPB số lượng 2.000 cp giá 26.400 đ/cp
- II. Ngày 26/08/2026: Mua VIC số lượng 590 cp giá 230.000 đ/cp
- III. Ngày 15/09/2026: Bán GAS số lượng 600 cp giá 91.400 đ/cp

Danh mục phân bổ 96% vào cổ phiếu và 4% tiền mặt



STT	MCK	Giá mục tiêu	Ngày ra BCCL 2026 (*)	Giá mua trung bình	Giá ngày 21/09/2026	KL mua	Tỷ trọng phân bổ	Lãi lỗ
1	MBB	29.000	6/1/2026	26.700	20.200	5.000	7,2%	-24,3%
2	VCB	69.300	6/1/2026	59.600	58.900	4.000	16,8%	-1,2%
3	CTG	43.972	6/1/2026	37.450	31.000	4.000	8,8%	-17,2%
4	VPB	30.000	6/1/2026	29.250	28.450	2.000	4,1%	-2,7%
5	FPT	118.000	6/1/2026	97.500	66.400	1.100	5,2%	-31,9%
6	MWG	107.000	6/1/2026	89.800	71.700	1.300	6,6%	-20,2%
7	HPG	35.700	6/1/2026	26.600	21.100	6.400	9,6%	-20,7%
8	GAS	66.600	6/1/2026	119.700	88.600	600	3,8%	-26,0%
9	SSI	31.000	6/1/2026	27.500	20.900	2.760	4,1%	-24,0%
10	MSN		6/1/2026	77.600	67.700	1.400	6,8%	-12,8%
11	DCM	52.380	6/1/2026	40.700	33.700	1.700	4,1%	-17,2%
12	POW		6/1/2026	14.900	12.550	10.000	9,0%	-15,8%
13	VIC		6/1/2026	230.000	235.000	590	9,9%	2,2%

NHỮNG THAY ĐỔI SO VỚI THÁNG 7

Chủ đề	Quan điểm tháng 7	Dữ kiện cập nhật	Diễn giải
Lãi suất toàn cầu	Giá dầu cao và lạm phát dai dẳng khiến rủi ro Fed tăng lãi suất vẫn đáng kể; lợi suất kỳ hạn dài được kỳ vọng tiếp tục chịu áp lực từ nguồn cung tài khóa và nhu cầu vốn.	Fed tăng FFR 25bps lên 3,75–4,00%, với 16/18 thành viên FOMC dự kiến ít nhất một lần tăng tiếp theo trong năm 2026. ECB tăng 25bps, đưa lãi suất tiền gửi lên 2,50%; BOE giữ ở 3,75% nhưng ba thành viên ủng hộ tăng lên 4,00%. BOJ tiếp tục quá trình bình thường hóa chính sách. US Treasury vẫn tăng cường mua lại trái phiếu dài hạn để hỗ trợ thanh khoản.	Rủi ro chi phí vốn không còn chỉ tập trung ở lợi suất dài hạn khi lãi suất chính sách cũng đã quay lại tăng. Đối với Việt Nam, điều này thu hẹp dư địa nới lỏng qua kênh USD–VND và tỷ giá nhưng chưa tạo ra nhu cầu thắt chặt trong nước; ưu tiên doanh nghiệp tạo tiền tốt, ít phụ thuộc nguồn vốn vay và ngân hàng kiểm soát tốt chi phí nguồn vốn.
Năng lượng / lọc dầu	Dòng chảy dầu thô qua Hormuz và giá dầu Brent là các biến số chính; bình thường hóa chính trị chưa được kỳ vọng sẽ tạo ra bình thường hóa về mặt nguồn cung thực tế ngay lập tức.	Brent đã trở lại trên 100 USD/thùng trong khi thiếu hụt công suất lọc dầu chưa được giải quyết. Sản lượng chế biến toàn cầu tháng 7 chỉ đạt 80,9 triệu thùng/ngày, thấp hơn khoảng 4,5 triệu thùng/ngày YoY; crack spread diesel vẫn ở mức rất cao.	Rủi ro năng lượng đã chuyển từ thiếu dầu thô sang thiếu năng lực chuyển hóa dầu thô thành thành phẩm. Vì vậy, Brent không còn phản ánh đầy đủ áp lực lên lạm phát và lợi nhuận; ưu tiên doanh nghiệp hưởng lợi từ biên lọc dầu, trong khi hàng không và các ngành thâm dụng nhiên liệu chịu bất lợi hơn.
Chu kỳ AI	CAPEX mạnh hỗ trợ tăng trưởng toàn cầu.	Tăng trưởng doanh thu tiếp tục xác nhận nhu cầu AI, nhưng khả năng sinh lời phân hóa mạnh: Anthropic đã đạt lợi nhuận hoạt động điều chỉnh dương trong Q2, trong khi OpenAI vẫn ghi nhận lỗ hoạt động lớn dù doanh thu tăng nhanh. Định giá giữa các nền tảng cũng chênh lệch đáng kể.	Nhu cầu AI ngày càng được xác nhận, nhưng khả năng sinh lời trên phần vốn đầu tư mới trở thành yếu tố phân hóa chính. Chúng tôi vẫn tích cực với chu kỳ đầu tư AI, nhưng ưu tiên doanh nghiệp đã chuyển CAPEX thành mức sử dụng, doanh thu và dòng tiền thay vì các mô hình tăng trưởng phụ thuộc vào định giá và nguồn vốn bên ngoài.
Nguồn vốn tại Việt Nam	Tín dụng tăng nhanh hơn tiền gửi và thanh khoản liên ngân hàng căng.	Đến 22/8, tiền gửi VND tăng 8,77% YTD, vượt tăng trưởng tín dụng VND 8,38%. Tuy nhiên, ngân hàng vẫn sử dụng thêm trái phiếu, vốn ngoại và các nguồn vốn thay thế để hỗ trợ tăng trưởng bằng cân đối.	Khoảng cách về lượng giữa tiền gửi và tín dụng đã thu hẹp, nhưng áp lực chưa biến mất mà chuyển sang giá vốn, kỳ hạn và chất lượng nguồn vốn. Do đó, không nên đánh giá ngân hàng chỉ qua tăng trưởng tín dụng; khả năng duy trì NIM, chất lượng tài sản và cấu trúc nguồn vốn sẽ tạo ra mức độ phân hóa lớn hơn.
Tăng trưởng Việt Nam	Tích cực nhưng phụ thuộc vào đầu tư công.	IIP 8T26 tăng 11,9% YoY, PMI tháng 8 đạt 53,3; FDI thực hiện đạt 17,25 tỷ USD (+12,0%) và giải ngân đầu tư công đạt 50,5% kế hoạch. Ngược lại, bán lẻ thực chỉ tăng 7,6% và CPI tháng 8 tăng lên 4,89% YoY.	Động lực tăng trưởng Q3 vẫn mạnh nhờ sản xuất, FDI và đầu tư công, nhưng chi phí để duy trì tốc độ tăng trưởng đang cao hơn. Áp lực năng lượng và vốn hạn chế dư địa nới lỏng tiền tệ diện rộng, củng cố chiến lược lựa chọn doanh nghiệp có khả năng chuyển tăng trưởng vĩ mô thành lợi nhuận và dòng tiền.

NHỮNG THAY ĐỔI SO VỚI THÁNG 7

Chủ đề	Quan điểm tháng 7	Dữ kiện cập nhật	Diễn giải
Mục 301	Rủi ro chính sách thương mại tiềm tàng.	Biện pháp Section 301 về lao động cưỡng bức đã có hiệu lực, trong khi USTR chưa công bố kết luận hoặc đề xuất biện pháp đối với điều tra dư thừa công suất tính đến 11/9. Song song đó, Hoa Kỳ tiếp tục tăng cường kiểm soát xuất xứ và trung chuyển.	Thời điểm công bố biện pháp tiếp theo vẫn chưa chắc chắn, nhưng rủi ro cấu trúc đối với mô hình sản xuất dựa nhiều vào đầu vào nhập khẩu chưa giảm. Tác động sẽ phân hóa mạnh theo ngành và doanh nghiệp; ưu tiên các chuỗi sản xuất có tỷ lệ giá trị gia tăng nội địa cao, nguồn gốc đầu vào minh bạch và khả năng đáp ứng quy tắc xuất xứ.
Lợi nhuận cổ phiếu	Định giá cải thiện sau nhịp bán tháo, trong khi nhà đầu tư vẫn chờ Q2 xác nhận lợi nhuận.	LNST Q2 toàn thị trường tăng 51% YoY; loại bất động sản vẫn tăng khoảng 30%, còn nhóm phi tài chính không bao gồm bất động sản tăng khoảng 40%. Tuy nhiên, CAPEX, nợ vay và chi phí lãi tăng với tốc độ rất khác nhau giữa các doanh nghiệp.	Q2 xác nhận lợi nhuận doanh nghiệp vẫn hỗ trợ thị trường, nhưng mức tăng tổng thể che giấu sự phân hóa lớn về hiệu quả sử dụng vốn. Lựa chọn cổ phiếu nên tập trung vào tăng trưởng EBIT, chuyển hóa lợi nhuận thành dòng tiền và ROIC thay vì chỉ dựa trên tốc độ tăng LNST.
Thanh khoản thị trường	Thanh khoản mỏng và khối ngoại bán ròng hạn chế việc tái định giá trên diện rộng.	Dư nợ margin vẫn ở vùng cao trong khi thanh khoản khớp lệnh thấp hơn đáng kể so với 1H26 và hiệu suất chỉ số tập trung vào một số cổ phiếu vốn hóa lớn. Điều này làm độ sâu thị trường không tương xứng với quy mô đòn bẩy.	Đòn bẩy cao trên một thị trường có độ sâu thấp làm tăng biên độ biến động ở cấp độ cổ phiếu hơn là tạo rủi ro mất khả năng thanh toán mang tính hệ thống. Thanh khoản, free float và mức độ tập trung vị thế vì vậy cản trở thành tiêu chí bắt buộc khi lựa chọn cổ phiếu, đặc biệt ở nhóm đã tăng mạnh.
FTSE	Chất xúc tác cho 2H26.	FTSE đã công bố danh sách cuối cùng gồm 27 cổ phiếu Việt Nam cho đợt cơ cấu đầu tiên; ACBS ước tính khoảng 215 triệu USD nhu cầu mua thụ động. Quy mô dòng vốn tập trung đáng kể vào một số bluechip lớn.	Nâng hạng là chất xúc tác ở cấp độ cổ phiếu, không đủ để tạo một đợt định giá lại toàn thị trường. Ưu tiên các bluechip đủ điều kiện FTSE mà dòng vốn thụ động chỉ đóng vai trò bổ sung cho định giá hấp dẫn và nền tảng lợi nhuận; tránh mua chỉ dựa trên kỳ vọng được thêm vào chỉ số.

BỐI CẢNH TOÀN CẦU



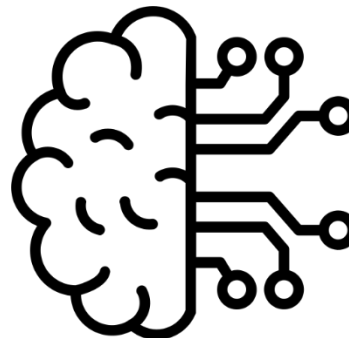
ĐỊA CHÍNH TRỊ VÀ DẦU THÔ

- Thiếu hụt thượng nguồn và hạ nguồn cùng tồn tại, khiến giá xăng dầu, nhiên liệu thành phẩm khó giảm nhanh.



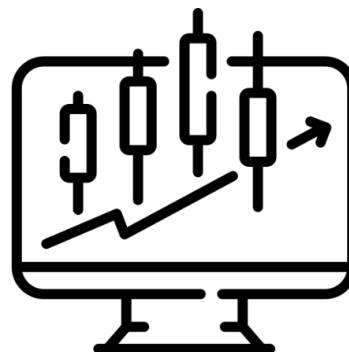
CỤC DỰ TRỮ LIÊN BANG VÀ BỘ TÀI CHÍNH MỸ

- Fed quay lại tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát; Bộ Tài chính chỉ có thể giảm căng thẳng thanh khoản ở TPCP kỳ hạn dài, không thể triệt tiêu chi phí vốn cao.



TRÍ TUỆ NHÂN TẠO

- Nhu cầu ứng dụng AI trong đời sống và công việc liên tục gia tăng; hiệu quả sử dụng vốn và cấu trúc tài trợ trở thành phép thử mới đối với làn sóng đầu tư vào AI.



CÁC LỚP TÀI SẢN

- Ưu tiên tài sản có dòng tiền, bảng cân đối lành mạnh và ít phụ thuộc nguồn vốn vay khi cả lãi suất ngắn hạn và lợi suất dài hạn đều duy trì cao.

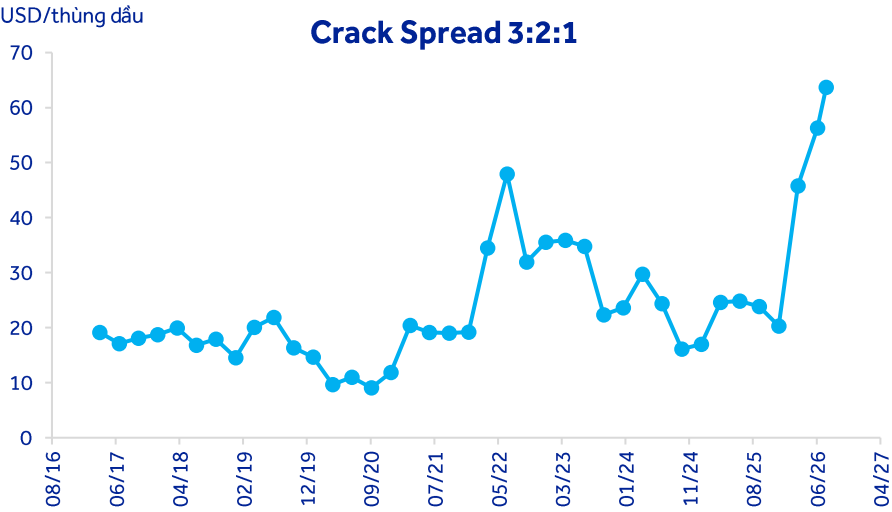
DẦU THÔ VÀ CRACK SPREAD CÙNG DUY TRÌ Ở MỨC CAO



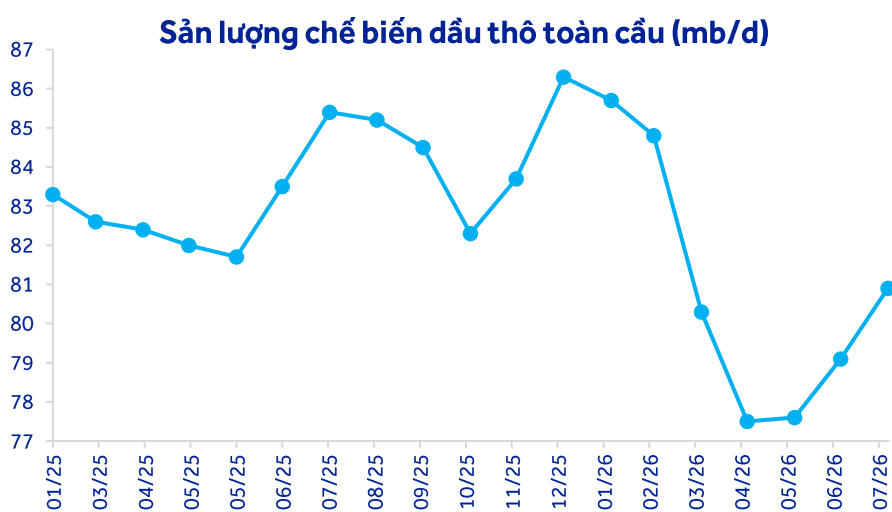
ĐỊA CHÍNH TRỊ VÀ DẦU THÔ

Giá dầu thô và crack spread nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao và biến động mạnh trong ngắn hạn khi rủi ro nguồn cung Trung Đông và tình trạng thiếu công suất lọc dầu cùng tồn tại.

- **Brent đã quay lại trên 100 USD/thùng, trong khi hệ thống lọc dầu toàn cầu vẫn chưa phục hồi đủ để tái tạo tồn kho diesel, nhiên liệu phản lực và xăng.** Điều này khiến giá thành phẩm có thể giảm chậm hơn dầu thô ngay cả khi hoạt động vận tải qua Hormuz cải thiện. Dữ liệu tháng 7 cho thấy sản lượng lọc dầu toàn cầu thấp hơn khoảng 4,5 triệu thùng/ngày so với cùng kỳ, trong khi crack spread diesel Mỹ đã vượt 100 USD/thùng trong tháng 8 — bằng chứng cho thấy phần bù khan hiếm công suất lọc dầu vẫn lớn.
- **Đối với Việt Nam, Dung Quất và Nghi Sơn giúp giảm rủi ro thiếu hụt vật lý nhưng không loại bỏ kênh truyền dẫn giá, do dầu thô và một phần thành phẩm vẫn phải nhập khẩu.** Biên lọc dầu cao hỗ trợ BSR, trong khi hàng không, vận tải, xây dựng và các hoạt động thâm dụng nhiên liệu chịu áp lực chi phí. Vì vậy, chúng tôi ưu tiên tiếp cận năng lượng qua doanh nghiệp hưởng lợi từ biên lọc dầu thay vì đặt cược đơn thuần vào hướng đi của Brent.
- **Do đó, diễn biến hiện tại chỉ nghiêng chiều hướng hạ nhiệt bền vững khi nguồn cung dầu thô Trung Đông ổn định đồng thời với công suất chạy nhà máy, xuất khẩu thành phẩm và tồn kho sản phẩm chưng cất phục hồi.**



Nguồn: Bloomberg, ACBS



Nguồn: IEA, ACBS

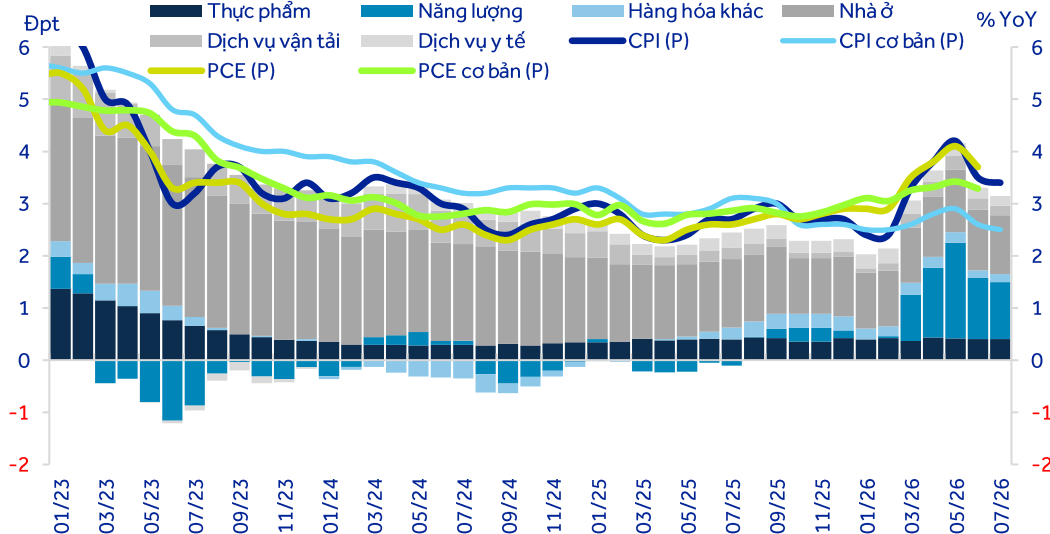
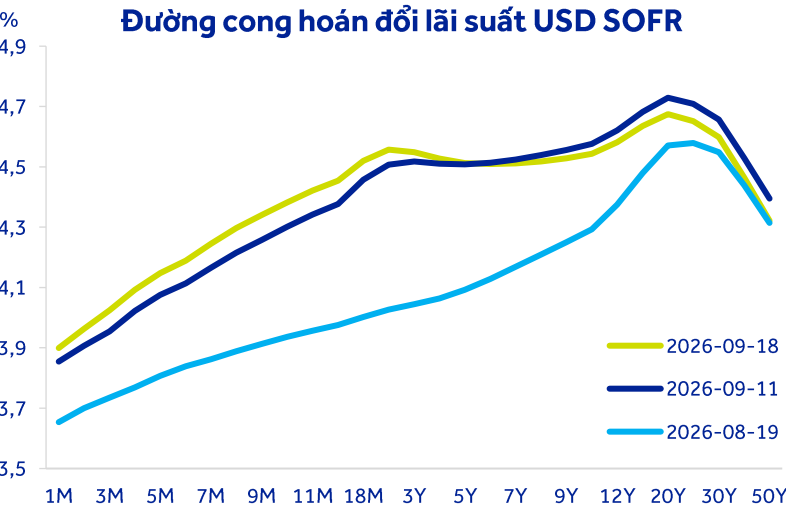
FED QUAY LẠI TĂNG LÃI SUẤT; TREASURY CHỈ CÓ THỂ GIẢM ÁP LỰC THANH KHOẢN Ở KỲ HẠN DÀI



FED VÀ BỘ TÀI CHÍNH MỸ

Kịch bản cơ sở vẫn là Fed giữ FFR ở 3,50–3,75%, trong khi lợi suất dài hạn duy trì cao hơn do lạm phát, nguồn cung trái phiếu và nhu cầu vốn tư nhân.

- Fed tăng FFR 25 điểm cơ bản lên 3,75–4,00%, lần tăng đầu tiên kể từ năm 2023, với tỷ lệ đồng thuận 12–0. Bản tóm tắt dự phóng kinh tế (SEP) tháng 9 đồng thời nâng trung vị lãi suất liên bang (FFR) cuối năm 2026 lên 4,1%, trong khi 16/18 thành viên dự kiến ít nhất một lần tăng lãi suất nữa trong năm nay. Quan trọng hơn, Fed hiện đánh giá áp lực giá không chỉ đến từ năng lượng và các cú sốc nguồn cung mà còn từ sức chi tiêu nội địa, năng suất và đầu tư vốn vẫn mạnh. Nền kinh tế vì vậy được đánh giá đủ sức hấp thụ điều kiện tiền tệ thắt chặt hơn.
- Điều này không phủ nhận vai trò của các chương trình mua lại trái phiếu của US Treasury. Quy mô mua lại kỳ hạn dài đã được nâng lên, giúp cải thiện thanh khoản và hạn chế các đợt bán tháo mất trật tự; tuy nhiên, công cụ này không thể bù đắp mức FFR cao hơn, nguồn cung trái phiếu lớn hoặc phần bù kỳ hạn do lạm phát và nhu cầu vốn. Cơ chế hiện tại vì vậy chặt hơn so với tháng 8: lãi suất chính sách đang tăng trong khi nhóm tài sản kỳ hạn dài vẫn chịu áp lực mang tính cấu trúc.
- Chiến lược phù hợp tiếp tục là ưu tiên doanh nghiệp tạo dòng tiền, ít phụ thuộc tái cấp vốn và có khả năng duy trì hiệu suất sinh lời tốt trong bối cảnh chi phí vốn neo cao; thận trọng với tài sản có kỳ hạn dài và định giá phụ thuộc vào kỳ vọng lãi suất giảm.



Nguồn: Bloomberg, ACBS



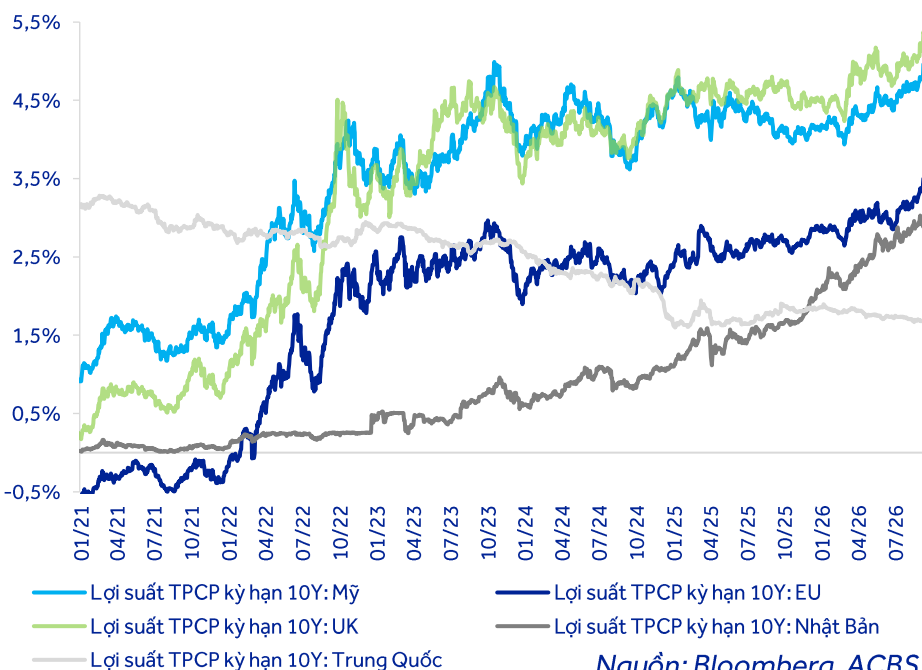
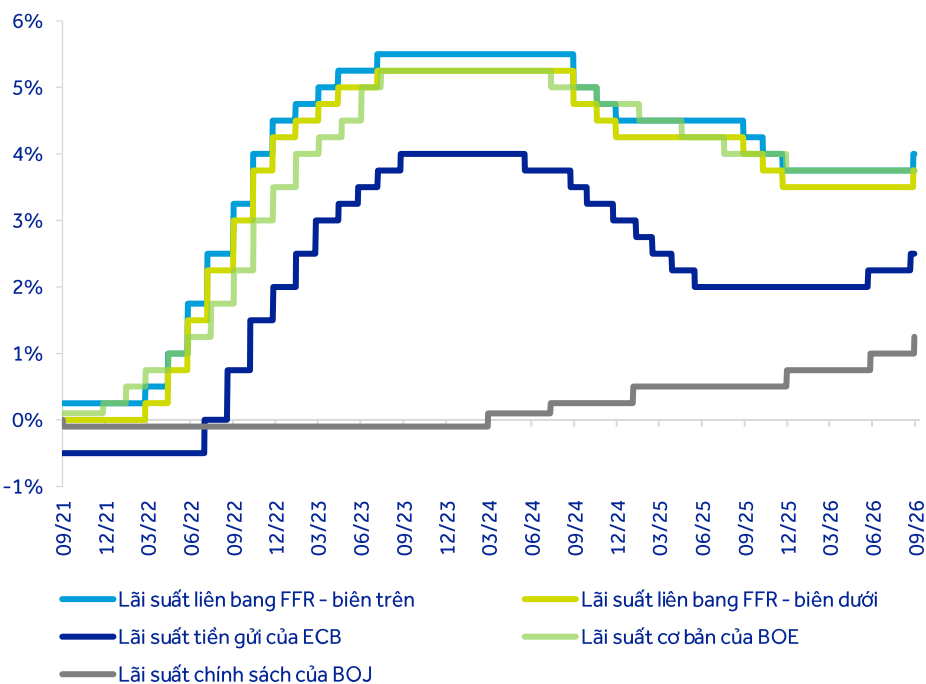
CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG LỚN ĐANG THẮT CHẶT VÌ NHỮNG LÝ DO KHÁC NHAU, NHƯNG CÙNG GIỮ CHI PHÍ VỐN TOÀN CẦU Ở MỨC CAO



TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

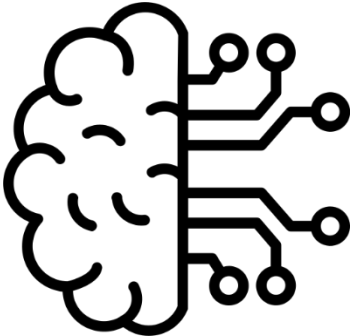
Lợi suất trái phiếu chính phủ tiếp tục tăng mạnh trên toàn cầu nhưng bức tranh tổng thể lại có sự phân hóa rõ rệt.

- **Mỹ và Eurozone đã chuyển sang tăng lãi suất, trong khi BOE duy trì trạng thái thắt chặt và BOJ tiếp tục bình thường hóa chính sách.** Fed tăng FFR khi tăng trưởng, đầu tư và cầu nội địa vẫn đủ mạnh để duy trì áp lực giá; ECB tăng lãi suất do cú sốc năng lượng kéo dài khiến lạm phát dự kiến cao hơn mục tiêu lâu hơn; BOE giữ Bank Rate ở 3,75% nhưng đánh giá rủi ro lạm phát nghiêng mạnh hơn về phía tăng, với ba thành viên đã ủng hộ một lần tăng lãi suất. Nhật Bản đi theo hướng khác về điểm xuất phát nhưng cùng chiều về chính sách khi BOJ tiếp tục rời khỏi chế độ lãi suất cực thấp.
- **Trung Quốc vẫn là ngoại lệ, khi nhu cầu tín dụng và tiêu dùng yếu giữ lợi suất ở mức thấp.** Vì vậy, chính sách tiền tệ toàn cầu không hoàn toàn đồng bộ, nhưng nguồn vốn quốc tế khó quay nhanh về môi trường lãi suất thấp. Đối với Việt Nam, điều này vừa giới hạn khả năng mở rộng P/E, vừa làm tăng độ nhạy của tỷ giá và nâng ngưỡng lợi suất cần thiết đối với các dự án sử dụng nhiều vốn.



Nguồn: Bloomberg, ACBS

NHU CẦU ỨNG DỤNG AI TĂNG MẠNH; HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN SẼ LÀ PHÉP THỦ MỚI



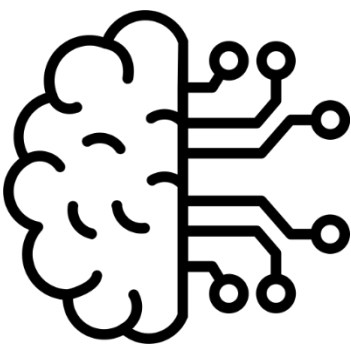
TRÍ TUỆ NHÂN TẠO

Lãi suất dài hạn liên tục neo cao làm tăng kỳ vọng tăng trưởng của hạ tầng AI.

- **Trung tâm dữ liệu, phát điện, nâng cấp lưới, hạ tầng mạng, làm mát và năng lực bán dẫn tiếp tục hỗ trợ đầu tư cố định ngay cả khi các lĩnh vực nhạy với hộ gia đình và công nghiệp truyền thống suy yếu.** Các ước tính công khai từ giới phân tích vẫn phản ánh một chu kỳ CAPEX đặc biệt lớn của các hyperscaler trong năm 2026 và khoảng 920 tỷ USD chi tiêu trong năm 2027 ngay cả sau khi tốc độ tăng trưởng bình thường hóa. Điều này giải thích vì sao hoạt động kinh tế tổng thể của Mỹ nhìn chung mạnh mẽ hơn những gì dữ liệu việc làm và tiêu dùng riêng lẻ phản ánh: kinh tế truyền thống và tổ hợp đầu tư vốn AI đang vận hành ở hai tốc độ khác nhau.
- **Bên cạnh đó, nhu cầu ứng dụng AI tiếp tục được xác nhận thông qua tăng trưởng doanh thu thần tốc tại các doanh nghiệp hàng đầu.** Trong đó, Anthropic đạt 4,73 tỷ USD doanh thu trong Q1/2026 và hơn 11,5 tỷ USD trong Q2, so với chỉ 787 triệu USD trong Q2/2025, trong khi công ty báo cáo lợi nhuận hoạt động điều chỉnh dương trong quý. OpenAI xác nhận sự bùng nổ về nhu cầu nhưng cũng cho thấy vì sao nhu cầu đơn thuần vẫn chưa đủ để hình thành thước đo đầu tư. Công ty ghi nhận khoảng 5,7 tỷ USD doanh thu trong Q1 và 6,7 tỷ USD trong Q2, trong khi doanh thu thường niên được báo cáo đã vượt 40 tỷ USD vào tháng 8. Tuy nhiên, biên gộp Q1 chỉ 39%, lỗ hoạt động khoảng 9,3 tỷ USD trong Q1 và mở rộng lên khoảng 12,3 tỷ USD trong Q2. Anthropic và OpenAI vì vậy cùng tạo tăng trưởng doanh thu đặc biệt cao nhưng có cấu trúc hoạt động khác nhau.
- **Do đó, phép thử trong thời gian tới sẽ xoay quanh khả năng chuyển đổi doanh thu thành lợi nhuận và dòng tiền bền vững.** Điều này khiến luận điểm đầu tư dần dịch chuyển về việc đo lường hiệu suất sử dụng hạ tầng, biên lợi nhuận và tốc độ hoàn vốn của hàng trăm tỷ USD CAPEX trong toàn hệ sinh thái.

Doanh nghiệp	Dữ kiện	Kết quả hoạt động	Định giá/doanh thu khả dụng gần nhất	Diễn giải
Anthropic	>11,5 tỷ USD doanh thu Q2; doanh thu thường niên hóa tháng 7 >65 tỷ USD	Lợi nhuận hoạt động điều chỉnh dương trong Q2	Định giá tháng 5 965 tỷ USD ; khoảng 14,8x doanh thu thường niên tháng 7	Nhu cầu được xác nhận mạnh; biến số còn lại là chuyển hóa biên lợi nhuận bền vững và kỷ luật chi phí compute.
OpenAI	6,7 tỷ USD doanh thu Q2; doanh thu thường niên hóa tháng 8 >40 tỷ USD	Lỗ hoạt động Q2 12,3 tỷ USD ; biên gộp Q1 39%	Định giá tháng 3 852 tỷ USD ; khoảng 21x doanh thu thường niên hóa tháng 8	Doanh thu là có thật, nhưng kinh tế hoạt động vẫn âm sâu; các cam kết hạ tầng phải được xác nhận bằng mở rộng biên lợi nhuận trong tương lai.
MiniMax	79 triệu USD doanh thu FY2025	Biên gộp 25,4% ; lỗ điều chỉnh khoảng 3,2x doanh thu	Khoảng 82x doanh thu 2025 tại mức tham chiếu IPO	Nền doanh thu nhỏ hơn đi kèm rủi ro co hẹp bộ số định giá lớn hơn nhiều.
Moonshot / DeepSeek	ARR được báo cáo ở mức hàng trăm triệu USD	Công bố lợi nhuận đã kiểm toán còn hạn chế	Khoảng 100x+ ARR tại một số mức định giá tư nhân	Rủi ro bong bóng lớn nhất có thể nằm ở các định giá tư nhân hạng hai.

BÀI TOÁN VỀ TÍN DỤNG VÀ MỨC ĐỘ KHAI THÁC HẠ TẦNG



TRÍ TUỆ NHÂN TẠO

Lãi suất dài hạn liên tục neo cao làm tăng kỳ vọng tăng trưởng của hạ tầng AI.

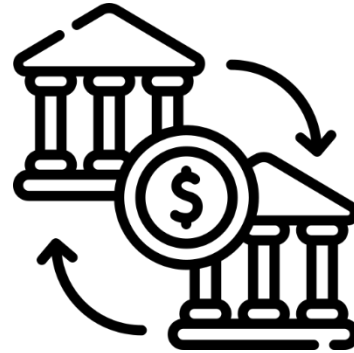
- **Chu kỳ AI ngày càng liên quan trực tiếp tới thị trường tín dụng khi trung tâm dữ liệu và doanh nghiệp công nghệ sử dụng nhiều hơn trái phiếu, khoản vay hợp vốn và vốn tư nhân để tài trợ hạ tầng.** Khi lợi suất dài hạn tăng, cùng một dự án phải đạt tỷ lệ sử dụng và biên lợi nhuận cao hơn mới tạo ra mức sinh lời đủ bù chi phí vốn. Nếu hiệu quả đầu tư thấp hơn kỳ vọng, tác động có thể lan từ định giá cổ phiếu công nghệ sang tín dụng doanh nghiệp và chuỗi bán dẫn.
- Đối với Việt Nam, lợi ích trực tiếp vẫn tập trung ở các doanh nghiệp có doanh thu AI/số hóa thực tế như FPT và một số hạ tầng điện/số; tác động rộng hơn tới VN-Index chủ yếu đi qua mặt bằng lãi suất chiết khấu toàn cầu. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực có chọn lọc đối với AI, nhưng không sẵn sàng cân nhắc mức định giá cao nếu tăng trưởng EBIT và dòng tiền không theo kịp CAPEX.

Kịch bản	Triển vọng	Hàm ý
Bùng nổ đầu tư hiệu quả; định giá hấp thụ qua tăng trưởng	Doanh thu vẫn rất mạnh nhưng giảm tốc; biên lợi nhuận cải thiện không đồng đều; bội số định giá chủ yếu hạ xuống nhờ mẫu số doanh thu/lợi nhuận tăng.	Duy trì quan điểm tích cực với hạ tầng chiến lược và các doanh nghiệp hỗ trợ đã có lợi nhuận; độ rõ của nhu cầu và sức khỏe bảng cân đối quan trọng hơn mức độ gắn với chủ đề AI.
Đòn bẩy hoạt động theo hướng tích cực	Agent và công cụ lập trình duy trì tốc độ ứng dụng rất cao; hiệu quả sinh lời tương tự Anthropic lan rộng sang nhiều nhà cung cấp.	CAPEX hiện tại cho năng lực tính toán và bán dẫn được chứng minh về hiệu quả kinh tế; bội số định giá cao có thể duy trì lâu hơn.
Phân bổ vốn kém hiệu quả	Cạnh tranh giá làm co biên mô hình; tỷ lệ sử dụng thấp hơn kỳ vọng; hỗ trợ tài trợ ngày càng cần thiết để duy trì nhu cầu.	Áp lực xuất hiện trước ở khả năng huy động vốn, trung tâm dữ liệu, hạ tầng đòn bẩy cao trước khi nhu cầu công nghệ suy giảm diện rộng.



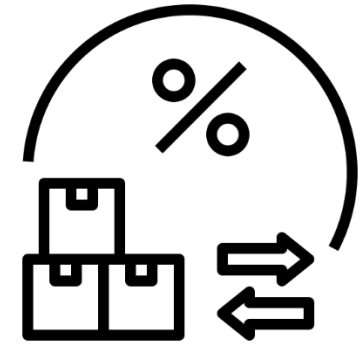
TĂNG TRƯỞNG & CÁC RÀNG BUỘC

- Sản xuất, FDI, doanh số bán lẻ thực và đầu tư công đều hỗ trợ kết quả tăng trưởng GDP trong Q3. Yếu tố cần theo dõi sẽ là cần bao nhiêu tín dụng và đầu tư công để duy trì tốc độ đó ở các quý tiếp theo.



HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

- Thanh khoản ngắn hạn đã cải thiện khi tăng trưởng tiền gửi VND bắt kịp tín dụng, nhưng ràng buộc chuyển sang chi phí và kỳ hạn nguồn vốn. Fed quay lại tăng lãi suất đồng thời làm thu hẹp dư địa nới lỏng trong nước qua kênh tỷ giá, khiến vai trò của OMO, điều chỉnh rào cản kỹ thuật và chất lượng nền huy động trở nên quan trọng hơn.
- Tăng trưởng tín dụng năm 2026 vẫn có thể được duy trì, nhưng NIM và khả năng mở rộng bảng cân đối sẽ phân hóa ngày càng mạnh theo chất lượng nguồn vốn.



THƯƠNG CHIẾN

- Thuế liên quan đến lao động cưỡng bức đang áp dụng có thể nằm trong phạm vi kiểm soát được đối với nhiều nhóm xuất khẩu lớn; tuy nhiên, cuộc điều tra dư thừa công suất chưa kết thúc hiện là rủi ro lớn hơn, vì có thể tác động trực tiếp tới chính mô hình sản xuất liên kết với Trung Quốc.

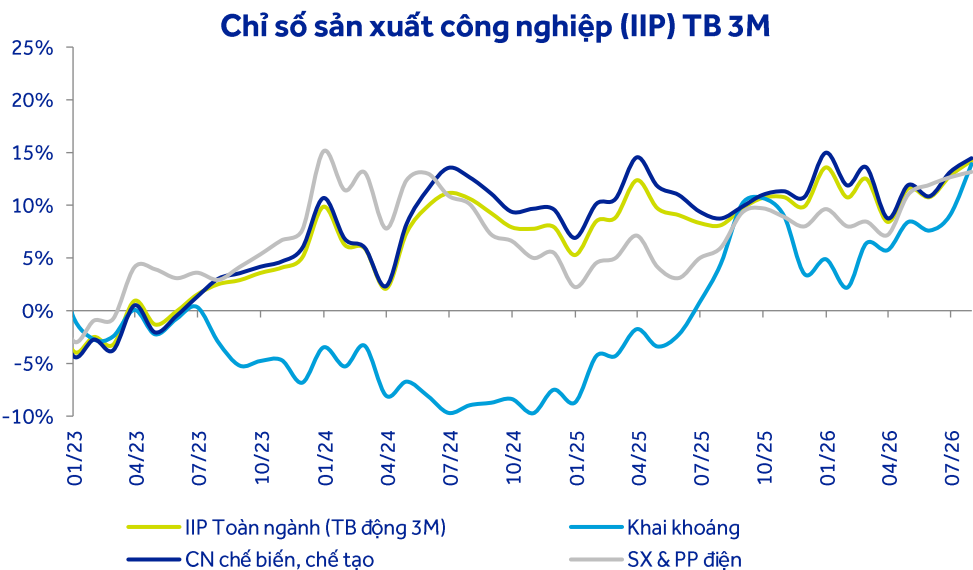
NỀN TẢNG TĂNG TRƯỞNG 3Q26 TIẾP TỤC ĐƯỢC Củng Cố, SONG NGÀY CÀNG THÂM DỤNG VỐN



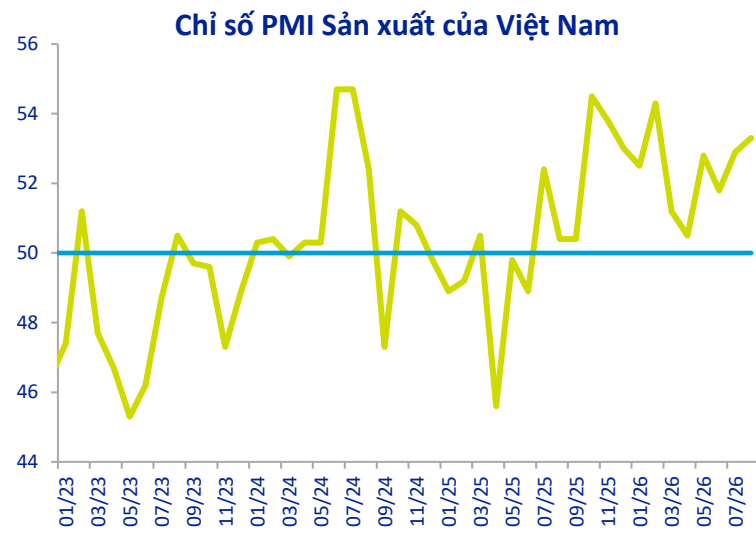
TĂNG TRƯỞNG & CÁC RÀNG BUỘC

Sản xuất, FDI, doanh số bán lẻ thực và đầu tư công đều hỗ trợ kết quả tăng trưởng GDP trong Q3.

- **Dữ liệu tháng 8 tiếp tục phù hợp với kết quả tăng trưởng GDP khởi sắc trong Q3.** Sản xuất công nghiệp tăng 14,4% YoY và PMI sản xuất vẫn nằm trong vùng mở rộng. Doanh số bán lẻ thực tăng 7,6% trong 8 tháng đầu năm, cho thấy sức mua tiêu dùng tiếp tục chịu áp lực bởi lạm phát song vẫn có tín hiệu suy yếu rõ rệt. FDI đăng ký đạt khoảng 40,63 tỷ USD (+55% YoY) và FDI thực hiện khoảng 17,25 tỷ USD (+12% YoY), hỗ trợ cả hình thành năng lực sản xuất lẫn cán cân ngoại hối.
- **Nút thắt lọc dầu toàn cầu không đảo ngược kịch bản tăng trưởng Q3, nhưng làm tăng chi phí để đạt mức tăng trưởng kỳ vọng.** Năng lực lọc dầu trong nước giúp giảm rủi ro thiếu hụt thành phẩm, song dầu thô và thành phẩm nhập khẩu vẫn truyền sự khan hiếm quốc tế vào mặt bằng chi phí trong nước. Số liệu tháng 3-4 cho thấy khối lượng nhập khẩu thành phẩm xăng dầu tăng khoảng 17% YoY trong khi giá trị nhập khẩu tăng khoảng 144%, cho thấy hiệu ứng giá có thể làm lệch cán cân nhập khẩu nhanh hơn rất nhiều so với thay đổi về nhu cầu vật lý. Một cú sốc kéo dài ở crack spread diesel/nhiên liệu bay vì vậy sẽ đồng thời gây sức ép lên thu nhập thực của hộ gia đình, biên lợi nhuận của hoạt động vận tải và chi phí xây dựng trong bối cảnh Việt Nam đồng thời đẩy mạnh chính sách tài khóa và tín dụng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tăng trưởng do đó có thể duy trì ở mức cao, nhưng điều kiện của tăng trưởng trở nên kém thuận lợi hơn đối với lạm phát và biên lợi nhuận doanh nghiệp.



Nguồn: NSO, ACBS



Nguồn: S&P Global



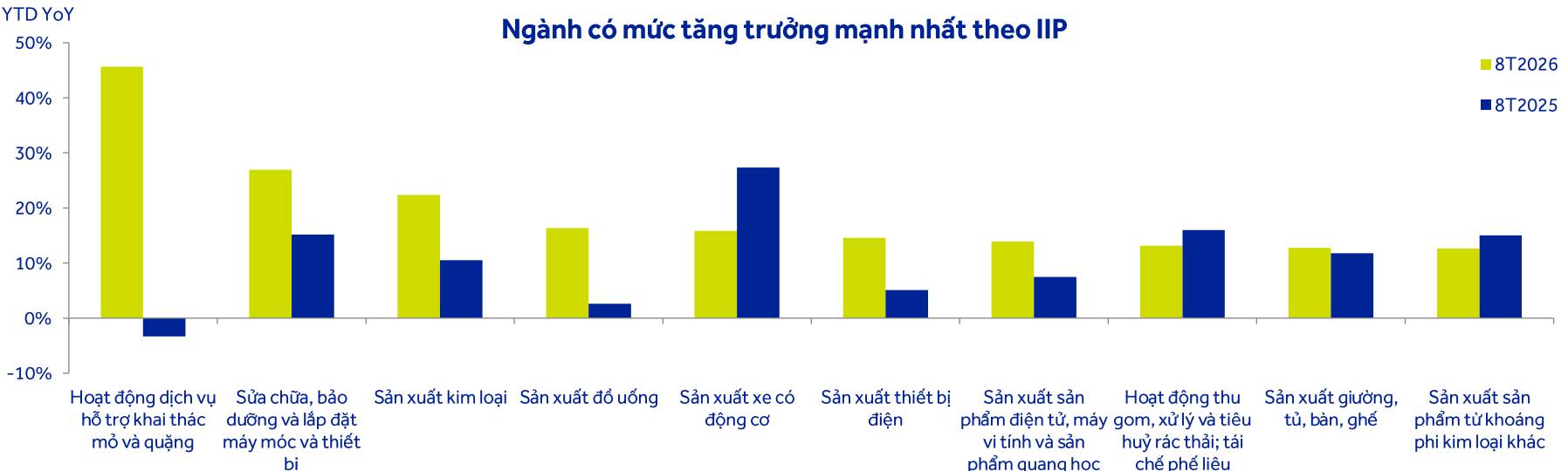
ĐẦU TƯ CÔNG ĐÃ CHUYỂN TỪ ĐỘNG LỰC THÀNH ĐIỀU KIỆN CẦN ĐỂ ĐẠT MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG



TĂNG TRƯỞNG & CÁC RÀNG BUỘC

Yếu tố cần theo dõi sẽ là cần bao nhiêu tín dụng và đầu tư công để duy trì tốc độ đó ở các quý tiếp theo.

- Sau tám tháng, giải ngân đầu tư công đạt khoảng 50% kế hoạch năm, tăng từ 12% trong tháng 3. Riêng tháng 8 ghi nhận gần 88 nghìn tỷ đồng giải ngân. Điều này có ý nghĩa lớn đối với Q3 khi mục tiêu tăng trưởng cả năm không thể đạt được chỉ nhờ xuất khẩu và tiêu dùng hộ gia đình. Chi tiêu hạ tầng ngày càng trở thành cầu nối giữa tăng trưởng tín dụng và lực cầu của nền kinh tế.
- Kênh truyền dẫn sang lợi nhuận không diễn ra đồng đều giữa các ngành. Thép và xi măng xác nhận nhu cầu sản lượng trước; nhà thầu ghi nhận lợi nhuận muộn hơn khi backlog chuyển thành khối lượng nghiệm thu; khu công nghiệp, logistics và bất động sản hưởng lợi với độ trễ dài hơn thông qua kết nối hạ tầng và giá trị đất. Vì vậy, đối với lựa chọn cổ phiếu, biến số quan trọng sẽ là tốc độ dự án thực sự chuyển thành doanh thu và dòng tiền.
- Kịch bản cơ sở của chúng tôi vẫn tích cực đối với tăng trưởng Q3. Kịch bản giảm tốc qua đó yêu cầu đơn hàng xuất khẩu, giải ngân đầu tư công và tín dụng trong nước cùng suy yếu — điều chưa xuất hiện trong dữ liệu hiện tại. Rủi ro vĩ mô đáng chú ý hơn là tăng trưởng mạnh ngày càng được tài trợ thông qua một hệ thống ngân hàng vốn đã sử dụng đòn bẩy cao trước khi làn sóng đầu tư hiện tại bắt đầu.



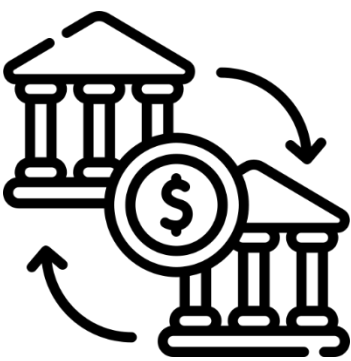
Nguồn: NSO, ACBS

VĨ MÔ THÁNG 8/2026: TĂNG TRƯỞNG GIỮ ĐÀ, DƯ ĐỊA TIỀN TỆ THU HỢP

- **Các yếu tố cần theo dõi:**
- GDP Việt Nam trong 1H2026 tăng tốc lên 8,18% YoY, được dẫn dắt bởi tăng trưởng 8,39% YoY trong Q2/2026 — từ 7,63% trong Q2/2025 — đánh dấu mức tăng trưởng nửa đầu năm cao nhất trong nhiều năm gần đây. Sản xuất tăng mạnh là động lực chính, đóng góp 47,2% vào tăng trưởng tổng giá trị gia tăng (GVA), so với 42,0% trong 1H2025. Kết quả này đặc biệt quan trọng khi một số động lực truyền thống bắt đầu chậm lại: doanh số bán lẻ thực gần như đi ngang sau khi loại trừ lạm phát, cán cân thương mại ghi nhận mức thâm hụt lịch sử và Việt Nam đối mặt nguy cơ thuế quan từ Mỹ liên quan đến cuộc điều tra dư thừa công suất chưa hoàn tất.
 - Dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực với đầu tư công như động lực then chốt trong 2H2026, bởi giải ngân vốn đầu tư công lũy kế chỉ đạt khoảng 513 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 31/8, tương đương 41,9% kế hoạch cả năm do Thủ tướng giao. Phần lớn vốn phân bổ vẫn chưa được giải ngân, trong khi Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm trên 10%, hàm ý 2H2026 cần tăng trưởng gần 11,9%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tiến độ triển khai dự án tăng tốc trong những tháng còn lại sẽ là trụ cột chính để đạt mục tiêu vĩ mô cả năm.

Dữ liệu hàng tháng	T8/25	T9/25	T10/25	T11/25	T12/25	T01/26	T02/26	T03/26	T04/26	T05/26	T06/26	T07/26	T08/26
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) (n/n)	8,90%	12,74%	10,80%	9,13%	10,10%	21,54%	0,60%	7,20%	9,88%	8,79%	12,71%	15,36%	14,41%
Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI)	50,4	50,4	54,5	53,8	53,0	52,5	54,3	51,2	50,5	52,8	51,8	52,9	53,3
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (n/n)	10,59%	11,27%	7,23%	7,15%	9,81%	9,32%	8,48%	12,05%	12,06%	11,83%	14,80%	14,48%	14,95%
CPI cơ bản (n/n)	3,19%	3,18%	3,30%	3,28%	3,21%	3,19%	3,74%	3,96%	4,66%	4,67%	4,50%	4,63%	4,55%
CPI (n/n)	3,24%	3,38%	3,25%	3,58%	3,48%	2,53%	3,35%	4,65%	5,46%	5,60%	4,69%	4,45%	4,89%
Kim ngạch xuất khẩu (% n/n)	-11,48%	-0,21%	-10,23%	-8,36%	4,10%	30,13%	6,26%	20,58%	21,56%	17,98%	28,09%	24,98%	26,01%
Kim ngạch nhập khẩu (% n/n)	33,92%	38,85%	34,13%	31,29%	43,36%	49,61%	4,42%	27,76%	32,36%	33,79%	45,19%	41,42%	37,90%
Cán cân thương mại (tỷ USD)	3,7	2,8	2,6	1,1	-0,7	-1,8	-1,0	-0,7	-3,3	-5,2	-2,6	-3,6	-0,1
FDI giải ngân (tỷ USD)	1,8	3,4	2,5	2,3	4,0	1,7	1,5	2,2	2,0	2,4	3,3	2,2	2,1
FDI đăng ký (tỷ USD)	1,7	2,0	2,5	1,4	3,8	2,4	3,2	7,0	2,7	5,3	7,8	3,0	2,4
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn NSNN (nghìn tỷ VNĐ, YTD)	463,2	549,1	640,2	735,1	850,7	44,6	84,5	133,2	187,1	258,1	343,3	441,0	546,8

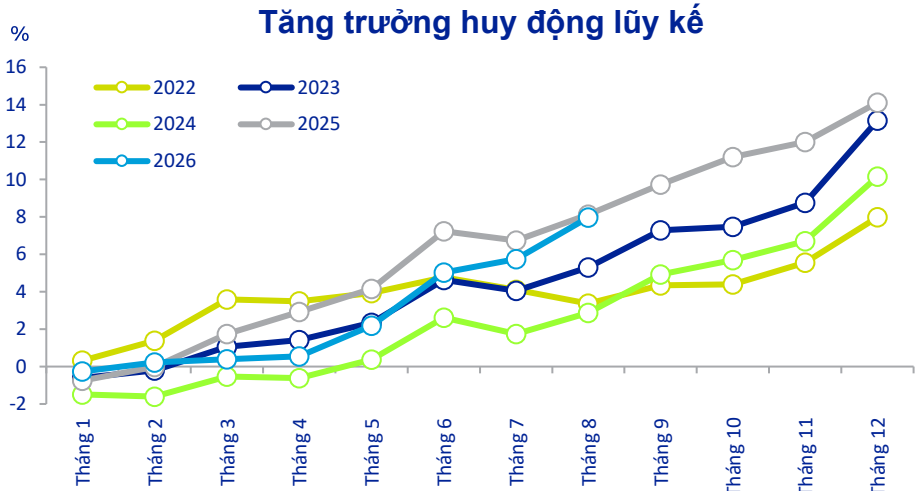
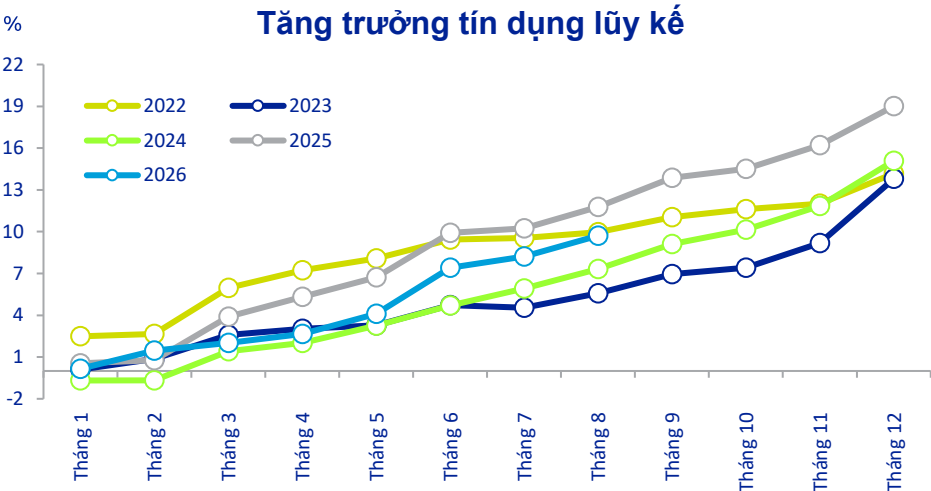
HỆ THỐNG NGÂN HÀNG: ÁP LỰC CHUYỂN TỪ THIẾU HỤT NGUỒN VỐN VỀ LƯỢNG SANG CHI PHÍ VÀ KỲ HẠN



HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Hệ thống ngân hàng đang tìm kiếm nguồn vốn dài hạn từ các khoản vay nợ vốn nước ngoài

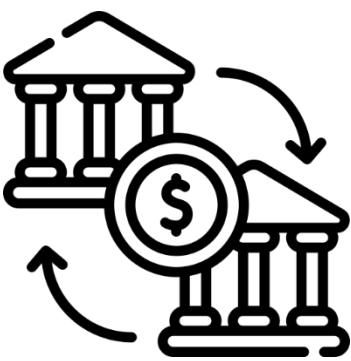
- Đến ngày 22/8, tiền gửi VND tăng 8,77% YTD, nhỉnh hơn tăng trưởng tín dụng VND 8,38%, cho thấy khoảng thiếu hụt nguồn vốn về lượng ghi nhận đầu tháng đã phần lớn được thu hẹp. Thanh khoản ngắn hạn cũng được hỗ trợ bởi tiền gửi Kho bạc, điều tiết OMO và dòng tiền dần quay trở lại hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, áp lực về nguồn vốn dài hạn vẫn còn hiện hữu khi lãi suất huy động kỳ hạn từ 6 tháng đến trên 12 tháng vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt trên diện rộng trong khi các ngân hàng thương mại đã chủ động phát hành 23,2 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp (kỳ hạn bình quân 5-8 năm) với lãi suất danh nghĩa bình quân 8,9% trong tháng 8.
- Việc ngân hàng sử dụng trái phiếu, vốn vay quốc tế và các nguồn vốn thay thế vì vậy nên được nhìn như một phần của quản trị cơ cấu nguồn vốn trong bối cảnh nhu cầu vốn cho tín dụng trung-dài hạn và đầu tư công vẫn còn rất cao. Sau khi Fed tăng lãi suất, chi phí vốn USD và rủi ro tỷ giá cũng tăng lên tương đối, làm giảm lợi thế của nguồn vốn ngoại đối với các ngân hàng hoặc doanh nghiệp không có nguồn thu ngoại tệ tự nhiên. Khả năng duy trì tăng trưởng tín dụng vì vậy phụ thuộc ngày càng nhiều vào chất lượng huy động, kỳ hạn nguồn vốn, NIM và chất lượng tài sản hơn là chỉ vào tốc độ tăng tiền gửi.



Nguồn: SBV, MOF, ACBS



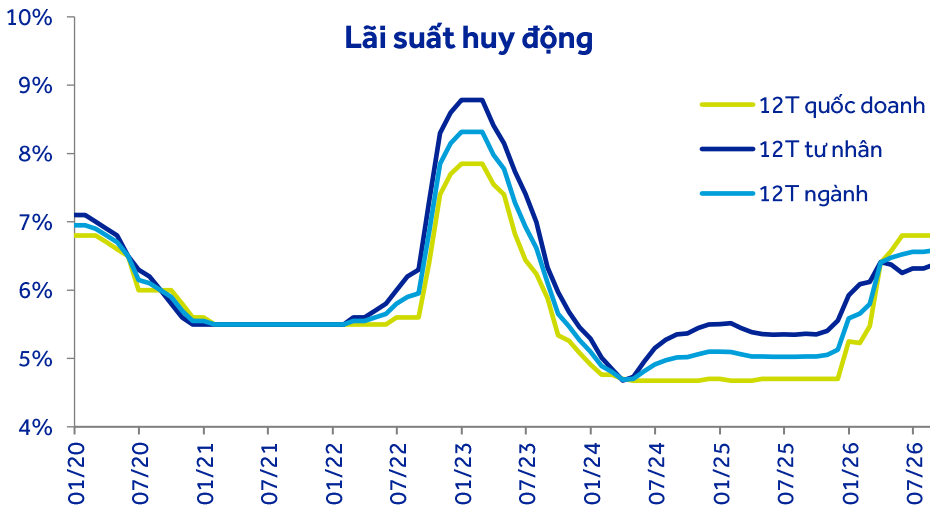
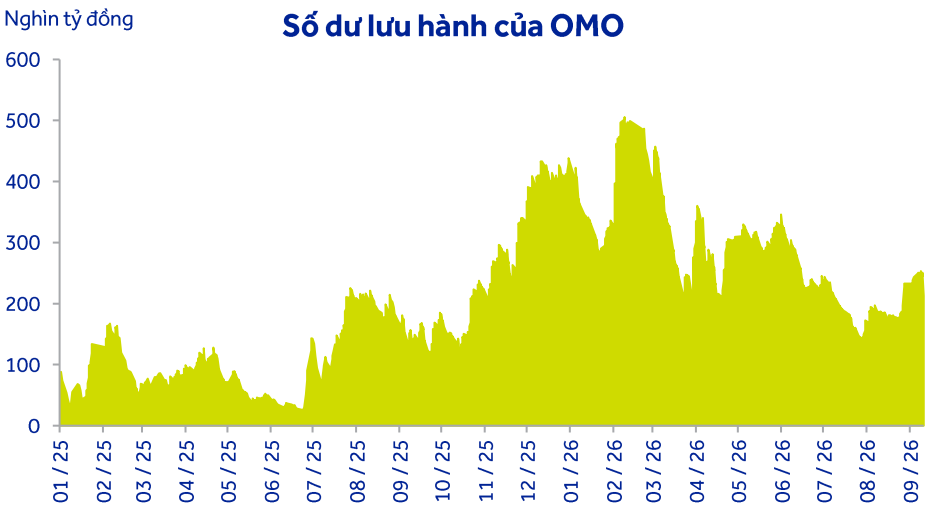
HỆ THỐNG NGÂN HÀNG: NƠI LÒNG RÀO CẢN KỸ THUẬT ĐÓNG VAI TRÒ CẦU NỐI CHO CHU KỲ ĐẦU TƯ



HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

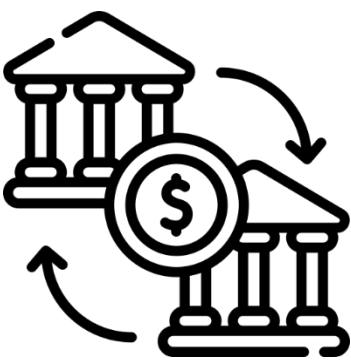
Nơi lòng các rào cản kỹ thuật đang đóng vai trò tài trợ cầu nối cho chu kỳ đầu tư.

- **Phản ứng chính sách phù hợp với cách diễn giải trên.** Thông tư 25 nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn mà ngân hàng được phép sử dụng cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 40% kể từ 1/7. Sau đó, Quyết định 1743 nâng tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước được tính vào mẫu số LDR từ 20% lên 50% kể từ 1/8. Không biện pháp nào tạo thêm tiền gửi hộ gia đình. Cả hai đều cho phép bảng cân đối hiện hữu hỗ trợ thêm tín dụng trước khi các ràng buộc quy định trở thành điểm nghẽn.
- Những thay đổi này hợp lý trong một nền kinh tế yêu cầu ngân hàng tài trợ hạ tầng, mở rộng doanh nghiệp và mục tiêu tăng trưởng trung hạn hai chữ số. Điều này làm giảm rủi ro thiếu hụt tạm thời nguồn tiền gửi kỳ hạn dài buộc ngân hàng phải hạn chế tín dụng đúng lúc đầu tư công và tư nhân tăng tốc. Theo nghĩa đó, đây là một đặc điểm của khung chính sách năm 2026 hơn là bằng chứng về một phản ứng khủng hoảng.
- **Đánh đổi nằm ở thời gian.** Nâng tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung dài hạn làm tăng mức chuyển đổi kỳ hạn được phép. Công nhận nhiều tiền gửi Kho bạc hơn trong LDR cải thiện chỉ số quy định ngay cả khi kinh tế thực của nguồn vốn chưa thay đổi. Các biện pháp này vì vậy mua thêm thời gian để dự án tạo dòng tiền và nền tiền gửi bắt kịp; nhưng chúng không làm hệ thống giảm đòn bẩy. Chính sách hoạt động tốt nhất nếu GDP danh nghĩa, dòng tiền dự án và tiết kiệm dài hạn tăng đủ nhanh trong 12–18 tháng tới để xác nhận lượng tín dụng bổ sung tạo ra trong năm 2026.



Nguồn: FiinPro, ACBS

HỆ THỐNG NGÂN HÀNG: TỶ LỆ TÍN DỤNG/GDP CAO HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG 2026 NHƯNG LÀM TĂNG RỦI RO CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN TRUNG HẠN



HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Tín dụng/GDP cao là một dạng “tính năng” của năm 2026 — và trở thành rủi ro trung hạn nếu chu kỳ đầu tư không tạo ra lợi suất như kỳ vọng.

- **Việt Nam bước vào chu kỳ hiện tại với quy mô tín dụng ngân hàng vốn đã rất cao.** IMF ước tính tín dụng tương đương khoảng 136% GDP năm 2024, LDR trên 100%, tài sản thanh khoản chỉ bằng 7,8% tổng tài sản vào giữa năm 2024 và hệ số vốn thấp hơn nhiều quốc gia trong khu vực. Tín dụng tăng nhanh trong năm 2025 và tiếp tục là công cụ trung tâm trong chiến lược tăng trưởng của Chính phủ năm 2026. Yếu tố cần theo dõi sẽ là đòn bẩy mới đang được bổ sung trước khi hệ thống tài chính có thể hoàn toàn “hấp thụ” phần di sản của khủng hoảng bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2022–2023.
- **Di sản đó vẫn hiện diện trong chất lượng tài sản.** IMF ghi nhận nợ xấu trên bảng cân đối ở mức 5,3% trong tháng 3/2025, cao đáng kể so với 2,3% năm 2022, trong khi mức độ dễ tổn thương của doanh nghiệp vẫn tập trung ở bất động sản. Năm 2026, các ngân hàng được yêu cầu tài trợ một chu kỳ hạ tầng và đầu tư mới trong khi một phần tài sản bất động sản có tốc độ luân chuyển thấp từ chu kỳ trước vẫn nằm trên bảng cân đối hoặc trong quá trình tái cơ cấu. Vì vậy, cùng một lượng tín dụng mới hiện được tạo ra từ bộ đệm hấp thụ tổn thất mỏng hơn so với một chu kỳ lành mạnh.
- **Kinh nghiệm quốc tế càng nhấn mạnh sự khác biệt.** Tây Ban Nha trở nên dễ tổn thương trước rủi ro hệ thống với tỷ trọng bất động sản lớn, phụ thuộc nguồn vốn rẻ và suy giảm nguồn vốn xảy ra đồng thời. Australia và Canada duy trì đòn bẩy khu vực tư nhân cao trong thời gian dài hơn nhờ cơ cấu kỳ hạn nguồn vốn, bộ đệm thanh khoản, vốn và tiêu chuẩn thẩm định tín dụng mạnh hơn. Việt Nam hiện nằm giữa hai trường hợp: nền kinh tế tăng trưởng nhanh, khả năng tiếp cận vốn nước ngoài cải thiện qua thời gian và dòng vốn FDI mạnh mẽ, nhưng hệ thống tài trợ phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng, bộ đệm vốn mỏng hơn và thị trường vốn phi ngân hàng như trái phiếu doanh nghiệp và chứng khoán vẫn chưa theo kịp nhu cầu vốn của nền kinh tế. Điều này khiến cường độ sử dụng tín dụng cao có thể được kiểm soát trong ngắn hạn nhưng nhạy cảm hơn khi dòng tiền dự án hoặc triển vọng phục hồi của ngành bất động sản không đạt kỳ vọng.
- **Kết luận của chúng tôi vì vậy bất đối xứng theo thời gian.** Trong năm 2026, tăng trưởng tín dụng chủ yếu là cơ chế ngăn một nút thắt nguồn vốn làm giảm đầu tư và suy yếu tăng trưởng GDP. Sang năm 2027, cùng chính sách đó trở thành rủi ro ổn định tài chính nếu tín dụng tiếp tục tăng nhanh hơn thu nhập danh nghĩa, các dự án kỳ hạn dài không tạo dòng tiền đủ nhanh hoặc chất lượng tài sản bất động sản lại xấu đi. Chỉ báo rủi ro quá đó sẽ không phải tỷ lệ tín dụng/GDP năm riêng lẻ; mà là sự kết hợp giữa tăng trưởng tín dụng cao trong thời gian dài, chi phí vốn tăng và chi phí tín dụng/nợ xấu mới hình thành trở lại.

RỦI RO MỤC 301 TẬP TRUNG Ở NHÓM CÔNG NGHIỆP XUẤT KHẨU; DỊCH VỤ TRONG NƯỚC ÍT CHỊU ẢNH HƯỞNG TRỰC TIẾP



MA TRẬN THUẾ QUAN

- **Tính đến ngày 22/9, USTR vẫn chưa công bố kết luận điều tra hoặc đề xuất biện pháp xử lý đối với vụ việc liên quan đến dư thừa công suất.** Tuy nhiên, rủi ro đối với Việt Nam chưa biến mất; vấn đề cần theo dõi hiện nay không còn là một mức thuế chung áp lên toàn bộ hàng hóa Việt Nam, mà là phạm vi ngành hàng có thể bị nhắm tới và mức độ siết chặt kiểm tra xuất xứ.
- **Nhóm có mức độ nhạy cảm cao nhất gồm điện tử và linh kiện điện, máy móc thiết bị, kim loại – dây cáp và một số sản phẩm nhựa, hóa chất.** Đây là các ngành vừa có tỷ trọng xuất khẩu sang Hoa Kỳ lớn, vừa sử dụng nhiều linh kiện và nguyên liệu nhập từ Trung Quốc, đồng thời nằm gần nhóm ngành mà USTR quan tâm trong cuộc điều tra về dư thừa công suất.
- **Dệt may, da giày, gỗ và đồ nội thất có cấu trúc rủi ro khác.** Các ngành này không phải trọng tâm của câu chuyện dư thừa công suất công nghiệp, nhưng phụ thuộc lớn vào thị trường Hoa Kỳ và có thể chịu ảnh hưởng nếu Washington tăng cường kiểm tra xuất xứ, tỷ lệ giá trị gia tăng tạo ra tại Việt Nam hoặc tình trạng sử dụng nguyên liệu có nguồn gốc từ Trung Quốc. Đối với thủy sản, rủi ro lớn hơn vẫn nằm ở các biện pháp phòng vệ thương mại theo từng mặt hàng.
- **Ở chiều ngược lại, điện, viễn thông và các dịch vụ phục vụ chủ yếu thị trường trong nước gần như không chịu tác động trực tiếp từ thuế quan.** Vì vậy, chúng tôi không cho rằng Mục 301 là lý do để giảm tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trên diện rộng. Nhà đầu tư nên tập trung vào mức độ phụ thuộc vào thị trường Hoa Kỳ, tỷ lệ nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc, khả năng chứng minh xuất xứ Việt Nam và khả năng chuyển chi phí sang khách hàng của từng doanh nghiệp.

Nhóm ngành	Rủi ro trực tiếp	Tác động lan tỏa	Nhận định chính
Điện tử / linh kiện điện	Rất cao	Cao	Xuất khẩu sang Hoa Kỳ lớn; phụ thuộc đáng kể vào linh kiện, đầu vào từ Trung Quốc.
Máy móc / thiết bị công nghiệp	Rất cao	Cao	Nằm sát phạm vi điều tra dư thừa công suất; mức độ liên kết với chuỗi cung ứng Trung Quốc cao.
Kim loại / dây cáp / sản phẩm công nghiệp	Cao	Cao	Nhạy cảm với chính sách thương mại của Hoa Kỳ và kiểm tra nguồn gốc đầu vào.
Nhựa / hóa chất	Cao	Trung bình	Rủi ro tập trung ở các mặt hàng có liên hệ rõ với chuỗi nguyên liệu Trung Quốc.
Dệt may / da giày / gỗ	Trung bình	Cao	Phụ thuộc lớn vào nhu cầu Hoa Kỳ; rủi ro chủ yếu đến từ kiểm tra xuất xứ và hàm lượng giá trị gia tăng.
Thủy sản	Thấp–Trung bình	Trung bình	Nhạy cảm với thị trường Hoa Kỳ, nhưng rủi ro chính vẫn là biện pháp phòng vệ thương mại theo mặt hàng.
KCN / logistics	Thấp	Cao	Không chịu thuế trực tiếp nhưng có thể bị ảnh hưởng nếu FDI hoặc sản lượng xuất khẩu chậm lại.
Ngân hàng	Thấp	Trung bình	Tác động gián tiếp qua khách hàng xuất khẩu, KCN, logistics và chất lượng tài sản.
Điện / viễn thông / dịch vụ nội địa	Rất thấp	Thấp	Doanh thu chủ yếu trong nước; ít chịu ảnh hưởng trực tiếp từ thay đổi thuế quan của Hoa Kỳ.
Điện tử / linh kiện điện	Rất cao	Cao	Xuất khẩu sang Hoa Kỳ lớn; phụ thuộc đáng kể vào linh kiện, đầu vào từ Trung Quốc.
Máy móc / thiết bị công nghiệp	Rất cao	Cao	Nằm sát phạm vi điều tra dư thừa công suất; mức độ liên kết với chuỗi cung ứng Trung Quốc cao.
Kim loại / dây cáp / sản phẩm công nghiệp	Cao	Cao	Nhạy cảm với chính sách thương mại của Hoa Kỳ và kiểm tra nguồn gốc đầu vào.

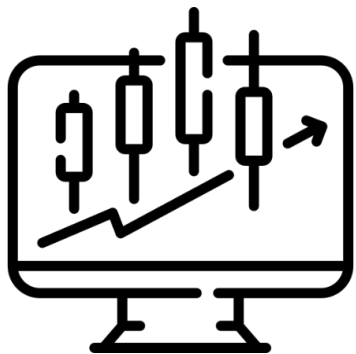
RỦI RO LỚN HƠN NẪM Ở TÁC ĐỘNG LAN TỎA ĐẾN FDI, KHU CÔNG NGHIỆP, LOGISTICS VÀ TÍN DỤNG



CÚ SỐC KHÔNG DỪNG Ở NHÀ XUẤT KHẨU

- **Tác động của Mục 301 không dừng ở các doanh nghiệp trực tiếp xuất hàng sang Hoa Kỳ.** Trong 8T26, khu vực FDI chiếm hơn 80% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, trong khi Trung Quốc vẫn là nguồn nhập khẩu lớn nhất. Vì vậy, nếu Hoa Kỳ áp thuế hoặc siết quy định xuất xứ đối với các chuỗi sản xuất sử dụng nhiều đầu vào từ Trung Quốc, tác động có thể lan sang quyết định đầu tư và tổ chức chuỗi cung ứng của các tập đoàn FDI tại Việt Nam.
- Kênh truyền dẫn có thể diễn ra theo trình tự như sau: hàng xuất khẩu mất lợi thế giá hoặc phải thay đổi nguồn đầu vào → doanh nghiệp điều chỉnh kế hoạch sản xuất và đầu tư → nhu cầu thuê đất khu công nghiệp và sản lượng hàng qua cảng chậm lại → nhu cầu vốn lưu động và dòng tiền của doanh nghiệp suy yếu → chất lượng tín dụng và việc làm chịu áp lực → tiêu dùng trong nước bị ảnh hưởng nếu cú sốc kéo dài.
- Vì vậy, khu công nghiệp, logistics và ngân hàng tuy gần như không chịu thuế trực tiếp vẫn có thể chịu tác động đáng kể nếu hoạt động sản xuất xuất khẩu chậm lại. Ngược lại, những doanh nghiệp có tỷ lệ nội địa hóa cao, nguồn nguyên liệu đa dạng, khách hàng phân tán và hồ sơ xuất xứ rõ ràng sẽ có khả năng thích ứng tốt hơn.
- Đối với danh mục đầu tư, chúng tôi ưu tiên doanh nghiệp có thể chứng minh phần lớn giá trị được tạo ra tại Việt Nam, ít phụ thuộc vào một nguồn nguyên liệu duy nhất và có dư địa điều chỉnh giá bán. Tỷ trọng doanh thu từ Hoa Kỳ vẫn là một chỉ báo quan trọng, nhưng không đủ để đánh giá rủi ro nếu tách rời khỏi cấu trúc đầu vào và mức độ gia công, chế biến thực tế tại Việt Nam.





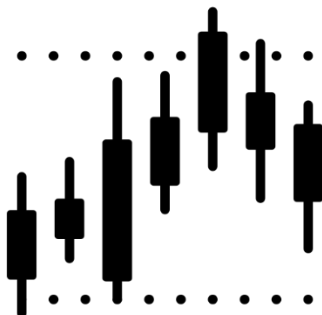
DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

- Tâm lý thị trường vẫn chưa được cải thiện trong tháng 7 và tháng 8, với giá trị khớp lệnh bình quân ngày quanh 14 nghìn tỷ đồng, so với khoảng 22 nghìn tỷ đồng trong 1H26.
- Trong khi đó, dư nợ margin lập kỷ lục mới trong Q2/26 do nhu cầu tài trợ cho các giao dịch lớn tăng nhanh. Dù vậy, bản thân dư nợ margin cao chưa đủ để được xem là một rủi ro, nhưng tiếp tục củng cố luận điểm rằng tín dụng đang là một nút thắt của hệ thống.



KQKD QUÝ 2

- Lợi nhuận Q2 vẫn hỗ trợ thị trường, nhưng thanh khoản, chi phí vốn và mức độ tập trung chỉ số khiến cơ hội tiếp tục nằm ở lựa chọn doanh nghiệp hơn là mua cả ngành.



NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

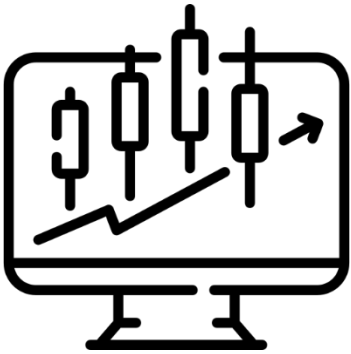
- Ngày 21/08/2026 FTSE Russell thông báo danh mục thành phần rổ chỉ số FTSE GEIS. Chúng tôi ước tính trong kỳ cơ cấu tháng 9/2026, 27 cổ phiếu Việt Nam được mua ròng khoảng 5.588 tỷ đồng (216 triệu USD).
- Đợt triển khai T9 có quy mô khá hạn chế để có thể tái định giá toàn thị trường. Nâng hạng thị trường sẽ có giá trị nhất khi dòng vốn thụ động sẽ tăng dần theo thời gian cùng quá trình thể chế hóa thị trường Việt Nam đến năm 2027.



TRIỂN VỌNG & CHIẾN LƯỢC

- Ưu tiên các bluechip FTSE EM có định giá còn hấp dẫn và triển vọng lợi nhuận ổn định, tập trung vào ngân hàng có nền huy động tốt, bán lẻ, thép và công nghệ.
- Dầu khí/lọc dầu và phân bón tiếp tục đóng vai trò bổ sung nhờ độ nhạy thấp hơn với chi phí vốn và rủi ro thuế quan. Nhóm chứng khoán nên được tiếp cận chọn lọc hơn trong bối cảnh thanh khoản thị trường còn thấp và lãi suất toàn cầu duy trì cao.

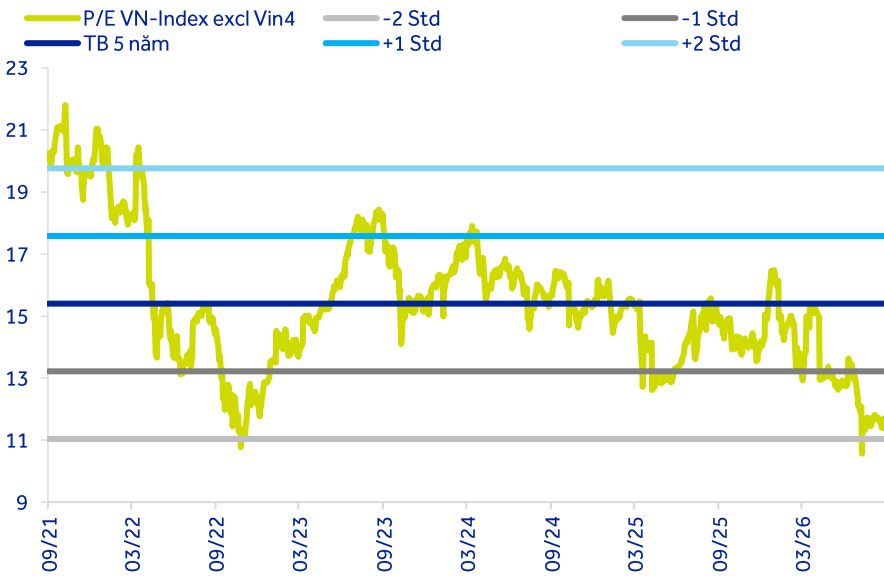
THỊ TRƯỜNG HỒI PHỤC NHƯNG THANH KHOẢN VÀ ĐỘ RỘNG VẪN LÀ PHÉP THỬ



DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

Tìm kiếm alpha thay vì giải ngân trên diện rộng.

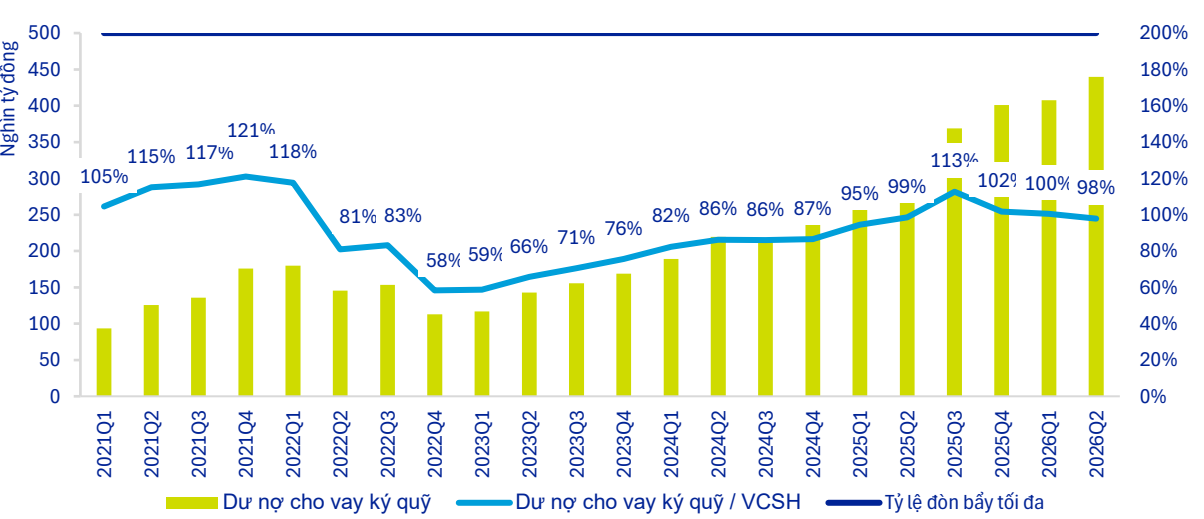
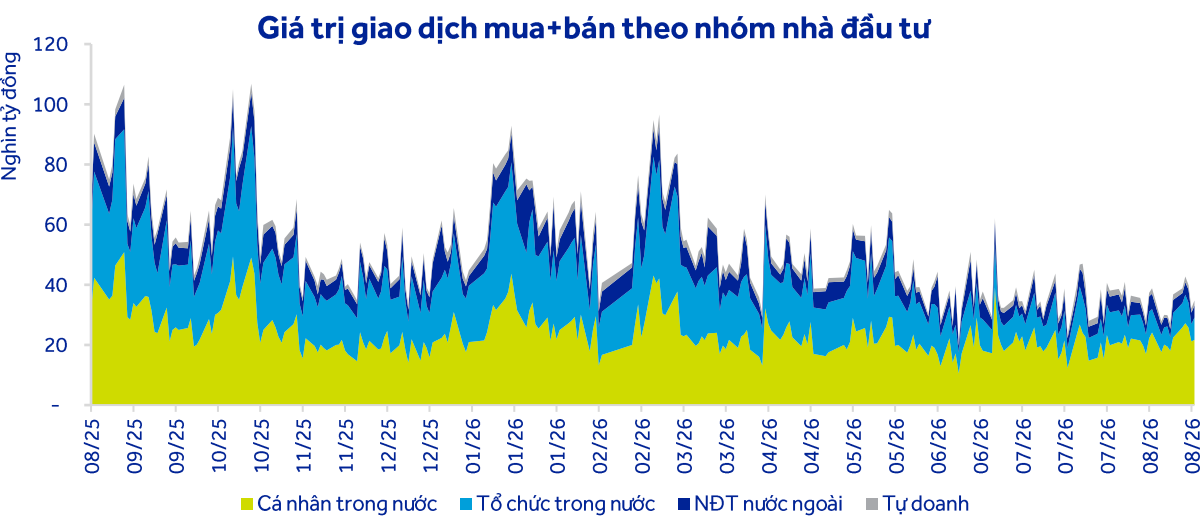
- Kể từ kỳ báo cáo gần nhất, VN-Index đã ghi nhận đà hồi phục sau nhịp giảm kỷ lục hơn 14% kể từ vùng đỉnh lịch sử. Dù vậy, chúng tôi cho rằng vẫn còn tương đối sớm để kết luận rằng thị trường đã bước vào pha tăng trưởng bền vững khi giá trị giao dịch khớp lệnh chỉ đạt bình quân 14 nghìn tỷ đồng mỗi phiên đối với VN-Index.
- Ở bức tranh tổng thể, chúng tôi duy trì quan điểm rằng thị trường vẫn đang chờ đợi các tín hiệu rõ ràng hơn từ triển vọng lãi suất trong nước và bối cảnh địa chính trị toàn cầu. Kịch bản tích cực sẽ phụ thuộc vào thời điểm chi phí vốn trong nước đạt đỉnh. Fed quay lại tăng lãi suất làm thu hẹp dư địa nới lỏng của NHNN thông qua chênh lệch lãi suất USD-VND và tỷ giá, dù chưa tạo ra nhu cầu thắt chặt trong nước. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận vẫn có thể hỗ trợ giá cổ phiếu, nhưng môi trường hiện tại chưa tạo đủ điều kiện cho một đợt mở rộng P/E đồng loạt.
- Sau các đợt rung lắc trong thời gian qua, định giá thị trường chung nếu không bao gồm các cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup đã tiếp tục trở nên hấp dẫn hơn khi giảm về dưới vùng -2 lần độ lệch chuẩn khi tổng lợi nhuận sau thuế quý 2/2026 toàn thị trường tăng trưởng hơn 51% so với cùng kỳ năm trước. Điều này tiếp tục củng cố quan điểm của chúng tôi về các cơ hội gia tăng tích lũy cổ phiếu đối với triển vọng nắm giữ trung và dài hạn song bối cảnh chung đang dẫn nghiêng về việc tìm ra “alpha” hay còn gọi là các cổ phiếu có lợi thế cạnh tranh vượt trội hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.



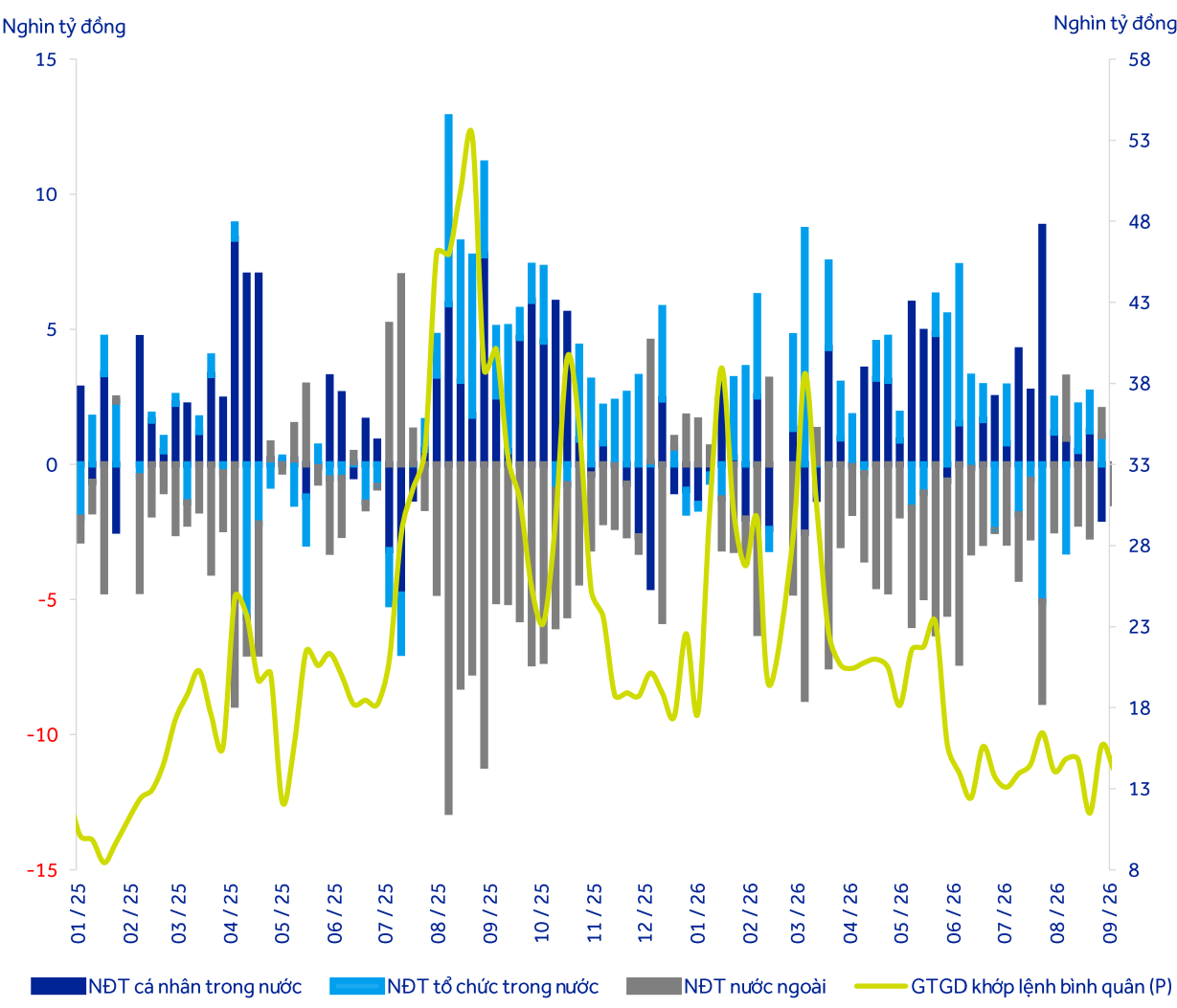
Nguồn: FiinPro, ACBS. Dữ liệu đến ngày 11/09/2026.



THANH KHOẢN CHƯA ĐƯỢC CẢI THIẾN TRONG KHI ĐÒN BẨY DUY TRÌ Ở MỨC CAO

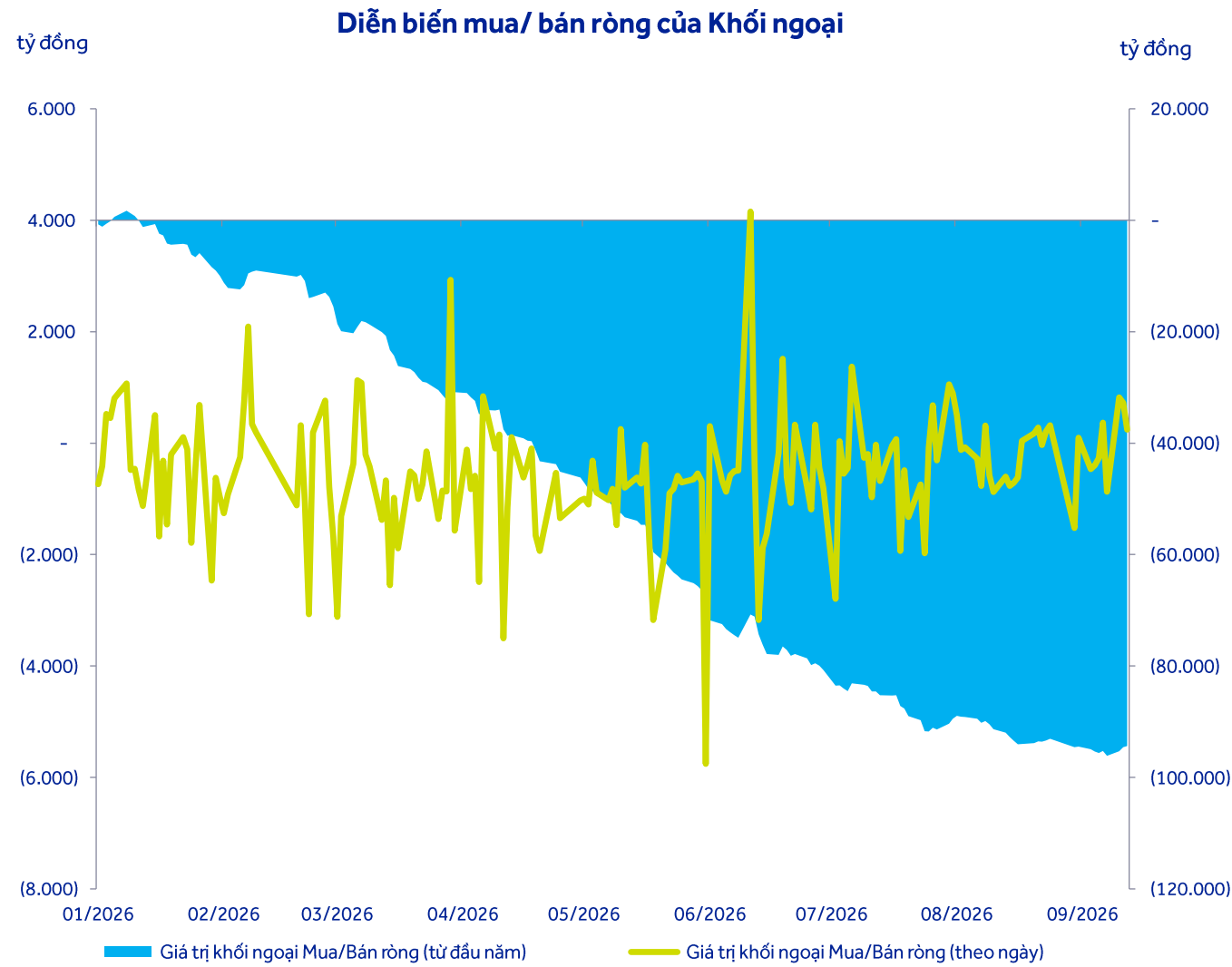


Nguồn: FiinPro, ACBS

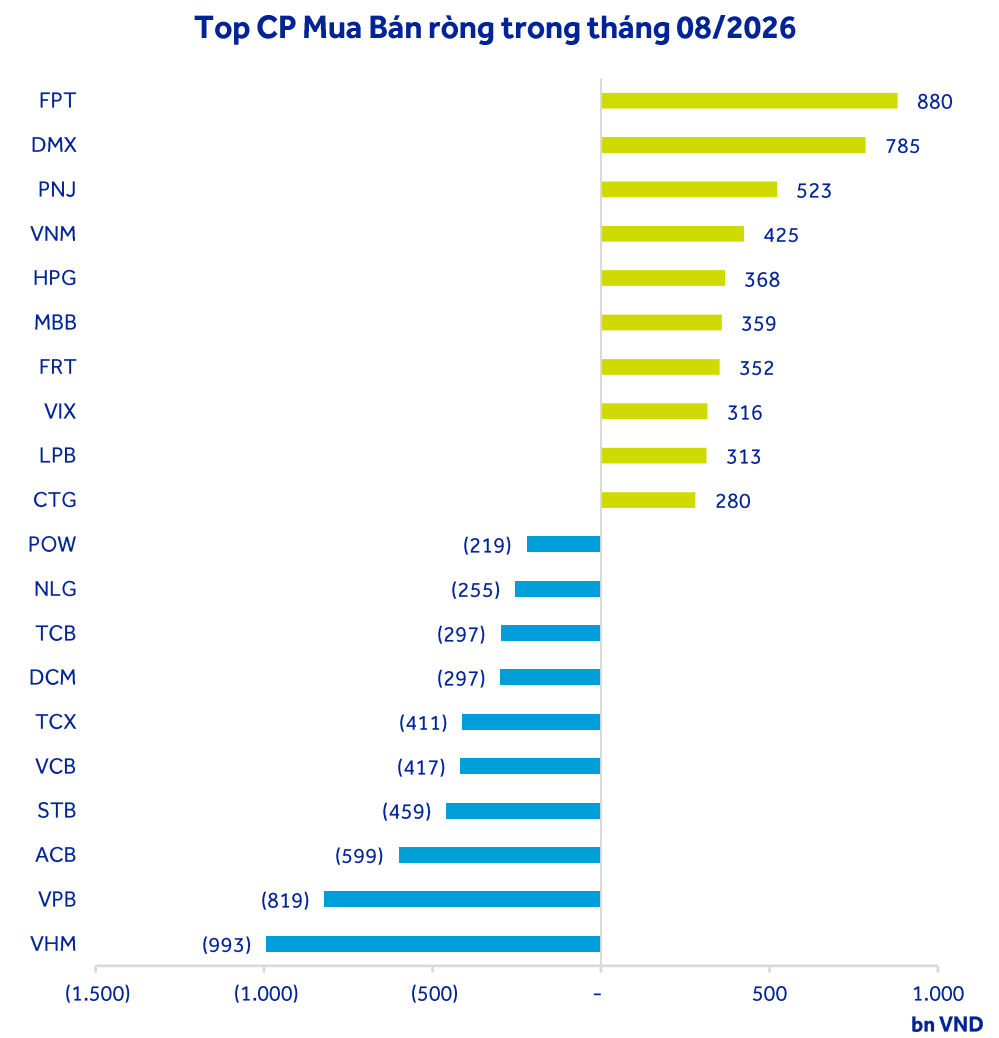


Nguồn: FiinPro, ACBS. Dữ liệu cập nhật đến ngày 28/08/2026 khi HOSE ngừng cung cấp dữ liệu giao dịch theo nhóm nhà đầu tư kể từ tháng 9/2026.

KHOỐI NGOẠI BÁN RÒNG CHỈ 1,64 NGHÌN TỶ ĐỒNG TRONG THÁNG 8



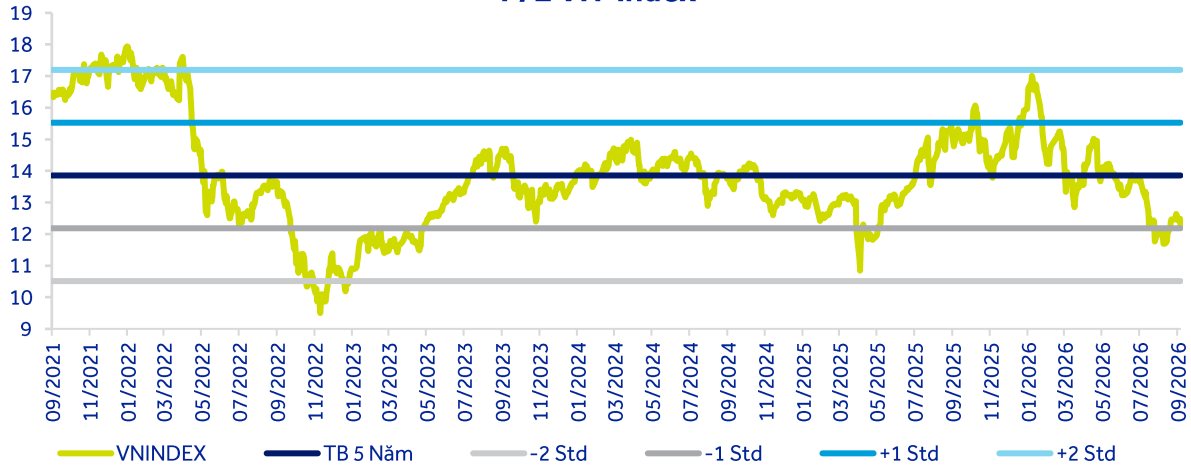
Nguồn: FiinPro, ACBS



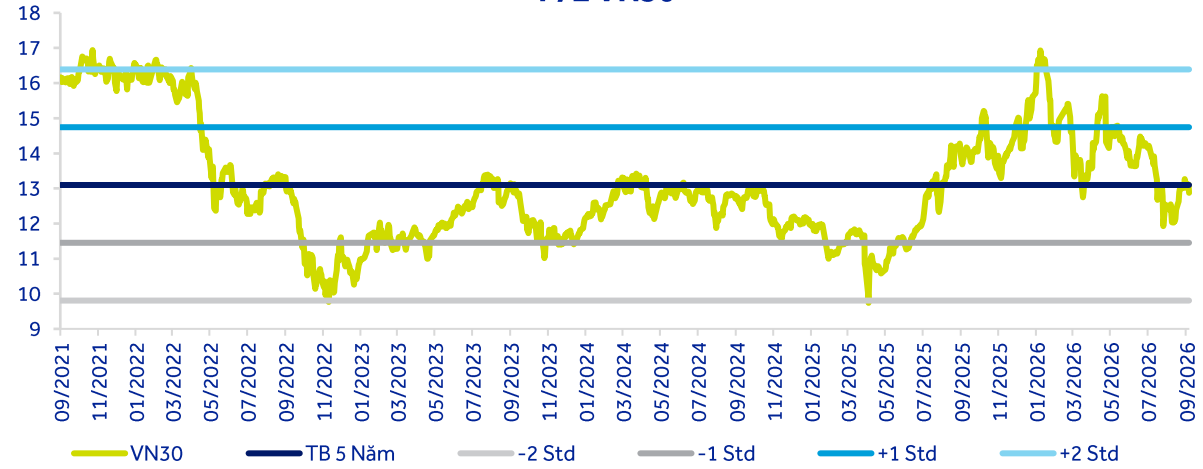
Nguồn: FiinPro, ACBS

ĐỊNH GIÁ NGOÀI HỆ SINH THÁI VINGROUP ĐÃ LÙI VỀ VÙNG THẤP LỊCH SỬ

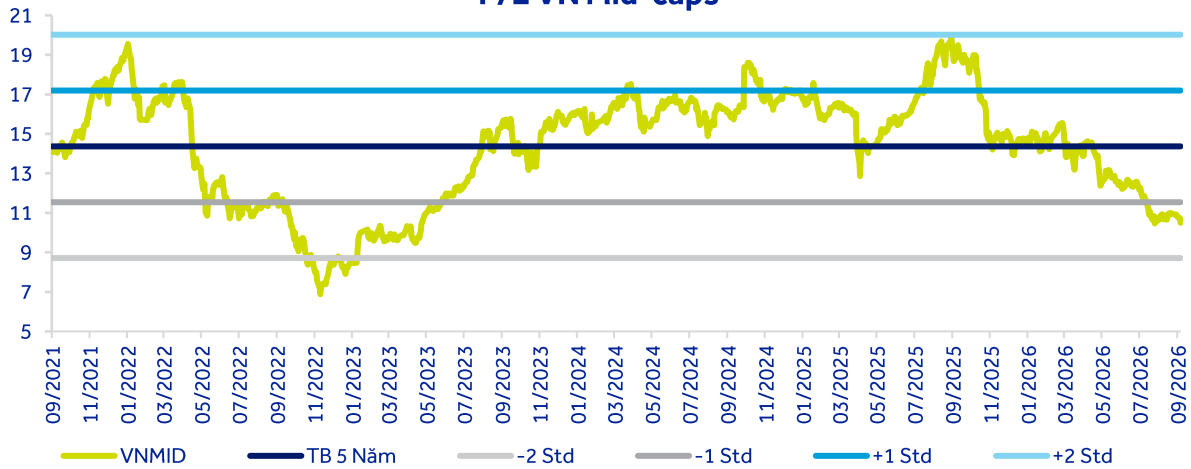
P/E VN-Index



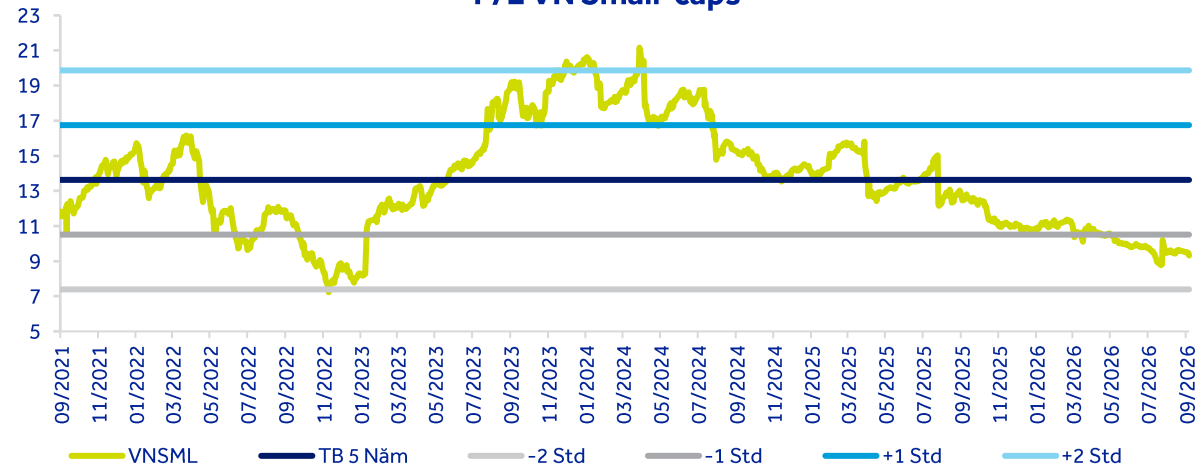
P/E VN30



P/E VN Mid-caps



P/E VN Small-caps



Nguồn: FiinPro, ACBS. Dữ liệu cập nhật đến ngày 11/09/2026.



VN-INDEX: XU HƯỚNG NGẮN HẠN VẪN CHƯA HOÀN TOÀN KHỞI SẮC



➤ Yếu tố kỹ thuật:

- Xu hướng ngắn hạn (1 tháng): Ngang
- Xu hướng trung hạn (3 tháng): Ngang
- Kháng cự 1: 1.890 (Đỉnh 24/06/26, Đỉnh 23/04/26)
- Kháng cự 2: 1.930 – 1.920 (Đỉnh 19/05/26, Đỉnh 14/01/26)
- Hỗ trợ 1: 1.780 – 1.790 (MA200, MA50)
- Hỗ trợ 2: 1.720 (Đáy 17/08/26)
- Chỉ báo động lượng (RSI14): trạng thái trung tính.
- Chỉ báo xu hướng (ADX): phản ánh sức mạnh của xu hướng ngắn hạn còn tương đối yếu.

➤ Nhận xét và khuyến nghị:

- VN-Index tiếp tục duy trì trạng thái đi ngang trong cả ngắn và trung hạn, cho thấy thị trường vẫn đang trong giai đoạn tích lũy và chưa hình thành xu hướng rõ ràng.
- Thanh khoản cải thiện phản ánh dòng tiền đang có dấu hiệu quay trở lại, tuy nhiên sức mạnh xu hướng ngắn hạn vẫn còn hạn chế.
- Trong ngắn hạn, VN-Index nhiều khả năng duy trì nhịp hồi phục và hướng lên kiểm định vùng kháng cự 1.890 điểm; trong khi vùng 1.780–1.790 điểm tiếp tục đóng vai trò hỗ trợ quan trọng nếu áp lực bán quay trở lại.

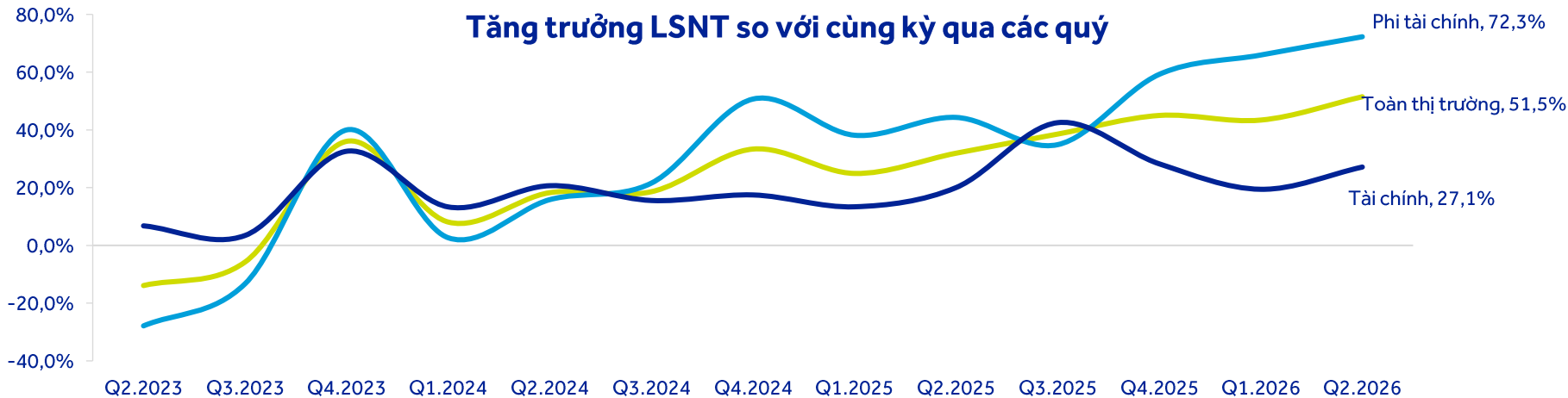
CƠ HỘI TẬP TRUNG Ở DOANH NGHIỆP DẪN ĐẦU, KHÔNG TRẢ ĐỀU THEO NGÀNH



KQKD QUÝ 2

Lợi nhuận Q2 đủ mạnh để loại bỏ kịch bản kinh tế suy yếu — nhưng không đủ rộng để ủng hộ cho việc giải ngân trên diện rộng.

- **LNST toàn thị trường trên ba sàn tăng 51% YoY trong Q226, đánh dấu quý thứ năm liên tiếp duy trì tăng trưởng cao.** Nhóm phi tài chính tăng 72,3%, vượt đáng kể mức 27,1% của nhóm tài chính.
- **Bất động sản là nhóm đóng góp lớn nhất vào mức tăng chung.** Nếu loại trừ các doanh nghiệp bất động sản, tăng trưởng LNST toàn thị trường giảm từ 51% xuống khoảng 30%, còn nhóm phi tài chính giảm từ 72,3% xuống khoảng 40%. Ngay cả sau khi loại trừ yếu tố này, mức tăng lợi nhuận vẫn đủ cao để cho thấy khu vực doanh nghiệp niêm yết chưa bước vào pha suy yếu.
- Trong số 379 doanh nghiệp trên HoSE có dữ liệu về tiến độ thực hiện kế hoạch năm, 65,4% mới hoàn thành dưới 45% mục tiêu lợi nhuận FY2026 sau sáu tháng. Nhóm này vẫn tạo ra khoảng 46% tổng lợi nhuận 1H của mẫu quan sát. Vì vậy, lợi nhuận toàn thị trường có thể tăng mạnh trong khi phần lớn doanh nghiệp vẫn chậm tiến độ kế hoạch; điều này cho thấy tăng trưởng đang tập trung vào một nhóm doanh nghiệp dẫn đầu.
- **Từ góc độ chiến lược, trọng tâm nên chuyển từ ngành sang doanh nghiệp.** Cơ hội hấp dẫn nhất nằm ở những công ty có nhu cầu đầu ra rõ ràng, hiệu quả hoạt động cải thiện khi doanh thu mở rộng và nền tảng tài chính đủ vững để tiếp tục đầu tư mà không làm suy yếu khả năng tạo dòng tiền. Kết quả Q2 đủ tích cực để duy trì tỷ trọng cổ phiếu. Tuy nhiên, khi tăng trưởng không còn lan tỏa đồng đều, hiệu suất đầu tư sẽ phụ thuộc ngày càng nhiều vào chất lượng của từng doanh nghiệp, qua đó làm nới rộng chênh lệch giữa các cổ phiếu.



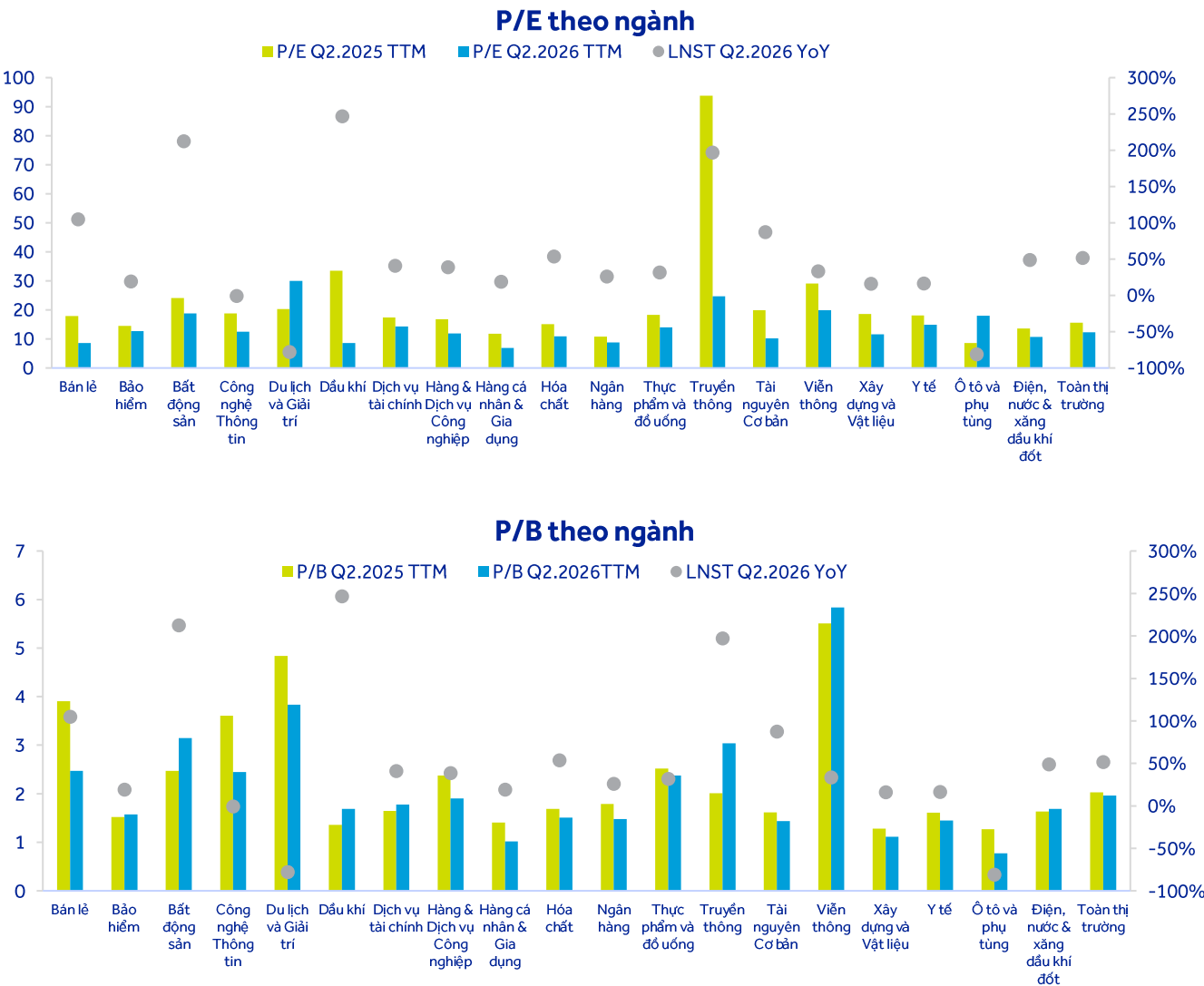
Nguồn: FiinPro, ACBS



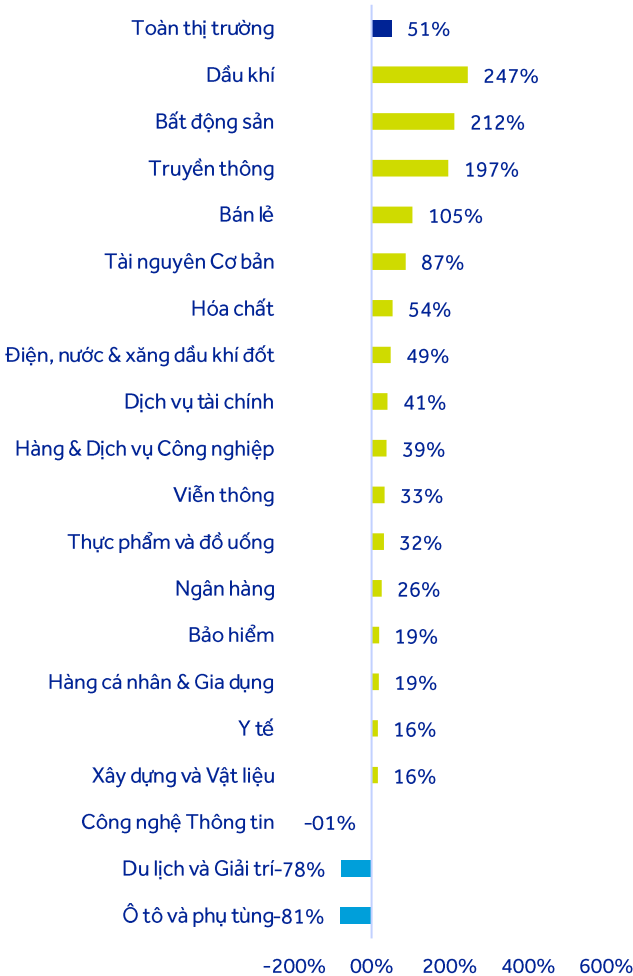
CƠ HỘI TẬP TRUNG Ở DOANH NGHIỆP DẪN ĐẦU, KHÔNG TRẢI ĐỀU THEO NGÀNH



KQKD
QUÝ 2



Tăng trưởng LNST Q2.2026



Nguồn: FiinPro, ACBS

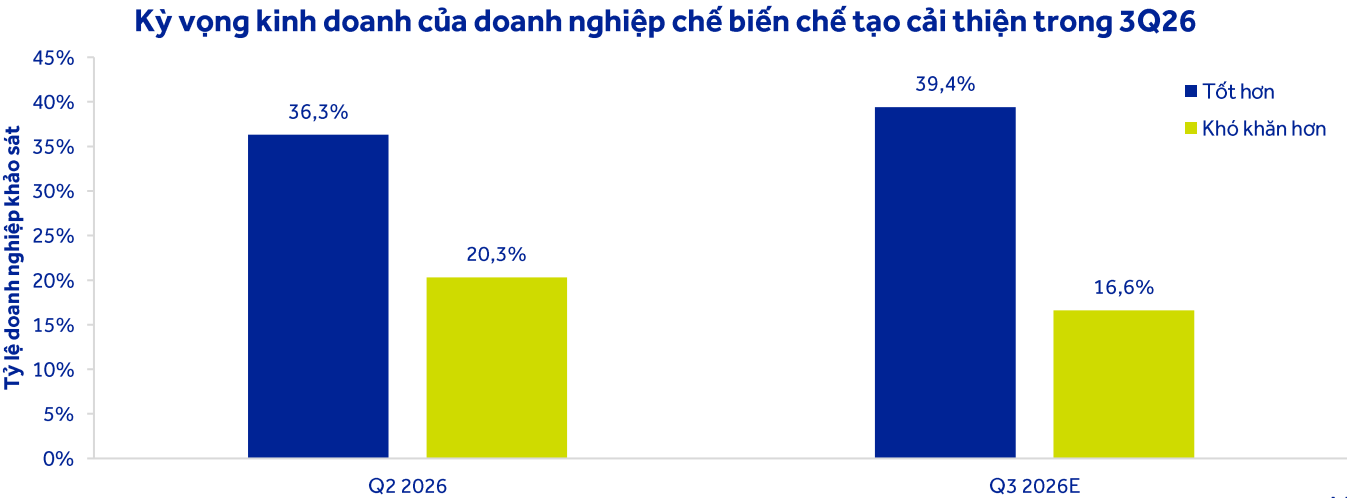
ĐẦU TƯ VẪN MỞ RỘNG, NHƯNG CHI PHÍ VỐN KHIẾN KẾT QUẢ KINH DOANH PHÂN HÓA RÕ HƠN



KQKD QUÝ 2

Kinh tế vẫn trong pha mở rộng; thách thức hiện nay không chỉ là tạo ra nhu cầu, mà là chuyển nhu cầu đó thành lợi nhuận sau chi phí vốn.

- **Bức tranh doanh nghiệp hiện tại không cho thấy một làn sóng đóng băng đầu tư trên diện rộng.** Tổng vốn đầu tư toàn xã hội trong Q226 tăng 14,1% YoY, nhanh hơn 1Q. Tính chung 1H26, vốn đầu tư khu vực nhà nước tăng 12,5%, khu vực tư nhân tăng 12,8% và khu vực FDI tăng 13,5%. Điểm đáng chú ý là đà tăng hiện diện đồng thời ở cả ba khu vực, cho thấy tích lũy vốn vẫn được hỗ trợ bởi đầu tư hạ tầng công, mở rộng của doanh nghiệp trong nước và đầu tư sản xuất của khu vực FDI.
- **Khảo sát doanh nghiệp chế biến chế tạo của Tổng cục Thống kê cho tín hiệu tương tự từ phía cầu.** Trong Q2, 36,3% doanh nghiệp đánh giá tình hình kinh doanh cải thiện, trong khi 20,3% cho biết khó khăn hơn, tương ứng chênh lệch ròng +16,0 điểm phần trăm. Sang 3Q, chênh lệch này tăng lên +22,8 điểm phần trăm khi 39,4% doanh nghiệp kỳ vọng điều kiện tốt hơn và 16,6% dự báo xấu đi. Chênh lệch ròng về đơn hàng mới cũng tăng từ +13,5 điểm phần trăm trong Q2 lên +21,6 điểm phần trăm cho 3Q, trong khi công suất sử dụng thiết bị bình quân đạt 75,5%. Những dữ liệu này cho thấy doanh nghiệp vẫn có cơ sở để tiếp tục đầu tư, nhưng theo hướng chọn lọc.
- **Cũng từ khảo sát này có thể thấy vì sao tăng trưởng vĩ mô tích cực chưa chuyển hóa đồng đều thành lợi nhuận.** Có 28,4% doanh nghiệp cho biết lãi suất vay cao là một trở ngại đáng kể; tỷ lệ này lên tới 38,0% ở ngành gỗ, 37,3% ở dệt may và 36,8% ở kim loại. Đồng thời, 38,3% doanh nghiệp ghi nhận chi phí sản xuất trên một đơn vị sản phẩm tăng so với 1Q, trong khi chỉ 5,4% ghi nhận chi phí giảm. Nhu cầu đang cải thiện, nhưng chi phí vốn và chi phí sản xuất cao hơn khiến yêu cầu về hiệu quả đầu tư trở nên khắt khe hơn.



Nguồn: NSO, ACBS

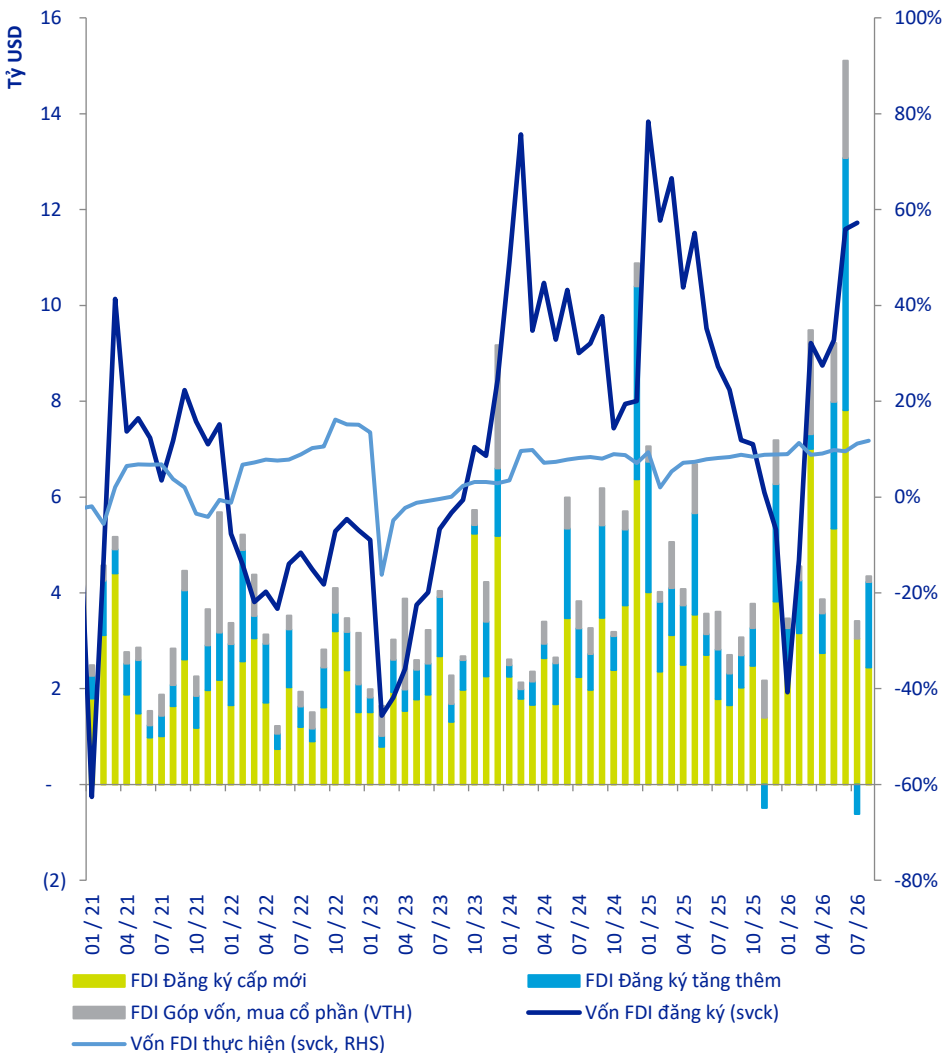
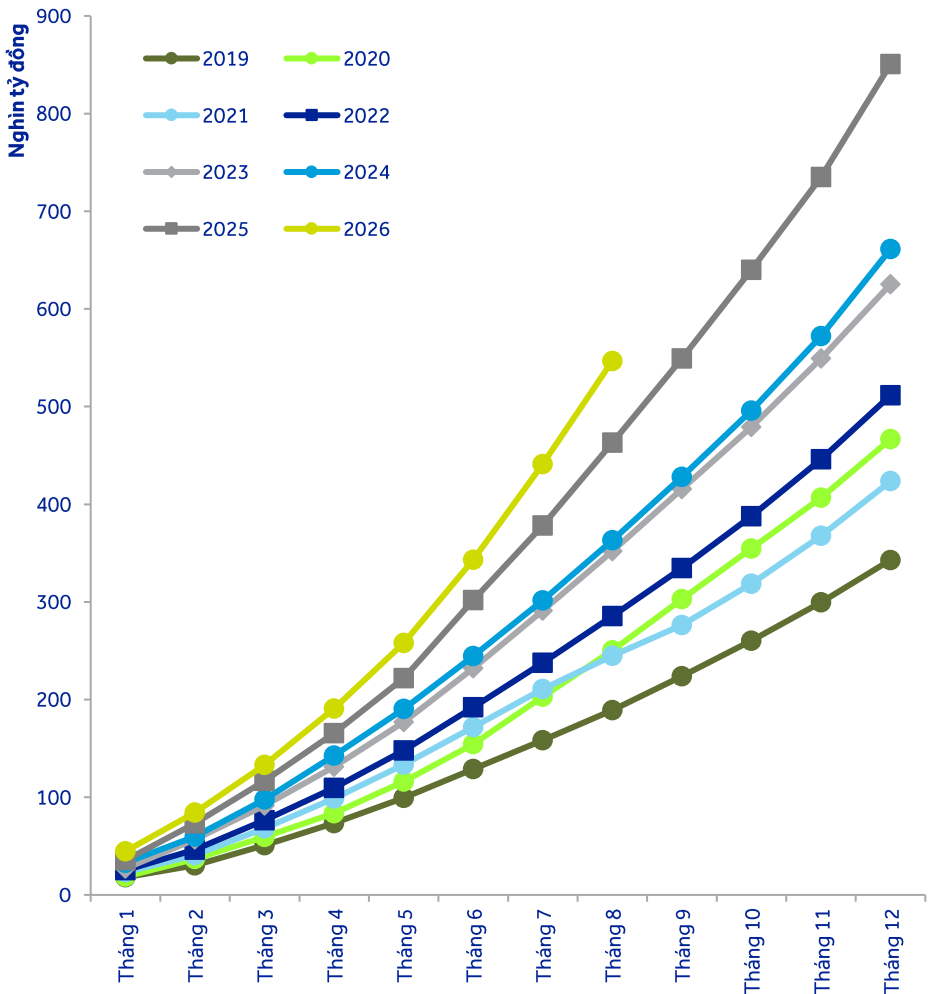
DÒNG VỐN ĐẦU TƯ TIẾP TỤC MỞ RỘNG, CƠ CẤU FDI CẢI THIỆN



KQKD QUÝ 2

Đà tăng trưởng vẫn tích cực; vấn đề cần theo dõi là vốn đầu tư mới có tạo ra công suất, lợi nhuận và dòng tiền đủ nhanh để bù đắp mặt bằng chi phí vốn cao hay không.

Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn Ngân sách Nhà nước



Nguồn: NSO, ACBS

CHI PHÍ VỐN ĐANG LÀM PHÂN HÓA LỢI NHUẬN RÕ HƠN



KQKD QUÝ 2

Điểm phân biệt không nằm ở quy mô nợ vay, mà ở khả năng biến tài sản mới thành EBIT và dòng tiền đủ nhanh để bù chi phí vốn.

- **HPG là ví dụ rõ nhất về trường hợp đòn bẩy tài chính đi cùng tài sản sinh lợi.** Cuối Q226, nợ vay của HPG ở mức khoảng 98,5 nghìn tỷ đồng, tăng gần 7,9 nghìn tỷ đồng so với quý trước; tồn kho tăng 12,1 nghìn tỷ đồng khi Dung Quất 2 nâng công suất. Chi phí lãi vay trong quý đạt 1,52 nghìn tỷ đồng, gấp 3,5 lần cùng kỳ, chủ yếu do phần lãi vay trước đây được vốn hóa trong giai đoạn xây dựng bắt đầu được ghi nhận vào báo cáo kết quả kinh doanh sau khi dự án đi vào vận hành. Tuy nhiên, doanh thu vẫn tăng 53,6% và LNST tăng 50,7%, trong khi sản lượng HRC tăng 64%. Nợ vay và chi phí tài trợ tăng, nhưng công suất mới đã bắt đầu tạo đủ lợi nhuận hoạt động để hấp thụ phần chi phí này.
- **GEX đang ở giai đoạn sớm hơn của chu kỳ đầu tư.** Doanh thu Q2 tăng 43,1% và LNTT tăng 16,8%, nhưng chi phí lãi vay tăng 109,4% YoY lên 571 tỷ đồng khi các khoản đầu tư vào hạ tầng, bất động sản công nghiệp và công ty liên kết tiếp tục cần vốn. Hoạt động cốt lõi vẫn tăng trưởng, song chi phí tài trợ đang chiếm tỷ trọng lớn hơn trong phần lợi nhuận tăng thêm. Vì vậy, luận điểm đầu tư vào GEX phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng cải thiện ROIC và dòng tiền trong các kỳ tới, chứ không thể chỉ dựa vào tốc độ tăng doanh thu.
- **DBC và BAF cho thấy chiều ngược lại.** Nợ vay của DBC tăng 23,2% YTD lên khoảng 7,24 nghìn tỷ đồng và chi phí lãi vay tăng 30,8% YoY, trong khi LNST công ty mẹ Q2 giảm 43%. Tại BAF, nợ vay tăng 56,8% YTD lên khoảng 6,24 nghìn tỷ đồng, chi phí lãi vay tăng 136,4% và LNST công ty mẹ giảm 50%. Cả hai doanh nghiệp vẫn mở rộng tài sản cố định, nhưng lợi nhuận hoạt động hiện chưa tăng tương xứng với gánh nặng tài trợ.
- **Vì vậy, tác động của mặt bằng lãi suất cao không nằm ở một kết luận chung rằng doanh nghiệp có nợ sẽ bất lợi.** Câu hỏi quan trọng hơn là EBIT và dòng tiền tăng thêm có cao hơn chi phí lãi vay tăng thêm hay không. Doanh nghiệp đã đưa công suất mới vào khai thác, có tỷ lệ sử dụng tài sản cao và khả năng định giá tốt có thể hấp thụ chi phí vốn; doanh nghiệp phải liên tục mở rộng bảng cân đối để duy trì tăng trưởng sẽ chịu áp lực lớn hơn.

CÙNG TĂNG LỢI NHUẬN, NHƯNG CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN KHÁC NHAU



KQKD QUÝ 2

Kết quả Q226 cần được phân loại theo nguồn hình thành lợi nhuận thay vì chỉ so sánh tốc độ tăng LNST.

- **Kết quả Q2 cho thấy ít nhất bốn kiểu tăng trưởng lợi nhuận khác nhau.**
- Nhóm thứ nhất là tăng trưởng hoạt động có tính lặp lại. VNM ghi nhận doanh thu Q2 tăng 12,5% và LNST tăng 28%, nhờ thị trường trong nước phục hồi, xuất khẩu tích cực và cơ cấu sản phẩm cải thiện.
 - Nhóm thứ hai là doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận hiệu quả từ CAPEX đã triển khai trước đó. Hai cụm AI Factory của FPT tại Việt Nam và Nhật Bản đã đạt tỷ lệ sử dụng trên 90% và có lãi ngay trong Q2, trong khi doanh thu AI & Data Analytics tăng 54% YoY. HPG và POW có cùng đặc điểm ở thép và điện: vốn đầu tư đã chuyển thành công suất vận hành và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận.
 - Nhóm thứ ba có lợi nhuận thực nhưng mang tính thời điểm do đặc thù ghi nhận kế toán. VHM đạt doanh thu 1H26 là 116,6 nghìn tỷ đồng và LNST 52,1 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi bàn giao, presales và doanh thu chưa ghi nhận. Kết quả này phản ánh hoạt động kinh doanh thực, nhưng không nên được coi là mức lợi nhuận theo quý có thể lặp lại đều đặn khi định giá thị trường.
 - Nhóm cuối cùng là lợi nhuận không thường xuyên hoặc thu nhập tài chính. LNST cổ đông công ty mẹ của GMD tăng 155% trong Q2, nhưng 609 tỷ đồng đến từ lãi thoái vốn. Nếu loại khoản này, LNST cốt lõi ước khoảng 524 tỷ đồng, vẫn tăng xấp xỉ 18%. Hoạt động cảng vẫn tích cực, nhưng con số lợi nhuận báo cáo cao hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng có thể duy trì.

Nhóm doanh nghiệp		Đặc điểm	Dấu hiệu	Hàm ý đầu tư
Đưa CAPEX vào khai thác	Vốn đầu tư trước đây bắt đầu chuyển thành tài sản cố định và vốn lưu động phục vụ sản xuất.	Công suất sử dụng, doanh thu và EBIT tăng nhanh hơn chi phí tài trợ.	Chất lượng cao nhất; có thể chấp nhận nợ tăng tạm thời nếu tài sản mới tạo dòng tiền.	
Tái đầu tư hiệu quả	CAPEX vẫn ở mức cao nhưng nhu cầu đầu ra và mức sinh lời đủ để tiếp tục đầu tư.	CFO có thể thấp hơn CAPEX trong ngắn hạn, nhưng backlog, tỷ lệ sử dụng tài sản và ROIC vẫn tích cực.	Có thể đầu tư có chọn lọc; định giá phải phản ánh rủi ro thực thi và chi phí vốn.	
Tái cơ cấu nợ	Nợ mới chủ yếu dùng để thay thế nghĩa vụ cũ hoặc kéo dài kỳ hạn.	Chi phí lãi vay tăng nhưng không đi kèm mức tăng tương ứng của công suất sinh lợi.	Nhạy cảm cao với lãi suất; không phù hợp để tái định giá trên diện rộng.	
Mở rộng hiệu quả thấp	Nợ và tài sản cố định tăng nhanh hơn lợi nhuận hoạt động và dòng tiền.	Doanh thu có thể tăng nhưng biên lợi nhuận, khả năng trả lãi và FCF suy yếu.	Cần theo dõi thêm và hạn chế giải ngân dù triển vọng ngành có vẻ vẫn đang thuận lợi.	

ƯU TIÊN DOANH NGHIỆP CÓ CÔNG SUẤT SINH LỢI ĐÃ HIỆN HỮU



KQKD QUÝ 2

Xu hướng vĩ mô có thể thuận lợi cho cả ngành, nhưng cơ hội đầu tư thường tập trung ở một số doanh nghiệp có khả năng chuyển thuận lợi đó thành lợi nhuận và dòng tiền.

- **Thép và tài nguyên cơ bản — ưu tiên HPG thay vì mua cả ngành**
 - Đầu tư công, nhu cầu xây dựng và các biện pháp bảo hộ thương mại vẫn hỗ trợ ngành thép, nhưng hiệu quả giữa các doanh nghiệp khác nhau đáng kể do cơ cấu sản phẩm, quy mô và chất lượng bảng cân đối. HPG là lựa chọn rõ nhất khi Dung Quất 2 đã chuyển từ giai đoạn xây dựng sang khai thác: sản lượng HRC Q2 đạt mức kỷ lục, lợi nhuận cốt lõi tăng và phần lớn CAPEX xây dựng nặng đã đi qua. Chi phí lãi vay cao hơn đáng kể, nhưng công suất mới đang tạo lợi nhuận đủ để hấp thụ. Vì vậy, chúng tôi ưu tiên doanh nghiệp đã đưa công suất mới vào vận hành hơn là doanh nghiệp vẫn ở giai đoạn xây dựng.
- **Xây dựng — nhu cầu cải thiện, nhưng vốn lưu động quyết định chất lượng lợi nhuận**
 - Khảo sát ngành cho thấy chênh lệch ròng về hợp đồng mới tăng từ +5,9 điểm % trong Q2 lên +11,6 điểm % cho 3Q, trong khi đầu tư công tiếp tục hỗ trợ nhu cầu. Tuy nhiên, xây dựng là ngành sử dụng nhiều vốn lưu động; backlog lớn không tự động chuyển thành tiền mặt nếu khoản phải thu và nhu cầu tài trợ tăng nhanh. CTD là lựa chọn tương đối rõ nhờ doanh thu FY2026 tăng 38%, lợi nhuận tăng 73%, quy mô backlog lớn và khoản người mua trả tiền trước tạo thêm nguồn tài trợ. Điểm cần theo dõi là khả năng chuyển backlog thành tiền mặt mà không để khoản phải thu và chi phí vốn tăng nhanh hơn lợi nhuận gộp.
- **Điện và lọc dầu — ưu tiên tài sản mới đi vào vận hành và doanh nghiệp có bộ đệm tiền mặt**
 - POW và BSR đại diện cho hai nguồn tăng trưởng có chất lượng khác nhau. Nhơn Trạch 3&4 đã đi vào vận hành, giúp doanh thu Q2 của POW tăng 116% và tạo nền lợi nhuận mới từ CAPEX trước đây. BSR ghi nhận doanh thu Q2 tăng khoảng 60%, LNST tăng gần 9 lần, đồng thời sở hữu hơn 47 nghìn tỷ đồng tiền gửi có kỳ hạn. Căng thẳng công suất lọc dầu trong tháng 8 tiếp tục củng cố luận điểm BSR: khi giá diesel, nhiên liệu bay và xăng tăng nhanh hơn giá dầu đầu vào, công suất lọc dầu đang vận hành có thể hưởng lợi từ biên lọc dầu cao. Ngược lại, PLX/OIL có thể chịu áp lực về chi phí thay thế và vốn lưu động, trong khi hàng không và logistics thâm dụng nhiên liệu chịu tác động bất lợi rõ hơn. Vì vậy, ưu tiên nằm ở biên lọc dầu chứ không phải toàn bộ nhóm Dầu khí.
- **Công nghệ — FPT vẫn là lựa chọn rõ nhất để phản ánh chủ đề AI**
 - Chủ đề AI chỉ trở thành luận điểm đầu tư đủ tin cậy khi có thể quan sát được mức sử dụng hạ tầng và doanh thu thương mại. FPT đáp ứng điều kiện này tốt hơn phần lớn các doanh nghiệp trong nước: hai cụm AI Factory đều đạt tỷ lệ sử dụng trên 90% và có lãi trong Q2, trong khi doanh thu AI & Data Analytics tăng 54%. Dữ liệu mới từ Anthropic và OpenAI tiếp tục xác nhận nhu cầu cuối ở quy mô lớn, nhưng chênh lệch rất mạnh về biên lợi nhuận cũng cho thấy lượng sử dụng cao không đồng nghĩa với hiệu quả kinh tế cao. Vì vậy, FPT vẫn là lựa chọn ưu tiên nhờ doanh thu và hiệu suất khai thác tài sản đã được kiểm chứng; thay vì mở rộng luận điểm này sang mọi cổ phiếu liên quan đến AI.

CHỌN DOANH NGHIỆP CÓ ĐỘNG LỰC LỢI NHUẬN RÕ RÀNG



KQKD QUÝ 2

Xu hướng vĩ mô có thể thuận lợi cho cả ngành, nhưng cơ hội đầu tư thường tập trung ở một số doanh nghiệp có khả năng chuyển thuận lợi đó thành lợi nhuận và dòng tiền.

➤ Phân bón — DCM hưởng lợi từ giá và cơ cấu xuất khẩu

- Doanh thu Q2 của DCM tăng 11,2% và LNST tăng 35,8%. Yếu tố quan trọng nằm ở cơ cấu: doanh thu urê tăng 60,2%, trong đó doanh thu urê xuất khẩu tăng 261,8%, bù cho mức giảm 28,3% của thị trường trong nước. Kết quả tích cực hiện chủ yếu phản ánh giá phân bón quốc tế và cơ cấu xuất khẩu thuận lợi, không đơn thuần là sự cải thiện đồng đều của nhu cầu nông nghiệp trong nước. DCM tiếp tục là lựa chọn ưu tiên trong khi giá urê và biên xuất khẩu còn thuận lợi.

➤ Cảng biển và logistics — ưu tiên lợi nhuận từ sản lượng khai thác thực

- Chu kỳ thương mại và FDI vẫn hỗ trợ sản lượng qua cảng, nhưng lợi nhuận báo cáo cần được loại trừ các khoản bất thường. GMD ghi nhận doanh thu Q2 tăng 17,9% và LNST cổ đông công ty mẹ tăng 154,6%, song phần lớn mức tăng đến từ 609 tỷ đồng lãi thoái vốn. Lợi nhuận cốt lõi vẫn tăng khoảng 18%, đủ để duy trì luận điểm tích cực mà không cần dựa vào khoản một lần. Do đó, GMD tiếp tục phù hợp hơn những doanh nghiệp logistics có lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào bán tài sản hoặc giá cước vận tải biến động mạnh.

➤ Tiêu dùng — ưu tiên doanh nghiệp cải thiện hiệu quả trên từng đơn vị vốn

- Tiêu dùng đang phục hồi nhưng chưa đủ mạnh để mọi doanh nghiệp bán lẻ cùng hưởng lợi. Doanh số bán lẻ thực tăng 7,3% YoY trong 1H26, trong khi tăng trưởng danh nghĩa đạt 12,9%, cho thấy lạm phát vẫn hấp thụ một phần đáng kể sức mua hộ gia đình.
- Trong hệ sinh thái MWG, Điện Máy Xanh ghi nhận doanh thu 1H tăng 27% và LNST tăng 73%, với biên gộp 20,1%. Chiến lược vận hành đã chuyển từ mở rộng cửa hàng bằng mọi giá sang cải thiện năng suất cửa hàng, dịch vụ, logistics và ứng dụng công nghệ. Đây là dạng tăng trưởng phù hợp hơn trong môi trường lãi suất cao vì lợi nhuận tăng nhờ hiệu quả trên lượng vốn hiện hữu, thay vì tiếp tục phải tăng mạnh CAPEX.
- VNM là lựa chọn phòng thủ hơn. Doanh thu Q2 tăng 12,5% và LNST tăng 28%, nhờ thị trường trong nước hồi phục và xuất khẩu tiếp tục hỗ trợ. Tốc độ tăng lợi nhuận thấp hơn một số nhóm chu kỳ, nhưng có tính lặp lại cao hơn. Vì vậy, chiến lược không phải tăng tỷ trọng toàn bộ nhóm tiêu dùng, mà ưu tiên doanh nghiệp nơi sản lượng, sức mạnh thương hiệu và biên lợi nhuận cùng cải thiện.

CÙNG MỘT CÚ SỐC NGÀNH, KẾT QUẢ KINH DOANH VẪN CÓ THỂ TRÁI NGƯỢC



KQKD QUÝ 2

Xu hướng vĩ mô có thể thuận lợi cho cả ngành, nhưng cơ hội đầu tư thường tập trung ở một số doanh nghiệp có khả năng chuyển thuận lợi đó thành lợi nhuận và dòng tiền.

➤ Thủy sản — cùng phụ thuộc xuất khẩu nhưng chất lượng lợi nhuận khác nhau

- Thủy sản là ví dụ rõ về hạn chế của cách tiếp cận theo ngành. Các doanh nghiệp cùng chịu bất định về thuế và biện pháp phòng vệ thương mại của Mỹ, nhưng cơ cấu chi phí và tỷ trọng sản phẩm tạo ra kết quả rất khác nhau.
- Doanh thu Q2 của FMC giảm 11% khi công ty chủ động hạn chế giao hàng sang Mỹ trong thời gian chờ diễn biến vụ chống bán phá giá. Tuy nhiên, LNST cổ đông công ty mẹ tăng 93% nhờ biên gộp tăng lên 15,0%, giá tôm nguyên liệu giảm nhanh hơn giá bán và tỷ trọng sản phẩm giá trị gia tăng hỗ trợ lợi nhuận. Chi phí lãi vay tăng 45%, nhưng thu nhập lãi tiền gửi còn tăng nhanh hơn. Điều này cho thấy doanh nghiệp vẫn có thể bảo vệ lợi nhuận ngay cả khi doanh thu xuất khẩu giảm.
- Vì vậy, kết luận phù hợp không phải là 'ngành thủy sản có khả năng chống chịu tốt', mà là doanh nghiệp chế biến có mức độ tích hợp cao, lợi thế nguyên liệu, tỷ trọng sản phẩm giá trị gia tăng lớn và thị trường đầu ra đa dạng sẽ có khả năng vượt trội hơn các doanh nghiệp cùng chịu một cú sốc chính sách.

➤ Nông nghiệp và chăn nuôi — giá hàng hóa thuận lợi không đủ bù cho đòn bẩy tài chính

- Nông nghiệp là một trong những nhóm có mức phân hóa lớn nhất. Giá nông sản cao có thể hỗ trợ doanh thu, nhưng chi phí thức ăn, chu kỳ sinh học và mở rộng công suất bằng nợ có thể triệt tiêu phần lợi ích này. DBC và BAF là hai ví dụ rõ: tài sản và nợ vay đều tăng, chi phí tài trợ tăng mạnh, trong khi lợi nhuận Q2 giảm sâu. Vấn đề không nằm ở cấu yếu mà ở mức sinh lời của phần vốn đầu tư tăng thêm chưa đủ bù chi phí mở rộng bằng cân đối.

➤ Cao su — DPR có cơ cấu lợi nhuận lặp lại rõ hơn

- DPR ghi nhận doanh thu Q2 tăng 39% và LNTT tăng 60%, với biên gộp 40,4% nhờ giá bán tăng và đóng góp từ cao su, thanh lý vườn cây và dịch vụ khu công nghiệp. PHR có tốc độ tăng lợi nhuận cao hơn, nhưng phần đáng kể đến từ thu nhập đền bù liên quan đến các dự án khu công nghiệp. Cả hai đều sở hữu tài sản có giá trị, nhưng tại thời điểm hiện tại DPR có cơ cấu lợi nhuận thường xuyên rõ hơn.

FTSE LÀ CHẤT XÚC TÁC CHO CỔ PHIẾU ĐỦ ĐIỀU KIỆN, CHƯA PHẢI ĐỘNG LỰC TÁI ĐỊNH GIÁ TOÀN THỊ TRƯỜNG



NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

Quy mô đợt cơ cấu tháng 9 còn nhỏ so với vốn hóa và thanh khoản toàn thị trường.

➤ Việt Nam chính thức được FTSE nâng hạng Thị trường Mới nổi Thứ cấp từ ngày 21/9/2026, trong khi danh sách cổ phiếu đủ điều kiện được công bố ngày 21/8. Danh sách chính thức bao gồm 27 cổ phiếu Việt Nam có thể vào rổ FTSE Global All Cap, với tổng giá trị mua ròng thụ động khoảng 215 triệu USD trong đợt tháng 9. Quy mô này tích cực nhưng vẫn nhỏ so với vốn hóa và giá trị giao dịch bình quân toàn thị trường. Do đó, riêng dòng vốn của đợt đầu chưa đủ để hỗ trợ cho một đợt tái định giá diện rộng, đặc biệt khi thanh khoản thị trường cơ sở còn thấp và nhà đầu tư nước ngoài đã có nhiều tháng để chuẩn bị vị thế.

Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	Vốn hóa có thể đầu tư (triệu USD)	Phân nhóm quy mô	Mua ròng thụ động ước tính (triệu USD)	Mua ròng thụ động ước tính (tỷ đồng)	GTGD khối ngoại bình quân (tỷ đồng)	GTGD bình quân ngày (tỷ đồng)	Số phiên giao dịch tương đương
VIC	64.940	22.729	Lớn	80,67	2091,8	165,8	1016,1	2,1
VHM	23.884	7.165	Lớn	25,43	659,4	231,8	678,2	1,0
VCB	19.908	2.190	Lớn	7,77	201,5	59,0	282,6	0,7
BID	11.824	709	Vừa	2,52	65,3	17,6	159,3	0,4
VPB	8.206	2.462	Vừa	8,74	226,6	60,3	351,7	0,6
HPG	7.535	3.692	Vừa	13,11	339,8	91,3	512,9	0,7
MCH	6.711	2.013	Nhỏ	6,07	157,4	13,1	56,4	2,8
VPL	6.169	925	Nhỏ	2,79	72,3	5,3	43,5	1,7
STB	5.329	1.599	Nhỏ	4,82	125,0	39,9	254,0	0,5
HDB	4.956	1.338	Nhỏ	4,03	104,6	32,6	266,0	0,4
TCX	4.718	708	Nhỏ	2,13	55,3	17,0	64,6	0,9
FPT	4.610	2.259	Nhỏ	6,81	176,6	94,2	424,3	0,4
VNM	4.387	1.755	Nhỏ	5,29	137,2	87,0	312,0	0,4
VJC	4.110	1.233	Nhỏ	3,72	96,4	13,6	163,8	0,6
MSN	4.033	2.420	Nhỏ	7,29	189,1	60,9	291,8	0,6
VCK	3.087	1.544	Nhỏ	4,65	120,7	8,8	72,4	1,7
SHB	2.774	832	Nhỏ	2,51	65,0	37,8	620,0	0,1
SSI	2.563	1.794	Nhỏ	5,41	140,2	51,8	497,8	0,3
VRE	2.481	992	Nhỏ	2,99	77,6	34,6	146,1	0,5
SSB	2.128	638	Nhỏ	1,92	49,9	3,3	33,0	1,5
MSB	1.936	581	Nhỏ	1,75	45,4	13,2	98,2	0,5
VIX	1.586	1.586	Nhỏ	4,78	124,0	48,9	610,6	0,2
GEX	1.576	788	Nhỏ	2,38	61,6	40,9	315,9	0,2
NVL	1.141	559	Nhỏ	1,69	43,7	21,6	223,6	0,2
HCM	1.125	551	Nhỏ	1,66	43,1	5,8	119,6	0,4
VCI	1.070	749	Nhỏ	2,26	58,6	19,2	199,1	0,3
VND	1.032	774	Nhỏ	2,33	60,5	10,6	184,6	0,3
Tổng				215,52	5588,4			

TÁC ĐỘNG FTSE TẬP TRUNG Ở MỘT SỐ CỔ PHIẾU; GIÁ TRỊ LỚN HƠN NĂM Ở QUÁ TRÌNH THỂ CHẾ HÓA

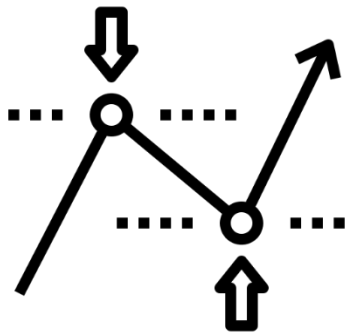


NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG

Dòng vốn thụ động chỉ tạo thêm động lực khi cổ phiếu đồng thời có nền tảng lợi nhuận rõ ràng và đáp ứng tốt các tiêu chí đầu tư.

- **Tác động ở cấp độ cổ phiếu phân hóa mạnh.** VIC được ước tính thu hút khoảng 80 triệu USD và VHM gần 25 triệu USD, nghĩa là hai mã này chiếm gần 50% tổng nhu cầu mua thụ động trong đợt đầu. Với phần lớn cổ phiếu còn lại, giá trị mua ước tính thấp hơn một phiên giao dịch bình quân; MCH, VPL, VCK là các ngoại lệ chính, với quy mô tương đương từ hai đến ba phiên. Vì vậy, tác động ngắn hạn phụ thuộc nhiều hơn vào quy mô dòng vốn so với thanh khoản thực tế và free float của từng mã.
- **Mức độ tập trung này cũng tạo ra một nghịch lý trong ngắn hạn.** VIC và VHM vốn đã đóng góp tỷ trọng lớn vào biến động VN-Index; do đó, đợt cơ cấu đầu tiên có thể tiếp tục làm tăng mức độ tập trung của chỉ số thay vì cải thiện độ rộng thị trường. Điều này không phủ nhận ý nghĩa tích cực của nâng hạng, mà chỉ cho thấy tác động cơ học ban đầu và lợi ích dài hạn đi theo hai hướng khác nhau.
- **Thông báo ngày 21/8 có thể tạo cơ hội giao dịch từ hai nguồn.** Thứ nhất là bất ngờ về danh sách: những cổ phiếu gần như chắc chắn được đưa vào đã có nhiều thời gian để phản ánh kỳ vọng, trong khi các trường hợp biên được thêm hoặc loại có thể tạo biến động tương đối lớn hơn. Thứ hai là bất ngờ về thanh khoản: một cổ phiếu có free float thấp và giao dịch khối ngoại hạn chế có thể phản ứng mạnh hơn dù giá trị mua tuyệt đối không lớn. Tuy nhiên, cả hai yếu tố này đều không làm thay đổi giá trị nội tại và sẽ mất dần sức hấp dẫn khi dòng vốn dự kiến đã được phản ánh hết vào giá.
- **Vì vậy, chúng tôi không mua cổ phiếu chỉ vì khả năng được thêm vào chỉ số.** Thiết lập tốt hơn là khi điều kiện FTSE đi cùng luận điểm cơ bản độc lập, như HPG, FPT hoặc VNM, nơi tăng trưởng lợi nhuận, công suất mới hoặc sức mạnh thương hiệu đã được kiểm chứng. Trong các trường hợp này, dòng vốn thụ động là chất xúc tác bổ sung chứ không phải lý do chính để sở hữu cổ phiếu.
- **Lợi ích quan trọng hơn nằm ở giai đoạn 2026–2027.** Việc được xếp hạng Secondary Emerging Market mở rộng số quỹ toàn cầu được phép đầu tư vào Việt Nam, tạo động lực để các công ty môi giới và tổ chức lưu ký quốc tế tăng đầu tư vào hạ tầng thị trường, đồng thời duy trì sức ép cải cách đối với sở hữu nước ngoài, thanh toán và khả năng tiếp cận. Giá trị chiến lược của FTSE vì vậy nên được đo bằng việc dòng vốn ngoại có trở nên rộng hơn, bền vững hơn và bớt tập trung vào một vài cổ phiếu vốn hóa lớn trong năm 2027 hay không.

ĐỊNH GIÁ THẤP LÀ ĐIỀU KIỆN CẦN, KHÔNG PHẢI LÝ DO ĐỦ ĐỂ MUA CẢ NGÀNH

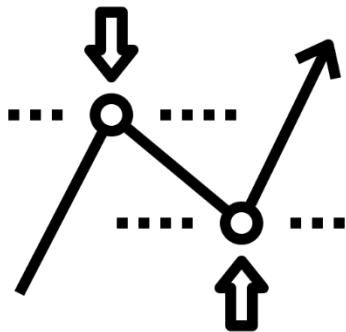


CƠ HỘI & THÁCH THỨC

Ưu tiên doanh nghiệp chuyển tăng trưởng thành EBIT, dòng tiền và lợi suất đầu tư trên vốn.

- **Định giá chỉ số hiện chưa phản ánh đầy đủ sự phân hóa giữa các cổ phiếu.** Theo các ước tính thị trường công bố gần nhất, VN-Index đang giao dịch quanh 12,5x P/E trailing và khoảng 12,9x P/E forward 2026; nếu loại nhóm cổ phiếu liên quan Vingroup, định giá thị trường giảm còn khoảng 9,6–10,6x, tùy theo phạm vi cổ phiếu và phương pháp ước tính. Con số cụ thể phụ thuộc vào tập lợi nhuận sử dụng, nhưng kết luận khá nhất quán: phần lớn thị trường đang rẻ hơn đáng kể so với mức định giá của chỉ số chung. Đây là nền tảng thuận lợi cho lựa chọn cổ phiếu, nhưng không đồng nghĩa với việc mọi ngành đều đáng mua.
- **Lợi nhuận cũng cần được đánh giá kỹ hơn.** LNST toàn thị trường trên ba sàn tăng 51% YoY trong Q2, nhưng nếu loại bất động sản, mức tăng còn khoảng 30%; lợi nhuận phi tài chính không gồm bất động sản tăng 40%. Các số liệu này xác nhận chu kỳ lợi nhuận vẫn tích cực, nhưng không cho thấy mọi doanh nghiệp có thể duy trì cùng một tốc độ. Khi định giá từng cổ phiếu, cần ưu tiên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh liên tục, khả năng chuyển lợi nhuận thành tiền và mức sinh lời của phần vốn đầu tư tăng thêm.
- **Chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền mặt là ràng buộc thứ hai.** Lãi suất tiền gửi dài hạn trong tháng 8 ở khoảng 6–9%, trong khi earnings yield của phần thị trường ngoài Vingroup vào khoảng 9–10,5%. Chênh lệch danh nghĩa chỉ ở mức vài điểm phần trăm trước khi tính đến biến động giá cổ phiếu, rủi ro lợi nhuận và thanh khoản. Với mức lợi suất tiền gửi như vậy, dòng tiền trong nước có đủ lý do để tiếp tục chọn lọc và đòi hỏi mức bù rủi ro rõ ràng hơn ở từng doanh nghiệp.
- **Kịch bản có xác suất cao nhất cho 2H26 là lợi nhuận doanh nghiệp tiếp tục hỗ trợ giá cổ phiếu nhưng P/E toàn thị trường khó mở rộng mạnh, trong khi chênh lệch hiệu suất giữa các mã nới rộng.** Dòng tiền giao dịch có thể sẽ dẫn cơ cấu và tập trung vào các doanh nghiệp đã đưa CAPEX vào vận hành và tạo thêm EBIT ngay cả khi P/E chỉ số không đổi. Ngược lại, doanh nghiệp phụ thuộc vào khoản vay mới, mở rộng với hiệu quả thấp hoặc ghi nhận lợi nhuận một lần có thể vẫn rẻ nhưng không hấp dẫn về dài hạn.
- **Một đợt tái định giá rộng hơn vẫn cần thay đổi ở cấp độ vĩ mô:** chi phí vốn trong nước ổn định hoặc đạt đỉnh, áp lực từ chu kỳ tăng lãi suất toàn cầu không tiếp tục gia tăng, thanh khoản thị trường cơ sở cải thiện, dòng vốn ngoại mở rộng và rủi ro Mục 301/giá dầu không làm tăng phần bù rủi ro cổ phiếu. Cho đến khi các điều kiện này xuất hiện, triển vọng ngành chỉ nên được dùng để xác định vùng cơ hội; quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên chất lượng từng doanh nghiệp.

DANH MỤC ƯU TIÊN: CHỌN DOANH NGHIỆP CÓ LỢI NHUẬN, DÒNG TIỀN VÀ NỀN TẢNG TÀI CHÍNH CÙNG CẢI THIỆN

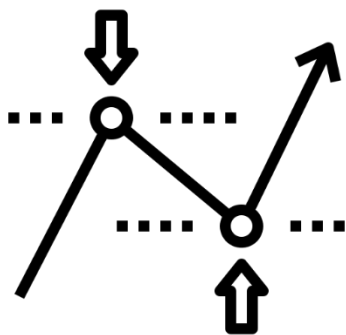


CƠ HỘI & THÁCH THỨC

Mức định giá cao hơn chỉ hợp lý khi doanh nghiệp có thể chứng minh hiệu quả sử dụng vốn và khả năng tài trợ tăng trưởng tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành.

Nhóm ngành / cơ hội	Lựa chọn ưu tiên	Luận điểm hỗ trợ	Yếu tố làm thay đổi luận điểm
Ngân hàng	VCB, CTG, MBB, VPB	Nhu cầu tín dụng còn cao, nhưng lợi thế tương đối chuyển sang ngân hàng có nền tiền gửi ổn định, khả năng kiểm soát chi phí vốn tốt và chất lượng tài sản đủ mạnh để bảo vệ NIM/ROE khi dư địa nơi lỏng lãi suất trong nước thu hẹp.	Chi phí huy động tiếp tục tăng, tỷ giá buộc điều kiện thanh khoản phải thắt chặt hơn, hoặc áp lực nợ xấu mới hình thành nhanh hơn khả năng tạo bộ đệm vốn.
Thép & xây dựng	HPG; CTD	HPG đã chuyển CAPEX hoàn thành thành công suất và sản lượng; CTD có backlog hiện hữu, năng lực thi công và kỷ luật vốn lưu động tốt hơn.	Nhu cầu giảm trước khi công suất/backlog chuyển thành lợi nhuận, hoặc vốn lưu động và chi phí tài trợ hấp thụ phần tăng EBIT.
Tiêu dùng	MWG; VNM	Tiêu dùng thực vẫn tăng; hai doanh nghiệp có khả năng cải thiện biên lợi nhuận và năng suất hoạt động thay vì chỉ dựa vào tăng trưởng doanh thu danh nghĩa.	Sức mua hộ gia đình suy yếu rõ rệt hoặc biên lợi nhuận đảo chiều.
Công nghệ	FPT	Hạ tầng AI và số hóa đã có hiệu suất khai thác cao, giúp luận điểm CAPEX dựa trên doanh thu và mức sử dụng thực tế thay vì kỳ vọng.	Backlog hoặc tỷ lệ sử dụng suy yếu, hoặc định giá tăng nhanh hơn tốc độ cải thiện của lợi nhuận và dòng tiền thực tế.
Điện / lọc dầu / phân bón	POW; BSR; DCM	Tài sản mới, nhu cầu điện, biên lọc dầu và giá phân bón tạo động lực lợi nhuận riêng có thể bù một phần chi phí vốn cao.	Điều kiện năng lượng bình thường hóa nhanh hơn dự kiến, tỷ lệ sử dụng tài sản giảm hoặc tiến độ dự án chậm.
Cảng biển & logistics	GMD	Sản lượng thông qua cảng và hoạt động FDI/thương mại hỗ trợ lợi nhuận vận hành lặp lại; ưu tiên dòng tiền từ khai thác cảng hơn lợi nhuận thoái vốn hoặc mở rộng đội tàu bằng đòn bẩy.	Cú sốc thương mại làm giảm mạnh sản lượng hoặc công suất mới tạo lợi suất thấp hơn chi phí vốn.
Thủy sản / nông nghiệp	FMC; DPR	Cơ cấu chi phí, tỷ trọng sản phẩm giá trị gia tăng và kỷ luật tài chính giúp chuyển doanh thu thành lợi nhuận tốt hơn so với cách tiếp cận dàn trải theo toàn ngành thủy sản/chăn nuôi.	Rủi ro thuế hoặc tập trung khách hàng lấn át lợi ích từ biên lợi nhuận, hoặc giá hàng hóa đảo chiều khi đòn bẩy vẫn cao.
Bất động sản / xuất khẩu	Rất chọn lọc; VHM khi tiến độ bàn giao và dòng tiền rõ; ưu tiên doanh nghiệp xuất khẩu có tỷ lệ nội địa cao	Khung pháp lý và lực cầu bên ngoài vẫn cho thấy cơ hội, nhưng hai nhóm này có độ phân hóa lớn nhất về thời điểm ghi nhận doanh thu, tái cơ cấu nợ và rủi ro Mục 301/xuất xứ.	Tái cơ cấu nợ chiếm phần lớn dòng tiền hoạt động hoặc biện pháp thương mại mở rộng sang các nhóm sản phẩm cốt lõi.

CÁC KỊCH BẢN ĐỐI VỚI VN-INDEX Ở NỬA CUỐI 2026



CƠ HỘI & THÁCH THỨC

- **Kịch bản cơ sở vẫn ưu tiên doanh nghiệp dẫn đầu ở các ngành, nhưng hàm ý đầu tư đã rõ hơn.** Kết quả kinh doanh Q2 tiếp tục khởi sắc và dữ liệu vĩ mô Q3 tích cực làm giảm khả năng suy giảm lợi nhuận toàn thị trường, trong khi chi phí vốn trong nước còn cao và thanh khoản khớp lệnh thấp khiến P/E chỉ số khó có thể quay lại vùng định giá cao. Đây là môi trường phù hợp để tích lũy có kỷ luật những doanh nghiệp đã chuyển lợi nhuận thành dòng tiền và duy trì hiệu quả sử dụng vốn tốt, nhưng không thuận lợi cho chiến lược mua chỉ số hoặc giải ngân dàn trải theo cả ngành chỉ vì bối cảnh vĩ mô tích cực.
- **Tín hiệu đủ để thay đổi quan điểm toàn thị trường không phải là thêm một quý GDP tăng mạnh.** Yếu tố quan trọng hơn là chi phí huy động đạt đỉnh, thanh khoản thị trường cơ sở cải thiện và tăng trưởng lợi nhuận lan rộng sang nhóm doanh nghiệp trung vị. Khi cạnh tranh tiền gửi hạ nhiệt, nguồn vốn ổn định bắt kịp tăng trưởng tín dụng, dòng vốn ngoại mở rộng và dự báo lợi nhuận của doanh nghiệp trung vị được điều chỉnh lên, cùng một chu kỳ vĩ mô có thể hỗ trợ đồng thời tăng EPS và mở rộng P/E.
- **Trước khi những điều kiện này xuất hiện, thị trường vẫn có thể tăng nhưng hiệu suất sẽ tiếp tục phụ thuộc nhiều hơn vào tìm kiếm alpha.** Vì vậy, chiến lược cơ sở vẫn ưu tiên những công ty có chất lượng lợi nhuận, khả năng tạo tiền, nền tảng tài chính và thanh khoản cổ phiếu đủ tốt.

Kịch bản	Vĩ mô / nguồn vốn	Lợi nhuận	Định giá / thanh khoản	Chiến lược
Tích cực: Mở rộng đà tăng	Nguồn vốn huy động ổn định bắt kịp tín dụng, áp lực tỷ giá giảm đủ để NHNN có thêm dư địa điều hành, thanh khoản khớp lệnh cải thiện, FTSE mở rộng dòng vốn ngoại và rủi ro thương mại duy trì ở phạm vi hẹp.	Tăng trưởng lợi nhuận lan rộng sang nhiều doanh nghiệp hơn; khả năng chuyển lợi nhuận thành tiền cải thiện.	P/E thị trường mở rộng vừa phải khi phần bù thanh khoản giảm và độ rộng chỉ số tốt hơn.	Tăng beta từng bước; mở rộng từ nhóm doanh nghiệp dẫn đầu sang các cổ phiếu đầu ngành và nhóm chu kỳ có chất lượng.
Cơ sở: Doanh nghiệp dẫn đầu vượt trội, P/E chỉ số bị giới hạn	Tăng trưởng và tín dụng trong nước vẫn cao, nhưng Fed đã quay lại tăng lãi suất và FOMC vẫn đề ngỏ ít nhất một lần tăng tiếp theo. NHNN tiếp tục ưu tiên điều tiết thanh khoản và truyền dẫn tín dụng thay vì nới lỏng mạnh; rủi ro thương mại và năng lượng còn hiện hữu.	Lợi nhuận tổng thể tiếp tục tích cực, nhưng hiệu quả sử dụng vốn và chi phí tài trợ khiến mức phân hóa giữa doanh nghiệp duy trì cao.	Lợi suất chủ yếu đến từ tăng EPS/FCF ở từng mã; tái định giá chỉ số chưa hoàn tất.	Ưu tiên chọn cổ phiếu thay vì tăng beta toàn thị trường; tập trung vào doanh nghiệp có khả năng chuyển lợi nhuận thành tiền, nền tảng tài chính vững và thanh khoản cổ phiếu đủ tốt.
Kém khả quan: Suy yếu do rủi ro thanh khoản	Chi phí vốn tăng thêm hoặc xuất hiện cú sốc Mục 301/giá dầu/tỷ giá trong khi thanh khoản thị trường cơ sở vẫn thấp.	Dự báo lợi nhuận bị điều chỉnh giảm; chi phí tái cơ cấu nợ và lãi vay lẫn át tăng trưởng hoạt động ở doanh nghiệp có tỷ trọng đòn bẩy tài chính cao.	P/E co hẹp mạnh hơn ở các cổ phiếu có free float thấp hoặc sử dụng nhiều đòn bẩy.	Tăng tỷ trọng tiền mặt và tài sản phòng thủ; chỉ giữ các doanh nghiệp có luận điểm mạnh, bảng cân đối tốt và thanh khoản thị trường cao.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà Léman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Phường Xuân Hòa, TP.HCM
Tel: (+84 28) 7300 7000 Fax: (+84 28) 7300 375
Website: www.acbs.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Email: research.gr@acbs.com.vn
trangdm@acbs.com.vn
tuandt@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10 Phan Chu Trinh, Phường Cửa Nam, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9396

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn
groupis@acbs.com.vn

Giám đốc Xử lý giao dịch KHĐC
Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 6879 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

Khuyến cáo

Vui lòng nhấp vào [đây](#) để xem toàn văn Khuyến cáo, bao gồm: **Xác nhận của chuyên viên phân tích, Công bố thông tin quan trọng, Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm.**

Trường hợp liên kết phía trên không hoạt động, vui lòng truy cập trực tiếp tại:

https://acbs.com.vn/acbsmedia/2026/07/KhuyenCao_VI.pdf