

TTCK Việt Nam phân hóa mạnh:

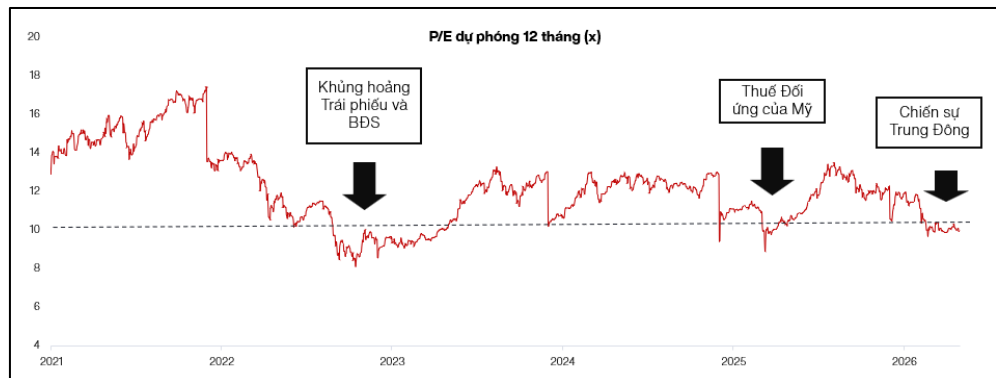
Định giá thấp như thời khủng hoảng, triển vọng tốt như thời tăng trưởng

Định giá thị trường đang ở mức thường thấy trong giai đoạn khủng hoảng, dù kinh tế Việt Nam vẫn giữ được sức chống chịu tốt.

VN-Index hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng 13 lần, trong khi tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 được kỳ vọng đạt 15%. Tuy nhiên, nếu nhìn chi tiết hơn, hơn 70% cổ phiếu trên thị trường đang giao dịch dưới mức P/E 10 lần – mức định giá thấp thường chỉ xuất hiện trong các giai đoạn khủng hoảng, như thể hiện trong biểu đồ bên dưới. Đà tăng mạnh của nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup – hiện chiếm gần 30% vốn hóa VN-Index – làm phần còn lại của thị trường đang có định giá tương đương như giai đoạn khủng hoảng. Tuy nhiên, điều này hoàn toàn trái ngược với thực tế vì nền kinh tế Việt Nam vẫn duy trì sức chống chịu tốt và xuất khẩu công nghệ cao tiếp tục tăng mạnh.

Thị trường hiện đang đối mặt với một số khó khăn, gồm: (1) gián đoạn vận tải kéo dài tại Eo biển Hormuz; (2) thâm hụt thương mại của Việt Nam tăng từ 3% GDP trước chiến sự lên trên 6% GDP vào giữa tháng 5; (3) lạm phát vượt 5%, tạo áp lực lên lãi suất; và (4) dòng vốn ngoại tiếp tục rút ròng, với khoảng 2 tỷ USD giá trị cổ phiếu Việt Nam bị bán ròng từ đầu năm đến nay, sau mức 5 tỷ USD của năm 2025. Dù vậy, chúng tôi tin rằng Chính phủ Việt Nam có đủ năng lực ứng phó với các thách thức này và kỳ vọng tăng trưởng GDP năm 2026 đạt mức 7%.

Định giá VN-Index (loại trừ nhóm Vingroup)



Nguồn: Bloomberg, dữ liệu đến tháng 6/2026

Cuộc sống thường ngày tại Việt Nam không có sự xáo trộn đáng kể.

Việc đóng cửa Eo biển Hormuz là thách thức lớn đối với châu Á và dự báo tăng trưởng GDP 7% của chúng tôi dựa trên giả định rằng Mỹ và Iran sẽ sớm đạt được một thỏa thuận. Đáng chú ý, chiến lược “ngoại giao cây tre” đã giúp Việt Nam bảo đảm đủ nguồn cung dầu, qua đó hạn chế đáng kể tác động tiêu cực từ cuộc chiến. Đến nay, cuộc chiến chưa gây xáo trộn đáng kể đến đời sống tại Việt Nam, trái ngược với tình hình tại Ấn Độ, Indonesia và Philippines. Một trong những lý do Việt Nam có thể đảm bảo nguồn cung năng lượng là cả Trung Quốc¹ và Nhật Bản² đều có động lực kinh tế để duy trì hoạt động của các nhà máy tại Việt Nam, nơi cả hai nước đều có nhiều nhà máy sản xuất hoạt động.

Xuất khẩu công nghệ cao tăng trưởng bất phá.

Nhiều nhà máy trong số này sản xuất hàng công nghệ cao và đây là một trong những trụ cột giúp kinh tế Việt Nam duy trì sức chống chịu trong năm nay. Khoảng cách tăng trưởng đang ngày càng rõ giữa các nền kinh tế có xuất khẩu công nghệ cao bút phá như Việt Nam, Hàn Quốc và Đài Loan, so với các nền kinh tế chịu áp lực lớn hơn từ nhập khẩu năng lượng như Ấn Độ và Philippines. Xuất khẩu máy tính và điện tử của Việt Nam tăng gần 50% trong năm nay, sau khi cũng tăng gần 50%

¹ Việt Nam đề xuất Trung Quốc hỗ trợ nguồn cung xăng máy bay, VnEconomy, Tháng 4/2026.

² Việt Nam đề xuất Nhật Bản và Hàn Quốc hỗ trợ tiếp cận nguồn cung dầu thô, The Diplomat, Tháng 3/2026.

trong năm ngoái. Thâm hụt thương mại chủ yếu phản ánh đà tăng mạnh của hoạt động xuất khẩu liên quan đến AI, như phân tích ở phần dưới; đây cũng là lý do tỷ giá VND chưa chịu áp lực giảm đáng kể, dù mức thâm hụt hiện tại nhìn bề ngoài có thể gây lo ngại.

Lợi nhuận quý I/2026 của VN-Index tăng vượt kỳ vọng.

Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết tăng 51% so với cùng kỳ trong quý I, vượt xa mức kỳ vọng đồng thuận của thị trường là 15%. Đà tăng này một phần đến từ Vinhomes (VHM), như sẽ phân tích ở phần dưới; tuy nhiên, ngay cả khi loại trừ VHM, lợi nhuận vẫn tăng khoảng 30% – gấp đôi kỳ vọng thị trường. Chúng tôi nhận định các rủi ro vẫn hiện hữu, cũng như tác động đối với kinh tế toàn cầu từ xung đột Mỹ - Iran, nhưng phần lớn thị trường hiện vẫn đang giao dịch ở vùng định giá tương đương như trong giai đoạn khủng hoảng, dù nền tảng cơ bản của nhiều doanh nghiệp vẫn vững chắc.

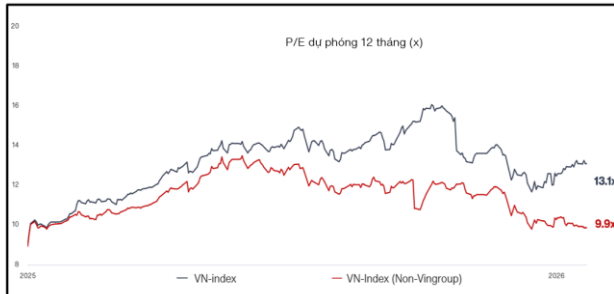
Nhóm doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái Vingroup hiện chiếm khoảng 30% VN-Index

Tỷ trọng nhóm doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái Vingroup – gồm Vingroup (VIC), Vinhomes (VHM), Vincom Retail (VRE) và Vinpearl (VPL) – trong VN-Index đã tăng từ khoảng 8% cách đây hai năm lên gần 30% hiện nay. Năm ngoái, VN-Index tăng khoảng 41%, nhưng nếu loại trừ nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup, mức tăng chỉ còn khoảng 10%. Trong năm nay, VN-Index tiếp tục vượt trội so với chỉ số không bao gồm nhóm Vingroup khoảng 4-5 điểm phần trăm (tức là VN-Index tăng cao hơn “VN-Index không có nhóm VIC/VHM/VRE/VPL” khoảng 4-5 điểm phần trăm), qua đó nới rộng chênh lệch định giá giữa VN-Index – đang giao dịch ở mức P/E 13 lần với tăng trưởng lợi nhuận 15% – và phần còn lại của thị trường – đang giao dịch ở mức P/E 10 lần với tăng trưởng lợi nhuận 16%.

Tỷ trọng nhóm cổ phiếu Vingroup trong VN-Index đã tăng từ 8% lên khoảng 30%.

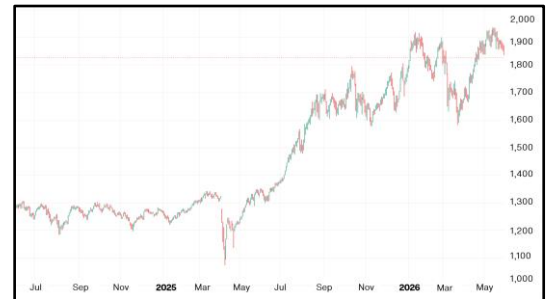
Định giá nới rộng giữa

VN-Index và VN-Index không có nhóm VinGroup



Nguồn: Bloomberg, dữ liệu đến tháng 6/2026

VN-Index (Biểu đồ 2 Năm)



VIC tăng nhờ tái cấu trúc VinFast, kế hoạch IPO của GSM và lợi nhuận VHM bất phá.

Đà tăng của nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup trong năm nay được hỗ trợ bởi ba yếu tố chính: (1) kế hoạch tái cấu trúc VinFast (VFS) và tách công ty này khỏi VIC, hiện nắm giữ hơn 50% lượng cổ phiếu VFS lưu hành; (2) kế hoạch IPO của Green SM (GSM), công ty taxi thuộc Vingroup – hiện tiêu thụ khoảng một phần ba sản lượng xe của VinFast; và (3) kết quả kinh doanh bất phá của Vinhomes (VHM).

Thời điểm xuất hiện các thông tin hỗ trợ giá cổ phiếu VIC dường như có sự trùng hợp với lịch tái cấu trúc nợ của doanh nghiệp này. Đáng lưu ý, trong trường hợp lợi nhuận tăng đột biến như tại VHM, các doanh nghiệp bất động sản có dư địa tương đối lớn trong việc lựa chọn thời điểm ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Chẳng hạn, doanh thu có thể tăng mạnh khi chủ đầu tư bán một lô căn hộ lớn hoặc chuyển nhượng một dự án quy mô lớn cho bên trung gian.

Lợi nhuận quý I tăng trưởng mạnh trên diện rộng.

Lợi nhuận quý I vượt xa dự báo

Lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tăng 51% so với cùng kỳ trong quý I, vượt xa mức kỳ vọng đồng thuận của thị trường là 15%. Mức tăng của VHM giải thích phần lớn đà bứt phá này; tuy nhiên, ngay cả khi loại trừ yếu tố đó, lợi nhuận vẫn tăng khoảng 30% – gấp đôi dự báo được đồng thuận của thị trường – nhờ tăng trưởng lan tỏa ở các nhóm bất động sản, vật liệu, bán lẻ, năng lượng và hàng tiêu dùng thiết yếu, như thể hiện trong bảng bên dưới.

Ngành	1Q26 YoY	Cổ phiếu nổi bật và lý do
Bất động sản	+202%	VHM 10x; NVL lãi trở lại; KDH +131%; PDR +162%
Nguyên vật liệu	+106%	HPG +169% trong đó nhu cầu thép thanh +29%; Dung Quất Giai đoạn 2 vận hành
Tiêu dùng không thiết yếu	+71%	MWG +76%; MSN +217%; PNJ +117%; DGW +89%
Năng lượng	+869%	BSR 20x do biên lợi nhuận tăng; PVD +100%; GAS +7%
Tiêu dùng thiết yếu	+77%	SAB +49%; VNM +55%; do mức nền thấp
Ngân hàng	+12%	NIM thu hẹp do lãi suất tăng; CTG +63%; VPB +58%
Tổng	+51%	

Nguồn: VinaCapital

Nhìn chung, nhóm vật liệu hưởng lợi từ nhu cầu thép tăng; các doanh nghiệp lọc dầu được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận lọc dầu mở rộng; trong khi nhóm hàng tiêu dùng bắt đầu cho thấy tín hiệu phục hồi rõ nét từ mức nền thấp của năm ngoái. Bên cạnh định giá hấp dẫn của nhóm ngân hàng đã đề cập ở trên (P/B 1,3 lần với ROE ở mức hai con số), các cổ phiếu tiêu dùng, công nghệ thông tin và năng lượng cũng đang giao dịch ở vùng định giá tương đối thấp – trong nhiều trường hợp dưới mức trung bình 5 năm.

Đà tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index nhiều khả năng sẽ chậm lại khi tác động kinh tế của chiến sự Trung Đông dần lan tỏa, trong khi mặt bằng lãi suất cao hơn được dự báo sẽ gây sức ép lên biên lợi nhuận của các ngân hàng trong những tháng còn lại của năm. Tuy nhiên, mục tiêu của báo cáo này nhằm nhấn mạnh định giá của phần lớn thị trường chứng khoán Việt Nam đang ở mức tương đương như trong thời kỳ khủng hoảng – trái ngược với các điều kiện kinh tế thực tế nhìn chung vẫn ổn định. Bên cạnh đó, Việt Nam đang triển khai một loạt cải cách trên diện rộng nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước, đáp ứng các tiêu chí liên quan đến việc được đưa vào chỉ số thị trường mới nổi của FTSE, cũng như tháo gỡ để tái khởi động các dự án bất động sản bị đình trệ... Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán vẫn chưa phản ánh đầy đủ tác động của các cải cách này, do lợi ích sẽ được hiện thực hóa dần theo thời gian thông qua thanh khoản cải thiện, số lượng doanh nghiệp niêm yết gia tăng, tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước và việc tái khởi động các dự án chậm tiến độ.

Cuối cùng, cần lưu ý rằng mặc dù chúng tôi đã phân tích về tăng trưởng lợi nhuận theo ngành ở trên, chỉ một hoặc hai cổ phiếu chủ chốt cũng có thể tác động đáng kể đến lợi nhuận của cả một ngành tại Việt Nam. Vì vậy, chiến lược quản lý danh mục chủ động tại Việt Nam là đặc biệt quan trọng, bởi việc lựa chọn đúng các cổ phiếu dẫn dắt có thể tạo khác biệt lớn đối với hiệu quả đầu tư.

Thâm hụt thương mại ở mức chấp nhận được

Xuất khẩu công nghệ cao của Việt Nam tăng 49% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2026, tiếp nối mức tăng 48% của năm trước, nhờ nhu cầu tăng cao đối với các sản phẩm liên quan đến

AI. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại của Việt Nam đã tăng hơn gấp đôi, từ mức 3% GDP trước chiến sự lên trên 6% GDP vào giữa tháng 5 (tương đương khoảng 13 tỷ USD tính đến giữa tháng 5).

Chiến sự Trung Đông góp phần làm thâm hụt thương mại Việt Nam hơn 2 điểm phần trăm, do giá dầu và giá trị đồng Nhân dân tệ đều tăng mạnh (Việt Nam nhập hơn một phần ba nguyên vật liệu đầu vào từ Trung Quốc nhằm sản xuất hàng xuất khẩu). Tuy vậy, phần lớn thâm hụt thương mại hiện nay của Việt Nam chủ yếu xuất phát từ việc gia tăng nhập khẩu nguyên vật liệu sản xuất và tư liệu vốn phục vụ cho sản xuất các sản phẩm công nghệ cao.

Liên quan đến điểm trên, các doanh nghiệp FDI trong lĩnh vực công nghệ cao đang gia tăng nhập khẩu máy móc, thiết bị sản xuất được sử dụng để sản xuất các linh kiện có độ chính xác cao. Đây là một điểm quan trọng nhưng khá tinh tế, giúp lý giải vì sao thị trường tiền tệ và chứng khoán phần nào không quá lo ngại trước mức tăng gần đây của thâm hụt thương mại. Cụ thể, việc nhập khẩu các linh kiện như chip và kính chuyên dụng thường dùng trong sản xuất điện thoại thông minh thường được đưa vào sản xuất và tiêu thụ trong vòng 3–4 tháng kể từ khi nhập khẩu. Tuy nhiên, các doanh nghiệp FDI (đặc biệt là các công ty công nghệ cao Trung Quốc) hiện tăng cường nhập khẩu nhiều máy móc và thiết bị dùng để sản xuất để sản xuất những linh kiện như loại kính chuyên dụng nêu trên.

Thời gian hoàn vốn để sử dụng các tư liệu sản xuất này nhằm sản xuất hàng xuất khẩu cuối cùng, qua đó bù đắp chi phí thiết bị trong cán cân thương mại của Việt Nam, kéo dài hơn đáng kể so với chu kỳ 3–4 tháng của các linh kiện đầu vào dùng để sản xuất hàng công nghệ cao. Điều này tạo ra hiệu ứng “đường cong J”, trong đó cán cân thương mại ban đầu xấu đi, trước khi cải thiện trở lại khi các máy móc, thiết bị và linh kiện nhập khẩu được đưa vào sản xuất hàng xuất khẩu./.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

© 2026 Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ VinaCapital (VCFM). Đã đăng ký Bản quyền. Báo cáo này đã được chuẩn bị và đang được VCFM hoặc một trong các chi nhánh của VCFM phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Thông tin ở đây dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ thông tin về VCFM, VCFM không tuyên bố về tính chính xác của thông tin đó. Các ý kiến, ước tính và dự đoán được trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện tại của tác giả tại ngày xuất bản. Chúng không phản ánh rõ ràng ý kiến của VCFM và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. VCFM không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi hoặc theo bất kỳ cách nào để sửa đổi báo cáo này hoặc thông báo cho người đọc trong trường hợp bất kỳ chủ đề hoặc ý kiến, dự báo hoặc ước tính nào trong báo cáo thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

Thông tin cũng như bất kỳ ý kiến nào được thể hiện trong báo cáo này đều không phải là lời đề nghị hoặc lời mời đưa ra để nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào hoặc bất kỳ quyền chọn, hợp đồng tương lai hoặc các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ chứng khoán nào. Nó cũng không nên được hiểu là một quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành chung và chỉ cung cấp thông tin chung. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào có thể nhận hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động và có thể lên xuống. Hiệu suất trong quá khứ, nếu có, không phải là hướng dẫn cho tương lai.

Bất kỳ công cụ tài chính nào được thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải đưa ra các quyết định tài chính của riêng mình dựa trên các cố vấn tài chính độc lập của họ khi họ tin rằng cần thiết và dựa trên tình hình tài chính cụ thể và các mục tiêu đầu tư của họ. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ người nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép rõ ràng bằng văn bản của VCFM. Vui lòng trích dẫn nguồn khi trích dẫn.