



Triển vọng 2026 | Ngành Xây dựng và Ngành Thép

Điểm khởi đầu của chu kỳ tăng trưởng

Chuyên viên phân tích:

- Lê Hải Thành (Thanh.LeHai@mbs.com.vn)

Tóm tắt:

Triển vọng xây dựng giai đoạn 2025 – 26:

- Ngành xây lắp trở thành điểm sáng thúc đẩy tăng trưởng GDP trong giai đoạn 2025 – 26, mức tăng trưởng dự báo đạt lần lượt 8% và 10% svck. Động lực tăng trưởng dự kiến đến từ xây dựng dân dụng và đầu tư công khi nguồn cung BĐS dự báo duy trì ở mức cao và năm 2026 trở thành bản lề đối với chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 – 30. Đối với xây dựng dân dụng, nguồn cung NOXH dự kiến tăng trưởng lần lượt 45%/50% svck trong 2025 – 26. Bên cạnh đó, việc thúc đẩy hạ tầng đường sắt thông qua các dự án chiến lược đường sắt HN – HP – LC, hay Bến Thành – Cần Giò giúp giải ngân ĐTC dự báo tăng trưởng 8% svck vào năm 2026.
- Các doanh nghiệp xây lắp sẽ được hưởng lợi nhờ (1) backlog các DN niêm yết dự báo tăng trưởng lần lượt 19%/15%, (2) Tình hình tài chính của các DN bất động sản tốt hơn giúp giảm chi phí trích lập dự phòng dành cho các công ty xây lắp và (3) LN ròng từ HĐKD cốt lõi của các DN niêm yết tăng trưởng 10%/9% svck trong giai đoạn 2025-26.

Chúng tôi ưu thích CTD đối với ngành xây lắp nhờ:

- Vị thế doanh nghiệp đầu ngành, được hưởng lợi lớn trong bối cảnh tăng trưởng toàn ngành tích cực. Backlog tăng trưởng 24%/18% svck nhờ tăng cường hợp tác với các chủ đầu tư lớn. Bên cạnh đó, LN ròng dự báo tăng 47%/60% svck trong giai đoạn 2025 – 26 nhờ đóng góp từ mảng xây lắp và BĐS.
- Mức định giá P/B đạt 0.9 đang thấp hơn mức 1.1 trong giai đoạn phục hồi của ngành xây lắp.

Triển vọng Ngành Thép giai đoạn 2025 – 26:

- Ngành thép dự kiến tăng trưởng tích cực trong bối cảnh tiêu thụ nội địa khả quan trong khi xuất khẩu tiếp tục khó khăn. Sản lượng nội địa tăng 17%/9% svck nhờ (1) nguồn cung BĐS tiếp tục duy trì tích cực và (2) giải ngân đầu tư công dự kiến cải thiện 6%/8% svck trong giai đoạn 2025 – 26.
- Bên cạnh đó, giá thép dự kiến phục hồi kể từ năm 2026 nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng và áp lực từ thép TQ giảm mạnh với hỗ trợ từ thuế Chống bán phá giá.
- Các DN ngành thép dự kiến được hưởng lợi nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tích cực từ thị trường nội địa, (2) biên LN gộp toàn ngành có thể cải thiện trong bối cảnh giá thép phục hồi trong khi giá nguyên liệu than và quặng hạ nhiệt. (3) LN ròng toàn ngành dự báo tăng trưởng 28%/22% svck.

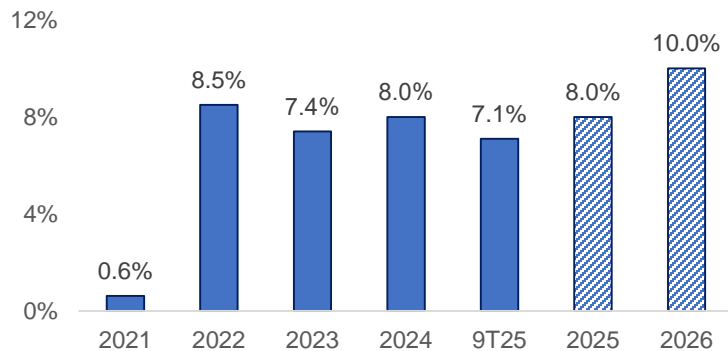
Chúng tôi lựa chọn HPG và HSG:

- HPG và HSG được hưởng lợi nhờ có thị phần lớn tại thị trường nội địa nhờ đó có thể hưởng lợi từ tiêu thụ khả quan trong bối cảnh gia tăng thị phần từ thép TQ và biên LN gộp phục hồi. Nhờ đó, LN ròng của HPG và HSG tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025 – 26.
- Bên cạnh đó, mức định giá PE forward năm 2026 đang thấp hơn so với doanh nghiệp trong những giai đoạn phục hồi của ngành thép.

Ngành xây dựng dự báo tăng 10% svck trong 2026, động lực chính đến từ xây dựng dân dụng trong khi hạ tầng và công nghiệp duy trì ổn định

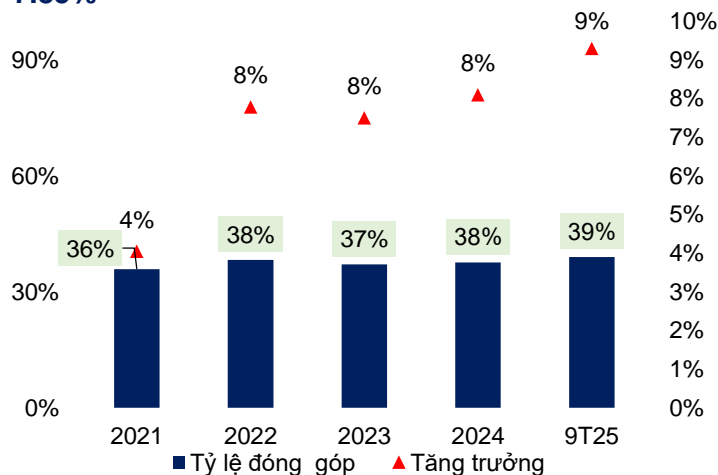
- Ngành xây dựng có thể tăng trưởng 8% trong năm 2025 và đặt mục tiêu tăng trưởng 10% trong giai đoạn 2026 – 30, theo số liệu của Bộ Xây Dựng. Trong 9T/25, ngành công nghiệp xây dựng trở thành động lực quan trọng khi ghi nhận mức tăng 9% svck và thúc đẩy GDP tăng 7.85%. Chúng tôi đánh giá điểm nhấn tăng trưởng có thể đến từ xây dựng dân dụng trong bối cảnh hướng đến mục tiêu 1 triệu căn NOXH vào năm 2030. Cụ thể hơn, số căn NOXH hoàn thành trong 2025-26 dự kiến có thể tăng trưởng lần lượt 45%/50% svck và đạt mức 405 nghìn căn vào 2026.
- Đối với xây dựng hạ tầng, động lực tăng trưởng có thể đến từ các tuyến đường sắt lớn sẽ được khởi công từ 2026 như Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai, Hà Nội – Quảng Ninh hay Bến Thành – Cần Giờ trong bối cảnh giải ngân ĐTC có thể tăng trưởng 8% svck vào năm 2026. Bên cạnh đó, giai đoạn 2027 – 30, các dự án cao tốc Bắc – Nam (GD2) có thể tác động tích cực tới backlog của mảng xây dựng hạ tầng.
- Đối với xây dựng công nghiệp, nhu cầu xây dựng nhà máy cải thiện mạnh mẽ nhờ giải ngân vốn FDI ngành chế biến chế tạo duy trì ở mức cao (+12% svck trong 10T25). Chúng tôi rằng vốn FDI có thể duy trì tích cực khi mức thuế đối ứng của Mỹ đã trở nên rõ ràng hơn.

Dự báo giá trị ngành xây lắp sẽ tăng 8%/10% trong giai đoạn 2025 - 26



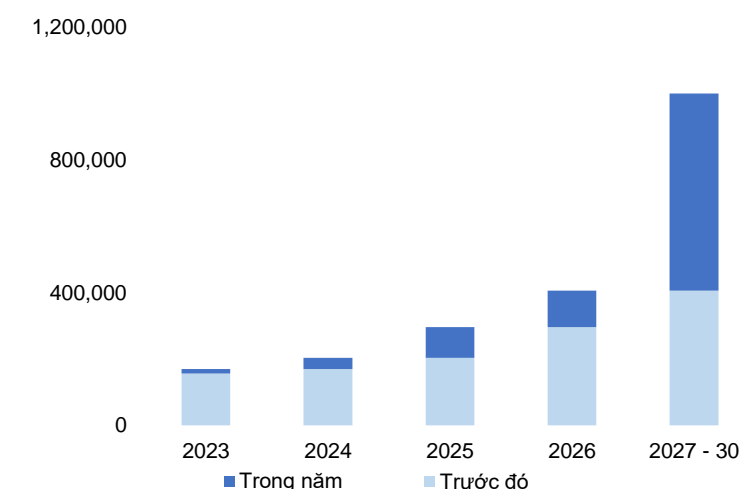
• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Công nghiệp xây dựng tăng trưởng mạnh 9% trong 9T25, là động lực thúc đẩy GDP tăng 7.85%



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Số căn NOXH hoàn thành dự kiến tăng 45%/50% svck trong 2025-26 hướng đến mục tiêu 1 triệu căn vào 2030

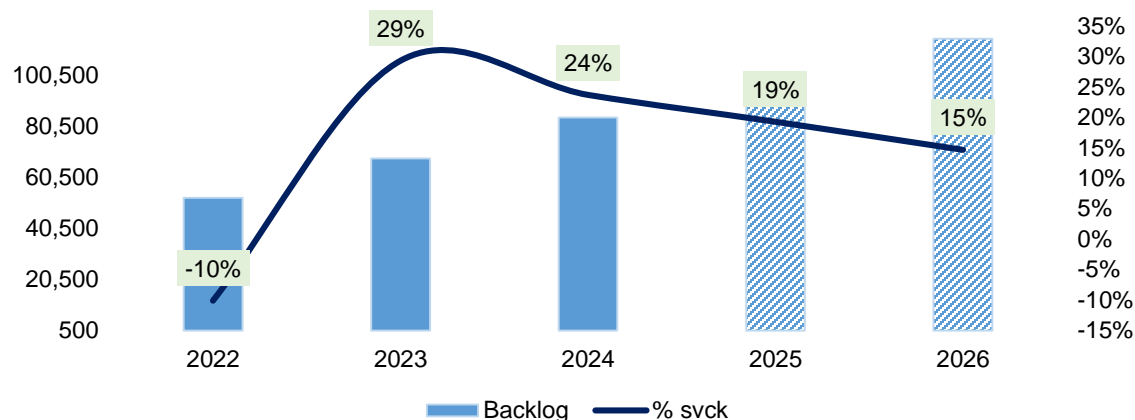


• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

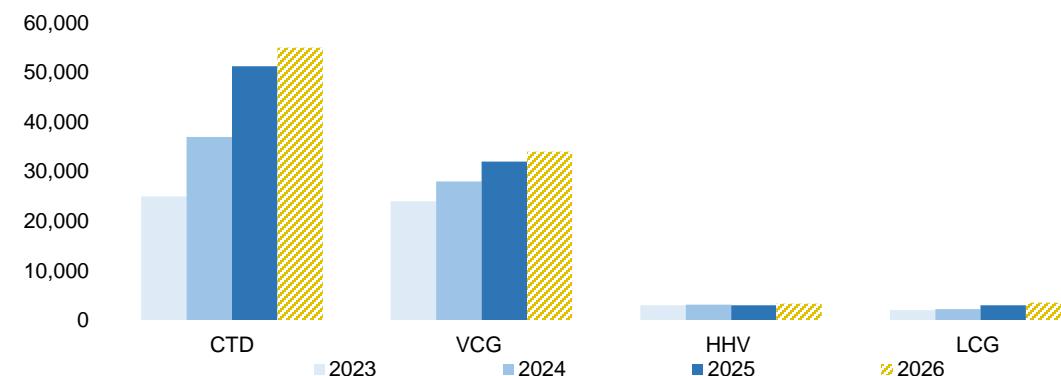
Backlog các DN xây dựng niêm yết dự báo tăng trưởng 19%/15% svck vào năm 2025 - 26

- Chúng tôi dự báo backlog các DN xây dựng niêm yết, dự kiến tăng trưởng 19%/15% svck GD 2025-26 trong đó chủ yếu đóng góp từ các doanh nghiệp lớn. Đối với nhóm xây dựng dân dụng, việc hưởng lợi từ các chủ đầu tư lớn tăng cường triển khai dự án giúp backlog của CTD tăng trưởng 24% svck. Đối với các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng, trúng thầu thêm các dự án cao tốc giúp VCG tăng trưởng 17% svck và HHV dự báo giá trị hợp đồng kí mới tăng 8% svck.
- Theo thống kê của Bộ Xây dựng, số lượng dự án cấp phép mới tính đến 9T/25 đạt 118 dự án (tăng mạnh so với mức 40 dự án cùng kì). Số lượng dự án triển khai tăng mạnh trong bối cảnh những vướng mắc liên quan đến tiền sử dụng đất được tháo gỡ và các chủ đầu tư tăng tốc triển khai nhằm hưởng lợi từ đầu tư hạ tầng tích cực. Bên cạnh đó, tại 1 số địa phương như Phú Quốc, các công trình phục vụ cho Hội nghị Apec 2027. Việc số lượng các dự án cấp phép và nguồn cung BĐS phục hồi trở thành động lực tăng trưởng backlog đối với các DN xây lắp
- Sang năm 2026, chúng tôi đánh giá, backlog của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng có thể tăng trưởng cao hơn so với các doanh nghiệp hạ tầng với những lý do chính sau (1) các chủ đầu tư BĐS lớn đang tập trung triển khai các đại dự án với quy mô lớn với mục tiêu mở bán dự án trong bối cảnh nhu cầu BĐS ở mức cao và (2) Chính phủ trao quyền cho các chủ đầu tư lớn trong việc triển khai và vận hành 1 số dự án đầu tư hạ tầng như Sân bay Phú Quốc hay sân bay Gia Bình. Bên cạnh đó, trong bối cảnh các dự án hạ tầng tập trung vào triển khai mạng lưới đường sắt, việc trúng thầu có thể khó khăn hơn do hiện tại việc đấu thầu cũng đang tập trung vào các chủ đầu tư lớn,

Backlog của các doanh nghiệp niêm yết(Tỷ VNĐ) dự báo tăng trưởng 19%/15% svck vào năm 2025-26



Backlog của các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực xây lắp (Tỷ VNĐ)

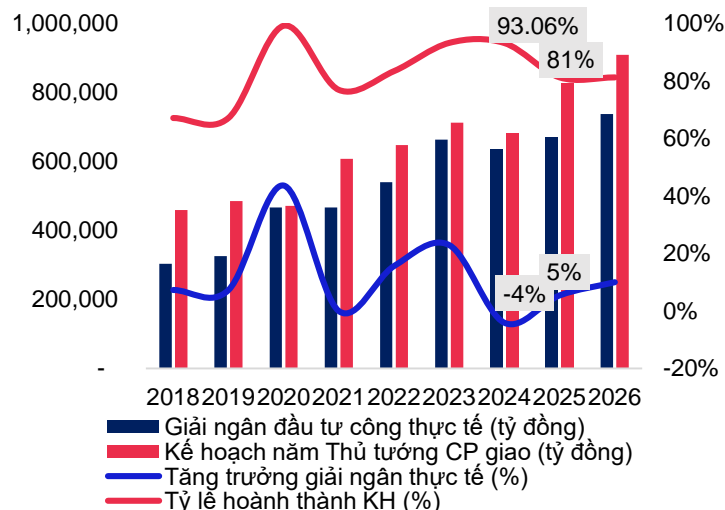


• Nguồn: FiinproX, MBS Research tổng hợp

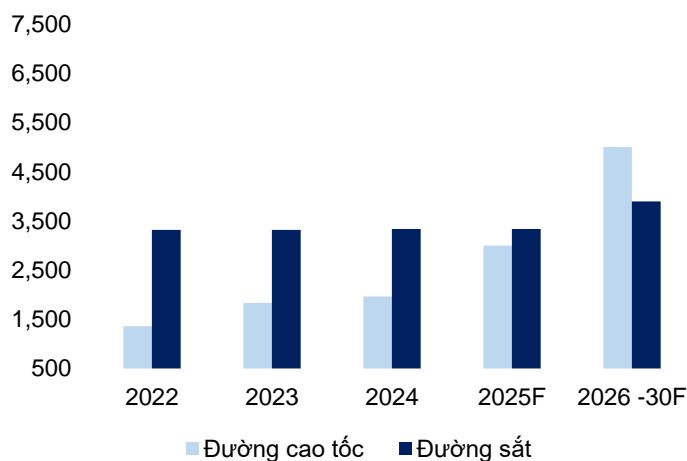
Giải ngân đầu tư công dự báo tăng trưởng lần lượt 6%/8% trong giai đoạn 2025 - 26

- Tính đến hết tháng 10/2025, giải ngân ĐTC đạt mức 491,000 tỷ VNĐ, đạt 54% kế hoạch của Chính phủ. Dù vẫn tăng trưởng 3.5% tuy nhiên mức giải ngân này thấp hơn kì vọng và khó có khả năng hoàn thành mục tiêu trong năm 2025. Lý do chính đến từ việc (1) 1 số địa phương khi thực hiện sáp nhập trong cùng tỉnh thành có nhiều bảng giá đất khác nhau gặp khó khăn trong việc đền bù, GPMB. (2) Thời tiết khắc nghiệt tại 1 số tỉnh thành khu vực phía Bắc và miền Trung gây cản trở quá trình xây dựng. Theo dự báo của chúng tôi, giải ngân ĐTC năm 2025 đạt mức 670,000 tỷ VNĐ (đạt 81% kế hoạch).
- Năm 2026 trở thành năm bản lề của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 – 30 khi là bước khởi đầu trong chiến lược phát triển mạng lưới 2,362 Km đường sắt vào năm 2030 với những dự án chiến lược sẽ được khởi công như HN – HL, Đường sắt HN-HP-LC, Metro Bến Thành – Cần Giờ và đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Các dự án đường sắt đóng vai trò quan trọng trong bối cảnh đã hoàn thiện mục tiêu 3,000 km cao tốc và tiến tới mục tiêu 4.802km (tăng so với hiện tại 2.362km).
- Trong bối cảnh triển khai mạng lưới đường sắt, chúng tôi đánh giá 1 số nhóm ngành có thể được hưởng lợi nhờ xu hướng này như: Xây lắp, Vật liệu xây dựng (thép và đá xây dựng) và Bất động sản (thông qua mô hình phát triển BĐS theo các tuyến Metro TOD).

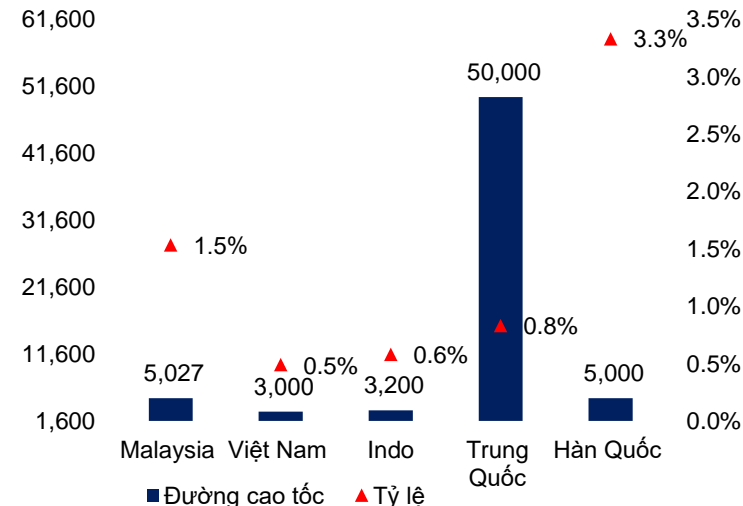
Vốn đầu tư công dự kiến giải ngân



Số km cao tốc và đường sắt giai đoạn 2026 -30



Tỷ lệ đường cao tốc/mạng lưới giao thông tại 1 số quốc gia



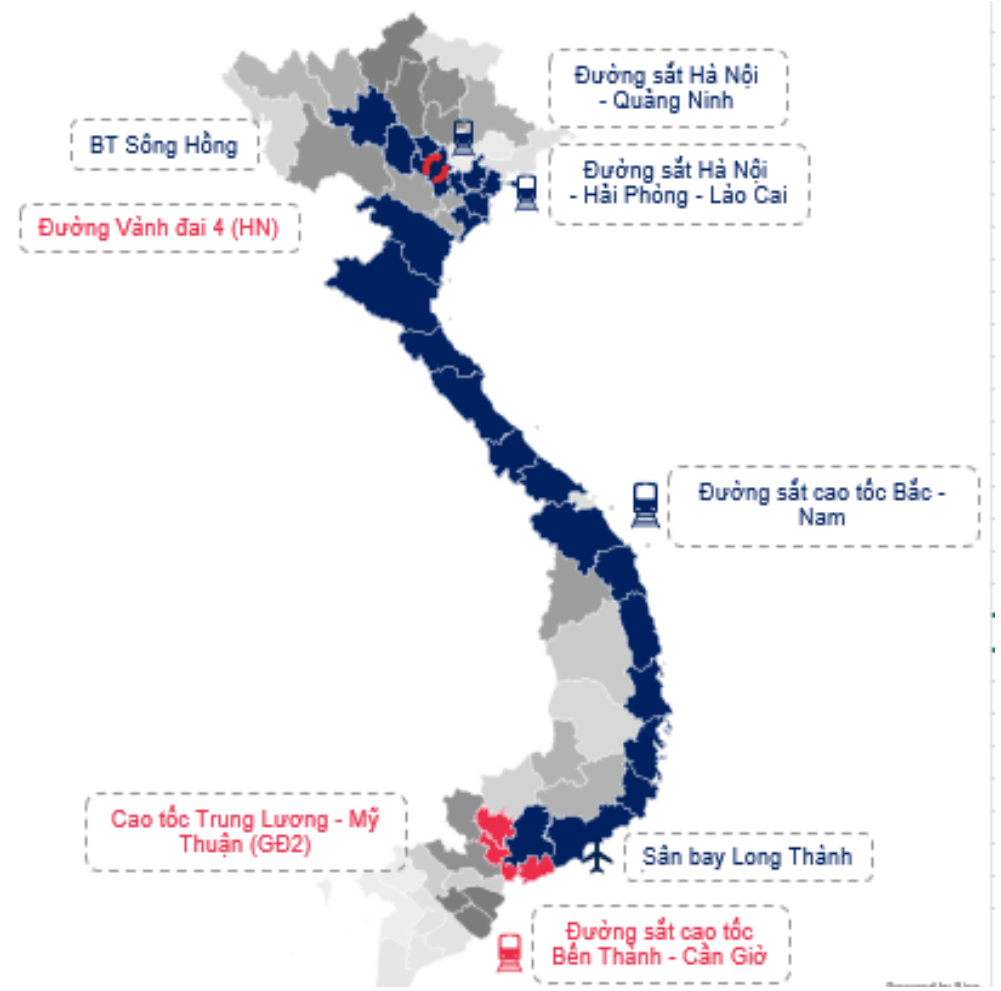
• Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research dự báo

• Nguồn: Bộ Xây dựng

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Các dự án chiến lược trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 - 30

| Dự án | TMĐT (Tỷ VNĐ) | Quy mô | Thời gian triển khai và các ngành hưởng lợi | | | | | |
|---|---------------|-----------|---|--|------|------|------|----------|
| | | | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | Sau 2030 |
| Sân bay Long Thành (GD1) | 109,700 | 5,000 ha | | Nhờ cảnh hàng không đi vào vận hành, chúng tôi hạ tầng hoàn thiện tỉnh Đồng Nai có thể tác động tích cực tới các ngành như Logistic và bất động sản KCN. | | | | |
| Đường sắt Hà Nội - Hải Phòng - Lào Cai | 203,000 | 419 km | Giai đoạn 2026 - 30, chúng tôi đánh giá trong quá trình xây lắp và GPMB, các ngành chính được hưởng lợi bao gồm Xây dựng và Vật liệu xây dựng (Thép). | | | | | |
| Metro Bến Thành - Cần Giờ | 85,600 | 53 km | Theo đánh giá, CTCP Vinspeed dự kiến đầu tư theo phương thức PPP. Trong thời gian xây dựng dự án, chúng tôi đánh giá cao các ngành VLXD và sau năm 2030 các dự án BĐS theo hình thức TOD có thể được hưởng lợi. | | | | | |
| Đường sắt tốc độ cao Hà Nội - Quảng Ninh | 143,553 | 120 km | Quá trình xây lắp có thể tiến hành từ năm 2027 và dự kiến hoàn tất trước năm 2035 theo kế hoạch của Chính phủ. Trong thời gian xây dựng, chúng tôi cho rằng các ngành như xây lắp và VLXD có thể hưởng lợi. Kể từ khi vận hành 2035, hạ tầng dự án dự kiến tác động tích cực tới các ngành Logistic, bất động sản KCN. | | | | | |
| Đường sắt cao tốc Bắc - Nam | 1,700,000 | 1,541 km | Dự án dự kiến khởi công từ T12/25 khi bắt đầu thực hiện GPMB. Dự án chia thành 3 dự án thành phần gồm (1) giải phóng mặt bằng, (2) Đại lộ cảnh quan sông Hồng và (3) xây dựng đường sắt và khu đô thị. Dự án có thể được khởi công từ 2028, chúng tôi đánh giá các công ty xây lắp lớn và VLXD có thể được hưởng lợi từ triển khai dự án này. | | | | | |
| BT Sông Hồng (bao gồm Đường sắt đô thị, đại lộ và khu đô thị) | 338,000 | 11,000 ha | | | | | | |

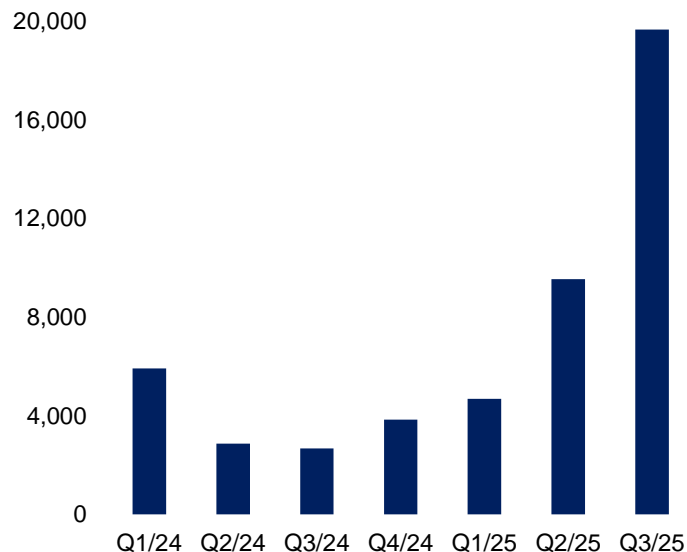


• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

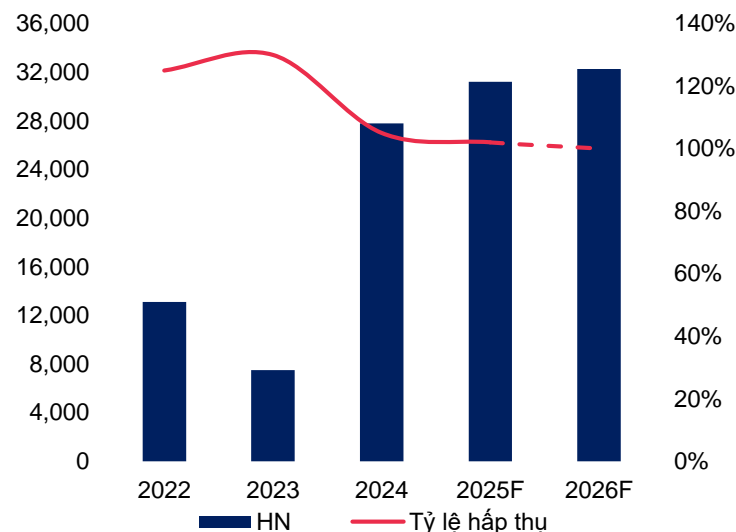
Mảng xây dựng dân dụng dự báo tăng trưởng nhờ nguồn cung BĐS tích cực

- Động lực tăng trưởng chính của ngành xây lắp đến từ xây dựng dân dụng trong bối cảnh nguồn cung bất động sản tiếp tục đà phục hồi trong năm 2026. Nhờ những vướng mắc pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất và quy hoạch được tháo gỡ, nguồn cung căn hộ tại TP.HCM dự báo tăng trưởng lần lượt 78%/17% svck và tại HN ghi nhận mức tăng 12%/4% trong giai đoạn 2025 – 26. Bên cạnh đó, việc tỷ lệ hấp thụ ở mức cao (khoảng trên 80%) cho thấy tình hình bán hàng thuận lợi nhờ đó giúp đẩy nhanh tiến độ thu tiền cho các chủ đầu tư.
- Nhờ đó, theo đánh giá của chúng tôi các doanh nghiệp mảng xây dựng dân dụng có thể được hưởng lợi nhờ (1) backlog dự báo tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nguồn việc nhiều hơn đến từ nhu cầu triển khai dự án mới của các chủ đầu tư và (2) Chi phí trích lập dự phòng giảm nhờ cơ cấu tài chính của các chủ đầu tư lành mạnh hơn góp phần có dòng tiền để thanh toán cho các nhà thầu xây lắp.

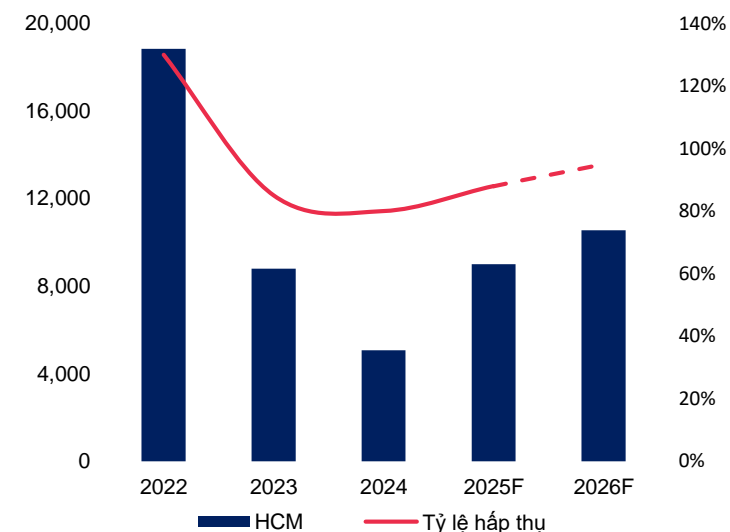
Số căn NOXH được cấp phép trên cả nước (Căn)



Nguồn cung căn hộ mở bán tại HN dự báo tăng trưởng 12%/4% svck trong giai đoạn 2025 – 26



Nguồn cung căn hộ mở bán tại TP.HCM có thể phục hồi 78%/14% svck trong 2025 – 26 (Căn hộ)



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

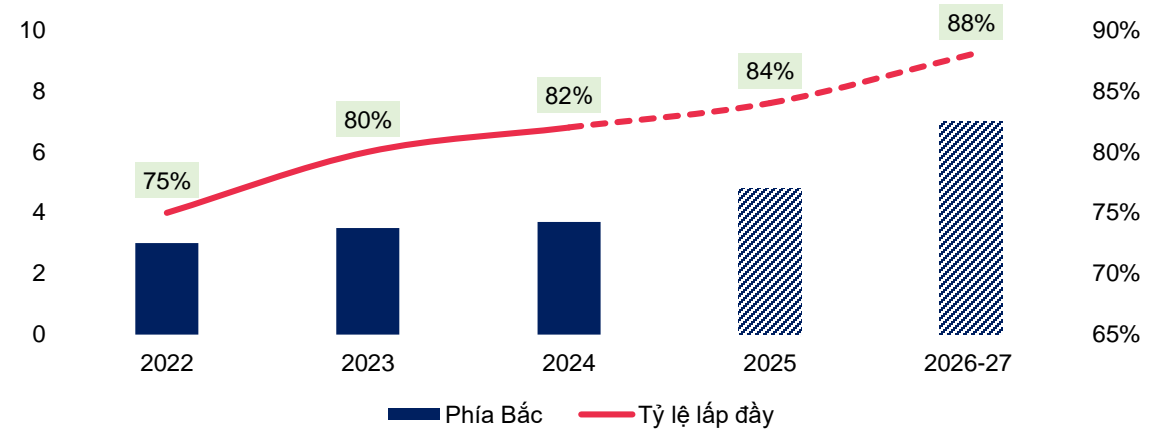
• Nguồn: CBRE Report, MBS Research tổng hợp

• Nguồn: CBRE Report, MBS Research tổng hợp

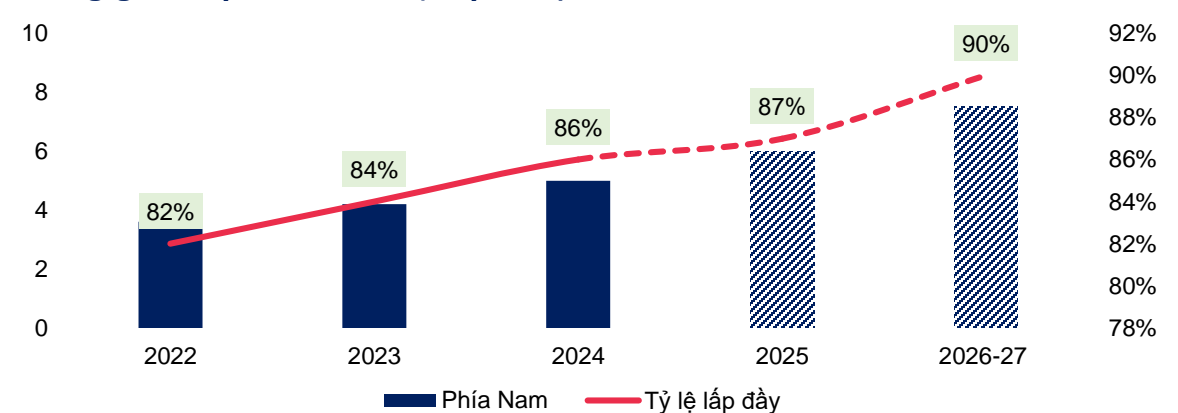
Mảng xây dựng công nghiệp dự báo tăng trưởng tích cực

- Xây dựng công nghiệp trở thành 1 trong những điểm sáng của ngành xây lắp trong bối cảnh vốn FDI tiếp tục duy trì tích cực. Cụ thể hơn, giải ngân vốn FDI trong lĩnh vực chế biến chế tạo trong 9T/25 tiếp tục tăng trưởng 12% svck lên mức 17.7 tỷ USD. Chúng tôi đánh giá vốn FDI có thể tăng trưởng trong giai đoạn 2026 – 27 nhờ các chính sách thuế quan của Mỹ đã trở nên rõ ràng hơn.
- Theo dự báo của Cushman & Wakefield, diện tích nhà xưởng xây sẵn tại khu vực phía Bắc và phía Nam tiếp tục cải thiện trong bối cảnh các doanh nghiệp mở rộng quy mô các KCN nhằm hưởng lợi từ vốn FDI. Dự báo trong giai đoạn 2026 – 27, nguồn cung tại khu vực phía Bắc được dự báo sẽ tăng thêm khoảng 1.5 triệu m2 (+25% svck) nhờ các dự án như KCN Bình Xuyên (295 ha) và KCN Tân Trào (227 ha). Đối với các KCN phía Nam, nhờ đóng góp của KCN Cây Trường (700 ha) và KCN Bàu Bàng (380 ha), diện tích nhà xưởng dự báo có thể tăng 21% lên mức gần 7.5 triệu m2.
- Trong bối cảnh diện tích các KCN được mở rộng nhằm hưởng lợi từ nguồn vốn đầu tư FDI, xây dựng công nghiệp trở thành mảng kinh doanh tích cực của ngành xây lắp. Nhờ đó, các doanh nghiệp có kinh nghiệm trong việc triển khai xây dựng hạ tầng công nghiệp có thể được hưởng lợi như CTD, VCG. Tuy backlog hiện tại của xây dựng công nghiệp so với tổng backlog của doanh nghiệp chỉ chiếm khoảng 10% - 20%, tuy nhiên đây có thể trở thành động lực tăng trưởng trong bối cảnh giải ngân FDI duy trì tích cực.

Diện tích nhà xưởng xây sẵn khu vực phía Bắc trong giai đoạn 2026 – 27 có thể tăng trưởng 25% so với năm 2025 (Triệu m2)



Diện tích nhà xưởng xây sẵn khu vực phía Nam dự báo tăng trưởng 21% trong giai đoạn 2026 – 27 (Triệu m2)



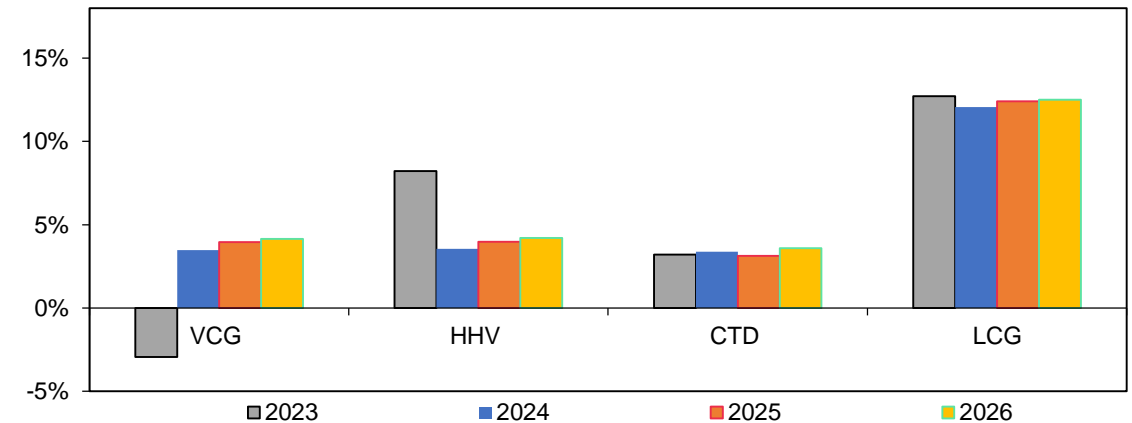
• Nguồn: Cushman & Wakefield.

Biên LN gộp duy trì ổn định trong khi nợ xấu có xu hướng giảm

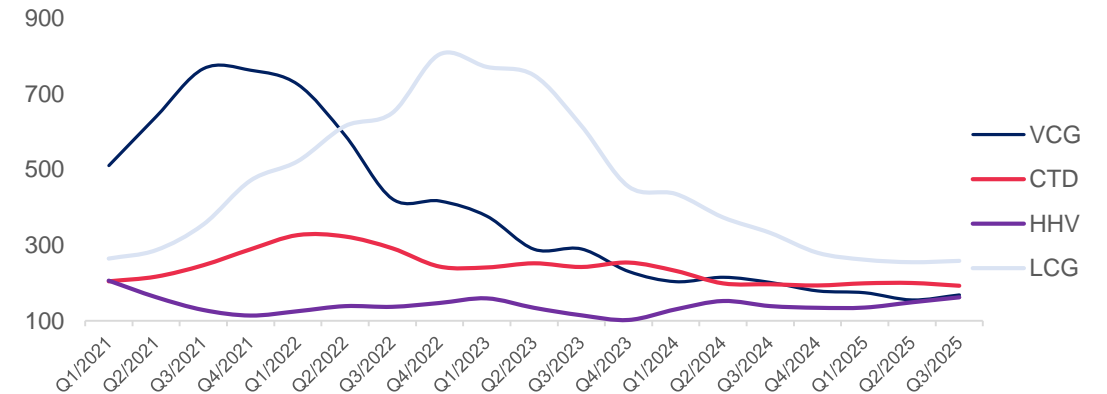
- Nhờ nguồn việc ổn định trong bối cảnh các dự án được đẩy mạnh triển khai có thể tác động tích cực tới giá trúng thầu của các DN xây lắp. Chúng tôi đánh giá, giá trúng thầu có thể cải thiện hơn so với giai đoạn 2023 – 24 khi giá bán cải thiện hơn giúp chủ đầu tư có thêm dư địa để nâng cao giá vốn xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu tiếp tục duy trì ở mức cao có thể hạn chế khả năng mở rộng biên LN gộp. Tóm lại, giá nguyên vật liệu cao hơn được bù đắp bởi giá trúng thầu tích cực, nhờ đó biên LN gộp dự báo đi ngang quanh mức 3% - 3.5%.
- Bên cạnh đó, lãi suất vay hiện tại dù tăng nhẹ khoảng 0.5đ % - 1đ % so với thời điểm đầu năm 2024 tuy nhiên vẫn ở mức 11.5% (thấp hơn khoảng 1 điểm % svck) nhờ đó giảm bớt gánh nặng lãi vay cho các chủ đầu tư. Hơn nữa, trong bối cảnh nhu cầu mua BĐS đang ở mức cao dựa trên tỷ lệ hấp thụ tại các dự án mở bán ở mức trên 70%, nhờ đó có thể mang lại dòng tiền cho doanh nghiệp. Các doanh nghiệp xây lắp có thể được hưởng lợi trong bối cảnh cơ cấu tài chính và dòng tiền của các chủ đầu tư lành mạnh khi các khoản nợ xấu có xu hướng suy giảm.

• Nguồn: FiinproX, MBS research tổng hợp

Biên LN gộp toàn ngành xây lắp dự báo sẽ đi ngang quanh mức 6% trong giai đoạn năm 2025 - 26



Số ngày phải thu của các DN xây dựng giảm dần cho thấy khả năng thu tiền của các nhà thầu tốt hơn nhờ các chủ đầu tư đã vượt qua GD khó khăn tài chính

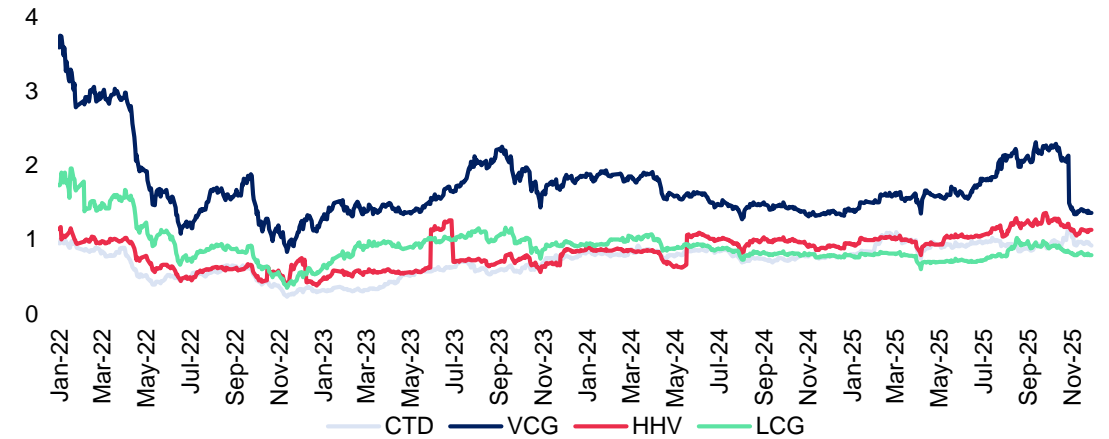


• Nguồn: FiinproX, MBS research tổng hợp

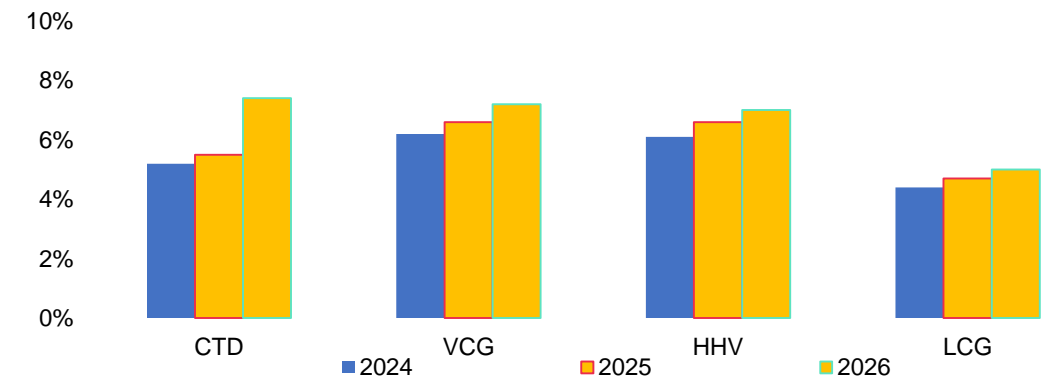
Mức định giá của các doanh nghiệp xây lắp đang ở mức trung bình 3 năm. Chúng tôi lựa chọn CTD nhờ triển vọng tăng trưởng trong dài hạn

- Hiện tại mức định giá PB của các doanh nghiệp xây lắp đang ở mức bằng hoặc cao hơn trung bình 3 năm và chúng tôi đánh giá điều này đã phản ánh 1 phần triển vọng tăng trưởng trong giai đoạn 2025 – 26 khi Chính phủ thực hiện chiến lược giải ngân đầu tư công. Nhờ nguồn việc nhiều hơn trong khi biên LN gộp duy trì ổn định, LN ròng của các doanh nghiệp niêm yết dự kiến tăng 10%/9% svck. Nhờ đó, ROE của các DN niêm yết (CTD, VCG, HHV, CII) dự kiến đạt khoảng 5.3% - 6.6% (+0.4đ % svck) vào năm 2025. Nhìn sang năm 2026, ROE dự kiến tiếp tục cải thiện 0.6 điểm % svck lên mức 5.9% - 7.2%.
- Chúng tôi đánh giá sang chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 – 30, triển vọng tăng trưởng các doanh nghiệp có thể phân hoá trong bối cảnh thực hiện chiến lược nâng cấp mạng lưới đường sắt thông qua các dự án lớn như đường sắt HN – HP – LC và đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Do các dự án đường sắt có quy mô lớn, công nghệ phức tạp hơn so với đường cao tốc nên có thể các doanh nghiệp xây lắp niêm yết như VCG, HHV chỉ thực hiện 1 số dự án thành phần nhỏ trong dự án này và không được hưởng lợi nhiều.
- Chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp xây lắp thuộc mảng xây dựng dân dụng trong bối cảnh (1) backlog tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nguồn cung BĐS và nhà ở xã hội tăng trưởng tích cực và (2) Chi phí dự phòng giảm mạnh nhờ tình hình tài chính của các chủ đầu tư khả quan hơn. (3) LN ròng từ HĐKD của các doanh nghiệp xây lắp dự kiến tăng trưởng 10% và 9% svck trong 2 năm tới.
- Do đó, chúng tôi lựa chọn CTD với những luận điểm (1) với vị thế nhà thầu xây lắp lớn được hưởng lợi từ Backlog dự kiến tăng trưởng lần lượt 24%/18% trong giai đoạn 2026 – 27 và (2) Trích lập dự phòng giảm mạnh 30%-40% nhờ các chủ đầu tư có vị thế tài chính tốt hơn.
- Đối với các doanh nghiệp còn lại như HHV, VCG, LCG dù LN tăng trưởng tuy nhiên chỉ bằng với tốc độ chung của ngành, do đó chúng tôi đánh giá mức định giá này đã phản ánh đúng triển vọng của doanh nghiệp.

Mức định giá PB của các doanh nghiệp xây lắp đang ở mức trung bình 3 năm



ROE của các doanh nghiệp niêm yết dự báo tăng trưởng khoảng 0.4/0.6 điểm % trong giai đoạn 2025-26)



• Nguồn: FiinproX, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp ngành xây lắp trong danh mục theo dõi

| Tỷ đồng | CTD | | | VCG | | | HHV | | | CII | | |
|-------------------------------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 |
| Doanh thu | 28,125 | 30,850 | 33,318 | 14,264 | 15,434 | 16,206 | 3,581 | 3,939 | 4,215 | 2,620 | 2,830 | 2,971 |
| %svck | 18% | 13% | 8% | 11% | 9% | 5% | 8% | 10% | 7% | -13% | 8% | 5% |
| LN gộp | 953 | 1,103 | 1,333 | 2,262 | 2,775 | 2,890 | 1,547 | 1,721 | 892 | 1,669 | 1,750 | 1,785 |
| Biên LN gộp (%) | 3% | 4% | 4% | 16% | 18% | 18% | 43% | 44% | 44% | 64% | 62% | 60% |
| EBITDA | 654 | 791 | 950 | 2,122 | 2,620 | 2,750 | 1,595 | 1,745 | 1,880 | 1,895 | 1,968 | 2,086 |
| Biên EBITDA (%) | 2% | 3% | 3% | 15% | 17% | 17% | 45% | 44% | 45% | 72% | 70% | 70% |
| LN ròng | 730 | 921 | 850 | 4,050 | 1,320 | 1,450 | 610 | 670 | 690 | 275 | 299 | 320 |
| %svck | 47% | 60% | -8% | 337% | -67% | 10% | 43% | 10% | 3% | -24% | 9% | 7% |
| EPS (đ/cp) | 4,380 | 6,870 | 6,340 | 6,444 | 2,850 | 3,135 | 1,197 | 1,317 | 1,357 | 440 | 480 | 513 |
| BVPS (đ/cp) | 86,515 | 90,004 | 90,250 | 18,650 | 19,850 | 21,835 | 19,600 | 19,780 | 20,560 | 14,257 | 14,520 | 14,680 |
| Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp) | (31,498) | (31,570) | (32,005) | (4,551) | (4,680) | (4,592) | (14,174) | (14,256) | (14,368) | (3,256) | (3,289) | (3,586) |
| Nợ/VCSH | 17% | 18% | 17% | 59% | 60% | 60% | 374% | 385% | 381% | 135% | 142% | 146% |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0% | 3% | 4% | 10% | 5% | 5% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| ROAE (%) | 5% | 8% | 7% | 31% | 14% | 15% | 6% | 7% | 7% | 2% | 3% | 3% |
| ROAA (%) | 2% | 2% | 2% | 13% | 7% | 8% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% | 2% |

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu CTD trong ngành xây dựng

| Cổ phiếu | Khuyến nghị | Định giá (VNĐ/cp) | Luận điểm đầu tư |
|----------|-------------|-------------------|--|
| CTD | Khả quan | 94,500 | <ul style="list-style-type: none"> Với vị thế là DN đầu ngành, kết hợp cùng các chủ đầu tư lớn như Vingroup, Masteries hay SunGroup do đó được hưởng lợi trong bối cảnh các DN tăng tốc triển khai dự án và nguồn cung BĐS phục hồi nhờ đó CTD được hưởng lợi mạnh mẽ trong bối cảnh ngành xây dựng phục hồi với 3 phân khúc chính đến từ dân dụng, công nghiệp và hạ tầng. Nhờ đó, doanh thu tăng trưởng lần lượt 13%/10% svck và năm 2026-27. Biên LN gộp phục hồi lần lượt 0.3đ%/ 0.2đ% svck trong bối cảnh nguồn việc thuận lợi hơn và DN có 1 số biện pháp hạn chế tác động của việc tăng giá NVL. Chất lượng khoản phải thu cao hơn giúp doanh nghiệp giảm bớt chi phí trích lập dự phòng. Thị trường BĐS phục hồi giúp CTD dự kiến không ghi nhận khoản nợ xấu trong giai đoạn 2026 – 27, từ đó chi phí quản lý DN dự kiến giảm 30% so với giai đoạn 2022-24. Mức định giá P/B đang thấp hơn trong giai đoạn phục hồi của ngành xây dựng |
| VCG | Trung lập | 26,500 | <ul style="list-style-type: none"> Mặc dù tiếp tục được hưởng lợi trong bối cảnh tăng trưởng đầu tư công và backlog dự kiến tiếp tục tăng khoảng 8% svck. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá câu chuyện của VCG không còn hấp dẫn khi vốn đầu tư công tập trung chủ yếu vào các dự án đường sắt thay vì đường cao tốc như 2020 – 25 nhờ đó VCG không được hưởng lợi đáng kể trong việc thi công xây lắp các dự án này. LN năm 2026 có thể ghi nhận suy giảm 40% svck do nền cao của năm 2025 khi ghi nhận lợi nhuận từ việc bán dự án. |
| CII | Trung lập | 27,000 | <ul style="list-style-type: none"> CII được hưởng lợi trong bối cảnh doanh nghiệp trúng thầu dự án cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận (mở rộng), nhờ đó doanh thu mảng xây lắp và BOT có thể tăng trưởng khoảng 10% trong giai đoạn 2027 – 28. Chúng tôi đánh giá, trong bối cảnh cao tốc này luôn duy trì lưu lượng xe ở mức cao, mảng BOT của doanh nghiệp có thể tăng trưởng mạnh mẽ từ 2028. Sang năm 2026, TP.HCM dự kiến có thể tổ chức đấu giá đất đối với 5 lô đất tại Thủ Thiêm và điều này có thể giúp định giá của CII được cải thiện Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức giá hiện tại của CII đang ở mức hợp lý, chúng tôi sẽ update lại định giá khi sự kiện đấu giá tại Thủ Thiêm hoàn thành |

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

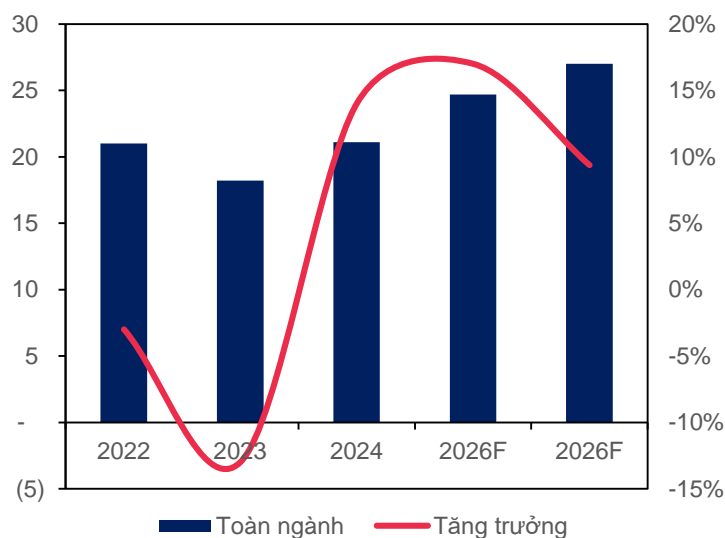
| Công ty | Mã CP | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hoá | P/E (x) | | P/B (x) | | ROA (%) | | ROE (%) | |
|--|--------|--------------|--------------|-------------|----------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Bloomberg | VND/CP | | | VND/CP | Tỷ VNĐ | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 |
| Xây dựng | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP NXX và Xây dựng VN | VCG VN | 22,900 | 26,500 | Trung lập | 14,800 | 4.3 | 11.5 | 1.4 | 1.3 | 12.9% | 4.6% | 33.6% | 10.9% |
| CTCP Fecon | FCN VN | 15,550 | N/A | KKN | 2,337 | 26.0 | 25.1 | 0.8 | 0.7 | 0.8% | 0.9% | 2.7% | 2.9% |
| CTCP Tập đoàn Đèo Cả | HHV VN | 13,500 | 16,000 | Trung lập | 6,850 | 12.5 | 11.2 | 0.9 | 0.8 | 1.5% | 1.7% | 4.9% | 5.2% |
| CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh | CII VN | 22,700 | 27,000 | Trung lập | 14,500 | 82.1 | 80.5 | 1.5 | 1.4 | 0.3% | 0.4% | 0.9% | 1.1% |
| CTCP Tập đoàn Cienco 4 | C4G VN | 8,500 | N/A | KKN | 3,050 | 34.1 | 32.2 | 0.9 | 0.8 | 0.9% | 1.1% | 1.6% | 1.8% |
| CTCP Xây dựng Coteccons | CTD VN | 78,800 | 94,500 | Khả quan | 8,100 | 13.1 | 12.2 | 1.0 | 0.9 | 2.9% | 3.0% | 3.7% | 4.1% |
| Trung Bình | | | | | 8,272.8 | 28.7 | 28.8 | 1.1 | 1.0 | 3.2% | 2.0% | 7.9% | 4.3% |

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

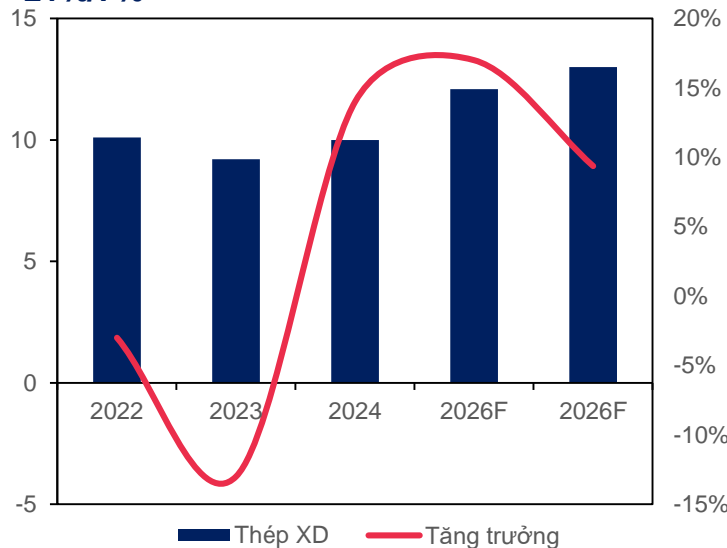
Ngành thép: Tiêu thụ nội địa tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng

- Tính đến 10T25, tiêu thụ ngành thép phân hoá rõ rệt giữa thị trường nội địa và xuất khẩu. Trong khi thị trường nội địa duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng tích cực nhờ ngành xây dựng khả quan và (2) thép nội địa có khả năng nâng cao thị phần nhờ áp thuế đối với các loại thép Trung Quốc. Cụ thể hơn, tiêu thụ toàn ngành đạt 23 Triệu tấn (+13% svck) trong đó thép HRC và thép xây dựng cải thiện lần lượt 11% và 40% svck.
- Chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2025 – 26, tiêu thụ nội địa toàn ngành tiếp tục tích cực khi ghi nhận tăng trưởng 7% svck đạt mức 25 Triệu tấn. Trong đó, tiêu thụ thép xây dựng tăng 8% svck đạt mức 13 triệu tấn Động lực chính đến từ nhu cầu thép cho ngành xây lắp diễn ra tích cực trong bối cảnh nguồn cung BĐS cải thiện và tăng cường giải ngân đầu tư công. Bên cạnh đó, sản lượng HRC tăng mạnh 20% svck nhờ (1) nhà máy DQ2 đi vào vận hành đóng góp khoảng 5 triệu tấn HRC cho thị trường và (2) thép VN gia tăng thị phần trong bối cảnh thép nhập khẩu bị áp thuế.
- Sản lượng duy trì tăng trưởng có thể tác động tích cực tới giá thép trong giai đoạn 2025 – 26, bên cạnh áp lực từ thép nhập khẩu suy giảm trong bối cảnh bị áp thuế

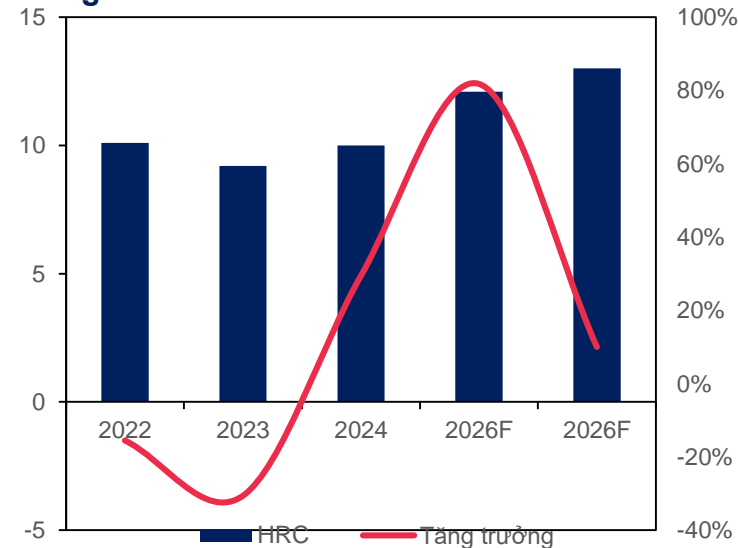
Dự báo tăng trưởng nội địa sẽ ở mức 17%/9%



Thép xây dựng đóng góp với mức tăng 21%/7%



Thép HRC trở thành điểm sáng khi tiêu thụ tăng 82%/10%



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

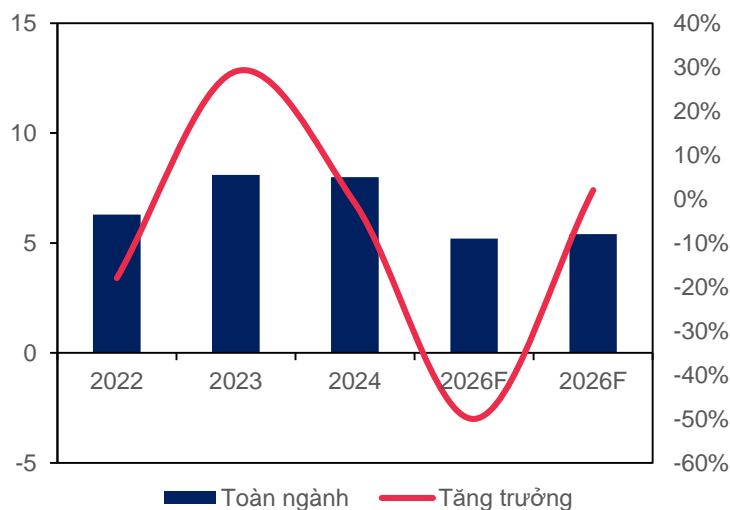
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

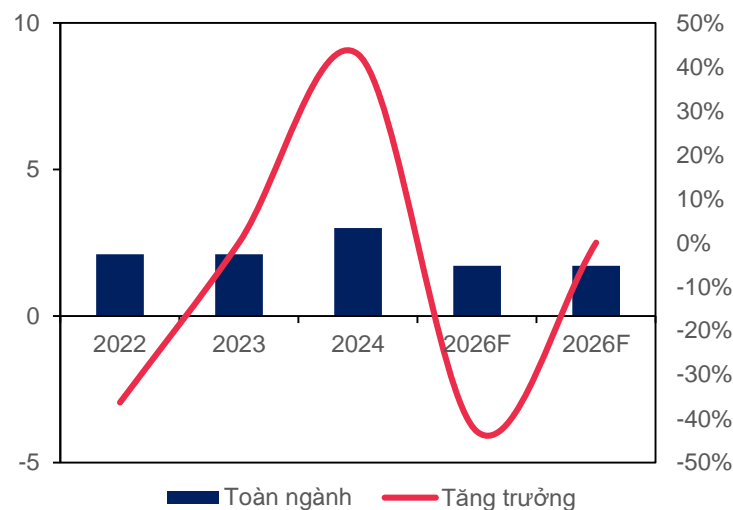
Xuất khẩu bị tác động tiêu cực trong bối cảnh các quốc gia thực hiện áp thuế

- Xuất khẩu thép suy giảm trong năm 10T25 trong bối cảnh các đối tác thương mại chính như EU và Mỹ áp thuế CBPG. Mức thuế trung bình ở mức 35.-65%, việc áp thuế CBPG đòi với dòng sản phẩm HRC và tôn mạ khiến sản lượng và giá xuất khẩu giảm mạnh svck. Hơn nữa, việc dư cung thép tại EU trong bối cảnh nhu cầu phục hồi yếu hơn kì vọng đã tác động tiêu cực tới sản lượng xuất khẩu. Cụ thể hơn, sản lượng xuất khẩu HRC và tôn mạ giảm lần lượt 47%/64% svck và đạt mức 1.4/0.8 triệu tấn
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo, sản lượng xuất khẩu có thể giảm 35% svck do là năm đầu tiên bị áp thuế và nhu cầu yếu tại các thị trường xuất khẩu (EU và Mỹ). Sang năm 2026, do nhu cầu tiêu thụ tại EU, Mỹ chưa có tín hiệu phục hồi rõ ràng và tác động tiêu cực của thuế quan, chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng xuất khẩu có thể đi ngang svck và đạt mức 5.4 Triệu tấn.
- Giá xuất khẩu trong năm 2025 dự báo giảm khoảng 7% svck trong bối cảnh áp lực giảm giá từ EU và Mỹ hiện hữu. Sang năm 2026, theo dự báo từ WSA, giá thép tại Mỹ và EU có khả năng hồi phục nhẹ nhờ môi trường lãi suất thấp, chúng tôi ước tính giá XK có thể duy trì ổn định svck.

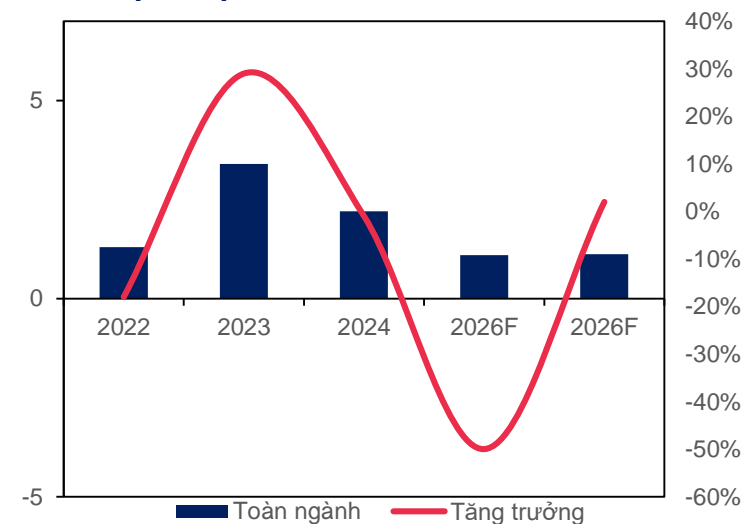
Dự báo xuất khẩu giảm mạnh vào năm 2025 và duy trì ổn định năm 2026



Xuất khẩu tôn mạ giảm mạnh 43% trong năm 2025 và đi ngang trong 2026



Thép HRC giảm khoảng 50% trong 2025 và cải thiện nhẹ 2% năm 2026



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

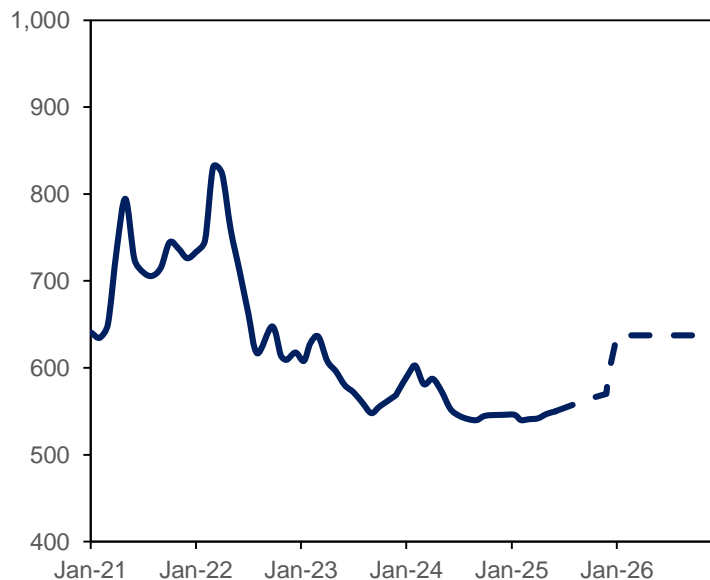
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá thép khả năng cao sẽ phục hồi kể từ năm 2026

- Trong năm 2025, mặc dù sản lượng tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu phục hồi, tuy nhiên giá thép nội địa tiếp tục suy giảm svck trong bối cảnh áp lực giảm giá đến từ thép TQ hiện hữu. Trong 10T25, giá thép xây dựng và HRC tại TQ ghi nhận mức giảm 28% và 26% svck do tình trạng dư cung tại nước này, điều này tác động tiêu cực tới giá thép nội địa khi thép xây dựng và HRC tại thị trường nội địa giảm lần lượt 7% và 6% svck.
- Tuy nhiên sang năm 2026, chúng tôi đánh giá nhờ các biện pháp đánh thuế chống bán phá giá, thép nội địa như HRC và tôn mạ tiếp tục gia tăng thị phần nội địa nhờ đó thị trường thép nội địa có thể giảm bớt áp lực tới từ thép nhập khẩu qua đó thép nội địa khả năng cao sẽ phục hồi kể từ 2026. Theo dự báo của chúng tôi, nhờ các chính sách phòng vệ và nhu cầu ở mức cao, thép xây dựng có thể phục hồi 7% svck và HRC dự báo cải thiện 6% svck vào năm 2026

Dự báo giá thép xây dựng dự báo phục hồi khoảng 7% svck vào năm 2026



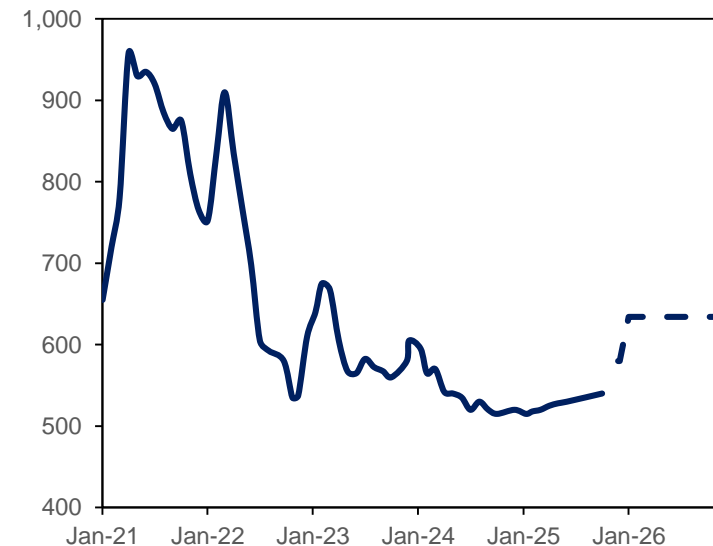
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá thép trong tại TQ 10T25 tiếp tục chịu áp lực giảm giá 25% svck trong khi thép VN giảm ít hơn



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự báo giá thép HRC có thể tăng trưởng 6% svck trong năm 2026

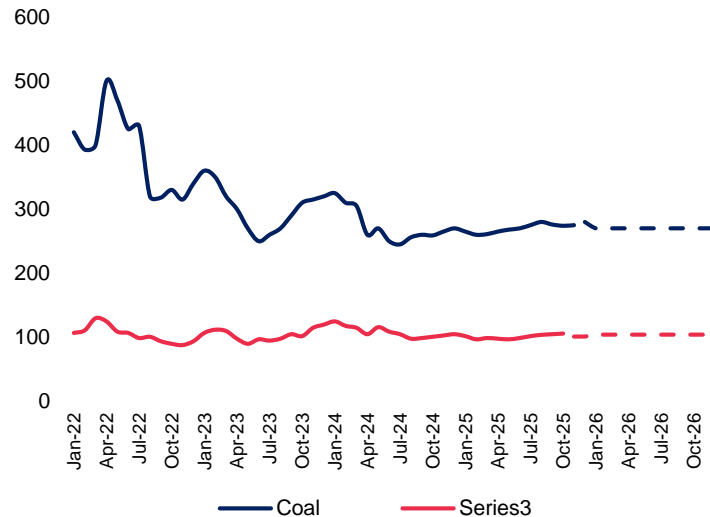


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Biên LN tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2025 -26

- Giá nguyên vật liệu than và quặng dự báo có thể duy trì ổn định trong vòng 1 năm tới nhờ (1) nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất thép dự báo giảm trong bối cảnh TQ tiếp tục thực hiện chính sách cắt giảm sản lượng thép khoảng 2% trong năm 2026 và (2) nguồn cung ổn định tại Úc và Brazil.
- Theo dự báo của chúng tôi giá than và quặng dự báo suy giảm trong năm 2025 trong bối cảnh nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất thép trên thế giới suy yếu. Tính đến 10T25, sản lượng sản xuất thép toàn cầu giảm 2.4% svck trong bối cảnh TQ thực hiện cắt giảm sản lượng, trong khi đó nguồn cung than và quặng tiếp tục duy trì ổn định svck. Chúng tôi đánh giá, nhu cầu yếu như hiện nay có thể khiến giá than và quặng giảm lần lượt 5%/4% svck vào năm 2025.
- Sang năm 2026, giá nguyên vật liệu có thể phục hồi nhẹ nhờ giá thép tích cực hơn, tuy nhiên mức độ tăng của than và quặng sẽ chỉ ở mức lần lượt 2%/3% svck và đạt 105/280 USD/tấn và nhờ nguồn cung duy trì ổn định. Trong năm 2025, giá nguyên vật liệu giảm mạnh hơn giá thép có thể cải thiện biên LN gộp của toàn ngành lên mức 15.5% (+1.5 Điểm % svck) . Nhìn sang 2026, biên LN gộp tiếp tục cải thiện 1 điểm % svck nhờ mức tăng của giá thép cao hơn so với nguyên vật liệu.

Giá than và quặng dự báo hạ nhiệt giai đoạn 2025 - 26



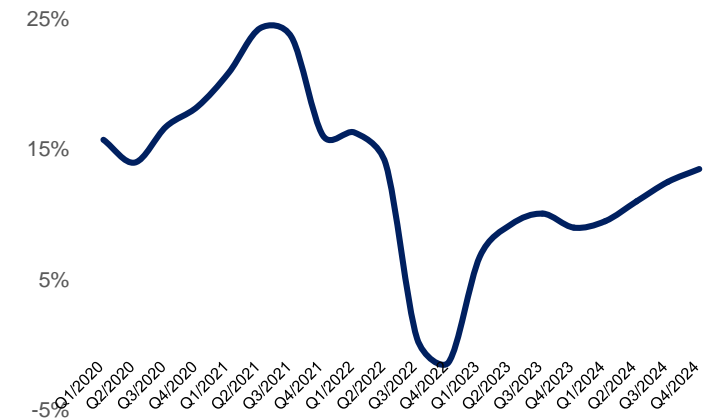
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chênh lệch giữa thép VN và TQ giảm mạnh 15% svck vào năm 2026



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Biên LN gộp giai đoạn 2025 – 26 phục hồi nhờ giá thép tăng trưởng trong khi giá nguyên vật liệu duy trì ổn định

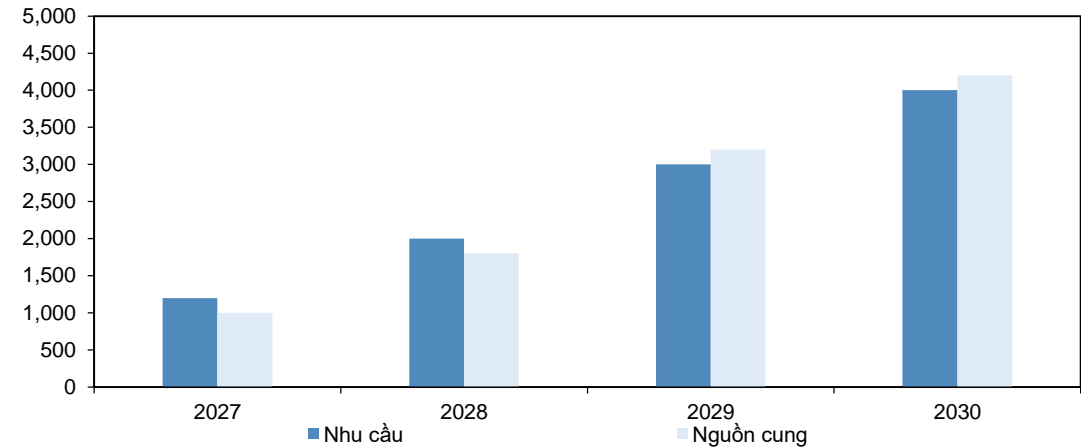


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dòng sản phẩm thép ray có thể trở thành động lực tăng trưởng dài hạn

- Bên cạnh 2 dòng sản phẩm chính đến từ thép xây dựng và HRC, ngành thép được hưởng lợi trong bối cảnh phát triển mạng lưới đường sắt trở thành mục tiêu cốt lõi đối với tăng trưởng đầu tư công trong chu kỳ trung hạn 2026 – 30. Do đó, chúng tôi đánh giá, thép ray có thể được hưởng lợi nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng tích cực.
- Theo dự báo của Bộ Xây dựng, tổng nhu cầu thép ray đối với các dự án đường sắt cao tốc ở mức 28.7 triệu m ray thép (tương đương với khoảng 4 triệu tấn) bên cạnh các loại thép thanh khác nhằm phục vụ cho đường sắt cao tốc Bắc – Nam và đường sắt HN – HP – LC và các tuyến đường sắt đô thị tại Tp.HCM. Chúng tôi lưu ý nhu cầu này có thể chưa bao gồm như án đường sắt Hà Nội – Quảng Ninh hay Bến Thành – Cần Giờ, do đó nhu cầu thực tế nếu triển khai các dự án trên có thể cao hơn.
- Nhờ nhu cầu tiêu thụ khả quan trong giai đoạn 5 năm tới, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp có khả năng sản xuất thép ray như HPG hay Vinmetal có thể được hưởng lợi nhờ bối cảnh này. Cụ thể hơn, hiện nay HPG đang thực hiện xây dựng nhà máy thép ray với công suất 1 triệu tấn và dự kiến hoàn thành vào năm 2027. Do đó, chúng tôi đánh giá, HPG có thể được hưởng lợi nhờ nhu cầu tiêu thụ thép ray thuận lợi. Bên cạnh đó, Vinmetal cũng đang thực hiện triển khai quá trình sản xuất thép ray thông qua hợp tác với Pomina nhằm thực hiện mục tiêu 5 triệu tấn thép ray. Theo đánh giá của chúng tôi, với tổng mức đầu tư 14,000 tỷ VNĐ, nhà máy của DN có thể nhập HRC và cán thay vì sản xuất khép kín như HPG. Nhà máy dự kiến có thể mất khoảng 1 năm triển khai và có thể đưa ra sản phẩm từ năm cuối 2026.

Nhu cầu thép ray có thể cao hơn nguồn cung trong giai đoạn 2027 – 28 sau đó dự kiến nguồn cung sẽ đáp ứng đủ khi các nhà máy của HPG và Vinmetal vận hành ổn định (Nghìn tấn)



Công suất thép ray dự kiến trong giai đoạn 2027 - 30 đóng góp từ Vinmetal và HPG (Tấn)

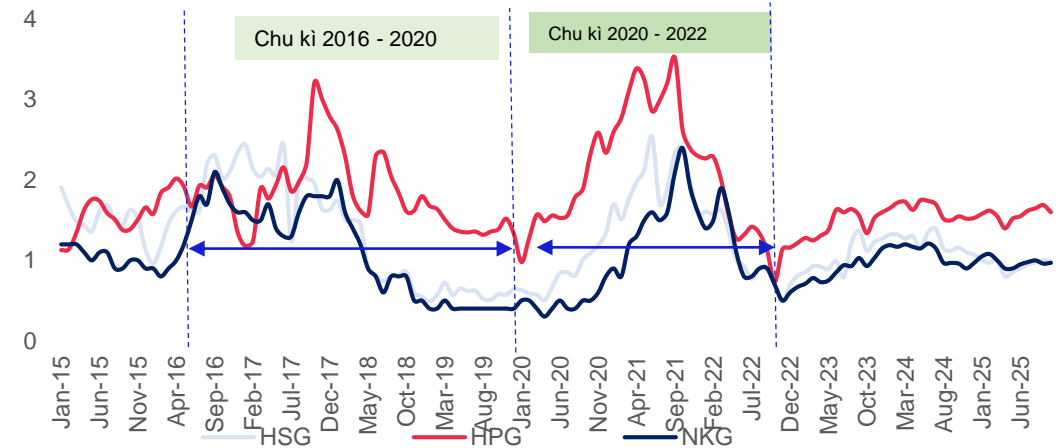
| Doanh nghiệp | Nhà máy | Công suất (Tấn) | TMĐT (Tỷ VNĐ) | Sản lượng dự kiến (Tấn) | | | |
|--------------------------------------|--|-----------------|---------------|-------------------------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| Tập đoàn Hoà Phát | KLH Dung Quất khởi công từ Q4/25 | 700,000 | 14,000 | 400,000 | 700,000 | 700,000 | 700,000 |
| CTCP Sản xuất và Kinh doanh Vinmetal | Tổ hợp sản xuất thép Vũng Áng, dự kiến khởi công từ T12/25 | 5,000,000 | 10,000 | 600,000 | 1,100,000 | 2,500,000 | 3,500,000 |

- Nguồn: Bộ Xây dựng, BCTN các doanh nghiệp

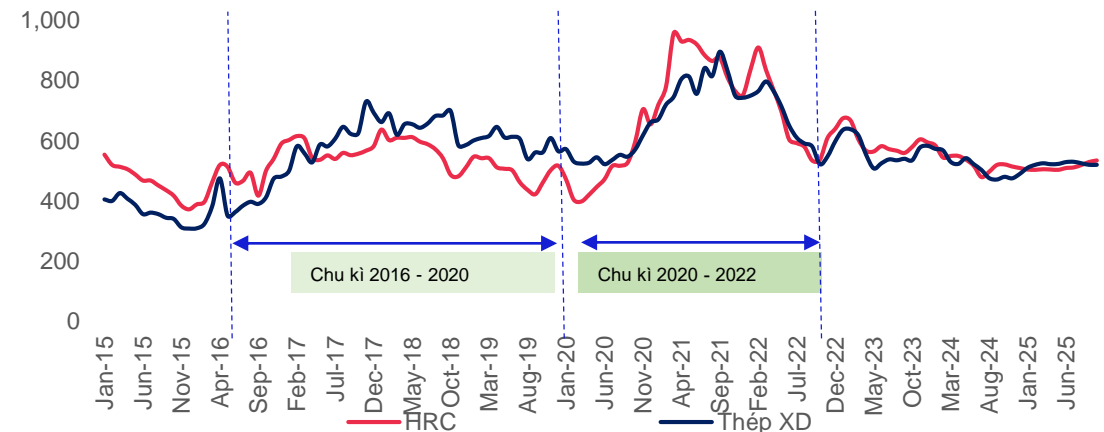
Chúng tôi lựa chọn HPG và HSG nhờ khả năng cải thiện thị phần và định giá ở mức hợp lý

- Chúng tôi đánh giá giai đoạn 2026 – 27 có thể trở thành chu kỳ tăng trưởng đối với ngành thép nội địa nhờ tiêu thụ thuận lợi và giá thép có khả năng cải thiện từ năm 2026. Cụ thể hơn, chúng tôi dự báo thị trường nội địa sẽ trở thành điểm nhấn với nhu cầu tăng trưởng tích cực nhờ (1) nguồn cung BĐS tiếp tục tăng trưởng tích cực và (2) giải ngân đầu tư công và phát triển hạ tầng đường sắt giúp mở rộng nhu cầu hướng tới dòng sản phẩm thép ray. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nội địa có khả năng mở rộng thị phần trong 1 số dòng sản phẩm như HRC và tôn mạ nhờ việc áp thuế chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Đối với giá thép, áp lực từ nhập khẩu TQ có thể suy giảm mạnh trong năm 2026 khi Bộ Công thương đã áp thuế CBPG đối với tôn mạ và HRC và dự kiến cả HRC khổ rộng năm 2026, nhờ đó mức chênh lệch giữa giá thép nội địa và TQ có thể giảm 25% svck và nhờ đó tác động tích cực tới giá tại thị trường nội địa.
- Với những luận điểm trên, chúng tôi lựa chọn HPG và HSG đối với ngành thép nhờ (1) vị thế đầu ngành có khả năng mở rộng thị phần trong bối cảnh áp lực từ thép TQ suy giảm, (2) giá thép tăng trong khi nguyên vật liệu duy trì ổn định có thể giúp mở rộng biên LN gộp và tăng trưởng LN ròng và (3) mức định giá PB hiện tại đang thấp hơn 20% mức định giá của doanh nghiệp trong chu kỳ tăng trưởng.
- Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu, chúng tôi đánh giá định giá hiện tại đang ở mức thấp tuy nhiên triển vọng tăng trưởng chưa rõ ràng, do đó chúng tôi sẽ đánh giá lại khi triển vọng xuất khẩu có dấu hiệu cải thiện.

Mức định giá PB của các cổ phiếu ngành thép trong 2 chu kỳ gần nhất



Giá thép trong 2 chu kỳ gần nhất



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp ngành thép trong danh mục theo dõi

| Tỷ đồng | HPG | | | HSG | | | NKG | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 | 2025 | 2026 | 2027 |
| Doanh thu | 170,480 | 223,820 | 264,505 | 39,950 | 43,054 | 46,929 | 16,024 | 17,625 | 18,506 |
| %svck | 23% | 31% | 18% | 2% | 8% | 9% | -22% | 10% | 5% |
| LN gộp | 24,577 | 32,549 | 38,714 | 5,146 | 5,875 | 6,805 | 1,103 | 1,399 | 1,666 |
| Biên LN gộp (%) | 14% | 14.5% | 14.6% | 13% | 14% | 15% | 7% | 8% | 9% |
| EBITDA | 30,565 | 38,191 | 43,568 | 1,729 | 2,248 | 2,895 | 797 | 1,220 | 1,440 |
| Biên EBITDA (%) | 18% | 17% | 16% | 4% | 5% | 6% | 5% | 7% | 8% |
| LN ròng | 16,000 | 22,200 | 26,814 | 948 | 1,244 | 1,493 | 310 | 443 | 545 |
| %svck | 33% | 39% | 21% | 86% | 31% | 20% | -31% | 43% | 23% |
| EPS (đ/cp) | 2,663 | 3,488 | 4,190 | 1,501 | 1,832 | 2,198 | 815 | 1,017 | 1,251 |
| BVPS (đ/cp) | 17,320 | 19,609 | 20,670 | 18,850 | 18,990 | 19,680 | 16,600 | 17,400 | 17,650 |
| Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp) | (7,131) | (7,265) | (7,368) | (5,892) | (5,962) | (5,995) | (3,525) | (3,625) | (3,690) |
| Nợ/VCSH | 74% | 65% | 64% | 42% | 39% | 40% | 89% | 88% | 87% |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| ROAE (%) | 15% | 19% | 23% | 8% | 9% | 197% | 4% | 6% | 7% |
| ROAA (%) | 8% | 10% | 12% | 5% | 6% | 7% | 2% | 3% | 3% |

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2026: Chúng tôi lựa chọn HPG, HSG

| Cổ phiếu | Khuyến nghị | Định giá (VNĐ/cp) | Luận điểm đầu tư |
|----------|-------------|-------------------|---|
| HPG | Khả quan | 33,500 | <ul style="list-style-type: none"> HPG được hưởng lợi trong bối cảnh tiêu thụ thép xây dựng và HRC dự báo tích cực nhờ thị trường nội địa tăng trưởng. Sản lượng và giá thép xây dựng được dự báo có thể cải thiện trong nửa cuối năm do nhu cầu tăng trưởng đến từ xây dựng hạ tầng và dân dụng. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 19%/24% trong giai đoạn 2025–2026, chủ yếu nhờ sản lượng HRC tăng mạnh (+50% svck) từ DQ2. LN ròng trong năm tài chính 2025-2026 dự kiến tăng trưởng lần lượt 42% và 31% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Định giá hiện tại của HPG đang thấp hơn giá trị hợp lý. Hệ số P/B hiện tại đạt 1.6 lần, thấp hơn mức trung bình P/B 2.0 lần trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép. |
| HSG | Khả quan | 22,000 | <ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng giá của thép mạ kẽm nóng (HDG) trong nước và xuất khẩu sẽ phục hồi từ năm 2025 nhờ vào tăng trưởng nhu cầu. Thuế CBPG với HDG giúp thu hẹp chênh lệch giá giữa thép của Trung Quốc và Việt Nam, giúp HSG gia tăng thị phần. Chúng tôi dự đoán thị phần của HSG sẽ tăng lên 30%/31% (từ 29% năm 2024) trong giai đoạn 2025-26 Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 32%/52% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ vào tăng trưởng khối lượng (6%/8% so với cùng kỳ) và biên lợi nhuận gộp tăng (0.4/0.6 điểm % so với cùng kỳ) nhờ áp dụng thuế chống bán phá giá HHV hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước Dù LN ròng của HSG có khả năng tăng trưởng và mức định giá hiện tại ở mức hấp dẫn. HSG đang được định giá thấp hơn so với trung bình P/B trong 2 chu kỳ trước (0.9 so với 1.1) trong giai đoạn mở rộng của chu kỳ thép. Hơn nữa, P/E năm 2025 dự kiến sẽ giảm xuống 9.1 (thấp hơn mức trung bình khoảng 10 trong 2 chu kỳ trước. |
| NKG | Trung lập | 18,800 | <ul style="list-style-type: none"> HĐKD của NKG bị ảnh hưởng tiêu cực trong bối cảnh các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ và EU thực hiện các biện pháp phòng vệ. Do đó sản lượng của NKG có thể giảm lần lượt 10% và tăng nhẹ 3% svck trong giai đoạn 2025 – 26 do thị trường xuất khẩu giảm khoảng 20%. LN ròng của NKG dự báo giảm 31% svck trong năm 2025 do sản lượng và biên LN gộp suy giảm đến từ tác động tiêu cực của thị trường xuất khẩu. Sang năm 2026, chúng tôi đánh giá KQKD có thể khả quan hơn nhờ dịch chuyển cơ cấu tiêu thụ sang thị trường nội địa. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nội địa có thể đạt mức 50 – 55% sản lượng tiêu thụ. Do đó, LN ròng có thể tăng trưởng 11% svck vào năm 2026. |

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty | Mã CP | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hoá Tỷ VNĐ | P/E (x) | | P/B (x) | | ROA (%) | | ROE (%) | |
|--------------------------|-----------|--------------|--------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Bloomberg | VND/CP | VND/CP | | | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 | 2025 | 2026 |
| Vật liệu xây dựng | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Tập đoàn Hoà Phát | HPG VN | 26,250 | 33,500 | Khả quan | 208,330 | 12.5 | 11.1 | 1.6 | 1.5 | 6.6% | 8.7% | 12.5% | 15.4% |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen | HSG VN | 15,400 | 22,000 | Khả quan | 10,470 | 15.6 | 13.7 | 1.0 | 0.9 | 3.8% | 4.7% | 6.4% | 7.1% |
| CTCP Thép Nam Kim | NKG VN | 14,600 | 18,800 | Trung lập | 2,500 | 27.5 | 22.5 | 1.0 | 0.9 | 2.4% | 2.7% | 5.8% | 6.4% |
| CTCP Ống thép Việt Đức | VGS VN | 25,200 | N/A | KKN | 1,750 | 9.5 | 8.6 | 1.4 | 1.3 | 8.0% | 8.2% | 13.8% | 14.2% |
| CTCP Tôn Đông Á | GDA VN | 16,700 | N/A | KKN | 2,610 | 8.4 | 8.0 | 0.7 | 0.6 | 2.2% | 2.4% | 6.2% | 6.4% |
| Trung bình | | | | | 45,132 | 14.7 | 12.8 | 1.1 | 1.0 | 4.6% | 5.3% | 8.9% | 9.9% |

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

| | |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên |
| TRUNG LẬP | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15% |

Khuyến nghị đầu tư ngành

| | |
|--------------|--|
| KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TRUNG LẬP | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô – Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngân hàng – Dịch vụ tài chính

Đinh Công Luyến

Bất động sản – VLXD

Nguyễn Minh Đức

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Bán lẻ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Ngô Quốc Hưng

Phạm Thị Thanh Hương

Lê Hải Thành

Mai Duy Anh

Đinh Hà Anh

Phạm Thị Thanh Huyền

Logistics – Vật liệu cơ bản

Võ Đức Anh