

## Báo cáo ngành xây dựng và vật liệu xây dựng Bước vào chu kỳ tăng trưởng

- Sau mức tăng trưởng 9% svck vào năm 2025, ngành xây dựng dự báo tiếp tục duy trì mức tăng 10% svck trong giai đoạn 2026 – 27 với động lực tăng trưởng tới từ xây dựng hạ tầng và dân dụng.
- Đối với ngành thép, chúng tôi dự báo sản lượng và giá thép có thể phục hồi lần lượt 12% và 7% svck trong năm 2026 trong bối cảnh nhu cầu nội địa tích cực và áp lực hạ nhiệt từ thép TQ.
- Chúng tôi lựa chọn **CTD, HPG, HSG** nhờ (1) vị thế đầu ngành hưởng lợi nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong chu kỳ phục hồi; (2) lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh mẽ và (3) định giá hấp dẫn.

### Ngành xây dựng dự báo tăng trưởng 10% svck nhờ xây dựng dân dụng và hạ tầng tích cực

Ngành xây lắp tăng trưởng dự báo đạt 10% svck trong bối cảnh 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 Giờ giúp giải ngân ĐTC dự báo tăng trưởng 20% svck vào năm 2026. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp xây dựng có thể hưởng lợi nhờ (1) backlog các DN niêm yết dự báo tăng trưởng 24% svck, (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.

### Tiêu thụ và giá bán khả quan tác động tích cực tới ngành thép năm 2026

Chúng tôi dự báo sản lượng nội địa dự kiến có thể tăng trưởng khoảng 12% svck với đóng góp chính đến từ thép xây dựng và HRC (chiếm 70% sản lượng). Cụ thể hơn, thép xây dựng dự báo tăng 13% svck và 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) HRC nội địa gia tăng thị phần trong bối cảnh thép nhập khẩu bị áp thuế. Hơn nữa, chúng tôi dự báo giá thép nội địa có thể phục hồi kể từ Q1/26 nhờ nhu cầu khả quan khi các dự án BĐS tăng tốc triển khai và áp lực giảm giá từ thép TQ hạ nhiệt nhờ chính sách cắt giảm 4% sản lượng thép của nước này. 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 CTD, HPG và HSG

Đối với ngành xây dựng, chúng tôi ưa thích CTD nhờ (1) vị thế doanh nghiệp đầu ngành, được hưởng lợi lớn trong bối cảnh tăng trưởng toàn ngành tích cực. (2) Backlog tăng trưởng 40%/28% svck nhờ tăng cường hợp tác với các chủ đầu tư lớn và 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 0.8 đang thấp hơn mức 1.1 trong giai đoạn phục hồi của ngành xây lắp.

Trong ngành thép, chúng tôi lựa chọn HPG và HSG với các luận điểm (1) hưởng lợi nhờ có thị phần lớn nhờ đó 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. (2) mức định giá PE forward năm 2026 đang thấp hơn so với doanh nghiệp trong những giai đoạn phục hồi của ngành thép.

### Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

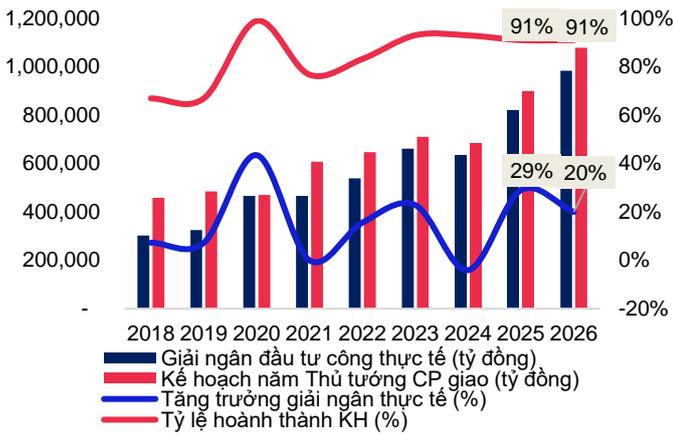
**Ngành xây dựng: Tăng trưởng 10% svck trong 2026, động lực chính đến từ xây dựng dân dụng trong khi hạ tầng và công nghiệp duy trì ổn định**

**Xây dựng hạ tầng: Đẩy mạnh hạ tầng đường sắt nhờ vốn giải ngân dự báo tăng trưởng 20% svck**

Hình 1: Các dự án ĐTC chiến lược giai đoạn 2026 - 30

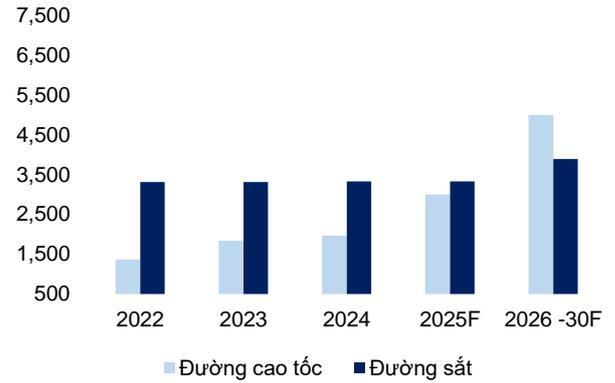
Dự án	TMDT (Tỷ VNĐ)	Hình thức đầu tư	Quy mô	Tiến độ triển khai
<b>Đường cao tốc: Cả nước có khoảng 3,345 km cao tốc và mục tiêu 5,000 km vào năm 2030</b>				
Đường Vành đai 4 (TP.HCM)	120,400	BOT và vốn ngân sách	159 km	GPMB kể từ Q2/26 và khởi công trong 2026. Hoàn tất dự án năm 2028
Đường Vành đai 4 - Vùng thủ đô	85,800	PPP	113 km	Đã hoàn tất GPMB, hoàn thành vào năm 2027
Đường Vành đai 3 (HCM)	75,400	Vốn ngân sách	76,3 km	Hiện tại đạt 90% xây dựng, hoàn thành trong 2026
Trung Lương - Mỹ Thuận (GD2)	36,200	BOT	96 km	Xây dựng từ 2026, hoàn thành 2028
Cần Thơ - Cà Mau	27,500	Vốn ngân sách	111 km	Dự kiến hoàn thành năm 2026
Bảo Lộc - Liên Khương TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	18,000	PPP	74 km	Khởi công năm 2025, hoàn thành năm 2028
	17,400	PPP	52 km	Đã GPMB 54%, dự kiến hoàn thành 2028
Tân Phú - Bảo Lộc	14,500	BOT	66 km	Khởi công năm 2025, hoàn thành năm 2027
<b>Đường sắt: Các dự án đường sắt lớn dẫn dắt tăng trưởng của vốn ĐTC giai đoạn 2026 - 30</b>				
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,700,000	Đang lựa chọn hình thức	1,541 km với 23 ga	Đang trong quá trình lựa chọn hình thức đầu tư, thiết kế, dự kiến xây dựng từ 2026 và hoàn tất toàn tuyến 2035
Đường sắt HN - HP - LC	203,000	Vốn ngân sách	400 km với 18 ga	Đang trong quá trình thiết kế, GPMB dự kiến hoàn tất dự án vào 2030
Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh	152,000	PPP	120 km với 4 ga	Dự kiến khởi công 2026 và hoàn tất trong 2028
Metro Bến Thành - Cần Giờ	102,000	PPP	54 km	Khởi công trong 2025, hoàn tất năm 2028
Metro Bến Thành - Tham Lương	55,000	Vốn ngân sách	12 km	Khởi công 2026, hoàn tất năm 2028
Tàu điện Đô thị Phú Quốc	9,000	BOT	18 km	Khởi công 2025, hoàn tất năm 2027
<b>Năng lượng: Mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng</b>				
Điện Hạt nhân Ninh Thuận 1&2	300,000	Vốn tư nhân	6,000 MW	Hoàn tất năm 2035
LNG Hải Phòng	178,000	Vốn tư nhân	4,800 MW	Hoàn tất năm 2030
LNG Cà Ná (GD1)	57,000	Vốn tư nhân	4,800 MW	Đang lựa chọn nhà đầu tư
Nhiệt điện LNG Quảng Ninh	55,000	Liên doanh	1,500 MW	Đang GPMB, hoàn tất dự án giai đoạn 2028 - 30
<b>Sân bay: Mục tiêu 36 sân bay vào năm 2050</b>				
Sân bay Gia Bình	196,000	PPP	30 tr hành khách	Hoàn tất năm 2030
Sân bay quốc tế Ninh Bình	25,000	PPP	NA	Đang trong quá trình nghiên cứu khả thi
Sân bay Phú Quốc (mở rộng) Cảng biển	22,000	PPP	20 tr hành khách	Hoàn tất năm 2027
Cảng Nam Đồ Sơn	373,000	Vốn tư nhân	42 triệu TEU	Đang trong quá trình nghiên cứu khả thi
Cảng trung chuyển Cần Giờ	113,500	Vốn tư nhân	N/A	Trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư
Cảng tổng hợp Cái Mép Hạ	50,800	Vốn tư nhân	N/A	N/A
Cảng nước sâu Liên Chiểu	45,000	Vốn tư nhân	5,7 triệu TEU	Dự kiến hoàn tất 2030
<b>Dự án phức hợp</b>				
Khu Liên hợp Olympic	925,000	PPP	9,171 ha	Dự án bao gồm sân vận động, khu đô thị, hoàn tất 2030 - 35
BT Sông Hồng	855,000	PPP	11,000 ha	Dự án bao gồm Đường sắt đô thị, đại lộ và khu đô thị. Khởi công năm 2026, hoàn thành 2030 - 35

Hình 2: Vốn đầu tư công dự kiến giải ngân (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Hình 3: Số km cao tốc và đường sắt giai đoạn 2026 -30 (Đơn vị: Km)

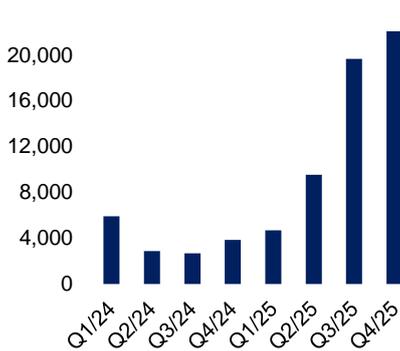


Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

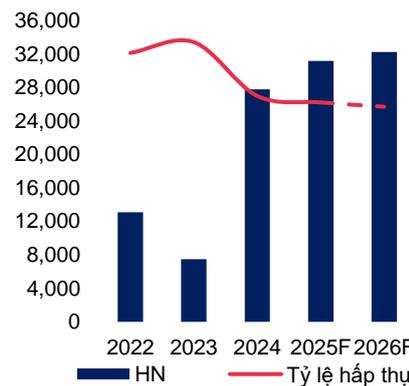
Năm 2026 trở thành năm bản lề của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 – 30 khi là bước khởi đầu trong chiến lược phát triển mạng lưới 2,362 Km đường sắt vào năm 2030 với những dự án chiến lược sẽ được khởi công như HN – HL, Đường sắt HN-HP-LC, Metro Bến Thành – Cần Giờ và đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Các 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). Bên cạnh việc mở rộng danh mục dự án, các vướng mắc của năm 2025 như bảng giá đất khác nhau tại 1 số địa phương gây khó khăn trong quá trình đền bù sau sát nhập hay tiền sử dụng đất có thể được tháo gỡ trong năm tới nhờ các quy định mới trong Luật Đất Đai (sửa đổi) và Luật Đầu tư công (sửa đổi). Nhờ đó, chúng tôi dự báo giải ngân vốn ĐTC năm 2026 có thể tăng 20% svck và đạt 930,000 nghìn tỷ VNĐ

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

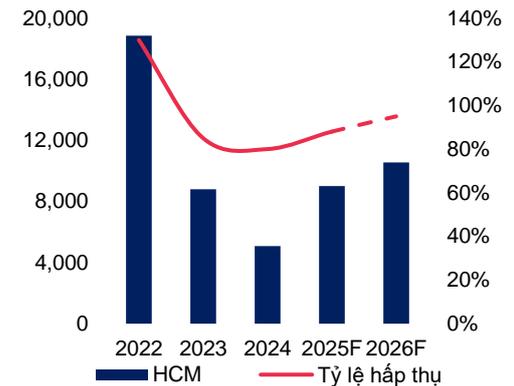
Hình 4: Số căn NOXH được cấp phép trên cả nước (Căn)



Hình 5: Nguồn cung căn hộ tại HN dự báo tăng trưởng 12%/4% svck 2025 – 26



Hình 6: Nguồn cung tại TP.HCM có thể phục hồi 78%/14% svck trong 2025 – 26 (Căn hộ)



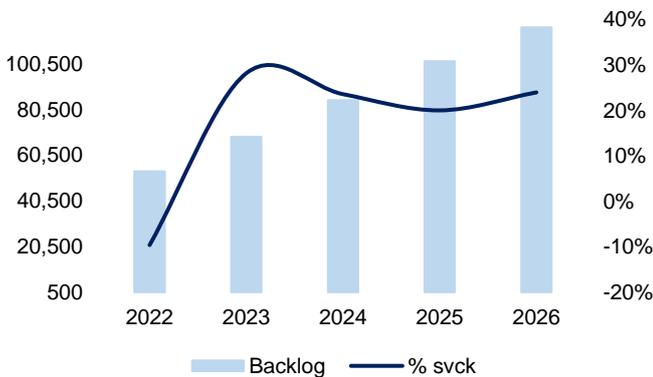
Động lực tăng trưởng chính của ngành xây lắp đến từ xây dựng dân dụng trong bối cảnh nguồn cung bất động sản tiếp tục đà phục hồi trong năm 2026. Nhờ những vướng mắc pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất và quy hoạch được tháo gỡ, nguồn cung căn hộ tại TP.HCM dự báo tăng trưởng lần lượt 78%/17% svck 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 của các chủ đầu tư lành mạnh hơn góp phần có dòng tiền để thanh toán cho các nhà thầu xây lắp

**Backlog các DN xây dựng niêm yết dự báo tăng trưởng 24% svck vào năm 2026**

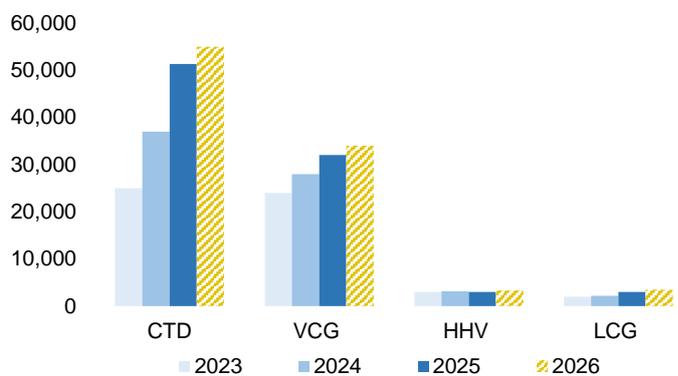
Chúng tôi dự báo backlog các DN xây dựng niêm yết, dự kiến tăng trưởng 24% svck GD 2026 trong đó chủ yếu đóng góp từ các doanh nghiệp lớn. Đối với nhóm xây dựng dân dụng, việc hưởng lợi từ các chủ đầu tư lớn tăng cường triển khai dự án giúp backlog của CTD tăng trưởng 42% svck. Đối với các doanh nghiệp 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 13% svck. 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.

Hình 7: Backlog của các doanh nghiệp niêm yết (Tỷ VNĐ) dự báo tăng trưởng 24% svck vào năm 2026



Nguồn: BCTN các DN, MBS Research

Hình 8: Backlog của các doanh nghiệp niêm yết trong lĩnh vực xây lắp (Tỷ VNĐ)



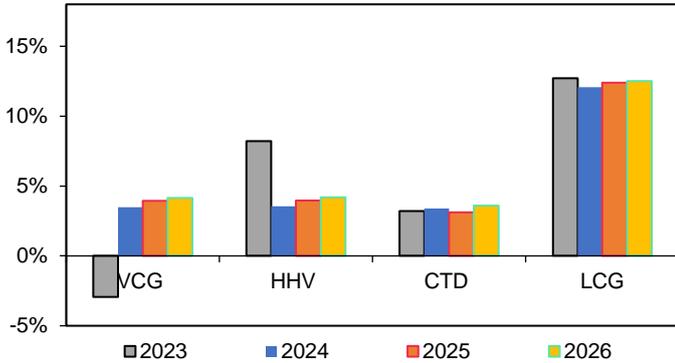
Nguồn: BCTN của các DN, MBS Research

**Biên LN góp 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

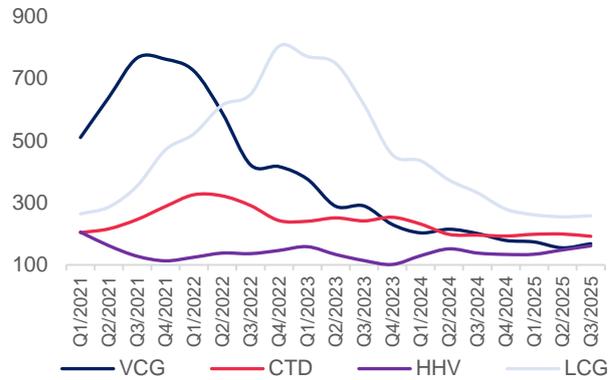
trong bối cảnh cơ cấu tài chính và dòng tiền của các chủ đầu tư lành mạnh khi các khoản nợ xấu có xu hướng suy giảm.

Hình 9: Biên LN gộp toàn ngành xây lắp dự báo sẽ đi ngang quanh mức 6% trong giai đoạn năm 2025 - 26



Nguồn: FinproX, MBS Research

Hình 10: Số ngày phải thu của các DN xây dựng giảm dần cho thấy khả năng thu tiền của các nhà thầu tốt hơn



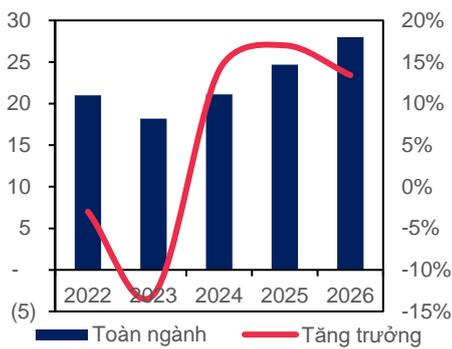
Nguồn: FinproX, MBS Research

**Ngành Thép: Sản lượng và giá thép 2026 dự báo tăng 12%/ 7% svck nhờ nhu cầu nội địa tích cực và áp lực từ thép TQ giảm**

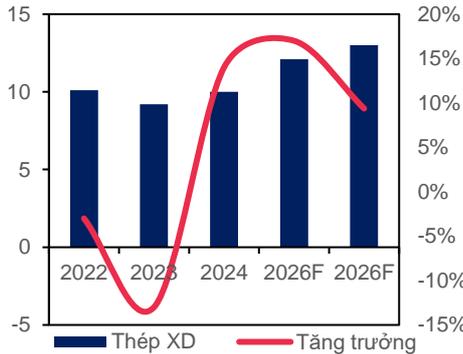
**Sản lượng nội địa dự báo tăng trưởng 12% svck với động lực đến từ thép xây dựng và HRC**

Chúng tôi dự báo trong năm 2026, tiêu thụ nội địa toàn ngành tiếp tục tích cực khi ghi nhận tăng trưởng 12% svck đạt mức 27 Triệu tấn. Trong đó, tiêu thụ thép xây dựng tăng 13% svck đạt mức 14 triệu tấn Động lực chính đến từ nhu cầu thép cho ngành xây lắp diễn ra tích cực trong bối cảnh nguồn cung BDS cải thiện và tăng cường giải ngân đầu tư công. Bên cạnh đó, sản lượng HRC tăng mạnh 20% svck lên mức 7 triệu tấn 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.

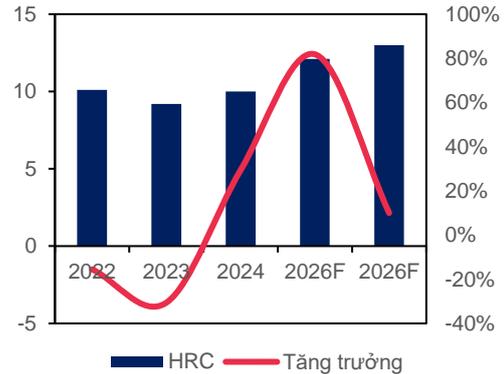
Hình 11: Dự báo tăng trưởng nội địa sẽ ở mức 12% svck vào năm 2026 (Triệu tấn)



Hình 12: Thép xây dựng đóng góp với mức tăng 13% (Triệu tấn)



Hình 13: Thép HRC trở thành điểm sáng khi tiêu thụ tăng 20% (Triệu tấn)



**Giá thép khả năng cao sẽ phục hồi kể từ 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. Chúng tôi lưu ý rằng giá thép

có thể phục hồi kể từ Q1/26 nhờ những chính sách thúc đẩy ĐTC trong đầu năm bên cạnh việc tiếp tục cắt giảm 4% sản lượng của thép TQ giúp áp lực giảm giá hạ nhiệt.

Hình 14: Dự báo giá thép xây dựng dự báo phục hồi khoảng 7% svck vào năm 2026



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 15: Dự báo giá thép HRC có thể tăng trưởng 6% svck trong năm 2026

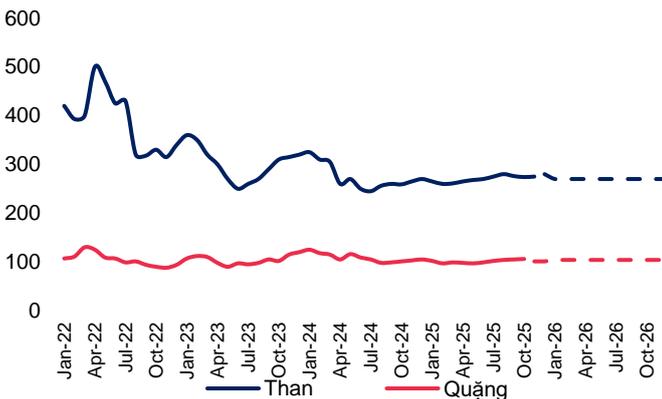


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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

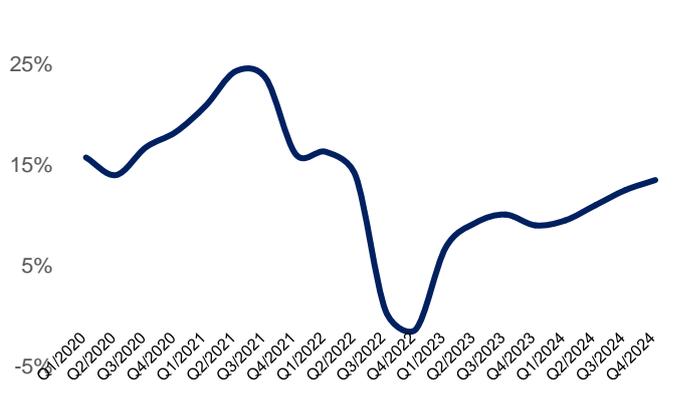
Giá nguyên vật liệu than và quặng dự báo có thể duy trì ổn định trong vòng 1 năm tới nhờ (1) nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất thép dự báo giảm trong bối cảnh TQ tiếp tục thực hiện chính sách cắt giảm sản lượng thép khoảng 2% trong năm 2026 và (2) nguồn cung ổn định tại Úc và Brazil. Sang năm 2026, giá 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.

Hình 16: Giá than và quặng dự báo hạ nhiệt giai đoạn 2025 – 26 (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 17: 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: FiinproX, MBS Research

**Chúng tôi lựa chọn HPG, HSG, CTD cho chu kỳ đầu tư công sắp tới**

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

Hình 20: Dự báo KQKD của các DN ngành xây lắp

Tỷ đồng	CTD			VCG			HHV			CII		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>Doanh thu</b>	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%
<b>LN ròng</b>	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%

Hình 22: Dự báo KQKD các doanh nghiệp ngành thép

Tỷ đồng	HPG			HSG			NKG		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>Doanh thu</b>	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%	14.50%	14.60%	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%
<b>LN ròng</b>	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%

**Chiến lược đầu tư 2026 cho chủ đề đầu tư công: HPG, HSG, CTD**

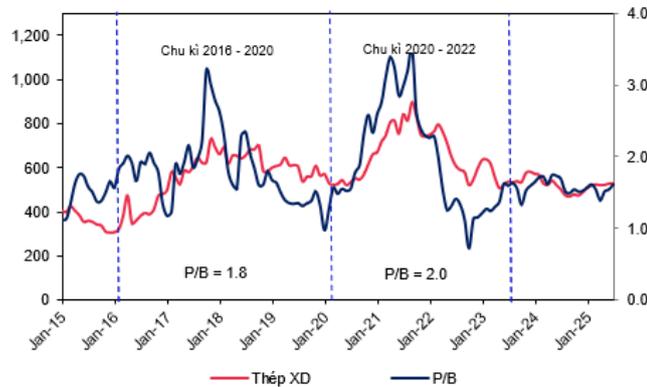
Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
----------	-------------	--------------	------------------

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 BDS 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

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 39% svck vào năm 2026 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp được cải thiện.

Giá thép khả năng cao có thể phục hồi kể từ Q1/26 trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ khả quan và áp lực từ TQ hạ nhiệt trong bối cảnh nước này tiếp tục mục tiêu cắt giảm 4% sản lượng năm 2026.

**HPG**                      **Khả quan**                      **33,500**

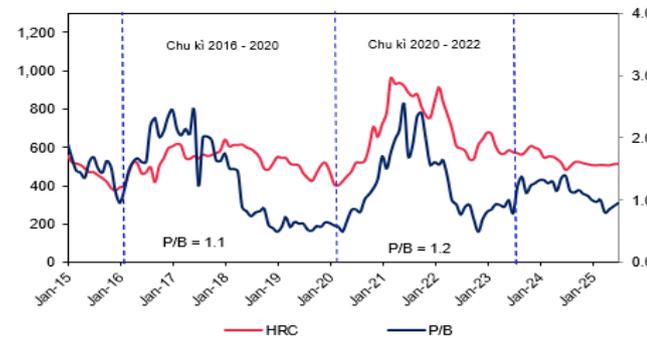


Định giá hiện tại của HPG đang thấp hơn giá trị hợp lý. Hệ số P/B hiện tại đạt 1.5 lần, thấp hơn mức trung bình P/B 2.0 lần trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép.

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.

Thuế CBPG với HDG giúp thu hẹp chênh lệch giá giữa thép của Trung Quốc và Việt Nam, giúp HSG gia tăng thị phần. Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 31%/20% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ vào tăng trưởng khối lượng (6%/7% so với cùng kỳ) và biên lợi nhuận gộp tăng (0.4/0.5 điểm % so với cùng kỳ) nhờ áp dụng thuế chống bán phá.

**HSG**                      **Khả quan**                      **23,000**



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 2026 dự kiến sẽ giảm xuống 8.0 (thấp hơn mức trung bình khoảng 9 trong 2 chu kỳ trước).

			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.
CTD	Khả quan	94,500	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. 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.
			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.
NKG	Trung lập	18,800	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 kì 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.
			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.
VCG	Trung lập	26,500	
			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. 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.
CII	Trung lập	22,000	

Hình 23: So sánh với các doanh nghiệp xây lắp trong ngành

Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		Bloomberg	VND/CP			VND/CP	VNDbn	2025	2026	2025	2026	2025	2026
<b>Xây dựng</b>													
CTCP XNK 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	13,000	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 TP. Hồ Chí Minh	CII VN	19,000	22,000	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	77,000	94,500	Khả quan	8,100	13.1	12.2	1.0	0.9	2.9%	3.0%	3.7%	4.1%
<b>Trung bình</b>					<b>8,272.8</b>	<b>28.7</b>	<b>28.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>7.9%</b>	<b>4.3%</b>

Hình 24: So sánh với các doanh nghiệp thép trong ngành

Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP		VNDbn								
<b>Thép</b>													
CTCP Tập đoàn Hoà Phát	HPG VN	27,250	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	16,900	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	16,000	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	26,200	N/A	N/A	1,750	9.5	8.6	1.4	1.3	8.0%	8.2%	13.8%	14.2%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	16,000	N/A	N/A	2,610	8.4	8.0	0.7	0.6	2.2%	2.4%	6.2%	6.4%
<b>Trung bình</b>					<b>45,132</b>	<b>14.7</b>	<b>12.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.9%</b>

## 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 thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## 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

*Ngô Quốc Hưng*

*Võ Đức Anh*

*Nghiêm Phú Cường*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Phạm Thị Thanh Hương*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

*Lê Hải Thành*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Mai Duy Anh*