

Tăng trưởng trong thách thức



Tóm tắt:

Triển vọng xây dựng giai đoạn nửa sau 2026:

- Ngành xây lắp trở thành điểm sáng thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm 2026, mức tăng trưởng dự báo đạt 14% 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 50% svck trong 2026. 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 12% 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 (3) LN ròng từ HĐKD cốt lõi của các DN niêm yết tăng trưởng 6%/5% svck trong giai đoạn 2026-27.

Chúng tôi ưu thích CTD, CII 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 trưởng trong giai đoạn 2026 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 2026:

- 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 13%/10% svck nhờ (1) nguồn cung BĐS tiếp tục duy trì tích cực và (2) giải ngân đầu tư công dự kiến cải thiện 12% svck trong giai đoạn 2026.
- 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 29% svck.

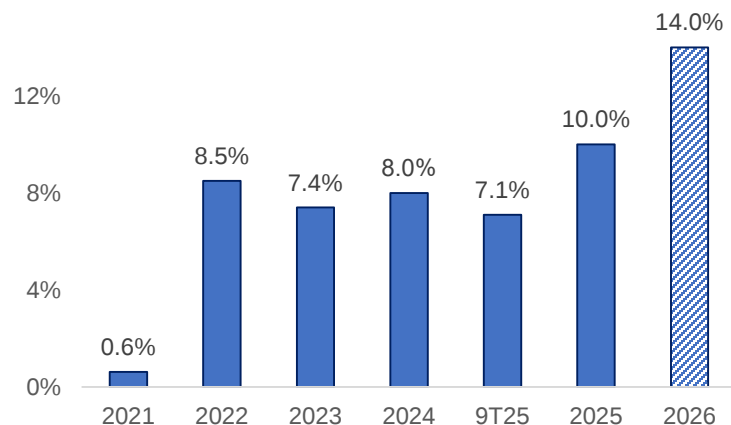
Chúng tôi lựa chọn HPG:

- HPG 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 doanh nghiệp tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2026.
- 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 14% svck trong 2026, động lực chính đến từ xây dựng hạ tầng và dân dụng

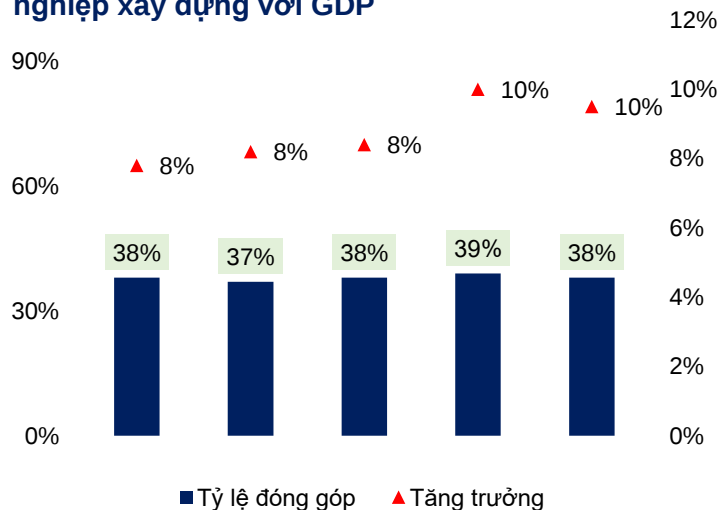
- Theo kế hoạch từ Bộ Xây dựng, Bộ đặt kế hoạch tăng trưởng ngành xấp xỉ dự báo ở mức 14% nhằm góp phần vào mức tăng trưởng kế hoạch 10% của Chính phủ. Trong bối cảnh đó, xây dựng hạ tầng dự báo trở thành điểm sáng trong bối cảnh (1) đẩy nhanh triển khai hạ tầng các lĩnh vực như đường sắt, cảng biển, điện và (2) kết hợp nguồn vốn tư nhân nhằm giảm áp lực đối với vốn ngân sách thông qua các dự án PPP như Trục đại lộ Sông Hồng, sân bay Gia Bình. Tính đến hết 5T/26, vốn đầu tư công giải ngân đạt mức 245,000 Tỷ VNĐ (+13% svck và đạt 24% kế hoạch năm). Chúng tôi dự báo giải ngân ĐTC có thể đạt khoảng 99% kế hoạch, tương đương 1,050 Tỷ VNĐ và tăng 14% svck
- Đối với xây dựng dân dụng, động lực tăng trưởng đến từ nguồn cung BĐS khi Chính phủ hiện nay thực hiện chiến lược phát triển nhà ở cho thuê với NOXH và nguồn cung BĐS đến từ các đại dự án. Cụ thể hơn, nguồn cung NOXH dự báo đạt khoảng 410,000 Căn trong năm 2026 (tăng trưởng 20% svck) thông qua chiến lược phát triển BĐS cho thuê tích cực triển khai các dự án NOXH cho thuê gi Hơn nữa, tập trung tháo gỡ vướng mắc đối với các dự án như Nghị quyết của UBND TP.HCM. Bên cạnh đó, việc các chủ đầu tư lớn tích cực triển khai các đại đô thị giúp nguồn cung căn hộ tại HN và TP.HCM dự báo tăng trưởng 12%/9% svck.

Dự báo giá trị ngành xây lắp sẽ tăng 14.5% trong năm 2026, trong khi Q1 tăng 9% svck



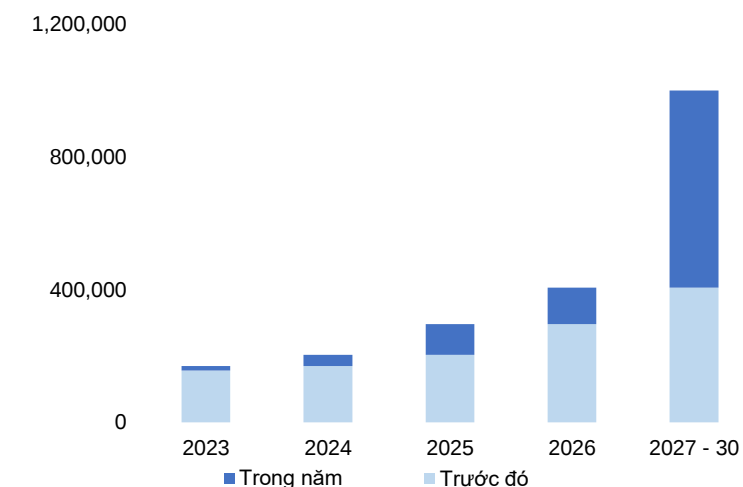
• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Tăng trưởng và tỷ lệ đóng góp của ngành công nghiệp xây dựng với GDP



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Số căn NOXH hoàn thành tăng 50% svck trong 2026 hướng đến mục tiêu 1 triệu căn vào 2030

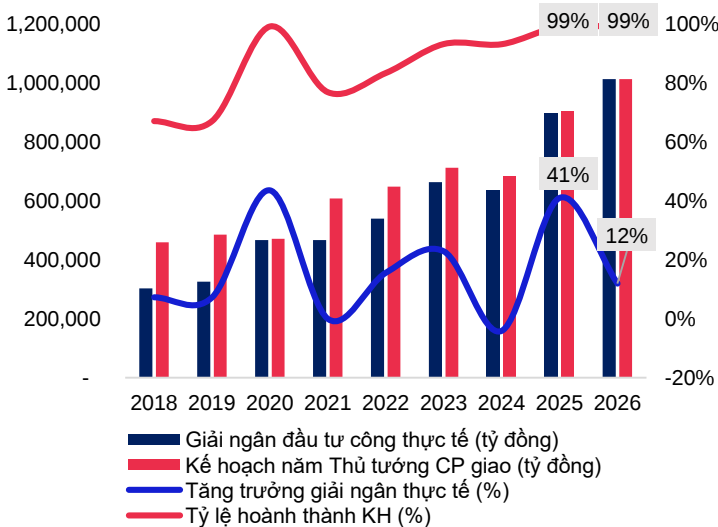


• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Giải ngân đầu tư công dự báo tăng trưởng lần lượt 12% trong giai đoạn 2026

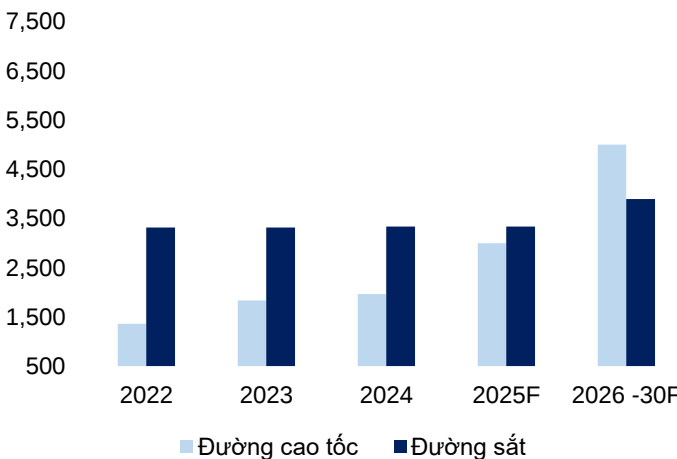
- Chúng tôi đánh giá trong thời điểm hiện nay, các dự án hạ tầng có thể được giải quyết vướng mắc nhanh hơn so với chu kỳ đầu tư công 2020 -25 trong bối cảnh (1) các thủ tục, vướng mắc về đền bù và GPMB cũng như phân quyền cho các địa phương giúp tiến độ được đẩy nhanh triển khai và (2) tập trung thực hiện các đại dự án theo hình thức đầu tư PPP nhằm tận dụng nguồn vốn tư nhân và giảm thiểu áp lực đối với vốn ngân sách.
- Năm 2026 trở thành năm bản lề đối với chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 -30 nhờ các chiến lược tăng trưởng đầu tư công. Cụ thể hơn mục tiêu phát triển ngành công nghiệp đường sắt bao gồm Nghiên cứu, triển khai đến nguyên vật liệu (Thép ray) thông qua các dự án như đường sắt HN – HP, LC, đường sắt tốc độ cao HN – QN, đường sắt Cần Giờ hay đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Bên cạnh đó, theo kế hoạch phê duyệt việc quy hoạch 100 năm của TP.HN, chúng tôi đánh giá các dự án hạ tầng triển vọng có thể được đẩy nhanh tiến độ như BT Sông Hồng, nhà hát Opera, cải tạo Hồ Tây,....
- Bên cạnh pháp lý được đẩy mạnh, chúng tôi cho rằng đề xuất chấp thuận cho TCTD loại trừ các khoản vay của nhà đầu tư thực hiện các dự án Đặc thù không tính vào hạn mức tăng trưởng hàng năm của các TCTD có thể tác động tích cực tới việc tiếp cận nguồn vốn của các chủ đầu tư nhằm triển khai dự án.

Vốn đầu tư công dự kiến giải ngân



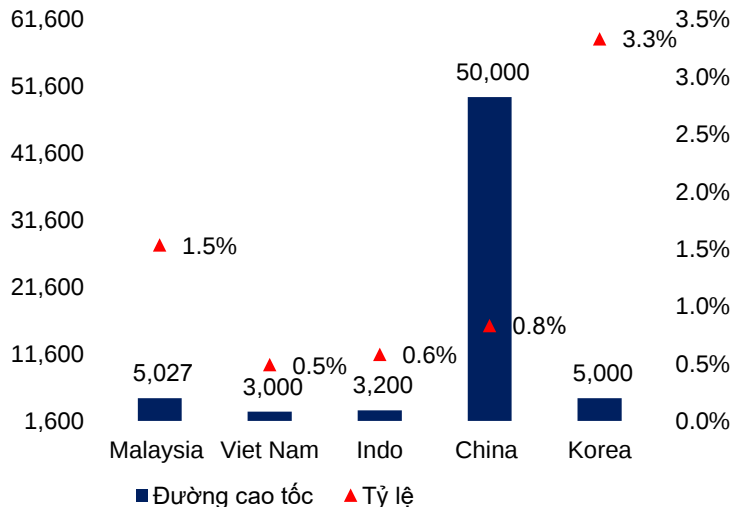
• Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research dự báo

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



• Nguồn: Bộ Xây dựng

Tỷ lệ đường cao tốc tại 1 số quốc gia



• Nguồn: MBS Research tổng hợp

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

Dự án	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Hình thức đầu tư	Chủ đầu tư và đơn vị thi công	Quy mô	Tiến độ triển khai
Các dự án hạ tầng phức hợp: Thực hiện quy hoạch tầm nhìn 100 năm của TP.HN					
Trục Đại lộ Cảnh quan sông Hồng	737,000	PPP	Chủ đầu tư:Đại Quang Minh, Thaco và Hòa Phát . Đơn vị thi công: Chưa xác định	11,000 ha	Hiện tại đang trong quá trình điều chỉnh quy hoạch và xác định đền bù, GPMB; dự kiến giai đoạn 2026 - 30 sẽ thực hiện xây dựng hạ tầng
Khu phức hợp Olympic	925,000	PPP	CĐT và tổng thầu: Vingroup	10,000 ha	Đang xây dựng 1 số hạng mục như sân vận động. Dự kiến hoàn tất dự án năm 2035
Khu Liên hợp thể thao Rạch Chiếc	145,600	PPP	CĐT và tổng thầu: Sungroup	186 ha	Hiện tại đang trong quá trình thu hồi đất, hoàn thành năm 2030
Dự án cải tạo Hồ Tây	30,000	PPP	CĐT và tổng thầu: dự kiến Sungroup	12 km	Bắt đầu từ Q3/26 và hoàn tất vào năm 2030
Đường cao tốc: Cả nước có khoảng 3,345 km cao tốc và mục tiêu 5,000 km vào năm 2030					
Đường Vành đai 4 (TP.HCM)	120,400	BOT và vốn ngân sách	Đơn vị thi công: Becamex IDC, Đèo Cả Group,....	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	Đơn vị thi công: CityLand, Saigon Sunflower, VEC, Horizon, Vinaconex,...	113 km	Đã hoàn tất GPMB, hoàn thành vào năm 2027
Đường Vành đai 3 (HCM)	75,400	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: CIENCO4, Tổng công ty Xây dựng số 1 (CC1), Tập đoàn Hòa Bình,...	76,3 km	Hiện tại đạt 90% xây dựng, hoàn thành trong 2026
Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku	43,200	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công: CTCP Lizen (LCG) – CTCP 471 (C71) – CTCP Tập đoàn Trí Nam và Liên danh Vinaconex – Trường Long – New Sun,...	125 km	Dự kiến hoàn tất GPMB vào Q3/26 và khai thác từ năm 2029
Trung Lương - Mỹ Thuận (GD2)	36,200	BOT	Đơn vị thi công Liên danh HHV - CII - Tasco và Xây dựng Hoàng Long	96 km	Xây dựng từ 2026, hoàn thành 2028
Cao tốc Bắc - Nam (mở rộng)	154,246	PPP	Đơn vị thi công Chưa công bố	1,164 km	Khởi công năm 2027, hoàn thành năm 2030

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

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

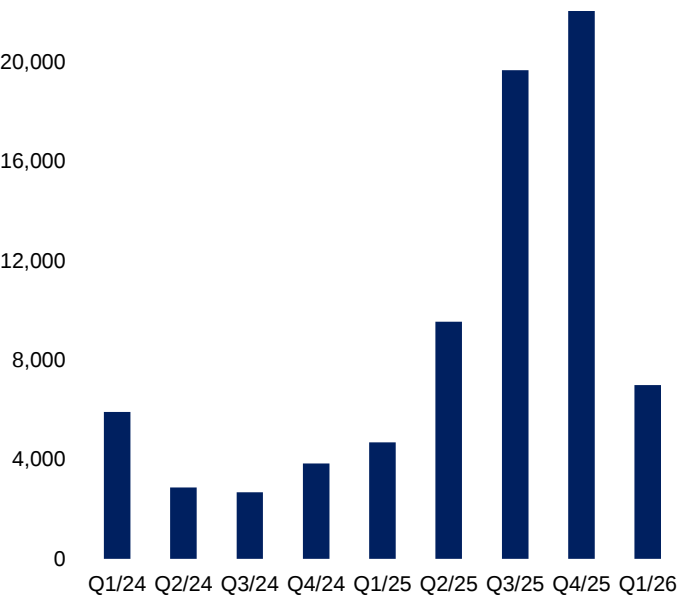
Dự án	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Hình thức đầu tư	Đơn vị thi công	Quy mô	Tiến độ triển khai
Đường sắt: Các dự án đường sắt lớn dẫn dắt tăng trưởng của vốn ĐTC giai đoạn 2026 - 30					
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,700,000	Đang lựa chọn hình thức	Đơn vị thi công Chưa công bố	1,541 km với 23 ga	Đang trong quá trình 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	Đơn vị thi công :Chưa công bố	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	CĐT và tổng thầu :Vingroup	120 km với 4 ga	Dự kiến khởi công 2026 và hoàn tất trong 2028
Metro Bến Thành - Cần Giờ	102,000	BOO	CĐT và tổng thầu :Vinspeed	54 km	Khởi công trong 2025, hoàn tất năm 2028
Metro Bến Thành - Tham Lương	55,000	Vốn ngân sách	Đơn vị thi công : Thaco	12 km	Khởi công 2026, hoàn tất năm 2028
Đường sắt Thủ Thiêm - Long Thành	80,000	BOT	Đơn vị Thi công :Đại Quang Minh	48 km	Khởi công 2026, hoàn tất năm 2029
Năng lượng: Mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng					
Điện Hạt nhân Ninh Thuận 1&2	300,000	Vốn tư nhân	Đơn vị thi công: Dự kiến Nhà thầu nước ngoài	6,000 MW	Hoàn tất năm 2035
LNG Hải Phòng	178,000	Vốn tư nhân	CĐT và tổng thầu :Vingroup	4,800 MW	Hoàn tất năm 2030
LNG Cà Ná (GD1)	57,000	Vốn tư nhân	CĐT: Trung Nam Group	4,800 MW	Dự kiến khởi công 2026, hoàn tất năm 2030
Nhiệt điện LNG Quảng Ninh	55,000	Liên doanh	Đơn vị thi công :PV Power, COLAVI, Marubeni Corporation và Tokyo Gas	1,500 MW	Đang GPMB, hoàn tất dự án giai đoạn 2028 - 30
Sân bay: Mục tiêu 36 sân bay vào năm 2050					
Sân bay Gia Bình	196,000	PPP	CĐT: Masterise Đơn vị thi công: Coteccons	30 tr hành khách	Hoàn tất năm 2030
Sân bay quốc tế Ninh Bình	25,000	PPP	Chưa công bố	NA	Đang trong quá trình nghiên cứu khả thi
Sân bay Phú Quốc (mở rộng)	22,000	PPP	Đơn vị thi công: Sungroup	20 tr hành khách	Hoàn tất năm 2027
Cảng biển					
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

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

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

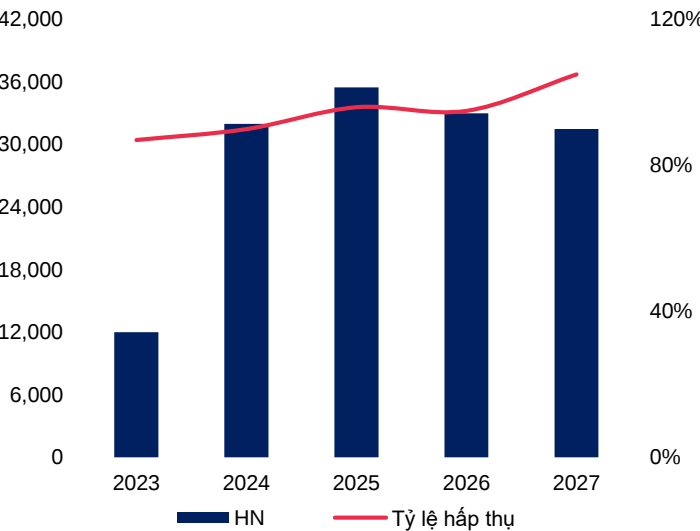
- Động lực tăng trưởng chính của ngành xây lắp đến từ xây dựng dân dụng trong bối cảnh nguồn cung bất động sản tiếp tục đà phục hồi trong năm 2026. Nhờ những vướng mắc pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất và quy hoạch được tháo gỡ, nguồn cung căn hộ tại TP.HCM dự báo tăng trưởng lần lượt 4%/18% svck. Bên cạnh đó, tại HN dù ghi nhận mức giảm nhẹ khoảng 3%/1% svck tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao trên 30,000 căn và chúng tôi lưu ý nguồn cung này chưa bao gồm các dự án căn hộ cho thuê mới đc phê duyệt. 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.

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



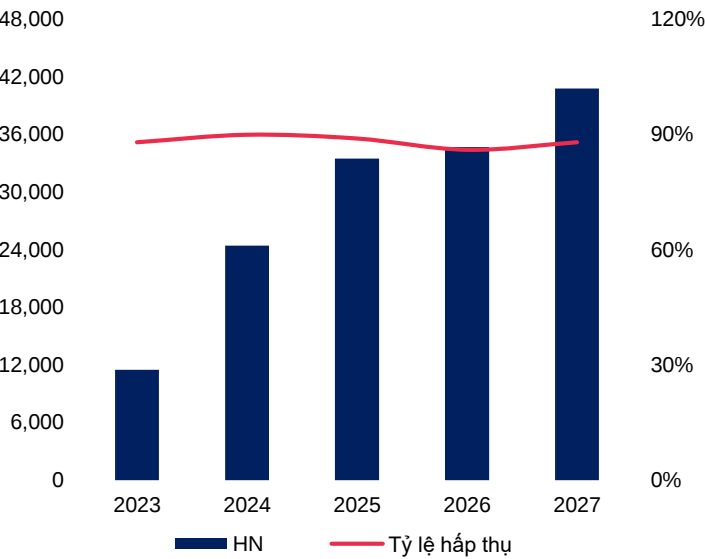
• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Nguồn cung căn hộ TP. HN giảm lần lượt khoảng 3%/1% svck trong 2026 – 27, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao (Căn)



• Nguồn: CBRE Report, MBS Research tổng hợp

Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM có thể phục hồi 4%/18% svck trong 2026 – 27 (Căn)

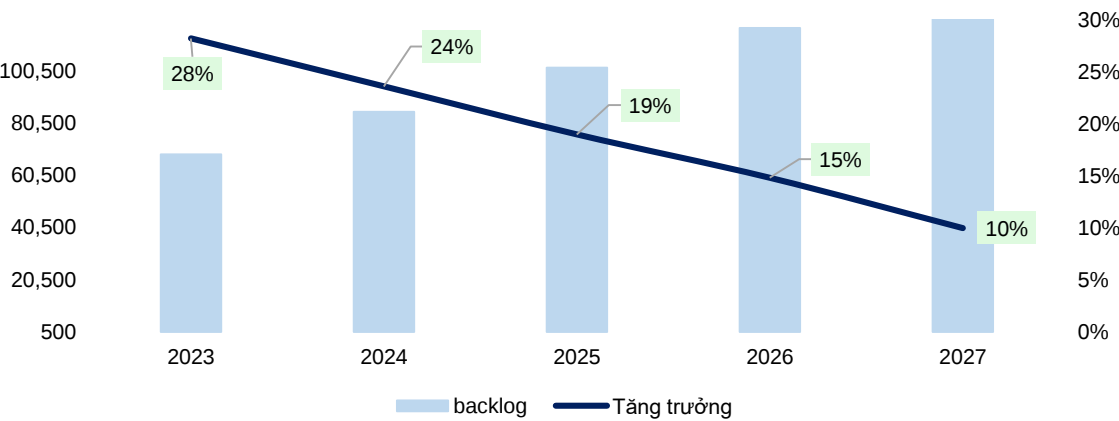


• Nguồn: CBRE Report, MBS Research tổng hợp

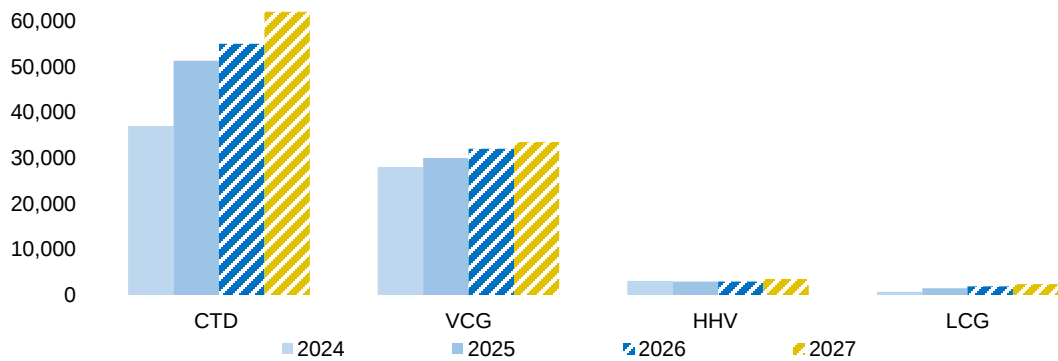
Backlog các DN xây dựng niêm yết dự báo tăng trưởng 15%/10% svck vào năm 2026- 27

- Chúng tôi cho rằng bên cạnh các dự án hạ tầng trọng điểm, nguồn cung BĐS tăng trưởng trở thành động lực cải thiện đối với các doanh nghiệp xây lắp trong năm 2026. Nhờ đó, **Chúng tôi dự báo backlog các DN xây dựng niêm yết, dự kiến tăng trưởng 15% svck trong năm 2026** trong đó chủ yếu đóng góp từ các doanh nghiệp lớn. Trong năm 2026, doanh nghiệp xây dựng dân dụng dự báo có thể được hưởng lợi nhiều hơn so với các doanh nghiệp hạ tầng trong bối cảnh các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng chưa tham gia vào các dự án đường sắt quy mô lớn. Cụ thể hơn, đối với CTD được hưởng lợi trong bối cảnh triển khai các dự án lớn như sân bay Gia Bình, Phú Quốc (mở rộng) giúp backlog tăng 30% svck. Đối với các doanh nghiệp hạ tầng, VCG dự báo tăng trưởng khoảng 9% svck và HHV dự báo tăng 7% svck trong khi CII tăng 20% nhờ dự án mới Trung Lương – Mỹ Thuận (GD2).
- 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 hạ tầng có thể tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2027 khi triển khai dự án cao tốc Bắc – Nam (mở rộng).

Backlog của các doanh nghiệp niêm yết(Tỷ VNĐ) dự báo tăng trưởng 15%/10% svck vào năm 2026-27



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



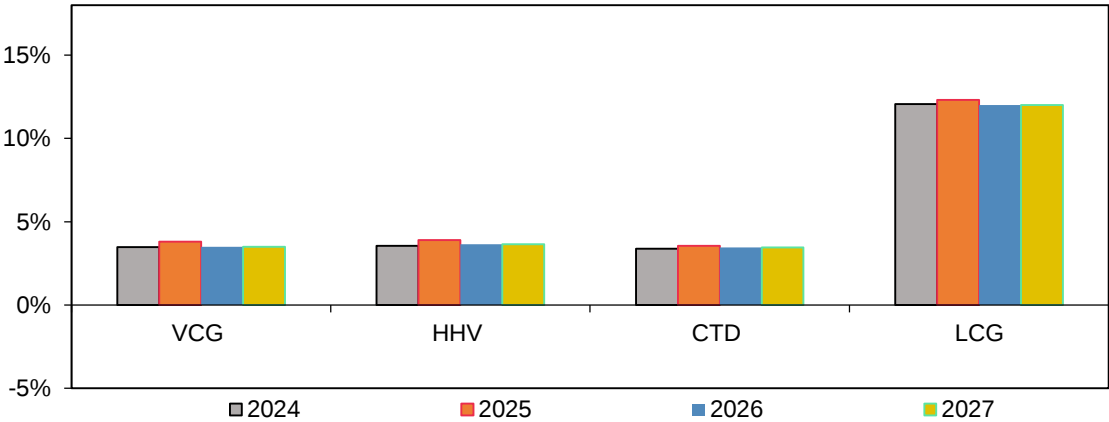
Nguồn: FiinproX, MBS Research tổng hợp

Biên LN gộp có thể suy giảm và chi phí tài chính tăng mạnh trong năm 2026 do giá NVL và mặt bằng lãi suất cao hơn

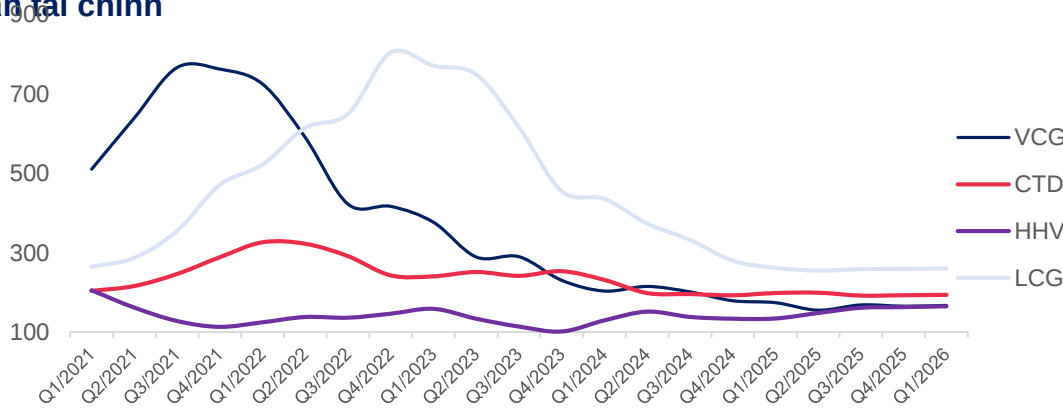
- So với đầu năm, các nhà thầu gặp khó khăn hơn giá nguyên vật liệu như cát, đá xây dựng và thép tăng mạnh trong bối cảnh chi phí đầu vào và vận chuyển tăng mạnh kể từ cuộc chiến tranh Mỹ - Iran diễn ra. Cụ thể hơn, giá thép xây dựng đã tăng khoảng 12% so với đầu năm và tương đương mức tăng 10% svck, bên cạnh đó giá cát xây dựng tăng 15% svck trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung. Dù các doanh nghiệp xây lắp có thể ký hợp đồng chia sẻ chênh lệch giá đối với chủ đầu tư. Tuy nhiên, các doanh nghiệp có thể suy giảm khoảng 0.2% - 0.6 điểm % svck do tác động tiêu cực của đà tăng NVL.
- Cụ thể hơn, chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng xây dựng của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng VCG, HHV, CII có thể giảm khoảng 0.3 điểm % svck trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng. Đối với CTD, biên LN gộp duy trì ổn định nhờ ký kết hợp đồng chia sẻ chênh lệch giá đối với CĐT
- Sang năm 2027, chúng tôi dự báo biên gộp của các doanh nghiệp xây lắp dự báo duy trì ổn định so với năm 2026 nhờ giá thầu có thể cải thiện hơn khi chi phí đầu vào tăng và các dự án hạ tầng lớn sẽ được triển khai từ 2027 như cao tốc Bắc – Nam mở rộng giúp backlog của doanh nghiệp xây lắp hạ tầng duy trì tăng trưởng.

• Nguồn: FiinproX, MBS research tổng hợp

Biên LN gộp toàn ngành xây lắp dự báo sẽ giảm khoảng 0.2 – 0.4 điểm % svck trong năm 2026 và kì vọng duy trì ổn định trong năm 2027



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

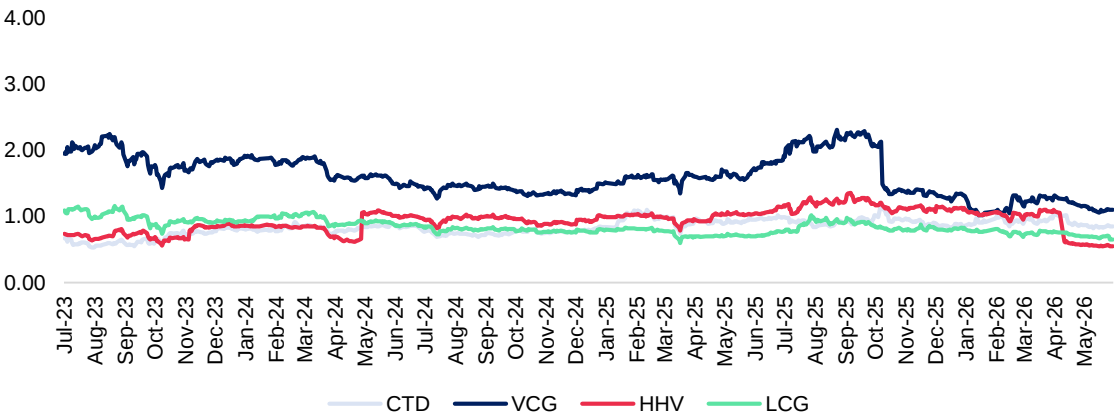


• Nguồn: FiinproX, MBS research tổng hợp

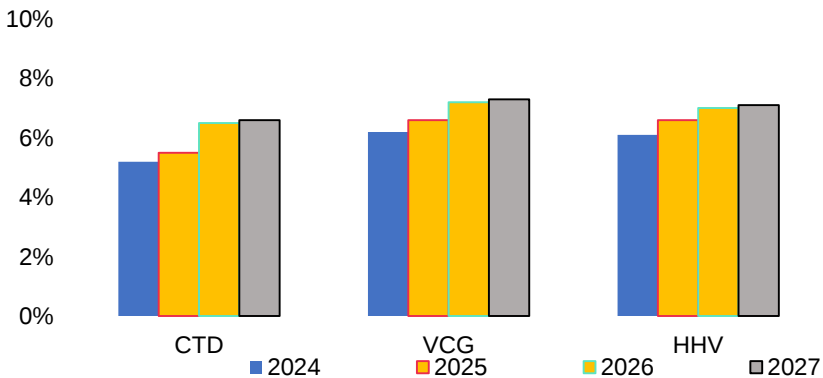
Định giá của các DN xây lắp đang ở mức hấp dẫn, có thể tích lũy trong những giai đoạn giảm mạnh của thị trường

- Hiện tại mức định giá PB của các doanh nghiệp xây lắp đang ở mức thấp hơn so với trung bình 3 năm trong bối cảnh thị trường lo ngại 1 số doanh nghiệp có thể gặp vướng mắc pháp lý tại các dự án lớn như sân bay Long Thành, bên cạnh đó nhà đầu tư lo ngại lãi suất duy trì ở mức cao tác động tiêu cực tới lợi nhuận ròng và ROE của các doanh nghiệp xây lắp.
- Chúng tôi dự báo biên gộp suy giảm và chi phí tài chính tăng có thể được bù đắp bởi doanh thu tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm lợi nhuận ròng so với dự báo đầu năm. Cụ thể hơn,, ROE mảng xây lắp của các DN niêm yết (CTD,VCG, HHV, CII) dự kiến đạt khoảng 5.3% - 6.6% (+0.4đ % svck) vào năm 2026 nhờ doanh thu tăng trưởng tuy nhiên biên gộp thu hẹp.
- 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. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp hạ tầng như VCG, CII hay HHV có thể hưởng lợi trong bối cảnh triển khai cao tốc Bắc – Nam (mở rộng).
- Đối với chiến lược đầu tư, chúng tôi cho rằng hiện nay mức định giá đang ở mức hấp dẫn tuy nhiên NĐT còn lo ngại vấn đề pháp lý và lãi suất cao ảnh hưởng tới các doanh nghiệp. Do đó chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu trong những nhịp giảm sâu của thị trường nhằm hướng tới chu kỳ đầu tư công 2026 – 30.
- Chúng tôi ưa thích CTD và CII nhờ (1) mức định giá hấp dẫn, với mức PB đang ở dưới trung bình 3 năm và (2) được hưởng lợi trong bối cảnh đẩy mạnh giải ngân ĐTC.

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 0.3/0.2 điểm % trong giai đoạn 2026-27



• Nguồn: FiinproX, MBS Research tổng hợp

Dự phóng KQKD 2026-27 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	29,125	34,850	37,318	16,071	16,312	16,900	3,581	3,939	4,215	2,620	2,830	2,971
%svck	25%	20%	8%	25%	2%	4%	8%	10%	7%	-13%	8%	5%
LN gộp	1080	1,270	1,333	2,271	2,026	2,368	1,547	1,721	892	1,669	1,750	1,785
Biên LN gộp (%)	3.8%	3.7%	3.7%	16%	18%	18%	43%	44%	44%	64%	62%	60%
EBITDA	654	991	1050	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	760	820	850	3,695	1,036	1,204	610	670	690	275	299	320
%svck	50%	8%	4%	337%	-72%	16%	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%	7%	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,CII trong ngành xây dựng

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá VNĐ/cp	Luận điểm đầu tư
CTD	Khả quan	84,500	- 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, côngnghiệp và hạ tầng. Nhờ đó, doanh thu tăng trưởng lần lượt 20%/8% svck vàonăm 2026-27. - Biên LN gộp phục hồi khoảng 0.5 điểm % svck trong năm tài chính 2026 nhờ trúng thầu các dự án lớn có biên lợi nhuận cao và đã kí kết hợp đồng chia sẻ trượt giá NVL đối với chủ đầu tư. Nhờ đó tính đến hết hết Q2/26, doanh nghiệp không bị ảnh hưởng bởi đà tăng của giá NVL. Sang năm 2027, biên gộp dự báo giảm 0.1 điểm % svck. - Mức định giá P/B đang thấp hơn trong giai đoạn phục hồi của ngành xây dựng - Chúng tôi giảm giá mục tiêu 10% so với giá gần nhất trong bối cảnh biên gộp thấp hơn dự báo.
CII	Khả quan	23,000	- 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. - Kết luận, chúng tôi đánh giá CII được hưởng lợi trong bối cảnh trúng thầu tại dự án xây lắp giúp backlog tăng trưởng, bên cạnh đó, việc đấu giá lại quỹ đất tại Thủ Thiêm có thể giúp doanh nghiệp được định giá lại nhờ tích lũy quỹ đất giá rẻ.
VCG	Khả quan	21,200	- 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 72% svck do nền cao của năm 2025 khi ghi nhận lợi nhuận từ việc bán dự án. - Chúng tôi đánh giá VCG không được hưởng lợi nhiều trong bối cảnh đầu tư công tăng mạnh như hiện nay do các dự án phần lớn theo phương thức BT và doanh nghiệp không có định hướng thực hiện đầu tư theo phương thức này.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

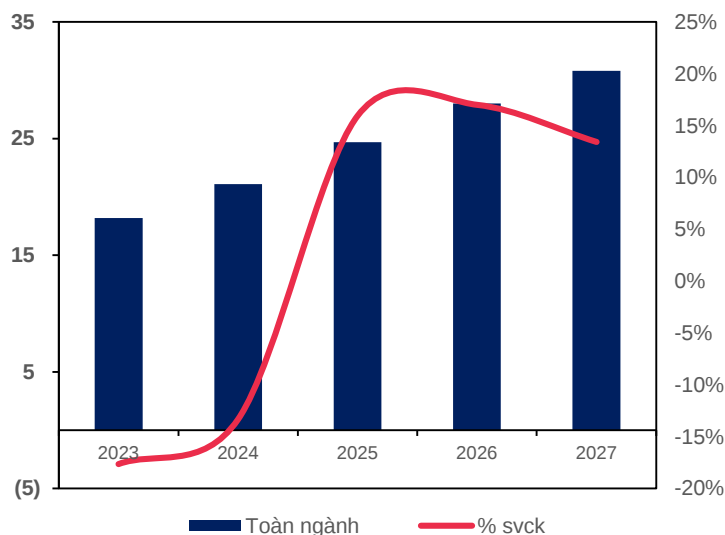
Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP		VNDbn	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
CTCP XNK và Xây dựng VN	VCG VN	17,350	21,200	Khả quan	12,200	4.3	11.5	1.4	1.3	12.9%	4.6%	33.6%	10.9%
CTCP Fecon	FCN VN	11,250	N/A	KKN	1,780	26.0	25.1	0.8	0.7	0.8%	0.9%	2.7%	2.9%
CTCP Tập đoàn Đèo Cả	HHV VN	10,400	11,500	Trung lập	5,950	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	16,000	23,000	Khả quan	10,700	82.1	80.5	1.5	1.4	0.3%	0.4%	0.9%	1.1%
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN	6,300	N/A	KKN	2,350	34.1	32.2	0.9	0.8	0.9%	1.1%	1.6%	1.8%
CTCP Xây dựng Cotecons	CTD VN	66,200	84,500	Khả quan	7,400	13.1	12.2	1.0	0.9	2.9%	3.0%	3.7%	4.1%
CTCP Lizen	LCG VN	8,250	N/A	KKN	1,600	13.8	14.5	0.9	0.8	2.4%	2.2%	5.7%	5.4%
Trung bình					5,728	26.6	26.7	1.1	1.0	3.2%	2.0%	7.6%	4.5%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

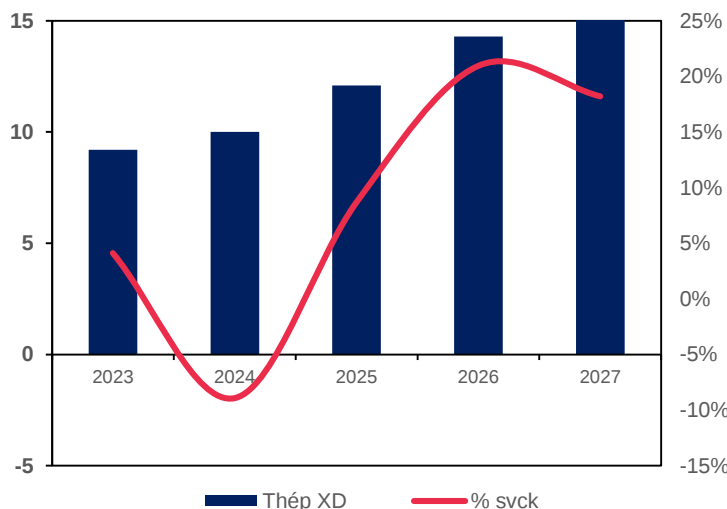
Ngành thép: Tiêu thụ nội địa tiếp tục trở thành động lực tăng trưởng

- Tính đến 5T26, 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 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 13 Triệu tấn (+18% svck) trong đó thép HRC và thép xây dựng cải thiện lần lượt 35% và 22% svck.
- Chúng tôi dự báo trong năm 2026, tiêu thụ nội địa toàn ngành tiếp tục tích cực khi ghi nhận tăng trưởng 13% svck đạt mức 27 Triệu tấn. Trong đó, tiêu thụ thép xây dựng tăng 18% svck đạt mức 14.5 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 15% 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.
- Sang năm 2027, trong bối cảnh tiếp tục giải ngân ĐTC mạnh mẽ bên cạnh tập trung triển khai các dự án BĐS cho thuê, tiêu thụ toàn ngành dự báo tăng 10% svck lên mức gần 31 triệu tấn thép.

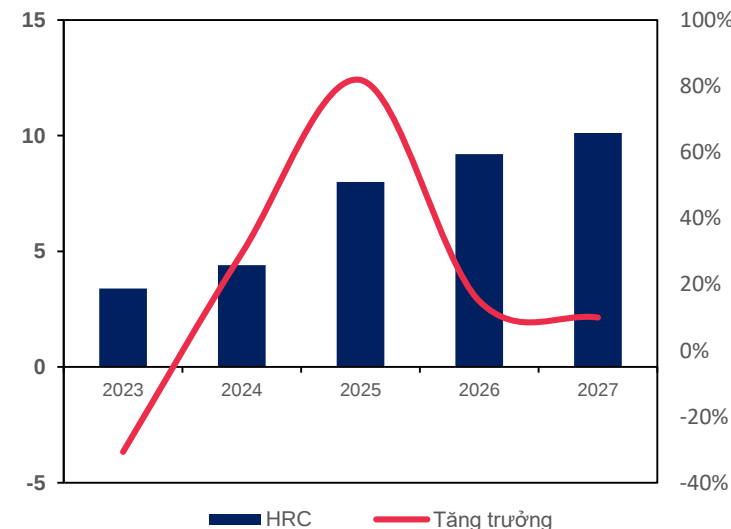
Dự báo tăng trưởng nội địa sẽ ở mức 13%/10% svck (Triệu tấn)



Thép xây dựng đóng góp với mức tăng 18%/8% svck



Thép HRC trở thành điểm sáng khi tiêu thụ tăng 15%/10% svck



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

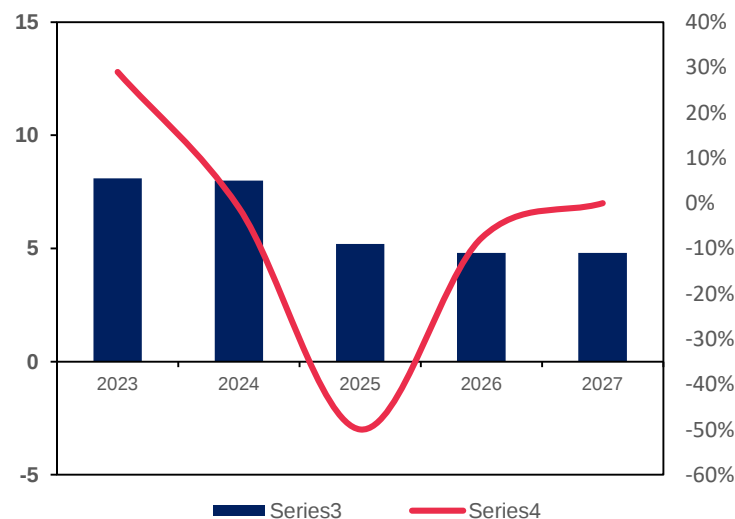
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Xuất khẩu bị tác động tiêu cực trong bối cảnh áp lực dư cung trên thế giới

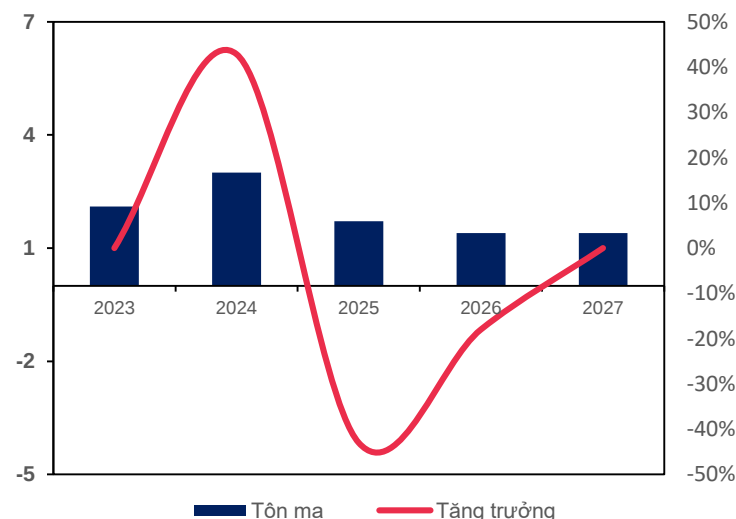
- Xuất khẩu thép suy giảm trong năm 5T26 trong bối cảnh các đối tác thương mại chính như EU và Mỹ áp thuế CBPG. Mức thuế trung bình ở mức 35.-65%, việc áp thuế CBPG đối với dòng sản phẩm HRC và tôn mạ khiến sản lượng và giá xuất khẩu giảm mạnh svck. Hơn nữa, việc dư cung thép tại EU trong bối cảnh nhu cầu phục hồi yếu hơn kì vọng đã tác động tiêu cực tới sản lượng xuất khẩu. Cụ thể hơn, sản lượng xuất khẩu thép xây dựng và tôn mạ giảm lần lượt 18%/30% svck, dù điểm sáng đến từ HRC với tăng 40% so với nền thấp năm 2025 nhờ thiếu hụt thép HRC tạm thời do gián đoạn sản xuất tại Iran.
- Trong năm 2026, chúng tôi dự báo, sản lượng xuất khẩu có thể giảm 10% svck do là năm đầu tiên bị áp thuế và nhu cầu yếu tại các thị trường xuất khẩu (EU và Mỹ) và 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 2026 dự báo giảm khoảng 7% svck trong bối cảnh áp lực giảm giá từ EU và Mỹ hiện hữu trong bối cảnh mặt bằng lãi suất neo cao hơn khi FED đưa ra tín hiệu cho thấy không cắt giảm lãi suất trong nửa cuối 2026.
- Sang năm 2027, xuất khẩu dự báo đi ngang trong bối cảnh thép xây dựng tiếp tục giảm khoảng 15% svck do dư cung trên thế giới tuy nhiên được bù đắp bởi mức tăng 7% của HRC trong bối cảnh gián đoạn sản xuất tại Iran.

Xuất khẩu dự báo tiếp tục suy giảm vào năm 2026 và có thể ổn định trong 2027



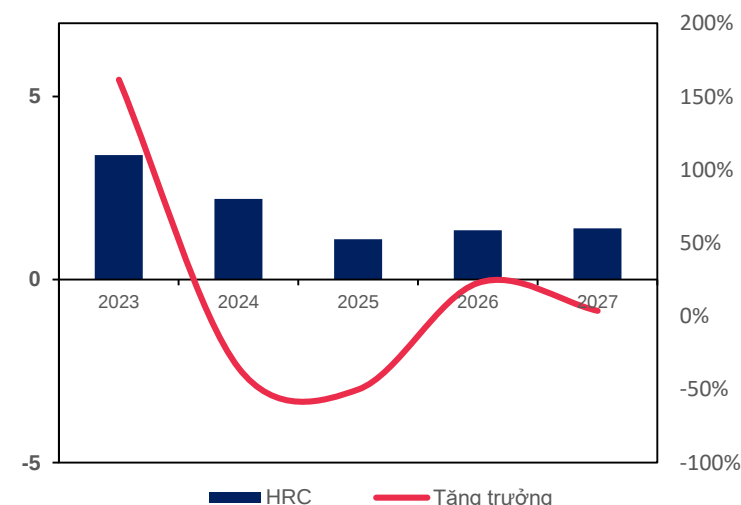
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Xuất khẩu tôn mạ giảm mạnh 18% trong năm 2026 và đi ngang trong 2027



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Thép HRC có thể tăng khoảng 24%/8% svck trong bối cảnh gián đoạn sản xuất tại Iran



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

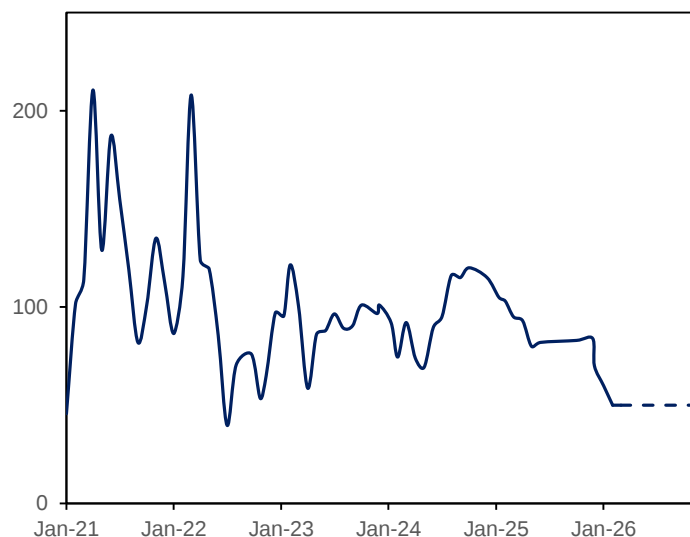
Giá thép dự báo tăng trưởng trong năm 2026 - 27

- Nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ trong bối cảnh giải ngân vốn đầu tư công và xây dựng dân dụng. Thị trường nội địa đã ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng lần lượt tăng 25% và 22% đối với thép xây dựng và HRC trong 5T26, bên cạnh đó việc áp thuế CBPG đối với HRC giúp chênh lệch giữa thép VN và TQ giảm khoảng 21% svck về mức khoảng 50 USD/tấn. Nhờ áp lực từ thép TQ giảm mạnh và nhu cầu phục hồi tích cực, giá thép trong nửa sau 2026 dự báo có thể duy trì ở mức cao.
- Lũy kế cả năm 2026, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng trong năm 2026 có thể phục hồi khoảng 9% svck, bên cạnh đó giá HRC có thể tăng 7% svck trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tích cực và áp lực từ thép TQ suy giảm nhờ mức chênh lệch giảm từ tác động của thuế CBPG.
- Sang năm 2027, chúng tôi dự báo giá thép tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu tăng trưởng với các sản phẩm mới như thép tay và đầu tư hạ tầng, giá thép xây dựng và HRC dự báo có thể cải thiện lần lượt 8%/5% svck.

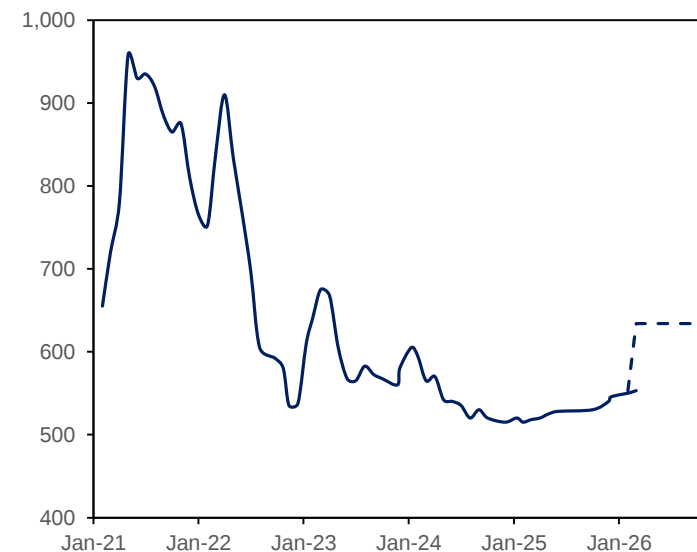
Dự báo giá thép xây dựng dự báo phục hồi khoảng 9% svck vào năm 2026



Chênh lệch giữa thép VN và thép TQ dự báo giảm khoảng 21% svck



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



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

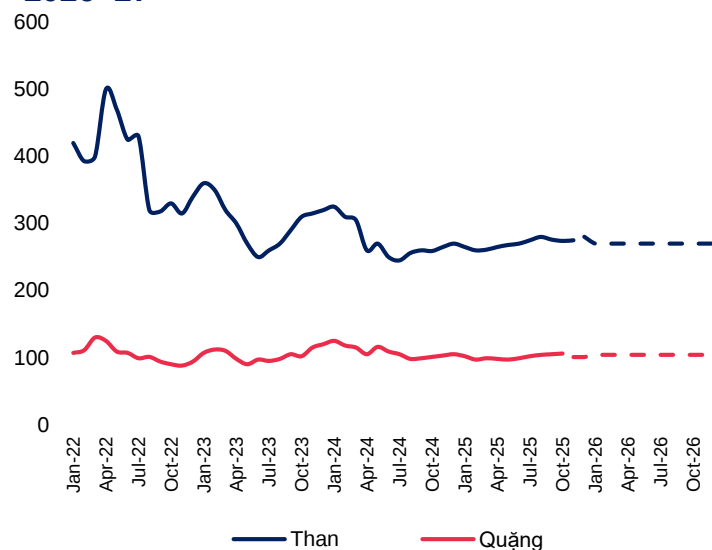
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Biên LN tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2026

- 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. Tính đến 5T26, ngành thép TQ tiếp tục duy trì sản lượng âm đậm trong bối cảnh sản xuất thép tại nước này tiếp tục suy giảm 5% svck. Chiến lược cắt giảm sản lượng đã diễn ra từ năm 2023 và tiếp tục trong những năm tới trong bối cảnh giá thép nước này suy giảm 12% svck và các quốc gia tiếp tục áp thuế CBPG đối với thép nhập khẩu từ TQ.
- 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.
- Sang năm 2027, chúng tôi dự báo giá than và quặng duy trì ổn định nhờ nguồn cung tăng trưởng và nhu cầu yếu, nhờ đó biên gộp toàn ngành có thể tăng khoảng 0.2 điểm % svck nhờ giá bán phục hồi.

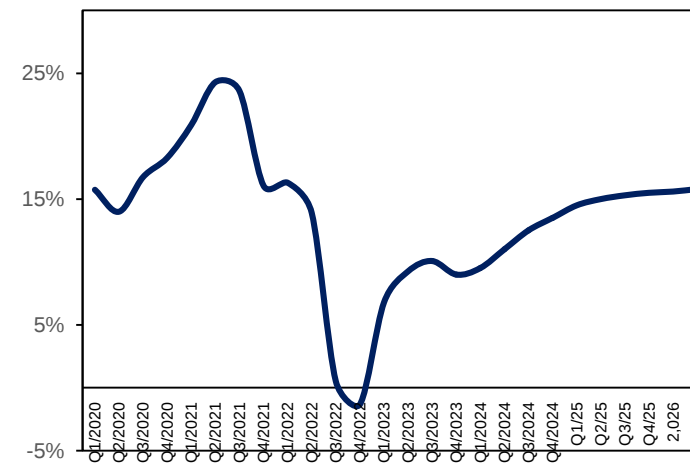
Giá than và quặng dự báo hạ nhiệt giai đoạn 2026- 27



Mức chênh lệch giữa giá tôn mạ và HRC tăng 4%/3% svck trong năm 2026 - 27



Biên LN gộp giai đoạn 2026 - 27 phục hồi nhờ giá thép tăng trưởng, giá nguyên vật liệu duy trì ổn định



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

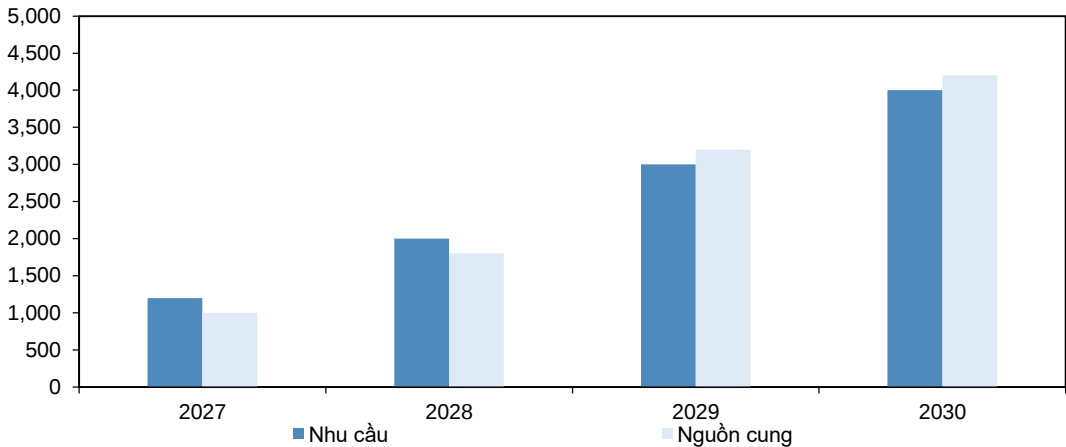
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• 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 700,000 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 80,000 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 bắt đầu 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)

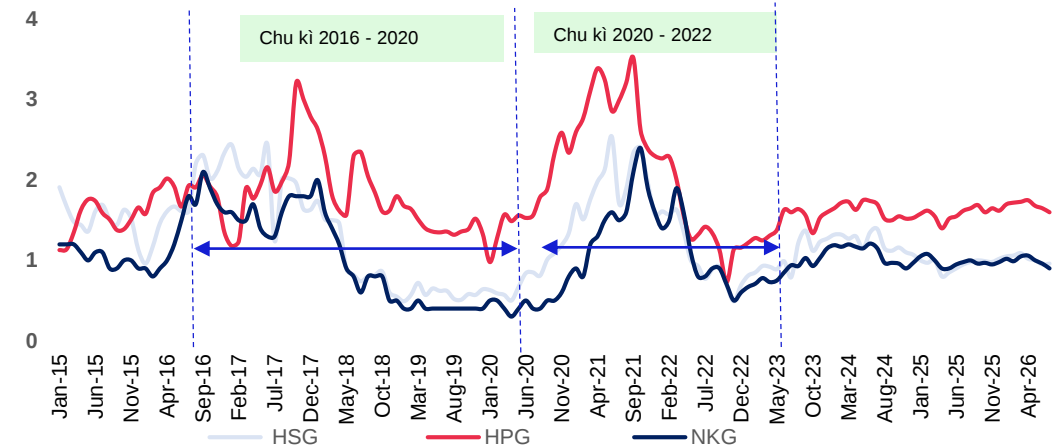
Doanh nghiệp	Nhà máy	Công suất (Tấn)	TMĐT (Tỷ VNĐ)	Sản lượng dự kiến (Tấn)			
				2027	2028	2029	2030
Tập đoàn Hoà Phát	KLH Dung Quất khởi công từ Q4/25	700,000	14,000	400,000	700,000	700,000	700,000
CTCP Sản xuất và Kinh doanh Vinmetal	Tổ hợp sản xuất thép Vũng Áng, dự kiến khởi công từ T12/25	5,000,000	80,000	600,000	1,100,000	2,500,000	3,500,000

• Nguồn: Bộ Xây dựng, BCTN các doanh nghiệp

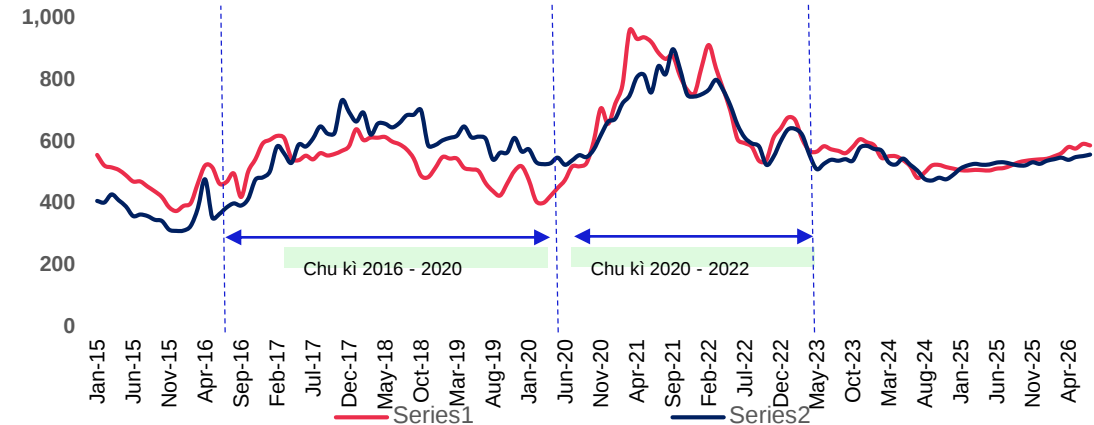
Chúng tôi lựa chọn HPG nhờ khả năng cải thiện thị phần và định giá ở mức hợp lý

- 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 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 2026-27 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	156,116	220,820	264,505	39,950	43,054	45,029	16,024	16,825	17,496
%svck	12%	31%	18%	2%	7%	5%	-22%	5%	4%
LN gộp	24,498	32,549	38,714	5,146	5,597	6,805	1,103	1,399	1,666
Biên LN gộp (%)	14%	14.5%	14.6%	13%	13%	13%	7%	7%	7%
EBITDA	30,565	38,191	43,568	1,729	1,948	2,095	797	820	880
Biên EBITDA (%)	18%	17%	16%	4%	5%	6%	5%	7%	8%
LN ròng	15,450	22,200	26,814	948	1,020	1,100	310	343	370
%svck	33%	42%	21%	86%	8%	6%	-31%	8%	7%
EPS (đ/cp)	2,663	3,488	4,190	1,501	1,632	1,717	715	772	826
BVPS (đ/cp)	17,320	19,609	20,670	18,850	18,990	19,280	16,600	17,100	17,350
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

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Định giá (VNĐ/cp)	Luận điểm đầu tư
HPG	Khả quan	32,000	- 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 25%/12% trong giai đoạn 2026 - 27, chủ yếu nhờ sản lượng HRC tăng mạnh (+30% svck) từ DQ2 và thép xây dựng tăng 15% - LN ròng trong năm tài chính 2026 -27 dự kiến tăng trưởng lần lượt 42%/21% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp được cải thiện, bên cạnh ghi nhận từ thoái vốn dự án. - Định giá hiện tại của HPG đang thấp hơn giá trị hợp lý. Hệ số P/B hiện tại đạt 1.4 lần, thấp hơn mức trung bình P/B 1.8 lần trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép.
HSG	Khả quan	15,500	- Dù thị trường tiêu thụ nội địa tăng trưởng, tiêu thụ tôn mạ chỉ tăng khoảng 7% svck do xuất khẩu khó khăn. Bên cạnh đó, trong bối cảnh nguồn cung BĐS tăng mạnh và giải ngân ĐTC, tiêu thụ tôn mạ dự báo không được hưởng lợi đáng kể. - Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng nhẹ 8%/6% so với cùng kỳ năm ngoài nhờ vào tăng trưởng sản lượng trong bối cảnh biên gộp duy trì ổn định. Dù LN có thể tăng trưởng, KQKD của HSG có thể bị tác động tiêu cực trong bối cảnh lãi suất suy trì ở mức cao - Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá khoảng 4% so với báo cáo trước do điều chỉnh giảm LN ròng trong bối cảnh biên gộp không phục hồi như kì vọng và mặt bằng lãi suất ở mức cao hơn.
NKG	Trung lập	14,000	- 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 10% và tăng nhẹ 3% svck trong giai đoạn 2026 – 27 do thị trường xuất khẩu giảm khoảng 20%. - LN ròng của NKG dự báo tăng trưởng nhẹ do nền thấp năm 2025. Mức định giá của doanh nghiệp đang ở mức trung bình trong giai đoạn giá xuất khẩu đi ngang.

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	2025	2026
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	22,200	32,000	Khả quan	188,250	12.5	10.5	1.6	1.4	6.6%	8.9%	12.5%	16.4%
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	11,600	15,500	Khả quan	9,400	15.6	13.7	1.0	0.9	3.8%	4.4%	6.4%	7.0%
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	11,550	14,000	Trung lập	5,680	27.5	22.5	1.0	0.9	2.4%	2.7%	5.8%	6.4%
CTCP Ống thép Việt Đức	VGS VN	20,000	N/A	KKN	1,250	9.5	8.6	1.4	1.3	8.0%	8.2%	13.8%	14.2%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	12,800	N/A	KKN	1,950	8.4	8.0	0.7	0.6	2.2%	2.4%	6.2%	6.4%
Trung bình					49,670	14.7	12.7	1.1	1.0	4.6%	5.3%	8.9%	9.9%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

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	Trưởng phòng
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>