



Báo cáo ngành | Xây dựng hạ tầng



Vững vàng hướng tới chu kỳ mới

Chuyên viên phân tích :

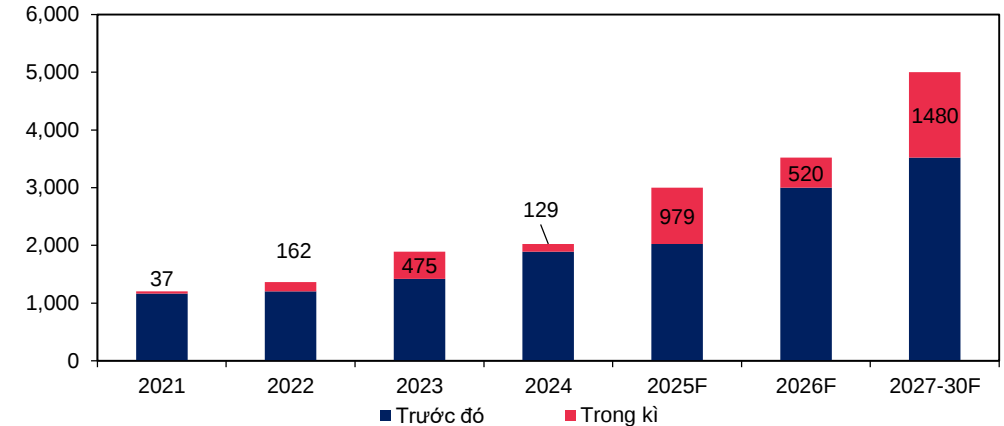
- **Lê Hải Thành** (thanh.lehai@mbs.com.vn)

2025 – 26: Vốn giải ngân đầu tư công dự báo tăng trưởng 24% svck

Vốn giải ngân ĐTC tăng trưởng tích cực nhờ những yếu tố sau:

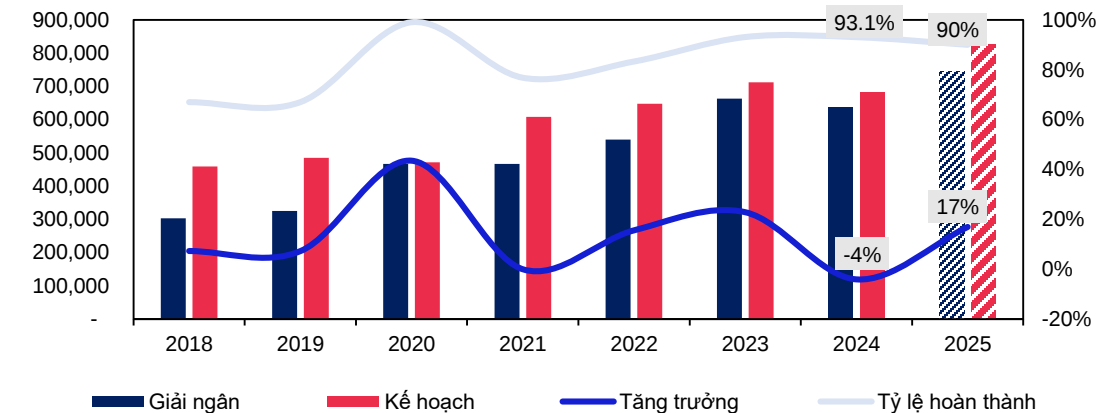
- Chúng tôi dự báo giải ngân trong năm 2025 có thể tăng trưởng 24% svck đạt mức 743,300 Tỷ VNĐ (tương đương hoàn thành 90% kế hoạch của Chính phủ). Trong đó khoảng 60% dành cho lĩnh vực giao thông.
- Năm 2025 trở thành năm bản lề trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2025 – 30 khi thực hiện triển khai các thủ tục cũng như quá trình đền bù, GPMB thuộc các dự án chiến lược như đường sắt HP – HN – LC, cao tốc Bắc – Nam mở rộng và đường sắt cao tốc Bắc – Nam. Theo Tổng cục thống kê, giải ngân đầu tư công trong 5T/25 đạt trên 221 nghìn tỷ VNĐ, tăng trưởng 24% svck và đạt khoảng 24% kế hoạch giải ngân cả năm. Bên cạnh đó, theo thống kê của Bộ Tài Chính, tỷ lệ giải ngân sau 5T đạt 24.3% (cao hơn mức 21.6% cùng kỳ năm 2024).
- Động lực tăng trưởng chính đến từ việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý, thể chế nhằm thúc đẩy quá trình triển khai dự án. Cụ thể hơn, Luật Đầu tư Công và Luật PPP (sửa đổi) đi vào vận hành giúp phân quyền với các địa phương cũng như đơn giản hoá thủ tục trong quy trình phê duyệt và giải ngân. Bên cạnh đó, quy trình tháo gỡ và GPMB giảm bớt góp phần tích cực tới thời gian triển khai dự án.
- Bên cạnh đó, vấn đề thiếu hụt nguyên vật liệu như cát, đá xây dựng đã phần nào được giải quyết nhờ gia tăng nguồn cung tại các mỏ mới. Cụ thể hơn, Nghị quyết 168/NO-CP cho phép các mỏ khoáng sản tiếp tục khai thác khi hoàn tất tiền sử dụng đất trong khi chưa hoàn thiện thủ tục thuê đất. Bên cạnh đó, 1 số tỉnh phía Nam đẩy nhanh quá trình cấp phép mỏ mới và điều này góp phần gia tăng nguồn cung vật liệu như cát, đá xây dựng.

Số Km cao tốc đóng góp trong giai đoạn 2025 – 30 tăng hơn 2 lần so với 2021 - 2025



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Nguồn vốn giải ngân ĐTC dự báo



• Nguồn: Bộ xây dựng, MBS Research

Các dự án chiến lược trong chu kỳ 2025 – 30: 5,000 km cao tốc và 2 dự án đường sắt chiến lược

Các dự án chiến lược của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2025 – 30

	TMĐT (Nghìn tỷ VNĐ)	Quy mô	Tiến độ dự án	Thời gian triển khai và các ngành hưởng lợi						
				2025	2026	2027	2028	2029	2030	Sau 2030
Đường Vành đai 4 (HN)	85,000	113 km	Hiện tại đã hoàn tất khoảng 90% quy trình đền bù và giải phóng mặt bằng . Dự án dự kiến vận hành từ 2027.	Ngành Xây lắp và vật liệu xây dựng (Thép, Đá xây dựng, xi măng và Nhựa đường)						
Đường Vành đai 3 (TP.HCM)	75,400	47 km	Hiện nay khối lượng xây dựng dự án đạt khoảng 38%. Các vấn đề liên quan đến thiếu hụt cát xây dựng đã được giải quyết. Dự án có thể thông xe kể toàn tuyến từ cuối 2026.							
Sân bay Long Thành (GD1)	109,700	5,000 ha	Dự án đang hoàn tất các gói thầu liên quan đến xây dựng, đường băng, nhà ga hành khách. Dự kiến vận hành chính thức kể từ 2027.	Ngành Xây lắp và các ngành vật liệu xây dựng như Thép, Đá xây dựng.			Ngành hàng không, cảng biển và KCN			
Đường sắt Hà Nội - Hải Phòng - Lào Cai	300,000	391 km	Dự án dự kiến khởi công trong cuối năm 2025. Dự kiến Luật Đường Sắt (sửa đổi) có thể giúp tháo gỡ vướng mắc		Ngành xây lắp và vật liệu xây dựng (Thép, Đá xây dựng)				Ngành Cảng biển và KCN	
Cao tốc Bắc - Nam mở rộng	152,000		Chính phủ đã thống nhất chủ trương với đề xuất mở rộng cao tốc. Hiện tại đang trong quá trình nghiên cứu và lựa chọn phương thức đầu tư.	Ngành Xây lắp và vật liệu xây dựng (Thép, Đá xây dựng, xi măng Vận hành BOT, BĐS và Nhựa đường)						
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,700,000		Đang trong quá trình giải phóng mặt bằng dự kiến có thể khởi công trong năm 2026.			Ngành Xây lắp và các ngành vật liệu xây dựng như Thép, Đá xây dựng.			Ngành KCN, cảng biển và BĐS	

Ngành xây dựng hạ tầng: Hưởng lợi nhờ tăng trưởng ĐTC

Giai đoạn đẩy mạnh xây dựng 2025 -26: Các DN xây lắp được hưởng lợi trong bối cảnh tăng tốc tại các dự án trọng điểm

Giai đoạn vận hành 2027 - 30: Các doanh nghiệp vận hành BOT và hàng không hưởng lợi khi các dự án chiến lược đưa vào khai thác

- Giai đoạn 2025 – 26 trở thành bản lề cho chu kỳ đầu tư công trung hạn trong bối cảnh 1 số dự án thuộc chu kỳ 2021 -25 đi vào vận hành như cao tốc Bắc - Nam (GD1). Bên cạnh đó, đây là giai đoạn đẩy nhanh 1 số dự án nhằm vận hành kể từ năm 2027 như sân bay Long Thành (GD1) hay đường vành đai 3, 4 tại HN và HCM.
- Nhờ đẩy mạnh quá trình thi công xây lắp, chúng tôi đánh giá các DN xây lắp sẽ được hưởng lợi trong giai đoạn này nhờ đã có kinh nghiệm tại các dự án lớn, nền tảng tài chính lành mạnh và đáp ứng đúng tiến độ. Do đó, trong năm nay các DN đầu ngành xây lắp như CTD, VCG, LCG, FCN có thể được hưởng lợi nhờ đấu thầu các dự án mới.
- Các dự án lớn trong chu kỳ đầu tư trung hạn có thể tác động tích cực tới backlog của các DN xây lắp. Cụ thể hơn đối với dự án cao tốc Bắc – Nam (mở rộng), chúng tôi đánh giá các DN đã có kinh nghiệm tại các dự án thành phần trong GD1 như VCG, HHV, LCG sẽ có khả năng cao trúng thầu. Đối với 2 dự án đường sắt chiến lược, việc ưu tiên các DN nội địa dự báo có thể trở thành động lực tăng trưởng của các DN xây lắp trong dài hạn.

Các dự án chiến lược trong giai đoạn đầu tư công trung hạn 2026 - 30

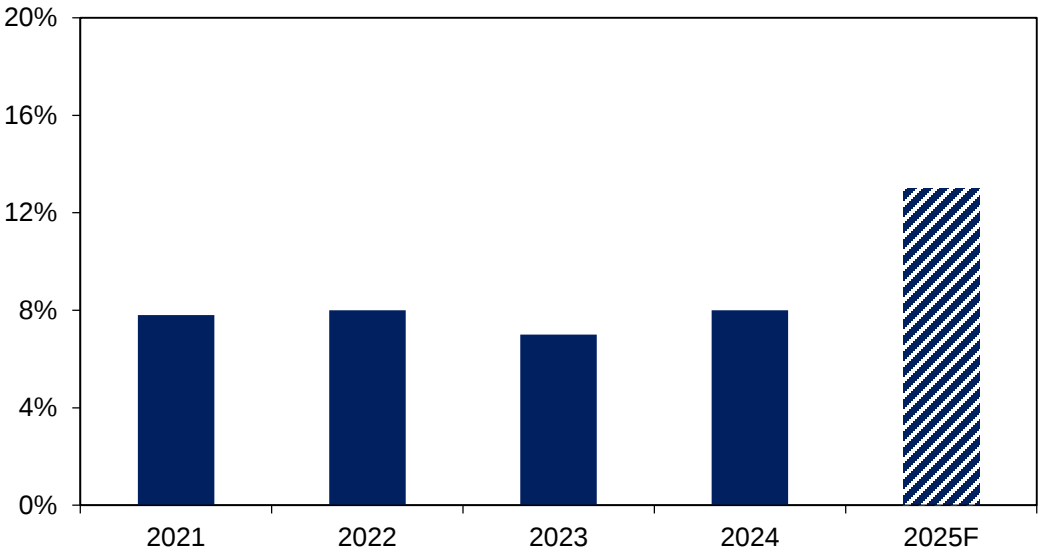


• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

Ngành xây dựng: Tăng trưởng và biên LN gộp cải thiện tích cực

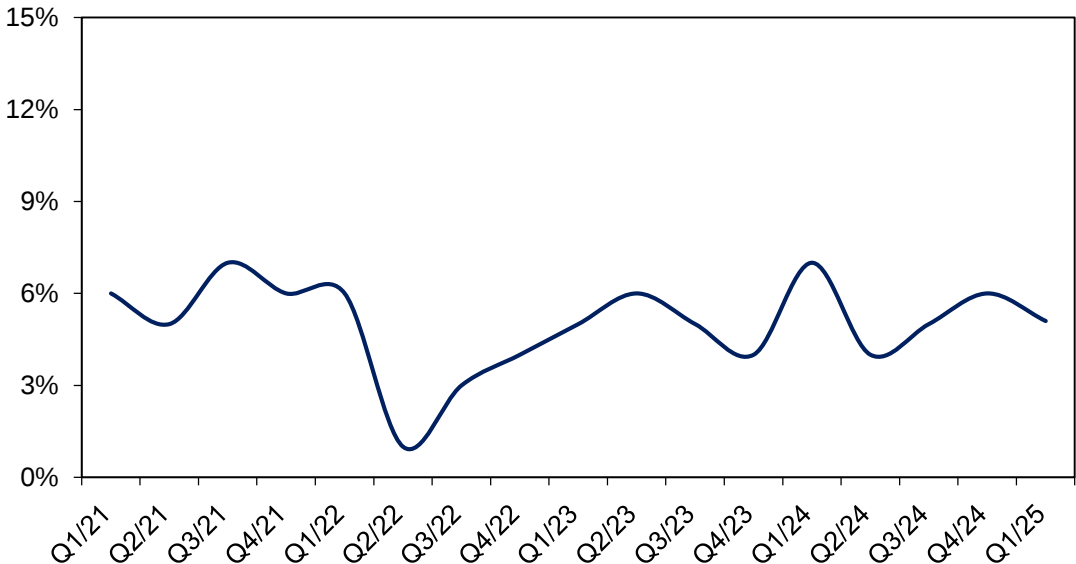
- Bên cạnh các dự án ĐTC, ngành xây dựng dự kiến có thể được hưởng lợi nhờ xây dựng dân dụng tích cực trong giai đoạn 2025 – 26. Cụ thể hơn, nguồn cung BĐS dự báo cải thiện khoảng 30% svck trong bối cảnh (1) vướng mắc pháp lý liên quan đến tiền sử dụng đất, quá trình đền bù và GPMB được tháo gỡ và (2) mặt bằng lãi suất ở mức thấp giúp giảm bớt gánh nặng lãi vay đối với chủ đầu tư BĐS. Nhờ xây dựng dân dụng và đầu tư công khả quan, ngành xây dựng dự báo có mức tăng trưởng 13% svck vào năm 2025.
- Nhờ đó, backlog của các DN xây dựng trên sàn có thể tăng trưởng khoảng 8% svck nhờ kì vọng các doanh nghiệp lớn tiếp tục trúng thầu tại các dự án trọng điểm và ngành xây dựng dân dụng khả quan hơn.
- Bên cạnh đó, biên LN gộp của các DN xây lắp đã tạo đáy trong năm 2024 và có thể cải thiện khoảng 1.0 – 1.5 điểm trong năm 2025 nhờ (1) Giá trúng thầu cao hơn trong bối cảnh các DN tham gia đấu thầu hiện nay có giá trúng cao hơn đối với giá chỉ định thầu của các dự án giai đoạn 2023 – 24 (2) chi phí của 1 số nguyên vật liệu như thép vẫn duy trì ở mức thấp do áp lực từ hàng nhập khẩu. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay hạ nhiệt trong bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp.

Tăng trưởng dự báo ngành xây dựng năm 2025



• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research tổng hợp

Biên LN gộp của các DN đã tạo đáy kể từ Q2/22

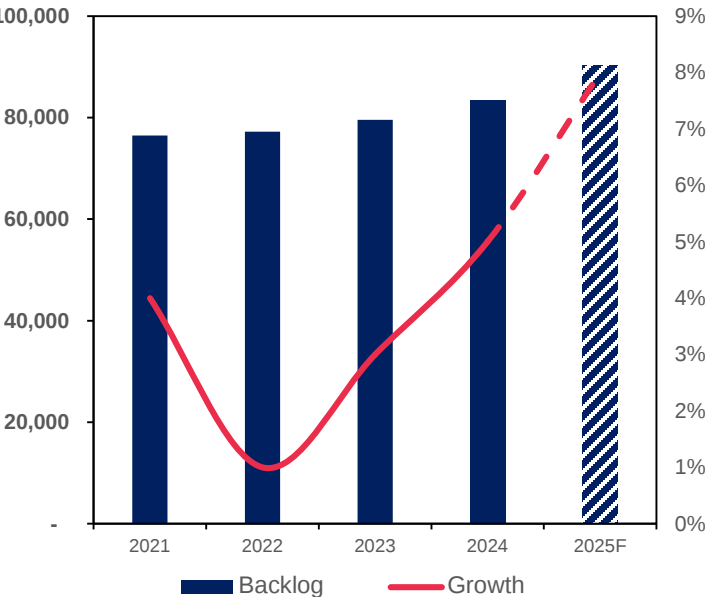


• Nguồn: Fiingroup, MBS Research tổng hợp

Ngành xây dựng: Tăng trưởng backlog toàn ngành dự báo 8% svck vào năm 2025

- Trong số các doanh nghiệp đầu tư công, chúng tôi đánh giá VCG có backlog các dự án đầu tư công lớn nhất với khoảng 15,000 tỷ (chiếm 70% backlog của DN). Bên cạnh đó, các doanh nghiệp khác như HHV, LCG hay C4G chủ yếu backlog đến từ các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành. Đối với CTD, doanh nghiệp đang thi công 1 gói thầu tại sân bay Long Thành và sắp tới sẽ triển khai dự án sân bay Phú Quốc mở rộng.
- Trong giai đoạn 2025 – 30, biên LN gộp toàn ngành dự báo đạt mức 6.5% (+1 điểm % svck) do các dự án phần lớn thông qua phương thức đấu thầu có giá trúng thầu cao hơn so với chỉ định thầu, bên cạnh đó giá 1 số vật liệu xây dựng như thép duy trì ổn định giúp chi phí nguyên vật liệu hạ nhiệt.
- Chúng tôi đánh giá các DN trên với kinh nghiệm triển khai các dự án trọng điểm có thể hưởng lợi nhờ đấu thầu trong giai đoạn 2026 – 30 trong bối cảnh các dự án trọng điểm trong giai đoạn tới là những dự án

Backlog toàn ngành dự báo tăng trưởng 8% svck vào năm 2025



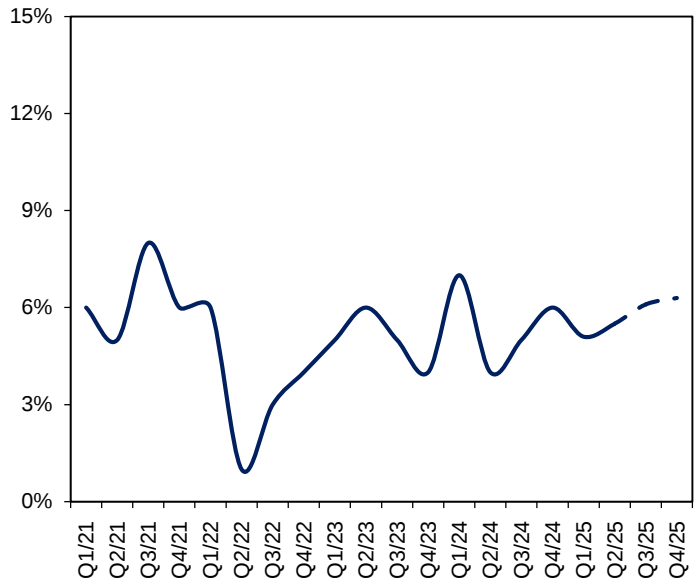
Nguồn: FiinProX, MBS Research tổng hợp

Backlog Của các DN lớn trong ngành

Doanh nghiệp	Giá trị backlog (Tỷ VNĐ)	Các dự án chính
CTD	37,000	Xây dựng dân dụng: Ecopark Sky Residences, Eco Retreat Long An, Global City và The Lake Masteri Lakeside. Xây dựng công: Sân bay Long Thành, sân bay Phú Quốc (mở rộng)
VCG	20,200	Xây dựng dân dụng: Cát Bà Amatina, KĐT Hoà Bình Xây dựng công: dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam, sân bay Long Thành và đường Vành đai 4
HHV	5,200	Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh, Quảng Ngãi - Hoài Nhơn và đường Vành đai 4 (TP.HCM)
LCG	6,500	Cao tốc Vân Phong - Nha Trang, Vũng Áng - Bùng, và Vành đai 4 Hà Nội, cùng với dự án cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng
C4G	4,500	Cao tốc Hậu Giang - Cà Mau, Vành đai 4 (HN) và sân bay Long Thành.

Nguồn: Các doanh nghiệp, MBS Research

Biên LN gộp dự báo lên mức 6.5% toàn ngành

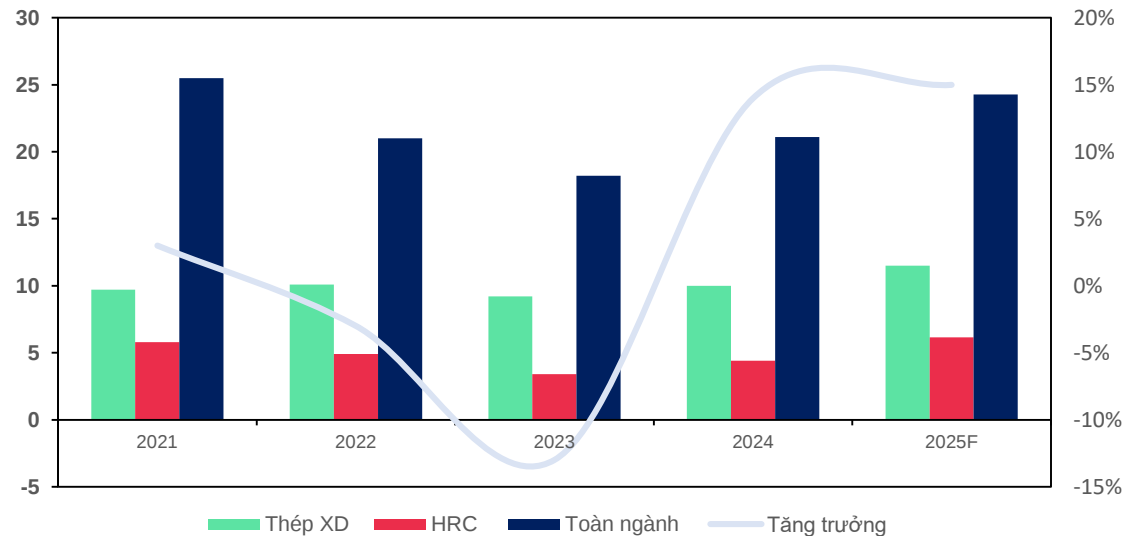


Nguồn: MBS Research

Ngành thép: Tiêu thụ nội địa tăng trưởng 10% svck trong khi xuất khẩu suy yếu

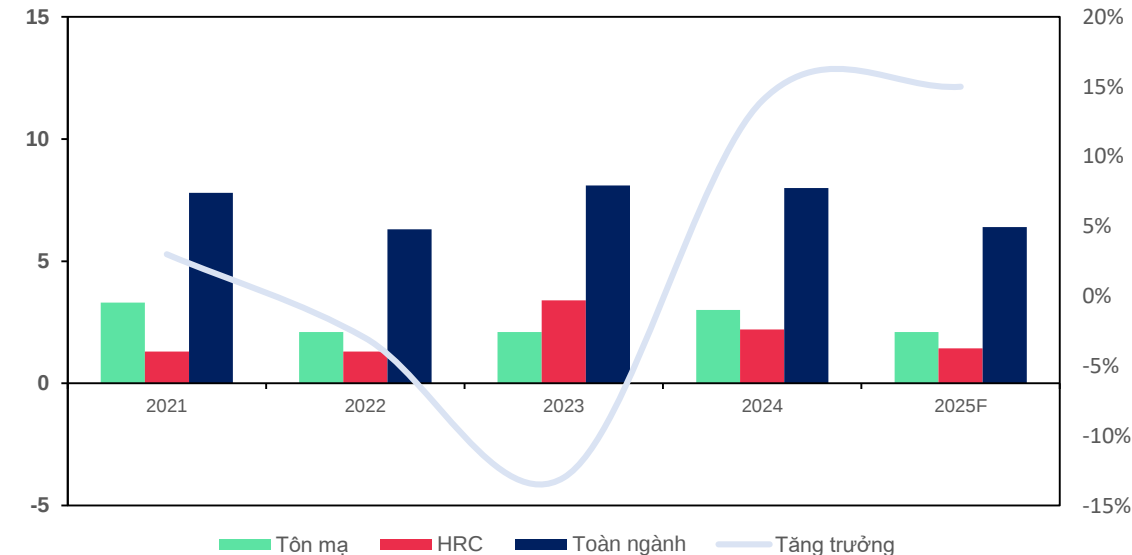
- Trong năm 2025, thị trường nội địa được dự báo hỗ trợ sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành trong bối cảnh thị trường xuất khẩu giảm mạnh do bị tác động tiêu cực bởi các biện pháp phòng vệ. Cụ thể hơn, tiêu thụ nội địa có thể tăng trưởng 10% svck lên mức 23 Triệu tấn. Đóng góp chính đối với tăng trưởng đến từ thép xây dựng và HRC. Thép xây dựng được dự báo tăng trưởng 15 % svck nhờ nguồn cung BĐS và giải ngân ĐTC hỗ trợ tăng trưởng.
- Bên cạnh đó, thuế CBPG dự báo tác động tích cực tới tiêu thụ HRC nội địa trong giai đoạn 2025 – 26. Nhờ giảm mức độ cạnh tranh về giá đối với thép TQ, thị phần HRC nội địa được dự báo cải thiện lên mức 40% (so với khoảng 25% của năm 2024). Do đó, tiêu thụ HRC nội địa được dự báo tăng 20% svck lên mức 9.5 Triệu tấn.
- Trái với triển vọng tích cực của thị trường nội địa, sản lượng xuất khẩu ghi nhận giảm mạnh 27% svck trong 5T/24 do các đối tác xuất khẩu chính như Mỹ và EU áp thuế. Do đó, các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như tôn mạ và HRC giảm lần lượt 20% và 18% svck. Do tác động tiêu cực của thuế đối với thép xuất khẩu, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu giảm 15%/5% svck vào năm 2025 – 26

Sản lượng tiêu thụ thép nội địa tăng trưởng tích cực nhờ thép XD và HRC (Triệu tấn)



• Nguồn: VSA, MBS Research dự báo

Sản lượng thép xuất khẩu dự báo suy yếu do đối tác áp thuế (Triệu tấn)



• Nguồn: Nguồn, MBS Research dự báo

Ngành thép : Giá thép có thể cải thiện trong nửa cuối năm nhờ áp lực giảm từ TQ

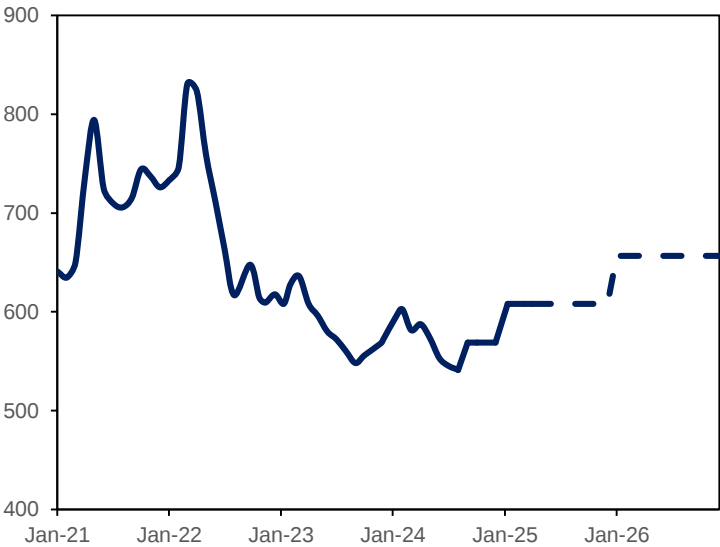
- Trong 5T/24, tiêu thụ tăng trưởng trên 25% svck hỗ trợ cho giá thép xây dựng. Trong bối cảnh giá thép Trung Quốc giảm mạnh 20% kể từ đầu năm, giá thép xây dựng và HRC nội địa giảm nhẹ 3% và 5% svck cho thấy nhu cầu tích cực đang hỗ trợ đối với giá bán của các DN nội địa
- Chúng tôi dự báo giá thép xây dựng và có thể phục hồi kể từ Q3/25 nhờ các luận điểm (1) sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng khoảng trên 15% với sản lượng toàn ngành và (2) áp lực từ thép TQ hạ nhiệt do nước này cắt giảm sản lượng mạnh mẽ kể từ Q3.
- Do đó, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng có thể đạt mức 594/635 USD/tấn (+4%/5% svck) và HRC đạt 575/605 USD/tấn (+4%/3% svck).

Giá thép TQ giảm mạnh do sản lượng tiêu thụ suy yếu



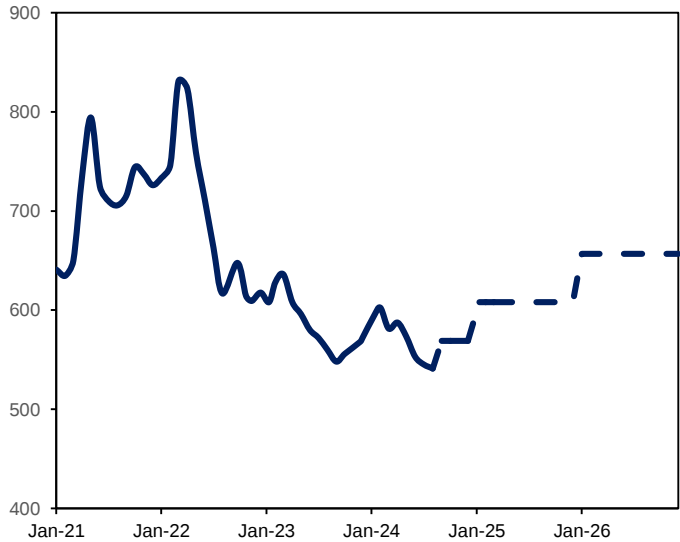
• Nguồn: VSA, MBS Research

Giá HRC dự báo trong giai đoạn 2025 - 26



• Nguồn: VSA, MBS Research dự báo

Giá thép xây dựng dự báo giai đoạn 2025 - 26

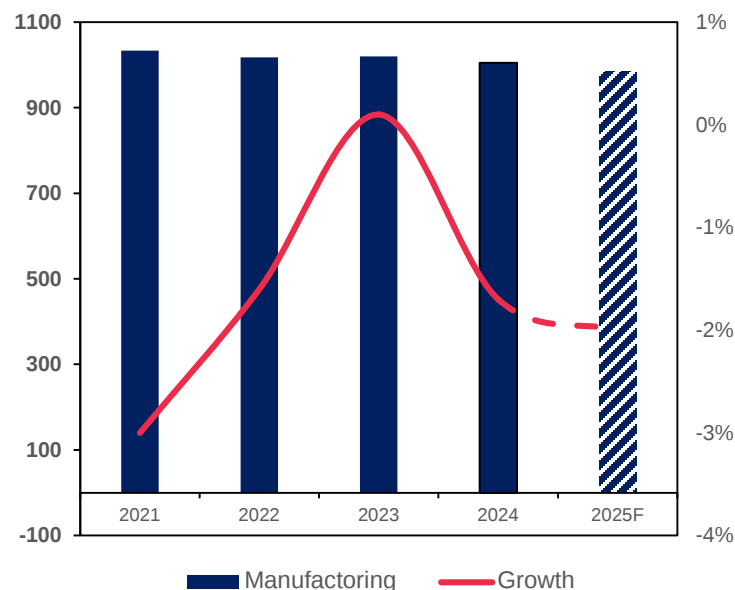


• Nguồn: VSA, MBS Research dự báo

Ngành thép : Biên LN gộp toàn ngành cải thiện tích cực trong giai đoạn 2025 - 26

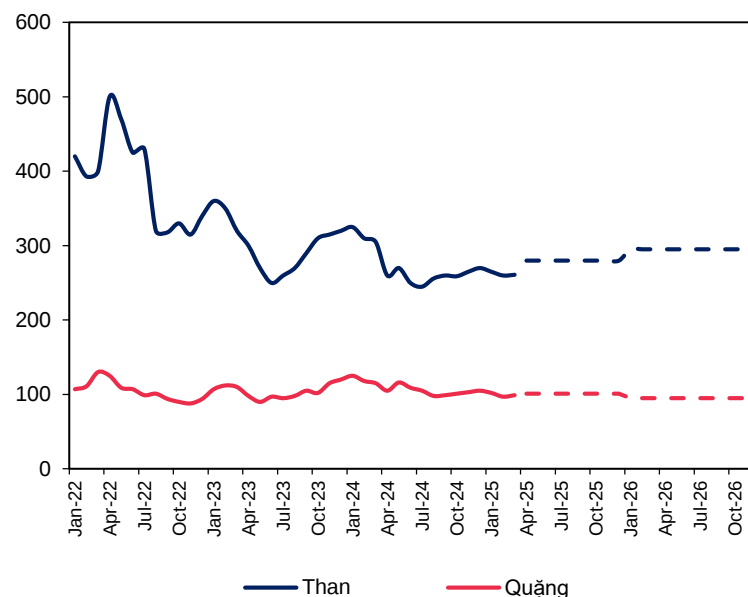
- Trong 5T/24, tiêu thụ tăng trưởng trên 25% svck hỗ trợ cho giá thép xây dựng. Trong bối cảnh giá thép Trung Quốc giảm mạnh 20% kể từ đầu năm, giá thép xây dựng và HRC nội địa giảm nhẹ 3% và 5% svck cho thấy nhu cầu tích cực đang hỗ trợ đối với giá bán của các DN nội địa
- Chúng tôi dự báo giá thép xây dựng và có thể phục hồi kể từ Q3/25 nhờ các luận điểm (1) sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng trưởng khoảng trên 15% với sản lượng toàn ngành và (2) áp lực từ thép TQ hạ nhiệt do nước này cắt giảm sản lượng mạnh mẽ kể từ Q3.
- Do đó, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng có thể đạt mức 594/635 USD/tấn (+4%/5% svck) và HRC đạt 575/605 USD/tấn (+4%/3% svck).

Nguồn cung thép tại TQ dự báo giảm 2% svck trong năm 2025



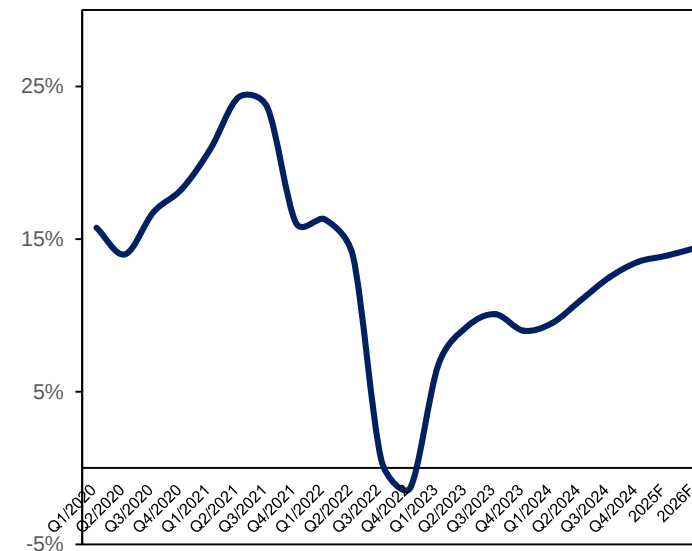
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá nguyên liệu than và quặng dự báo hạ nhiệt trong 2025 - 26



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự báo

Biên LN gộp toàn ngành tiếp đà tăng trưởng trong năm 2025 - 26

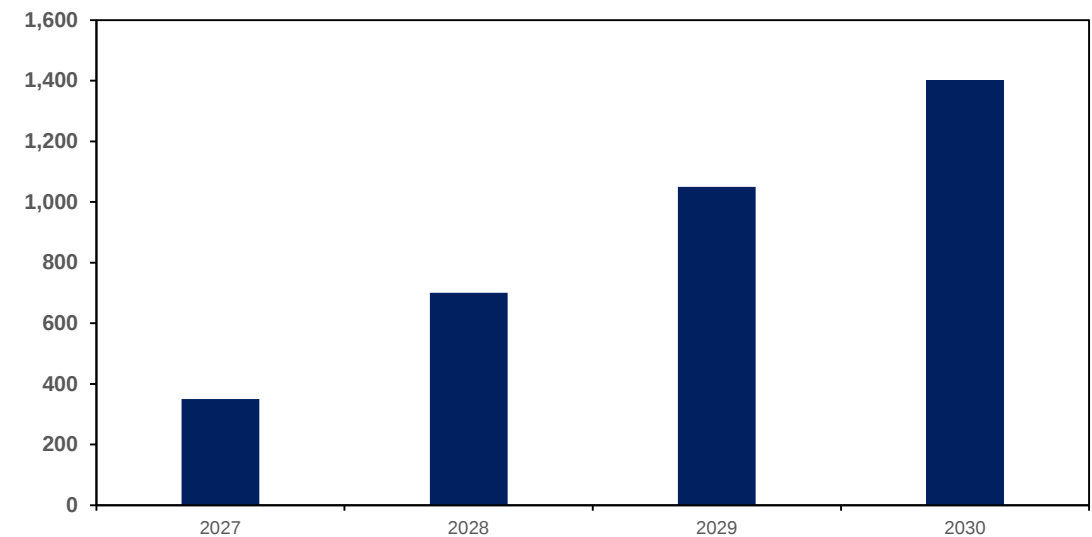


• Nguồn: FiinproX, MBS Research

Ngành thép: Triển vọng dài hạn có thể đến từ thép ray đường sắt

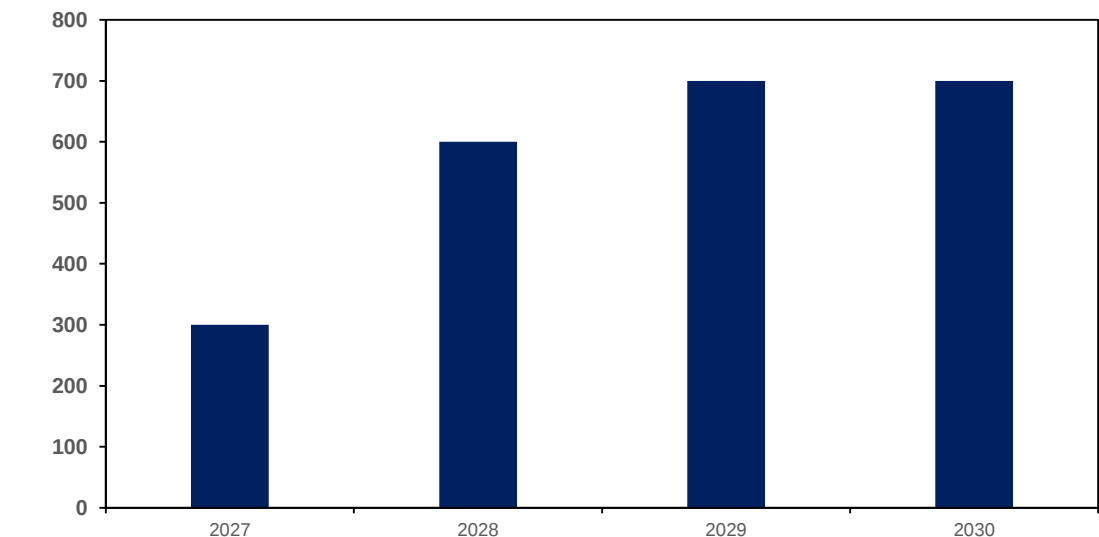
- Phát triển ngành công nghiệp đường sắt trở thành mục tiêu chiến lược của Chính phủ trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2026 – 30 với 2 dự án đường sắt quan trọng như đường sắt Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai (khởi công năm 2026) và đường sắt cao tốc Bắc – Nam (khởi công năm 2027). Bên cạnh đó, Nghị quyết 68, tạo điều kiện cho các DN nội địa tham gia vào các quy trình như cung cấp vật liệu hay vận hành công nghệ... Do đó, chúng tôi đánh giá việc phát triển đường sắt trở thành động lực phát triển trong dài hạn của ngành thép.
- Theo công bố của Bộ Xây dựng, nhu cầu thép cho đường sắt cao tốc Bắc - Nam bao gồm 28 triệu mét thép ray (tương đương 1.5 - 2 triệu tấn) và khoảng 2-3 triệu tấn thép khác. Do đó, DN nội địa có khả năng sản xuất thép thanh ray như HPG sẽ có lợi thế đáng kể trong việc tiêu thụ khi đang triển khai dự án thép ray với công suất 700,000 tấn/năm và dự kiến sẽ có sản phẩm đầu tiên vào Q3/27. Chúng tôi dự báo nhà máy thép ray có thể đáp ứng khoảng 80% nhu cầu thép khi vận hành ổn định từ năm 2028.

Nhu cầu tiêu thụ thép trong giai đoạn 2026 – 2030 (Triệu tấn)



• Source: Bộ Xây dựng, MBS Research

Nguồn cung thép ray nội địa dự báo (Triệu tấn)



• Source: HPG, MBS Research dự báo

Ngành đá xây dựng: Tiêu thụ tích cực nhờ các dự án trọng điểm

- Trong bối cảnh đẩy nhanh vốn đầu tư công, nhu cầu nguyên vật liệu san lấp như cát, đá xây dựng được dự báo tăng trưởng 8% svck nhờ nhu cầu tiêu thụ đến từ các dự án trọng điểm. Do nhu cầu tang cao và nguồn cung khai thác không đáp ứng tiến độ, các dự án trọng điểm tại khu vực phía Nam như sân bay Long Thành, đường Vành đai 3 (HCM) đang rơi vào tình trạng thiếu hụt 30% - 50% sản lượng đá xây dựng.
- Theo dự báo của Bộ GTVT, trong giai đoạn 2023 – 25, nhu cầu đá xây dựng dự báo có thể đạt mức 21.5 triệu m3 (+36% so với giai đoạn 2016 – 21). Tuy nhiên trong thời gian gần đây, Chính phủ đã có 1 số chính sách nhằm đẩy nhanh tiến độ quá trình khai thác đá xây dựng như
- Nghị quyết 168/NO-CP nhằm áp dụng cơ chế đặc thù cho việc khai thác khoáng sản đối với dự án sân bay Long Thành. Nghị quyết cho phép các mỏ khoáng sản đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất, đền bù và GPMB tuy nhiên chưa hoàn tất thủ tục thuê đất vẫn có thể tiếp tục khai thác. Bên cạnh đó, các tỉnh khu vực phía Nam đang đẩy nhanh thủ tục phê duyệt cho các mỏ mới, chúng tôi kì vọng nguồn cung đá xây dựng có thể đáp ứng khoảng 50% - 60% trong giai đoạn 2025 – 26 từ mức 35% của năm 2024.
- Các mỏ đá xây dựng tại khu vực phía Nam có vị trí gần các dự án trọng điểm như cụm mỏ Tân Cang, Thạch Phú và Thiện Tân sẽ có thể hưởng lợi nhờ vị trí thuận lợi giúp giảm thiểu chi phí.

Danh sách các DN và mỏ đá có vị trí gần sân bay Long Thành

Tên doanh nghiệp	Tên mỏ đá	Vị trí	Thời hạn khai thác	Trữ lượng và sản lượng khai thác
KSB	Mỏ Tân Mỹ	Bình Dương	2024-2029	Trữ lượng khoảng 22 triệu m3 đá và sản lượng khai thác 1.5 triệu m3/năm
	Mỏ Tân Cang 1	Đồng Nai	2010-2030	Trữ lượng khoảng 23 triệu m3 đá và sản lượng khai thác 1.4 triệu m3/năm
VLB	Mỏ Soklu 2,5	Đồng Nai	2011 - 2026	Trữ lượng khoảng 4.5 triệu m3 đá và sản lượng khai thác 0.6 triệu m3/năm
	Mỏ Thiên Tân 2	Đồng Nai	2020 - 2026	Trữ lượng khoảng 22.5 triệu m3 đá và sản lượng khai thác 1.5 triệu m3/năm
DHA	Mỏ Tân Cang 3	Đồng Nai	2023-2030	Trữ lượng khoảng 9 triệu m3 đá và sản lượng khai thác 0.6 triệu m3/năm

• Nguồn: Bộ Xây dựng, MBS Research

Dự báo KQKD trong giai đoạn 2025 – 26 của các doanh nghiệp trong ngành

Tỷ VND	VCG			HHV			KSB			VLB		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VND)	12,870	14,264	15,434	3,308	4,021	4,486	401	481	529	1304	1,434	1,549
% Tăng trưởng	1.3%	10.8%	8.2%	23.2%	21.5%	11.%	-24.2%	20%	10%	30.01%	10%	8%
LN gộp	1,981	2,262	2,775	1,341	1,584	1,777	178	224	248	352	403	438
Biên LN gộp (%)	15.4%	15.8%	17.9%	40.5%	39.4%	39.6%	44.4%	46.5%	46.9%	26.9%	28.1%	28.3%
EBITDA	1,543	3,450	2,285	1,729	1,731	1,847	136	161	178	285	317	346
Biên EBITDA (%)	10.7%	24.9%	12.3%	52.2%	43.0%	41.2%	34.0%	33.4%	33.6%	21.8%	22.12%	22.3%
LN ròng	927	3,262	1,656	426	516	577	53	95	114	218	258	288
% Tăng trưởng	180.4%	251.9%	-49.2%	32.3%	21.1%	11.9%	-28%	80%	20%	52.4%	18.4%	11.4%
EPS (VND/CP)	2,427	5,097	2,947	1,025	1,241	1,378	462	850	1,020	4,648	5,410	5,919
BVPS (VND/CP)	13,633	19,676	15,699	19,736	19,860	20,045	23092	23,410	23,560	14,009	14,320	14,580
Tiền mặt ròng/CP	-12,477	-12,818	-13,094	-2,415	-2,350	-2,250	(8,911)	(9,120)	(9,325)	1,812	1,856	1,952
D/E	57.0%	37.0%	43.0%	172.7%	165.5%	160.3%	39.2%	39.4%	39.1%	0.00%	0%	0%
Tỷ suất cổ tức	0.0%	5.0%	5.0%	0.0%	4.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	5.0%	5.0%
ROAE (%)	17.8%	26.8%	18.8%	3.8%	4.6%	5.2%	1.14%	2.0%	2.3%	17.25%	20.08%	21.97%
ROAA (%)	4.6%	8.6%	5.9%	1.1%	1.3%	1.5%	0.58%	1.0%	1.2%	11.96%	13.80%	14.96%

Dự báo KQKD trong giai đoạn 2025 – 26 của các doanh nghiệp trong ngành

Billion VND	HPG			HSG			NKG		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu (Tỷ VND)	138,855	170,480	223,820	39,272	39,950	43,054	20,609	22,822	24,741
% Tăng trưởng	16.7%	22.8%	31.3%	0%	2%	8%	11%	11%	8%
LN gộp	18,498	24,577	32,549	4,253	4,977	5,938	1,832	1,229	1,482
Biên LN gộp (%)	43%	33%	32%	11%	12%	13.8%	9%	5%	6%
EBITDA	22,253	30,566	38,191	1,401	1,559	2,311	1,133	962	1,154
Biên EBITDA (%)	16%	18%	17%	41%	11%	48%	5%	4%	5%
LN ròng	12,021	17,036	22,313	510	805	1,141	453	312	346
% Tăng trưởng	76%	42%	31%	1,600%	58%	42%	154%	-31%	11%
EPS (VND/CP)	1,969	2,660	3,488	473	1,145	1,480	1,050	850	920
BVPS (VND/CP)	17,870	18,320	19,609	17,700	18,600	18,990	21,707	24,571	27,506
Tiền mặt ròng/CP	(5,240)	(4,950)	(4,985)	(3,890)	(4,060)	(4,250)	18,577	19,240	20,120
D/E	72%	74%	66%	49%	47%	42%	101%	66%	79%
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROAE (%)	11.1%	15.1%	18.9%	5%	7%	9%	8%	5%	5%
ROAA (%)	5.8%	7.6%	9.7%	3%	4%	5%	3%	2%	3%

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi lựa chọn VCG, HHV, HPG và HSG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
VCG	Khả quan	30,000	VCG là DN hàng đầu được hưởng lợi trong bối cảnh chu kỳ đầu tư công tăng trưởng với các dự án trọng điểm, được tập trung triển khai trong giai đoạn 2025 – 2027 như cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành, giúp Backlog của doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng 8% và 7% trong 2025-26. LN ròng của VCG dự kiến tăng trưởng 36%/19% svck trong năm 2025-26 với đóng góp chính đến từ mảng xây dựng và BĐS khả quan. Hơn nữa, VCG có thể hoàn tất thương vụ thoái vốn khỏi dự án Cát Bà Amatina và mang lại lợi nhuận hợp nhất ước tính khoảng 2,700 tỷ VNĐ. Sức khỏe tài chính của VCG cải thiện rõ rệt trong những năm gần đây nhờ thoái vốn tại các khoản đầu tư không hiệu quả như Cảng Vạn Ninh và Vimeco. Tỷ lệ nợ vay/TTS đạt mức 26% thấp hơn mức trung bình của ngành xây dựng
HHV	Khả quan	15,000	HHV được hưởng lợi nhờ giải ngân đầu tư công mạnh mẽ với vị thế là 1 doanh nghiệp đầu ngành, có kinh nghiệm triển khai các dự án lớn. Hiện tại, DN đang thi công các dự án lớn như Đồng Đăng – Trà Lĩnh và Quảng Ngãi – Hoài Nhơn. Trong giai đoạn 2025 – 30, HHV có lợi thế lớn khi các dự án thành phần tại cao tốc Bắc – Nam (mở rộng) LN ròng dự báo tăng trưởng lần lượt 21%/11% svck nhờ lưu lượng xe dự kiến tăng trưởng 20% svck trong bối cảnh đồng bộ các dự án thành phần tại cao tốc Bắc – Nam. Bên cạnh đó, backlog trong giai đoạn 2025 – 26, dự báo tăng trưởng lần lượt 8%/7% svck nhờ các dự án mới như HHV hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 0.8 và 7.5 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 1.1 và 8.5).
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 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.

Chiến lược đầu tư : Chúng tôi lựa chọn **VCG, HHV, HPG và HSG**

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
HSG	Khả quan	20,700	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 giáHHV 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	15,000	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 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.
			NKG đang được định giá ở mức PB đạt 0.8 thấp hơn mức trung bình 1.0 và PE đạt 10.3 (cao hơn trung bình ở mức 9.5). Bên cạnh đó, KQKD năm 2025 giảm svck, chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng giá của NKG không cao trong 2025.
VLB	N/A	N/A	VLB được hưởng lợi trong bối cảnh sở hữu các mỏ đá có trữ lượng cao và vị trí gần sân bay Long Thành và cao tốc Biên Hoà – Vũng Tàu như Tân Cang 1, Thạnh Phú 1 và Thiện Tân 2. Sản lượng khai thác dự báo tăng trưởng 10% svck nhờ nhu cầu tích cực từ các dự án trọng điểm.
			LN ròng VLB được dự báo tăng trưởng 20% svck trong bối cảnh tiêu thụ tích cực và biên LN phục hồi nhờ công suất sản lượng khai thác ở mức cao.
			Định giá ở mức hấp dẫn khi PE forward của VLB đang ở mức 8.5 (thấp hơn mức 9.2 của toàn ngành).

Chiến lược đầu tư : Chúng tôi lựa chọn VCG, HHV, HPG và HSG

Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
						TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
	Bloomberg	VNĐ/CP	VNĐ/CP		Tỷ VNĐ								
Xây dựng													
CTCP Fecon	FCN VN Equity	14,500	NA	KKN	2,212	40.1	38.2	0.7	0.6	0.2%	1.6%	0.9%	2.2%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV VN Equity	13,000	NA	KKN	5,756	12.3	11.2	0.8	0.7	1.3%	1.8%	3.9%	4.3%
CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TP.HCM	CII VN Equity	15,400	NA	KKN	8,495	36.8	19.3	0.8	0.6	0.9%	1.3%	2.9%	3.2%
CTCP Tập đoàn Cienco 4	C4G VN Equity	8,200	NA	KKN	2,650	16.8	14.5	0.7	0.6	2.2%	2.5%	5.6%	6.1%
CTCP Xây dựng Cotecccons	CTD VN Equity	84,900	NA	KKN	7,950	25.1	21.5	0.9	0.8	1.5%	1.7%	3.7%	4.1%
Trung bình					5,413	26.2	20.9	0.8	0.7	1.2%	1.8%	3.4%	4.0%
VLXD													
CTCP Tập đoàn Hoà Phát	HPG VN	25,750	32,000	Khả quan	177,300	11.5	8.5	1.6	1.5	5.4%	7.6%	10.2%	14.5%
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	17,750	20,700	Khả quan	10,650	12.6	11.8	1.3	1.2	2.6%	3.4%	4.7%	7.2%
CTCP Nam Kim	NKG VN	14,100	15,000	Trung lập	2,500	14.5	13.4	1.1	1	3.6%	5.2%	9.5%	10.3%
CTCP Ống thép Việt Đức	VGS VN	29,100	N/A	KKN	185	29.3	27.5	1.9	1.7	2.4%	4.2%	4.1%	5.5%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	19,700	N/A	KKN	150	7.3	6.5	0.9	0.8	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
Bất động sản													
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR VN Equity	19,800	18,300	Trung lập	14,950	27.5	26.2	1.3	1.2	2.6%	2.8%	4.8%	5.8%
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN Equity	18,200	21,000	Trung lập	15,150	52.5	21.8	0.8	0.6	1.0%	1.2%	1.6%	1.8%
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN Equity	31,300	39,100	Khả quan	29,300	33.3	25.6	1.5	1.3	2.8%	3.4%	4.2%	4.6%
CTCP Đầu tư và Phát triển Xây dựng	DIG VN Equity	18,900	NA	KKN	9,860	55.2	45.5	1.3	1.2	0.7%	0.9%	1.4%	1.6%
Trung bình					17,315	42.1	29.8	1.2	1.1	1.8%	2.1%	3.0%	3.5%
Công ty Đa ngành													
CTCP Cơ điện lạnh	REE VN Equity	68,500	76,800	Khả quan	33,850	16.2	14.5	1.5	1.3	6.2%	7.3%	9.2%	10.6%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	25,500	32,700	Khả quan	8,830	17.2	16.3	1.7	1.5	2.7%	3.5%	4.9%	5.3%
CTCP Tập đoàn Đạt Phương	DPG VN Equity	43,300	NA	KKN	4,130	19.2	17.5	1.6	1.4	3.6%	4.2%	8.5%	9.2%
Trung bình					15,603	17.5	16.1	1.6	1.4	4.2%	5.0%	7.5%	8.4%

• Nguồn: Fiingroup MBS Research

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>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	<i>Nguyễn Phương Anh</i>
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>		
<i>Võ Đức Anh</i>				