

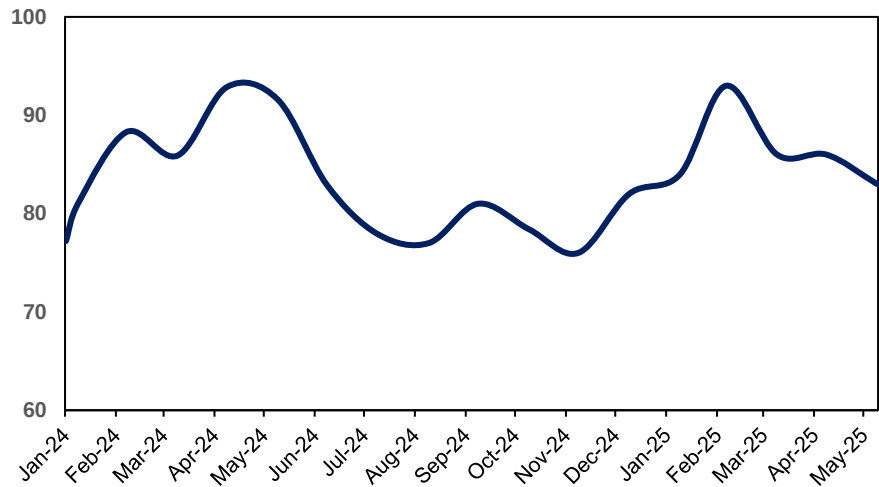
Giá thép tăng sẽ cải thiện định giá của các DN

- Giá thép nội địa dự báo phục hồi trong Q3/25 nhờ thép TQ tăng lên mức cao nhất kể từ đầu năm do cắt giảm sản lượng. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng sẽ tăng 6%/7% svck, giá HRC sẽ tăng 3%/4% svck.
- Giá nguyên vật liệu như than và quặng dự báo giảm 4%/5% svck trong 2025 trong bối cảnh nguồn cung dồi dào sẽ hỗ trợ biên LNG các DN sản xuất thép. Đối với các DN tôn mạ, đà tăng của HRC sẽ giúp cải thiện biên LN gộp do tích trữ HTK giá rẻ. Theo đó, LN toàn ngành thép trong giai đoạn 2025 – 26 có thể tăng trưởng 47%/32% svck.
- Về mặt định giá, P/B các DN sẽ được định giá ở mức cao hơn trong chu kỳ tăng của giá thép nhờ triển vọng tích cực từ tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với HPG, HSG và VGS.

Giá thép nội địa phục hồi trong bối cảnh nhu cầu tích cực và giá thép TQ hạ nhiệt

Trong 7T/25, sản lượng tiêu thụ thép nội địa tăng trưởng 16% svck nhờ tác động tích cực đến từ nguồn cung bật động sản phục hồi và giải ngân ĐTC tăng trưởng. Cụ thể hơn, tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng lần lượt 14%/26% svck nhờ chiếm lĩnh thị phần từ thép TQ.

Hình 1: Sản lượng sản xuất giảm của TQ (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, WSA

Áp lực giảm giá từ thép TQ hạ nhiệt nhờ Chính phủ TQ quyết liệt thực hiện các biện pháp cắt giảm sản lượng. Trong tháng 7, sản lượng sản xuất tại nước này đã giảm 4% svck và tính từ đầu năm, sản lượng giảm 3% svck. Chúng tôi dự báo sản lượng sx tại TQ sẽ cắt giảm 3.5-4% svck trong năm nay đạt mức 960 triệu tấn. Sang năm 2026, với chiến lược đóng cửa các nhà máy lạc hậu, sản lượng sản xuất dự báo giảm khoảng 3% svck.

Chúng tôi đánh giá thép TQ hạ nhiệt trở thành yếu tố quan trọng thúc đẩy sự phục hồi của thép nội địa. Giá thép xây dựng và HRC đã có dấu hiệu phục hồi kể từ tháng 7 khoảng 3% và 4% so với tháng trước lên mức 560/530 USD/tấn. Bên cạnh yếu tố tích cực tới từ thép TQ, nửa cuối năm trở thành thời gian cao điểm tiêu thụ thép toàn ngành do nguồn cung BĐS và giải ngân ĐTC đẩy mạnh. Nhờ đó, giá thép xây dựng và HRC có thể tăng trưởng kể từ Q3/25, giá thép

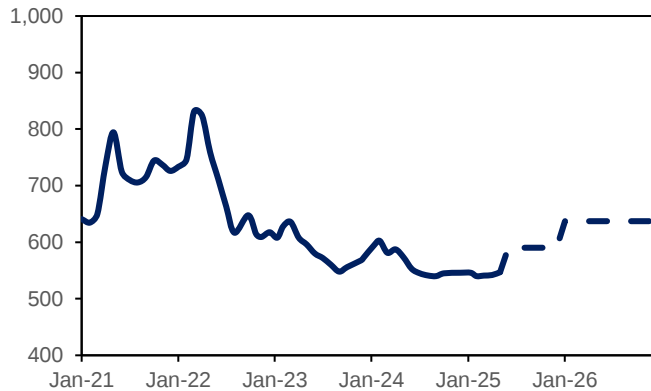
Analyst

Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

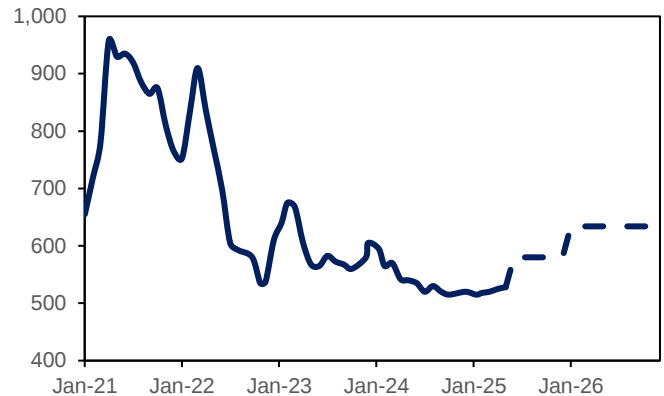
xây dựng có thể đạt mức 594/635 USD/tấn (+6%/7% svck), giá HRC có thể đạt mức 575/605 USD/tấn (+4%/3%) trong giai đoạn 2025-26.

Hình 2: Dự báo giá thép xây dựng (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 3: Dự báo giá thép HRC năm 2025 – 2026 (Đơn vị: USD/tấn)



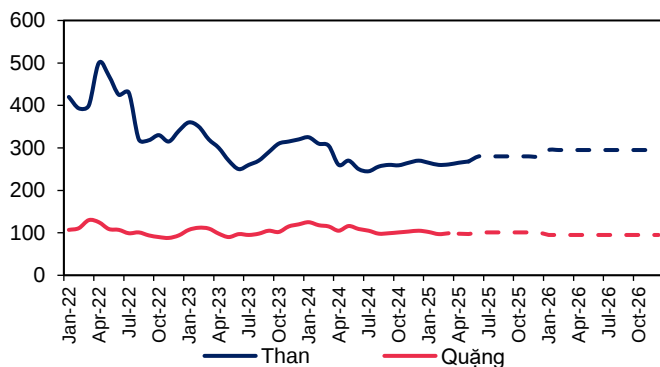
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá nguyên vật liệu hạ nhiệt tác động tích cực tới biên LN gộp

Giá nguyên vật liệu than và quặng hạ nhiệt trong bối cảnh dư cung tại Úc và Brazil trong bối cảnh các quốc gia này đẩy mạnh sản lượng khai thác nhờ thời tiết thuận lợi. Cụ thể hơn, trong giai đoạn 2025 – 26, nguồn cung than dự báo tăng trưởng 1.5%/2% svck và quặng vẫn duy trì ở mức cao với mức tăng kỳ vọng 2%/3% svck theo dự báo của chúng tôi.

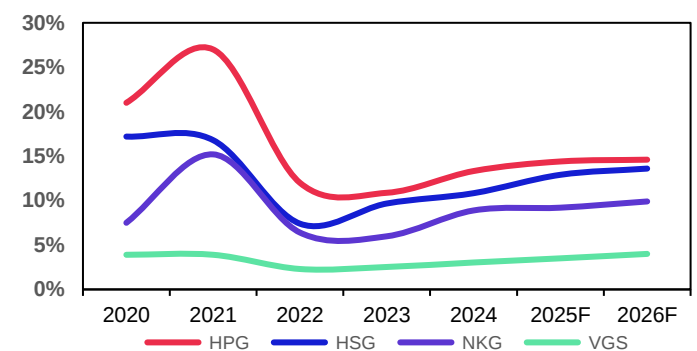
Bên cạnh đó, nhu cầu nguyên liệu đầu vào suy giảm đến từ động thái cắt giảm sản lượng thép của TQ. Nhờ nguồn cung tăng trưởng và nhu cầu 2025-26 giảm 3%/2% do sản lượng sản xuất thép giảm chúng tôi dự báo giá than có thể giảm 4%/2% svck, giá quặng có thể giảm 5%/4% svck trong năm 2025-26.

Hình 4: Giá than và quặng dự báo (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 5: Biên LN gộp dự báo của các DN trong ngành



Nguồn: FinproX, MBS Research

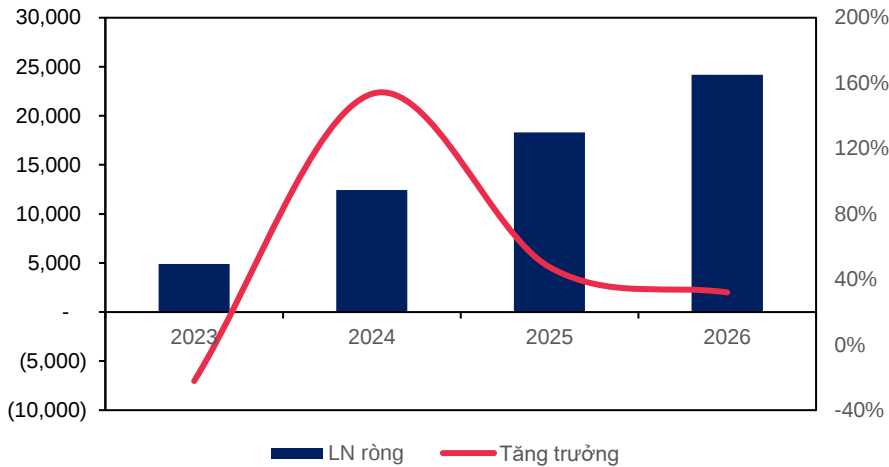
Trong bối cảnh giá thép tích cực và nguyên liệu như than và quặng suy giảm svck, biên LN gộp các DN sản xuất như HPG được dự báo tiếp tục tăng 1.1 và 0.2 điểm % svck trong giai đoạn 2025 – 2026. Đối với DN tôn mạ như HSG, NKG và GDA, giá HRC có xu hướng phục hồi kể từ cuối Q3/25, do đó giá bán tôn mạ sẽ được hưởng lợi do neo theo giá HRC. Bên cạnh đó, việc tích trữ tồn kho HRC giá rẻ giúp các DN tôn mạ sẽ tăng trưởng biên LN gộp khoảng 0.7 – 1 điểm % svck vào năm 2025 – 2026. Tổng hợp lại, biên LNG toàn ngành dự báo tăng 1 và 0.5 điểm % svck trong giai đoạn 2025-26.

LN ròng toàn ngành dự kiến tăng trưởng 47%/32% svck nhờ sản lượng tiêu thụ và biên LN gộp tăng trưởng

Chúng tôi dự báo LN toàn ngành thép trong giai đoạn 2025 – 26 có thể tăng trưởng 47%/32% svck nhờ động lực đến từ (1) sản lượng tiêu thụ tăng trưởng

với động lực đến từ thị trường nội địa và (2) biên LN góp phục hồi nhờ giá bán cải thiện và áp lực nguyên vật liệu hạ nhiệt.

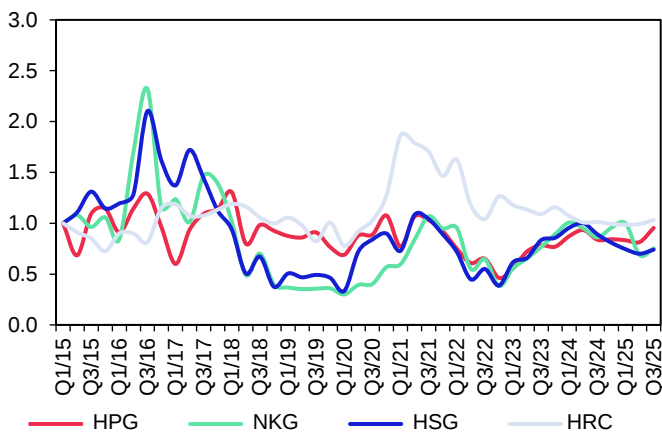
Hình 6: LN ròng và tăng trưởng toàn ngành (Đơn vị: USD/tấn)



- Sản lượng tiêu thụ của các DN niêm yết dự kiến tăng trưởng 17%/14% svck vào năm 2025 – 26 trong bối cảnh các DN tập trung đẩy mạnh thị trường nội địa nhờ hỗ trợ từ thuế CBPG tôn mạ và HRC. Cụ thể hơn các DN tập trung tăng trưởng nhờ thị trường nội địa như HPG có mức tăng trưởng 19%/24% nhờ thép xây dựng và HRC khả quan. Đối với các DN tôn mạ như HSG, NKG và GDA dự kiến sản lượng cải thiện nhẹ 5% - 10% svck nhờ nội địa bù đắp cho xuất khẩu.
- Biên LN gộp toàn ngành dự báo tăng trưởng 1đ %/0.5đ % svck lên mức 13.9%/14.4% nhờ giá bán tăng trưởng và nguyên vật liệu hạ nhiệt.

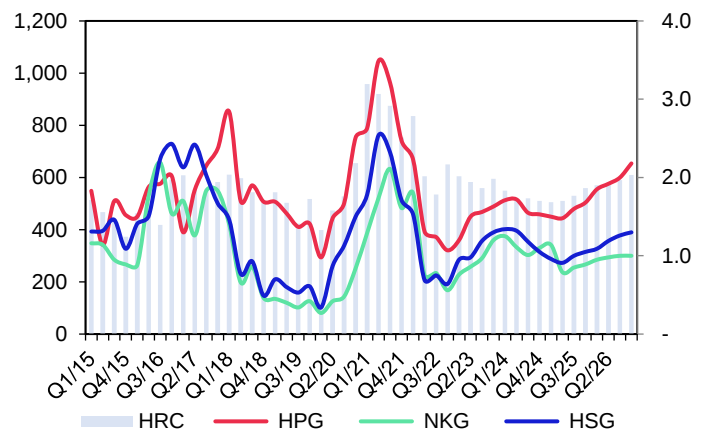
Các DN ngành thép được định giá cao hơn trong chu kỳ tăng giá của ngành thép

Hình 7: Mức độ tương quan của giá HRC và các DN thép từ năm 2015 - nay



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 8: Dự báo giá thép HRC và mức định giá PB của DN (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự báo

Chúng tôi đánh giá P/B các DN ngành thép có độ tương quan cao với chu kỳ giá thép. Trong giai đoạn 2020 – 2021, trong bối cảnh giá thép xây dựng và HRC tăng 120% và 118%, mức định giá PB của các DN trong ngành đã tăng từ mức 0.4 – 1.0 lên mức 1.1 – 3.2 nhờ tác động tích cực tới từ giá thép lên biên gộp và tăng trưởng lợi nhuận. Do đó, trong giai đoạn tăng giá thép, PB của các DN ngành thép được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh so với giai đoạn đi ngang của giá thép. Chúng tôi đánh giá giá thép trong giai đoạn 2025 – 26 đã bắt đầu đi qua đáy và đánh dấu điểm khởi đầu cho một chu kỳ tăng mới của giá

thép trong bối cảnh nhu cầu nội địa tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng mức định giá P/B của các DN trong ngành có thể nâng lên mức 1.4 – 2.8 (cao hơn khoảng 30% so với hiện nay). Bên cạnh đó, giá trị sổ sách của các doanh nghiệp thép cũng tăng mạnh nhờ ghi nhận lợi nhuận tốt. Các DN đầu ngành như HPG sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này trước tiên, sau đó đến các doanh nghiệp thép nhỏ hơn như HSG, NKG, HSG.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích HPG, HSG và VGS

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	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 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. Chúng tôi định giá HPG theo 2 phương pháp FCFF và PB với mức PB forward năm 2026 theo kì vọng đạt 2.0 bằng với mức trung bình trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép (cao hơn 40% so với PB forward hiện nay).
HSG	Khả quan	23,000	Chúng tôi kỳ vọng giá của thép mạ (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 CBPG Chúng tôi định giá HSG theo 2 phương pháp FCFF và PB với PB mục tiêu năm 2026 đạt 1.4 bằng với mức trung bình trong 2 chu kì tăng trưởng của ngành thép (cao hơn khoảng 30% so với PB hiện nay).
NKG	Trung lập	17,000	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. Do đó, LN ròng có thể tăng trưởng 11% svck vào năm 2026. Hiện tại, NKG đang tích cực tìm kiếm các đối tác xuất khẩu mới tại Châu Á, tuy nhiên việc tìm kiếm thị trường mới có thể mất 2 -3 quý, do đó chúng tôi có thể điều chỉnh định giá khi thấy 1 số tín hiệu khả quan của quá trình này. Chúng tôi định giá ở mức PB đạt 1.0 ngang mức trung bình 1.0 trong 3 năm gần nhất do chưa thấy tín hiệu khả quan trong HĐKD.
VGS	Khả quan	35,000	VGS được hưởng lợi trong bối cảnh tiêu thụ ống thép phục hồi. Giá ống thép dự báo phục hồi 6%/7% svck nhờ giá HRC phục hồi kể từ Q3/25. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 8%/7% trong giai đoạn 2025–2026, nhờ nhu cầu nội địa cải thiện. Bên cạnh đó, VGS dự kiến triển khai dự án BĐS Việt Đức City có thể đóng góp vào KQKD trong năm tới. Chúng tôi định giá VGS ở mức PB đạt 1.6 trong giai đoạn tăng trưởng của ngành thép và hiện tại mức PB của DN đang thấp hơn 20% so với giá trị hợp lý.

Dự báo KQKD của các doanh nghiệp trong ngành

Hình 9: Dự báo KQKD Ngành thép năm 2024 - 2026

Tỷ VND	HPG			HSG			NKG			VGS		
	2024	2025	2026	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	7,322	8,640	9,245
% Tăng trưởng	16.70%	22.80%	31.30%	0%	2%	8%	11%	11%	8%	-3%	18%	7%
LN gộp	18,498	24,577	32,549	4,253	4,977	5,938	1,832	1,229	1,482	222	285	361
Biên LN gộp	43%	33%	32%	11%	12%	13.80%	9%	5%	6%	3.0%	3%	4%
EBITDA	22,253	30,566	38,191	1,401	1,559	2,311	1,133	962	1,154	170	225	316
Biên EBITDA (%)	16%	18%	17%	41%	11%	48%	5%	4%	5%	2%	4%	5%
LN ròng	12,021	17,036	22,313	510	805	1,141	453	312	346	110	186	266
% Tăng trưởng	76%	42%	31%	103%	58%	42%	154%	-31%	11%	90%	69%	43%
EPS (VND/CP)	1,969	2,660	3,488	473	1,145	1,480	1,050	850	920	2,003	2,150	2,360
BVPS (VND/CP)	17,930	19,550	20,900	17,721	18,600	19,590	18,600	17,500	18,200	19,392	19,560	19,850
Tiền mặt ròng/CP	-5,240	-4,950	-4,985	-3,890	-4,060	-4,250	18,577	19,240	20,120	-13,417	-13,120	-12,850
D/E	72%	74%	66%	49%	47%	42%	101%	66%	79%	72%	71%	70%
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROAE (%)	11.10%	15.10%	18.90%	5%	7%	9%	8%	5%	5%	10%	15%	17%
ROAA (%)	5.80%	7.60%	9.70%	3%	4%	5%	3%	2%	3%	5%	6%	8%

Nguồn: MBS Research, BCTC các DN

Hình 10: So sánh với các DN cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP	VND/CP			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
CTCP Tập đoàn Hoà Phát	HPG VN	26,000	32,000	KHẢ QUAN	199,200	12.4	9.9	1.4	1.3	7.6%	9.7%	15.1%	18.9%
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	18,000	23,000	KHẢ QUAN	11,500	14.2	12.1	1.0	0.9	4.2%	5.1%	7.1%	9.2%
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	15,300	17,000	Trung Lập	6,870	19.1	16.1	0.9	0.8	2.3%	3.4%	5.6%	6.2%
CTCP Ông thép Việt - Đức	VGS VN	28,600	35,000	KHẢ QUAN	1,750	9.4	8.2	1.5	1.4	6.2%	8.4%	12.5%	13.6%
CTCP Tôn Đông Á	GDA VN	23,500	N/A	KKN	2,680	7.3	6.5	0.9	0.8	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
Trung bình					44,400	12.5	10.6	1.1	1.0	5.1%	6.6%	9.5%	11.3%

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 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

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
Nghiêm Phú Cường
Đinh Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến
Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng Lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly