

Vật liệu xây dựng

Nhu cầu trong nước là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong 2026

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
(+84) 24-7303-5333 nguyend1@kbsec.com.vn

30/12/2025

Trung lập

Khuyến nghị	
HPG	Mua
Giá mục tiêu	VND 35,900
HSG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 18,000
NKG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 16,500
BMP	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 178,200

Tăng trưởng LNST của các doanh nghiệp VLXD 9M2025 có sự phân hóa

Sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp sản xuất được hỗ trợ bởi nhu cầu hồi phục từ thị trường nội địa với hai động lực chính tới từ sự hồi phục của thị trường Bất động sản và các dự án đầu tư công được đẩy mạnh giải ngân và triển khai. Đối với ngành Thép, KQKD có sự khác biệt giữa nhóm hưởng lợi và nhóm chịu thiệt từ các chính sách bảo hộ, chống bán phá giá trong và ngoài nước. Đối với lĩnh vực Ống nhựa, giá PVC resin đầu vào tiếp tục duy trì ở vùng thấp giúp doanh nghiệp sản xuất duy trì biên lãi gộp của vùng cao.

Tăng trưởng lợi nhuận ngành thép trong 2026 sẽ tiếp tục có sự chênh lệch

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ trong nước tiếp tục là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành trong 2026. Trong bối cảnh kênh xuất khẩu được dự báo sẽ tiếp tục khó khăn, KBSV cho rằng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sẽ ủng hộ các nhà sản xuất (1) được hưởng lợi từ chính sách, có công suất mới và/hoặc sản phẩm mới có thể đáp ứng nhu cầu gia tăng của thị trường, (2) có khả năng duy trì, mở rộng thị phần, kênh bán. Chúng tôi cũng kỳ vọng giá thép trung bình sẽ có sự hồi phục nhẹ 3% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng trong nước sau 4 năm giảm liên tiếp.

Tăng trưởng lợi nhuận của ngành ống nhựa phụ thuộc lớn vào giá PVC resin

Giá PVC resin tiếp tục giảm 8% YoY trong 2025 và được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 2026 khi nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc chưa có tín hiệu cải thiện khi thị trường Bất động sản và hoạt động sản xuất chưa xuất hiện tín hiệu khởi sắc rõ ràng. Chúng tôi kỳ vọng chi phí đầu vào ổn định sẽ hỗ trợ các nhà sản xuất duy trì biên lãi gộp ở vùng cao trong 1H2026, tuy nhiên, rủi ro giá PVC resin có thể đảo chiều trong trường hợp tồn kho giá cao được xử lý và công suất dư thừa được cắt giảm trong 2H2026 cần được lưu ý.

KBSV đánh giá TRUNG LẬP với ngành Vật liệu xây dựng trong 2026

PBR đang các doanh nghiệp ngành Thép đang ở vùng trung bình 10 năm, trong khi PBR của các nhà sản xuất ống nhựa đang ở vùng +2 STD lịch sử. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ tiếp tục là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ VLXD trong 2026. Nhà đầu tư có thể cân nhắc và lựa chọn những doanh nghiệp có câu chuyện tăng trưởng bền vững tới từ việc mở rộng công suất, gia tăng thị phần và hưởng lợi từ diễn biến giá bán/chi phí đầu vào thuận lợi. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG, BMP.

KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH THÉP 9M2025

Nhu cầu từ thị trường nội địa là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong 2025

Sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành trong 2025 được hỗ trợ mạnh mẽ nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục, với hai động lực chính tới từ thị trường Bất động sản dân dụng và lĩnh vực đầu tư công. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu chịu tác động tiêu cực bởi các biện pháp bảo hộ sản xuất, đặc biệt là tại thị trường Mỹ. Tính tới hết tháng 11/2025, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép HRC tăng 29%/24% so với cùng kỳ, trong đó, sản lượng tiêu thụ HRC trong nước tăng 70% YoY nhờ (1) chính sách áp thuế chống bán phá giá với Trung Quốc, Hàn Quốc có hiệu từ giữa 2Q2025 và (2) HPG bổ sung thêm công suất mới từ nhà máy Dung Quất 2.

Bảng 01. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép ống thúc đẩy tốc độ hồi phục trong 11M2024

(triệu tấn, %)	T11/2024	T11/2025	%YoY	11M2024	11M2025	%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	0.9	1.1	18%	9.2	11.9	29%	Tiêu thụ nội địa tăng 29% YoY nhờ thị trường Bất động sản dân dụng hồi phục và đẩy mạnh các dự án đầu tư công
HRC	0.5	0.7	47%	6.1	7.6	24%	Tiêu thụ nội địa tăng 70% YoY nhờ áp thuế chống bán phá giá với Trung Quốc và Hàn Quốc
Tôn mạ	0.4	0.4	-17%	5.1	4.4	-14%	Sản lượng xuất khẩu giảm 48% YoY dưới tác động tiêu cực của chính sách bảo hộ tại Mỹ, Mexico, EU
Thép ống	0.2	0.2	-1%	2.2	2.5	15%	
Tổng	2.1	2.4	15%	22.5	26.3	17%	

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

Kết quả kinh doanh có sự phân hóa rõ rệt dưới tác động của chính sách bảo hộ

Tác động trái chiều của các chính sách chống bán phá giá trong và ngoài nước, cùng với cơ cấu thị trường tiêu thụ khác nhau là hai yếu tố chính tạo nên sự phân hóa ở KQKD của các nhà sản xuất thép. HPG được hưởng lợi khi AD20 có hiệu lực từ đầu năm (mức thuế áp dụng 19.4% - 27.8%), đồng thời, Dung Quất 2 bắt đầu sản xuất thương mại từ 1Q2025 giúp sản lượng tiêu thụ HRC 11M2025 tăng 64% YoY. Trong khi đó, HSG và NKG đều chịu tác động tiêu cực (1) khi mất sản lượng xuất khẩu tới thị trường Mỹ do tác động của chính sách bảo hộ thuộc Mục 232 và (2) bị hạn chế nhập khẩu HRC giá cạnh tranh hơn từ Trung Quốc.

Bảng 02. LNST của HPG, HSG, NKG

(tỷ VND, %)	3Q2024	3Q2025	%YoY	9M2024	9M2025	%YoY	Chú thích
HPG	3,020	4,036	34%	9,208	11,664	27%	Hưởng lợi từ chính sách bảo hộ với HRC và Dung Quất 2 bắt đầu đi vào sản xuất từ đầu 2025
HSG	-186	85		406	564	39%	Sản lượng tôn mạ xuất khẩu 9M2025 giảm 40% YoY
NKG	65	50	-24%	435	207	-52%	Sản lượng tôn mạ xuất khẩu 9M2025 giảm 53% YoY

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP 2026

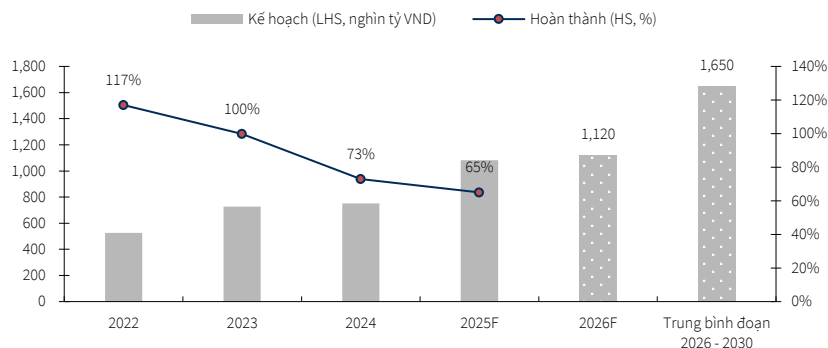
Thị trường nội địa tiếp tục là bộ phận thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong 2026

Chúng tôi duy trì sản lượng tiêu thụ sẽ được thúc đẩy nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước tiếp tục cải thiện nhờ nhu cầu gia tăng tại lĩnh vực Đầu tư công và Bất động sản dân dụng. Sang 2026, kế hoạch đầu tư công ban đầu (chưa bao gồm nguồn vốn chuyển qua từ 2025 và các đợt điều chỉnh kế hoạch) đạt 1,120 nghìn tỷ VND (tăng 36% so với cùng kỳ). Trong ngày 19/12/2025 vừa qua, 125 dự án lớn trên cả nước đã đồng loạt khởi công với tổng vốn đầu tư 983 nghìn tỷ VND (vốn nhà nước chiếm 49.5%), phản ánh quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với đầu tàu là nâng cấp hạ tầng trong nước nhằm cải thiện nội lực trong trung hạn. Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC với lĩnh vực Đầu tư công với kỳ vọng Luật Đầu tư công sửa đổi với cơ chế phân quyền các dự án về các cấp bộ, cơ quan, địa phương giúp tối ưu quy trình, thủ tục đầu tư, thúc đẩy tiến độ GPMB, giải ngân vốn trong trung hạn. Bên cạnh đó, sự góp mặt của các doanh nghiệp tư nhân tại các dự án trọng điểm cũng giúp bổ sung nguồn vốn đầu tư hạ tầng, kỳ vọng sẽ cải thiện tiến độ triển khai dự án so với thời gian trước.

Đối với lĩnh vực Bất động sản dân dụng, CBRE dự báo nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tăng lần lượt 5%/17% YoY trong 2026. Bên cạnh đó, số lượng dự án dân dụng được cấp phép xây dựng mới trong 9M2025 tăng 21% so với cùng kỳ, phản ánh khối lượng công việc cao trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng từ lĩnh vực dân dụng và đầu tư công sẽ tiếp tục cải thiện trong 2026, trực tiếp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép trong nước, ước tính sản lượng tiêu thụ toàn ngành tăng 10% so với cùng kỳ.

Kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 đạt 8.5 triệu tỷ VND, tương ứng với vốn đầu tư trung bình đạt 1.7 triệu tỷ VND/năm.

Biểu đồ 03. Đầu tư công là chất xúc tác giúp cải thiện nội lực trong 2026 - 2030



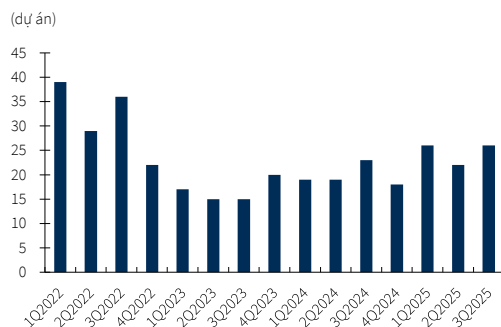
Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV

*Kế hoạch vốn đầu tư 2026 chưa bao gồm nguồn vốn chuyển sang từ 2025

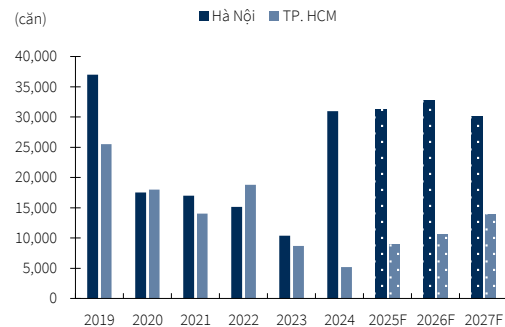
Bảng 04. Các dự án đầu tư công trọng điểm được đẩy mạnh triển khai trong 2026

	TMĐT (tỷ VND)	2026	2027	Thời gian thực hiện		
				2028	2029	2030
Cao tốc						
Vành đai 4 TP. HCM (Giai đoạn 1)	122,800	Kỳ vọng hoàn thành trước 2030				
Vành đai 5 Hà Nội	85,600					
Cà Mau - Đất Mũi	50,000	Khởi công trong 2026				
Quảng Ngãi - Kon Tum	45,000					
Quy Nhơn - Pleiku	43,700					
Đường nối sân bay Gia Bình - Hà Nội	33,000					
Gia Nghĩa - Chơn Thành	20,000					
Đồng Đăng - Trà Lĩnh (Giai đoạn 2)	12,100					
Hòa Bình - Mộc Châu	10,000					
Đường sắt						
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,714,000					
Đường sắt Hồ Chí Minh - Cần Thơ	238,600					
Đường sắt Trung Quốc - Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng	160,800	Kỳ vọng hoàn thành trước 2028				
Đường sắt Hà Nội - Quảng Ninh	139,800					
Sân bay						
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)	114,500					
Sân bay Gia Bình (Giai đoạn 1)	141,000					
Cảng						
Cảng Cần Giờ	113,000	Khởi công trong 2027				
Cảng Nam Đồ Sơn - Hải Phòng	373,800					
Cầu						
Cầu Tứ Liên - Hà Nội	20,000					
Ca cầu Trần Hưng Đạo - Hà Nội	16,000					
Cầu Ngọc Hồi - Hà Nội	11,800					
Cầu Hồng Hà - Hà Nội	10,000					
Cầu Thượng Cát - Hà Nội	7,300					
Cầu Mễ Sở - Hà Nội	4,900					

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 05. Số lượng dự án Bất động sản dân dụng được cấp phép xây dựng mới

Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 06. Dự phóng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh

Nguồn: Bộ Xây dựng

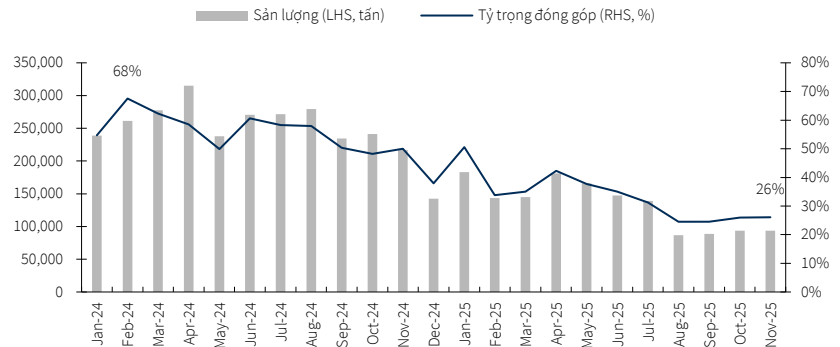
Kênh xuất khẩu sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong trung hạn, khả năng tăng trưởng phụ thuộc vào năng lực mở rộng/khai thác các thị trường mới, sản phẩm mới

KBSV cho rằng kênh xuất khẩu sẽ tiếp tục khó khăn trong trung hạn, và thực tế thì các nhà sản xuất đã có sự chuyển dịch trong kênh bán về thị trường trong nước trong 2025. Tiềm năng khai thác kênh xuất khẩu sẽ phụ thuộc vào (1) mức thuế CBPG phải chịu có đủ cạnh tranh so với các đối thủ khác hay không (như HPG được hưởng thuế chống bán phá giá HRC ở mức 0% khi xuất khẩu tới EU, Ấn Độ), (2) khả năng mở rộng sang các thị trường chưa áp dụng các biện pháp bảo hộ. Tại thị trường nội địa, triển vọng tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào khả năng phát triển các kênh bán mới và/hoặc sản phẩm mới. Với HSG, doanh nghiệp đang tập trung vào việc mở rộng chuỗi Hoa Sen Homes để duy trì

thị phần số 1 trong mảng tôn mạ. Với NKG, tiềm năng tới từ nhà máy Phú Mỹ với sản phẩm tôn mạ chất lượng cao phục vụ cho lĩnh vực công nghiệp, xe ô tô.

HSG, NKG đều tập trung quay trở lại thị trường nội địa trong 2025 sau khi chịu tác động tiêu cực từ chính sách bảo hộ, truy xuất nguồn gốc từ các thị trường lớn như Mỹ, EU. Tỷ trọng đóng góp của sản lượng tiêu thụ nội địa 11M2025 của HSG, NKG đạt 67%/62% (so với 50%/38% trong cùng kỳ).

Biểu đồ 07. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ đã giảm mạnh trong 2025



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

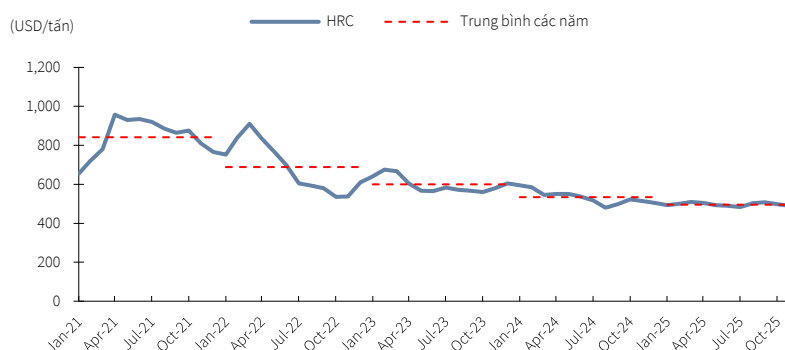
Chính sách “Hạn chế cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới trong trung hạn

Trong 2026, KBSV kỳ vọng giá thép sẽ hồi phục nhẹ từ nền thấp của 2025 nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa vững vàng từ lĩnh vực Đầu tư công và thị trường Bất động sản dân dụng. Trong trung hạn, chính sách “Hạn chế cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc được kỳ vọng sẽ giúp đẩy nhanh quá trình cắt giảm 50 triệu tấn thép thô công suất sản xuất dư thừa (tương ứng 4% sản lượng 2024) từ các nhà máy kinh doanh thua lỗ do liên tục chủ động hạ giá bán và dần đưa giá thép về mức ổn định. Bên cạnh đó, chính quyền Trung Quốc sẽ bắt đầu áp dụng hệ thống giấy phép xuất khẩu thép mới từ 01/01/2026 cho 300 sản phẩm thép nhằm kiểm soát căng thẳng thương mại và hạn chế cạnh tranh tiêu cực, lẩn tránh thuế. Chúng tôi cho rằng các biện pháp điều chỉnh từ phía nguồn cung kể trên sẽ có tác động tích cực lên triển vọng ngành thép trong dài hạn, mặc cho tình trạng tồn kho cao vẫn đang tiếp diễn trong bối cảnh thị trường Bất động sản Trung Quốc vẫn chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng.

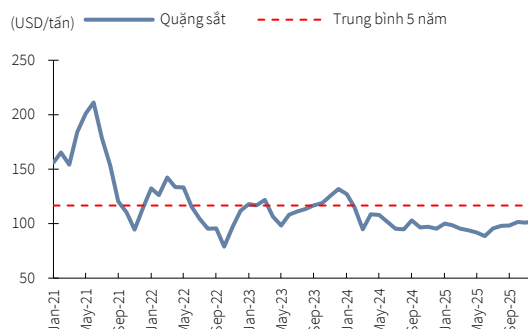
Giá quặng sắt được dự phóng duy trì ổn định ở vùng 90 – 95 USD/tấn trong thời gian tới khi sản lượng tiêu thụ được dự phóng tiếp tục suy giảm dưới tác động của chính sách cắt giảm công suất tại Trung Quốc. KBSV kỳ vọng biên lãi gộp của các nhà sản xuất sẽ được duy trì ở mức ổn định trong 2026.

Biểu đồ 08. Giá HRC tại Việt Nam

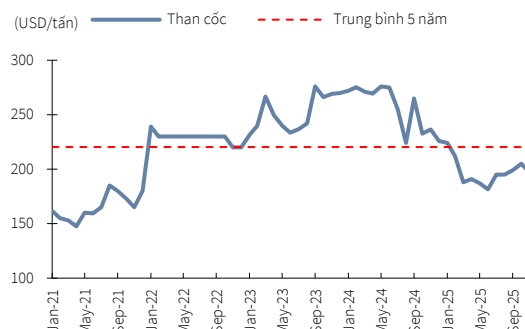
Giá HRC trung bình tại Việt Nam đã có 4 năm giảm liên tiếp. Với nhu cầu tiêu thụ nội địa được dự báo tiếp tục tăng trưởng mạnh trong 2026, KBSV kỳ vọng giá thép sẽ có mức hồi phục nhẹ 3% YoY so với cùng kỳ.



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 09. Diễn biến giá quặng sắt

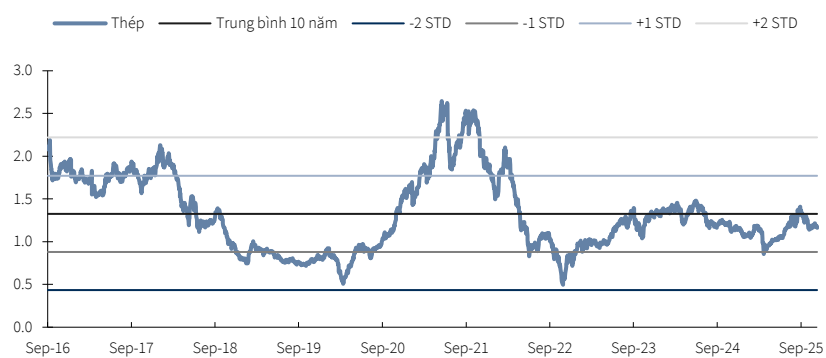
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Diễn biến giá than cốc

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Định giá phù hợp cho đầu tư dài hạn

Định giá PBR của các doanh nghiệp ngành thép trong danh sách theo dõi của KBSV đang ở mức 1.3x (tương ứng với vùng trung bình 10 năm). Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là tương đối hợp lý với triển vọng tăng trưởng của toàn ngành trong thời gian tới. HPG là sự lựa chọn ưa thích của KBSV với tiềm năng tăng trưởng vững vàng nhờ công suất mới từ Dung Quất 2, dự báo sẽ ghi nhận toàn bộ sản lượng thương mại trong 2026. Đối với HSG và NKG, chúng tôi cho rằng KQKD 2025 đã tạo nền thấp do tác động từ các chính sách bảo hộ, chống bán phá giá. Tiềm năng tăng trưởng của HSG, NKG sẽ phụ thuộc vào khả năng duy trì, mở rộng thị trường nội địa thông qua kênh bán mới và/hoặc sản phẩm mới phù hợp với xu hướng phát triển công nghiệp trong trung hạn.

Biểu đồ 11. Định giá PBR các doanh nghiệp ngành thép

Nguồn: Bloomberg, KBSV

KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH ỐNG NHỰA 9M2025

LNST lập đỉnh mới nhờ giá PVC resin tiếp tục suy giảm

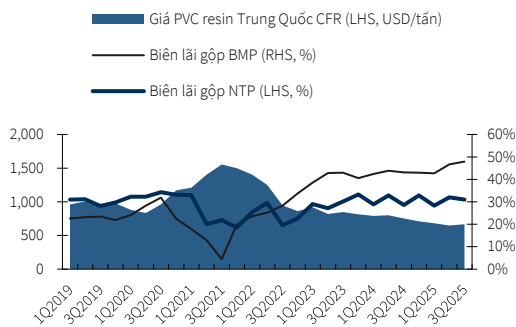
Giá PVC resin tiếp tục xu hướng giảm trong 2025 (-8% YTD) giúp các doanh nghiệp sản xuất duy trì biên lãi gộp ở mức cao từ đầu năm tới nay. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ cũng có sự hồi phục (9M2025 tăng 17% YoY) nhờ nguồn cung Bất động sản dân cư hồi phục giúp hoạt động xây dựng gia tăng. Chúng tôi nhận thấy sự cạnh tranh trong ngành có sự thay đổi đáng kể trong bối cảnh nhu cầu hồi phục khi BMP từ đầu 3Q2025 đã đẩy mạnh các chương trình chiết khấu cho các đại lý, giúp thị phần cải thiện rõ rệt (ước tính 9M2025 đạt 25% so với 23% của 2024).

Bảng 12. LNST của BMP, NTP

(tỷ VND, %)	3Q2024	3Q2025	%YoY	9M2024	9M2025	%YoY	Chú thích
BMP	290	351	21%	760	967	27%	
NTP	172	258	50%	519	790	52%	

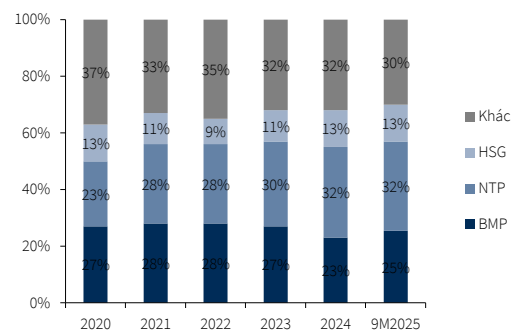
Nguồn: BMP, NTP, KBSV

Biểu đồ 13. Tương quan giữa giá PVC resin Trung Quốc và biên lãi gộp của BMP, NTP



Nguồn: BMP, NTP, KBSV

Biểu đồ 14. Thị phần của các doanh nghiệp ngành ống nhựa



Nguồn: KBSV

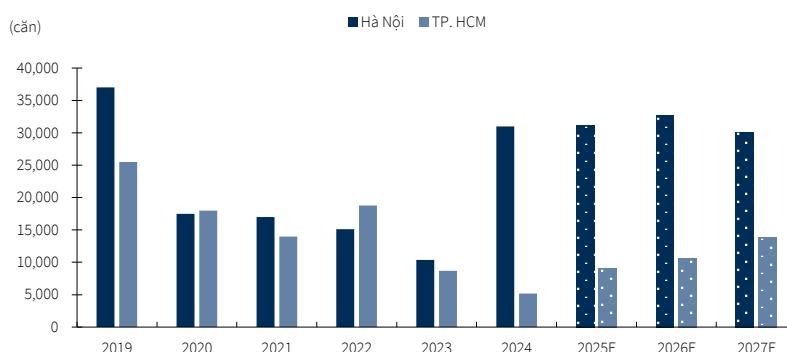
TRIỂN VỌNG NGÀNH ỐNG NHỰA 2026

Hoạt động xây dựng dân dụng được kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong 2026

CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tăng lần lượt 5%/17% YoY trong 2026, cùng với đó, số lượng dự án Bất động sản dân dụng trong 9M2025 tăng 21% YoY. KBSV nhu cầu tiêu thụ ống nhựa sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới nhờ hoạt động xây dựng dân dụng tiếp tục được cải thiện với nguồn cung Bất động sản gia tăng. Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ ống nhựa toàn ngành tăng 9% YoY trong 2026.

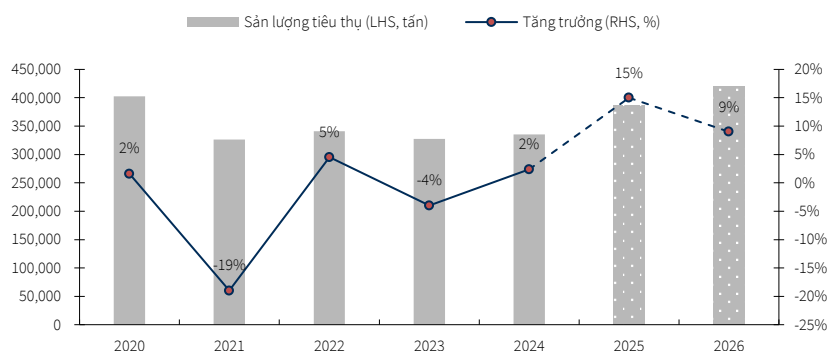
Tổng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh được dự báo tăng 8%/2% trong 2026/2027.

Biểu đồ 15. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội, TP. HCM 2025-2026 dự báo tăng 21%/năm



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 16. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành dự phóng tăng 8% YoY trong 2025



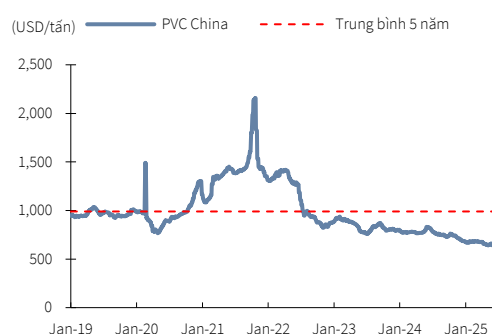
Nguồn: KBSV

Kỳ vọng giá PVC resin tiếp tục duy trì ở nền thấp trong 2026 nhưng cần quan sát rủi ro đảo chiều trong trung hạn

Trong bối cảnh hoạt động sản xuất công nghiệp và thị trường Bất động sản Trung Quốc chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng, chúng tôi kỳ vọng giá PVC resin sẽ tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 1H2026. Bên cạnh đó, giá dầu cũng được dự phóng duy trì ở vùng 61-63 USD/tấn trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ được

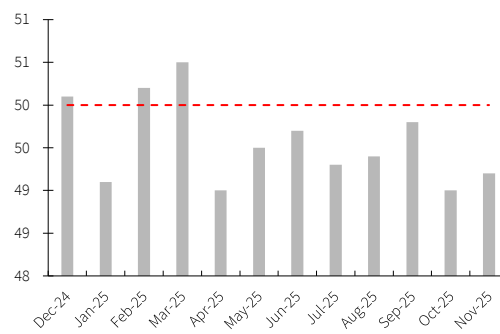
dự báo tiếp tục suy giảm trong 2026. Giá dầu ở vùng thấp sẽ hỗ trợ kiểm soát giá PVC resin. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc đã đi qua giai đoạn xấu nhất và đang dần bước vào giai đoạn bình thường mới dù tốc độ hồi phục vẫn chưa đạt kỳ vọng. Do đó, rủi ro giá PVC resin đảo chiều tăng trở lại có thể tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa. KBSV cho rằng rủi ro giá PVC resin dần hồi phục có thể bắt đầu xuất hiện từ 2H2026 trong trường hợp tồn kho giá cao được xử lý và công suất dư thừa được cắt giảm nhờ chính sách “Hạn chế cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc.

Biểu đồ 17. Giá PVC resin Trung Quốc chạm đáy 10 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. PMI Caixin Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 19. Tổng hợp dự phóng giá Brent

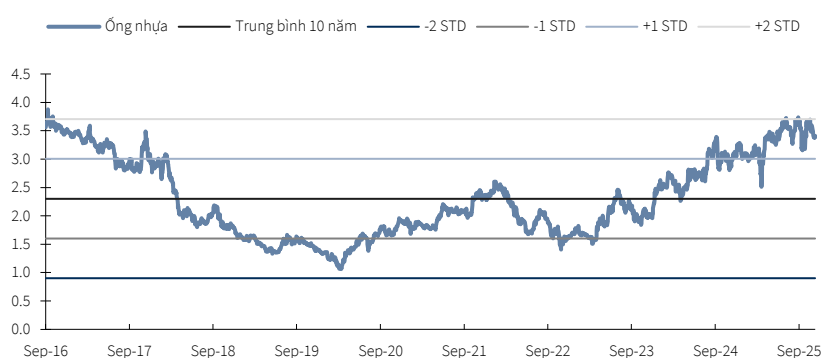
	1Q2026	2Q2026	3Q2026	4Q2026
Trung vị	61	62	63	63
Morgan Stanley	58	58	60	60
JP Morgan Chase	60	59	56	55
Citigroup	60	62	62	62
UBS Group	62	65	65	67
BofA Merrill Lynch	64	68	72	76
Goldman Sachs	58	54	54	57
BNP Paribas	55	57	63	63
Standard Charter	62	63	64	65
MUFG	64	62	63	60
HSBC	65	65	65	65

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Định giá ở vùng cao so với lịch sử, đã phản ánh một phần tiềm năng tăng trưởng trong 2026

PBR hiện tại của BMP và NTP đều đang ở vùng +2 STD so với trung bình 10 năm, phản ánh một phần triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong 2026 với kỳ vọng giá PVC resin tiếp tục duy trì ở vùng thấp. Chúng tôi cho rằng việc giá PVC resin đảo chiều sẽ là rủi ro chính với ngành ống nhựa trong trung hạn, trong khi sản lượng tiêu thụ sẽ được hỗ trợ đáng kể bởi nhu cầu gia tăng nhờ hoạt động xây lắp được dự báo tiếp tục được cải thiện. KBSV đánh giá **TRUNG LẬP** với ngành ống nhựa. Nhà đầu tư có thể tìm kiếm cơ hội tham gia BMP/NTP ở những nhịp điều chỉnh của thị trường, ưu tiên lựa chọn doanh nghiệp có khả năng cải thiện thị phần và gia tăng doanh thu vượt trội so với ngành.

Biểu đồ 20. Định giá PBR trung bình các doanh nghiệp ngành ống nhựa



Nguồn: KBSV

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Kỳ vọng giá thép hồi phục trong 2026

15/12/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
nguyenn1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

HPG hoàn thành 78% kế hoạch lợi nhuận trong 9M2025

HPG ghi nhận doanh thu và LNST 9M2025 đạt lần lượt 109,940/11,627 tỷ VND (tăng 5%/26% YoY) nhờ (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng 16% YoY, động lực chính tới từ sự hồi phục tại thị trường nội địa với sản lượng HRC gia tăng sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động và (2) chi phí đầu vào giảm giúp biên lãi gộp tăng 292bps YoY

Ước tính sản lượng tiêu thụ thép 2026/2027 tăng 23%/5% so với cùng kỳ

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ thép trong 2026/2027 nhờ (1) nguồn cung Bất động sản dân dụng tiếp tục cải thiện, (2) kỳ vọng Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh triển khai các dự án đầu tư công và (3) hai lò cao tại Dung Quất 2 cùng đi vào hoạt động.

Kỳ vọng giá thép tăng 4%/3% trong 2026/2027

Giá thép trung bình của HPG đã giảm trung bình 3% trong 2025. KBSV kỳ vọng giá thép sẽ hồi phục trong 2026 nhờ nhu cầu cải thiện và giá quặng sắt, than cốc dần hồi phục từ nền thấp của năm trước. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng chiến dịch “chống cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc sẽ dần loại bỏ nguồn cung dư thừa, tạo điều kiện cho giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới. KBSV ước tính biên lãi gộp của HPG đạt 16.4%/16.8% trong 2026/2027.

Rủi ro ngắn hạn tương đối hạn chế khi VIC tham gia vào thị trường thép

Chúng tôi cho rằng VIC sẽ cần thời gian để nâng cấp và tối ưu chi phí mảng thép xây dựng của POM nhằm đảm bảo giá trị cộng hưởng từ việc bao tiêu công suất 1.5 triệu tấn/năm. Trong khi đó, HPG vẫn đang duy trì lợi thế nhờ (1) thị phần Top 1 và (2) chi phí sản xuất cạnh tranh nhất trong ngành.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35.900 VND/cổ phiếu

Duy trì khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35,900 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 37% so với giá đóng cửa ngày 15/12/2025.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 35,900
Tăng/giảm (%)	37%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 26,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	201.5/7.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	739.4/28.1
Sở hữu nước ngoài (%)	19.7%
Cổ đông lớn	
Trần Đình Long và gia đình	34.9%

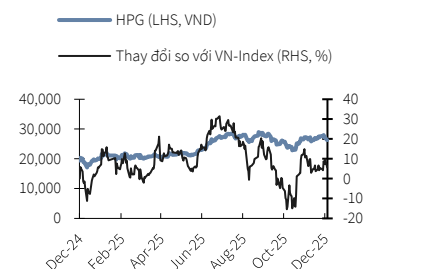
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	-13	19	16
Tương đối	-3	-11	-6	-15

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	118,953	138,855	156,167	208,429
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	18,765	26,261
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	6,835	12,020	16,391	23,110
EPS (VND)	1,175	1,879	2,136	3,011
Tăng trưởng EPS (%)	-19	60	14	41
P/E (x)	23.8	14.2	12.3	8.7
P/B (x)	1.6	1.5	1.6	1.3
ROE (%)	7	11	13	16
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

KQKD Q3 FY2025 vượt kỳ vọng

18/06/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
nguyennnd1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Lợi nhuận 8M FY25 đạt 113% kế hoạch năm

HSG ghi nhận 25,099 tỷ VND doanh thu và 567 tỷ VND LNST trong 8M FY25, hoàn thành 66%/113% kế hoạch năm. Kết quả LNST vượt kỳ vọng của chúng tôi nhờ biên lợi nhuận cải thiện trong Q3 FY25, được hỗ trợ một phần bởi các nỗ lực tối ưu hàng tồn kho (tồn kho thành phẩm, nguyên vật liệu Q2 FY25 giảm 33% YoY).

Sản lượng xuất khẩu tạo nền thấp trong FY2025, động lực tăng trưởng chính tới từ nhu cầu trong nước

HSG cho biết đã các đơn hàng xuất khẩu đi Mỹ (chiếm 7% tổng doanh thu) đã tạm dừng từ tháng 09/2024 do các nhà nhập khẩu lo ngại các vấn đề liên quan tới thuế quan và rủi ro truy thu thuế. Chúng tôi cho rằng việc sản lượng xuất khẩu sụt giảm sẽ tạo nền thấp trong FY2025 và kỳ vọng sẽ dần hồi phục trong tương lai nhờ nỗ lực mở rộng và đa dạng hóa thị trường mục tiêu. Chúng tôi cũng duy trì quan điểm rằng động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sẽ tới từ thị trường nội địa nhờ hoạt động xây dựng dân dụng hồi phục và thị trường Bất động sản bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong 2025 – 2027. Bên cạnh đó, HSG cũng có lợi thế tại thị trường nội địa so với các đối thủ cạnh tranh nhờ sở hữu hệ thống Hoa Sen Homes. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ của HSG tăng 0%/7% trong FY2025/FY2026.

Giá thép được dự báo đi ngang trong 2025, kỳ vọng biên lãi gộp ổn định

Chúng tôi duy trì dự phóng giá thép tăng 1%/2% trong 2025/2026 trong kịch bản cơ sở và ước tính biên lãi gộp của HSG đạt trung bình 12% trong FY2025/FY2026.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 18,000 VND/cổ phiếu

KBSV điều chỉnh dự phóng LNST của HSG đạt 789/810 tỷ VND trong FY2025/FY2026 và xác định giá trị hợp lý của HSG đạt 18,000 VND/cổ phiếu.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 18,000
Tăng/giảm (%)	6.5%
Giá hiện tại (18/06/2025)	VND 16,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 18,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	1.1/0.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	76.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	114.1/4.4
Sở hữu nước ngoài (%)	8.4%
Cổ đông lớn	
Lê Phước Vũ	16.9%

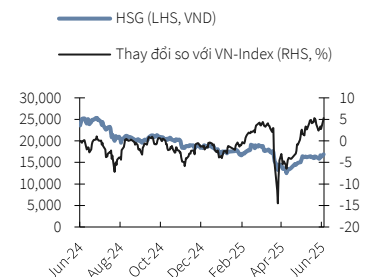
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3	-10	-9	-33
Tương đối	-1	-11	-15	-39

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	31,651	39,270	39,631	42,518
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	74	499	899	981
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	25	510	789	810
EPS (VND)	40	828	1,280	1,315
Tăng trưởng EPS (%)	-90	1,976	55	3
P/E (x)	439.0	21.0	13.2	12.9
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE (%)	0.2	4.7	7.1	7.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	2.9	3.0	3.0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thép Nam Kim (NKG)

Nhà máy Phú Mỹ đi vào hoạt động trong 1H2026

22/09/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
nguyennnd1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

NKG hoàn thành 44% kế hoạch năm sau 1H2025

Doanh thu và LNST của NKG trong 1H2025 đạt lần lượt 7,899/157 tỷ VND (giảm 28%/58% YoY) do (1) sản lượng tiêu thụ giảm 23% YoY, trong đó, sản lượng xuất khẩu giảm 48% so với cùng kỳ và (2) giá vốn hàng bán tăng do thay đổi nguồn HRC đầu vào khiến chi phí sản xuất gia tăng.

Tập trung thúc đẩy nội địa trong trung hạn, cần thời gian để mở rộng các thị trường xuất khẩu mới nhằm thay thế sản lượng từ Mỹ

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong nước sẽ được thúc đẩy nhờ hoạt động xây dựng dân dụng và thị trường Bất động sản bước vào giai đoạn tăng trưởng trong 2025 – 2027. Trong 7M2025, thị phần tôn mạ của NKG đạt 15% (so với 11% trong 2024), thị phần tại thị trường miền Nam đạt 22% (so với 14% cùng kỳ). Bên cạnh đó, theo kế hoạch của Ban lãnh đạo, nhà máy Nam Kim Phú Mỹ sẽ đi vào hoạt động từ 1Q2026. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ tôn mạ của NKG trong 2026 tăng 21% YoY.

Kỳ vọng giá thép tăng 3% YoY trong 2026, ước tính biên lãi gộp đạt 8.4%, tăng nhẹ so với cùng kỳ

Giá HRC và tôn mạ tại Trung Quốc tăng 7%/4% từ đầu 3Q2025, phản ánh tâm lý khởi sắc của các nhà sản xuất sau khi chiến dịch “chống cạnh tranh tiêu cực” được công bố với kỳ vọng cắt giảm sản lượng sản xuất thép dư thừa. Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ dần bước vào chu kỳ tăng mới, tuy nhiên, giá tôn mạ của NKG sẽ có đà tăng chậm hơn so với giá HRC do cuộc cạnh tranh thị phần trong nước gia tăng khiến NKG phải cân bằng giữa mục tiêu lợi nhuận và công suất, đặc biệt là khi Nam Kim Phú Mỹ sẽ đi vào hoạt động từ 1H2026.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 16,500 VND/cổ phiếu

KBSV xác định giá trị hợp lý của NKG ở mức 16,500 VND/cổ phiếu (thấp hơn giá thị trường 10%) và khuyến nghị TRUNG LẬP.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 16,500
Tăng/giảm (%)	-10%
Giá hiện tại (19/09/2025)	VND 18,250
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 14,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	0.89/0.34

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	18,596	20,609	16,407	21,238
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	177	557	412	505
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	117	453	415	404
EPS (VND)	446	1,434	926	903
Tăng trưởng EPS (%)	-194.2	221.5	-35.4	-2.5
P/E (x)	55.3	10.1	19.7	20.2
P/B (x)	1.3	0.8	1.1	1.0
ROE (%)	2.2	8.0	6.0	5.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

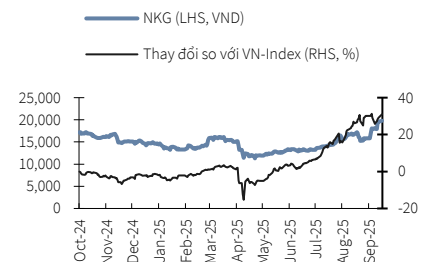
Nguồn: FiinProX, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	314.4/11.9
Sở hữu nước ngoài (%)	6.9%
Cổ đông lớn	
Hồ Minh Quang	15.9%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	15	51	23	23
Tương đối	12	24	-4	-13



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nhựa Bình Minh (BMP)

Giá PVC resin chưa có tín hiệu hồi phục rõ ràng

15/12/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
nguyennnd1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

BMP hoàn thành 92% kế hoạch năm sau 9M2025

Ước tính doanh thu 2026/2027 tăng 7%/7% YoY nhờ (1) hoạt động xây dựng tiếp tục gia tăng và (2) BMP tích cực triển khai các chương trình chiết khấu cho đại lý

Duy trì kỳ vọng giá PVC resin giao động ổn định ở vùng thấp trong 1H2026 khi thị trường Bất động sản chưa có tín hiệu hồi phục

Tỷ suất cổ tức tiền mặt tương đối hấp dẫn

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 178.200 VND/cổ phiếu

Doanh thu, LNST đạt lần lượt 4,224/967 tỷ VND (tăng lần lượt 19%/27% YoY) với động lực chính tới từ (1) nhu cầu tiêu thụ hồi phục nhờ nguồn cung Bất động sản và (2) giá PVC resin giảm trung bình 15% so với cùng kỳ.

Chúng tôi duy trì kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ ống nhựa tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2026-2027 nhờ nguồn cung Bất động gia tăng, đặc biệt tại thị trường miền Nam (CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại TP. HCM tăng 17%/32% YoY trong 2026/2027). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng BMP sẽ đẩy mạnh các chương trình chiết khấu cho các đại lý phân phối trong trung hạn nhằm cải thiện thị phần. KBSV ước tính doanh thu 2025/2026/2027 của BMP tăng 24%/7%/7% YoY.

Tính tới cuối T11/2025, giá PVC resin Trung Quốc đã giảm 8% từ đầu năm. KBSV ước tính biên lãi gộp của BMP đạt 45.9%/43.8%/41.5% trong 2025/2026/2027 trong bối cảnh (1) hoạt động xây dựng tại Trung Quốc tiếp tục ảm đạm, chưa có tín hiệu hồi phục, (2) tình trạng cung vượt cầu kéo dài tạo áp lực giảm tồn kho, khiến giá PVC resin tiếp tục xu hướng giảm và đi ngang trong ngắn hạn.

Chúng tôi ước tính tỷ suất cổ tức tiền mặt của BMP ở mức 9.8% - 10% trong 2026-2027, tương đối hấp dẫn.

KBSV nâng giá mục tiêu của BMP lên 178,200 VND/cổ phiếu (tương ứng với mức tăng 2% từ giá đóng cửa ngày 15/12/2025).

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 178,200
Tăng/giảm (%)	2%
Giá hiện tại (15/12/2025)	VND 159,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 180,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	12.9/0.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,157	4,616	5,686	6,268
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,304	1,229	1,639	1,687
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,041	991	1,312	1,350
EPS (VND)	12,717	12,103	16,027	16,486
Tăng trưởng EPS (%)	49.9	-4.8	32.4	2.9
P/E (x)	8.2	10.8	9.9	9.6
P/B (x)	3.2	4.0	4.7	4.7
ROE (%)	39.2	36.8	48.2	48.7
Tỷ suất cổ tức (%)	11.3	9.0	9.8	10.0

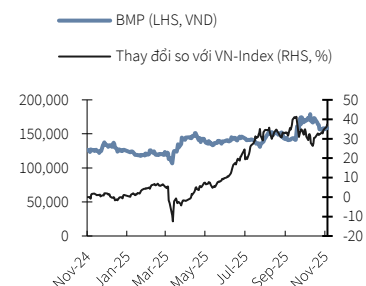
Nguồn: FiinProX, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	43.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	20.3/0.8
Sở hữu nước ngoài (%)	85.7%
Cổ đông lớn	
Nawaplastic	54.9%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7	4	17	27
Tương đối	-11	2	-11	-10



Nguồn: Bloomberg, KBSV