

Vật liệu xây dựng

Tín hiệu tích cực tại thị trường nội địa

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

30/12/2024

Sản lượng tiêu thụ hồi phục thúc đẩy kết quả kinh doanh 9T2024

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ thép và ống nhựa 9M2024 tăng 14%/3% so với cùng kỳ, thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận hồi phục. Biên lợi nhuận các doanh nghiệp thép có sự phân hóa giữa nhóm thượng nguồn và hạ nguồn. Cụ thể, các nhà sản xuất thép xây dựng, HRC được hưởng lợi nhờ giá bán nội địa ổn định trong khi chi phí đầu vào (quặng sắt, than cốc) suy giảm. Trong khi đó, các nhà sản xuất tôn mạ chịu tác động tiêu cực khi giá HRC Trung Quốc giảm mạnh trong 3Q2024 khiến chi phí dự phòng phát sinh.

Nhu cầu tiêu thụ nội địa cải thiện là động lực tăng trưởng cho ngành thép

KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép tăng 14% trong 2025 với hai động lực chính bao gồm (1) thị trường Bất động sản hồi phục, hoạt động xây dựng gia tăng và (2) giải ngân vốn đầu tư công cải thiện, nhiều dự án lớn tới hạn bàn giao. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng các biện pháp CBPG được phê duyệt và áp dụng từ 1Q2025, giúp cải thiện tình trạng thép giá rẻ Trung Quốc xâm nhập vào thị trường Việt Nam. Trong ngắn hạn, KBSV cho rằng hai rủi ro chính tác động lên giá thép là áp lực giảm tồn kho thép tại Trung Quốc nhằm cân bằng cung cầu và giá quặng sắt suy giảm do nhu cầu tiêu thụ nội địa duy trì ở mức thấp do thị trường Bất động sản Trung Quốc hồi phục với tốc độ chậm. Chúng tôi kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025, được hỗ trợ bởi sự cải thiện về nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Chi phí đầu vào ngành ống nhựa được dự báo hồi phục trong 2025

Giá PVC resin hiện tại đã chạm đáy 10 năm (thấp hơn trung bình 24%) và được dự báo sẽ dần hồi phục trong 2025. Điều này sẽ có tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất có thể duy trì giá bán ổn định và chuyển một phần chi phí sang phía người mua, từ đó giúp hạn chế tác động của việc chi phí đầu vào tăng lên biên lãi gộp.

Định giá hiện tại đang ở mức phù hợp

PBR của HPG/HSG/NKG/BMP đang ở mức 1.5x/1.1x/1.1x/3.48x, tương ứng với vùng -0.3/-0.4/-0.4/+2.0 STD so với trung bình 5 năm). KBSV kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ cải thiện sẽ là động lực chính thúc đẩy kết quả kinh doanh toàn ngành trong 2025. Nhà đầu tư có thể cân nhắc và lựa chọn những doanh nghiệp có câu chuyện riêng, bao gồm nhưng không giới hạn bởi (1) mở rộng nhà máy nâng công suất, (2) diễn biến giá bán, chi phí đầu vào thuận lợi. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG, BMP.

Trung lập

Khuyến nghị

HPG MUA
Giá mục tiêu VND 34,700

HSG MUA
Giá mục tiêu VND 21,900

NKG TRUNG LẬP
Giá mục tiêu VND 17,500

BMP TRUNG LẬP
Giá mục tiêu VND 117,500

KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH THÉP 9T2024

Sản lượng tiêu thụ toàn ngành hồi phục mạnh mẽ trong 2024

Lũy kế 9M2024, doanh thu của HPG/HSG/NKG đạt 104,364/30,197/16,140 tỷ VND (+23%/+27%/+14% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ hồi phục. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ toàn ngành 9T2024 tăng 14% YoY, trong đó, tiêu thụ nội địa tăng 19% YoY với động lực chính tới từ thép xây dựng, thép cuộn cán nóng (HRC) và tôn mạ (tăng lần lượt 6%/37%/19% YoY). Điều này phản ánh sự chuyển dịch của kênh tiêu thụ về thị trường nội địa khi nhu cầu dần hồi phục, khác với câu chuyện của 2023 khi các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều hơn vào kênh xuất khẩu để duy trì sản lượng trong bối cảnh thị trường Bất động sản gặp khó khăn.

Bảng 01. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép ống thúc đẩy tốc độ hồi phục trong 10M2024

(triệu tấn, %)	T10/2023	T10/2024	%YoY	10M2023	10M2024	%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	0.75	1.04	39%	7.27	8.24	13%	Tiêu thụ nội địa 10M2024 tăng 10% YoY
HRC	0.81	0.73	-10%	7.13	7.79	9%	Tiêu thụ nội địa 10M2024 tăng 36% YoY
Tôn mạ	0.36	0.50	39%	3.46	4.63	34%	Tiêu thụ nội địa 10M2024 tăng 23% YoY
Thép ống	0.18	0.25	42%	1.81	1.94	7%	
Tổng	2.10	2.52	20%	19.7	22.6	15%	

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

Giá thép và chi phí đầu vào chịu tác động từ Trung Quốc khiến LNST các doanh nghiệp sản xuất thượng nguồn và hạ nguồn biến động

Cụ thể, HPG (với sản phẩm chính là thép xây dựng và HRC) được hưởng lợi khi giá thép trong nước ổn định nhờ nhu cầu dần cải thiện và giá quặng sắt, than cốc suy giảm do triển vọng tiêu thụ kém tại Trung Quốc. Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ như HSG, NKG lại gặp khó khăn khi giá HRC giảm mạnh trong 3Q2024. Lũy kế 9M2024, LNST công ty mẹ của HPG/HSG/NKG đạt lần lượt 9,210/406/435 tỷ VND (+140%/-42%/+336% YoY).

Bảng 02. LNST của HPG, HSG, NKG

(tỷ VND, %)	3Q2023	3Q2024	%YoY	9M2023	9M2024	%YoY	Chú thích
HPG	2,000	3,022	51%	3,831	9,210	140%	
HSG	440	-186		705	406	-42%	
NKG	24	65	174%	100	435	336%	

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

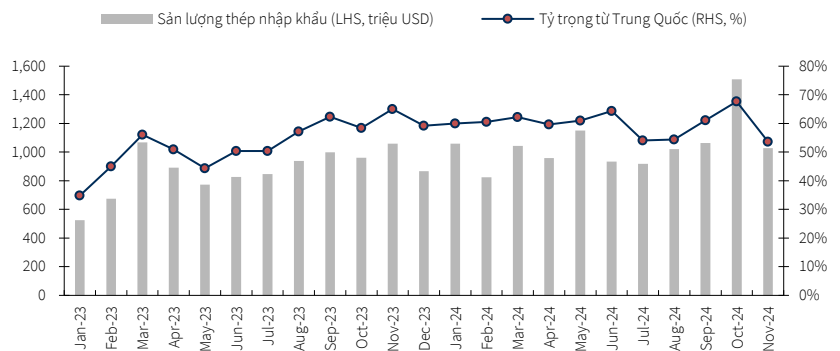
TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP NĂM 2025

Sản lượng thép nhập khẩu tiếp tục gia tăng trong thời gian gần đây nhưng kỳ vọng sẽ giảm dần nhờ các biện pháp chống bán phá giá

Theo quan sát của chúng tôi, các đại lý đã chủ động tích trữ tồn kho thép giá rẻ trong 2H2024 trước khi các biện pháp chống bán phá giá có được phê duyệt. Đây cũng là một trong những nguyên nhân chính khiến giá thép nội địa có xu hướng đi ngang trong thời gian qua. Nhìn lại giai đoạn 2016-2017, với AD02, chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng trung bình 23%/quý trong năm đầu tiên kể từ khi thuế chống bán phá giá (CBPG) được áp dụng. KBSV kỳ vọng thuế CBPG tôn mạ (AD19) sẽ được phê duyệt trong 1Q2025 và sản lượng thép nhập khẩu bắt đầu giảm dần từ 2Q2025 trở đi. Trong khi đó, chúng tôi duy trì quan điểm về việc xác suất thuế CBPG thép cuộn cán nóng được phê duyệt ở mức 50-60%.

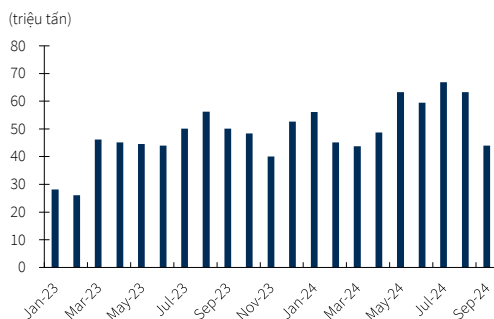
Theo số liệu từ GSO, sản lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam trong 11M2024 tăng 20% YoY, trong đó, sản lượng từ Trung Quốc tăng 35% YoY (chiếm 60% kim ngạch nhập khẩu).

Biểu đồ 03. Thống kê kim ngạch nhập khẩu thép vào Việt Nam



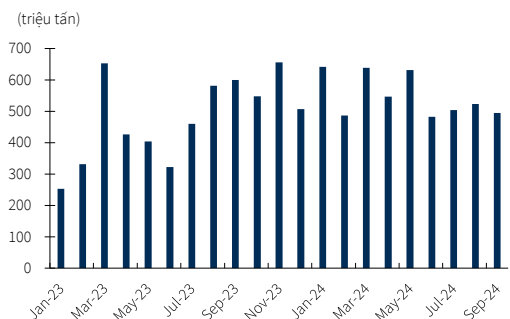
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 04. Sản lượng tôn mạ nhập khẩu (theo danh sách HSCode tại AD19)



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 05. Sản lượng HRC nhập khẩu (theo danh sách HSCode được áp dụng tại AD20)



Nguồn: KBSV

Sản lượng tiêu thụ được thúc đẩy bởi triển vọng nhu cầu hồi phục tại thị trường nội địa

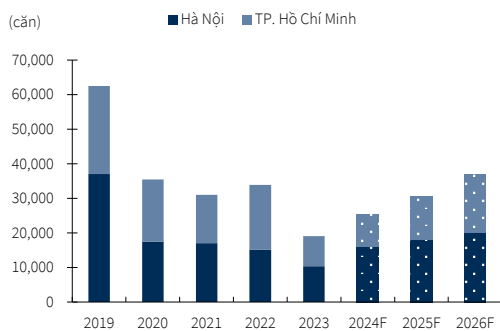
Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa tiếp tục gia tăng nhờ (1) thị trường Bất động sản hồi phục, hoạt động xây dựng cải thiện (2) kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công cao nhất từ trước tới nay với nhiều dự án trọng điểm tới hạn hoàn thành trong năm.

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh dự kiến tăng 21%/năm trong 2025-2026. Bên cạnh đó, Luật Bất động sản (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ giúp rút ngắn thời gian đền bù, giải phóng mặt bằng, hoàn thiện hồ sơ pháp lý cho chủ đầu tư. Từ đó, tạo điều kiện cho ngành phát triển bền vững hơn trong tương lai dài hạn, cải thiện nguồn cung. Thực tế, theo quan sát của chúng tôi, nhiều dự án mới đã được hỗ trợ tháo gỡ pháp lý trong 2H2024 nhờ cam kết hỗ trợ của Chính phủ nhằm kích thích sự hồi phục kinh tế, đặc biệt là tại thị trường miền Nam.

Đối với lĩnh vực Đầu tư công, theo dữ liệu từ Bộ Tài chính, giải ngân vốn lũy kế 11M2024 đạt 411 nghìn tỷ VND, hoàn thành 61% kế hoạch đầu năm. Dự kiến kế hoạch giải ngân trong 2025 là 791 nghìn tỷ VND (+17% YoY) khi nhiều dự án trọng điểm sẽ tới hạn bàn giao, nghiệm thu (tổng thể hoặc từng phần) trong năm, bao gồm các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành giai đoạn 1. Với mục tiêu GDP 2025 tăng trưởng trên 6.5%, đầu tư công sẽ là lĩnh vực chủ chốt giúp góp phần kích thích tăng trưởng kinh tế, điều này tạo áp lực lên tiến độ thi công của các dự án chậm tiến độ, đặc biệt là khi kế hoạch giải ngân đã được thông qua.

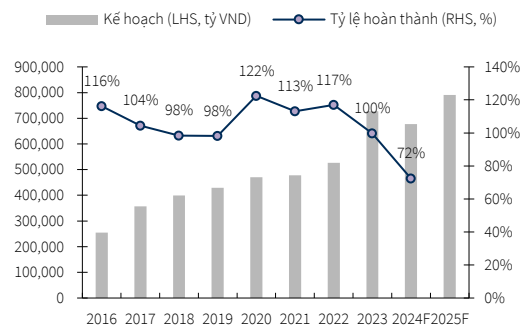
KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành tăng lần lượt 14%/7% trong 2025/2026. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sản xuất với thị phần lớn thị trường nội địa sẽ được hưởng lợi lớn nhất khi nhu cầu trong nước được dự báo tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

Biểu đồ 06. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 07. Giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: MOF, KBSV

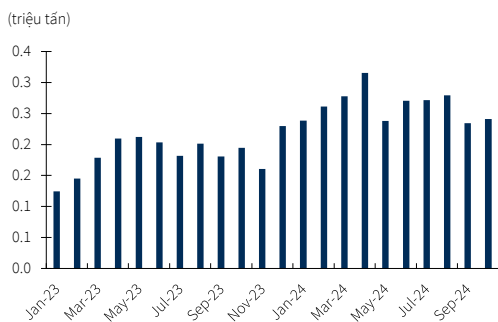
Sản lượng tiêu thụ từ kênh xuất khẩu được dự báo suy giảm trong 2025 do tác động từ các biện pháp chống bán phá giá

Sau giai đoạn thị trường thép thế giới bị đe dọa bởi thép giá rẻ từ Trung Quốc (tiêu thụ nội địa duy trì ở mức yếu do tác động tiêu cực của ngành Bất động sản), các thị trường lớn như Mỹ và EU đã gia tăng các biện pháp chống bán phá giá với thép nhập khẩu từ tất cả các quốc gia có kim ngạch nhập khẩu lớn, trong đó bao gồm Việt Nam. Theo số liệu từ VSA, sản lượng xuất khẩu tôn mạ và HRC đã có xu hướng giảm dần từ đầu 2H2024 tới nay, cho thấy tác động tiêu cực của thuế CBPG đã được phản ánh một phần khi các doanh nghiệp nước ngoài

hạn chế nhập khẩu từ Việt Nam, tránh rủi ro bị truy thu thuế trong tương lai.

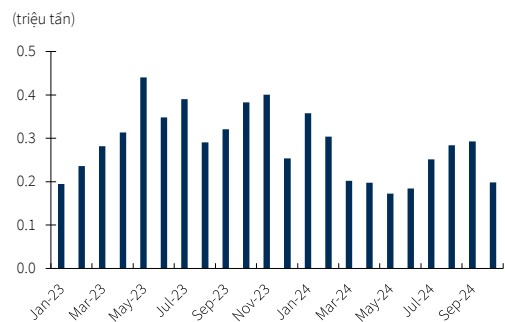
Điều này sẽ yêu cầu các nhà sản xuất thép trong nước giảm phụ thuộc vào các thị trường xuất khẩu trong ngắn hạn và nỗ lực cạnh tranh, chuyển dịch đơn hàng về thị trường nội địa hoặc mở rộng tìm kiếm khách hàng mới tại các thị trường ngách. Chúng tôi cho rằng sau khi thuế CBPG tại các thị trường phát triển được áp dụng, sản lượng tiêu thụ có thể giảm trung bình 5-8%/tháng so với mức hiện tại. Trong dài hạn, trên thị trường xuất khẩu, KBSV cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam vẫn có thể duy trì lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia khác trên thế giới nhờ (1) chi phí nhân công rẻ hơn khiến giá thép thấp hơn so với giá tự sản xuất trong nước và (2) thuế suất cho các sản phẩm thép nhập khẩu từ Việt Nam thấp hơn so với thuế suất áp dụng cho Trung Quốc, mức thuế cho các doanh nghiệp khác nhau tùy vào mức độ xuất khẩu vào từng thị trường.

Biểu đồ 08. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ



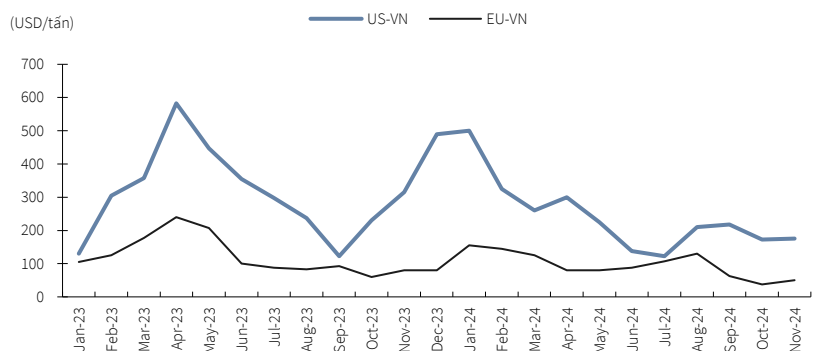
Nguồn: VSA, KBSV

Biểu đồ 09. Sản lượng xuất khẩu HRC



Nguồn: VSA, KBSV

Biểu đồ 10. Chênh lệch giá HRC tại US, EU với VN



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Các biến động tại thị trường Trung Quốc là rủi ro chính tác động lên giá thép trong 2025

Một số rủi ro có thể tác động tới giá thép trong 2025 bao gồm (1) tồn kho thép tại Trung Quốc ở mức cao khiến giá thép chịu áp lực giảm trong quá trình giảm tồn kho (thép xây dựng cần tuân theo tiêu chuẩn mới từ 25/09/2024). Bên cạnh đó, (2) thị trường Bất động sản Trung Quốc hồi phục với tốc độ chậm trong khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục duy trì ở mức thấp khiến nhu cầu sản xuất suy giảm, tác động tiêu cực lên giá quặng sắt, than cốc. Mặc dù thị trường Bất động sản

Trung Quốc đã có những tín hiệu hồi phục ngắn hạn nhờ các chính sách hỗ trợ kích thích kinh tế gần đây, nhà đầu tư kỳ vọng Chính phủ Trung Quốc sẽ tung ra thêm các chính sách kích thích để hỗ trợ tốc độ hồi phục của ngành. Chúng tôi kỳ vọng cho rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc đã tạo đáy sau khi Chính phủ Trung Quốc thể hiện ý chí hỗ trợ, hỗ trợ sự hồi phục của toàn ngành.

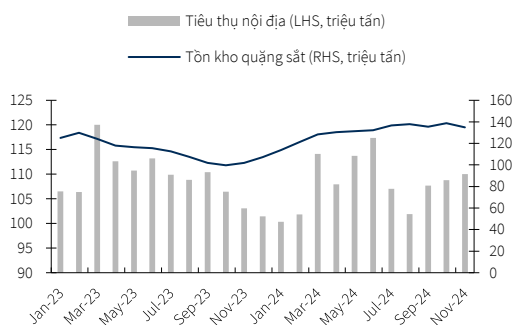
KBSV cho rằng rủi ro liên quan tới thị trường Bất động sản đã được phản ánh một phần vào giá thép và nguyên vật liệu trong thời gian vừa qua, tuy nhiên, rủi ro nhu cầu quặng sắt, than cốc suy giảm có thể chưa được phản ánh trên thị trường.

Bảng 11. Tổng hợp các chính sách, biện pháp kích thích kinh tế, hỗ trợ thị trường Bất động sản của Chính phủ Trung Quốc

Mục đích	Chính sách
Cắt giảm lãi suất chính sách	<p>PBOC cắt giảm 20bps lãi suất repo đảo ngược xuống còn 1.5%</p> <p>Kỳ vọng lãi suất cho vay trung hạn (MLF) được cắt giảm 30bps</p> <p>Gợi ý về đợt cắt giảm thêm từ 20-25bps cho lãi suất cho vay cơ bản 1 năm (LPR) và lãi suất tiền gửi</p>
Bơm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng	Cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) 50bps và gợi ý cắt thêm từ 25-50bps cho đến hết năm
Hỗ trợ thị trường Bất động sản	<p>Một số thành phố lớn đã nới lỏng hoặc bãi bỏ các điều kiện tiêu chuẩn để mua nhà, liên quan đến hộ khẩu và tình trạng hôn nhân</p> <p>Cắt giảm tỷ lệ trả trước cho người mua nhà thứ 2 từ 25% xuống 15% trên toàn quốc. Chính quyền Bắc Kinh còn giảm tỷ lệ này cho căn nhà mua đầu tiên, từ 20% xuống 15%.</p> <p>Cho phép các chính quyền địa phương phát hành lên tới 834 tỷ USD để mua lại tồn kho Bất động sản</p> <p>PBOC cho phép các NHTM sử dụng tới 100%, nâng lên từ 60% trong gói 300 tỷ NDT tái cấp vốn cho các tổ chức thuộc nhà nước mua lại BĐS tồn kho và chuyển thành nhà ở xã hội</p>
Hỗ trợ thị trường chứng khoán	<p>Cam kết cải thiện các quy trình giao dịch và hỗ trợ cho các nhà đầu tư, quỹ đầu tư ngoại gia nhập thị trường</p> <p>Hỗ trợ cho các quỹ đầu tư vốn nhà nước mở rộng danh mục đầu tư</p> <p>Gói hỗ trợ vốn với 500 tỷ NDT cho các quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm và chứng khoán. Gói vay lãi suất thấp với 300 tỷ NDT cho các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu quỹ</p>
Phát hành trái phiếu	Trung Quốc lên kế hoạch phát hành trái phiếu với giá trị 411 tỷ USD nhằm kích thích tiêu dùng, đầu tư

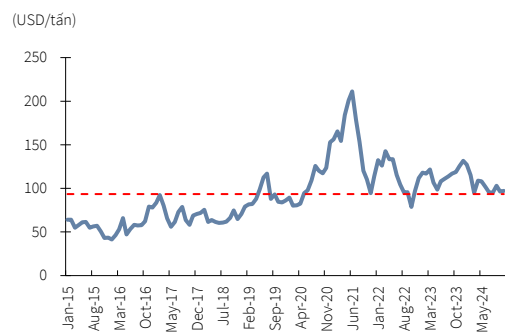
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 12. Tồn kho quặng sắt Trung Quốc duy trì ở mức cao



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Giá quặng sắt Fe62% về mức trung bình 10 năm

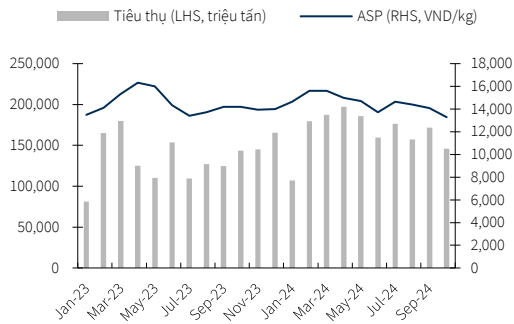


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025 nhờ nhu cầu nội địa hồi phục

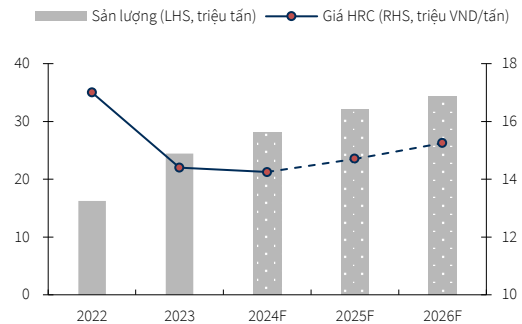
Theo quan sát của chúng tôi, trong 2024, các nhà sản xuất thường có xu hướng duy trì giá thép ổn định và chỉ điều chỉnh để cân bằng với chi phí đầu vào nhằm duy trì và cải thiện sản lượng tiêu thụ. Với rủi ro biến động từ thị trường bên ngoài như trên, KBSV kỳ vọng giá thép tiếp tục đi ngang, được hỗ trợ bởi sự hồi phục về nhu cầu của thị trường nội địa.

Biểu đồ 14. Sản lượng tiêu thụ và giá HRC trung bình của HPG tại thị trường nội địa



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Tổng sản lượng tiêu thụ toàn ngành và giá thép HRC dự phóng



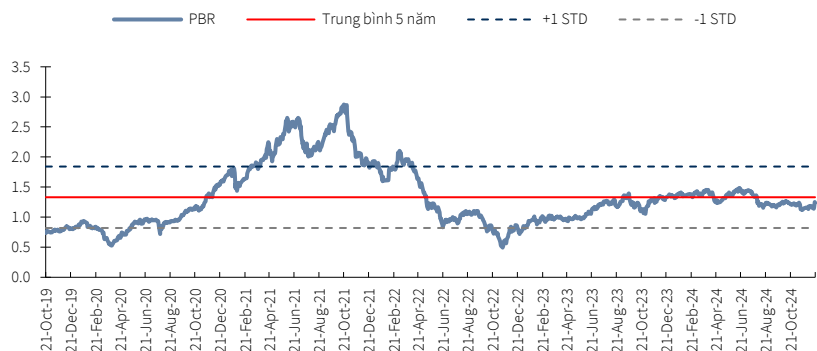
Nguồn: KBSV

Định giá phù hợp nhưng một số doanh nghiệp có triển vọng riêng biệt

PBR trung bình của 3 doanh nghiệp ngành thép thuộc danh sách theo dõi của KBSV (bao gồm: HPG, HSG, NKG) đang ở vùng 1.2x (thấp hơn trung bình 5 năm). Ở vùng giá hiện tại, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu ngành thép đã phản ánh một phần rủi ro giá thép suy giảm trong ngắn hạn và tiềm năng cải thiện sản lượng tiêu thụ trong 2025.

KBSV đánh giá TRUNG LẬP với triển vọng ngành thép nói chung, tuy nhiên, chúng tôi ưa thích HPG nhờ (1) triển vọng sản lượng tăng nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động, nhu cầu tiêu thụ nội địa cải thiện nhờ thị trường Bất động sản hồi phục và đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư công, (2) biên lãi gộp cải thiện nhờ kỳ vọng giá thép đi ngang, vòng quay hàng tồn kho được tối ưu giúp cải thiện biên lãi gộp trong trường hợp giá quặng sắt, than cốc suy giảm.

Biểu đồ 17. Định giá PBR các doanh nghiệp ngành thép



Nguồn: FiinProX, KBSV

KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH ỐNG NHỰA 9T2024

Biên lợi nhuận tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ giá PVC chạm đáy

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ toàn ngành tăng 3% YoY trong 9M2024. Theo đó, LNST công ty mẹ của BMP, NTP đạt 760/519 tỷ VND (-3%/+32% YoY) nhờ chi phí đầu vào (nhựa PVC chiếm 70%) duy trì ở vùng thấp giúp biên lãi gộp duy trì ở mức cao. Nguyên nhân chính dẫn tới việc nhu cầu tiêu thụ đi ngang trong 2024 là do tốc độ hồi phục chậm của thị trường Bất động sản (đặc biệt trong 1H2024). Theo quan sát của chúng tôi, 70% nhu cầu tiêu thụ ống nhựa tới từ thị trường Bất động sản dân dụng, 30% còn lại tới từ các dự án đầu tư công.

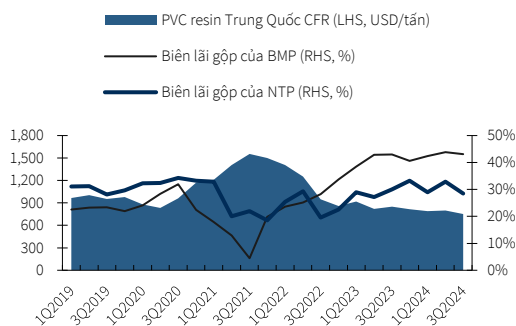
Trong bối cảnh nhu cầu toàn ngành thiếu động lực tăng trưởng, trong 3Q2024, BMP đã chủ động tăng chiết khấu cho các đại lý nhằm kích thích sản lượng tiêu thụ (tăng 19%/52% QoQ/YoY). Từ đó, thị phần của BMP ước tính đạt 27% trong kỳ. KBSV ước tính thị phần của BMP/NTP/HSG trong 9M2024 đạt lần lượt 25%/29%/13%, thể hiện sự khác biệt trong chiến lược kinh doanh khi NTP thường duy trì chính sách chiết khấu cho đại lý cao hơn so với các đối thủ nhằm duy trì sản lượng tiêu thụ ở mức cao.

Bảng 16. LNST của BMP, NTP

(tỷ VND, %)	3Q2023	3Q2024	%YoY	9M2023	9M2024	%YoY	Chú thích
BMP	209	290	39%	784	760	-3%	
NTP	148	172	16%	395	519	32%	

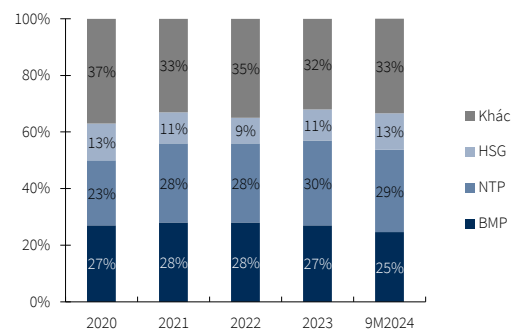
Nguồn: BMP, NTP, KBSV

Biểu đồ 17. Tương quan giữa giá PVC resin Trung Quốc và biên lãi gộp của BMP, NTP



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Thị phần của các doanh nghiệp ngành ống nhựa



Nguồn: KBSV

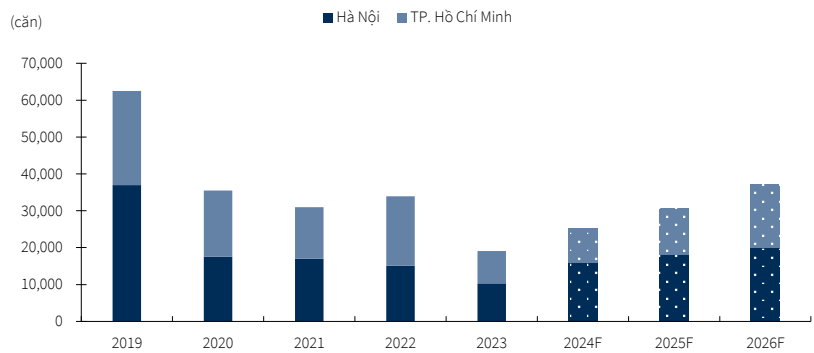
TRIỂN VỌNG NGÀNH ỐNG NHỰA 2025

Nhu cầu tiêu thụ được dự phóng tiếp tục gia tăng trong 2025 với động lực chính tới từ sự hồi phục của thị trường Bất động sản

Theo quan sát của chúng tôi, các dự án Bất động sản lớn trên cả nước đang được hỗ trợ xử lý, tháo gỡ về mặt pháp lý nhanh chóng nhờ các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ. Bên cạnh đó, sự kiện Quốc hội thông qua luật Bất động sản (sửa đổi), luật Đất đai (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ hỗ trợ đà hồi phục của thị trường trong tương lai. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh dự kiến tăng trung bình 21%/năm trong 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung gia tăng sẽ tác động tích cực lên nhu cầu tiêu thụ ống nhựa trong thời gian tới.

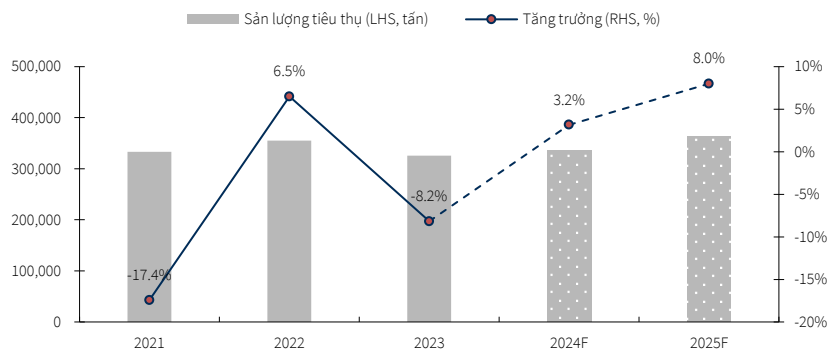
Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) có hiệu lực từ 11/08/2024 trở đi giúp rút ngắn thời gian đền bù, giải phóng mặt bằng, hoàn thiện pháp lý các dự án; từ đó, cải thiện nguồn cung, tạo điều kiện để thị trường Bất động sản phát triển bền vững hơn. Chúng tôi kỳ vọng số lượng dự án Bất động sản dân dụng được cấp phép mới gia tăng mạnh mẽ hơn trong 2025, giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng trong nước.

Biểu đồ 19. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội, TP. HCM 2025-2026 dự báo tăng 21%/năm



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 20. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành dự phóng tăng 8% YoY trong 2025



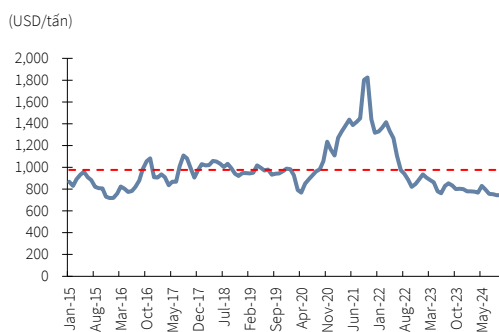
Nguồn: KBSV

Biên lãi gộp dự báo suy giảm do giá PVC resin dần hồi phục

KBSV nhận định rằng PVC resin đã tạo đáy và sẽ dần hồi phục trong 2025, phù hợp với quan điểm của chúng tôi khi hoạt động sản xuất tại Trung Quốc đang có xu hướng cải thiện nhờ các chính sách kích thích, hỗ trợ kinh tế của Chính phủ. Điều này sẽ có tác động tiêu cực lên biên lãi gộp của các doanh nghiệp sản xuất trong ngành.

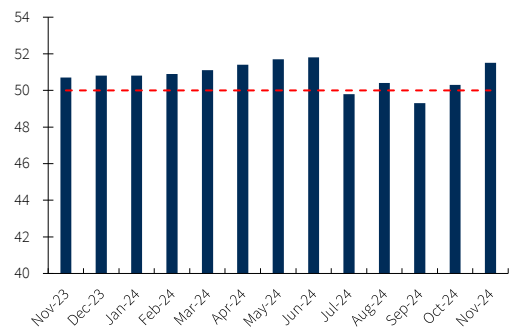
Tuy nhiên, thị trường ống nhựa ít chịu rủi ro cạnh tranh từ kênh nhập khẩu do mỗi thị trường sẽ có yêu cầu về tiêu chuẩn riêng biệt cho các sản phẩm khác nhau với số lượng lớn, chưa kể chi phí vận chuyển phát sinh. Điều này tạo ra rào cản tham gia thị trường và yêu cầu các doanh nghiệp nước ngoài sản xuất trực tiếp tại Việt Nam. Với việc 3 doanh nghiệp lớn nhất chiếm xấp xỉ 67% thị phần toàn ngành, chúng tôi cho rằng BMP, NTP, HSG có lợi thế lớn trong việc thiết lập giá bán và các chính sách bán hàng, công nợ cạnh tranh. Giá bán ổn định và khả năng chuyển một phần chi phí sang phía người mua sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất kiểm soát biên lãi gộp trước áp lực chi phí đầu vào gia tăng trong tương lai.

Biểu đồ 21. Giá PVC resin Trung Quốc chạm đáy 10 năm



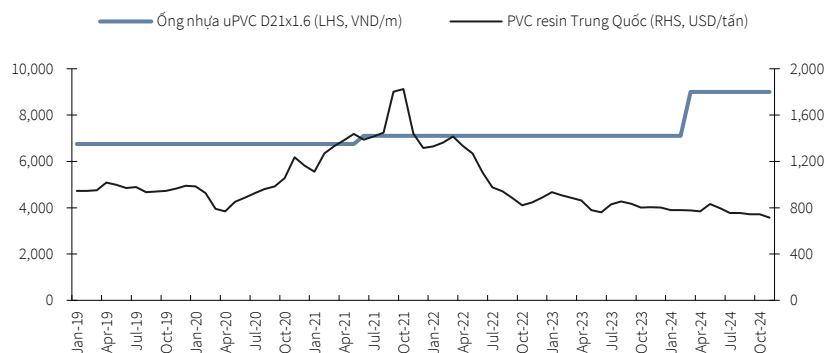
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 22. PMI Caixin Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 23. Giá bán ống nhựa của BMP và giá PVC resin Trung Quốc

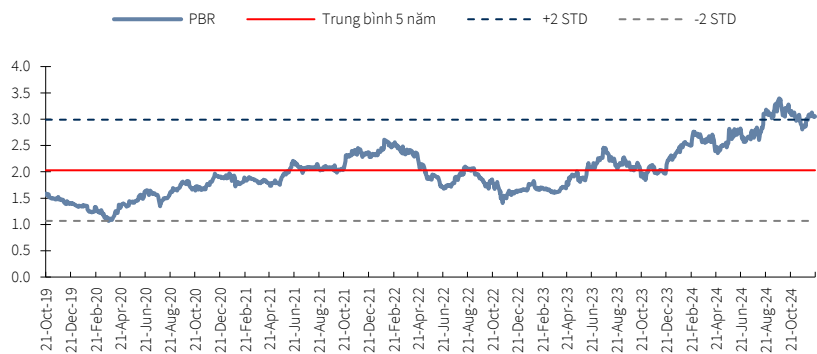


Nguồn: KBSV

Định giá đã phản ánh một phần triển vọng kinh doanh

PBR trung bình của BMP, NTP đang ở mức 3x, tương ứng với vùng +2 STD so với trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng vùng định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn triển vọng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong 2025-2026. KBSV đánh giá TRUNG LẬP với ngành ống nhựa trong 2025 do rủi ro chi phí đầu vào gia tăng, tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Đối với ngành ống nhựa, chúng tôi đánh giá BMP là cổ phiếu giá trị đáng để theo dõi và có thể giải ngân nếu xuất hiện các nhịp điều chỉnh đáng kể nhờ (1) thị phần Top 2 toàn ngành, (2) hiệu quả kinh doanh ở mức cao so với các đối thủ và (3) lợi suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn được duy trì qua các năm.

Biểu đồ 24. Định giá PBR trung bình các doanh nghiệp ngành ống nhựa



Nguồn: FiinProX, KBSV

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Dẫn đầu thị trường nội địa

06/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên

nguyennnd1@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

HPG ghi nhận 3,022 tỷ VND LNST công ty mẹ (-9% QoQ) trong 3Q2024

Doanh thu 3Q2024 giảm 14% QoQ do (1) giá thép giảm trung bình 2% QoQ và (2) tổng sản lượng tiêu thụ giảm 7% QoQ khi bước vào mùa thấp điểm trong năm. Nhờ chi phí quặng sắt, than cốc giảm nhanh hơn giá thép trong nước, biên lãi gộp 3Q2024 của HPG tăng 67bps QoQ.

Sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng 19%/9% trong 2025/2026 nhờ nhu cầu nội địa tiếp tục xu hướng hồi phục

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng trong nước sẽ sôi động hơn trong 2025 nhờ sự hồi phục mạnh mẽ hơn của thị trường Bất động sản. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ từ các dự án đầu tư công được dự báo cũng sẽ gia tăng khi nhiều dự án trọng điểm tới thời hạn bàn hoàn thành trong năm. Bên cạnh đó, xu hướng áp dụng các biện pháp chống bán phá giá với thép nhập khẩu được kỳ vọng cũng sẽ kích thích sản lượng tiêu thụ thép trong nước trong thời gian tới.

Biên lãi gộp ước tính đạt 15.2%/15.6% trong 2025/2026

Trong trường hợp giá quặng sắt, than cốc suy giảm, điều này sẽ tác động tích cực lên biên lãi gộp của HPG. Chúng tôi kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025 và sẽ không chịu áp lực điều chỉnh mạnh như giá thép Trung Quốc khi nhu cầu tiêu thụ nội địa tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.

Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ 1Q2025

Hiện tại, lò cao đầu tiên và các dây chuyền đúc, cán thép đã được lắp đặt và chuẩn bị vận hành từ tháng 12/2024. KBSV ước tính Dung Quất 2 sẽ đóng góp 1.1 triệu tấn HRC cho HPG trong 2025.

Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 34,700 VND/cổ phiếu

KBSV khuyến nghị MUA với HPG, định giá hợp lý ở mức 34,700/cổ phiếu, tăng 11.9% so với mức định giá trong báo cáo kỳ trước. So với mức giá đóng cửa ngày 05/12/2024, mức lợi nhuận kỳ vọng ở mức 25.7%.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 34,700
Tăng/giảm (%)	25.7%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 27,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 33,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	178.1/7.0

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	526.7/21.0
Sở hữu nước ngoài (%)	27.3%
Cổ đông lớn	
Trần Đình Long và gia đình	34.9%

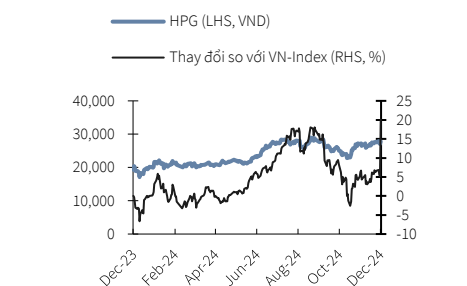
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.8	6.6	-8.7	7.8
Tương đối	1.2	8.8	-5.3	-3.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	141,409	118,953	140,232	161,391
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	7,651	13,626	17,479
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	8,484	6,835	12,424	15,355
EPS (VND)	1,459	1,175	1,942	2,401
Tăng trưởng EPS (%)	-81%	-19%	65%	24%
P/E (x)	12.3	25.7	14.3	11.5
P/B (x)	1.1	1.7	1.5	1.4
ROE (%)	9%	7%	11%	12%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Chờ mùa hoa nở

09/12/2024

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

Q4 FY24, HSG ghi nhận lỗ 186 tỷ VND LNST công ty mẹ

HSG ghi nhận lỗ trong kỳ do phát sinh 122 tỷ VND trích lập dự phòng hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC giảm mạnh trong kỳ. Kết thúc FY24, LNST công ty mẹ của HSG đạt 510 tỷ VND, hoàn thành 102% kế hoạch năm nhờ sản lượng tiêu thụ hồi phục (+37% YoY)

Ước tính tổng sản lượng tiêu thụ tăng 8%/10% trong FY25/FY26

Chúng tôi cho rằng sự hồi phục về nhu cầu tại thị trường trong nước sẽ là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ của HSG trong thời gian tới. Trong đó, sự hồi phục của thị trường Bất động sản và việc áp thuế CBPG tôn mạ nhập khẩu sẽ là hai yếu tố then chốt, kỳ vọng doanh thu của HSG tăng 10%/13% trong FY25/FY26

Biên lãi gộp ước tính đạt 11.8%/12.3% trong FY25/FY26

KBSV kỳ vọng giá bán thép trung bình đi ngang trong 2025. Tuy nhiên, HRC có thể tiếp tục giảm giá do giá quặng sắt, than cốc gặp áp lực điều chỉnh khi nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ suy giảm trong 2025. Trong trường hợp giá HRC giảm chậm, chúng tôi kỳ vọng HSG có thể duy trì hạn chế tối thiểu lên biên lãi gộp nhờ chính sách tối ưu tồn kho nguyên vật liệu ở mức trung bình 2 tháng

Hoa Sen Homes tạo lợi thế cạnh tranh cho HSG tại thị trường nội địa

Với hệ thống phân phối, bán lẻ vật liệu xây dựng riêng biệt, HSG có thể duy trì giá bán thép ở mức cao hơn các đối thủ trên thị trường, giúp duy trì biên lãi gộp ổn định. Theo chia sẻ từ HSG, 80% doanh thu nội địa của HSG tới từ Hoa Sen Homes

Khuyến nghị MUA với HSG, giá mục tiêu 21,900 VND/cổ phiếu

KBSV khuyến nghị MUA với HSG, giá mục tiêu ở mức 21,900/cổ phiếu, giảm 3% so với mức định giá trong báo cáo kỳ trước. So với mức giá đóng cửa ngày 06/12/2024, mức lợi nhuận kỳ vọng là 17.4%

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 21,900
Tăng/giảm (%)	17.4%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 18,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 23,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	11.6/0.5

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	159.2/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	39.0%
Cổ đông lớn	
Lê Phước Vũ	16.9%
Dragon Capital	4.8%

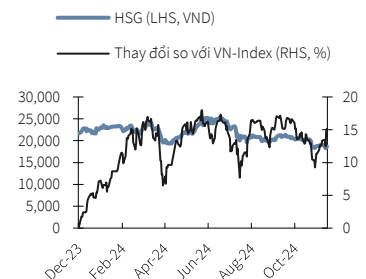
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.7	-8.6	-20.6	-15.6
Tương đối	-9.1	-8.8	-19.3	-28.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
Doanh số thuần (tỷ VND)	31,651	39,270	43,305	48,931
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	74	499	1,046	1,343
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	25	510	878	1,108
EPS (VND)	40	828	1,426	1,799
Tăng trưởng EPS (%)	-90%	1976%	72%	26%
P/E (x)	571.9	25.4	13.1	10.4
P/B (x)	1.3	1.2	1.0	0.9
ROE (%)	0%	5%	8%	9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	5%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thép Nam Kim (NKG)

Khó khăn ngắn hạn

20/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn
nguyennnd1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

NKG hoàn thành 110% kế hoạch lợi nhuận trong 1H2024

Kết thúc 1H2024, LNST của NKG đạt 370 tỷ VND (+386% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 24% so với cùng kỳ, trong đó, sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng 46% so với cùng kỳ

Giá HRC giảm nhanh trong 3Q2024 gây áp lực lên biên lãi gộp

Tính từ đầu 3Q2024 tới nay, giá HRC đã giảm 22% do áp lực giảm hàng tồn kho từ thị trường Trung Quốc trong bối cảnh các thị trường gia tăng các biện pháp phòng hộ với thép nhập khẩu, tạo áp lực trích lập dự phòng tồn kho nguyên vật liệu trong kỳ. Tuy nhiên, trong trung hạn, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp của NKG sẽ được duy trì ổn định nhờ giá tôn mạ giảm chậm hơn giá HRC

Kỳ vọng tiêu thụ nội địa cải thiện trong thời gian tới

KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ trong nước của NKG sẽ cải thiện trong thời gian tới nhờ (1) thuế chống bán phá giá tôn mạ được áp dụng từ cuối 4Q2024, (2) thị trường Bất động sản dần hồi phục tạo động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép

Lợi thế cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu được duy trì

Trong dài hạn, (1) mức thuế áp dụng cho thép nhập khẩu từ Việt Nam thấp hơn Trung Quốc và (2) chênh lệch giá HRC tại Mỹ, Châu Âu với Việt Nam tiếp tục được duy trì là hai động lực chính giúp thúc đẩy xuất khẩu thép của NKG

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 23,800 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với NKG và xác định giá trị hợp lý của NKG là 23,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với sinh lời kỳ vọng là 11% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2024

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 23,800
Tăng/giảm (%)	11%
Giá hiện tại (20/09/2024)	VND 21,450
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 24,550
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	5,6/0,2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	76%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	102,6/4,1
Sở hữu nước ngoài (%)	12,1%
Cổ đông lớn	
Hồ Minh Quang	14,2%
Korea Investment Management	6,1%

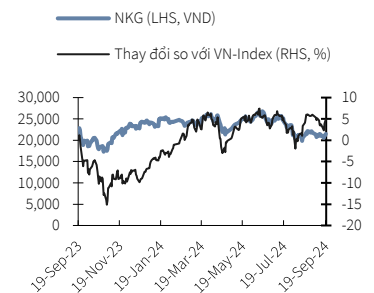
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0	-19	-15	-6
Tương đối	0	-18	-15	-10

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	23,071	18,596	21,500	23,489
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	-46	177	678	776
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	-67	117	545	621
EPS (VND)	-253	446	2,069	2,358
Tăng trưởng EPS (%)	-102%	-276%	364%	14%
P/E (x)	-48,3	55,3	10,4	9,1
P/B (x)	0,6	1,3	1,0	1,0
ROE (%)	-1%	2%	10%	10%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nhựa Bình Minh (BMP)

Tiêu thụ cải thiện nhờ tăng chiết khấu cho đại lý

25/11/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn
nguyenn1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

BMP ghi nhận 290 tỷ VND LNST công ty mẹ (+3% QoQ) trong 3Q2024

Doanh thu trong kỳ tăng 22% QoQ nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình tăng 19%/2% QoQ sau khi BMP chủ động tăng chiết khấu cho các đại lý phân phối và đẩy mạnh các chương trình thúc đẩy bán, chiết khấu thanh toán cho đối tác

Sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng 12%/7% trong 2025/2026 nhờ thị trường Bất động sản hồi phục

Trong báo cáo gần nhất, CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại TP. HCM tăng 32%/38% trong 2025/2026. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục hồi phục trong 2025 nhờ thị trường Bất động sản ấm dần trở lại, tiến độ giải phóng mặt bằng, tháo gỡ pháp lý được đẩy nhanh sau khi Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Bất động sản (sửa đổi) được áp dụng

Giá PVC resin tại Trung Quốc được dự báo sẽ tăng trở lại trong 2025

Sau khi công bố các biện pháp hỗ trợ kinh tế, chúng tôi cho rằng hoạt động sản xuất tại Trung Quốc sẽ dần quay trở lại, kích thích nhu cầu tiêu thụ PVC resin, từ đó khiến giá bán hồi phục, tác động tiêu cực tới giá vốn hàng bán của BMP. Tuy nhiên, KBSV cho rằng, với thị phần lớn trong ngành ống nhựa và khả năng chuyển một phần chi phí sang phía người mua nhờ nhu cầu gia tăng, biên lãi gộp của BMP ước tính đạt 40%/37% trong 2025/2026

Tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định, lợi suất hấp dẫn

KBSV kỳ vọng BMP sẽ thực hiện trả cổ tức đợt 2/2024 trong 1H2025, lợi suất cổ tức tiền mặt ước tính đạt 5.2%. Đồng thời, chúng tôi đánh giá mức lợi suất cổ tức tiền trong 2025/2026 ở mức 9.8%/9.2% (dự phóng) là tương đối hấp dẫn

Khuyến nghị TRUNG LẬP với BMP, giá mục tiêu 117,500 VND/cổ phiếu

KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với BMP, định giá hợp lý ở mức 117,100 VND/cổ phiếu, thấp hơn 1.7% so với mức giá đóng cửa ngày 22/11/2024. Điều chỉnh giá hiện tại sau khi nhận cổ tức đợt 2/2024, tỷ suất lợi nhuận ước tính đạt 3.7%

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 117,500
Tăng/giảm (%)	-1.7%
Giá hiện tại (22/11/2024)	VND 119,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 124,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	9.8/0.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	44.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	31.1/1.2
Sở hữu nước ngoài (%)	84.2%
Cổ đông lớn	
Nawaplastic	54.9%

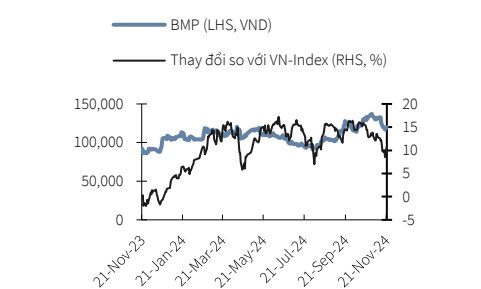
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-10.0	13.6	8.8	34.3
Tương đối	-8.0	18.0	11.5	22.2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,808	5,157	4,935	5,535
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	868	1,304	1,256	1,237
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	694	1,041	1,012	990
EPS (VND)	8,481	12,717	12,360	12,090
Tăng trưởng EPS (%)	224%	50%	-3%	-2%
P/E (x)	7.1	8.2	9.7	9.9
P/B (x)	1.9	3.2	3.6	3.6
ROE (%)	28%	39%	37%	36%
Tỷ suất cổ tức (%)	9.5%	11.3%	10.0%	9.8%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV