

Triển vọng ngành thép: Vượt qua khó khăn để tạo ra giá trị

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
 Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

- Nhu cầu thấp tại thị trường Trung Quốc dẫn đến sản lượng thép Trung Quốc xuất khẩu vượt mốc 100 triệu tấn trong năm nay, làm cho thị trường thép toàn cầu trở nên ảm đạm. Tình hình này đã và đang tạo ra áp lực cạnh tranh lên ngành thép Việt Nam.
- Giá HRC giảm mạnh do chưa có đủ biện pháp bảo hộ thích đáng. Ngược lại, thép xây dựng, sau khi áp dụng thuế chống bán phá giá 21%, có mức giảm giá khiêm tốn hơn. Trước mỗi đe dọa từ hành vi bán phá giá thép của Trung Quốc, thị trường đang có nhu cầu cấp thiết về việc áp thuế chống bán phá giá để bảo vệ ngành thép (HRC và tôn mạ) trong nước.
- Nhu cầu thép trong nước vẫn ổn định bất chấp những thách thức của ngành, nhưng vẫn cần thận trọng trong ngắn hạn. Với khả năng phục hồi tốt, HPG đã trở thành lựa chọn đầu tư hàng đầu.

Bối cảnh ngành thép toàn cầu

Tuần vừa qua, Chủ tịch tập đoàn thép Baowu của Trung Quốc, nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới, đã gióng lên hồi chuông cảnh báo về một cuộc khủng hoảng công nghiệp ở Trung Quốc và có khả năng lan rộng ra toàn cầu, làm cho ngành thép rơi vào tình trạng suy thoái sâu hơn. Cảnh báo trên được đưa ra ngay sau khi giá thép Trung Quốc giảm xuống 442 USD/tấn đối với HRC (giảm 7,5% kể từ đầu tháng và 13% kể từ cuối Q2/2024) và 468 USD/tấn đối với thép thanh xây dựng 25mm (giảm 3% kể từ đầu tháng và 8% kể từ cuối Q2/2024).

Thị trường BĐS Trung Quốc trầm lắng trong thời gian dài làm hạn chế khả năng phục hồi nhu cầu của ngành thép, một ngành vốn cần được thúc đẩy bởi các ngành khác như sản xuất ô tô, hàng gia dụng, đóng tàu, cơ sở hạ tầng và kỹ thuật. Với tình hình hiện tại, sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc dự kiến sẽ tăng mạnh và vượt mốc 100 triệu tấn, mức cao kỷ lục được ghi nhận trong năm 2015-2016. Đáng chú ý, chúng tôi cho rằng hơn 95% nhà máy lò cao ở Trung Quốc đang thua lỗ, mức lỗ cao kỷ lục được ghi nhận trong năm 2015-2016. Như vậy, tình hình hiện tại có vẻ không bền vững và thị trường cần thiết lập một trạng thái cân bằng mới.

Những tác động tiêu cực lên ngành thép Việt Nam

Sản lượng thép xuất khẩu lớn từ Trung Quốc đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến ngành thép Việt Nam. Khác với thép xây dựng được áp dụng mức thuế bảo hộ 21%, phân khúc sản phẩm thép cuộn cán nóng (HRC) đặc biệt bị ảnh hưởng do không có thuế bảo hộ. Trước mỗi đe dọa từ hành vi bán phá giá thép của Trung Quốc, thị trường đang có nhu cầu cấp thiết về việc áp thuế chống bán phá giá để bảo vệ ngành thép trong nước (HRC và tôn mạ).

Giá thép cuộn cán nóng giảm mạnh mang lại rủi ro đáng kể cho các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ xét ở góc độ lãi và lỗ do khả năng bút toán giảm giá hàng tồn kho. HPG, với tỷ trọng thép xây dựng (47% doanh thu) lớn hơn so với HRC (25% doanh thu), có vẻ có vị thế tốt hơn để vượt qua thời kỳ suy thoái. Tuy nhiên, nếu cuộc khủng hoảng này kéo dài hoặc sâu hơn, toàn ngành sẽ chịu tác động tiêu cực. Điều này cho thấy, sản lượng thép tiêu thụ vững chắc trong tháng 7/2024, với nhu cầu trong nước phục hồi ở tất cả các phân khúc sản phẩm, sẽ giảm thiểu tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của giá thép.

Khuyến nghị

Nhu cầu trong nước vẫn ổn định mặc dù môi trường kinh doanh đầy thách thức. Do đó, HSC giảm giá mục tiêu đối với tất cả công ty thép trong danh sách khuyến nghị. Tuy nhiên, với khả năng phục hồi tốt, HPG đang là lựa chọn hàng đầu để đầu tư dài hạn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 31% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi cũng ưa thích cổ phiếu NKG (tiềm năng tăng giá 13%), nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với HSG.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/8.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
HPG	25,850	Mua vào	-	33,800	(12.4)	30.8	14.7	10.7	9.51	7.27	1.93	3.87
HSG	20,650	Nắm giữ	-	21,600	(12.2)	4.60	17.0	14.2	8.38	7.10	2.42	4.84
NKG	21,150	Tăng tỷ trọng	Mua vào	23,900	(22.4)	13.0	11.1	8.24	8.28	7.08	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 19/8/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Ngành thép Việt Nam: Thách thức từ đà suy thoái tại Trung Quốc

Tình trạng dư thừa nguồn cung tại Trung Quốc tạo ra cuộc chiến về giá trên phạm vi toàn cầu, ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép Việt Nam. Các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước đang đối mặt với 2 thách thức: Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng tại thị trường trong nước do thị trường đón nhận một lượng lớn thép nhập khẩu từ Trung Quốc và giá thép xuất khẩu giảm. Giá thép giảm mạnh tạo áp lực lên lợi nhuận do tồn thất ở hàng tồn kho và số lượng đơn hàng giảm. Mặc dù khó có khả năng lập lại cuộc khủng hoảng năm 2022 nhưng theo quan điểm của chúng tôi, việc giữ quan điểm thận trọng trong ngắn hạn là cần thiết. Tuy nhiên, thị trường Việt Nam vẫn còn triển vọng tích cực cho tăng trưởng trong dài hạn. HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi đối với ngành này.

Bối cảnh ngành thép toàn cầu

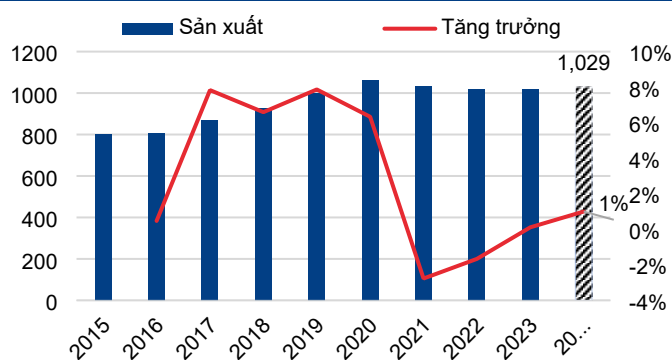
Tại Trung Quốc, nhu cầu trong nước thấp, dẫn đến việc đẩy mạnh xuất khẩu

Theo số liệu của Hiệp hội Thép Thế giới (Worldsteel), các doanh nghiệp thép tại Trung Quốc sản xuất tổng cộng 531 triệu tấn thép thô trong 6 tháng đầu năm 2024, giảm 1,1% so với cùng kỳ, bằng 55,6% tổng sản lượng thép thô trên toàn cầu ở mức 955 triệu tấn (không đổi so với cùng kỳ). Nhu cầu thấp tại thị trường Trung Quốc, (giảm 3,3% so với cùng kỳ xuống 480,8 triệu tấn) do thị trường BĐS đóng băng đã dẫn đến tình trạng công suất sản xuất dư thừa và tạo áp lực lên các nhà sản xuất thép Trung Quốc. Những yếu tố trên đã dẫn đến hoạt động bán phá giá trên thị trường toàn cầu.

Các nhà sản xuất thép của Trung Quốc đang cố gắng tìm kiếm thị trường để tiêu thụ sản phẩm của họ do nhu cầu trong nước và lợi nhuận thấp. Chúng tôi lưu ý rằng, trong năm 2021-2022, sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc vẫn duy trì ở mức 66-67 triệu tấn/năm nhờ nhu cầu thép của ngành xây dựng trong nước ổn định. Tuy nhiên, trong năm 2023, ngành xây dựng tại đây bắt đầu tăng trưởng chậm lại đáng kể, dẫn đến sản lượng tiêu thụ thép giảm mạnh. Từ đó, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 34% so với cùng kỳ, đạt 90,3 triệu tấn. Trong nửa đầu năm 2024, sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc tăng mạnh 24% so với cùng kỳ, lên 53,4 triệu tấn. Dựa trên xu hướng này, chúng tôi dự báo sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc trong năm 2024 sẽ vượt mức kỷ lục được ghi nhận trong năm 2015, tương đương với mức tăng trưởng 27% so với cùng kỳ, đạt 115 triệu tấn.

Biểu đồ 1: Sản lượng sản xuất thép thô (triệu tấn), Trung Quốc

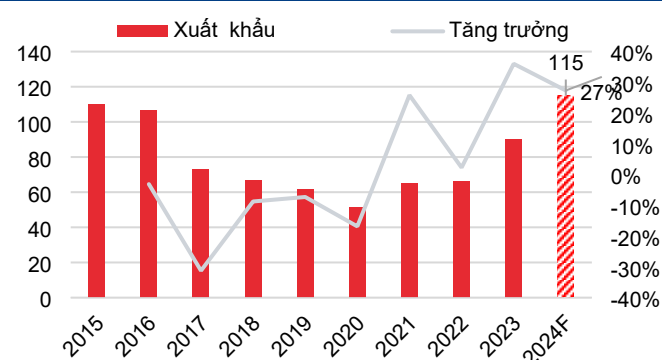
HSC ước tính sản lượng sản xuất sẽ tiếp tục tăng trong năm 2024



Nguồn: WorldSteel, HSC

Biểu đồ 2: Sản lượng thép xuất khẩu (triệu tấn), Trung Quốc

Xuất khẩu thép của Trung Quốc dự kiến sẽ vượt mức đỉnh năm 2015



Nguồn: WorldSteel, HSC

Nhu cầu trong nước thấp buộc các công ty thép Trung Quốc bán lượng thép dư thừa sang các thị trường không được bảo hộ

Tình trạng dư thừa nguồn cung kéo dài tại thị trường Trung Quốc do nhu cầu trong nước thấp làm tình trạng dư thừa nguồn cung trên toàn cầu thêm trầm trọng. Từ đó, giá thép giảm mạnh, ảnh hưởng đến các doanh nghiệp sản xuất thép trên toàn cầu, trong đó có Việt Nam. Nhằm chống lại hành vi bán phá giá thép của Trung Quốc,

hiều nước đã có động thái tăng cường các biện pháp phòng vệ thương mại. Số lượng các cuộc điều tra chống bán phá giá đã tăng lên 14 vụ trong nửa đầu năm 2024, từ 5 vụ trong năm 2023, và Trung Quốc là mục tiêu chính. Mặc dù số lượng các cuộc điều tra chống bán phá giá tăng, nhưng vẫn thấp hơn con số đỉnh điểm 39 vụ ghi nhận trong năm 2015-2016, giai đoạn dư thừa công suất sản xuất thép.

Việc Trung Quốc tỏ ra quyết liệt hơn trong hoạt động xuất khẩu thép đã “châm ngòi nổ” cho các căng thẳng thương mại trên toàn cầu. Đối mặt với các biện pháp bảo hộ ngày càng tăng, nước này đang tìm kiếm các thị trường hoặc chiến lược thay thế để tạo sự ổn định cho ngành thép của mình. Việc mở rộng thị trường một cách thiếu kiểm soát có thể làm các tranh chấp thương mại thêm tồi tệ, cũng như gây ra tổn hại đến lợi ích lâu dài của Trung Quốc. Theo quan điểm của chúng tôi, việc cắt giảm công suất sản xuất một cách có chiến lược có thể giảm bớt áp lực trước mắt và thúc đẩy tăng trưởng bền vững hơn.

Bảng 3: Số lượng các cuộc điều tra chống bán phá giá, toàn cầu

Số lượng các cuộc điều tra gần đây đã gia tăng do những lo ngại về hoạt động của Trung Quốc

Số lượng các cuộc điều tra chống bán phá giá trên toàn cầu	2015-16	2023	6T2024
Tổng số lượng các cuộc điều tra chống bán phá giá	39	5	14
Các cuộc điều tra đối với hàng hóa của Trung Quốc	Chiếm phần lớn	3	10

Nguồn: HSC

Giá thép giảm mạnh gần đây

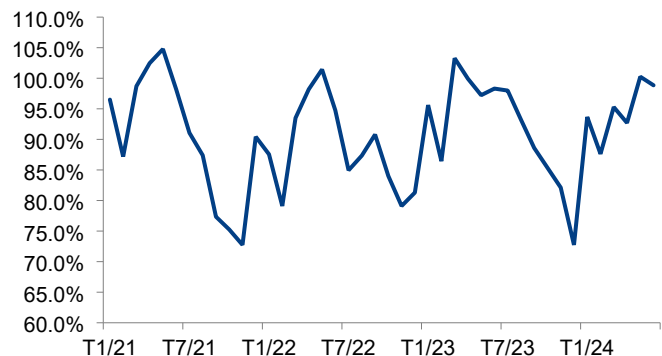
Mặc dù nhu cầu trong nước thấp, các nhà sản xuất thép Trung Quốc tỏ ra không vội vàng trong việc cắt giảm công suất sản xuất, dẫn đến tình trạng dư thừa sản phẩm trên thị trường xuất khẩu và giá thép giảm. Điều này đã khiến giá thép Trung Quốc giảm mạnh ở phân khúc HRC và thép xây dựng. Giá thép thanh (25mm) của Trung Quốc giảm 3% tính từ đầu tháng và giảm 8% kể từ cuối Q2/2024 xuống còn 468 USD/tấn, trong khi giá HRC giảm mạnh hơn, ở mức 8% so với đầu tháng và 13% kể từ cuối Q2/2024 xuống còn 442 USD/tấn.

Với mức giá trên, hầu hết các công ty thép của Trung Quốc sẽ phải chịu mức lỗ 1,8 triệu đồng/tấn đối với HRC, theo tính toán của Shanghai Steelhomes. Theo dữ liệu ngành của Mysteel, tính đến ngày 08/8/2024, tỷ suất lợi nhuận của 247 nhà máy thép lò cao trên toàn quốc (trong danh sách theo dõi của Mysteel) đã giảm xuống 5,19%, mức thấp nhất kể từ đầu năm 2016 và dự kiến sẽ giảm xuống mức thấp kỷ lục của tháng 7/2015. Tính đến cuối tháng 6/2024, hàng tồn kho đạt 20 triệu tấn. Mặc dù đã giảm phần nào từ mức cao trong tháng 3, nhưng hàng tồn kho vẫn còn cao hơn giai đoạn 2021-2022. Điều này đã tạo ra áp lực lên các nhà sản xuất thép Trung Quốc trong việc giải phóng hàng tồn kho và tạo áp lực lên giá thép.

Theo quan điểm của chúng tôi, với những tổn thất hiện tại trên toàn ngành, các điều kiện hiện tại có vẻ không bền vững và thị trường cần phải thiết lập một trạng thái cân bằng mới.

Biểu đồ 4: Công suất trung bình nhà máy thép, Trung Quốc

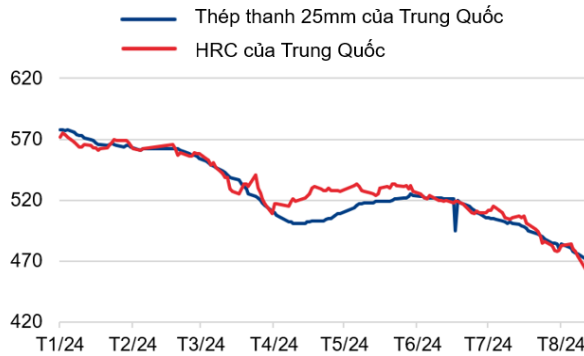
Công suất trung bình của các nhà máy thép là 99% trong tháng 6/2024 và được dự báo sẽ đạt 98,7% trong cả năm, bất chấp tình trạng thua lỗ



Nguồn: WorldSteel, OECD, HSC

Biểu đồ 5: Giá thép (USD/tấn), Trung Quốc

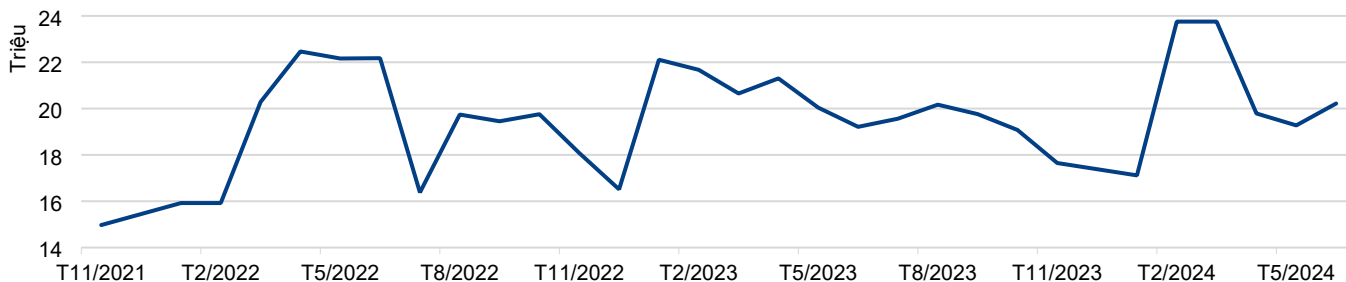
Giá thép Trung Quốc giảm mạnh so với đầu tháng trong bối cảnh nhu cầu yếu & lượng thép xuất khẩu ra thị trường thế giới tăng mạnh



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 6: Mức tồn kho thép, Trung Quốc

Tính đến cuối tháng 6, lượng tồn kho thép tại Trung Quốc đạt hơn 20 triệu tấn



Nguồn: Bloomberg

Bối cảnh ngành thép Việt Nam trong 7 tháng đầu năm 2024

Sản lượng tiêu thụ vững chắc trong tháng 7 và 7 tháng đầu năm 2024, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi

Theo hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024 tăng ở mức hợp lý 15% so với cùng kỳ đạt 18 triệu tấn (bao gồm thép xây dựng, HRC, phôi thép, tôn mạ, và ống thép. Trong đó:

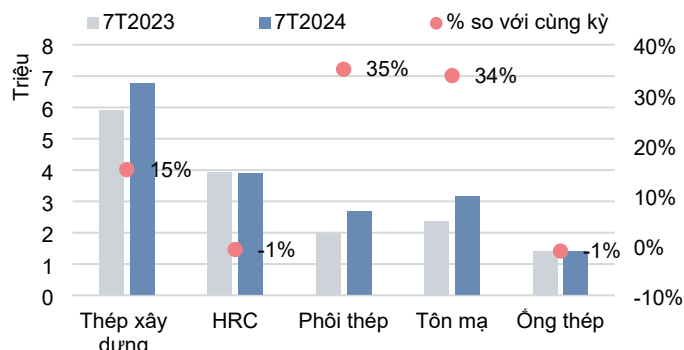
- **Sản lượng tiêu thụ trong nước** tăng 15% so với cùng kỳ đạt 11,7 triệu tấn trong 7 tháng đầu năm 2024 và đóng góp 65,4% tổng sản lượng tiêu thụ.
- **Sản lượng xuất khẩu** cũng tăng 14% so với cùng kỳ đạt 6,2 triệu tấn trong 7 tháng đầu năm 2024 và đóng góp 34,6% tổng sản lượng tiêu thụ.

Trong tháng 7/2024, tổng sản lượng tiêu thụ đạt 2,6 triệu tấn, tăng 11% so với cùng kỳ và 2% so với tháng trước mặc dù tháng 7 rơi vào mùa mưa và giá thép giảm. Kết quả này có được là nhờ nhu cầu trong nước tăng mạnh. Chi tiết như sau:

- **Sản lượng tiêu thụ trong nước** đạt 1,74 triệu tấn, tăng 15,6% so với cùng kỳ và tăng 2,3% so với tháng trước. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là kết quả đáng khích lệ, được thúc đẩy bởi hoạt động giải ngân đầu tư công vững chắc và sự ấm lên từ các hoạt động xây dựng trong nước.
- **Sản lượng xuất khẩu** trong tháng 7 gần như đi ngang, đạt 851.933 tấn, tăng 1,6% so với cùng kỳ và 2,6% so với tháng trước nhờ các hoạt động điều tra chống bán phá giá. Hơn nữa, nhiều công ty (bao gồm HPG) đã chuyển trọng tâm sang thị trường trong nước, thị trường có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Biểu đồ 7: Sản lượng thép tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024, Việt Nam

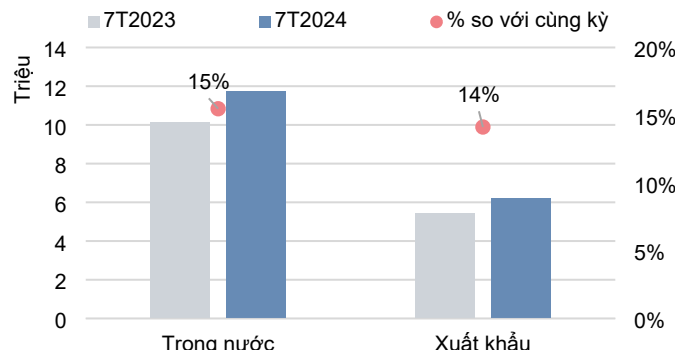
Tổng sản lượng tăng 15% so với cùng kỳ, đạt 18 triệu tấn trong 7 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 8: Cơ cấu sản lượng thép tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024 theo thị trường, Việt Nam

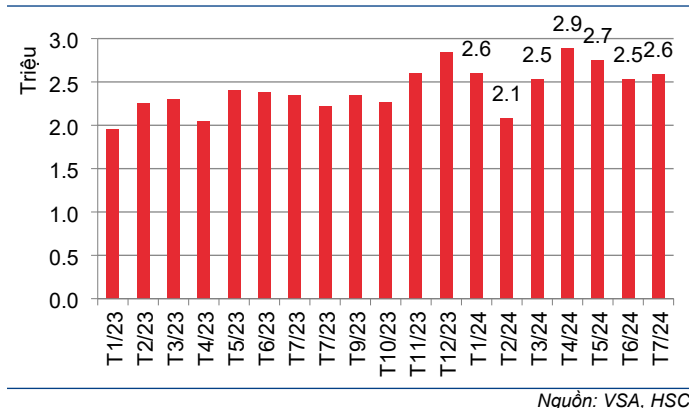
Tốc độ tăng trưởng trong nước & xuất khẩu ngang nhau trong 7 tháng đầu năm 2024



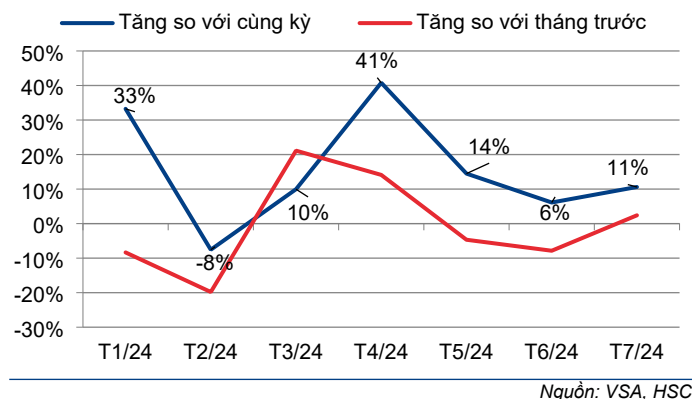
Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 9: Sản lượng thép tiêu thụ hàng tháng, Việt Nam

Sản lượng thép tiêu thụ trong tháng 7 đạt 2,6 triệu tấn...


Biểu đồ 10: Tăng trưởng so với cùng kỳ & so với tháng trước, Việt Nam

...tăng 11% so với cùng kỳ & tăng 2% so với tháng trước trong mùa mưa và trong bối cảnh giá bán bình quân giảm


Bảng 11: Cơ cấu doanh thu thép theo thị trường, Việt Nam

Sản lượng trong nước tăng mạnh 16% so với cùng kỳ & tăng 2,3% so với tháng trước trong tháng 7

Tấn	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ	% so với tháng trước	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ
Xuất khẩu	838,427	851,933	1.6%	2.6%	5,253,172	6,027,335	14.7%
Trong nước	1,507,028	1,742,295	15.6%	2.3%	10,164,615	11,737,909	15.5%
Tổng sản lượng thép	2,345,455	2,594,228	10.6%	2.4%	15,417,787	17,765,244	15.2%

Nguồn: VSA, HSC

Sản lượng tiêu thụ tăng nhưng giá bán bình quân bị ảnh hưởng bởi thị trường Trung Quốc

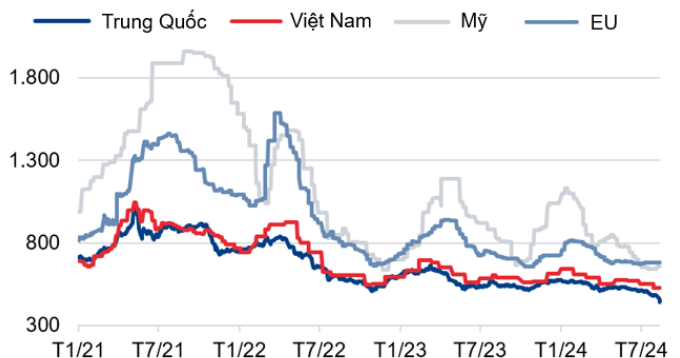
Do Việt Nam vẫn còn phụ thuộc nhiều vào các nguồn HRC nhập khẩu, chủ yếu đến từ Trung Quốc, nên khi giá thép Trung Quốc giảm mạnh thì sẽ tác động lên giá của các sản phẩm thép trong nước chẳng hạn như HRC và thép xây dựng.

Liên quan đến giá HRC tại Việt Nam, HPG và Formosa đưa ra giá bán 525-530 USD/tấn cho đơn hàng giao vào tháng 10/2024, giảm 5% so với tháng trước. Giá HRC có cùng chủng loại/chất lượng sản xuất tại Việt Nam và nhập khẩu từ Trung Quốc (sau khi loại trừ chi phí vận chuyển) có mức chênh lệch khoảng 25-30 USD/tấn do yêu cầu xuất xứ đối với các đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ. Theo kết quả khảo sát của HSC, HRC Trung Quốc có cùng chất lượng đang được giao dịch với mức giá 490-500 USD/tấn. Trong khi đó, sản phẩm HRC có chất lượng thấp dùng cho hoạt động sản xuất ống thép, được bán với giá chỉ 470 USD/tấn.

Do Việt Nam không áp thuế chống bán phá giá để bảo vệ các doanh nghiệp thép trong nước (không có thuế nhập khẩu, không có thuế tự vệ và các biện pháp chống bán phá giá), cho nên chúng tôi nhận thấy có mối tương quan về giá giữa HRC Việt Nam và HRC Trung Quốc. Lưu ý, tại thị trường Việt Nam, các doanh nghiệp sản xuất HRC sẽ gửi báo giá hàng tháng. Do đó, sự suy yếu về giá HRC Trung Quốc gần đây (442 USD/tấn vào ngày 15/8) sẽ ảnh hưởng lên các đợt chào bán sắp tới.

Biểu đồ 12: Giá HRC (USD/tấn), thế giới

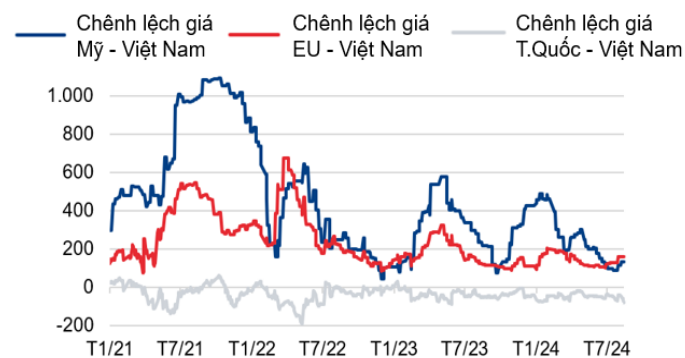
Giá HRC suy yếu, chịu ảnh hưởng bởi xuất khẩu thép của Trung Quốc tăng



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Chênh lệch giá giữa Việt Nam và Mỹ/EU/Trung Quốc (USD/tấn)

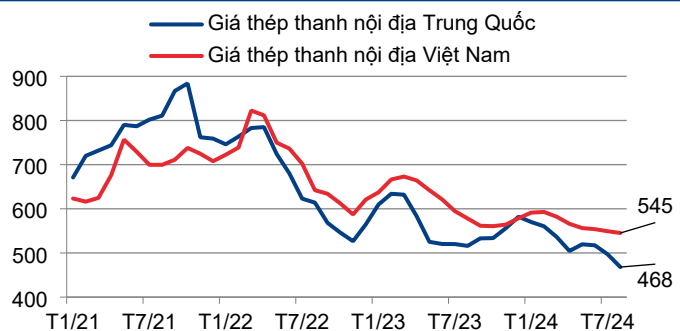
Chênh lệch giá với thị trường EU/Mỹ đã phục hồi từ tháng 7



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: Giá thép thanh (USD/tấn)

Nhờ là chắn thuế, mức giảm của giá thép thanh Việt Nam đã được hạn chế...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: Chênh lệch giá thép thanh của HPG và Trung Quốc

...nâng chênh lệch so với giá thép nội địa tại Trung Quốc lên 16,5%



Nguồn: HSC

Liên quan đến thép xây dựng: phân khúc sản phẩm này được bảo hộ tốt hơn với mức thuế chống bán phá giá 21% bao gồm thuế nhập khẩu 15% và thuế tự vệ 6%, và giá thép thanh trong nước giảm ở mức độ thấp hơn. Theo đó, giá thép thanh của HPG hiện ở mức 13.739đ/kg, tương đương với 545 USD/tấn, giảm 2% so với đầu tháng.

Kết quả là mức chênh lệch giá của thép thanh của HPG và sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc tăng lên 16,5%. Mức chênh lệch này vẫn thấp hơn mức thuế chống bán phá giá 21% và 24-26% thuế bảo hộ bao gồm chi phí vận chuyển.

Giá thép giảm nhanh sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận do trích lập dự phòng cao

Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh và đột ngột, có khả năng dẫn đến việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Dưới đây là số liệu thống kê của chúng tôi về mức tồn kho của ba công ty trong danh sách khuyến nghị.

Tại thời điểm cuối Q2/2024, cả 3 công ty đều ghi nhận mức độ tồn kho thấp hơn so với quý trước đó, ở mức khoảng 35 nghìn tỷ đồng (HPG), 10 nghìn tỷ đồng (HSG), và 5,7 nghìn tỷ đồng (NKG). Để xét mức tồn kho bị ảnh hưởng như thế nào bởi rủi ro mất giá do giá vật liệu đầu vào giảm, chúng tôi loại trừ các thành phẩm (thường ở mức 1 tháng bán hàng), có nghĩa là tất cả thành phẩm đã được bán hết vào tháng 7 và không còn phải đối mặt với rủi ro mất giá.

Theo phân tích của chúng tôi, tính đến cuối Q2/2024, số ngày tồn kho nguyên vật liệu của HPG/HSG/NKG liên tục giảm xuống lần lượt là 51/51/49 ngày. Nếu so với Q2/2022, khi cuộc khủng hoảng ngành thép xảy ra trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đầu vào và giá thép thành phẩm giảm nhanh, mức độ hàng tồn kho này là thấp hơn nhiều so với mức 102 ngày của HPG, 59 ngày của HSG và 50 ngày của NKG (trong

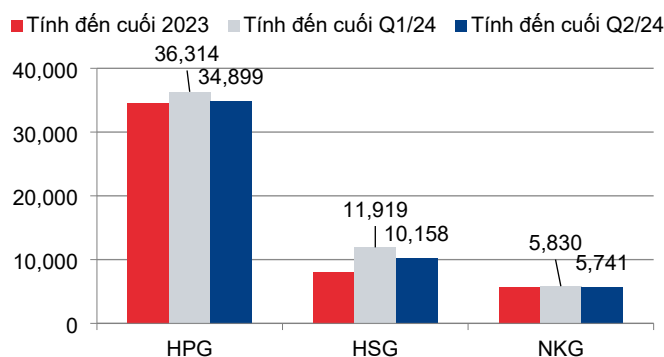
Q3/2022, NKG ghi nhận mức độ hàng tồn kho cao nhất, với 99 ngày). Tại thời điểm đó, hầu hết các công ty thép đều trích lập dự phòng lớn và kinh doanh thua lỗ.

Chúng tôi dự báo một số công ty sẽ trích lập dự phòng trong Q3/2024, nhưng tình hình sẽ không như Q3/2022, nhờ rủi ro vận hành ít hơn. Lưu ý, nhu cầu thép vẫn còn, sự hỗ trợ từ môi trường lãi suất thấp, sự phục hồi của thị trường BĐS, tình hình giải ngân đầu tư công tăng mạnh là những yếu tố tích cực cho ngành. Trong Q3/2022, bên cạnh việc giá thép giảm mạnh, HPG/HSG/NKG đã dừng hoạt động một số nhà máy do nhu cầu thấp khi thị trường BĐS đóng băng.

Tóm lại, việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho được thực hiện khi giá sản phẩm thép và nguyên liệu đầu vào (quặng sắt, than cốc) tiếp tục giảm trong thời gian tới. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, mức độ rủi ro ở giai đoạn này thấp hơn nhiều so với thời điểm nửa cuối năm 2022 do (1) số ngày tồn kho nguyên vật liệu ít hơn và (2) sản lượng tiêu thụ cao hơn. HSC ước tính trích lập dự phòng Q3/2024 của 3 công ty thép trong danh sách khuyến nghị sẽ vào khoảng 100-500 tỷ đồng.

Biểu đồ 16: Giá trị hàng tồn kho, các công ty ngành Thép

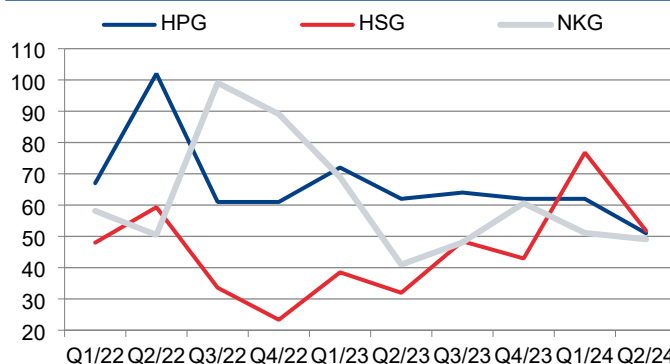
Cả 3 công ty đều ghi nhận hàng tồn kho giảm so với quý trước



Ghi chú: HSC điều chỉnh giá trị hàng tồn kho của HPG bằng cách trừ đi nguyên liệu phục vụ cho hoạt động xây dựng khu phức hợp Dung Quất
 Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 17: Số ngày tồn kho nguyên liệu, các công ty ngành Thép

Số ngày tồn kho nguyên liệu nằm trong khoảng 49-52 ngày



Nguồn: Các công ty, HSC

Áp dụng biện pháp bảo hộ kịp thời sẽ hữu ích cho doanh nghiệp thép, như năm 2016

Trước các hoạt động thương mại quyết liệt đối với sản phẩm HRC của Trung Quốc trên phạm vi toàn cầu, HSC cho rằng các biện pháp bảo hộ kịp thời sẽ hữu ích trong việc bảo vệ các nhà sản xuất trong nước. Theo quan điểm của chúng tôi, Việt Nam thường phản ứng chậm hơn so với các nước khác trong việc ứng phó với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc.

Năm 2015-2016, đối mặt với tình trạng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tăng mạnh, Chính phủ Việt Nam đã áp đặt một loạt biện pháp thuế bảo hộ như (1) thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu, (2) thuế hạn ngạch và thuế ngoài hạn ngạch đối với tôn mạ phủ màu, và (3) thuế tự vệ đối với phôi thép và thép xây dựng nhập khẩu. Các biện pháp thuế này đã hỗ trợ tích cực cho cả ngành thép Việt Nam. Chi tiết như sau:

Áp thuế tự vệ lên phôi thép và thép xây dựng nhập khẩu

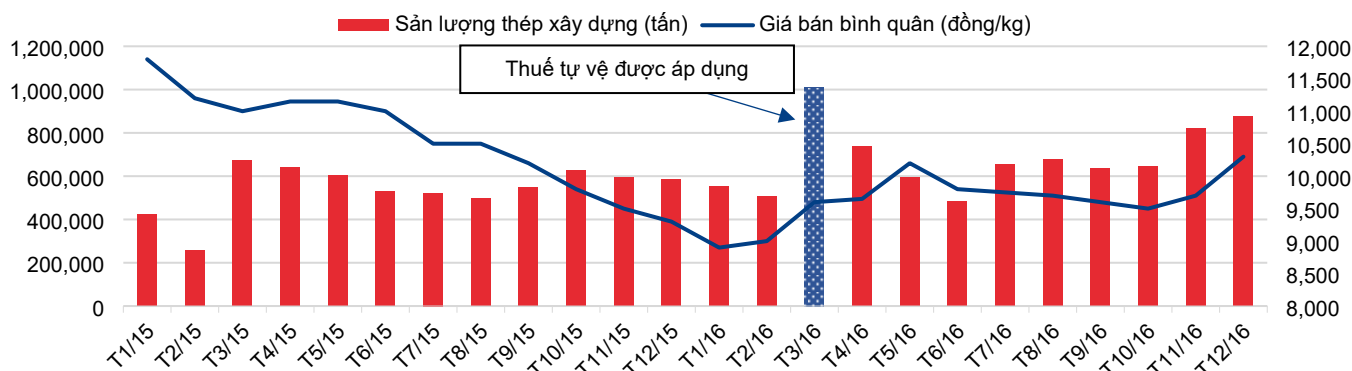
Đối mặt với nhu cầu và giá cả giảm mạnh trong bối cảnh Trung Quốc đẩy mạnh các hoạt động thương mại, Bộ Công Thương đã áp thuế tự vệ đối với phôi thép và thép dài nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 22/3/2016. Thông báo được đưa ra vào ngày 7/3/2016.

Như được thể hiện trong Biểu đồ 18, nhờ chính sách này, giá thép xây dựng và sản lượng tiêu thụ của HPG phục hồi mạnh, từ đó đã giúp cả ngành thép tránh được cuộc khủng hoảng trong nước. Theo đó, sản lượng tiêu thụ trong tháng 3/2016 của phân khúc thép xây dựng tăng mạnh 100% so với tháng trước và tăng 50% so với cùng kỳ. Giá bán bình quân tăng 7% so với tháng trước sau khi Bộ Công Thương đưa ra thông báo trên và ngày chính sách thuế mới bắt đầu có hiệu lực. Trong năm 2016, sản lượng

thép xây dựng đạt 8,1 triệu tấn, tăng 26% so với cùng kỳ và tiếp tục tăng 12% so với cùng kỳ trong năm 2017 lên 9,1 triệu tấn.

Biểu đồ 18: Diễn biến sản lượng thép xây dựng & giá thép thanh trong giai đoạn 2015-2017, Việt Nam

Sau khi thuế suất tự vệ được công bố trong tháng 3/2016, giá thép thanh tăng trở lại cùng nhu cầu phục hồi mạnh mẽ



Nguồn: HSC

Bảng 19: Thuế tự vệ, phôi thép

Được áp dụng từ tháng 3/2016 đến hết tháng 3/2023

Đối với phôi thép	Thuế suất tự vệ chính thức
22/3/2016 (kể từ ngày áp dụng thuế suất tạm thời) – 21/3/2017	23.30%
19/3/2017 – 21/3/2018	21.30%
20/3/2018 – 21/3/2019	19.30%
21/3/2019 – 21/3/2020	17.30%
22/3/2020 – 21/3/2021	15.30%
23/3/2021 – 21/3/2022	13.30%
24/3/2022 – 21/3/2023	11.30%
Từ 25/3/2023 trở đi	0.00%

Nguồn: MoIT, HSC

Bảng 20: Thuế tự vệ, thép xây dựng

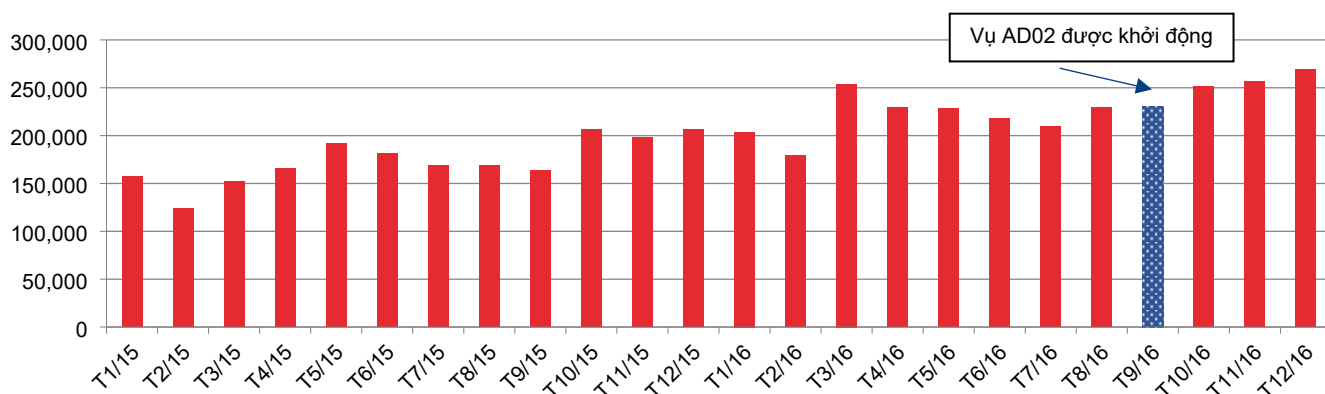
Được áp dụng từ tháng 3/2016 và vẫn có hiệu lực đến tháng 3/2026 nếu không gia hạn

Đối với thép dài	Thuế suất tự vệ chính thức
22/3/2016 (kể từ ngày áp dụng thuế suất tạm thời) – 21/3/2017	14.20%
19/3/2017 – 21/3/2018	15.40%
20/3/2018 – 21/3/2019	13.90%
21/3/2019 – 21/3/2020	12.40%
22/3/2020 – 21/3/2021	9.40%
23/3/2021 – 21/3/2022	7.90%
24/3/2022 – 21/3/2023	6.40%
25/3/2023 – 21/3/2024	6.30%
26/3/2024 – 21/3/2025	6.20%
27/3/2025 – 21/3/2026	6.10%
Từ 22/3/2026 trở đi	0% (nếu không gia hạn)

Nguồn: MoIT, HSC

Biểu đồ 21: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ, Việt Nam

Sản lượng tăng lần lượt 33% và 30% trong năm 2016-2017



Nguồn: VSA, HSC

Biện pháp bảo hộ tôn mạ và tôn mạ phủ màu

Bộ Công Thương cũng đã thông báo áp dụng các biện pháp bảo hộ đối với:

- Thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ (AD02) dao động ở khoảng 4,02-38,34% trong giai đoạn có hiệu lực tạm thời (từ 16/9/2016 đến ngày AD02

chính thức có hiệu lực) và khoảng 3,17-38,34% trong thời gian thuế chống bán phá giá chính thức được áp dụng (từ 14/4/2017 đến ngày 13/4/2022). Sau khi chính sách này chính thức có hiệu lực, sản lượng nhập khẩu trong năm 2022 của tôn mạ giảm xuống chỉ còn 335.990 tấn, so với 1,6 triệu tấn ghi nhận trong năm 2017.

- Sản phẩm tôn mạ phủ màu có mức thuế hạn ngạch và thuế ngoài hạn ngạch được áp dụng trong 3 năm ở mức là 19%, từ ngày 15/6/2017 đến tháng 6/2020. Biện pháp bảo hộ này đã kéo sản lượng tôn mạ phủ màu nhập khẩu xuống chỉ còn 292.132 tấn trong năm 2020, từ mức 682.023 tấn trong năm 2017. Rõ ràng, các biện pháp bảo hộ đã phát huy hiệu quả rất tốt trong thời gian được áp dụng.

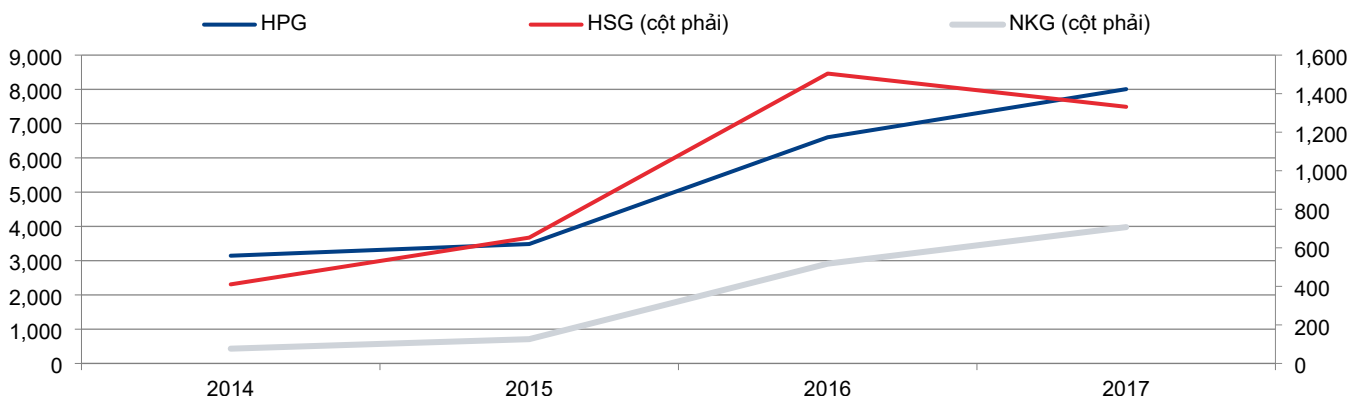
Nhờ hai biện pháp bảo hộ này, sản lượng tiêu thụ tôn mạ năm 2016/2017 tại Việt Nam tăng mạnh lần lượt 33% và 30% lên 2,8 triệu tấn và 3,6 triệu tấn.

Lợi nhuận tăng mạnh sau khi các chính sách thuế bảo hộ có hiệu lực

Biểu đồ 22 cho thấy sự biến động về lợi nhuận thuần của các công ty thép trong danh sách khuyến nghị trong giai đoạn 2016-2017, sau khi các biện pháp thuế chính thức được áp dụng. Theo đó, lợi nhuận thuần của HPG lần lượt đạt 6,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 89%) và 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21%) trong năm 2016-2017. Lợi nhuận thuần năm 2016 của HSG và NKG tăng trưởng mạnh lần lượt 130% và 311% lên 1,5 nghìn tỷ đồng và 518 tỷ đồng. KQKD trên cho thấy các việc áp thuế chống bán phá giá đã phát huy hiệu quả trong việc bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trước hành vi bán phá giá của Trung Quốc kể từ năm 2015.

Biểu đồ 22: Lợi nhuận thuần giai đoạn 2014-2017 (tỷ đồng), các công ty ngành Thép

Lợi nhuận 3 doanh nghiệp đều tăng mạnh sau khi các cơ chế chống bán phá giá hiệu quả được áp dụng



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Chi phí đầu vào giảm nhanh hơn giá thép

Các doanh nghiệp thép thường đối mặt với rủi ro vận hành cao hơn khi giá thép giảm. Tuy nhiên, các phân tích sâu hơn cho thấy chi phí đầu vào thấp hơn sẽ giảm thiểu rủi ro thu hẹp tỷ suất lợi nhuận (không bao gồm tác động từ việc trích lập dự phòng hàng tồn kho).

Giá bột quặng sắt hàm lượng 62% giảm 10% kể từ cuối Q2/2024 xuống còn 95 USD/tấn trong khi giá than cốc giảm 14% xuống còn 205 USD/tấn. Những biến động về giá này, phù hợp với giá HRC áp dụng cho đơn hàng giao vào tháng 10/2024, sẽ được phản ánh vào lãi/lỗ của HPG trong tháng 10/2024 hoặc các tháng tiếp theo. Điều này cho thấy, giá nguyên liệu đầu vào giảm với tốc độ nhanh hơn giá bán bình quân tại Việt Nam ở giai đoạn này ở mức 8% đối với sản phẩm HRC.

Chúng tôi lưu ý rằng giá HRC được chốt trong Q3/2024 với mức bình quân là 565 USD/tấn, giảm 4% so với quý trước do HPG ký hợp đồng trước 2 tháng. Trong khi thị trường thép xây dựng hoạt động với giá giao ngay (có tốc độ giảm giá rất thấp), chúng tôi tin rằng rủi ro giảm của tỷ suất lợi nhuận sẽ hạn chế bất chấp sự suy yếu của phân khúc sản phẩm HRC.

Tóm lại, việc quản lý hàng tồn kho tốt trong giai đoạn biến động của thị trường sẽ giúp các công ty giảm thiểu rủi ro. HPG làm việc này tốt hơn các công ty cùng ngành khác.

Biểu đồ 23: Giá quặng sắt 62% Fe (USD/tấn), Australia

Quặng sắt 62% Fe đang giao dịch ở mức 95 USD/tấn, giảm 10% kể từ cuối Q2/2024



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 24: Giá than cốc (USD/tấn), Australia

Than cốc đang giao dịch ở mức 205 USD/tấn, giảm 14% kể từ cuối Q2/2024



Nguồn: Bloomberg

Các giai đoạn khủng hoảng của ngành thép

HSC đang phân tích các điều kiện thị trường hiện tại, cùng với một số giai đoạn khủng hoảng của ngành, bao gồm giai đoạn 2015-2016 và 2022.

Theo thông tin trong bảng bên dưới, chúng tôi mong muốn thị trường sẽ có kết quả tương tự với giai đoạn 2015-2016 hơn là năm 2022, vì nhu cầu vẫn ở mức tương đối cao và ổn định ở giai đoạn này nhờ vào sự phục hồi của kinh tế vĩ mô tại Việt Nam, cùng với các biện pháp bảo hộ được xem xét. Những yếu tố trên đã giúp ngành thép Việt Nam vượt qua giai đoạn khó khăn.

Bảng 25: Các giai đoạn khủng hoảng của ngành, thế giới và Việt Nam

HSC thiên về giai đoạn 2015-2016 để so sánh hơn là giai đoạn năm 2022

	2015	2022	Hiện tại	Ghi chú
Sử dụng/nhu cầu thép toàn cầu	Giảm 3,1%	Giảm 2,9%	Dự báo tăng 1,7% so với cùng kỳ	WorldSteel dự báo
Sản lượng nhà máy thép trong nước	Tăng trưởng 25%	Giảm 6,8%	Dự báo tăng 10% so với cùng kỳ	Sản lượng tăng 15% so với cùng kỳ trong 7 tháng đầu năm 2024
Hành động bán phá giá của Trung Quốc	Có (xuất khẩu 110 triệu tấn, mức cao kỷ lục)	Không có (xuất khẩu 66,4 triệu tấn)	Có (ước tính khoảng 115 triệu tấn, vượt mức cao kỷ lục năm 2015)	HSC ước tính
Giá thép thế giới	Giảm 30-40% tùy thuộc vào loại sản phẩm	Giảm khoảng 20-21%	Giảm khoảng 20-22% so với đầu năm	
Giá thép trong nước	Giảm 21% đối với thép xây dựng	Giảm khoảng 9% đối với thép xây dựng & giảm 27% đối với HRC	Giảm khoảng 5% so với đầu năm đối với thép xây dựng & giảm 15% so với đầu năm đối với HRC	Việt Nam chưa có sản phẩm HRC trong năm 2015
Giá nguyên liệu (quặng sắt)	Giảm 39%	Giảm 5%	Giảm 33% so với đầu năm	Tích cực đối với HPG để dự trữ với giá đầu vào rẻ hơn
Biện pháp bảo vệ (biện pháp chống bán phá giá)	Một số biện pháp bảo vệ được đưa ra trong năm 2016	Không có biện pháp bảo vệ mới nào được đưa ra, trong khi vụ AD02 kết thúc	Điều tra chống bán phá giá đối với HRC & điều tra vụ AD02	
Kết quả	Tất cả doanh nghiệp thép trong nước tăng trưởng mạnh sau khi áp dụng biện pháp chống bán phá giá	Các công ty trong nước đang gặp khó khăn và báo cáo thua lỗ do (1) không ghi nhận sản lượng và (2) giá bán bình quân giảm mạnh	Lợi nhuận chịu ảnh hưởng phần lớn do khoản dự phòng hàng tồn kho trong Q3/2024, tuy nhiên nhu cầu vẫn ổn định trong giai đoạn này	
Kết luận	Nếu còn nhu cầu, xác suất xảy ra tình huống năm 2022 là thấp mà sẽ giống giai đoạn năm 2015-2016 hơn			

Nguồn: HSC

Bảng 26: Dự báo mới, HPG và NKG

HSC giảm bình quân lần lượt 16% và 18% dự báo lợi nhuận đối với HPG và NKG

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
HPG												
Doanh thu thuần	145,628	170,701	201,390	132,045	154,384	181,382	-9.3%	-9.6%	-9.9%	11.0%	16.9%	17.5%
Lợi nhuận thuần	13,714	17,594	22,379	11,215	15,467	18,573	-18.2%	-12.1%	-17.0%	64.1%	37.9%	20.1%
NKG												
Doanh thu thuần	22,052	24,981	29,012	19,911	22,777	26,452	-9.7%	-8.8%	-8.8%	7.1%	14.4%	16.1%
Lợi nhuận thuần	710	854	902	506	682	860	-28.7%	-20.1%	-4.6%	331.3%	34.8%	26.1%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Dự báo mới, HSG (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

Chúng tôi cũng giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận của HSG

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	38,884	43,583	49,353	38,104	42,555	48,180	-2.0%	-2.4%	-2.4%	20.4%	11.7%	13.2%
Lợi nhuận thuần	878	1,151	1,622	747	895	1,356	-15.0%	-22.2%	-16.4%	2388.2%	19.9%	51.4%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

Nhằm phản ánh khả năng trích lập dự phòng hàng tồn kho (nếu giá thép không đổi cho đến cuối năm) vào mô hình dự báo, mà không tính đến các khoản thuế (có thể trong Q4/2024), HSC đã điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 cho cả ba công ty thép như sau.

HPG: Chúng tôi giảm bình quân 16% lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu để phản ánh việc điều chỉnh giảm giá bán dẫn đến tỷ suất lợi nhuận giảm. Theo đó, lợi nhuận thuần của HPG trong năm 2024 dự báo đạt 11,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 64%) và 15,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 38%) trong năm 2025. Chúng tôi cũng tiến hành kiểm tra sức chịu đựng của HPG trong trường hợp giá thép tiếp tục giảm 10% so với giá hiện tại. Khi đó, lợi nhuận thuần năm 2024 sẽ đạt 10 nghìn tỷ đồng, (tăng trưởng 47%) và 13,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 31%) trong năm 2025.

NKG: Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 đối với NKG, do dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 giảm và giá HRC giảm nhanh gần đây. Theo đó, lợi nhuận thuần của NKG trong năm 2024 dự báo đạt 506 tỷ đồng (tăng trưởng 331%) và 682 tỷ đồng (tăng trưởng 35%) trong năm 2025.

HSG: HSC điều chỉnh giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTC 2023-2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) xuống còn 747 tỷ đồng do giả định trích lập dự phòng 100 tỷ đồng cho giá nguyên vật liệu đầu vào giảm trong Q4/NĐTC 2023-2024. Cho NĐTC 2024-2025 và 2025-2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng lần lượt 20% và 52% so với cùng kỳ đạt 896 tỷ đồng và 1.358 tỷ đồng, sau khi điều chỉnh giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần.

Kết luận và khuyến nghị

Dựa trên các phân tích trên, chúng tôi tin rằng biện pháp thuế chống bán phá giá sẽ hỗ trợ rất nhiều cho ngành thép Việt Nam. Nhu cầu vững chắc trong giai đoạn này phần nào hỗ trợ ngành thép tránh khỏi những tác động tiêu cực từ việc giá thép Trung Quốc giảm nhanh và sâu. Triển vọng ngành thép trong ngắn hạn sẽ gặp thách thức, chủ yếu đến từ các khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho, trong khi triển vọng lợi nhuận trong dài hạn vẫn hấp dẫn.

Với các giả định mới và thận trọng hơn, chúng tôi giảm 12-22% giá mục tiêu đối với các công ty thép trong danh sách khuyến nghị. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) với giá mục tiêu mới là 33.800đ (tiềm năng tăng giá: 31%), trong khi đó chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu NKG mặc dù hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới là 23.900đ (tiềm năng tăng giá:

13%). HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với HSG với giá mục tiêu mới là 21.600đ (tiềm năng tăng giá 5%).

Liên quan đến bối cảnh định giá, chúng tôi có một số lưu ý sau:

- HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 12,4 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,2 lần. Mặc dù có mức định giá cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ có lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 39,5%.
- NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm (giai đoạn từ đầu năm 2017 đến cuối năm 2021) ở mức 14,3 lần do năm 2022, NKG ghi nhận EPS âm.
- Cuối cùng, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,2 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 10/2018 ở mức 20,8 lần. Chúng tôi lưu ý rằng dữ liệu P/E năm 2022-2023 cao do lợi nhuận giai đoạn này thấp. Do đó, HSC sử dụng dữ liệu trước đại dịch COVID để so sánh rõ hơn trong trường hợp này. Theo tính toán của chúng tôi, P/E bình quân trước đại dịch COVID là 15 lần. Do đó, HSG đang giao dịch với giá trị hợp lý hơn so với bình quân quá khứ.
- Trong giai đoạn giá thép biến động, chúng tôi thích xem xét định giá P/B hơn. Trong 13 năm qua, vùng định giá P/B thấp nhất của HSG và NKG là 0,3 lần vào tháng 11/2022 và trong thời gian COVID-19 (tháng 3/2020). Điều này cho thấy, hầu hết thời gian, cổ phiếu được giao dịch gần giá trị sổ sách đối với NKG và P/B 1,2 lần đối với HSG.

Đối với HPG, mức P/B thấp kỷ lục là 0,7 lần trong tháng 11/2022, trong khi trong hơn 13 năm qua, mức P/B bình quân của HPG là khoảng 1,7 lần. Ở giai đoạn này, HPG (1,4 lần) và NKG (0,7 lần) đang giao dịch dưới mức P/B bình quân 13 năm lần lượt là 1,7 lần và 1 lần trong khi HSG đang giao dịch sát với mức bình quân là 1,2 lần.

Bảng 28: Khuyến nghị cho các công ty ngành Thép trong danh sách khuyến nghị của HSC

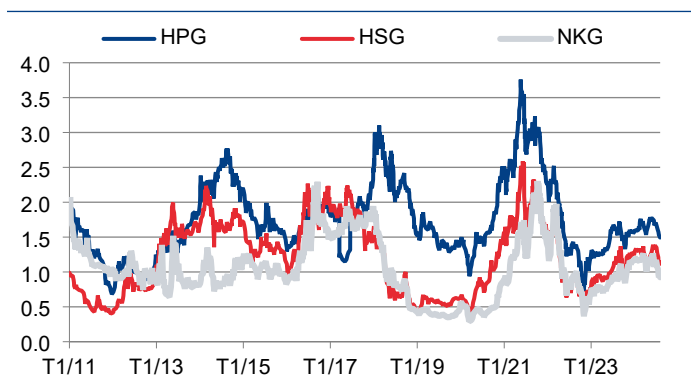
HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG, Nắm giữ đối với HSG nhưng hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Mã CK	Thị giá (đồng)	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ (đồng)	Giá mục tiêu mới (đồng)	Điều chỉnh	Tiềm năng tăng giá (%)
HPG	25,850	Mua vào	Mua vào	38,600	33,800	-12.4%	30.8%
HSG	20,650	Nắm giữ	Nắm giữ	24,600	21,600	-12.2%	4.6%
NKG	21,150	Mua vào	Tăng tỷ trọng	30,800	23,900	-22.4%	13.0%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 29: Định giá P/B 1, các công ty ngành Thép

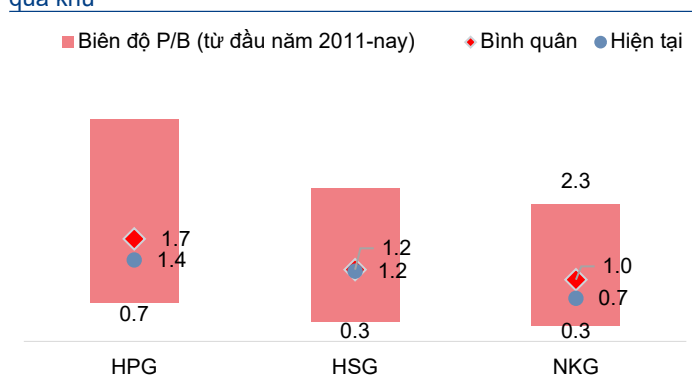
Mức định giá thấp kỷ lục được ghi nhận vào tháng 11/2022 khi nhu cầu sụt giảm và giá bán bình quân giảm mạnh



Nguồn: HSC

Biểu đồ 30: Định giá P/B 2, các công ty ngành Thép

HPG và NKG đang giao dịch với P/B thấp hơn mức bình quân 13 năm trong khi HSG đang giao dịch tương đương mức bình quân quá khứ



Nguồn: HSC

Mua vào (giữ nguyên)

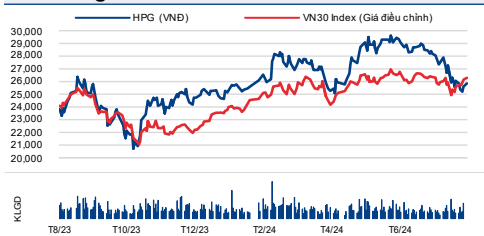
Giá mục tiêu: VNĐ33,800 (từ VNĐ38,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 30.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024)	25,850
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,727-29,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	165,343
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,623
Slg CP lưu hành (tr.đv)	6,396
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	3,134
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,600
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	54.1%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (26.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.33)	(10.0)	7.30
So với chỉ số	(8.10)	(9.25)	(1.70)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,666	2,037	(18.2)
2025F	2,297	2,811	(18.3)
2026F	2,759	3,197	(13.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giảm 12% giá mục tiêu sau khi hạ dự báo lợi nhuận

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG, nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 33.800đ (tiềm năng tăng giá 31%), do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, trên cơ sở giá thép thấp.
- Cho giai đoạn 2024-2026, sau khi điều chỉnh giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần, dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 64% trong năm 2024 và 38% trong năm 2025 và 2026. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 39,5%.
- HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 12,4 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,2 lần. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng năm 2024 là 1,4 lần, thấp hơn bình quân 13 năm ở mức 1,7 lần.
- Nếu biện pháp thuế chống bán phá giá tạm thời được áp dụng vào cuối năm 2024, thì đây sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ cho tâm lý thị trường và lợi nhuận của Công ty.

Sự kiện: Giá thép thấp ảnh hưởng đến lợi nhuận

Giá thép giảm trên phạm vi toàn cầu được dự báo sẽ có ảnh hưởng tiêu cực lên ngành thép nói chung, trong đó có HPG. Nếu giá thép tiếp tục giảm, rủi ro ghi nhận trích lập dự phòng hàng tồn kho sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình hình giá thép hiện tại tương đối bất hợp lý nhưng sẽ sớm tìm được trạng thái cân bằng mới.

Tác động: Giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 18% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 xuống 11,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 64%) và giảm lần lượt 12% và 17% dự báo cho năm 2025-2026, xuống 15,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 38%) và 18,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 39,5%.

Chúng tôi cũng tiến hành phân tích độ nhạy để biết được tác động của sự biến động giá bán bình quân/chi phí nguyên vật liệu đầu vào lên lợi nhuận của HPG trong năm nay và năm sau. Theo đó, với kịch bản xấu nhất/tốt nhất, lợi nhuận thuần trong năm nay sẽ đạt 10 nghìn tỷ đồng/12,3 nghìn tỷ đồng. Cho năm 2025, kịch bản tốt nhất xảy ra khi thuế chống bán phá giá được áp dụng. Khi đó, lợi nhuận thuần dự kiến đạt 18,5 nghìn tỷ đồng. Với kịch bản xấu nhất, lợi nhuận thuần sẽ ở mức 13,1 nghìn tỷ đồng do giá thép tiếp tục giảm.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 33.800đ (tiềm năng tăng giá: 31%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận sau khi giá bán bình quân giảm mạnh.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,2 lần, phản ánh triển vọng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn 2025-2026. HPG cũng có P/B dự phóng năm 2024 ở mức 1,4 lần, thấp hơn so với bình quân 13 năm ở mức 1,7 lần. Chỉ có một lần duy nhất cổ phiếu HPG giao dịch với P/B dự phóng 0,7 lần vào tháng 11/2022 do không ghi nhận sản lượng tiêu thụ. Trong khi đó, một khi định giá xuống mức 1-1,3 lần, giá cổ phiếu sẽ bật tăng trở lại.

Việc áp dụng các biện pháp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ sẽ là chất xúc tác quan trọng cho giá cổ phiếu trong giai đoạn này. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG, nhờ nhu cầu tăng và định giá hấp dẫn.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	19,893	16,443	22,413 ▼	30,198 ▼	36,267 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,484	6,835	11,215 ▼	15,467 ▼	18,573 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,666 ▼	2,297 ▼	2,759 ▼
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	16,511	17,674	18,642	20,439	22,198 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.73	11.0	9.51	7.27	5.69
P/E ĐC (lần)	18.7	23.1	15.5	11.3	9.37
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.93	3.87	5.80
P/B (lần)	1.57	1.46	1.39	1.26	1.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	49.2	37.9	20.1
ROAE (%)	9.09	6.88	10.1	12.4	13.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Thách thức trong ngắn hạn, nhưng tầm nhìn dài hạn

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG nhờ triển vọng tích cực trong 3 năm tới, mặc dù hiện tại có những khó khăn liên quan đến giá thép Trung Quốc suy yếu. Việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho sẽ tạo ra áp lực lên KQKD Q3/2024, trong khi lợi nhuận Q4/2024 được dự báo sẽ phục hồi nhờ giá nguyên liệu đầu vào thấp được phản ánh vào KQKD, cũng như nhu cầu ngày càng cải thiện. Kịch bản cơ sở của chúng tôi chưa phản ánh tác động tích cực từ khả năng biện pháp thuế chống bán phá giá tạm thời được thông qua. Việc áp thuế sẽ hỗ trợ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ, tỷ suất lợi nhuận, và tâm lý thị trường lên cổ phiếu. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 33.800đ, với tiềm năng tăng giá là 31%.

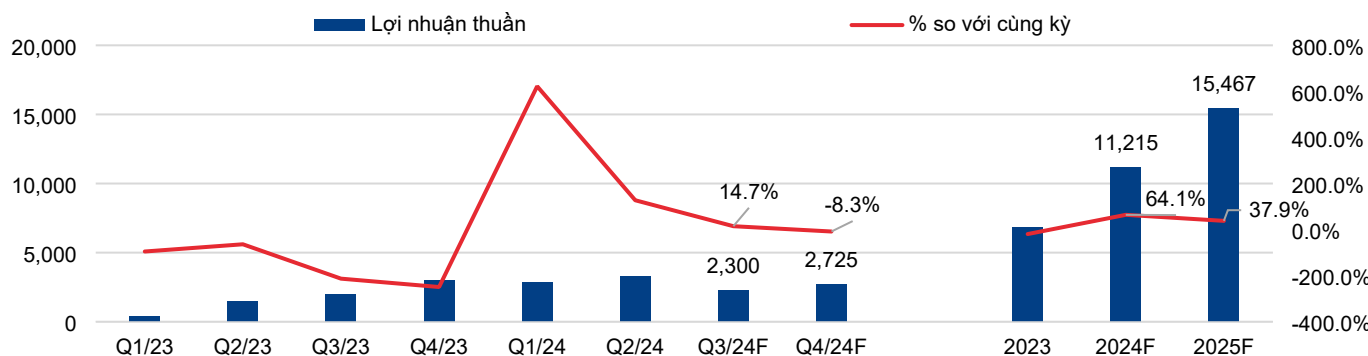
Triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2024

Do giá thép thành phẩm và giá nguyên liệu đầu vào giảm nhanh và sâu, trích lập dự phòng hàng tồn kho được dự báo sẽ tăng trong nửa cuối năm 2024. Nếu giá thép thành phẩm và giá nguyên liệu đầu vào biến động cùng chiều, thì tác động lớn nhất sẽ thể hiện trong Q3/2024 khi Công ty phải trích lập dự phòng cho giá nguyên liệu đầu vào trong khi tỷ suất lợi nhuận cũng sẽ bị ảnh hưởng. Trong khi đó, nếu giá thép ổn định và tìm được trạng thái cân bằng cao hơn, tỷ suất lợi nhuận sẽ phục hồi nhờ giá bán bình quân tăng và chi phí nguyên liệu đầu vào thấp được phản ánh vào HĐKD.

Ở giai đoạn này, HSC giả định trích lập dự phòng sẽ ở mức khoảng 500 tỷ đồng trong Q3/2024, dẫn đến lợi nhuận thuần trong quý đạt 2,3 nghìn tỷ đồng, vẫn tăng 15% so với cùng kỳ. Cho Q4/2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giảm 8% so với cùng kỳ xuống 2.725 tỷ đồng do giá HRC giảm (bị ảnh hưởng bởi giá thép Trung Quốc giảm).

Biểu đồ 31: Dự báo lợi nhuận hàng quý, HPG

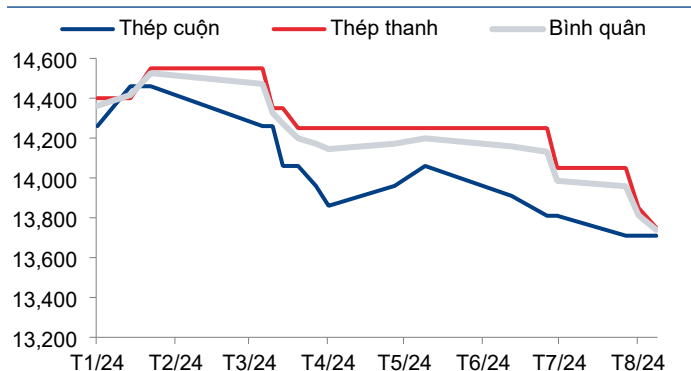
HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 2,3 nghìn tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ



Nguồn: HSC

Biểu đồ 32: Giá thép xây dựng (đồng/kg), HPG

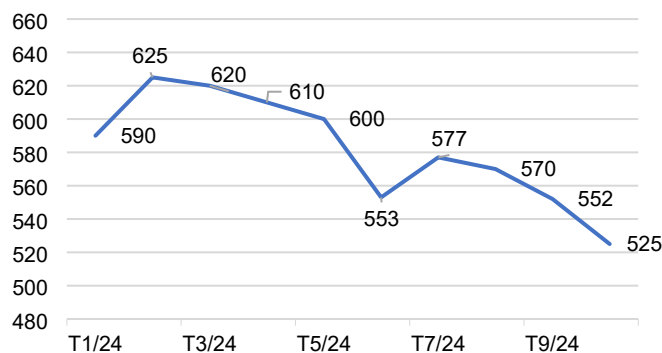
Giá thép xây dựng giảm 2% so với đầu tháng



Nguồn: HSC

Biểu đồ 33: Giá HRC (USD/tấn), HPG

Giá đơn đặt hàng trong tháng 10/2024 là 525 USD/tấn, giảm 5% so với tháng trước



Nguồn: HSC

Ở giai đoạn này, thép xây dựng tạo ra nhiều lợi nhuận hơn HRC

Giá thép xây dựng của HPG giảm 2% so với đầu tháng, giảm 3% so với đầu quý và đầu năm. Trong thời gian tới, giá thép xây dựng sẽ giảm do chi phí đầu vào giảm, nhưng với tốc độ chậm hơn nhờ thuế bảo hộ 21%, nhằm chống lại hành vi bán phá giá của Trung Quốc.

Giá thép HRC của HPG giảm 5% so với tháng trước và giảm 11% so với đầu năm, với tốc độ giảm nhanh hơn giá thép xây dựng. HSC cho rằng giá HRC của HPG trong những tháng tới sẽ phải chịu áp lực giảm nếu thuế chống bán phá giá không được áp dụng. Do đó, tỷ suất lợi nhuận sản phẩm HRC của HPG có khả năng giảm mạnh trong nửa cuối năm 2024.

Với tỷ trọng thép xây dựng cao hơn, tỷ suất lợi nhuận chung của HPG sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, nhưng với tốc độ chậm hơn so với tỷ suất lợi nhuận riêng của sản phẩm HRC.

Chúng tôi ước tính doanh thu thép xây dựng đóng góp 47% doanh thu hợp nhất của HPG, cao hơn so với mức đóng góp 25% của doanh thu HRC. Do đó, với mức đóng góp vào doanh thu chung gần gấp đôi so với HRC, phân khúc thép xây dựng sẽ có thể bù trừ cho phần giảm mạnh tỷ suất lợi nhuận của HRC.

Nhu cầu vẫn vững chắc trong tháng 7

Mặc dù rơi vào mùa mưa và giá bán bình quân giảm nhưng nhu cầu trong tháng 7 vẫn tiếp tục vững chắc ở mức 743,522 tấn, tăng 12% so với cùng kỳ và không đổi so với tháng trước.

Bảng 34: Sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 & 7 tháng đầu năm 2024, HPG

Bất chấp việc mùa mưa đang diễn ra và giá bán bình quân yếu, sản lượng trong tháng 7 vẫn duy trì vững chắc, tăng 12,4% so với cùng kỳ và đi ngang so với tháng trước

Tấn	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ	% so với tháng trước	7T2023	7T2024	% so với cùng kỳ
Sản phẩm thượng nguồn	555,000	633,818	14.2%	-3.0%	3,461,066	4,680,050	35.2%
Thép xây dựng	261,114	347,162	33.0%	-4.7%	1,915,184	2,574,897	34.4%
Phôi thép	2,840	52,427	1746.0%	-13.1%	38,454	341,349	787.7%
HRC	291,046	234,229	-19.5%	2.2%	1,507,428	1,763,804	17.0%
Ống thép	74,047	65,635	-11.4%	22.4%	399,084	383,009	-4.0%
Tôn mạ	32,187	44,069	36.9%	11.8%	207,760	266,158	28.1%
Tổng sản lượng tiêu thụ	661,234	743,522	12.4%	-0.4%	4,067,910	5,329,217	31.0%
Sản lượng thép thô	633,480	729,915	15.2%	-1.7%	3,493,697	5,098,683	45.9%

Nguồn: VSA, HSC

Bảng 35: Dự báo lợi nhuận mới, HPG

HSC giảm 16% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 với tốc độ CAGR 3 năm mới của lợi nhuận thuần là 39,5%

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	145,628	170,701	201,390	132,045	154,348	181,382	-9.3%	-9.6%	-9.9%	11.0%	16.9%	17.5%
Lợi nhuận thuần	13,714	17,594	22,379	11,215	15,467	18,573	-18.2%	-12.1%	-17.0%	64.1%	37.9%	20.1%

Nguồn: HSC

Bảng 36: Giá định giá bán, HPG

HSC giảm bình quân 3-5% giá định giá bán bình quân đối với mỗi mảng sản phẩm

Triệu đồng/tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	14.6	14.2	14.4	14.7
HRC	15.7	14.6	14.9	15.2

Nguồn: HSC

Bảng 37: Giá định tăng trưởng giá bán bình quân, HPG

Chúng tôi hiện dự báo giá bán bình quân năm 2024 sẽ giảm trước khi phục hồi trong năm 2025-2026

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-13.7%	-3.0%	2.0%	2.0%
HRC	-11.0%	-6.8%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

Do giá thép và giá nguyên liệu đầu vào giảm nhanh và sâu, chúng tôi dự báo trích lập dự phòng hàng tồn kho sẽ tăng, và giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 11,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 64%), sau khi điều chỉnh giảm 18% dự báo lợi nhuận

thuần. Cho năm 2025-2026, chúng tôi cũng lần lượt điều chỉnh giảm lợi nhuận thuần xuống lần lượt 15,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 38%) và 18,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 39,5%.

Dự báo lợi nhuận thuần mới cho năm 2024 đã bao gồm khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho 1 nghìn tỷ đồng (năm 2023: hoàn nhập dự phòng 1,1 nghìn tỷ đồng). Nếu loại trừ khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, lợi nhuận sẽ đạt 12,2 nghìn tỷ đồng trong năm nay, cao hơn 5,7 nghìn tỷ đồng của năm 2023.

Bảng 38: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ, HPG

HSC giảm nhẹ giá định sản lượng tiêu thụ HRC trong bối cảnh xuất khẩu suy yếu

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3,787,853	4,302,023	4,775,060	5,304,861
Phôi thép	138,650	400,000	100,000	0
HRC	2,796,037	3,075,641	3,844,551	4,805,689
Ống thép	684,680	718,914	790,805	869,886
Tôn mạ	329,236	444,469	511,139	562,253

Nguồn: HSC

Bảng 39: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ theo mảng SP, HPG

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ duy trì vững chắc trong năm 2025-2026

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-11.3%	13.6%	11.0%	11.1%
Phôi thép	-51.8%	188.5%	-75.0%	-100.0%
HRC	6.3%	10.0%	25.0%	25.0%
Ống thép	-8.6%	5.0%	10.0%	10.0%
Tôn mạ	0.4%	35.0%	15.0%	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Giá định tỷ suất lợi nhuận, HPG

Chúng tôi hạ giá định tỷ suất lợi nhuận gộp do tăng giá định dự phòng & hạ giá định giá bán bình quân

	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	13.3%	15.5%	15.9%
Chi phí BH&QL/Doanh thu thuần	2.7%	2.9%	2.9%	2.8%
Tỷ suất LNNTT	6.6%	9.5%	10.9%	11.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.7%	8.5%	10.0%	10.2%

Nguồn: HSC

Các giả định chính

HSC giảm lần lượt 3% và 5% giá định giá bán bình quân của thép xây dựng và HRC. Theo đó, giá bán bình quân thép xây dựng và HRC năm 2024 được dự báo sẽ giảm lần lượt 3% và 7%. Cho giai đoạn 2025-2026, dựa trên cơ sở giá thép ở mức thấp trong năm nay, chúng tôi dự báo giá thép sẽ tăng dần ở mức 2%/năm.

Đối với sản lượng tiêu thụ, chúng tôi đa phần giữ nguyên giả định đối với thép xây dựng, ống thép, nhưng tăng giá định đối với tôn mạ (sau khi Công ty công bố KQKD 7 tháng đầu năm 2024 của phân khúc sản phẩm này cao hơn dự báo) và giảm giả định đối với sản lượng tiêu thụ HRC do hoạt động xuất khẩu kém trong thời gian gần đây. Theo đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC dự báo tăng trưởng lần lượt 14% và 10% đạt 4,3 triệu tấn và 3,1 triệu tấn trong năm 2024. Cho năm 2025-2026, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 10-11%/năm do hạn chế công suất sản xuất trong khi sản lượng HRC dự báo tăng 25%/năm nhờ được bổ sung công suất vào đầu năm sau.

Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2024 được điều chỉnh xuống 13,3% từ mức 14,1% trước đó do tăng giá định trích lập dự phòng và giảm giả định giá bán bình quân. Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ dần phục hồi lên lần lượt 15,5%/15,9% nhờ công suất hoạt động nhà máy được nâng cao và giá thép ổn định.

Phân tích độ nhạy đối với việc áp thuế chống bán phá giá lên HRC, hiệu lực từ Q4/2024

HSC tiến hành phân tích đối với HĐKD của HPG theo hai kịch bản:

- Kịch bản tốt nhất xảy ra khi các biện pháp áp thuế chống bán phá giá sản phẩm HRC có hiệu lực từ Q4/2024.
- Kịch bản xấu nhất xảy ra khi không có biện pháp thuế chống bán phá giá trong giai đoạn 2024-2025, và giá thép tiếp tục giảm 10% so với mức giá hiện tại.

- Với các giả định trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 sẽ đạt lần lượt 10/13 nghìn tỷ đồng đối với kịch bản xấu nhất và 12,4/18,5 nghìn tỷ đồng đối với kịch bản tốt nhất.

Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, HPG

Kịch bản tích cực nhất của HSC là khi các biện pháp chống bán phá giá được áp dụng có hiệu lực kể từ Q4/2024 trong khi kịch bản tiêu cực nhất là khi giá bán bình quân tiếp tục giảm 10% so với mức hiện tại và không có biện pháp bảo vệ nào được áp dụng

Tỷ đồng	2024	2025	2024 - Tăng trưởng	2025 – Tăng trưởng	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá
Kịch bản tiêu cực nhất	10,043	13,108	46.9%	30.5%	29,398	14.8%
Kịch bản cơ sở	11,215	15,467	64.1%	37.9%	33,807	32.1%
Kịch bản tích cực nhất	12,359	18,520	80.8%	49.9%	37,602	46.9%

Nguồn: HSC

Khuyến nghị và định giá

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 33.800đ (tiềm năng tăng giá: 31%) với các giả định chính như sau:

- Điều chỉnh giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026.
- Giảm giả định WACC xuống còn 12,2% từ mức 12,7% trước đó, do điều chỉnh giảm hệ số beta xuống 1,3 lần từ 1,4 lần (theo Bloomberg).
- Các giả định khác không đổi, với lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 42: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HPG

Dòng tiền sẽ mạnh mẽ từ năm 2026 trở đi, sau khoản đầu tư vào khu phức hợp Dung Quất giai đoạn 2 trong năm 2025

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	11,215	15,467	18,573	26,527	34,252
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,006	2,968	4,082	4,099	3,990
+ Khấu hao	8,623	10,777	12,393	12,766	12,895
- Thay đổi vốn lưu động	(7,062)	(7,756)	(9,394)	(16,406)	(18,764)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(34,335)	(19,699)	177	(363)	(2,123)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(19,553)	1,756	25,830	26,622	30,251

Nguồn: HSC

Bảng 43: Tính toán WACC, HPG

HSC giảm giả định WACC từ 12,7% xuống 12,2% do giảm giả định hệ số beta

Cơ cấu nguồn vốn	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	67.1%
Nợ / Tổng nguồn vốn	32.9%
WACC	12.2%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Tính toán chi phí vốn CSH & chi phí nợ, HPG

HSC hạ giả định hệ số beta từ 1,4 lần xuống 1,3 lần

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	15.1%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	10.8%
Chi phí nợ sau thuế	6.2%

Nguồn: HSC

Bảng 45: Định giá DCF, HPG

HSC giảm 12% giá mục tiêu mới xuống 33.800đ (tiềm năng tăng giá: 31%)

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(19,553)	1,756	25,830	26,622	30,251
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)	0	0	0	0	2%
Giá trị dài hạn	0	0	0	0	303,957
Dòng tiền tương lai	(19,553)	1,756	25,830	26,622	334,208
Giá trị hiện tại	(19,553)	1,756	23,032	21,166	236,920
Giá trị của doanh nghiệp	282,873				
- Tổng nợ	(85,522)				
+ Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	31,652				
Giá trị của vốn CSH	229,003				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	6,396,264				
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	35,803				
Giá mục tiêu đến giữa năm 2025	33,807				

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua do giá thép Trung Quốc giảm, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 11,2 lần. Mặc dù có định giá cao hơn một chút, nhưng chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận tích cực với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm ở mức 39,5% sẽ cho thấy cổ phiếu xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn. HPG cũng có P/B dự phóng năm 2024 ở mức 1,4 lần, thấp hơn so với bình quân 13 năm ở mức 1,7 lần.

HSC nhận thấy có rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn/thấp hơn dự báo trong giai đoạn này, bao gồm (1) giá thép Trung Quốc tiếp tục giảm đối với rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo, trong khi (2) rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo xảy ra khi việc áp thuế chống bán phá giá HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ chính thức được công bố.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng các NĐT dài hạn có thể tích lũy cổ phiếu và nắm giữ trong thời gian dài. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 33.800đ (tiềm năng tăng giá: 31%).

Biểu đồ 46: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 47: Độ lệch chuẩn, HPG

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm là 11,2 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	141,409	118,953	132,045	154,348	181,382
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	17,593	23,868	28,921
Chi phí BH&QL	(3,685)	(3,269)	(3,829)	(4,476)	(5,079)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	13,078	9,669	13,763	19,391	23,842
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,313)	(2,582)	(3,655)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.07)	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	129	142	66.0	77.2	90.7
LNTT	9,923	7,793	12,516	16,886	20,278
Chi phí thuế TNDN	(1,479)	(992)	(1,252)	(1,351)	(1,622)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39.1	34.7	(50.0)	(69.0)	(82.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,484	6,835	11,215	15,467	18,573
Lợi nhuận thuần ĐC	8,059	6,493	10,654	14,693	17,644
EBITDA ĐC	19,893	16,443	22,413	30,198	36,267
EPS (đồng)	1,459	1,175	1,753	2,418	2,904
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,666	2,297	2,759
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	8,325	12,267	14,657	16,217	28,267
Đầu tư ngắn hạn	26,268	22,162	13,205	15,435	18,138
Phải thu khách hàng	9,893	10,702	13,205	15,435	18,138
Hàng tồn kho	34,491	34,504	38,293	44,761	52,601
Các tài sản ngắn hạn khác	1,538	3,081	4,622	6,174	8,162
Tổng tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	83,981	98,021	125,306
TSCĐ hữu hình	83,562	97,886	123,576	132,476	119,881
TSCĐ vô hình	634	211	232	255	281
Bất động sản đầu tư	629	594	567	538	506
Đầu tư dài hạn	0	40.0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0.70	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,995	6,335	6,250	7,287	8,546
Tổng tài sản dài hạn	89,821	105,066	130,626	140,556	129,214
Tổng cộng tài sản	170,336	187,783	214,607	238,577	254,520
Nợ ngắn hạn	46,749	54,982	55,459	58,652	63,484
Phả trả người bán	11,107	12,387	13,205	15,435	18,138
Nợ ngắn hạn khác	3,020	2,457	2,224	2,172	2,222
Tổng nợ ngắn hạn	62,385	71,513	72,760	78,448	86,417
Nợ dài hạn	11,152	10,399	20,152	26,870	23,511
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	31.2	30.0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	597	2,948	2,339	2,340	2,342
Tổng nợ dài hạn	11,780	13,378	22,491	29,210	25,853
Tổng nợ phải trả	74,223	84,946	95,252	107,658	112,270
Vốn chủ sở hữu	96,007	102,771	119,239	130,735	141,983
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	65.8	116	185	268
Tổng vốn chủ sở hữu	96,113	102,836	119,355	130,919	142,250
Tổng nợ phải trả và VCSH	170,336	187,783	214,607	238,577	254,520
BVPS (đ)	16,511	17,674	18,642	20,439	22,198
Nợ thuần/(tiền mặt)	49,576	53,114	60,954	69,305	58,728

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	13,078	9,669	13,763	19,391	23,842
Khấu hao	(6,814)	(6,773)	(8,650)	(10,806)	(12,425)
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,313)	(2,582)	(3,655)
Thuế TNDN đã nộp	(1,242)	(560)	(1,252)	(1,351)	(1,622)
Thay đổi vốn lưu động	(5,765)	(6,243)	(10,590)	(15,951)	(19,848)
Khác	(3,777)	(3,753)	(2,419)	(3,406)	(4,605)
LCT thuần từ HKKD	12,192	9,472	10,381	12,715	14,628
Đầu tư TS dài hạn	(17,966)	(17,353)	(34,335)	(19,699)	177
Góp vốn & đầu tư	(53,800)	(38,417)	8,865	(2,253)	(2,731)
Thanh lý	47,055	42,969	111	159	135
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(24,712)	(12,801)	(25,359)	(21,792)	(2,419)
Cổ tức trả cho CSH	(2,247)	(8.01)	(3,198)	(6,396)	(9,594)
Thu từ phát hành CP	4.08	(1.64)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	626	7,283	20,565	17,033	9,435
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,617)	7,273	17,367	10,637	(160)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,471	8,325	12,267	14,657	16,217
LCT thuần trong kỳ	(14,137)	3,944	2,390	1,559	12,050
Ảnh hưởng của tỷ giá	(9.64)	(0.73)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,325	12,267	14,657	16,217	28,267
Dòng tiền tự do	(5,774)	(7,881)	(23,953)	(6,984)	14,805

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.9	10.9	13.3	15.5	15.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	13.8	17.0	19.6	20.0
Tỷ suất LNT (%)	6.00	5.75	8.49	10.0	10.2
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.9	12.7	10.0	8.00	8.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.53)	(15.9)	11.0	16.9	17.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(54.5)	(17.3)	36.3	34.7	20.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(75.4)	(19.4)	64.1	37.9	20.1
Tăng trưởng EPS (%)	(81.1)	(19.4)	49.2	37.9	20.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	49.2	37.9	20.1
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	28.5	41.4	51.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.09	6.88	10.1	12.4	13.6
ROACE (%)	12.3	8.62	10.7	12.8	14.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.81	0.66	0.66	0.68	0.74
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.93	0.98	0.75	0.66	0.61
Số ngày tồn kho	101	119	122	125	126
Số ngày phải thu	29.0	36.8	42.1	43.2	43.4
Số ngày phải trả	32.5	42.6	42.1	43.2	43.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	52.4	51.8	53.7	42.2
Nợ/tài sản (%)	34.5	35.2	35.6	36.3	34.6
EBIT/lãi vay (lần)	3.98	4.79	10.5	7.51	6.52
Nợ/EBITDA (lần)	2.95	4.02	3.41	2.86	2.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.29	1.16	1.15	1.25	1.45
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.23	1.52	1.61	1.42	1.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.73	11.0	9.51	7.27	5.69
P/E (lần)	17.7	22.0	14.7	10.7	8.90
P/E ĐC (lần)	18.7	23.1	15.5	11.3	9.37
P/B (lần)	1.57	1.46	1.39	1.26	1.16
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.93	3.87	5.80

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ23,900 (từ VNĐ30,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 13.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024)	21,150
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,300-26,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	20,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,568
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	223
Slg CP lưu hành (tr.đv)	263
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	132
Slg CP NN được mua (tr.đv)	96.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.2%
Tỷ lệ freefloat	77.1%
Cổ đông lớn	Hồ Minh Quang (11.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(13.0)	(14.7)	13.7
So với chỉ số	(12.7)	(14.0)	4.17
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,810	1,333	35.8
2025F	2,439	2,257	8.1
2026F	3,075	2,137	43.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tập đoàn Nam Kim là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành tôn Việt Nam. 60-65% doanh thu đến từ các hoạt động xuất khẩu và thị trường xuất khẩu chính của NKG bao gồm các nước Đông Nam Á, Mỹ và Châu Âu.

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do rủi ro tăng, định giá vẫn hấp dẫn

- HSC hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 22% giá mục tiêu xuống 23.900đ (tiềm năng tăng giá 13%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận do giá HRC giảm mạnh tại thị trường Trung Quốc.
- Cho giai đoạn 2024-2026, sau khi điều chỉnh giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 331% trong năm 2024 và 35% trong năm 2025. Mặc dù có điều chỉnh giảm nhưng dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 94%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần, trong khi cổ phiếu có P/B dự phóng năm 2024 là 0,7 lần, thấp hơn bình quân 13 năm ở mức 1 lần. Mặc dù rủi ro ngày càng tăng, nhưng định giá vẫn hấp dẫn.

Sự kiện: Giá HRC giảm, ảnh hưởng đến lợi nhuận

Giá bán bình quân của NKG giảm gần đây do giá HRC Trung Quốc giảm. Dự kiến các khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho sẽ được ghi nhận vào Q3/2024, ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận. Trong khi đó, lợi nhuận Q4/2024 dự báo sẽ phục hồi, nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện và rủi ro trích lập dự phòng bổ sung giảm.

Tác động: Giảm 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Nhằm phản ánh khoản trích lập dự phòng dự kiến cao hơn, HSC giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Đặc biệt, chúng tôi giảm 29% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống còn 506 tỷ đồng (tăng trưởng 331%). Theo đó, lợi nhuận thuần trong nửa cuối năm 2024 dự kiến đạt 137 tỷ đồng, tăng trưởng 196% từ mức nền thấp của năm 2023. Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm lần lượt 20% và 5% đạt 682 tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và 860 tỷ đồng (tăng trưởng 26%).

Dự báo mới của chúng tôi, cao hơn bình quân dự báo của thị trường, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2024-2026 ở mức 94%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm (giai đoạn từ đầu năm 2017 đến cuối năm 2021) ở mức 14,3 lần do năm 2022, NKG ghi nhận EPS âm. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng năm 2024 ở mức 0,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 13 năm ở mức 1 lần.

Mặc dù được định giá thấp, các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ thường hoạt động kém hiệu quả trong bối cảnh giá HRC giảm. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 22% giá mục tiêu xuống còn 23.900đ (tiềm năng tăng giá 13%), chủ yếu do điều chỉnh giảm 18% dự báo lợi nhuận và tăng giả định hệ số beta do giá HRC biến động. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận của NKG sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2025-2026, với công suất mới sẽ được bổ sung từ năm 2026.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	471	749	1,047 ▼	1,336 ▼	1,738 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(125)	117	506 ▼	682 ▼	860
EPS ĐC (đồng)	(450)	424	1,810 ▼	2,439 ▼	3,075
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,205	20,598	28,112	30,420	33,365
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.5	12.8	8.28	7.08	6.08
P/E ĐC (lần)	N/a	49.9	11.7	8.67	6.88
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.05	1.03	0.75	0.70	0.63
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(105)	194	327	34.8	26.1
ROAE (%)	(2.26)	2.19	7.85	8.77	10.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Triển vọng lợi nhuận vẫn tích cực mặc dù rủi ro ngày càng tăng

Mặc dù điều chỉnh giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, HSC vẫn dự báo KQKD của NKG sẽ tăng mạnh trong năm 2025-2026, nhờ sản lượng tiêu thụ và giá HRC dần cải thiện, từ mức thấp gần đây. Trong khi đó, NKG đang được định giá thấp so với bình quân quá khứ đối với cả hai chỉ số P/E và P/B. Nhìn chung, do giá HRC biến động, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn đối với các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ nên điều chỉnh giảm 22% giá mục tiêu (tiềm năng tăng giá 13%) và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Sản lượng tiêu thụ tháng 7 vững chắc

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, NKG bán tổng cộng 89.726 tấn thép thành phẩm trong tháng, tăng 14% so với cùng kỳ và 7% so với tháng trước. Theo quan điểm của chúng tôi, kết quả này đáng khích lệ vì đang trong mùa mưa và giá HRC giảm. Thị trường xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng chính của NKG trong tháng 7, với mức tăng 17% so với cùng kỳ và 15% so với tháng trước đạt 58.072 tấn trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 9% so với cùng kỳ nhưng giảm 6% so với tháng trước đạt 31.654 tấn.

Kết quả trên giúp sản lượng tiêu thụ thép trong 7 tháng đầu năm 2024 đạt 621.591 tấn, tăng 22% so với cùng kỳ. Trong đó:

- **Sản lượng xuất khẩu** tăng mạnh 30% so với cùng kỳ đạt 402.894 tấn và đóng góp 65% tổng sản lượng tiêu thụ.
- **Sản lượng tiêu thụ trong nước** tăng 10% so với cùng kỳ đạt 218.697 tấn và đóng góp 35% tổng sản lượng tiêu thụ.

Đối với các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ, khi thuế chống bán phá giá HRC dự kiến được áp dụng vào Q4/2024, việc duy trì tỷ trọng xuất khẩu cao sẽ là một lợi thế trong việc tránh các loại thuế bổ sung vì HRC nhập khẩu được dùng cho các đơn hàng xuất khẩu sẽ được miễn thuế chống bán phá giá. Tuy nhiên, vẫn còn rủi ro do sự cạnh tranh trên thị trường toàn cầu ngày càng trở nên khốc liệt hơn do hoạt động bán phá giá sản phẩm Trung Quốc. Do đó, nếu biện pháp chống bán phá giá (AD02) được áp dụng trở lại vào cuối năm nay, NKG sẽ dần chuyển trọng tâm vào thị trường trong nước để giảm rủi ro cạnh tranh.

Bảng 48: Sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 & 7 tháng đầu năm 2024, NKG

Sản lượng tiêu thụ vững chắc trong tháng 7 mặc dù đang trong mùa mưa & giá HRC giảm

Tấn	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ	% so với tháng trước	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ
Tôn mạ	67,663	78,519	16.0%	5.3%	425,100	546,880	28.6%
Trong nước	17,838	20,447	14.6%	-15.3%	114,961	143,986	25.2%
Xuất khẩu	49,825	58,072	16.6%	15.1%	310,139	402,894	29.9%
Ông thép	11,165	11,207	0.4%	16.2%	83,991	74,711	-11.0%
Trong nước	11,165	11,207	0.4%	16.2%	83,991	74,711	-11.0%
Xuất khẩu	0	0	-	-	0	0	-
Tổng sản lượng tiêu thụ	78,828	89,726	13.8%	6.5%	509,091	621,591	22.1%
Trong nước	29,003	31,654	9.1%	-6.3%	198,952	218,697	9.9%
Xuất khẩu	49,825	58,072	16.6%	15.1%	310,139	402,894	29.9%
Tỷ trọng trên doanh thu	100.0%	100.0%			100.0%	100.0%	
Trong nước	36.8%	35.3%			39.1%	35.2%	
Xuất khẩu	63.2%	64.7%			60.9%	64.8%	

Nguồn: VSA, HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

Để phản ánh tình hình giá HRC giảm trong thời gian gần đây, dẫn đến giá bán bình quân giảm, HSC giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 506 tỷ đồng, thấp hơn 20% so với dự báo trước đó, nhưng vẫn tăng trưởng 331% từ mức nền thấp. Kết quả trên cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 dự kiến đạt 137 tỷ đồng, tăng trưởng 196%.

Cho giai đoạn 2025-2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng lần lượt 35% và 26% đạt 682 tỷ đồng và 860 tỷ đồng.

Dự báo lợi nhuận thuần mới cho năm 2024 đã bao gồm khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho 150 tỷ đồng (năm 2023: hoàn nhập dự phòng 207 tỷ đồng). Nếu loại trừ các khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, lợi nhuận thuần năm 2024 có thể đạt 656 tỷ đồng, so với lỗ 90 tỷ đồng trong năm 2023.

Bảng 49: Dự báo mới, NKG

HSC giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	22,052	24,981	29,012	19,911	22,777	26,452	-9.7%	-8.8%	-8.8%	7.1%	14.4%	16.1%
Lợi nhuận thuần	710	854	902	506	682	860	-28.7%	-20.1%	-4.6%	331.3%	34.8%	26.1%

Nguồn: HSC

Bảng 50: Các giả định quan trọng, NKG

HSC giảm bình quân 5% giả định giá bán bình quân và giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp do nâng giả định trích lập dự phòng

	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ & ống thép (tấn)	861,228	1,002,969	1,123,326	1,291,825
Tăng trưởng	-1.6%	16.5%	12.0%	15.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	21.6	19.9	20.3	20.5
Tăng trưởng	-18.1%	-8.1%	2.1%	1.0%
Doanh thu (tỷ đồng)	18,596	19,911	22,777	26,452
Tăng trưởng	-19.4%	7.1%	14.4%	16.1%
Lợi nhuận gộp	1,112	1,799	2,291	2,842
Tăng trưởng	-24.9%	61.7%	27.4%	24.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.0%	9.0%	10.1%	10.7%

Nguồn: HSC

Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2024-2026 vẫn còn vững chắc với mức tăng trưởng 17% trong năm nay đạt hơn 1 triệu tấn. Cho năm 2025-2026, sản lượng tiêu thụ được giả định tăng lần lượt 12% và 15% đạt 1,12 triệu tấn và 1,29 triệu tấn.
- Chúng tôi giảm bình quân 5% giả định giá bán bình quân xuống chỉ còn 20 triệu đồng/ tấn trong năm nay, giảm 8% so với cùng kỳ, trước khi ổn định trở lại và tăng 2% trong năm 2025 và 1% trong năm 2026.
- Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp được điều chỉnh giảm lần lượt 200/100/30 điểm cơ bản, tương ứng mức giảm 9%/10%/11% cho các năm 2024, 2025, và 2026. Theo quan điểm của chúng tôi, sau đợt giảm mạnh, giá HRC sẽ sớm ổn định trở lại vì mức giá bất hợp lý hiện tại không bền vững. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ bị ảnh hưởng mạnh trong ngắn hạn hơn trong dài hạn.

Triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2024

Ở giai đoạn này, HSC dự báo doanh thu thuần nửa cuối năm 2024 đạt 9 nghìn tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ trên sản lượng tiêu thụ 471.104 tấn, tăng 9,6% so với cùng kỳ. Với giả định tổng trích lập dự phòng của NKG đạt khoảng 100 tỷ đồng trong nửa cuối năm 2024, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 dự kiến đạt 137 tỷ đồng, tăng 196% so với cùng kỳ, từ mức nền thấp.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 22% giá mục tiêu xuống 23.900đ (tiềm năng tăng giá: 13%), chủ yếu do giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, trong khi đó chúng tôi cũng tăng giả định hệ số beta lên 1,52 lần từ 1,35 lần trước đó (theo Bloomberg) do thị trường ngày càng biến động. Theo đó, các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Điều chỉnh giảm 18% dự báo lợi nhuận.
- Tăng giả định WACC lên 13,5% từ mức 12,4% trước đó, đa phần do chúng tôi điều chỉnh tăng hệ số beta.
- HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Bảng 51: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, NKG

HSC dự báo dòng tiền tự do sẽ âm trong năm 2025-2026 do khoản giải ngân chi phí đầu tư tài sản cố định cao cho nhà máy mới ở Phú Mỹ

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	506	682	860	1,256	1,633
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	155	213	256	371	376
+ Khấu hao	403	412	562	750	751
- Thay đổi vốn lưu động	202	(615)	(805)	(674)	(952)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(582)	(1,945)	(2,026)	(273)	101
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	684	(1,253)	(1,152)	1,430	1,910

Nguồn: HSC

Bảng 52: Tính toán WACC 1, NKG

HSC tăng giả định chi phí vốn CSH từ 15,5% lên 16,9% sau khi nâng hệ số beta

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH	16.9%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.0%

Nguồn: HSC

Bảng 53: Tính toán WACC 2, NKG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 13,5% (trước đó là 12,4%)

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	68.2%
Nợ / Tổng nguồn vốn	31.8%
WACC	13.5%

Nguồn: HSC

Bảng 54: Định giá DCF, NKG

Chúng tôi duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	684	(1,253)	(1,152)	1,430	1,910
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)					2.0%
Giá trị dài hạn					17,009
Dòng tiền tương lai	684	(1,253)	(1,152)	1,430	18,918
Giá trị hiện tại	684	(1,253)	(1,015)	1,111	12,955
Giá trị của doanh nghiệp	11,798				
- Tổng nợ	(5,167)				
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	2,053				
Giá trị của vốn CSH	8,684				

Nguồn: HSC

Bảng 55: Giá mục tiêu mới, NKG

Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 23.900đ (tiềm năng tăng giá: 13%)

Đồng	Sau khi phát hành quyền mua	Trước khi phát hành quyền mua (bao gồm ESOP)
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		397.0
Giá trị hợp lý cuối năm 2025	21,900	25,454
Giá mục tiêu (giữa năm 2025)	20,600	23,900
Thị giá hiện tại	17,767	21,150
Tiềm năng tăng giá		13.0%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân giai đoạn từ đầu năm 2017 đến cuối năm 2021 ở mức 14,3 lần (năm 2022, NKG ghi nhận EPS âm). Định

giá theo phương pháp P/B, Công ty đang giao dịch dưới giá trị sổ sách, với P/B dự phóng năm 2024 ở mức 0,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 13 năm ở mức 1 lần.

Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với NKG, dựa trên dự báo khả quan với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 94% và mức định giá thấp. Tuy nhiên, do sự biến động của ngành ngày càng tăng, chúng tôi giảm 22% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Khả năng tái áp thuế chống bán phá giá lên tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc, dự kiến vào cuối năm nay, là động lực tăng trưởng cho cổ phiếu.

Liên quan đến lo ngại xung quanh việc áp thuế chống bán phá giá HRC, chúng tôi lưu ý như sau: HRC hiện có nguồn từ Trung Quốc và Ấn Độ, chiếm khoảng 20-25% nhu cầu HRC của NKG. Phần còn lại đến từ các nguồn khác, bao gồm các nhà cung cấp trong nước (HPG và đối thủ cạnh tranh Formosa) và các nguồn khác từ Nhật Bản và Đài Loan. Nếu Chính phủ áp thuế chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, NKG sẽ giảm sự phụ thuộc vào các thị trường này và ưu tiên sử dụng HRC có nguồn gốc trong nước. Ngoài ra, tỷ trọng xuất khẩu cao cũng giúp NKG giảm thiểu rủi ro cho HĐKD của Công ty. Do đó, tác động tiêu cực từ khả năng áp thuế chống bán phá giá lên NKG hoàn toàn có thể được kiểm soát tốt.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	23,071	18,596	19,911	22,777	26,452
Lợi nhuận gộp	1,481	1,112	1,799	2,291	2,842
Chi phí BH&QL	(1,388)	(739)	(1,155)	(1,367)	(1,666)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	93.3	373	644	925	1,176
Lãi vay thuần	(200)	(196)	(16.8)	(78.1)	(108)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.07)	0.24	5.55	6.46	7.54
LNTT	(107)	177	633	853	1,075
Chi phí thuế TNDN	(17.8)	(59.9)	(127)	(171)	(215)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(125)	117	506	682	860
Lợi nhuận thuần ĐC	(118)	112	481	648	817
EBITDA ĐC	471	749	1,047	1,336	1,738
EPS (đồng)	(474)	446	1,905	2,567	3,237
EPS ĐC (đồng)	(450)	424	1,810	2,439	3,075
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	263	263	266	266	266
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	263	263	266	266	266
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	263	263	266	266	266

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	1,005	785	1,480	1,329	1,546
Đầu tư ngắn hạn	252	290	1,448	724	362
Phải thu khách hàng	1,517	1,927	2,131	2,414	2,777
Hàng tồn kho	7,000	5,719	5,434	5,941	6,611
Các tài sản ngắn hạn khác	641	605	697	797	926
Tổng tài sản ngắn hạn	10,415	9,325	11,189	11,206	12,222
TSCĐ hữu hình	2,484	2,301	2,469	3,995	5,450
TSCĐ vô hình	283	332	339	347	355
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	8.18	3.18	3.18	3.18	3.18
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	271	276	257	235	216
Tổng tài sản dài hạn	3,046	2,913	3,069	4,581	6,025
Tổng cộng tài sản	13,461	12,238	14,258	15,786	18,246
Nợ ngắn hạn	5,111	4,768	4,528	4,712	5,430
Phả trả người bán	2,544	1,631	1,811	2,049	2,361
Nợ ngắn hạn khác	179	178	191	207	226
Tổng nợ ngắn hạn	8,109	6,784	6,758	7,217	8,292
Nợ dài hạn	3.07	2.48	0	456	1,058
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	28.3	27.4	27.4	27.4	27.4
Nợ dài hạn khác	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Tổng nợ dài hạn	32.2	30.8	28.3	484	1,086
Tổng nợ phải trả	8,141	6,815	6,786	7,701	9,378
Vốn chủ sở hữu	5,320	5,423	7,472	8,085	8,868
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,320	5,423	7,472	8,085	8,868
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,461	12,238	14,258	15,786	18,246
BVPS (đ)	20,205	20,598	28,112	30,420	33,365
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,109	3,985	3,048	3,838	4,943

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	93.3	373	644	925	1,176
Khấu hao	(378)	(376)	(403)	(412)	(562)
Lãi vay thuần	(200)	(196)	(16.8)	(78.1)	(108)
Thuế TNDN đã nộp	(276)	(7.38)	(127)	(171)	(215)
Thay đổi vốn lưu động	(1,132)	(346)	(27.0)	(921)	(1,170)
Khác	(153)	(419)	(168)	(71.7)	(100)
LCT thuần từ HKKD	(828)	269	919	440	573
Đầu tư TS dài hạn	(211)	(130)	(270)	(73.2)	(2,022)
Góp vốn & đầu tư	(63.8)	(30.5)	0	0	0
Thanh lý	308	15.0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	32.9	(146)	(270)	(73.2)	(2,022)
Cổ tức trả cho CSH	(219)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	10.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,268	(309)	46.0	(518)	1,664
Khác	(9.22)	(33.8)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,049	(342)	46.0	(518)	1,664
Tiền & tương đương tiền đầu kì	751	1,005	785	1,480	1,329
LCT thuần trong kỳ	254	(220)	695	(151)	216
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.37)	(0.39)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,005	785	1,480	1,329	1,546
Dòng tiền tự do	(1,039)	138	649	367	(1,448)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.42	5.98	9.04	10.1	10.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.04	4.03	5.26	5.87	6.57
Tỷ suất LNT (%)	(0.54)	0.63	2.54	3.00	3.25
Thuế TNDN hiện hành (%)	(16.6)	33.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.1)	(19.4)	7.07	14.4	16.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(84.9)	58.9	39.8	27.7	30.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(106)	194	331	34.8	26.1
Tăng trưởng EPS (%)	(105)	194	327	34.8	26.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(105)	194	327	34.8	26.1
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(2.26)	2.19	7.85	8.77	10.1
ROACE (%)	1.67	6.90	9.95	11.5	12.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.60	1.45	1.50	1.52	1.55
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(8.88)	0.72	1.43	0.48	0.49
Số ngày tồn kho	118	119	110	106	102
Số ngày phải thu	25.6	40.2	42.9	43.0	42.9
Số ngày phải trả	43.0	34.1	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	82.1	76.2	43.0	49.7	57.9
Nợ/tài sản (%)	39.9	40.2	32.9	33.9	36.6
EBIT/lãi vay (lần)	0.47	1.90	38.4	11.8	10.9
Nợ/EBITDA (lần)	11.4	6.57	4.48	4.00	3.85
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.28	1.37	1.66	1.55	1.47
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.42	0.51	0.44	0.42	0.40
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.5	12.8	8.28	7.08	6.08
P/E (lần)	N/a	47.4	11.1	8.24	6.53
P/E ĐC (lần)	N/a	49.9	11.7	8.67	6.88
P/B (lần)	1.05	1.03	0.75	0.70	0.63
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Nắm giữ (giữ nguyên)

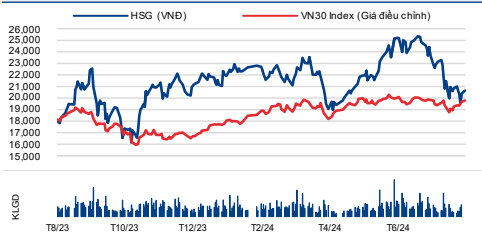
Giá mục tiêu: VNĐ21,600 (từ VNĐ24,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 4.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024)	20,650
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,175-25,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	20,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,720
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	509
Slg CP lưu hành (tr.đv)	616
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	302
Slg CP NN được mua (tr.đv)	191
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.9%
Tỷ lệ freefloat	51.6%
Cổ đông lớn	HSIT (19.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(13.1)	(5.49)	13.9
So với chỉ số	(12.8)	(4.68)	4.38
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,127	1,309	(13.9)
2025F	1,353	1,721	(21.4)
2026F	2,050	2,251	(8.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HSG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành thép Việt Nam với hệ thống phân phối rộng khắp. Các sản phẩm chính của HSG bao gồm tôn thép, ống thép và ống nhựa.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giảm 12% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Nắm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với HSG, nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 21.600đ (tiềm năng tăng giá 5%), do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận trên cơ sở giá thép thấp.
- Cho giai đoạn từ NĐTC 2023-2024 đến NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9), HSC điều chỉnh giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 tăng 25 lần. Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/NĐTC 2023-2024 đạt 51 tỷ đồng, giảm 89% so với cùng kỳ, đa phần do ước tính trích lập dự phòng 100 tỷ đồng. Cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng lần lượt 20% và 52%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,2 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 20,8 lần, trong khi cổ phiếu có P/B dự phóng năm 2024 là 1,2 lần, sát với bình quân 13 năm cũng ở mức 1,2 lần. Cổ phiếu đang giao dịch với giá trị hợp lý.

Sự kiện: Lợi nhuận bị ảnh hưởng từ giá thép giảm gần đây

Nhằm phản ánh giá HRC giảm trong thời gian gần đây, HSG đối mặt với rủi ro trích lập dự phòng hàng tồn kho trong quý vừa qua (năm tài chính kết thúc vào ngày 30/9). Tuy nhiên, nhu cầu vẫn khá vững chắc, với sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 đạt 160.394 tấn thép thành phẩm, tăng 25% so với cùng kỳ và 3% so với tháng trước. Sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 mạnh chủ yếu nhờ nhu cầu trong nước có khả năng phục hồi tốt, dẫn đến sản lượng tiêu thụ 10 tháng NĐTC 2023-2024 tăng 38% so với cùng kỳ đạt 1,6 triệu tấn.

Tác động: Giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC giả định HSG sẽ trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho 100 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/NĐTC 2023-2024 dự kiến đạt 51 tỷ đồng, giảm 89% so với cùng kỳ do giá bán bình quân/chi phí nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn này giảm mạnh. Lợi nhuận thuần NĐTC 2023-2024 dự báo đạt 747 tỷ đồng, tăng 25 lần so với cùng kỳ, nhưng thấp hơn 15% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Trong khi đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) đạt lần lượt 896 tỷ đồng và 1.358 tỷ đồng, tăng 20% và 52% so với cùng kỳ, thấp hơn 22% và 16% so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Dự báo mới của chúng tôi, thấp hơn bình quân dự báo của thị trường, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm giai đoạn 2024-2026 ở mức 256%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 15,2 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 20,8 lần. Tính theo phương pháp P/B – phương pháp định giá hợp lý theo quan điểm của chúng tôi trong môi trường biến động – HSG đang giao dịch với P/B ở mức 1,2 lần, bằng với mức bình quân 13 năm.

HSC giảm 12% giá mục tiêu đối với HSG xuống 21.600đ (tiềm năng tăng giá: 5%) do tác động tiêu cực của việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa NĐTC 2024-2025. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ do điều kiện thị trường không thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ, vốn bị ảnh hưởng nặng nề từ tình hình giá HRC giảm.

Cuối năm: Tháng 9	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,744	1,308	1,823 ▼	2,136 ▼	2,592 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	251	30.0	747 ▼	896 ▼	1,358 ▼
EPS ĐC (đồng)	391	45.3	1,127 ▼	1,353 ▼	2,050 ▼
DPS (đồng)	0	500	500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,171	17,475	17,104	17,457	18,507 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.29	11.5	8.38	7.10	5.80
P/E ĐC (lần)	52.8	456	18.3	15.3	10.1
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.42	2.42	4.84	4.84
P/B (lần)	1.14	1.18	1.21	1.18	1.12
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	(88.4)	2,388	20.0	51.6
ROAE (%)	2.32	0.28	7.01	8.42	12.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Áp lực lên lợi nhuận thuần từ trích lập dự phòng

HSC dự báo Công ty sẽ trích lập dự phòng hàng tồn kho 100 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2023-2024 trong bối cảnh giá HRC giảm mạnh. Chúng tôi cũng giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 để phản ánh tỷ suất lợi nhuận giảm trong điều kiện thị trường hiện tại, mặc dù nhu cầu được dự báo vẫn vững chắc trong thời gian tới, nhờ nhu cầu trong nước cải thiện. Chúng tôi giảm 12% giá mục tiêu xuống 21.600đ (tiềm năng tăng giá 5%), đồng thời duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với HSG.

Sản lượng tiêu thụ trong tháng 7: Tích cực bất chấp giá HRC giảm

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, HSG bán tổng cộng 160.394 tấn thép thành phẩm trong tháng, tăng 25% so với cùng kỳ và 3% so với tháng trước. Sản lượng tiêu thụ vẫn ở mức cao (mặc dù rơi vào mùa mưa và giá HRC giảm) chủ yếu nhờ nhu cầu trong nước vững chắc. Chi tiết như sau:

- Sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 13% so với tháng trước, đạt 85.085 tấn.
- Sản lượng xuất khẩu tăng 43% so với cùng kỳ nhưng giảm 6% so với tháng trước, đạt 75.309 tấn.

Kết quả trên dẫn đến tổng sản lượng tiêu thụ trong 10 tháng của NĐTC 2023-2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) đạt 1,6 triệu tấn, tăng mạnh 38% so với cùng kỳ, bao gồm 781.554 tấn sản lượng tiêu thụ trong nước, (tăng 23% so với cùng kỳ) và 789.312 tấn sản lượng xuất khẩu (tăng 57% so với cùng kỳ). Tỷ trọng sản lượng xuất khẩu/tổng sản lượng tiêu thụ đạt 50,2% trong 10 tháng, cao hơn so với mức 44,2% của cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 56: Sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 & 10 tháng đầu năm 2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9), HSG

Sản lượng trong tháng 7 vững chắc nhờ nhu cầu trong nước phục hồi

Tấn	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ	% so với tháng trước	10T2023	10T2024	% so với cùng kỳ
Tôn mạ	100,592	127,645	26.9%	-0.4%	898,416	1,278,590	42.3%
Trong nước	48,998	53,403	9.0%	9.0%	403,619	505,395	25.2%
Xuất khẩu	51,594	74,242	43.9%	-6.2%	494,797	773,195	56.3%
Ông thép	27,831	32,749	17.7%	17.9%	238,861	292,276	22.4%
Trong nước	26,759	31,682	18.4%	19.1%	231,134	276,159	19.5%
Xuất khẩu	1,072	1,067	-0.5%	-9.3%	7,727	16,117	108.6%
Tổng sản lượng thép	128,423	160,394	24.9%	2.9%	1,137,277	1,570,866	38.1%
Tổng trong nước	75,757	85,085	12.3%	12.6%	634,753	781,554	23.1%
Tổng xuất khẩu	52,666	75,309	43.0%	-6.3%	502,524	789,312	57.1%
Tỷ trọng doanh thu							
Trong nước	59.0%	53.0%			55.8%	49.8%	
Xuất khẩu	41.0%	47.0%			44.2%	50.2%	

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận Q4/NĐTC 2023-2024

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ tiếp tục ổn định từ nay đến cuối năm, ước đạt 464.534 tấn, tăng 17% so với cùng kỳ, đẩy sản lượng tiêu thụ của NĐTC 2023-2024 lên 1,91 triệu tấn, tăng trưởng 33%.

Doanh thu thuần dự báo đạt 8,9 nghìn tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ nhưng giảm 18% so với quý trước do giảm giá định giá bán bình quân. Chúng tôi giả định trích lập dự phòng ở mức 100 tỷ đồng trong giai đoạn này, nên lợi nhuận thuần giảm mạnh 89% so với cùng kỳ và 82% so với quý trước xuống 50,7 tỷ đồng.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần NĐTC 2023-2024 đạt 747 tỷ đồng, thấp hơn 15% so với dự báo trước đó và tăng 25 lần so với cùng kỳ. Cho giai đoạn NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2025-

2026, chúng tôi giảm lần lượt 22% và 16% dự báo lợi nhuận thuần xuống còn 896 tỷ đồng và 1.358 tỷ đồng, tăng trưởng 20% và 52%.

Dự báo lợi nhuận thuần mới cho năm 2024 đã bao gồm khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho 100 tỷ đồng (NĐTTC 2022-2023: hoàn nhập dự phòng 593 tỷ đồng). Nếu loại trừ các khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, lợi nhuận thuần NĐTTC 2023-2024 đạt 848 tỷ đồng, so với lỗ 5,6 nghìn tỷ đồng năm ngoái.

Bảng 57: Dự báo mới, HSG (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

HSC giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	38,884	43,583	49,353	38,104	42,555	48,180	-2.0%	-2.4%	-2.4%	20.4%	11.7%	13.2%
Lợi nhuận thuần	878	1,151	1,622	747	896	1,358	-15.0%	-22.1%	-16.3%	2388.2%	20.0%	51.6%

Nguồn: HSC

Bảng 58: Giá định doanh thu, HSG (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

HSC giảm bình quân 5% giá định giá bán bình quân trong bối cảnh giá HRC gần đây giảm

	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ (tấn)	1,111,713	1,519,438	1,685,915	1,886,481
Tăng trưởng		-23.3%	36.7%	11.0%
Ống thép (tấn)	287,400	345,069	355,734	373,521
Tăng trưởng		-15.2%	20.1%	3.1%
Ống nhựa (tấn)	35,000	42,000	44,100	46,305
Tăng trưởng		12.9%	20.0%	5.0%
Giá bán bình quân sản phẩm tự sản xuất (triệu đồng/tấn)	20.6	18.8	19.1	19.5
Tăng trưởng		-21.2%	-8.8%	1.8%
Doanh thu sản phẩm tự sản xuất (tỷ đồng)	29,547	35,835	39,929	44,989
Tăng trưởng		-37.9%	21.3%	11.4%
Doanh thu thương mại (tỷ đồng)	2,537	2,791	3,210	3,852
Tăng trưởng		0.9%	10.0%	15.0%

Nguồn: HSC

Bảng 59: Giá định tỷ suất lợi nhuận, HSG (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

HSC giảm lần lượt 20 và 60 điểm cơ bản giá định tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2024 và trong 2 năm tới

	2023	2024F	2025F	2026F
Chi phí BH&QL/Doanh thu thuần	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.7%	11.3%	12.0%	13.4%
Tỷ suất LNTT	0.5%	2.3%	2.7%	3.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	2.0%	2.1%	2.8%

Nguồn: HSC

Các giả định chính như sau:

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ của NĐTTC 2023-2024 đạt 1,9 triệu tấn, tăng trưởng 33% (sản lượng tiêu thụ tôn mạ tăng 37%, ống thép tăng 20%, và ống nhựa tăng 20%). Cho giai đoạn từ NĐTTC 2024-2025 đến NĐTTC 2025-2026, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng lần lượt 9,4% và 10,7% đạt 2,1 triệu tấn và 2,3 triệu tấn.

Sau đợt giảm dự kiến 8,8% trong năm nay, giá bán bình quân được dự báo sẽ ổn định và tăng 2%/năm trong 2 năm tiếp theo.

Chúng tôi giảm 20 điểm cơ bản tỷ suất lợi nhuận gộp cho NĐTTC 2023-2024 xuống 11,3% trong khi giảm 60 điểm cơ bản tỷ suất lợi nhuận gộp cho NĐTTC 2024-2025 đến NĐTTC 2025-2026 xuống lần lượt 12% và 13,4%. Chúng tôi cũng giả định tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ dần tăng nhờ tỷ trọng sản lượng tiêu thụ trong nước cao hơn. Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ dao động ở mức 9,3-9,7% trong giai đoạn 2024-2026.

Nhìn chung, lợi nhuận thuần NĐTTC 2023-2024 dự báo đạt 747 tỷ đồng, tăng trưởng 25 lần. Cho giai đoạn NĐTTC 2024-2025 đến NĐTTC 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt 20% và 52%, đạt 896 tỷ đồng và 1.358 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 21.600đ, tiềm năng tăng giá 5%. Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu dựa trên cơ sở của việc (1) điều giảm dự báo lợi nhuận và (2) chuyển thời điểm định giá sang cuối NĐTC 2024-2025 từ giữa NĐTC. Chi tiết như sau:

- Điều chỉnh giảm bình quân 18% dự báo lợi nhuận.
- Tăng giả định WACC lên 13,3% từ 12,2% sau khi điều chỉnh tăng hệ số beta lên 1,47 lần từ 1,35 lần trước đó (theo Bloomberg).
- HSC giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 60: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HSG

HSC dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp sẽ cải thiện theo thời gian nhờ lợi nhuận thuần tăng trưởng

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	747	896	1,358	1,641	1,815
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	114	143	149	150	148
+ Khấu hao	1,073	1,074	790	792	795
- Thay đổi vốn lưu động	(933)	(1,077)	(1,169)	(1,115)	(784)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(77)	(85)	(96)	(107)	(119)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	924	951	1,031	1,361	1,855

Nguồn: HSC

Bảng 61: Tính toán WACC 1 dựa trên mô hình CAPM, HSG

HSC tăng giả định chi phí vốn CSH từ 15,1% lên 16,5% sau khi nâng hệ số beta

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH	16.5%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	5.5%
Thuế suất	10.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.9%

Nguồn: HSC

Bảng 62: Tính toán WACC 2, HSG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 13,3% (trước đó là 12,2%)

Cơ cấu nguồn vốn	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	72.3%
Nợ / Tổng nguồn vốn	27.7%
WACC	13.3%

Nguồn: HSC

Bảng 63: DCF valuation, HSG (năm tài chính kết thúc vào tháng 9)

HSC giảm 12% giá mục tiêu mới xuống 21.600đ (tiềm năng tăng giá: 5%)

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	924	951	1,031	1,361	1,855
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)					2.0%
Giá trị dài hạn					16,756
Dòng tiền tương lai	924	951	1,031	1,361	18,612
Giá trị hiện tại	924	951	910	1,060	12,799
Giá trị của doanh nghiệp	15,721				
- Tổng nợ	(4,120)				
+ Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	1,704				
Giá trị của vốn CSH	13,305				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)					616
Giá trị hợp lý của cổ phiếu đến cuối năm 2025			21,600		

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

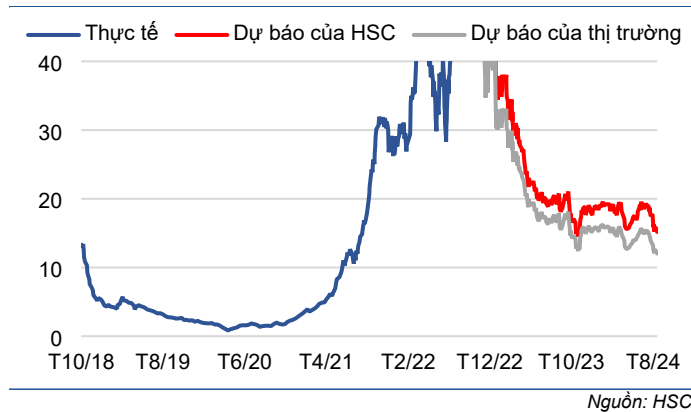
Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,2 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 10/2018 ở mức 20,8 lần. Chúng tôi lưu ý rằng dữ liệu P/E trong NĐTC 2021-2022 và 2022-2023 cao do lợi nhuận trong giai đoạn này thấp. Do đó, HSC sử dụng dữ liệu trước dịch COVID để so sánh rõ hơn trong trường hợp này. Theo tính toán của chúng tôi, P/E bình quân trước

dịch COVID là 15 lần. Do đó, HSG đang giao dịch với giá trị hợp lý so với bình quân quá khứ. Về định giá P/B, HSG đang có P/B dự phóng cho NĐTTC 2023-2024 và 2024-2025 lần lượt là 1,21 lần và 1,18 lần, cao hơn bình quân 13 năm ở mức 1,2 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Nắm giữ** đối với HSG vì cổ phiếu đang giao dịch với giá trị hợp lý, tính theo cả 2 phương pháp P/E và P/B.

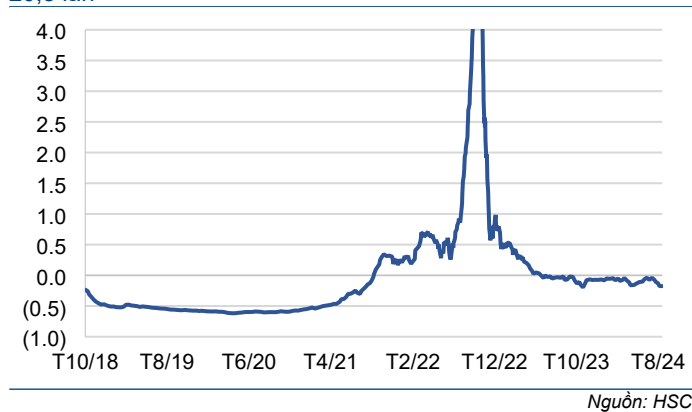
Biểu đồ 64: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG

HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,2 lần...



Biểu đồ 65: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HSG

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm là 20,8 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
Doanh thu	49,711	31,651	38,104	42,555	48,180
Lợi nhuận gộp	4,939	3,061	4,294	5,105	6,476
Chi phí BH&QL	(4,355)	(2,884)	(3,544)	(4,043)	(4,674)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	584	177	750	1,062	1,803
Lãi vay thuần	(254)	(80.7)	60.2	(15.8)	(21.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	51.4	49.9	55.9	83.2	94.2
LNTT	381	146	866	1,130	1,875
Chi phí thuế TNDN	(130)	(116)	(119)	(234)	(517)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.02	(0.05)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	251	30.0	747	896	1,358
Lợi nhuận thuần ĐC	234	27.9	694	833	1,263
EBITDA ĐC	1,744	1,308	1,823	2,136	2,592
EPS (đồng)	420	48.7	1,212	1,455	2,205
EPS ĐC (đồng)	391	45.3	1,127	1,353	2,050
DPS (đồng)	0	500	500	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	598	616	616	616	616
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	598	616	616	616	616
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	598	616	616	616	616

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
Tiền & tương đương tiền	330	597	1,498	1,656	1,826
Đầu tư ngắn hạn	8.70	26.2	36.6	47.6	61.9
Phải thu khách hàng	1,452	2,322	2,477	2,979	3,373
Hàng tồn kho	7,395	7,629	9,145	9,788	10,600
Các tài sản ngắn hạn khác	649	701	953	1,064	1,205
Tổng tài sản ngắn hạn	9,835	11,275	14,109	15,535	17,064
TSCĐ hữu hình	5,755	4,833	3,752	2,707	1,957
TSCĐ vô hình	204	187	196	206	216
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	621	531	558	558	558
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	611	539	635	706	794
Tổng tài sản dài hạn	7,190	6,090	5,141	4,177	3,525
Tổng cộng tài sản	17,025	17,365	19,250	19,711	20,589
Nợ ngắn hạn	4,070	2,936	4,057	4,120	4,170
Phả trả người bán	1,040	2,885	3,810	3,830	3,854
Nợ ngắn hạn khác	625	433	437	555	657
Tổng nợ ngắn hạn	6,009	6,569	8,680	8,921	9,149
Nợ dài hạn	117	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.71	0.71	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	117	0.71	0	0	0
Tổng nợ phải trả	6,142	6,585	8,698	8,942	9,173
Vốn chủ sở hữu	10,868	10,764	10,536	10,753	11,400
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.0	16.1	16.1	16.1	16.1
Tổng vốn chủ sở hữu	10,884	10,780	10,552	10,769	11,416
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,025	17,365	19,250	19,711	20,589
BVPS (đ)	18,171	17,475	17,104	17,457	18,507
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,857	2,339	2,559	2,463	2,345

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
EBIT	584	177	750	1,062	1,803
Khấu hao	(1,160)	(1,131)	(1,073)	(1,074)	(790)
Lãi vay thuần	(254)	(80.7)	60.2	(15.8)	(21.4)
Thuế TNDN đã nộp	(385)	(54.1)	(86.6)	(169)	(375)
Thay đổi vốn lưu động	1,068	1,238	(599)	(1,241)	(1,348)
Khác	274	(629)	(1,42)	67.4	72.7
LCT thuần từ HĐKD	2,845	1,866	1,012	850	988
Đầu tư TS dài hạn	(463)	(374)	(76.6)	(85.2)	(96.4)
Góp vốn & đầu tư	8.08	(17.6)	4.64	12.0	17.7
Thanh lý	47.0	41.6	62.4	62.4	62.5
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(408)	(350)	(9.52)	(10.8)	(16.2)
Cổ tức trả cho CSH	(0.39)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	49.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(2,699)	(1,251)	(70.9)	(658)	(787)
Khác	0.15	(0.01)	(30.1)	(22.9)	(15.8)
LCT thuần từ HĐTC	(2,651)	(1,251)	(101)	(681)	(803)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	493	330	597	1,498	1,656
LCT thuần trong kỳ	(215)	265	901	158	169
Ảnh hưởng của tỷ giá	51.8	1.54	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	330	597	1,498	1,656	1,826
Dòng tiền tự do	2,381	1,492	935	765	892

Các chỉ số tài chính	09-22A	09-23A	09-24F	09-25F	09-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.93	9.67	11.3	12.0	13.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.51	4.13	4.78	5.02	5.38
Tỷ suất LNT (%)	0.51	0.09	1.96	2.11	2.82
Thuế TNDN hiện hành (%)	34.1	79.4	13.8	20.7	27.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.02	(36.3)	20.4	11.7	13.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(72.3)	(25.0)	39.4	17.2	21.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(94.2)	(88.1)	2,388	20.0	51.6
Tăng trưởng EPS (%)	(95.2)	(88.4)	2,388	20.0	51.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	(88.4)	2,388	20.0	51.6
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	0	100	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	1,026	41.2	68.7	45.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.32	0.28	7.01	8.42	12.3
ROACE (%)	5.02	1.62	7.02	9.95	16.2
Vòng quay tài sản (lần)	2.28	1.84	2.08	2.18	2.39
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	4.87	10.6	1.35	0.80	0.55
Số ngày tồn kho	60.3	97.4	98.7	95.4	92.8
Số ngày phải thu	11.8	29.6	26.7	29.0	29.5
Số ngày phải trả	8.48	36.8	41.1	37.3	33.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	37.3	23.1	25.9	24.7	22.5
Nợ/tài sản (%)	25.7	17.7	22.0	21.9	21.3
EBIT/lãi vay (lần)	2.30	2.19	N/a	67.2	84.1
Nợ/EBITDA (lần)	2.51	2.35	2.32	2.02	1.69
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.64	1.72	1.63	1.74	1.87
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.33	0.48	0.40	0.36	0.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.29	11.5	8.38	7.10	5.80
P/E (lần)	49.1	424	17.0	14.2	9.37
P/E ĐC (lần)	52.8	456	18.3	15.3	10.1
P/B (lần)	1.14	1.18	1.21	1.18	1.12
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.42	2.42	4.84	4.84

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn