

## 2025: Năm của tăng trưởng và cơ hội cho ngành thép

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

- Ngành thép Việt Nam được dự báo sẽ hưởng lợi từ nhiều cơ hội khác nhau như kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ trong việc phát triển các dự án hạ tầng, sự phục hồi của thị trường BĐS và khả năng giảm áp lực lên giá bán do hoạt động bán phá giá từ Trung Quốc giảm khi các biện pháp bảo hộ thương mại được áp dụng.
- Dựa trên kịch bản cơ sở, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam sẽ tăng 11% so với cùng kỳ trong năm 2025 lên 35,2 triệu tấn, dựa trên mức tăng trưởng 14% so với cùng kỳ trong năm 2024.
- HPG (Mua vào) đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ nền kinh tế đang tăng trưởng và hoạt động xây dựng tại Việt Nam. Các nhà sản xuất tôn mạ như NKG (Tăng tỷ trọng), HSG (nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng) đang đối mặt với rủi ro ngày càng gia tăng do lệ thuộc nhiều vào xuất khẩu, trong bối cảnh thị trường toàn cầu có nhiều biến động.

### Triển vọng tích cực đối với nhu cầu thép trong năm 2025

Cho năm 2024, HSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép tăng 14% so với cùng kỳ, đạt 31,7 triệu tấn (tất cả các loại sản phẩm thép), dẫn đầu là thép xây dựng (tăng 12%), phôi thép (tăng 33%) và tôn mạ (tăng 28%). Cho năm 2025, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam, với mức tăng trưởng được dự báo ở mức 11% so với cùng kỳ lên 35,2 triệu tấn.

Nguyên nhân chính dẫn đến đà tăng trưởng vững chắc này là mức tăng 18% so với cùng kỳ trong giải ngân đầu tư công và sự phục hồi trong lĩnh vực xây dựng dân dụng. Xét theo phân khúc sản phẩm, HRC sẽ là động lực tăng trưởng chính với mức tăng trưởng 20% so với cùng kỳ nhờ vào công suất tăng thêm của HPG trong khi các phân khúc sản phẩm khác cũng được dự báo tăng trưởng khoảng 5-10% so với cùng kỳ.

### Sản lượng thép nhập khẩu dự báo giảm từ năm 2025

Việc Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu thép dẫn đến căng thẳng thương mại trên thị trường toàn cầu, trong đó có Việt Nam. Tính đến ngày 15/11/2024, có đến 25 cuộc điều tra chống bán phá giá nhằm vào các sản phẩm thép Trung Quốc được tiến hành trên toàn cầu trong năm nay. Dữ liệu cho thấy mức độ tương tự cũng được ghi nhận trong năm 2015/2016, với khoảng 25/27 cuộc điều tra. Khi các biện pháp bảo hộ thương mại được áp dụng, sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc giảm ngay lập tức trong các năm sau đó, đặc biệt là năm 2017 và tiếp tục giảm đến năm 2021.

Nếu kịch bản này lặp lại, tổng sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc có khả năng đạt đỉnh trong năm nay. Với việc áp thuế chống bán phá giá (CBPG), các hoạt động bán phá giá dự kiến sẽ giảm. Tại Việt Nam, Bộ Công Thương đang tiến hành điều tra đối với HRC nhập khẩu (từ Trung Quốc/Ấn Độ) và tôn mạ (từ Trung Quốc/Hàn Quốc). Nếu các chính sách bảo hộ được chấp thuận, đây sẽ là những chính sách bảo vệ hiệu quả nhất dành cho các nhà sản xuất trong nước.

### HPG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi

Năm 2025 sẽ là năm bản lề đối với HPG khi công suất HRC mới được bổ sung đưa Công ty trở thành nhà sản xuất thép lớn thứ 28 trên toàn cầu. Quy mô kinh doanh tăng sẽ tạo điều kiện cho HPG đạt được hiệu quả kinh tế cao hơn, giảm chi phí đầu vào và tăng sức nặng trong đàm phán, đặc biệt tại thị trường trong nước. Tận dụng thương hiệu uy tín và mạng lưới phân phối rộng khắp, HPG đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ nhu cầu sản phẩm thép ngày càng tăng. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG và tăng giá mục tiêu lên 38.800đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025.

Trong khi đó, các nhà sản xuất tôn mạ như NKG (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 22.500đ) và HSG (nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 21.500đ) đang đối mặt với rủi ro ngày càng gia tăng do lệ thuộc nhiều vào xuất khẩu, trong bối cảnh thị trường toàn cầu có nhiều biến động.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/12.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)		
			Cũ	Mới		Th.đổi (%)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
HPG	26,900	Mua vào	-	38,800	-	44.2	13.8	10.2	10.6	7.74	1.86	3.72
HSG	19,000	Tăng tỷ trọng	-	21,500	-	13.2	22.9	12.9	11.7	8.47	2.63	5.26
NKG	19,400	Tăng tỷ trọng	-	22,500	-	16.0	9.57	7.08	8.79	6.50	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 2/12/2024.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Triển vọng ngành thép Việt Nam: Bối cảnh thị trường nội địa tích cực</b>	<b>3</b>
---	----------

## Báo cáo thành phần

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	12
CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)	20
CTCP Thép Nam Kim (NKG)	26

---

## Triển vọng ngành thép Việt Nam: Bối cảnh thị trường nội địa tích cực

Nếu kinh tế Trung Quốc phục hồi từ năm 2025 trở đi sau gói kích thích kinh tế được tung ra vào tháng 10, ngành thép của nước này — đóng góp khoảng 55% sản lượng thép toàn cầu và 50% nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu trong năm 2024 — được dự báo sẽ có lợi nhuận trở lại sau khi chạm đáy trong tháng 8-9/2024 nhờ giá thép phục hồi (từ mức thấp nhất trong hai năm qua) trong tháng 8. Ngành thép Việt Nam được dự báo sẽ hưởng lợi từ nhiều cơ hội khác nhau bao gồm khả năng giảm áp lực lên giá bán do hoạt động bán phá giá từ Trung Quốc giảm khi các biện pháp bảo hộ thương mại được áp dụng, cũng như kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ trong việc phát triển các dự án hạ tầng lớn. Nhìn chung, động lực tăng trưởng dài hạn cho ngành thép Việt Nam vẫn vững chắc. HPG (Mua vào) vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

### Bối cảnh toàn cầu ảm đạm do kinh tế Trung Quốc trì trệ

#### Trung Quốc không thể đẩy mạnh sản xuất do nhu cầu kém...

Theo Hiệp hội Thép Thế giới (WSA), sản lượng sản xuất thép của Trung Quốc trong 10 tháng đầu năm 2024 đạt 847 triệu tấn (giảm 3,4% so với cùng kỳ), trong khi sản lượng thép của phần còn lại trên thế giới đạt tổng cộng 697 triệu tấn (tăng 0,7% so với cùng kỳ). Sản lượng thép toàn cầu trong 10 tháng đầu năm 2024 đạt 1.543 triệu tấn, giảm nhẹ 1,6% so với cùng kỳ. Đáng lưu ý, mọi biến động tại thị trường thép Trung Quốc đều ảnh hưởng đến tình hình của toàn cầu (Biểu đồ 1).

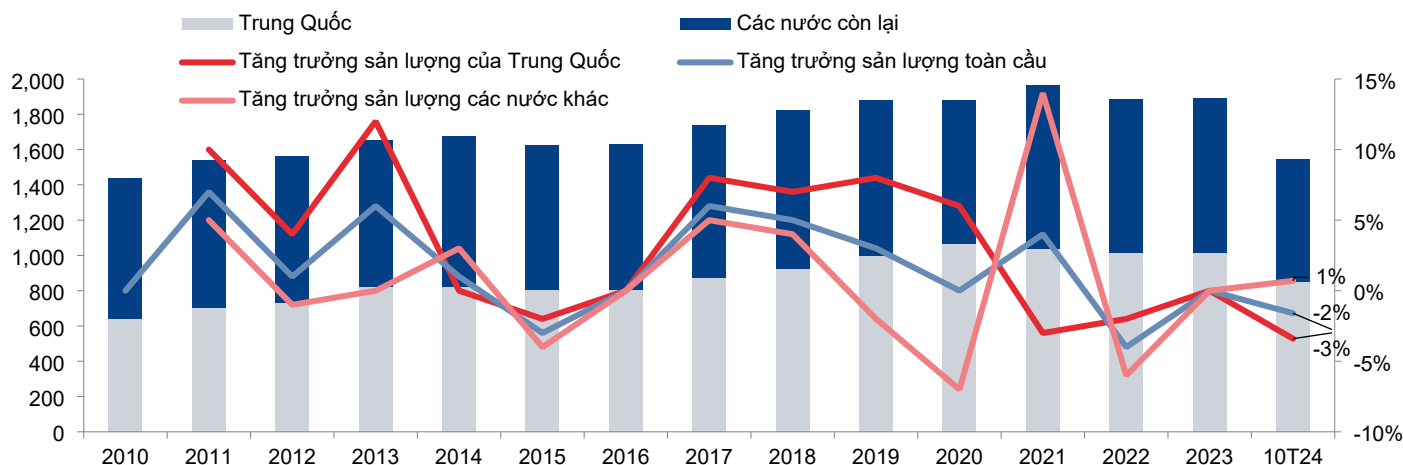
Thị trường xây dựng, vốn đóng góp khoảng 50% nhu cầu thép của Trung Quốc, khá ảm đạm do cuộc khủng hoảng BĐS kéo dài và kinh tế suy yếu. Đối mặt với tình hình này, các nhà sản xuất thép Trung Quốc đã chủ động cắt giảm sản lượng sản xuất và giảm mức tồn kho trong những tháng gần đây (từ tháng 6/2024 đến tháng 9/2024).

Tuy nhiên, sau khi gói kích cầu được tung ra trong thời gian gần đây, tâm lý của các nhà sản xuất thép Trung Quốc dường như có cải thiện, với tổng sản lượng thép tháng 10/2024 đạt 82 triệu tấn (tăng 3,8% so với cùng kỳ và tăng 6,5% từ mức thấp nhất trong năm vào tháng 9/2024). Lượng hàng tồn kho của cả nước cũng giảm xuống còn 18,4 triệu tấn (giảm 3,9% so với cùng kỳ và giảm 3,4% so với tháng trước), so với mức cao nhất trong 9 tháng đầu năm khoảng 24 triệu tấn vào tháng 3/2024 (Biểu đồ 2).

Về nhu cầu, xét theo tiêu dùng cuối, ngành xây dựng chiếm tỷ lệ áp đảo với khoảng 50% tổng sản lượng thép, kế đến là ngành cơ khí (15-17%) và ngành ô tô (khoảng 8%). Trong bối cảnh thị trường BĐS chưa có dấu hiệu phục hồi, Hiệp hội Thép Thế giới dự báo nhu cầu thép của Trung Quốc sẽ giảm 3%/1% trong năm 2024/2025, lần lượt đạt 869 triệu tấn và 860 triệu tấn. Theo đó, nhu cầu thép trên toàn cầu cũng được dự báo giảm 1% trong năm 2024 xuống 1.751 triệu tấn, trước khi phục hồi 1,2% trong năm 2025 lên 1.772 triệu tấn nhờ nhu cầu tăng mạnh tại thị trường Ấn Độ, cũng như sự phục hồi tại các nền kinh tế mới nổi quan trọng khác như Việt Nam.

**Biểu đồ 1: Sản lượng sản xuất thép thô (triệu tấn), toàn cầu**

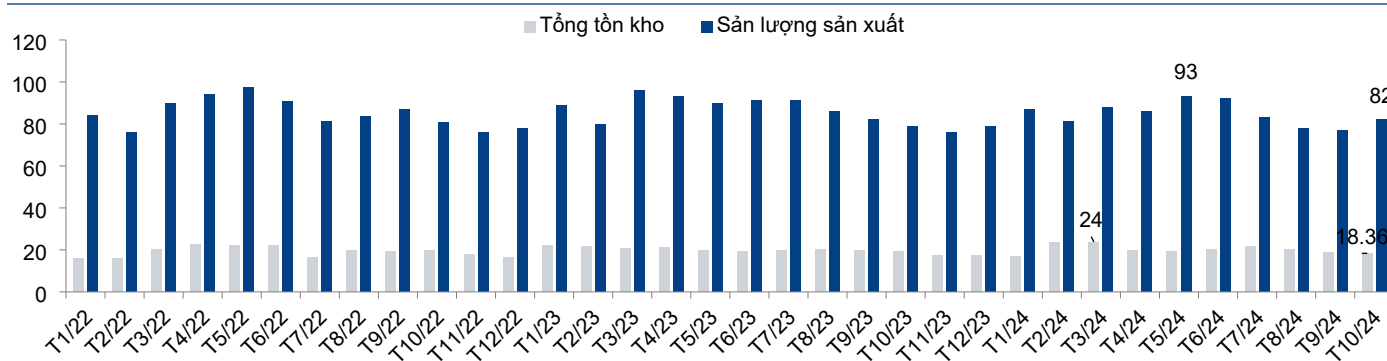
Sản lượng đầu ra thép toàn cầu giảm 2% so với cùng kỳ, chủ yếu do sản lượng của Trung Quốc sụt giảm mặc dù sản lượng các nước khác hồi phục



Nguồn: World Steel Association (WSA), HSC

**Biểu đồ 2: Tồn kho và sản lượng sản xuất thép hàng tháng (triệu tấn), Trung Quốc**

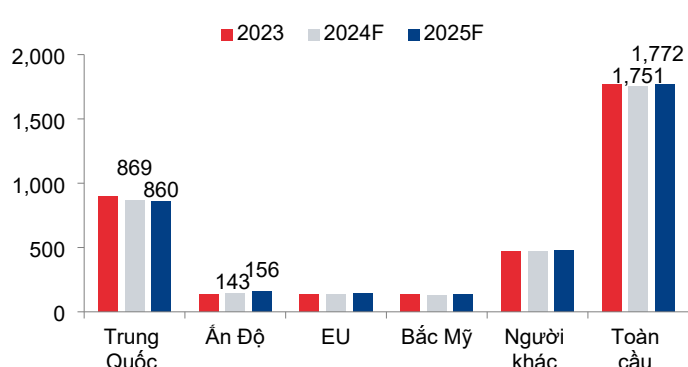
T9/2024 là tháng thứ 5 liên tiếp sản lượng thép sản xuất của Trung Quốc bị giảm



Nguồn: Bloomberg, WSA, HSC

**Biểu đồ 3: Dự báo nhu cầu thép (triệu tấn), toàn cầu**

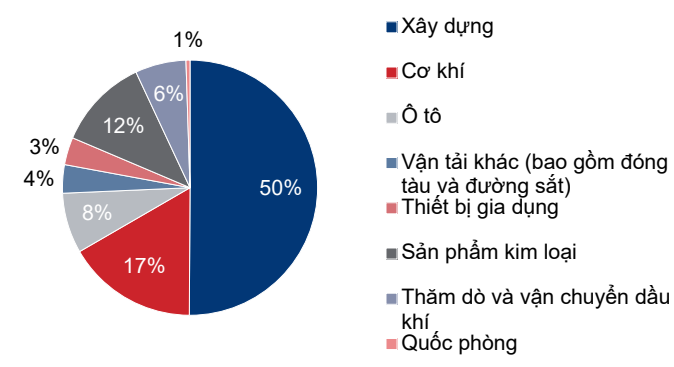
Nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc dự báo sẽ giảm 3% trong năm 2024, và 1% trong năm 2025 do thị trường BĐS âm ỉm



Nguồn: WSA, HSC

**Biểu đồ 4: Dự báo nhu cầu thép năm 2024, toàn cầu**

Nhu cầu thép xét theo tiêu dùng cuối chủ yếu thuộc các ngành như: xây dựng, cơ khí và ô tô



Nguồn: WSA, HSC

**...dẫn đến việc đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường không được bảo hộ**

Do nhu cầu thép của ngành xây dựng được dự báo ở mức thấp trong năm 2024, các nhà sản xuất thép Trung Quốc đẩy mạnh bán hàng thông qua kênh xuất khẩu, dẫn đến tình trạng dư thừa nguồn cung trên toàn cầu trở nên trầm trọng hơn. Trong 10 tháng đầu năm 2024, sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc đạt 108 triệu tấn, cao hơn sản lượng xuất khẩu theo số liệu cả năm kể từ năm 2016. HSC dự báo sản lượng xuất khẩu năm 2024 của Trung Quốc đạt 125 triệu tấn (tăng 37% so với cùng kỳ), mức cao nhất trong 10 năm qua. Để thấy rõ quy mô, sản lượng xuất khẩu này của Trung Quốc gần bằng tổng nhu cầu thép của Ấn Độ, thị trường tiêu thụ thép lớn thứ hai thế giới.

**Điều tra chống bán phá giá sản phẩm thép Trung Quốc**

Việc Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu thép đã làm gia tăng căng thẳng thương mại toàn cầu. Tính đến ngày 15/11/2024, có đến 25 cuộc điều tra chống bán phá giá nhằm vào các sản phẩm thép Trung Quốc được tiến hành trên toàn cầu trong năm nay. Dữ liệu cho thấy mức độ tương tự cũng được ghi nhận trong năm 2015/2016, với khoảng 25/27 cuộc điều tra. Khi các biện pháp bảo hộ thương mại được áp dụng, sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc giảm ngay lập tức trong các năm sau đó, đặc biệt là năm 2017 và tiếp tục giảm đến năm 2021.

Nếu kịch bản này lặp lại, tổng sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc có khả năng đạt đỉnh trong năm nay. Với việc áp thuế chống bán phá giá, các hoạt động bán phá giá dự kiến sẽ giảm.

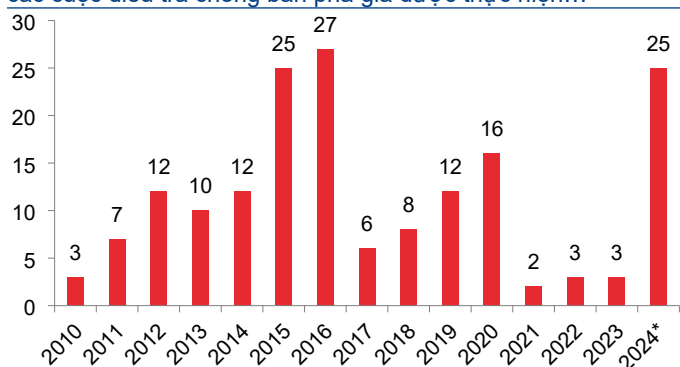
**Gói kích thích kinh tế được dự báo sẽ hỗ trợ giá thép**

Liên quan đến tình hình hoạt động của các nhà sản xuất thép Trung Quốc, kết quả khảo sát do Mysteel (nhà cung cấp dữ liệu ngành) tiến hành trên 247 nhà máy thép sử dụng công nghệ lò cao cho thấy 71,4% các nhà máy này ghi nhận tỷ suất lợi nhuận dương trong tháng 11/2024, phục hồi mạnh từ mức thấp 1,5% trong tháng 8-9/2024.

Kết quả trên có được là nhờ gói kích thích kinh tế của Chính phủ Trung Quốc trong thời gian gần đây, hỗ trợ giá thép tăng từ tháng 9/2024. Giá thép thanh và HRC của Trung Quốc đạt lần lượt 510 USD/tấn và 494 USD/tấn, tăng 7,3% và 10% từ mức thấp trong tháng 9/2024. Đà phục hồi trên là dấu hiệu tích cực cho thị trường thép Trung Quốc và toàn cầu nói chung.

**Biểu đồ 5: Số lượng các cuộc điều tra đối với sản phẩm thép của Trung Quốc**

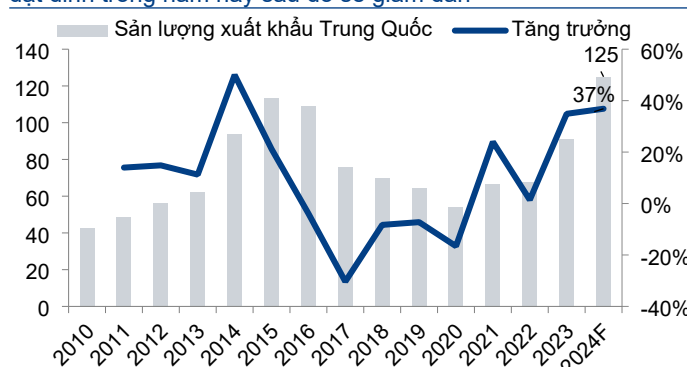
Số cuộc điều tra gần đạt mức cao nhất trong 10 năm qua, nếu các cuộc điều tra chống bán phá giá được thực hiện...



(\* ) Số cuộc điều tra tính đến 15-11-2024  
 Nguồn: Bộ thương mại Trung Quốc, HSC

**Biểu đồ 6: Sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc (triệu tấn)**

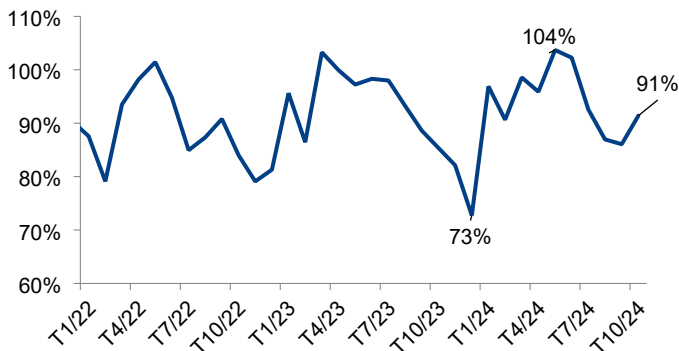
... sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc được dự báo sẽ đạt đỉnh trong năm nay sau đó sẽ giảm dần



Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc, HSC

**Biểu đồ 7: Công suất các nhà máy thép của Trung Quốc**

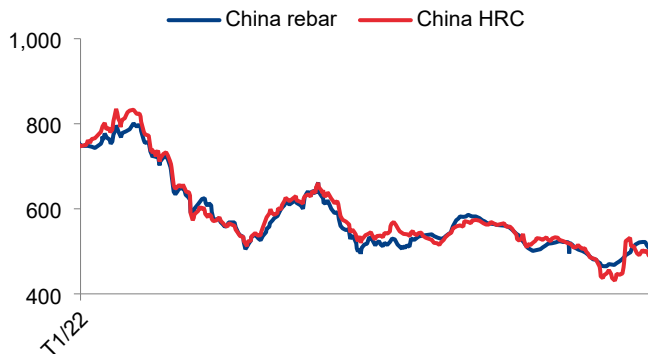
Công suất cả nước đạt 91% trong T10-2024, với tỷ suất lợi nhuận tăng trở lại mức dương



Nguồn: WSA, OECD, HSC

**Biểu đồ 8: Giá thép (USD/tấn), Trung Quốc**

Giá thép tại Trung Quốc hồi phục từ mức đáy trong T9/2024 nhờ gói kích thích tăng trưởng kinh tế của chính phủ trong T10/2024



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Ngành thép Việt Nam – dự kiến tăng mạnh trong năm 2025**

**Sản lượng tiêu thụ vững chắc trong 10 tháng đầu năm 2024, nhờ nhu cầu trong nước tăng**

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng tiêu thụ trong 10 tháng đầu năm 2024 tăng 17% so với cùng kỳ đạt 26,2 triệu tấn (bao gồm thép xây dựng, HRC, phôi thép, tôn mạ, và ống thép). Trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 17,8% so với cùng kỳ, đóng góp 65,6% tổng sản lượng tiêu thụ.
- Sản lượng xuất khẩu tăng 15,1% so với cùng kỳ, đóng góp 34,4% tổng sản lượng tiêu thụ.

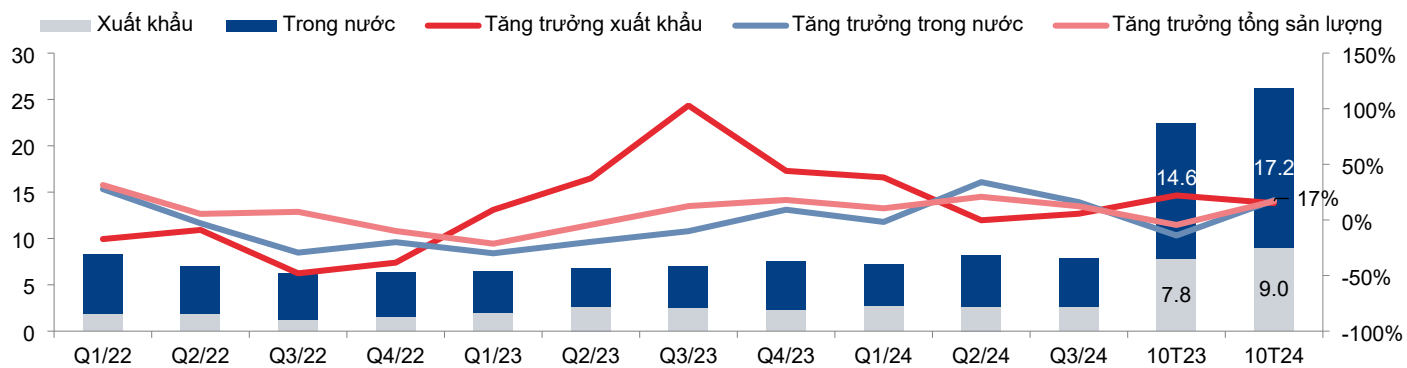
Nhu cầu trong nước thúc đẩy sự phục hồi nhanh chóng này và tăng mạnh sau bão Yagi, cũng như sự phục hồi trong các hoạt động xây dựng ở phân khúc đầu tư công và BĐS nhà ở. Đáng lưu ý, các kênh bán hàng trong nước đặc biệt có tỷ suất lợi nhuận cao hơn xuất khẩu, nên sự phục hồi nhờ nhu cầu trong nước mang lại nhiều lợi thế hơn cho các nhà sản xuất thép.

Xét theo phân khúc sản phẩm, thép xây dựng là động lực tăng trưởng chính cho cả ngành thép, với tổng sản lượng tiêu thụ đạt 10 triệu tấn trong 10 tháng đầu năm 2024, tăng 15,7% so với cùng kỳ. Mức tăng trưởng trên đa phần đến từ hoạt động giải ngân đầu tư công cho các dự án hạ tầng lớn như Sân bay Quốc tế Long Thành và đường cao tốc, cùng với sự hồi phục của các dự án BĐS nhà ở, sau khi nhận được giấy phép xây dựng.

Các phân khúc sản phẩm khác, ngoại trừ HRC, cũng ghi nhận sự phục hồi mạnh trong 10 tháng đầu năm 2024. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ, ống thép và phôi thép đạt lần lượt 4,6 triệu tấn, 2,1 triệu tấn và 3,9 triệu tấn, tương ứng với mức tăng 35,3%, 5% và 39,3% so với cùng kỳ. Trái lại, sản lượng tiêu thụ HRC 10 tháng đầu năm 2024 đa phần không đổi so với 10 tháng đầu năm 2023.

**Biểu đồ 9: Sản lượng tiêu thụ thép (triệu tấn), Việt Nam**

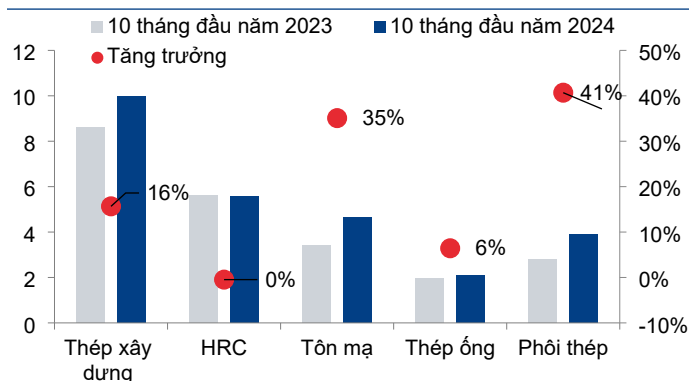
Tổng sản lượng 10 tháng đầu năm 2024 tăng 17% lên 26,2 triệu tấn



Nguồn: VSA, HSC

**Biểu đồ 10: Sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam (triệu tấn), theo dòng sản phẩm**

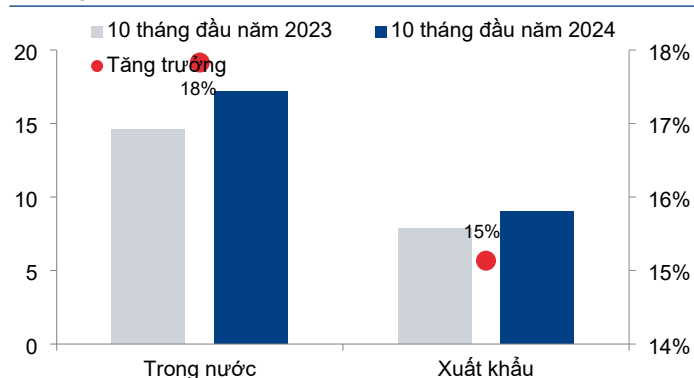
Tất cả các dòng sản phẩm đều tăng trưởng (trừ HRC)



Nguồn: VSA, HSC

**Biểu đồ 11: Sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam (triệu tấn), theo thị trường**

Thị trường trong nước dẫn đầu tăng trưởng trong 10 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VSA, HSC

**Tình hình thị trường thép tại Việt Nam**

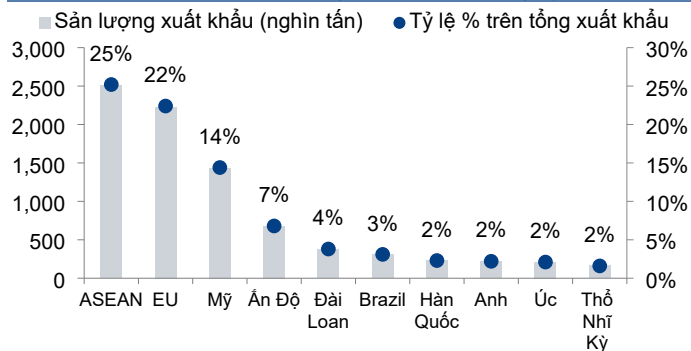
Thị trường thép Việt Nam thể hiện mức độ toàn cầu hóa cao, với sản lượng xuất nhập khẩu ở mức cao. Trong 10 tháng đầu năm 2024, Việt Nam nhập khẩu 14,71 triệu tấn thép, tăng 38,2% so với cùng kỳ (9 tháng đầu năm 2024: 12,3 triệu tấn, tăng 32% so với cùng kỳ). Đáng lưu ý, thép nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm gần 70% tổng sản lượng nhập khẩu. Trong tháng 10/2024, Việt Nam nhập khẩu 1,85 triệu tấn thép thành phẩm từ Trung Quốc, tăng mạnh 115% so với cùng kỳ và tăng 71,6% so với tháng trước. Đáng lưu ý, sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc trong tháng 10 cao hơn sản lượng thép nhập khẩu trong 10 tháng đầu năm 2024 từ nhà cung cấp thép lớn thứ 2 cho Việt Nam là Nhật Bản ở mức 1,7 triệu tấn thép. Trong 10 tháng đầu năm 2024, Việt Nam nhập khẩu 10,16 triệu tấn thép thành phẩm từ Trung Quốc, tăng 59% so với cùng kỳ.

Sản lượng nhập khẩu thực tế có thể cao hơn số liệu được Hiệp hội Thép Việt Nam công bố do nếu chỉ tính riêng phân khúc HRC, Việt Nam đã nhập khẩu khoảng 8,8 triệu tấn HRC trong 9 tháng đầu năm 2024, với phần lớn đến từ Trung Quốc. Ngoài ra, Việt Nam còn nhập khẩu thép chất lượng cao từ Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan.

Ở chiều ngược lại, Việt Nam xuất khẩu gần 10 triệu tấn thép trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng 21% so với cùng kỳ. Thị trường xuất khẩu chính của thép Việt Nam là Đông Nam Á, châu Âu và Mỹ, với mức đóng góp lần lượt 25%, 22% và 14% tổng sản lượng xuất khẩu.

**Biểu đồ 12: Xuất khẩu thép theo thị trường, trong 9 tháng đầu năm 2024, Việt Nam**

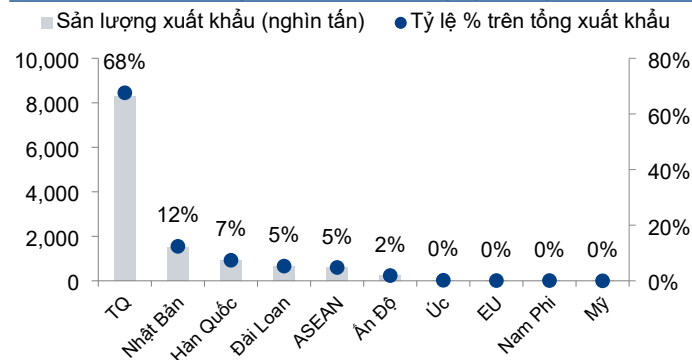
Tổng sản lượng thép xuất khẩu của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2024 đạt 9,9 triệu tấn, tăng 21% so với cùng kỳ



Nguồn: VSA, HSC

**Biểu đồ 13: Nhập khẩu thép theo thị trường ban đầu, trong 9 tháng đầu năm 2024, Việt Nam**

Sản lượng thép nhập khẩu vào VN trong 9 tháng đầu năm 2024 đạt 12,3 triệu tấn, tăng 31,6% so với cùng kỳ, chủ yếu từ TQ



Nguồn: VSA, HSC

Với sản lượng thép giao dịch khá lớn, bao gồm cả xuất khẩu và nhập khẩu, Việt Nam đã tiến hành nhiều cuộc điều tra đối với thép nhập khẩu và cũng bị các đối tác thương mại chính điều tra lại. Sau đây là thông tin chi tiết về các cuộc điều tra liên quan đến sản phẩm thép của Việt Nam:

- Trong 9 tháng đầu năm 2024: Việt Nam đã khởi xướng 2 cuộc điều tra CBPG đối với sản phẩm tôn mạ (AD19) và đối với sản phẩm HRC (AD20). Đối với AD04, Bộ Công Thương mới gia hạn thêm 5 năm việc áp dụng biện pháp CBPG đối với tôn mạ màu nhập khẩu.
- Từ năm 2004 đến tháng 8/2024: Các nước đã khởi xướng 78 cuộc điều tra đối với các sản phẩm thép nhập khẩu từ Việt Nam
  - Chống bán phá giá (45 vụ)
  - Chống trợ cấp (4 vụ)
  - Chống bán phá giá và chống trợ cấp (7 vụ)
  - Thuế tự vệ (13 vụ)
  - Chống né tránh thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp (9 vụ)

Đặc biệt, những cuộc điều tra tập trung vào các sản phẩm thép của Việt Nam trong năm 2024 bao gồm châu Âu (HRC), Mỹ (tôn mạ) và Ấn Độ (thép dẹt).

**Thị trường nội địa được dự báo tăng trưởng mạnh**

HSC duy trì quan điểm tích cực đối với ngành thép khi dự báo sản lượng tiêu thụ thép (tất cả các phân khúc sản phẩm) năm 2024/2025 tăng lần lượt 14% so với cùng kỳ lên 31,7 triệu tấn và tăng 11% so với cùng kỳ lên 35,2 triệu tấn. Đà tăng trưởng trên đến từ (1) sự cải thiện trong hoạt động xây dựng ở cả phân khúc đầu tư công và ngành BĐS nhà ở và (2) nhu cầu HRC chuyển từ nguồn nhập khẩu sang sản phẩm sản xuất trong nước.

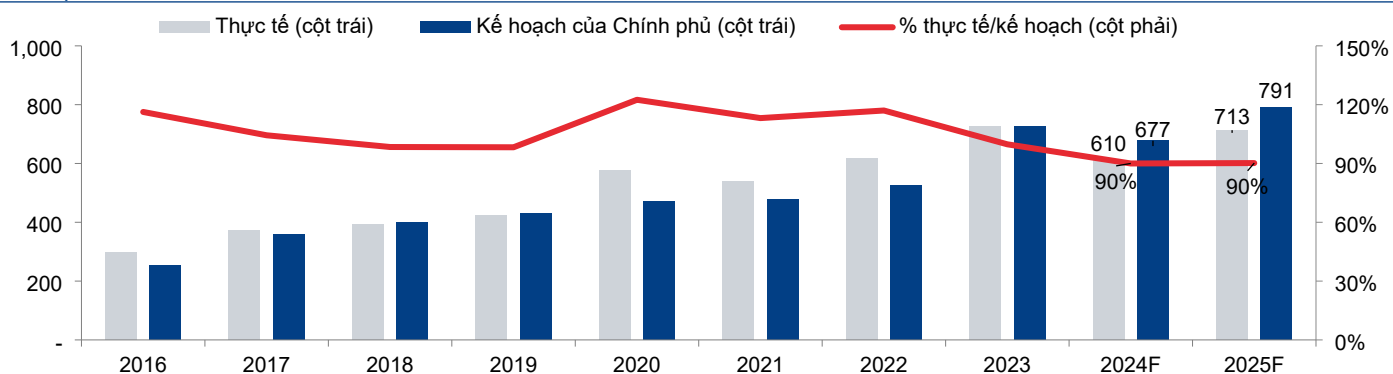
Động lực tăng trưởng đầu tiên đến từ đà tăng trưởng tích cực trong hoạt động xây dựng dự kiến trong vài năm tới, với các dự án có quy mô lớn từ kế hoạch đầy tham vọng của Chính phủ như Sân bay Quốc tế Long Thành, Nhà ga hành khách T3 của Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất, Đường vành đai 3, và hoàn tất dự án đường cao tốc Bắc-Nam. Trong khi đó, dự án dài hạn đường sắt cao tốc Bắc-Nam có quy mô lớn cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu thép (tất cả các sản phẩm thép). Ngoài ra, thị trường BĐS nhà ở đang dần hồi phục với nhiều dự án mới được cấp phép xây dựng dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu thép trong tương lai gần.

Đối với động lực tăng trưởng thứ 2, HSC tin rằng nếu áp dụng AD20 (điều tra CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc/Ấn Độ), nhu cầu HRC từ các nhà sản xuất trong nước (từ Formosa và HPG) sẽ phục hồi, dựa trên những lý do như sau:

- Khả năng áp mức thuế cao hơn lên sản phẩm thép Trung Quốc (bao gồm các loại thép thành phẩm) sau khi ông Trump tái đắc cử tổng thống Mỹ. Hoạt động trung chuyển thép Trung Quốc sẽ được kiểm soát chặt chẽ. Điều này sẽ đẩy mạnh nhu cầu toàn cầu đối với HRC sản xuất tại Việt Nam nhờ có quy định về chứng nhận nguồn gốc xuất xứ.
- Công suất HRC mới của HPG (bổ sung thêm 2,8 triệu tấn mỗi năm trong năm 2025 và 2,8 triệu tấn mỗi năm trong năm 2026). HPG sẽ tìm thị trường mới để hấp thụ công suất mới được bổ sung. Do đó, công suất HRC của Việt Nam sẽ tăng lên mức 11,3 triệu tấn mỗi năm (tăng 33% so với cùng kỳ) trong năm 2025 và 14,1 triệu tấn mỗi năm trong năm 2026 (tăng 25% so với cùng kỳ).

**Biểu đồ 14: Đầu tư công (nghìn tỷ đồng), Việt Nam**

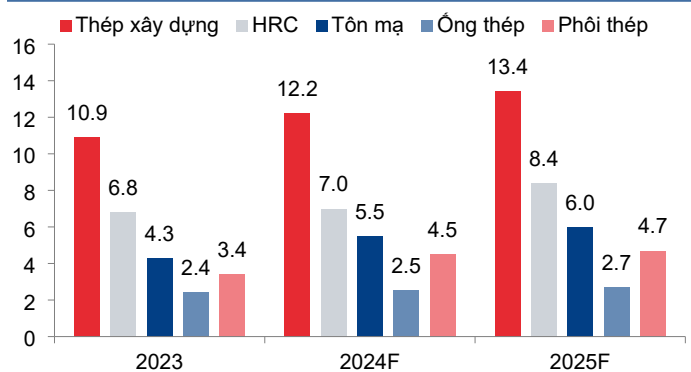
Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng trưởng 17% trong năm 2025, đạt 713 nghìn tỷ đồng và hoàn thành 90% kế hoạch đề ra của Chính phủ.



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 15: Dự báo sản lượng tiêu thụ thép (triệu tấn), Việt Nam**

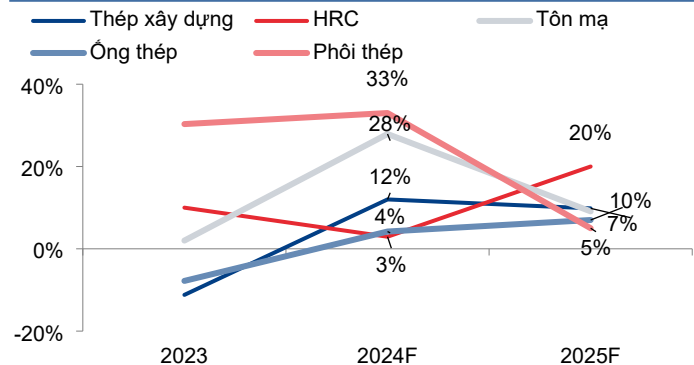
Dẫn đầu năm 2024 là thép xây dựng và năm 2025 là HRC



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 16: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép năm 2024-2025, Việt Nam**

Năm 2024-2025 được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh



Nguồn: HSC

**Dự báo lợi nhuận mới**

Dựa trên cập nhật mới nhất về tình hình cung và cầu, HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận của 3 công ty thép trong danh sách khuyến nghị. Cụ thể như sau:

- **HPG** – Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 6,2% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhằm phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ cao hơn, nhờ bổ sung công suất HRC.
- **NKG** – Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 7,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhằm phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ cao hơn, nhờ nhu cầu trong nước có khả năng phục hồi tốt.

- **HSG** – Chúng tôi tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lợi nhuận mới cho năm 2027 đối với HSG.

Triển vọng lợi nhuận của cả 3 công ty trong danh sách khuyến nghị tươi sáng, nhờ sự phục hồi của ngành BĐS, các dự án đầu tư công lớn và tỷ suất lợi nhuận ngày càng mở rộng.

### Biểu đồ 17: Dự báo cũ và dự báo mới, HPG và NKG

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận của HPG/NKG lên lần lượt 6,2%/7,6% 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
HPG												
Doanh thu thuần	138,522	158,303	192,008	138,918	165,806	206,536	0.3%	4.7%	7.6%	16.8%	19.4%	24.6%
Lợi nhuận thuần	12,009	15,885	19,758	12,441	16,826	21,533	3.6%	5.9%	9.0%	82.0%	35.2%	28.0%
NKG												
Doanh thu thuần	19,911	22,777	26,452	21,840	24,995	29,043	9.7%	9.7%	9.8%	17.4%	14.4%	16.2%
Lợi nhuận thuần	506	682	860	539	728	943	6.5%	6.7%	9.6%	358.8%	35.1%	29.6%

Nguồn: HSC

### Bảng 18: Dự báo cũ và dự báo mới, HSG

Nâng 9% dự báo lợi nhuận 2025 trong khi duy trì dự báo 2026

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		% điều chỉnh		Tăng trưởng			
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026		
Chỉ tiêu	2024										
Doanh thu thuần	39,272	42,555	48,180	43,011	47,311	52,880	1.1%	-1.8%	9.5%	10.0%	11.8%
Lợi nhuận thuần	510	833	1,358	910	1,366	1,885	9.2%	0.6%	78.3%	50.2%	38.0%

Nguồn: HSC

## Định giá và khuyến nghị

We maintain our positive view on the Steel industry for its attractive valuation, of which HPG is our top pick, on its bright earnings outlook. 2025 is a tipping year for HPG to achieve a new earnings growth phase via oncoming additional capacity. Meanwhile, HSG/NKG face more operational risks. Details are as follows:

- **HPG (Mua vào mạnh – giá mục tiêu 38.800đ)** là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng là 11 lần tương đương với mức bình quân 5 năm, là mức hấp dẫn nhờ công ty có triển vọng tăng trưởng tích cực với lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 47%. Việc bổ sung thêm công suất HRC trong thời gian tới và sự ưu tiên của Chính phủ trong việc phát triển cơ sở hạ tầng bao gồm dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam được dự báo sẽ thúc đẩy đáng kể mức tăng trưởng của HPG trong những năm tới. Với chiến lược tập trung vào thị trường trong nước (hơn 70% doanh thu hằng năm) và giảm lệ thuộc vào xuất khẩu hơn NKG/HSG, HPG có thể giảm thiểu những rủi ro đến từ sự gia tăng bất ổn của kinh tế toàn cầu trong nhiệm kỳ sắp tới của ông Trump.
- Hai công ty sản xuất tôn mạ trong danh sách khuyến nghị có rủi ro cao hơn HPG nhờ có mức độ thâm nhập vào lĩnh vực xuất khẩu khá cao, nên dễ bị ảnh hưởng bởi những bất ổn của thị trường toàn cầu. Trong đó, **NKG (Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng – giá mục tiêu 22.500đ)** có tỷ trọng xuất khẩu trên tổng doanh thu hằng năm lên đến 60% trong khi doanh thu xuất khẩu của **HSG (Nâng khuyến nghị Tăng tỷ trọng từ Năm giữ – giá mục tiêu 21.500đ)** chiếm đến 48% doanh thu hằng năm. Mặc dù vậy, cổ phiếu của những công ty này đang được giao dịch với định giá thấp hơn nhiều so với P/B và P/E bình quân quá khứ như nội dung được thể hiện trong Bảng 19 và Biểu đồ 20.

### Bảng 19: Định giá các công ty ngành thép HSC khuyến nghị, Việt Nam

Định giá hấp dẫn với triển vọng tươi sáng

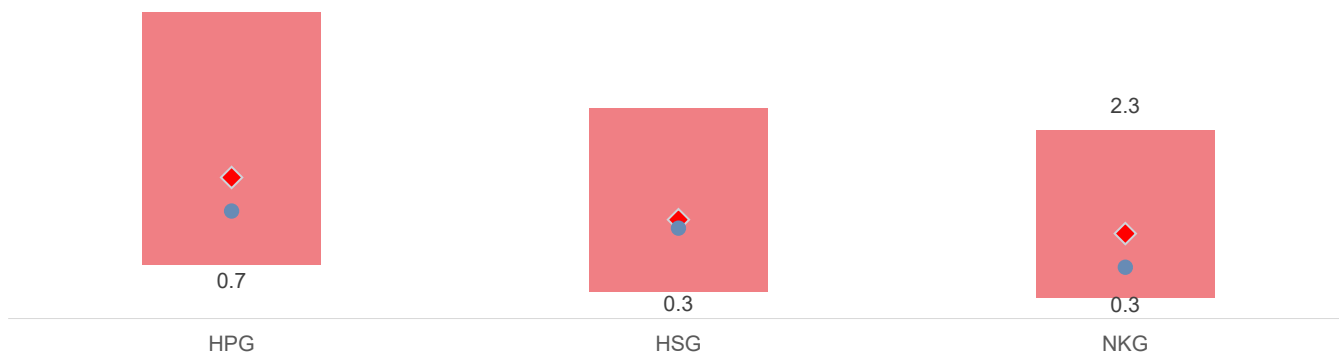
Công ty	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ (đ)	Giá mục tiêu mới (đ)	Tiềm năng tăng giá (%)	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E quá khứ	2025 P/B	P/B quá khứ
HPG	Mua vào	Mua vào	35,000	38,800	44%	11.0	11.0	1.32	1.7
HSG	Năm giữ	Tăng tỷ trọng	21,600	21,500	13%	13.0	15.0	1.11	1.2
NKG	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	23,900	22,500	16%	7.7	14.3	0.63	1.0

Nguồn: HSC

**Biểu đồ 20: Định giá các công ty ngành thép theo phương pháp P/B, Việt Nam**

So với giá trị P/B quá khứ, HPG và NKG hiện đang giao dịch thấp hơn nhiều; trong khi HSG chỉ thấp hơn một chút

Giá trị thấp nhất ■ P/B (từ đầu năm 2011 đến nay) ♦ Bình quân ● Hiện tại



Nguồn: HSC

**Rủi ro đối với những khuyến nghị của chúng tôi**

**HPG** – mặc dù chúng tôi chưa phản ánh việc áp dụng AD20 vào mô hình dự báo lợi nhuận, nếu AD20 không được áp dụng và hoạt động bán phá giá thép Trung Quốc vẫn tiếp diễn, công suất HRC mới bổ sung của HPG có thể cần thêm nhiều thời gian để có thể được sử dụng hết, làm ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi. Nhưng nếu AD20 được áp dụng, lợi nhuận của HPG dự báo sẽ tăng mạnh (chúng tôi sẽ thảo luận về HPG trong phần Báo cáo doanh nghiệp bên dưới).

**NKG/HSG** – sẽ đối mặt với nhiều rủi ro hơn nếu hoạt động điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm tôn mạ tại thị trường Mỹ và việc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc/Ấn Độ được chấp thuận. Điều này có thể làm giá HRC nhập khẩu tăng và làm tăng chi phí đầu vào trong khi việc áp thuế chống bán phá giá tại Mỹ sẽ làm giảm sản lượng xuất khẩu sang thị trường này trong những năm tới. Việc này sẽ có thể ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

**Mức thuế cao hơn của ông Trump** – có thể làm sản lượng xuất khẩu sang Mỹ giảm (nếu mức thuế cao hơn được áp dụng). NKG/HSG được dự báo sẽ chịu ảnh hưởng nặng hơn HPG vì 2 công ty này có mức độ thâm nhập vào thị trường Mỹ cao hơn (16% đối với NKG và 8% đối với HSG).

**Mua vào (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ38,800 (từ VNĐ35,000)

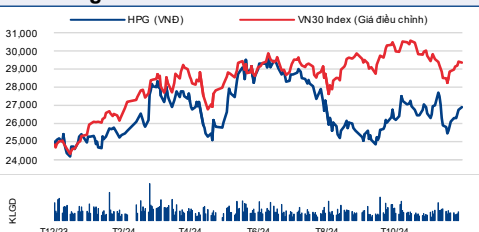
Tiềm năng tăng/giảm: 44.2%

**Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024) 26,900**

Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,182-29,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,683
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	172,059
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,780
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)	1,700
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.4%
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	1.32	5.49	10.00
So với chỉ số	2.62	7.32	(8.36)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,848	1,855	(0.4)
2025F	2,499	2,360	5.9
2026F	3,198	2,987	7.1

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

**Triển vọng lợi nhuận tươi sáng hơn; tăng 10% giá mục tiêu**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG và tăng 10% giá mục tiêu lên 38.800đ (tiềm năng tăng giá 44%), do lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025, thay đổi các giả định định giá và điều chỉnh tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận.
- Dự báo mới phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ cao hơn của chúng tôi và cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 47%. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024/2025/2026 được dự báo tăng lần lượt 82%/35%/28%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 7% so với VN Index, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, sát với bình quân 5 năm. HPG đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ việc mở rộng hoạt động đầu tư công và sự phục hồi của ngành BĐS.

**Sự kiện: Phân tích sự đóng góp của DQSC Giai đoạn 2**

Phân kỳ 1 thuộc dự án DQSC Giai đoạn 2 sẽ bắt đầu chạy thử nghiệm vào cuối năm nay trong khi việc vận hành chính thức sẽ bắt đầu từ đầu năm 2025. HSC tăng giả định công suất hoạt động của nhà máy mới nhờ tình hình kinh tế vĩ mô tươi sáng hơn và sự cải thiện tích cực của ngành thép toàn cầu.

**Tác động: Tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026**

Nhằm phản ánh quan điểm tích cực đối với ngành thép, HSC tăng giả định sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2024-2026, từ đó tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần. Trong đó, HRC sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của HPG trong năm 2025-2026. Trong khi đó, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ HRC năm 2025/2026 của HPG tăng lần lượt 40% và 50%, từ đó sản lượng tiêu thụ năm 2025/2026 tăng 14% và 22%.

Theo đó, chúng tôi tăng 3,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 12,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 82%), cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 3.228 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ và 7% so với quý trước. Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng lần lượt 6% và 9% lên 16,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và 21,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 28%). Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 46,6%.

**Định giá và khuyến nghị**

HSC tăng 10% giá mục tiêu lên 38.800đ (tiềm năng tăng giá 44%) nhờ lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025, thay đổi các giả định định giá và điều chỉnh tăng 6% dự báo lợi nhuận.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 7% so với VN Index, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, sát với bình quân 5 năm. Các khoản đầu tư chiến lược trong việc mở rộng công suất, cộng với môi trường kinh tế vĩ mô thuận lợi mang lại cho Công ty vị thế tốt để tăng trưởng trong dài hạn, với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 46,6%. Ngoài ra, sự quyết tâm trong việc phát triển cơ sở hạ tầng của Chính phủ đặc biệt là dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam sẽ củng cố hơn nữa triển vọng tăng trưởng dài hạn của HPG từ năm 2027 trở đi. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào mạnh đối với HPG nhờ chất xúc tác tiềm năng đến từ quyết định áp thuế CBPG AD20 vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	19,893	16,443	21,514 ▼	29,815	38,058
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,484	6,835	12,441	16,826 ▲	21,533 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,848	2,499 ▲	3,198 ▲
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	16,511	17,674	18,322	20,321	22,519
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.04	11.4	10.6	7.74	5.86
P/E ĐC (lần)	19.4	24.1	14.6	10.8	8.41
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.86	3.72	5.58
P/B (lần)	1.63	1.52	1.47	1.32	1.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	65.5	35.2	28.0
ROAE (%)	9.09	6.88	11.3	13.6	15.7

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

## Lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2025-2026 dẫn dắt bởi HRC

HSC điều chỉnh tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhằm phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ cao hơn sau khi bổ sung công suất HRC. Theo đó, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 47%. Việc bổ sung thêm công suất HRC mới trong năm 2025 và sự ưu tiên của Chính phủ trong việc phát triển cơ sở hạ tầng, bao gồm dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam từ năm 2027 được dự báo sẽ thúc đẩy đáng kể tăng trưởng của HPG trong những năm tới. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua mạnh vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 38.800đ (tiềm năng tăng giá 44%).

### Dự phóng lợi nhuận Q4/2024

Sản lượng tiêu thụ tháng 10 của HPG tích cực, nhờ vào tác động cộng hưởng của (1) nhu cầu bị dồn nén sau bão Yagi (đối với sản phẩm thép xây dựng, tôn mạ và ống thép) cùng với hoạt động xuất khẩu phôi thép tích cực và (2) giá thép phục hồi trên phạm vi toàn cầu và trong nước đã dẫn đến mức độ tồn kho tại các đại lý tăng cao.

Do sản lượng tiêu thụ tháng 10 cao hơn dự kiến, chúng tôi dự báo nhu cầu thép trong tháng 11 sẽ giảm nhẹ để hấp thụ bớt lượng hàng tồn kho tại hệ thống phân phối. Mặc dù vậy, quý 4 thường là mùa cao điểm đối với VLXD, trong đó có thép. Do đó, ở giai đoạn này, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ Q4/2024 sẽ cao kỷ lục (tính theo quý) ở mức 2,6 triệu tấn, tăng 9% so với cùng kỳ và tăng 10% so với quý trước.

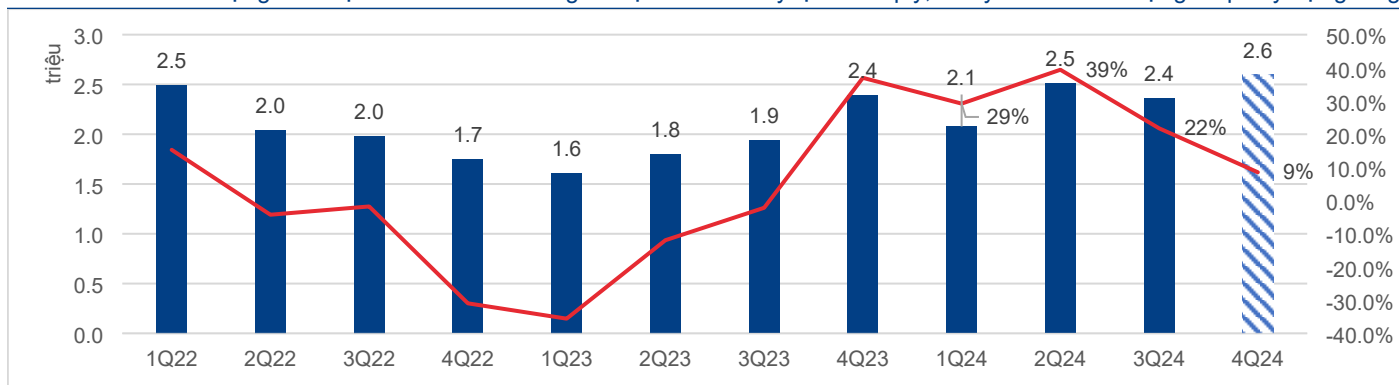
Liên quan đến giá bán, nhờ sự phục hồi của thị trường Trung Quốc/toàn cầu, giá thép xây dựng của HPG dự báo sẽ tăng nhẹ 1,4% so với quý trước (đi ngang so với cùng kỳ) nhờ giá thép xây dựng tại Việt Nam ít biến động nhờ được bảo vệ bởi việc áp dụng 15% thuế nhập khẩu và 6% thuế tự vệ. Trong khi giá thép xây dựng được giao dịch theo giá giao ngay, các sản phẩm HRC thường được bán theo hợp đồng kỳ hạn (trước hai tháng) và do chưa có biện pháp bảo vệ nào được áp dụng nên giá bán bình quân của HRC trong Q4/2024 dự báo giảm 7% so với quý trước và giảm 10% so với cùng kỳ. Giá HRC Trung Quốc phục hồi trong thời gần đây được dự báo sẽ phản ánh đà phục hồi giá HRC của HPG trong Q1/2025.

Dựa trên những giả định trên, HSC dự báo lợi nhuận thuần của Công ty trong Q4/2024 đạt 3.228 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ và tăng 7% so với quý trước. Sản lượng tiêu thụ tăng (công suất hoạt động nhà máy cải thiện và chi phí đầu vào được quản lý tốt hơn) sẽ bù trừ hoàn toàn cho sự sụt giảm của giá bán bình quân. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận thuần được dự báo tăng mạnh hơn nữa lên 9,3% so với mức 8,6% trong Q4/2023 và 8,9% trong Q3/2024.

Với những ước tính như trên, dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi được điều chỉnh tăng 3,6% lên 12.441 tỷ đồng (tăng 82% so với cùng kỳ) với tỷ suất lợi nhuận thuần cải thiện lên 9% từ 5,7% trong năm 2023. Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh (nhờ phân khúc thép xây dựng), công suất hoạt động được nâng cao và chi phí đầu vào giảm sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận thuần.

### Biểu đồ 21: Sản lượng tiêu thụ thép theo quý (tấn), HPG

HSC ước tính sản lượng tiêu thụ Q4/2024 của HPG ghi nhận mức cao kỷ lục theo quý, chủ yếu nhờ sản lượng thép xây dựng tăng



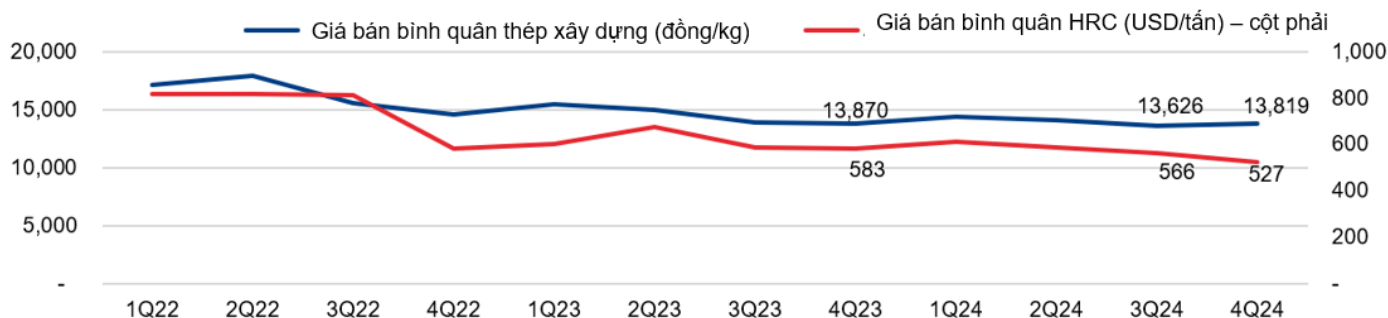
Nguồn: HPG, HSC

## Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026

Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng lần lượt 6% và 9% lên 16.826 tỷ đồng (tăng trưởng 35,2%) và 21.533 tỷ đồng (tăng trưởng 28%). Các giả định chính của chúng tôi như sau:

### Biểu đồ 22: Giá bán bình quân của các sản phẩm, HPG

Chúng tôi dự báo giá HRC giảm 7% so với quý trước và 10% so với cùng kỳ, trong khi giá thép xây dựng ổn định



Nguồn: HSC

### Bảng 23: Ước tính KQKD Q4/2024, HPG

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4 sẽ đạt 3.228 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ và 7% so với quý trước, do sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận cải thiện

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	2024F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	34,384	33,956	34,554	0.49%	1.76%	118,953	138,918	16.8%
Lợi nhuận thuần	2,973	3,023	3,228	8.58%	6.78%	6,835	12,441	82.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.6%	8.9%	9.3%	+0.7 pts	+0.4 pts	5.7%	9.0%	+3.3 pts

Nguồn: HSC

### Bảng 24: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, HPG

Nâng dự báo lợi nhuận thuần của HPG lên bình quân 6.2% trong giai đoạn 2024-2026, nhờ tăng giả định sản lượng tiêu thụ

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	138,522	158,303	192,008	138,918	165,806	206,536	0.3%	4.7%	7.6%	16.8%	19.4%	24.6%
Lợi nhuận thuần	12,009	15,885	19,758	12,441	16,826	21,533	3.6%	5.9%	9.0%	82.0%	35.2%	28.0%

Nguồn: HSC

### Bảng 25: Giả định sản lượng tiêu thụ, HPG

Sản lượng thép xây dựng và phôi thép dẫn đầu tăng trưởng năm 2024 ...

(tấn)	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3,787,853	4,556,894	5,186,420	5,669,057
Phôi thép	138,650	838,571	250,000	0
HRC	2,796,037	2,940,959	4,117,343	6,176,014
Thép ống	684,680	736,954	810,649	891,714
Tôn mạ	329,236	468,163	538,387	592,226

Nguồn: HSC

### Bảng 26: Giai đoạn tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, HPG

...trong khi HRC sẽ đóng góp chính vào tăng trưởng sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2026

%	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-11.3%	20.3%	13.8%	9.3%
Phôi thép	-51.8%	504.8%	-70.2%	-100.0%
HRC	6.3%	5.2%	40.0%	50.0%
Thép ống	-8.6%	7.6%	10.0%	10.0%
Tôn mạ	0.4%	42.2%	15.0%	10.0%

Nguồn: HSC

**Bảng 27: Giá định giá bán bình quân, HPG**

Giá thép xây dựng và HRC giảm lần lượt 4% và 8%

(triệu đồng/tấn)	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	14.6	14.1	14.4	14.6
HRC	15.7	14.4	14.6	14.9

Nguồn: HSC

**Bảng 28: Giá định tăng trưởng giá bán bình quân, HPG**

Chúng tôi dự báo giá bán của các sản phẩm sẽ tăng 2%/năm

%	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-13.7%	-3.6%	2.0%	2.0%
HRC	-11.0%	-8.4%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

**Bảng 29: Giá định tỷ suất lợi nhuận, HPG**

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2024-2026 sẽ tiếp tục cải thiện

Tỷ suất lợi nhuận (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	13.7%	15.6%	16.0%
Chi phí BH&QL/doanh thu thuần	2.7%	3.1%	2.9%	2.8%
Tỷ suất LN TT	6.6%	10.1%	11.1%	11.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.7%	9.0%	10.1%	10.4%

Nguồn: HSC

**HRC có thể trở thành động lực tăng trưởng chính cho HPG trong năm 2025-2026**

Tại buổi trao đổi với HSC vào ngày 21/11/2024, đại diện của HPG cho biết DQSC Giai đoạn 2 có công suất thiết kế hằng năm là 5,6 triệu tấn HRC, từ đó công suất thiết kế thép thô tăng 63% lên 14,5 triệu tấn mỗi năm trong năm 2026. Lưu ý rằng công suất HRC và thép thô hiện tại của HPG lần lượt là 3 triệu tấn và 8,9 triệu tấn mỗi năm. Dự án DQSC Giai đoạn 2 có hai lò cao.

- Lò cao đầu tiên của dự án dự kiến sẽ vận hành vào cuối năm 2024, với công suất thiết kế 2,8 triệu tấn mỗi năm. Tuy nhiên, từ năm 2025, phân kỳ này sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận. HPG đặt mục tiêu vận hành lò cao thứ nhất này với 50-60% công suất vào năm 2025. Trong năm 2026-2027, Công ty cũng đặt mục tiêu vận hành lò cao này với công suất hoạt động lần lượt 80% và 100%.
- Lò cao thứ 2 của DQSC Giai đoạn 2 dự kiến sẽ vận hành thương mại trong năm 2026, bổ sung thêm 2,8 triệu tấn công suất HRC mỗi năm. HPG dự kiến vận hành lò cao này ở mức công suất hoạt động 50%, 80% và 100% lần lượt trong các năm 2026, 2027, 2028.

HPG có kế hoạch bổ sung 1,4 triệu tấn HRC vào sản lượng tiêu thụ HRC trong năm 2025 ở mức 4,34 triệu tấn (so với sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến trong năm 2024 là 2,94 triệu tấn), cho thấy mức tăng 48% so với cùng kỳ. Cho năm 2026, 2027, 2028, sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến đạt 6,6 triệu tấn, 8 triệu tấn, 8,5 triệu tấn, tăng lần lượt 52%, 21%, và 7% so với cùng kỳ. Mục tiêu trên cao hơn giả định của chúng tôi, dự kiến bổ sung khoảng 1,2/2 triệu tấn trong năm 2025/2026, cho thấy tăng trưởng lần lượt ở mức 40%/50%.

**Bảng 30: Dự án DQSC giai đoạn 2, HPG**

Giả định sản lượng tiêu thụ HRC trong năm 2025-26 thấp hơn một chút so với kế hoạch của công ty, nhưng sẽ sát kế hoạch giai đoạn 2027-2028

tấn	2025T	2026T	2027T	2028T
BF1 - Công suất thiết kế	2,800,000	2,800,000	2,800,000	2,800,000
BF2 - Công suất thiết kế		2,800,000	2,800,000	2,800,000
<b>DQSC giai đoạn 2</b>	<b>2,800,000</b>	<b>5,600,000</b>	<b>5,600,000</b>	<b>5,600,000</b>
BF1 - Công suất hoạt động	50%	80%	100%	100%
BF2 - Công suất hoạt động		50%	80%	100%
BF1 - sản xuất	1,400,000	2,240,000	2,800,000	2,800,000
BF2 - sản xuất	0	1,400,000	2,240,000	2,800,000
<b>Đóng góp của dự án DQSC giai đoạn 2</b>	<b>1,400,000</b>	<b>3,640,000</b>	<b>5,040,000</b>	<b>5,600,000</b>
Công suất hoạt động	50.0%	65.0%	90.0%	100.0%
Công suất thiết kế giai đoạn 2	5,800,000	8,600,000	8,600,000	8,600,000
<b>Kế hoạch sản lượng tiêu thụ HRC của HPG</b>	<b>4,340,959</b>	<b>6,580,959</b>	<b>7,980,959</b>	<b>8,540,959</b>
<b>Dự báo sản lượng HRC (theo HSC)</b>	<b>4,117,343</b>	<b>6,176,014</b>	<b>7,905,298</b>	<b>8,577,248</b>
Tăng trưởng	40.0%	50.0%	28.0%	8.5%

Nguồn: HPG, HSC

Liên quan đến vốn đầu tư, dự án 70 nghìn tỷ đồng này được tài trợ bằng nguồn vốn kết hợp giữa 35 nghìn tỷ đồng vốn vay ngân hàng và 35 nghìn tỷ đồng vốn CSH nội bộ. Công ty đang theo dõi chặt chẽ dòng tiền để đảm bảo công tác triển khai đạt hiệu quả. Vốn đầu tư dự kiến sẽ đạt mức giải ngân toàn bộ trong năm 2025, với thời gian khấu hao bình quân là 18 năm. Dự án sẽ làm tăng thêm khoảng 3,9 nghìn tỷ đồng chi phí khấu hao hàng năm từ năm 2027 trở đi, trong khi chi phí khấu hao mới được bổ sung cho năm 2025 và 2026 sẽ phụ thuộc vào thời điểm vận hành thương mại của lò cao số 1 và 2. Xin lưu ý rằng chi phí khấu hao năm 2024 sẽ vào khoảng 7 nghìn tỷ đồng.

NĐT khá lo ngại về sức tiêu thụ sản phẩm từ công suất sản xuất HRC được bổ sung từ năm 2025 trở đi. Công ty cho biết nhu cầu thị trường đối sản phẩm HRC rất lớn (hơn 14 triệu tấn mỗi năm và đang tăng) tại thị trường Việt Nam nhờ tính ứng dụng cao của HRC. Bên cạnh phục vụ nhu cầu xây dựng, HRC còn được sử dụng để sản xuất container, đồ gia dụng, ô tô, v.v. Hơn nữa, HPG cũng sẽ nỗ lực tìm kiếm khách hàng/thị trường mới để duy trì thị phần xuất khẩu và tiêu thụ trong nước nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng gia tăng. Trong khi đó, việc sử dụng HRC nội bộ trong dài hạn cho các phân khúc sản phẩm tôn mạ, ống thép, container, đồ gia dụng cũng sẽ hỗ trợ HPG hấp thụ công suất mới bổ sung.

### HPG tự tin sản xuất thép làm đường ray cho dự án đường sắt cao tốc

Gần đây, Quốc hội đã thông qua các dự án đường sắt lớn với các tuyến Lạng Sơn – Hà Nội, Hà Nội – TP.HCM và TP.HCM – Cần Thơ. Trong đó dự án đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam dự kiến được khởi công từ năm 2027 trong khi 2 dự án khác (Lạng Sơn – Hà Nội và TP.HCM – Cần Thơ) sẽ được khởi công từ năm 2030.

Tại buổi trao đổi, đại diện của HPG tự tin về khả năng sản xuất thép làm đường ray. Ở giai đoạn này, HPG đã chủ động thành lập nhóm nghiên cứu về công nghệ cho dự án đường sắt cao tốc và tự tin khẳng định năng lực vượt mức yêu cầu trong việc sản xuất thép làm đường ray. HPG cũng nhấn mạnh cam kết của Công ty trong việc nâng cao công suất sản xuất và chuẩn bị đầy đủ để đáp ứng các tiêu chí đấu thầu của dự án. Do dự án vẫn còn ở giai đoạn sơ khai, nên Công ty chưa công bố tổng vốn đầu tư.

Mặc dù mốc thời gian cụ thể cho dự án vẫn chưa được xác định, theo quan điểm của chúng tôi, sự ủng hộ mạnh mẽ của Chính phủ đối với dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam cho thấy dự án có thể được triển khai sớm hơn dự kiến. Dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam được dự báo sẽ mang lại tiềm năng rất lớn cho ngành thép. Bên cạnh nhu cầu về thép làm đường ray, dự án sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm thép khác, mang lại cơ hội lớn cho các nhà sản xuất thép trong nước. Do đó, trong dài hạn, HPG sẽ hưởng lợi từ dự án này.

### Định giá và khuyến nghị

#### Phương pháp định giá

HSC tăng 10% giá mục tiêu đối với HPG lên 38.800đ (tiềm năng tăng giá 44%), sau khi điều chỉnh tăng bình quân 6,2% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025, và giảm các giả định định giá. Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn nhưng giảm giả định WACC xuống 11,6% so với 12,1% trước đó.

**Bảng 31: Tính toán FCFF, HPG**

Giả định dòng tiền sẽ tăng mạnh trở lại trong giai đoạn 2025-2028, nhờ giảm vốn đầu tư cho dự án DQSC giai đoạn 2

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	12,441	16,826	21,533	31,623	37,654
+ Lãi vay * (1 - thuế suất)	1,975	3,138	4,399	4,138	3,857
+ Khấu hao	6,648	8,676	10,842	11,169	11,283
- Thay đổi vốn lưu động	(11,221)	(7,943)	(15,992)	(20,252)	(19,184)
- Chi phí đầu tư TSCĐ	(35,847)	(16,579)	856	(3,404)	(2,013)
<b>FCFF</b>	<b>(26,004)</b>	<b>4,118</b>	<b>21,639</b>	<b>23,274</b>	<b>31,597</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 32: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HPG**

Hạ giá định chi phí vốn CSH do giảm giả định phần bù rủi ro vốn CSH

CAPM	%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	1.4
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>14.1%</b>
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	11.6%
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>6.2%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 33: Tính toán WACC, HPG**

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 11,6% so với 12,1% trước đó

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	68.0%
Nợ / Tổng nguồn vốn	32.0%
<b>WACC</b>	<b>11.6%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 34: Định giá DCF, HPG**

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá của chúng tôi tăng 10% lên 38.800đ (tiềm năng tăng giá 44%)

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(26,004)	4,118	21,639	23,274	31,597
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)					2%
Giá trị dài hạn					336,122
Dòng tiền tương lai	(26,004)	4,118	21,639	23,274	367,719
Giá trị hiện tại	<b>(26,004)</b>	<b>4,118</b>	<b>19,391</b>	<b>18,691</b>	<b>264,641</b>
<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>		306,842			
- Tổng nợ		(93,211)			
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn		34,597			
<b>Giá trị của vốn CSH</b>		<b>248,227</b>			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		6,396,250			
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2025 (đ/cp)</b>		<b>38,808</b>			

Nguồn: HSC

**Cập nhật tình hình thuế chống bán phá giá**

Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi chưa phản ánh tác động tiềm năng từ việc áp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu lên lợi nhuận của HPG. Do đó, chúng tôi dự đoán sẽ phải điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và định giá khi thuế chống bán phá giá chính thức được áp dụng.

Công tác điều tra nhằm áp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu đã được triển khai vào tháng 7/2024. Ngày cuối cùng để các bên tham gia nộp phản hồi là 18/10/2024. Theo mốc thời gian này, chúng tôi dự báo việc áp thuế CBPG tạm thời (nếu có) sẽ được thực hiện sớm nhất vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau. Đây sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu và mang lại tiềm năng lợi nhuận và mức định giá cao hơn so với dự báo hiện tại.

Trong báo cáo này, chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy để đánh giá lợi ích tiềm năng mà HPG có thể nhận được khi thuế CBPG đối với HRC được áp dụng. Dựa trên mức thuế được đề xuất trong quá trình điều tra, chúng tôi giả định thuế CBPG sẽ dao động trong khoảng 22-27%.

HSC tiến hành phân tích dựa theo 2 kịch bản: giá HRC của HPG tăng 5% và 10% sau khi áp dụng thuế CBPG. Chúng tôi tin rằng giá HRC khó có thể tăng 20% vì giá này sẽ cao hơn giá nhập khẩu từ Nhật Bản/Hàn Quốc vào Việt Nam và sẽ kém cạnh tranh hơn. Kết quả như sau:

- Kịch bản 1: Giá HRC tăng 5%
- Kịch bản 2: Giá HRC tăng 10%

Vui lòng xem bảng bên trên để có kết quả chi tiết (Bảng 35).

**Bảng 35: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu và lợi nhuận thuần theo giá định về giá bán thép dưới tác động của thuế chống bán phá giá**

Theo kịch bản tích cực nhất, giá mục tiêu đạt 52.600đ, tiềm năng tăng giá 97% từ mức thị giá hiện tại

Tỷ đồng	2024	2025	2026	Tăng trưởng 2025	Tăng trưởng 2026	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá
Kịch bản cơ sở	12,441	16,826	21,533	35.2%	28.0%	38,808	44.3%
Tăng 5%	12,441	18,278	24,007	46.9%	31.3%	47,609	78.3%
Tăng 10%	12,330	19,679	26,392	59.6%	34.1%	52,620	97.1%

Nguồn: HSC

Nếu thuế CBPG được áp dụng trong năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 47% đạt 18,3 nghìn tỷ đồng (theo kịch bản 1) và tăng trưởng 60% đạt 19,7 nghìn tỷ đồng (theo kịch bản 2), so với mức tăng trưởng 35% đạt 16,8 nghìn tỷ đồng trong kịch bản cơ sở.

Thuế CBPG có hiệu lực từ 3 đến 5 năm, tùy thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau. Việc áp thuế CBPG sẽ ảnh hưởng đến HPG và cần thiết phải điều chỉnh lại giá mục tiêu. Theo đó, giá mục tiêu theo kịch bản 1 (giá HRC tăng 5%) sẽ là 47.600đ (tiềm năng tăng giá 78%), trong khi giá mục tiêu theo kịch bản 2 (giá HRC tăng 10%) sẽ là 52.600đ (tiềm năng tăng giá 97%).

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 7% so với VN Index, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 11 lần. Chúng tôi tin rằng triển vọng lợi nhuận tích cực sẽ giúp cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn. Lưu ý rằng tiềm năng áp thuế CBPG đối với HRC sẽ trở thành động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào mạnh đối với HPG với giá mục tiêu mới là 38.800đ (tiềm năng tăng giá 44%).

**Bảng 36: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG**

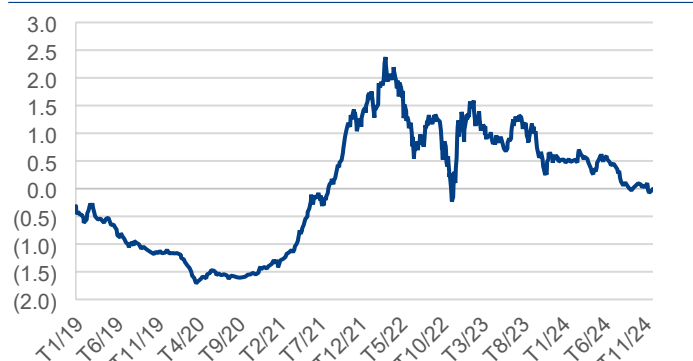
HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần ...



Nguồn: HSC

**Bảng 37: Độ lệch chuẩn so với bình quân, HPG**

... sát với bình quân 5 năm ở mức 11 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	138,918	165,806	206,536
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	19,077	25,918	32,967
Chi phí BH&QL	(3,685)	(3,269)	(4,237)	(4,808)	(5,783)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>13,078</b>	<b>9,669</b>	<b>14,840</b>	<b>21,110</b>	<b>27,184</b>
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,252)	(2,706)	(3,886)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.07)	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	129	142	458	82.9	103
<b>LNTT</b>	<b>9,923</b>	<b>7,793</b>	<b>14,047</b>	<b>18,486</b>	<b>23,401</b>
Chi phí thuế TNDN	(1,479)	(992)	(1,608)	(1,664)	(1,872)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39.1	34.7	2.37	3.20	4.10
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>8,484</b>	<b>6,835</b>	<b>12,441</b>	<b>16,826</b>	<b>21,533</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>8,059</b>	<b>6,493</b>	<b>11,819</b>	<b>15,985</b>	<b>20,457</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>19,893</b>	<b>16,443</b>	<b>21,514</b>	<b>29,815</b>	<b>38,058</b>
EPS (đồng)	1,459	1,175	1,945	2,631	3,367
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,848	2,499	3,198
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	9,566	18,016	16,173
Đầu tư ngắn hạn	26,268	22,162	15,281	16,581	20,654
Phải thu khách hàng	9,893	10,702	11,113	14,923	20,654
Hàng tồn kho	34,491	34,504	40,286	48,913	61,961
Các tài sản ngắn hạn khác	1,538	3,081	6,946	8,290	10,327
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>80,515</b>	<b>82,716</b>	<b>83,193</b>	<b>106,722</b>	<b>129,768</b>
TSCĐ hữu hình	83,562	97,886	127,089	134,971	123,250
TSCĐ vô hình	634	211	208	229	252
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	7,266	7,823	9,724
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>89,821</b>	<b>105,066</b>	<b>135,131</b>	<b>143,562</b>	<b>133,732</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>170,336</b>	<b>187,783</b>	<b>218,323</b>	<b>250,284</b>	<b>263,500</b>
Nợ ngắn hạn	46,749	54,982	55,567	58,032	61,961
Phả trả người bán	11,107	12,387	11,113	16,581	20,654
Nợ ngắn hạn khác	3,020	2,457	2,286	2,274	2,447
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>62,385</b>	<b>71,513</b>	<b>70,936</b>	<b>79,238</b>	<b>87,991</b>
Nợ dài hạn	11,152	10,399	24,306	35,179	25,585
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	31.2	30.0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	597	2,948	5,825	5,827	5,828
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>11,780</b>	<b>13,378</b>	<b>30,131</b>	<b>41,006</b>	<b>31,413</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>74,223</b>	<b>84,946</b>	<b>101,068</b>	<b>120,245</b>	<b>119,404</b>
Vốn chủ sở hữu	96,007	102,771	117,192	129,979	144,039
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	65.8	63.4	60.2	56.1
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>96,113</b>	<b>102,836</b>	<b>117,256</b>	<b>130,039</b>	<b>144,095</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>170,336</b>	<b>187,783</b>	<b>218,323</b>	<b>250,284</b>	<b>263,500</b>
BVPS (đ)	16,511	17,674	18,322	20,321	22,519
Nợ thuần*/(tiền mặt)	49,576	53,114	70,307	75,195	71,373

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	13,078	9,669	14,840	21,110	27,184
Khấu hao	(6,814)	(6,773)	(6,674)	(8,705)	(10,874)
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,252)	(2,706)	(3,886)
Thuế TNDN đã nộp	(1,242)	(560)	(1,608)	(1,664)	(1,872)
Thay đổi vốn lưu động	(5,765)	(6,243)	(8,678)	(23,377)	(30,352)
Khác	(3,777)	(3,753)	(2,029)	(3,624)	(4,937)
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>12,192</b>	<b>9,472</b>	<b>11,430</b>	<b>4,600</b>	<b>5,679</b>
Đầu tư TS dài hạn	(17,966)	(17,353)	(35,847)	(16,579)	856
Góp vốn & đầu tư	(53,800)	(38,417)	6,782	(1,326)	(4,114)
Thanh lý	47,055	42,969	111	159	135
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(24,712)</b>	<b>(12,801)</b>	<b>(28,955)</b>	<b>(17,746)</b>	<b>(3,123)</b>
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	18,022	27,992	5,196
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(1,617)</b>	<b>7,273</b>	<b>14,824</b>	<b>21,596</b>	<b>(4,399)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,471	8,325	12,267	9,566	18,016
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(14,137)</b>	<b>3,944</b>	<b>(2,701)</b>	<b>8,450</b>	<b>(1,843)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(9.64)	(0.73)	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>8,325</b>	<b>12,267</b>	<b>9,566</b>	<b>18,016</b>	<b>16,173</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(5,774)</b>	<b>(7,881)</b>	<b>(24,418)</b>	<b>(11,979)</b>	<b>6,535</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.9	10.9	13.7	15.6	16.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	13.8	15.5	18.0	18.4
Tỷ suất LNT (%)	6.00	5.75	8.96	10.1	10.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.9	12.7	11.4	9.00	8.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.53)	(15.9)	16.8	19.4	24.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(54.5)	(17.3)	30.8	38.6	27.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(75.4)	(19.4)	82.0	35.2	28.0
Tăng trưởng EPS (%)	(81.1)	(19.4)	65.5	35.2	28.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	65.5	35.2	28.0
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	25.7	38.0	44.6
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	9.09	6.88	11.3	13.6	15.7
ROACE (%)	12.3	8.62	11.3	13.3	15.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.81	0.66	0.68	0.71	0.80
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.93	0.98	0.77	0.22	0.21
Số ngày tồn kho	101	119	123	128	130
Số ngày phải thu	29.0	36.8	33.8	38.9	43.4
Số ngày phải trả	32.5	42.6	33.8	43.3	43.4
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	52.4	60.7	58.6	50.4
Nợ/tài sản (%)	34.5	35.2	37.0	37.7	33.7
EBIT/lãi vay (lần)	3.98	4.79	11.9	7.80	7.00
Nợ/EBITDA (lần)	2.95	4.02	3.75	3.16	2.33
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.29	1.16	1.17	1.35	1.47
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.27	1.58	1.64	1.39	1.08
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.04	11.4	10.6	7.74	5.86
P/E (lần)	18.4	22.9	13.8	10.2	7.99
P/E ĐC (lần)	19.4	24.1	14.6	10.8	8.41
P/B (lần)	1.63	1.52	1.47	1.32	1.19
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.86	3.72	5.58

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

### Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ21,500 (từ VNĐ21,600)  
Tiềm năng tăng/giảm: 13.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024)	19,000
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,350-25,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,704
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	461
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	(5.94)	(8.65)	(10.3)
So với chỉ số	(4.73)	(7.07)	(25.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,373	1,384	(0.8)
2026F	2,062	1,802	14.4
2027F	2,846	1,929	47.5

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

## Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây

- HSC nâng khuyến nghị đối với HSG lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) nhưng đa phần giữ nguyên giá mục tiêu 21.500đ (tiềm năng tăng giá 13%). Việc thay đổi các giá định định giá được bù trừ hoàn toàn bằng việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận NTĐC 2024-2025 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9).
- Chúng tôi tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho NTĐC 2024-2025 lên 910 tỷ đồng (tăng trưởng 78%) nhờ tỷ suất lợi nhuận tăng trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho NTĐC 2025-2026 đạt mức 1.366 tỷ đồng (tăng trưởng 50%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho NTĐC 2026-2027 ở mức 1.885 tỷ đồng (tăng trưởng 38%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn bình quân lịch sử ở mức 15 lần. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng cho NTĐC 2024-2025 là 1,1 lần, so với bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần. Dựa trên triển vọng lợi nhuận tích cực cho giai đoạn NTĐC 2024-2025 đến 2026-2027, cổ phiếu trở nên hấp dẫn hơn.

### Sự kiện: Đưa ra dự báo lợi nhuận cho NTĐC 2026-2027

HSG công bố lợi nhuận NTĐC 2023-2024 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) đáng thất vọng ở mức 510 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 30 tỷ đồng trong NTĐC 2022-2023), thấp hơn dự báo của HSC ở mức 694 tỷ đồng do chi phí bán hàng & quản lý và trích lập dự phòng tăng mạnh. Sau khi giá thép tăng trên toàn cầu và nhu cầu phục hồi, chúng tôi tin rằng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh trong thời gian tới.

### Tác động: Tăng dự báo cho NTĐC 2024-2025 và giữ nguyên cho NTĐC 2025-2026

Với chi phí bán hàng & quản lý và trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho (được ghi nhận ở mức quá cao trong Q4/NTĐC 2023-2024) dự kiến sẽ được hoàn nhập trong NTĐC 2024-2025, HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận cho NTĐC 2024-2025 lên 910 tỷ đồng (tăng trưởng 78%). Cho NTĐC 2025-2026, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần ở mức 1.366 tỷ đồng (tăng trưởng 50%). Ngoài ra, chúng tôi cũng đưa ra dự báo lợi nhuận mới cho NTĐC 2026-2027 ở mức 1.885 tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ.

Bước đi chiến lược trong việc tham gia vào thị trường VLXD thông qua chuỗi cửa hàng VLXD với sản phẩm có thương hiệu riêng là một bước tiến trong chiến lược đa dạng hóa HDKD của Công ty. Với việc tận dụng hệ thống phân phối rộng khắp và thương hiệu uy tín, HSG được dự báo sẽ làm thay đổi thị trường và mở ra những cơ hội tăng trưởng mới.

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 15 lần. Về định giá P/B, HSG đang có P/B dự phóng cho NTĐC 2024-2025 là 1,1 lần, thấp hơn bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần.

Với triển vọng lợi nhuận tích cực trong giai đoạn NTĐC 2024-2025 đến NTĐC 2026-2027 cùng với kế hoạch mở rộng HDKD vào mảng VLXD, cổ phiếu HSG mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn. Tuy nhiên, do thị trường toàn cầu biến động, nên cổ phiếu chỉ phù hợp với các nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro. HSC nâng khuyến nghị đối với HSG lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với giá mục tiêu không đổi ở mức 21.500đ (tiềm năng tăng giá 13%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/12.

Cuối năm: Tháng 9	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,308	1,403	1,730 ▼	2,114 ▼	2,661
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	30.0	510	910	1,366	1,885
EPS ĐC (đồng)	45.3	770	1,373	2,062	2,846
DPS (đồng)	500	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	17,475	17,689	17,076	18,139	19,985
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	11.7	8.47	6.72	5.12
P/E ĐC (lần)	4.19	24.7	13.8	9.21	6.68
Lợi suất cổ tức (%)	2.63	2.63	5.26	5.26	5.26
P/B (lần)	1.09	1.07	1.11	1.05	0.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.4)	1,600	78.3	50.2	38.0
ROAE (%)	0.28	4.71	8.50	12.6	16.1

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

## Định giá hợp lý hơn sau điều chỉnh

HSC nâng khuyến nghị đối với HSG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua nhưng vẫn giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 21.500đ (tiềm năng tăng giá 13%). HSG đang giao dịch với P/E và P/B thấp hơn bình quân quá khứ. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận đầy hứa hẹn trong giai đoạn NĐTC 2024-2025 đến 2026-2027 và tiềm năng tăng trưởng khi mở rộng HĐKD sang thị trường VLXD, cổ phiếu đang trở thành một cơ hội đầu tư hấp dẫn. Tuy nhiên, với tính chất dễ bị ảnh hưởng từ những biến động trên thị trường toàn cầu, cổ phiếu thích hợp với những nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro cao hơn.

### Dự báo mới cho giai đoạn NĐTC 2024-2025 và 2026-2027

KQKD NĐTC 2023-2024 thấp hơn dự báo do lợi nhuận thuần Q4/NĐTC 2023-2024 đạt 186 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 440 tỷ đồng và 273 tỷ đồng lần lượt trong Q4/NĐTC 2022-2023 và Q3/NĐTC 2023-2024), do trích lập dự phòng 122 tỷ đồng và chi phí xuất khẩu tăng cao.

Với giá thép toàn cầu phục hồi trong thời gian gần đây và nhu cầu thép thành phẩm tăng trở lại, HSC tin rằng Công ty sẽ sớm hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho trong NĐTC 2024-2025. Do đó, chúng tôi tăng 9,2% dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 lên 910 tỷ đồng (tăng 78% so với cùng kỳ, dựa trên mức nền thấp trong NĐTC 2023-2024) trong khi đa phần giữ nguyên dự báo doanh thu NĐTC 2024-2025 ở mức 43 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9,5%). Các giả định chính của chúng tôi như sau:

#### Bảng 38: Dự báo cũ và dự báo mới, HSG

Nâng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, do năm 2024 ghi nhận mức nền thấp

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh		Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	FY9/24	FY9/25F	FY9/26F	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F	FY9/25F	FY9/26F	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F	
Doanh thu thuần	39,272	42,555	48,180	43,011	47,311	52,880	1.1%	-1.8%	9.5%	10.0%	11.8%	
Lợi nhuận thuần	510	833	1,358	910	1,366	1,885	9.2%	0.6%	78.3%	50.2%	38.0%	

Nguồn: HSC

#### Bảng 39: Giả định doanh thu, HSG

HSC gần như giữ nguyên dự báo

Chỉ tiêu	FY9/23	FY9/24	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F
Tôn mạ (tấn)	1,111,713	1,550,523	1,744,050	1,886,481	2,075,129
Tăng trưởng	-23.3%	39.5%	12.5%	8.2%	10.0%
Ông thép (tấn)	287,400	359,130	382,316	387,589	406,969
Tăng trưởng	-15.2%	25.0%	6.5%	1.4%	5.0%
Ông nhựa (tấn)	35,000	42,000	44,100	46,305	48,620
Tăng trưởng	12.9%	20.0%	5.0%	5.0%	5.0%

Nguồn: HSC

#### Bảng 40: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HSG

Chúng tôi giả định chi phí BH&QL sẽ giảm trong giai đoạn 2025-2027, sau khi đạt đỉnh năm 2024

(%)	FY9/23	FY9/24	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F
Chi phí BH&QL/doanh thu thuần	9.1%	9.8%	9.5%	9.5%	9.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.7%	10.8%	11.5%	12.3%	13.1%
Tỷ suất LNTT	0.5%	1.4%	2.2%	3.1%	3.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	1.3%	2.1%	2.9%	3.6%

Nguồn: HSC

- **Sản lượng tiêu thụ** – Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn NĐTC 2024-2025 đến 2026-2027 sẽ đạt lần lượt 2,17 triệu tấn/2,32 triệu tấn/2,53 triệu tấn, cho thấy tốc độ tăng trưởng hằng năm là 11,2%/6,9%/9,1%.
- **Giá bán bình quân** dự báo tăng 2% mỗi năm nhờ giá thép toàn cầu ổn định.

- **Tỷ suất lợi nhuận gộp** được dự báo sẽ dần cải thiện trong giai đoạn dự báo lên 11,5%/12,3%/13,1% nhờ công suất hoạt động nhà máy cải thiện và việc quản lý chi phí hiệu quả hơn.
- **Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu** được dự báo giảm trong NDTC 2024-2025 đến 2026-2027 ở mức 9,5% (so với mức cao nhất 9,8% trong NDTC 2023-2024) nhờ chi phí vận chuyển (trong hoạt động xuất khẩu) được dự báo giảm dần trong thời gian tới cũng như chiến lược tập trung hơn vào thị trường trong nước.

## Mở rộng HĐKD sang mảng VLXD

### Chuỗi siêu thị Hoa Sen Home

Lưu ý, HSG đã khai trương showroom Hoa Sen Home đầu tiên vào năm 2021, cung cấp dịch vụ trọn gói cho khách hàng muốn mua VLXD để xây nhà mới. Do đó, bên cạnh các sản phẩm do Công ty sản xuất như tôn mạ, ống thép và ống nhựa, HSC cũng bắt đầu kinh doanh các loại VLXD khác như gạch ốp lát, thiết bị vệ sinh, sơn nước, vv...

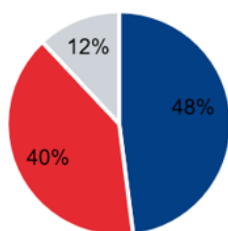
Sau 4 năm, chuỗi siêu thị Hoa Sen Home của HSG có tổng cộng 120 cửa hàng, phần lớn tập trung tại miền Nam. Bên cạnh kênh Hoa Sen Home, HSG còn có 280 cửa hàng truyền thống khác (HSG sở hữu toàn bộ cổ phần), chủ yếu kinh doanh tôn mạ/ống thép và ống nhựa. Nhìn chung, ở giai đoạn này, HSG có tổng cộng 400 cửa hàng trong hệ thống phân phối, đóng góp 40% vào doanh thu hợp nhất. Trong khi xuất khẩu đóng góp 48% tổng doanh thu thì hoạt động bán buôn cho các đại lý chính đóng góp 12%.

Xét theo cơ cấu sản phẩm, doanh thu truyền thống (từ tôn mạ/ống thép/ống nhựa) đóng góp 83% doanh thu. Doanh thu kinh doanh thép (phân phối thép xây dựng thông qua kênh HSH) đóng góp 10% doanh thu trong khi hoạt động phân phối các loại VLXD khác đóng góp 7% doanh thu của HSG (Biểu đồ 42).

**Biểu đồ 41: Cơ cấu doanh thu theo kênh tiêu thụ, HSG**

Doanh thu xuất khẩu và bán lẻ đóng góp chính vào tổng doanh thu của HSG

- XK
- Doanh số bán lẻ qua cửa hàng của HSG
- Đại lý chính

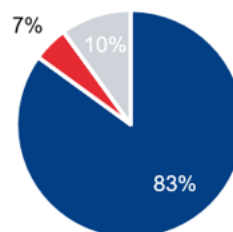


Nguồn: HSG, HSC

**Biểu đồ 42: Cơ cấu doanh thu, HSG**

Doanh thu thương mại các sản phẩm ngoài thép đóng góp 7% vào doanh thu của HSG

- Doanh thu truyền thống
- Doanh thu sản phẩm ngoài thép
- Doanh thu kinh doanh thép



Nguồn: HSG, HSC

## Mở rộng HĐKD sang mảng VLXD

Tháng rồi, Hoa Sen Home thực hiện bước tiến quan trọng với việc ra mắt Luswell, thương hiệu VLXD mới sau nhiều năm nghiên cứu và phát triển. Tiếp nối thành công từ các dòng sản phẩm độc quyền, Luswell cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng (hơn 52 mã sản phẩm) bao gồm hệ thống năng lượng mặt trời, bồn chứa nước, tấm lợp mái, v.v. Việc ra mắt thương hiệu mới thể hiện cam kết của HSH trong việc cung cấp các loại VLXD có tính sáng tạo và chất lượng cao cho người tiêu dùng Việt Nam. Trong thời gian tới, Công ty cũng có kế hoạch mở rộng HĐKD sang các sản phẩm như dụng cụ cầm tay, sản phẩm chống thấm và các VLXD khác, củng cố vị thế là đơn vị cung cấp VLXD trọn gói.

Chiến lược của HSG tập trung vào việc tung ra các sản phẩm có nhãn hiệu riêng và được bên thứ 3 sản xuất (cả công ty trong nước và FDI tùy thuộc vào thông số kỹ thuật của từng loại sản phẩm), là cơ hội lớn giúp Công ty tăng khả năng sinh lời. Với việc tận dụng thương hiệu uy tín và mạng lưới phân phối rộng khắp, HSG có thể giành thêm nhiều thị phần và thúc đẩy tăng trưởng. Ngoài ra, chiến lược kinh doanh này cũng sẽ giúp HSG giảm rủi ro khi chỉ tập trung vào sản phẩm thép (vốn có nhiều biến động) và cũng giảm sự lệ thuộc vào thị trường xuất khẩu.

## Định giá và khuyến nghị

### Phương pháp định giá

HSC giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 21.500đ với tiềm năng tăng giá 13%. Tuy nhiên, việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận NĐTC 2024-2025 được bù trừ hoàn toàn bởi việc thay đổi các giả định định giá. Chi tiết như sau:

- Dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 được điều chỉnh tăng 9%.
- Giả định WACC gần như không đổi ở mức 13,2% (so với 13,3% trước đó) sau khi chúng tôi điều chỉnh giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% trước đó trong khi tăng hệ số beta lên 1,7 lần từ 1,5 lần (theo Bloomberg).
- Chúng tôi giữ nguyên giả định giả định lãi suất phi rủi ro ở mức 4% nhưng giảm tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống 1% từ 2% trước đó do giả định rủi ro cao hơn trên thị trường toàn cầu.

**Bảng 43: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HSG**

Chúng tôi nâng giả định beta nhưng hạ giả định phần bù rủi ro vốn CSH...

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	1.7
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>16.5%</b>
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	5.5%
Thuế suất	10.0%
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>4.9%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 44: Tính toán WACC, HSG**

...dẫn đến WACC không đổi đạt 13,2%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	71.5%
Nợ / Tổng nguồn vốn	28.5%
<b>WACC</b>	<b>13.2%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 45: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HSG**

Chúng tôi dự báo dòng tiền của HSG trong giai đoạn 2025-2028 sẽ cải thiện

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	510	910	1,366	1,885	2,231
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	120	122	100	99	99
+ Khấu hao	990	873	776	779	782
- Thay đổi vốn lưu động	(3,244)	1,200	(874)	(1,182)	(1,291)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(76)	(86)	(95)	(106)	(118)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>(1,700)</b>	<b>3,017</b>	<b>1,274</b>	<b>1,475</b>	<b>1,702</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 46: Định giá DCF, HSG**

Giá mục tiêu theo mô hình định giá của HSC không thay đổi, ở mức 21.500đ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,017	1,274	1,475	1,702
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				1.0%
Giá trị dài hạn				14,047
Dòng tiền tương lai	3,017	1,274	1,475	15,749
Giá trị hiện tại	3,017	1,125	1,150	10,847
<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>	<b>16,139</b>			
- Tổng nợ	(4,187)			
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	1,268			
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>13,219</b>			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	616			
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2025</b>	<b>21,500</b>			

Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt phỏng 1 năm là 13 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 10/2018 ở mức 23,2 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 thấp hơn so với bình quân quá khứ.

Về định giá P/B, HSG đang có P/B dự phóng cho NĐTC 2024-2025 là 1,11 lần, thấp hơn bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với HSG lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) do định giá ở mức hấp dẫn xét theo phương pháp P/E và P/B.

**Bảng 47: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG**

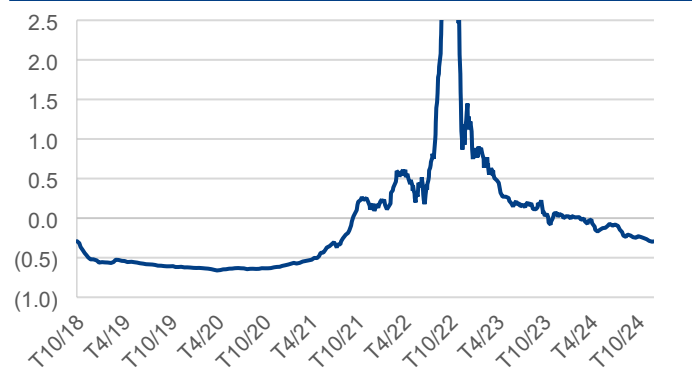
HSG hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần....



Nguồn: HSC

**Bảng 48: Độ lệch chuẩn so với bình quân, HSG**

.... thấp hơn 0.3 độ lệch chuẩn so với bình quân



Nguồn: HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
Doanh thu	31,651	39,272	43,011	47,311	52,880
Lợi nhuận gộp	3,061	4,253	4,944	5,832	6,906
Chi phí BH&QL	(2,884)	(3,840)	(4,086)	(4,495)	(5,024)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>177</b>	<b>413</b>	<b>858</b>	<b>1,338</b>	<b>1,883</b>
Lãi vay thuần	(80.7)	87.2	68.6	97.1	108
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	49.9	40.6	36.5	40.1	44.9
<b>LNTT</b>	<b>146</b>	<b>541</b>	<b>963</b>	<b>1,475</b>	<b>2,035</b>
Chi phí thuế TNDN	(116)	(30.9)	(53.3)	(109)	(150)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.05)	(0.04)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>30.0</b>	<b>510</b>	<b>910</b>	<b>1,366</b>	<b>1,885</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>27.9</b>	<b>474</b>	<b>846</b>	<b>1,270</b>	<b>1,753</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>1,308</b>	<b>1,403</b>	<b>1,730</b>	<b>2,114</b>	<b>2,661</b>
EPS (đồng)	48.7	828	1,477	2,218	3,060
EPS ĐC (đồng)	45.3	770	1,373	2,062	2,846
DPS (đồng)	500	500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	616	616	616	616	616
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	616	616	616	616	616
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	616	616	616	616	616

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
Tiền & tương đương tiền	597	602	1,228	1,617	2,183
Đầu tư ngắn hạn	26.2	30.6	39.8	51.8	67.3
Phải thu khách hàng	2,322	2,986	3,011	3,312	3,702
Hàng tồn kho	7,629	9,702	9,892	10,408	11,105
Các tài sản ngắn hạn khác	701	844	924	1,017	1,136
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11,275</b>	<b>14,165</b>	<b>15,095</b>	<b>16,406</b>	<b>18,193</b>
TSCĐ hữu hình	4,833	3,915	2,856	2,119	1,390
TSCĐ vô hình	187	196	206	216	227
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	531	665	665	665	665
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	539	622	682	750	834
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>6,090</b>	<b>5,397</b>	<b>4,408</b>	<b>3,749</b>	<b>3,115</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>17,365</b>	<b>19,562</b>	<b>19,503</b>	<b>20,155</b>	<b>21,308</b>
Nợ ngắn hạn	2,936	5,364	4,187	4,148	4,138
Phả trả người bán	2,885	2,328	3,871	3,785	3,702
Nợ ngắn hạn khác	433	635	559	649	714
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6,569</b>	<b>8,633</b>	<b>8,951</b>	<b>8,947</b>	<b>8,961</b>
Nợ dài hạn	0	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
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>0.71</b>	<b>0.71</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>6,585</b>	<b>8,649</b>	<b>8,968</b>	<b>8,966</b>	<b>8,982</b>
Vốn chủ sở hữu	10,764	10,896	10,519	11,173	12,310
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>10,780</b>	<b>10,912</b>	<b>10,535</b>	<b>11,189</b>	<b>12,326</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>17,365</b>	<b>19,562</b>	<b>19,503</b>	<b>20,155</b>	<b>21,308</b>
BVPS (đ)	17,475	17,689	17,076	18,139	19,985
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,339	4,762	2,960	2,530	1,955

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
EBIT	177	413	858	1,338	1,883
Khấu hao	(1,131)	(990)	(873)	(776)	(779)
Lãi vay thuần	(80.7)	87.2	68.6	97.1	108
Thuế TNDN đã nộp	(54.1)	(84.9)	(144)	(295)	(407)
Thay đổi vốn lưu động	1,238	(3,012)	(675)	(1,347)	(1,778)
Khác	(629)	326	105	137	153
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>1,866</b>	<b>(1,418)</b>	<b>1,079</b>	<b>641</b>	<b>634</b>
Đầu tư TS dài hạn	(374)	(770)	(86.1)	(94.6)	(106)
Góp vốn & đầu tư	(17.6)	(4.26)	7.00	10.0	15.8
Thanh lý	41.6	54.0	61.3	61.4	61.5
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(350)</b>	<b>(721)</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(23.2)</b>	<b>(28.4)</b>
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	22.1	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,251)	2,428	(342)	(113)	129
Khác	(0.01)	(308)	(93.4)	(116)	(170)
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(1,251)</b>	<b>2,142</b>	<b>(435)</b>	<b>(228)</b>	<b>(40.2)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	330	597	602	1,228	1,617
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>265</b>	<b>3.55</b>	<b>626</b>	<b>390</b>	<b>565</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.54	1.66	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>597</b>	<b>602</b>	<b>1,228</b>	<b>1,617</b>	<b>2,183</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1,492</b>	<b>(2,188)</b>	<b>993</b>	<b>547</b>	<b>528</b>

Các chỉ số tài chính	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.67	10.8	11.5	12.3	13.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.13	3.57	4.02	4.47	5.03
Tỷ suất LNT (%)	0.09	1.30	2.11	2.89	3.56
Thuế TNDN hiện hành (%)	79.4	5.71	5.54	7.39	7.39
Tăng trưởng doanh thu (%)	(36.3)	24.1	9.52	10.00	11.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(25.0)	7.30	23.3	22.2	25.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(88.1)	1,600	78.3	50.2	38.0
Tăng trưởng EPS (%)	(88.4)	1,600	78.3	50.2	38.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.4)	1,600	78.3	50.2	38.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	0	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	1,026	60.4	67.7	45.1	32.7
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	0.28	4.71	8.50	12.6	16.1
ROACE (%)	1.62	3.80	7.99	12.3	16.0
Vòng quay tài sản (lần)	1.84	2.13	2.20	2.39	2.55
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	10.6	(3.43)	1.26	0.48	0.34
Số ngày tồn kho	97.4	101	94.9	91.6	88.2
Số ngày phải thu	29.6	31.1	28.9	29.1	29.4
Số ngày phải trả	36.8	24.3	37.1	33.3	29.4
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.1	45.5	30.2	24.8	18.1
Nợ/tài sản (%)	17.7	28.4	22.6	21.8	20.7
EBIT/lãi vay (lần)	2.19	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.35	3.97	2.55	2.08	1.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.72	1.64	1.69	1.83	2.03
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.44	0.42	0.34	0.30	0.26
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	11.7	8.47	6.72	5.12
P/E (lần)	390	22.9	12.9	8.57	6.21
P/E ĐC (lần)	419	24.7	13.8	9.21	6.68
P/B (lần)	1.09	1.07	1.11	1.05	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	2.63	2.63	5.26	5.26	5.26

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

**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

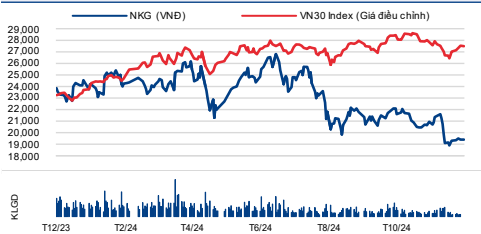
Giá mục tiêu: VNĐ22,500 (từ VNĐ23,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.0%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (2/12/2024)</b>	<b>19,400</b>
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,900-26,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,108
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	201
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	(7.40)	(11.0)	(15.3)
So với chỉ số	(6.21)	(9.47)	(29.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,926	1,905	1.1
2025F	2,601	2,567	1.3
2026F	3,370	3,237	4.1

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.

**Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng; giảm 6% giá mục tiêu do rủi ro gia tăng**

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NKG nhưng giảm 6% giá mục tiêu xuống 22.500đ (tiềm năng tăng giá 16%) do tác động tiêu cực của rủi ro ngày càng gia tăng lớn hơn tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025.
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 được điều chỉnh tăng bình quân 7,6% nhờ tăng giá định sản lượng tiêu thụ. Theo đó, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024/2025/2026 đạt lần lượt 539 tỷ đồng (tăng trưởng 359%)/728 tỷ đồng (tăng trưởng 35%)/943 tỷ đồng (tăng trưởng 30%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng năm 2025 ở mức 0,63 lần, thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách. NKG đang được định giá thấp nhưng rủi ro cao do mức độ thâm nhập vào thị trường xuất khẩu cao.

**Sự kiện: Phân tích triển vọng của công ty và ngành**

HSC duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng của ngành thép và NKG nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện trong năm 2025-2026 cùng với đà phục hồi của ngành thép toàn cầu.

**Tác động: Tăng bình quân 7,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026**

Nhằm phản ánh việc tăng giá định sản lượng tiêu thụ, HSC tăng bình quân 7,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 539 tỷ đồng, tăng trưởng 359% và lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 104 tỷ đồng, tăng 364% so với cùng kỳ và tăng 61% so với quý trước nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện và giá bán bình quân phục hồi.

Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng lần lượt 6,7% và 9,6% đạt 728 tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và 943 tỷ đồng (tăng trưởng 30%).

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 10% so với VN Index, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. NKG cũng có P/B dự phóng năm 2025 ở mức 0,63 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,0 lần.

Mức độ lệ thuộc lớn vào xuất khẩu, chiếm trên 60% doanh thu (cao hơn so với HPG và HSG), tiềm ẩn rủi ro cao hơn trước những biến động của kinh tế toàn cầu và các biện pháp pháp bảo hộ tiềm năng từ các thị trường xuất khẩu chính. Hoạt động điều tra chống bán phá giá tại thị trường Mỹ (đóng góp 16% doanh thu của NKG) sẽ có thể gây ra tác động lớn hơn lên doanh thu của Công ty. Tuy nhiên, với triển vọng lợi nhuận tích cực và mức định giá hấp dẫn của NKG, cùng với các nỗ lực đang được triển khai trong việc đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm và thị trường, cổ phiếu trở thành cơ hội đầu tư hấp dẫn.

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NKG với giá mục tiêu mới là 22.500đ (tiềm năng tăng giá 16%). Chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu nhằm phản ánh rủi ro ngày càng gia tăng.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	471	749	1,205 ▲	1,433 ▲	1,864 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(125)	117	539 ▲	728 ▲	943 ▲
EPS ĐC (đồng)	(450)	424	1,926 ▲	2,601 ▲	3,370 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,205	20,598	22,190 ▼	30,697	33,934
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.6	12.1	8.79	6.50	5.67
P/E ĐC (lần)	N/a	45.8	10.1	7.46	5.76
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.96	0.94	0.87	0.63	0.57
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(105)	194	355	35.1	29.6
ROAE (%)	(2.26)	2.19	9.52	10.4	11.0

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

## Định giá rẻ nhưng thích hợp với NĐT chấp nhận rủi ro cao

Sau khi giá cổ phiếu giảm 11% trong 3 tháng qua, NKG đang được định giá thấp và đang giao dịch với P/E và P/B thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ. Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 7,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhằm phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ cao hơn, nhờ nhu cầu trong nước có khả năng phục hồi tốt. Mức độ lệ thuộc lớn vào xuất khẩu, chiếm trên 60% doanh thu, tiềm ẩn rủi ro cao hơn trước những biến động của kinh tế toàn cầu và các biện pháp bảo hộ tiềm năng từ các thị trường xuất khẩu chính. Do đó, để phản ánh rủi ro ngày càng tăng, chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu xuống 22.500đ (tiềm năng tăng giá là 16%). Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

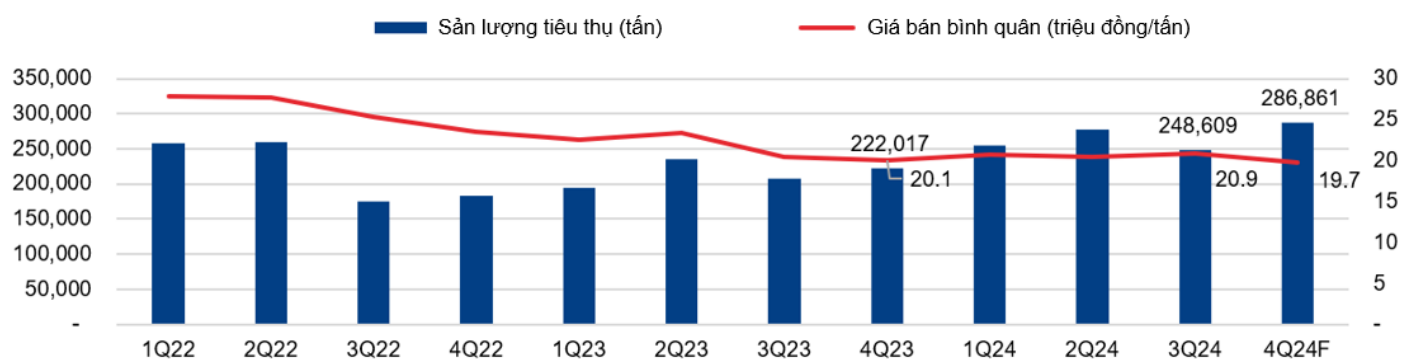
### Dự báo lợi nhuận Q4/2024

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ Q4/2024 sẽ phục hồi mạnh 29% so với cùng kỳ và 15% so với quý trước lên 286.861 tấn, nhờ nhu cầu trong nước tăng. Liên quan đến giá bán bình quân, chúng tôi tăng giá bán bình quân Q4/2024 lên 19,7 triệu đồng/tấn, giảm 2% so với cùng kỳ và 5,7% so với quý trước do các đơn hàng xuất khẩu thường được ký trước 1-2 tháng.

Ở giai đoạn này, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 sẽ đạt 104 tỷ đồng, tăng 364% so với cùng kỳ và 61% so với quý trước, đa phần nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi và tỷ suất lợi nhuận mở rộng (kết quả của việc quản lý chi phí tốt hơn).

#### Biểu đồ 49: Sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân theo quý, NKG

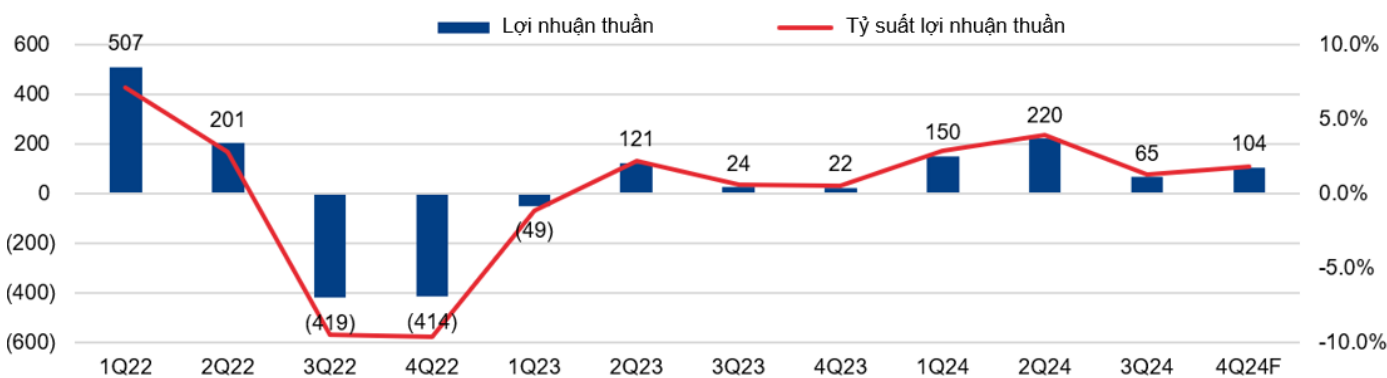
Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ Q4/2024 sẽ hồi phục mạnh mẽ, tăng 29% so với cùng kỳ và 15% so với quý trước



Nguồn: NKG, HSC

#### Biểu đồ 50: Lợi nhuận thuần theo quý (tỷ đồng), NKG

Chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần Q4/2024 sẽ đạt 104 tỷ đồng, tăng mạnh so với cùng kỳ và so với quý trước, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng



Nguồn: NKG, HSC

## Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

Nhằm phản ánh việc tăng dự báo sản lượng tiêu thụ, HSC tăng bình quân 7,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 được điều chỉnh tăng 6,5% đạt 539 tỷ đồng, tăng 359% so với cùng kỳ. Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng lần lượt 6,7% và 9,6% đạt 943 tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và 943 tỷ đồng (tăng trưởng 30%). Chi tiết như sau:

**Bảng 51: Dự báo cũ và dự báo mới, NKG**

Nâng bình quân 7,6% dự báo lợi nhuận thuần 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
Chỉ tiêu												
Doanh thu thuần	19,911	22,777	26,452	21,840	24,995	29,043	9.7%	9.7%	9.8%	17.4%	14.4%	16.2%
Lợi nhuận thuần	506	682	860	539	728	943	6.5%	6.7%	9.6%	358.8%	35.1%	29.6%

Nguồn: HSC

**Bảng 52: Các giả định chính, NKG**

Nâng bình quân 5% giả định sản lượng tiêu thụ

Chỉ tiêu	2023A	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ và ống thép (tấn)	861,228	1,067,335	1,195,415	1,374,727
Tăng trưởng	-1.6%	23.9%	12.0%	15.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	21.6	20.5	20.9	21.1
Tăng trưởng	-18.1%	-5.2%	2.2%	1.0%
Doanh thu (tỷ đồng)	18,596	21,840	24,995	29,043
Tăng trưởng	-19.4%	17.4%	14.4%	16.2%
Lợi nhuận gộp	1,112	2,069	2,522	3,132
Tăng trưởng	-24.9%	86.0%	21.9%	24.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	6.0%	9.5%	10.1%	10.8%

Nguồn: HSC

- **Sản lượng tiêu thụ** – HSC dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2024 đạt 1,1 triệu tấn, tăng 24% so với cùng kỳ. Cho năm 2025-2026, chúng tôi cũng dự báo sản lượng tiêu thụ tăng lần lượt 12% và 15% so với cùng kỳ đạt 1,2 triệu tấn và 1,37 triệu tấn. Sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng mạnh từ năm 2026 nhờ bổ sung thêm công suất từ Q2/2026 (bổ sung thêm 800.000 tấn công suất mỗi năm).
- **Giá bán bình quân** – Chúng tôi dự báo giá bán bình quân sẽ phục hồi 2% trong năm 2025 và tăng thêm 1% trong năm 2026 sau khi giảm 5% trong năm 2024.
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp** – được dự báo cải thiện trong giai đoạn dự báo lên 10,1% trong năm sau và 10,8% trong năm 2026, so với 9,5% trong năm nay nhờ công suất hoạt động của nhà máy được cải thiện.

## Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 22.500đ (tiềm năng tăng giá: 16%) từ giá mục tiêu trước đó là 23.900đ bởi tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2025 đã hoàn toàn bị bù trừ từ việc thay đổi giả định định giá nhằm phản ánh rủi ro cao hơn.

- Lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 được điều chỉnh tăng quân 7,6% như đã đề cập ở phần trên.
- WACC được điều chỉnh tăng lên 13,1% từ 12,6% trước đó, đa phần do điều chỉnh hệ số beta lên 1,9 lần từ 1,7 lần trước đó (dựa trên dữ liệu của Bloomberg) trong khi đó chúng tôi giảm phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% từ 8,5% trước đó.
- Chúng tôi giữ nguyên các giả định khác bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% nhưng giảm tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống 1% từ 2% trước đó.

Chúng tôi lưu ý rằng, ngày 4/12/2024, NKG nhận được phê duyệt của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước để phát hành quyền mua với tỷ lệ 1:2, nghĩa là cổ đông nắm giữ 2 cổ phiếu sẽ nhận được quyền mua 1 cổ phiếu mới với giá 10.000đ/cp để tăng vốn điều lệ, nhằm tài trợ cho hoạt động mở rộng công suất (dự án Phú Mỹ). Công ty cũng

có kế hoạch phát hành 2,5 triệu cổ phiếu ESOP (tỷ lệ pha loãng là 0,95% dựa trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành) trong thời gian tới. HSC đã phản ánh những chương trình này vào mô hình dự báo lợi nhuận do dòng tiền này sẽ được dùng để đầu tư cho dự án mới.

Trong khi đó, NKG cũng dự kiến nhận được phê duyệt cho kế hoạch phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 1:5, tương đương tỷ lệ 20%. HSC chưa phản ánh kế hoạch này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

### Bảng 53: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, NKG

HSC dự báo dòng tiền sẽ đảo chiều dương từ năm 2027 trở đi do công ty đã đầu tư vốn lớn cho dự án mở rộng công suất giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	539	728	943	1,380	1,692
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	165	251	281	407	413
+ Khấu hao	403	412	562	750	751
- Thay đổi vốn lưu động	(1,194)	91	(891)	(747)	(1,140)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(582)	(1,945)	(2,026)	(273)	101
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>(669)</b>	<b>(464)</b>	<b>(1,130)</b>	<b>1,518</b>	<b>1,818</b>

Nguồn: HSC

### Bảng 54: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, NKG

Nâng giả định chi phí vốn CSH lên 18,2% với giả định beta tăng

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	1.9
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>18.2%</b>
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	20.0%
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>6.0%</b>

Nguồn: HSC

### Bảng 55: Tính toán WACC, NKG

WACC tăng lên do nâng giả định chi phí vốn CSH

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	58.0%
Nợ / Tổng nguồn vốn	42.0%
<b>WACC</b>	<b>13.1%</b>

Nguồn: HSC

### Bảng 56: Định giá DCF, NKG

Chúng tôi dự báo vốn CSH đạt 7,8 nghìn tỷ đồng

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(669)	(464)	(1,130)	1,518	1,818
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)					1.0%
Giá trị dài hạn					15,229
Dòng tiền tương lai	(669)	(464)	(1,130)	1,518	17,047
<b>Giá trị hiện tại</b>		<b>(464)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>1,188</b>	<b>11,797</b>
<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>		<b>11,522</b>			
- Tổng nợ		(5,669)			
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn		1,939			
<b>Giá trị của vốn CSH</b>		<b>7,792</b>			

Nguồn: HSC

### Bảng 57: Giá mục tiêu, NKG

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá của chúng tôi giảm 6% xuống còn 22.500đ (tiềm năng tăng giá 16%)

Chỉ tiêu	Sau phát hành quyền mua	Trước khi phát hành quyền (bao gồm ESOP)
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	397	265.8
Giá trị hợp lý cuối năm-2025	19,600	22,455
Thị giá	16,933	19,400
Tiềm năng tăng giá (%)		15.7%

Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn bình quân giai đoạn từ đầu năm 2017 đến cuối năm 2021 ở mức 14,3 lần do năm 2022, NKG ghi nhận EPS âm. Định giá theo phương pháp P/B, cổ phiếu đang giao dịch dưới giá trị sổ sách, với P/B dự phóng năm 2025 ở mức 0,63 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 13 năm ở mức 1,0 lần.

Chúng tôi vẫn có quan điểm tích cực đối với NKG ở giai đoạn này, dựa trên lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 100% và mức định giá thấp. Tuy nhiên, sự biến động trong ngành đang gia tăng, chúng tôi nhận thấy NKG thích hợp với nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro cao.

Sự lệ thuộc lớn vào xuất khẩu, chiếm trên 60% doanh thu (cao hơn so với HPG và HSG), tiềm ẩn rủi ro cao hơn trước những biến động của kinh tế toàn cầu và các biện pháp bảo hộ tiềm năng từ các thị trường xuất khẩu chính. Hoạt động điều tra chống bán phá giá tại thị trường Mỹ (đóng góp 16% doanh thu của NKG) sẽ có thể gây ra tác động lớn hơn lên doanh thu của Công ty. Tuy nhiên, với triển vọng lợi nhuận tích cực và mức định giá hấp dẫn của NKG, cùng với các nỗ lực đang được triển khai trong việc đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm và thị trường, cổ phiếu mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NKG với giá mục tiêu 22.500đ (tiềm năng tăng giá 16%).

**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	21,840	24,995	29,043
Lợi nhuận gộp	1,481	1,112	2,069	2,522	3,132
Chi phí BH&QL	(1,388)	(739)	(1,267)	(1,500)	(1,830)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>93.3</b>	<b>373</b>	<b>803</b>	<b>1,022</b>	<b>1,302</b>
Lãi vay thuần	(200)	(196)	(130)	(120)	(133)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.07)	0.24	1.09	7.94	9.47
<b>LNTT</b>	<b>(107)</b>	<b>177</b>	<b>673</b>	<b>910</b>	<b>1,179</b>
Chi phí thuế TNDN	(17.8)	(59.9)	(135)	(182)	(236)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(125)</b>	<b>117</b>	<b>539</b>	<b>728</b>	<b>943</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>(118)</b>	<b>112</b>	<b>512</b>	<b>691</b>	<b>896</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>471</b>	<b>749</b>	<b>1,205</b>	<b>1,433</b>	<b>1,864</b>
EPS (đồng)	(474)	446	2,027	2,738	3,548
EPS ĐC (đồng)	(450)	424	1,926	2,601	3,370
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	295	1,505	1,700
Đầu tư ngắn hạn	252	290	869	434	217
Phải thu khách hàng	1,517	1,927	2,337	2,649	3,050
Hàng tồn kho	7,000	5,719	6,327	6,517	7,255
Các tài sản ngắn hạn khác	641	605	764	875	1,017
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10,415</b>	<b>9,325</b>	<b>10,592</b>	<b>11,980</b>	<b>13,238</b>
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
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3,046</b>	<b>2,913</b>	<b>3,069</b>	<b>4,581</b>	<b>6,025</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>13,461</b>	<b>12,238</b>	<b>13,660</b>	<b>16,561</b>	<b>19,263</b>
Nợ ngắn hạn	5,111	4,768	5,733	5,169	5,960
Phả trả người bán	2,544	1,631	1,582	2,247	2,591
Nợ ngắn hạn khác	179	178	192	208	228
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>8,109</b>	<b>6,784</b>	<b>7,734</b>	<b>7,874</b>	<b>9,054</b>
Nợ dài hạn	3.07	2.48	0	500	1,162
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
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>32.2</b>	<b>30.8</b>	<b>28.3</b>	<b>528</b>	<b>1,190</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>8,141</b>	<b>6,815</b>	<b>7,762</b>	<b>8,402</b>	<b>10,244</b>
Vốn chủ sở hữu	5,320	5,423	5,898	8,159	9,019
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,320</b>	<b>5,423</b>	<b>5,898</b>	<b>8,159</b>	<b>9,019</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>13,461</b>	<b>12,238</b>	<b>13,660</b>	<b>16,561</b>	<b>19,263</b>
BVPS (đ)	20,205	20,598	22,190	30,697	33,934
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,109	3,985	5,439	4,164	5,422

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	93.3	373	803	1,022	1,302
Khấu hao	(378)	(376)	(403)	(412)	(562)
Lãi vay thuần	(200)	(196)	(130)	(120)	(133)
Thuế TNDN đã nộp	(276)	(7.38)	(135)	(182)	(236)
Thay đổi vốn lưu động	(1,132)	(346)	(1,437)	(261)	(1,288)
Khác	(153)	(419)	(286)	(112)	(124)
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(828)</b>	<b>269</b>	<b>(445)</b>	<b>1,192</b>	<b>569</b>
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
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>32.9</b>	<b>(146)</b>	<b>(270)</b>	<b>(73.2)</b>	<b>(2,022)</b>
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)	225	91.4	1,647
Khác	(9.22)	(33.8)	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>1,049</b>	<b>(342)</b>	<b>225</b>	<b>91.4</b>	<b>1,647</b>
Tiền & tương đương tiền đầu ki	751	1,005	785	295	1,505
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>254</b>	<b>(220)</b>	<b>(491)</b>	<b>1,210</b>	<b>195</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.37)	(0.39)	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối ki</b>	<b>1,005</b>	<b>785</b>	<b>295</b>	<b>1,505</b>	<b>1,700</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(1,039)</b>	<b>138</b>	<b>(715)</b>	<b>1,118</b>	<b>(1,452)</b>

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.42	5.98	9.47	10.1	10.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.04	4.03	5.52	5.74	6.42
Tỷ suất LNT (%)	(0.54)	0.63	2.47	2.91	3.25
Thuế TNDN hiện hành (%)	(16.6)	33.8	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.1)	(19.4)	17.4	14.4	16.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(84.9)	58.9	61.0	18.9	30.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(106)	194	359	35.1	29.6
Tăng trưởng EPS (%)	(105)	194	355	35.1	29.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(105)	194	355	35.1	29.6
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	(2.26)	2.19	9.52	10.4	11.0
ROACE (%)	1.67	6.90	14.1	14.0	13.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.60	1.45	1.69	1.65	1.62
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(8.88)	0.72	(0.55)	1.17	0.44
Số ngày tồn kho	118	119	117	106	102
Số ngày phải thu	25.6	40.2	43.1	43.0	43.0
Số ngày phải trả	43.0	34.1	29.2	36.5	36.5
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	82.1	76.2	95.0	53.2	62.3
Nợ/tài sản (%)	39.9	40.2	43.2	35.3	38.0
EBIT/lãi vay (lần)	0.47	1.90	6.16	8.51	9.79
Nợ/EBITDA (lần)	11.4	6.57	4.89	4.08	3.92
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.28	1.37	1.37	1.52	1.46
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.40	0.49	0.49	0.37	0.36
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.6	12.1	8.79	6.50	5.67
P/E (lần)	N/a	43.5	9.57	7.08	5.47
P/E ĐC (lần)	N/a	45.8	10.1	7.46	5.76
P/B (lần)	0.96	0.94	0.87	0.63	0.57
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

## 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