

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

Nhu cầu VLXD vững chắc; triển vọng lợi nhuận tích cực

- Tập trung phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là chủ đề chính của Việt Nam trong thời gian tới, bất chấp những thách thức từ bên ngoài. Điều này sẽ làm nhu cầu đối với tất cả các loại VLXD tăng mạnh.
- Sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/2025 của Việt Nam đạt 8 triệu tấn (tăng 11,3% so với cùng kỳ và tăng 0,2% so với quý trước), được thúc đẩy bởi doanh thu trong nước (tăng 37,1% so với cùng kỳ), hoàn toàn bù đắp cho mức giảm 30,3% so với cùng kỳ của doanh thu xuất khẩu. Nhu cầu ống nhựa vẫn vững chắc, tăng 21,7% so với cùng kỳ đạt 122.388 tấn trong 4 tháng đầu năm 2025. HSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép/ống nhựa sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 9,5%/11%.
- HPG (Mua vào; giá mục tiêu 36.500đ) vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, nhờ có định giá rẻ và triển vọng lợi nhuận đầy hứa hẹn với lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 36%.

4 tháng đầu năm 2025 – nhu cầu VLXD trong nước hồi phục...

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/2025 tăng 11,3% so với cùng kỳ và tăng 0,2% so với quý trước, đạt hơn 8 triệu tấn, được thúc đẩy bởi doanh thu trong nước (tăng 37,1% so với cùng kỳ đạt 6,1 triệu tấn), hoàn toàn bù đắp cho mức giảm 30,3% so với cùng kỳ của doanh thu xuất khẩu (xuống còn 1,9 triệu tấn). Doanh thu xuất khẩu giảm là do tác động từ nhiều yếu tố: mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, đánh mất thị phần tại thị trường Mỹ từ tháng 9/2024 (do Mỹ tiến hành điều tra chống bán phá giá/chống trợ cấp đối với tôn mạ Việt Nam) và nhu cầu toàn cầu suy yếu trên diện rộng do tình hình kinh tế vĩ mô bất ổn. Xét theo sản phẩm, thép xây dựng dẫn đầu tăng trưởng, với sản lượng tiêu thụ đạt 3,1 triệu tấn, tăng 19,9% so với cùng kỳ, nhờ tích cực giải ngân đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS. HRC (tăng 9,2% so với cùng kỳ, với sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 71% so với cùng kỳ) hưởng lợi từ việc áp thuế CBPG tạm thời đối với HRC Trung Quốc (hiệu lực từ 8/3/2025).

Đối với sản phẩm ống nhựa, HSC dự báo nhu cầu trong nước tăng 22% so với cùng kỳ đạt 122.388 tấn trong 4 tháng đầu năm 2025, nhờ việc tích cực giải ngân đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS. Chi phí hạt nhựa PVC đầu vào thấp, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

...được thúc đẩy từ việc đẩy mạnh đầu tư công và đà phục hồi của thị trường BĐS

Các động lực tăng trưởng chính hỗ trợ nhu cầu VLXD (sản phẩm thép và sản phẩm nhựa) gồm:

- Đầu tư công: Dữ liệu của Tổng cục Thống kê cho thấy giải ngân đầu tư công trong 4 tháng đầu năm 2025 tăng 17,7% so với cùng kỳ (165,6 nghìn tỷ đồng), bằng 18,9% mục tiêu của năm 2025.
- Giải ngân FDI: Vốn FDI giải ngân trong 4 tháng đầu năm 2025 cũng đạt mức tăng trưởng khá 7,3% so với cùng kỳ, tạo thêm động lực cho nhu cầu VLXD.
- Nguồn cung BĐS: Theo CBRE, tổng nguồn cung căn hộ cao tầng/thấp tầng trong Q1/2025 tại Hà Nội và TP.HCM tăng gấp đôi so với cùng kỳ, với dự báo tăng trưởng mạnh lần lượt 16%/9%/4% cho các năm 2025/2026/2027.

Triển vọng lợi nhuận tích cực; nhờ sản lượng tiêu thụ tăng và tỷ suất lợi nhuận cải thiện

HSC dự báo lợi nhuận của tất cả các công ty thép trong danh sách khuyến nghị sẽ vững chắc, cho thấy lợi nhuận thuần của NKG/HPG/HSG tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 26%/36%/37%. Trong khi đó, BMP có triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn hơn mặc dù có lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 5%, lợi suất cổ tức cao/hấp dẫn ở mức 9-10%/năm trong ba năm tới.

HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu của HSC, với giá mục tiêu là 36.500đ (tiềm năng tăng giá 43%). HSG/NKG (Tăng tỷ trọng) mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ có mức định giá tốt. BMP (Nắm giữ) có lợi suất cổ tức hấp dẫn 9-10%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/5.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BMP	142,600	Nắm giữ	-	144,500	7.28	1.33	10.5	10.6	6.26	6.21	9.47	9.12
HPG	25,550	Mua vào	-	36,500	(6.89)	42.9	9.63	7.56	7.43	5.72	3.91	3.91
HSG	16,400	Tăng tỷ trọng	-	18,500	(3.14)	12.8	11.7	10.1	7.50	7.46	6.10	6.10
NKG	13,100	Tăng tỷ trọng	-	14,700	(13.5)	12.2	11.6	10.5	9.95	8.48	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 27/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Thuận lợi nhiều hơn khó khăn; nhiều cơ hội đang đến	3
---	---

Báo cáo thành phần

CTCP Nhựa Bình Minh (BMP)	13
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	18
CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)	22
CTCP Thép Nam Kim (NKG)	27

Thuận lợi nhiều hơn khó khăn; nhiều cơ hội đang đến

Kinh tế Việt Nam đã sẵn sàng cho sự tăng trưởng dựa trên cơ sở hạ tầng trong nhiều năm tới, bất chấp những ảnh hưởng từ bên ngoài. Chiến lược này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đáng kể nhu cầu VLXD. Do đó, nhu cầu đối với các sản phẩm thép và ống nhựa được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt là 9,5% và 11%. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm triển vọng tích cực đối với ngành VLXD, với HPG (Mua vào) là lựa chọn hàng đầu.

Các điều kiện kinh tế vĩ mô/BDS tích cực trong 4 tháng đầu năm 2025...

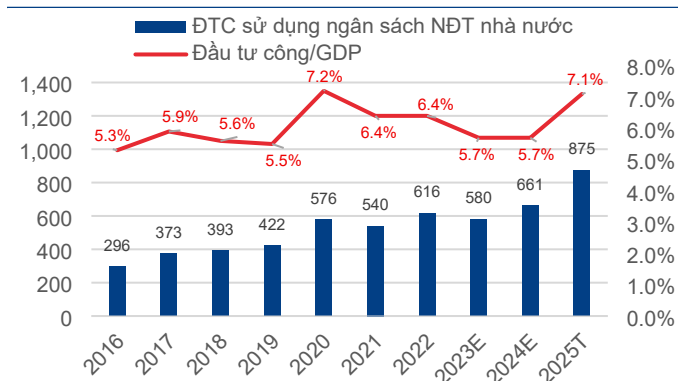
Đầu tư công 4 tháng đầu năm 2025 tăng 17,7% so với cùng kỳ (đạt 18,6% kế hoạch năm)

Theo Tổng cục Thống kê, trong tháng 4/2025, vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước tăng 12,9% so với cùng kỳ, cao hơn so với mức tăng 8,9% so với cùng kỳ của tháng 4/2024. Do đó, trong 4 tháng đầu năm 2025, đầu tư công (165,6 nghìn tỷ đồng) tăng 17,7% so với cùng kỳ, hoàn thành 18,9% mục tiêu cho cả năm của Chính phủ ở mức 875 nghìn tỷ đồng (tăng 32,4% so với cùng kỳ). Trong đó, chi tiêu cho đầu tư phát triển từ ngân sách Nhà nước trong 4 tháng đầu năm 2025 đạt 128,5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 16,3% kế hoạch ngân sách Nhà nước cho năm 2025 (790,7 nghìn tỷ đồng) và tăng 16,3% so với cùng kỳ.

Thủ tướng Chính phủ đã ban hành chỉ thị yêu cầu tất cả các bộ, ngành và địa phương thể hiện quyết tâm cao để giải ngân 100% vốn đầu tư công trong năm nay. Nỗ lực toàn diện này đòi hỏi sự tham gia của cả hệ thống chính trị, đặc biệt chú trọng vào việc đẩy nhanh công tác giải phóng mặt bằng. Các bộ như bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, bộ Tài nguyên và Môi trường và bộ Xây dựng được giao nhiệm vụ đưa ra các hướng dẫn cần thiết, trong khi UBND các tỉnh, thành phải ưu tiên giải quyết các vướng mắc và đảm bảo nguồn cung VLXD ổn định.

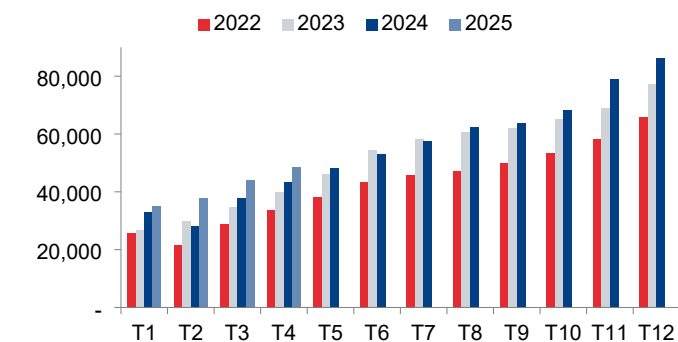
Hơn nữa, chỉ thị nhấn mạnh sự cấp thiết của các bộ, ngành trong việc sửa đổi và bổ sung các quy định liên quan đến việc phân quyền và ủy quyền trong quản lý dự án đầu tư công. Điều này rất quan trọng cho việc triển khai sớm các dự án tại địa phương, đặc biệt là những nơi có sự thay đổi về địa giới hành chính hoặc tổ chức lại bộ máy chính quyền địa phương theo hai cấp, từ đó ngăn chặn mọi gián đoạn đối với công việc đang triển khai cũng như đảm bảo nguồn vốn được sử dụng hiệu quả trong suốt năm 2025.

Biểu đồ 1: Đầu tư công (nghìn tỷ đồng), Việt Nam
Kế hoạch phân bổ đầu tư công năm 2025 cao kỷ lục



Nguồn: GSO, CEIC, HSC

Biểu đồ 2: Giải ngân vốn đầu tư công (tỷ đồng), Việt Nam
Vốn đầu tư công giải ngân trong 4 tháng đầu năm 2025 đạt 166 nghìn tỷ đồng, tăng 17,7% so với cùng kỳ



Nguồn: GSO, CEIC, HSC

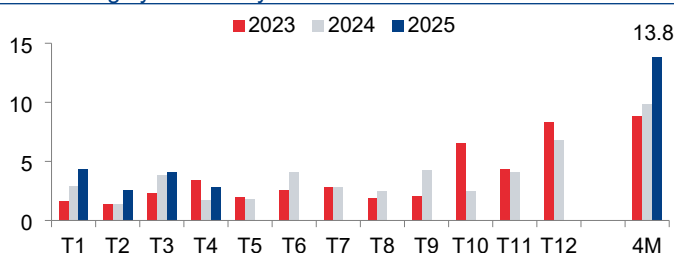
Vốn FDI giải ngân & cam kết 4 tháng đầu năm 2025 tăng 7,3% & 39,9% so với cùng kỳ

Trong tháng 4/2025, vốn FDI giải ngân tăng 7,8% so với cùng kỳ, thấp hơn so với mức tăng 8,1% so với cùng kỳ của tháng 4/2024. Trong khi đó, vốn FDI cam kết của tháng 4/2025 tăng 65,2% so với cùng kỳ, so với mức tăng 49,9% so với cùng kỳ trong tháng 4/2024. Trong 4 tháng đầu năm 2025, cả vốn FDI giải ngân (6,7 tỷ USD) và vốn FDI cam kết (13,8 tỷ USD) đều tăng trưởng vững chắc, lần lượt ở mức 7,3% và 39,9% so với cùng kỳ.

Hoạt động đầu tư của khối FDI vẫn tích cực, bằng chứng là những con số tăng trưởng ấn tượng này, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc mở rộng HKKD ở các dự án hiện có và tăng mức góp vốn.

Biểu đồ 3: Vốn FDI cam kết (tỷ USD), Việt Nam

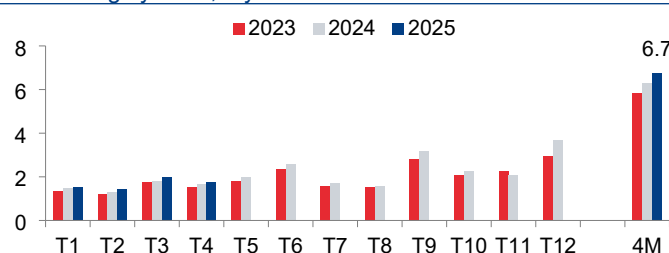
Vốn FDI cam kết trong 4 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh 39,9% so với cùng kỳ lên 13.8 tỷ USD



Nguồn: GSO, CEIC, HSC

Biểu đồ 4: Vốn FDI giải ngân (tỷ USD), Việt Nam

Vốn FDI giải ngân trong 4 tháng đầu năm 2025, FDI tăng 7,3% so với cùng kỳ lên 6,7 tỷ USD



Nguồn: GSO, CEIC, HSC

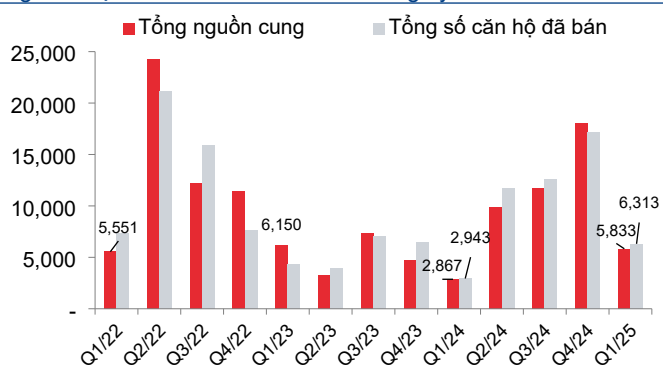
Nguồn cung căn hộ thấp tầng/cao tầng tại Hà Nội/TP.HCM cải thiện mạnh trong Q1/2025

Theo CBRE, tổng nguồn cung căn hộ thấp tầng và cao tầng tại Hà Nội và TP.HCM trong Q1/2025 tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ, đạt 5.833 căn (tăng 104% so với cùng kỳ). Đáng chú ý, số lượng căn hộ được bán đã vượt qua tổng nguồn cung trong giai đoạn này (tăng mạnh 115% so với cùng kỳ lên 6.313 căn), cho thấy tâm lý thị trường BĐS có sự cải thiện trong thời gian gần đây.

Nhóm nghiên cứu BĐS của chúng tôi dự báo tổng nguồn cung của Hà Nội và TP.HCM sẽ tiếp tục tăng, với mức tăng trưởng dự kiến là 16,1% so với cùng kỳ trong năm 2025 (49.400 căn), sau đó tăng 9,4% trong năm 2026 (54.020 căn) và tăng 4% trong năm 2027 (56.200 căn).

Biểu đồ 5: Tổng nguồn cung và tổng số căn hộ đã bán theo quý tại Hà Nội và TP.HCM

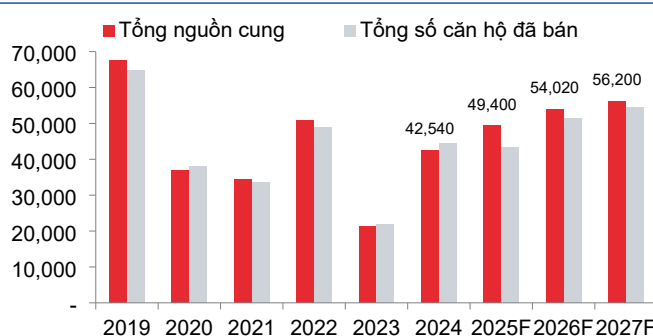
Trong Q1/2025, Tổng nguồn cung và tổng số căn hộ đã bán tăng lần lượt 104% và 115% so với cùng kỳ



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 6: Tổng nguồn cung và tổng số căn hộ đã bán theo năm tại Hà Nội và TP.HCM

HSC dự báo tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: CBRE, HSC

...đã hỗ trợ tích cực cho nhu cầu VLXD

Nhờ có môi trường thuận lợi, các chiến lược đẩy mạnh đầu tư công và đà phục hồi của thị trường BĐS, nhu cầu VLXD cải thiện đáng kể. Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, các công ty thuộc ngành thép và ống nhựa đều hoạt động tốt, hưởng lợi từ sự cải thiện của nhu cầu trong nước.

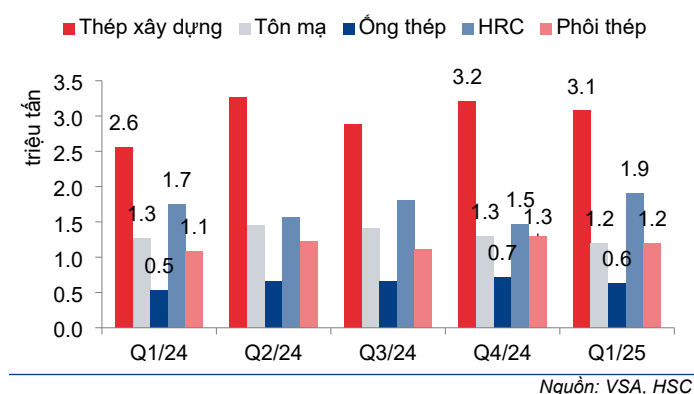
Nhu cầu thép trong nước tăng, bù đắp cho phần sụt giảm của xuất khẩu

Sản lượng tiêu thụ thép của các công ty Việt Nam trong Q1/2025 tăng khá 11,3% so với cùng kỳ và tăng 0,2% so với quý trước, đạt hơn 8 triệu tấn, trong đó:

- **Sản lượng tiêu thụ trong nước** tăng vọt 37% so với cùng kỳ, đạt gần 6,1 triệu tấn (tăng 7% so với quý trước), nhờ nhu cầu đối với HRC Việt Nam tăng mạnh, do hưởng lợi từ việc áp thuế CBPG tạm thời đối với HRC Trung Quốc ở mức 19,38%-27,83% (có hiệu lực từ ngày 8/3/2025).
- Ngược lại, sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 30% so với cùng kỳ và giảm 16% so với quý trước, xuống còn 1,9 triệu tấn, chủ yếu do ngưng xuất khẩu sang thị trường Mỹ từ tháng 9/2024, khi nước này khởi xướng hai cuộc điều tra đối với các sản phẩm tôn mạ của Việt Nam. Mặc dù các công ty sản xuất tôn mạ Việt Nam đang tích cực tìm kiếm các thị trường mới để bù đắp cho việc đánh mất thị trường Mỹ. Để có thể thay thế hoàn toàn, các công ty này có vẻ cần thêm thời gian.

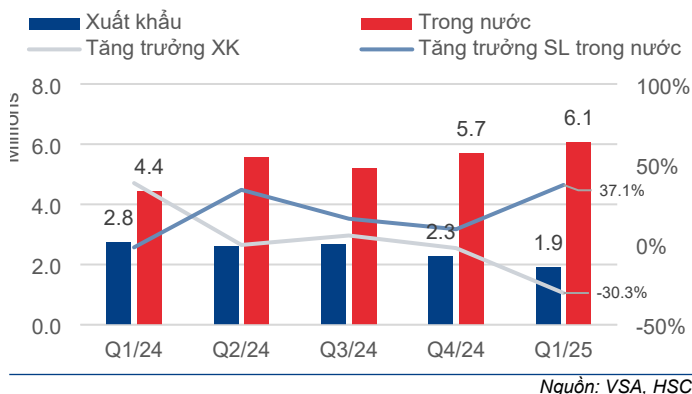
Biểu đồ 7: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ thép theo loại, Việt Nam

Trong Q1/2025, sản lượng tiêu thụ thép tăng trưởng 11,3% theo năm và 0,2% theo quý



Biểu đồ 8: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ thép theo thị trường, Việt Nam

Trong Q1/2025, thị trường trong nước dẫn dắt tăng trưởng



Xét theo phân khúc sản phẩm, HRC và thép xây dựng là những sản phẩm ghi nhận KQKD tích cực hơn.

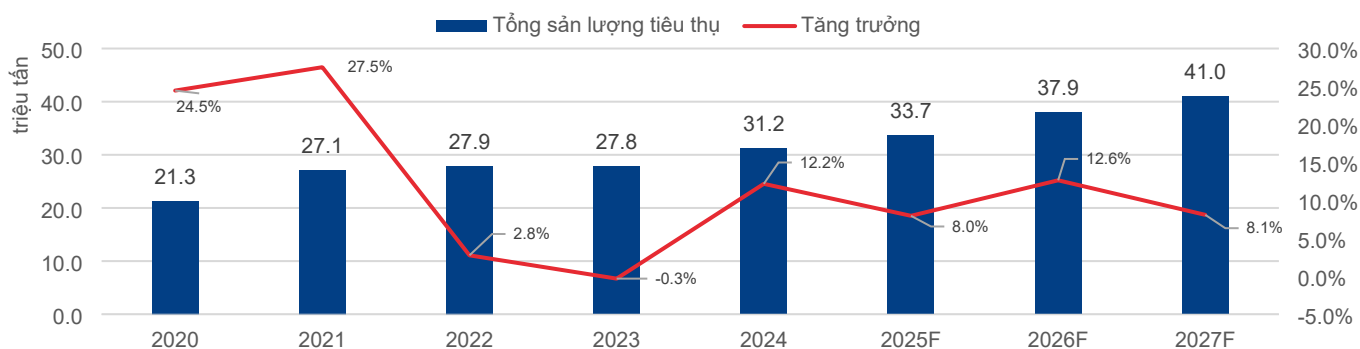
- **HRC** – Sản lượng tiêu thụ Q1/2025 tăng 9,2% so với cùng kỳ và tăng 30,5% so với quý trước, đạt 1,9 triệu tấn nhờ HPG bổ sung thêm công suất sản xuất. Với việc đưa vào vận hành thương mại các dây chuyền sản xuất mới tại Khu liên hợp gang thép Dung Quất (DQSC) 2, HPG đã vượt mặt FMS để trở thành nhà sản xuất HRC lớn nhất Việt Nam, với sản lượng tiêu thụ Q1/2025 đạt 993.938 tấn, tăng 23,4% so với cùng kỳ và tăng 51,4% so với quý trước. Công ty hiện nắm giữ 52% thị phần, tăng từ 44,5% trong năm 2024. Trong khi đó, thị phần của FMS giảm xuống còn 48% trong Q1/2025 so với 55,5% trong năm 2024. Xét theo thị trường, nhu cầu trong nước tăng 70,8% so với cùng kỳ đạt 1,7 triệu tấn, trong khi sản lượng xuất khẩu giảm 73,5% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 198.318 tấn do các nhà sản xuất HRC chuyển trọng tâm vào thị trường trong nước.
- **Thép xây dựng** – Sản lượng tiêu thụ Q1/2025 tăng 19,9% so với cùng kỳ (mặc dù giảm 4,3% so với quý trước do yếu tố mùa vụ) đạt gần 3,1 triệu tấn. Trong đó, HPG vẫn đang nắm giữ thị phần cao nhất, với 38,8% trong Q1/2025, tăng từ 37,6% trong năm 2024. Nhu cầu thép xây dựng trong nước tăng mạnh 27,4% so với cùng kỳ đạt 2,6 triệu tấn, trong khi nhu cầu xuất khẩu giảm 10,4% so với cùng kỳ xuống 452.151 tấn.

- Tôn mạ** – Trong Q1/2025, tôn mạ trở thành phân khúc sản phẩm có KQKD kém tích cực nhất của ngành thép, với sản lượng tiêu thụ giảm 5,6% so với cùng kỳ và giảm 7,9% so với quý trước, đạt chỉ 1,2 triệu tấn. Kết quả kém khả quan này phần lớn là do sự sụt giảm đáng kể của sản lượng xuất khẩu (giảm mạnh 41,5% so với cùng kỳ và giảm 21,7% so với quý trước xuống còn 471.853 tấn), do đánh mất thị trường Mỹ và nhu cầu toàn cầu suy yếu trên diện rộng. Mặc dù sản lượng tiêu thụ trong nước tăng mạnh 57,2% so với cùng kỳ và tăng 4,1% so với quý trước, đạt 724.315 tấn, nhưng mức tăng trưởng này không đủ để bù đắp hoàn toàn cho phần sụt giảm của sản lượng xuất khẩu. Trong đó, HSG vẫn giữ được vị trí dẫn đầu với 27,1% thị phần trong Q1/2025 (năm 2024: 29,2%), kế đến là NKG (17,2% thị phần) và GDA (16,5% thị phần).
- Ống thép** – Nhu cầu ống thép Q1/2025 tăng mạnh 18,1% so với cùng kỳ (nhưng giảm 12,1% so với quý trước) đạt 626.157 tấn, nhờ sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 18,3% so với cùng kỳ năm (đạt 538.664 tấn) và sản lượng xuất khẩu tăng 16,6% so với cùng kỳ (đạt 87.493 tấn). HPG vẫn giữ vị trí dẫn đầu với thị phần 30,1% trong quý, so với 27,7% trong năm 2024, kế đến là HSG với 15,7% thị phần.

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC cho rằng nhu cầu thép sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt, đặc biệt là đối với thép xây dựng (dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 11,6%) và sản phẩm HRC (dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 22,1%). Theo đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam năm 2025/2026/2027 sẽ tăng lần lượt 8%/12,6%/8,1% đạt 13,5 triệu/14,9 triệu/16,6 triệu tấn.

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

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tăng trưởng với CAGR 3 năm là 9,5% và dẫn đầu là HRC tăng trưởng 22,1%, và thép xây dựng tăng trưởng 11,6%



Nguồn: VSA, HSC

Phân khúc ống nhựa tăng trưởng tích cực trong 4 tháng đầu năm 2025

Dự báo của chúng tôi cho thấy nhu cầu ống nhựa của Việt Nam tăng mạnh 21,7% so với cùng kỳ đạt 122.388 tấn trong 4 tháng đầu năm 2025, với động lực tăng trưởng đến từ việc đẩy mạnh đầu tư công và đà phục hồi của thị trường BĐS. Trong tháng 4, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của cả nước tăng 19,1% so với cùng kỳ đạt 36.814 tấn. Về thị phần, NTP (CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong; chưa khuyến nghị) và HSG (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 18.500đ) dẫn dắt tăng trưởng trong tháng 4, với mức tăng lần lượt là 39% và 23% so với cùng kỳ. Cả 2 công ty đã thành công trong việc giành thêm thị phần. Ở chiều ngược lại, thị phần tháng 4 của BMP (Nắm giữ; giá mục tiêu 144.500đ) đã giảm 4% so với tháng trước, mặc dù Công ty ghi nhận sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong tháng 3/2025.

Với kết quả trên, trong 4 tháng đầu năm 2025, NTP tiếp tục mở rộng thị phần trên cả nước lên 33,7%, cao hơn mức 30,4% trong Q1/2025 và 31,8% trong năm 2024. HSG cũng ghi nhận động lực tăng trưởng tích cực, dẫn dắt tăng thị phần lên 14% trong 4 tháng đầu năm 2025, cao hơn so với mức 13,2% trong năm 2024. Ngược lại, thị phần của BMP chứng kiến nhiều biến động hơn, giảm xuống 24% trong 4 tháng đầu năm 2025 từ mức 27,6% trong Q1/2025 (được thúc đẩy bởi chương trình khuyến mãi lớn trong tháng 3), nhưng vẫn cao hơn so với mức 23% của năm ngoái.

Cho năm 2025, HSC dự báo nhu cầu ống nhựa sẽ cải thiện 15% so với cùng kỳ đạt 389.060 tấn, khi các công ty lớn như NTP (top 1) và HSG (top 3) mở rộng thị phần. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo nhu cầu ống nhựa sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 11% trong giai đoạn 2025-2027.

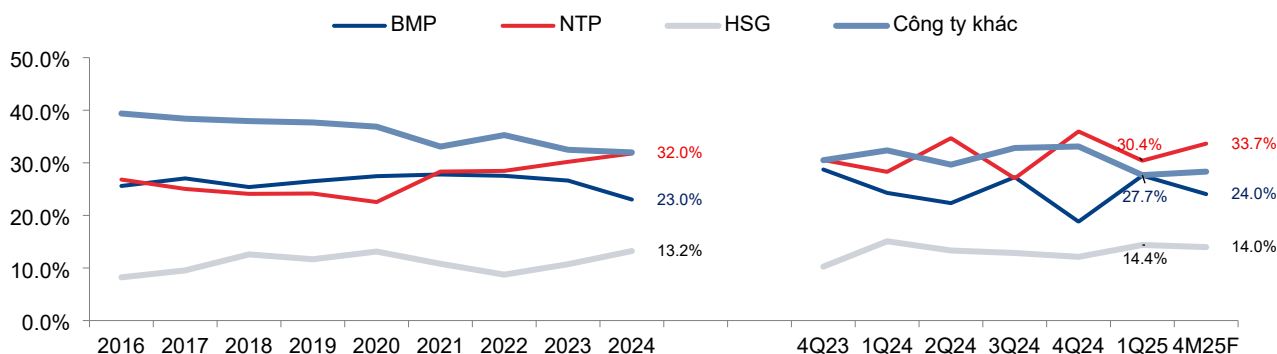
Việc giá hạt nhựa PVC (nguyên liệu đầu vào chính) ở mức thấp trong thời gian dài đã hỗ trợ tích cực cho đà tăng trưởng lợi nhuận và sự cải thiện của toàn ngành. Giá hạt nhựa thấp trong thời gian dài đa phần do sự suy thoái dai dẳng của thị trường VLXD ở Trung Quốc (chiếm hơn 50% sản lượng tiêu thụ hạt nhựa PVC toàn cầu), cùng với giá dầu thấp. Do đó, các nhà sản xuất ống nhựa trong nước hưởng lợi từ việc mở rộng tỷ suất lợi nhuận, với chi phí cho việc giảm giá bán bình quân (ASP) hoặc đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi chỉ bù trừ phần nào cho mức giảm của chi phí đầu vào.

Tuy nhiên, giá hạt nhựa PVC có khả năng hồi phục trong thời gian tới, gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các công ty sản xuất ống nhựa, do giá bán đã ở mức thấp trong thời gian dài. Hơn nữa, trong thời gian gần đây, Bộ Tài chính đã ban hành mức thuế nhập khẩu 2% (tăng từ 0%) đối với hạt nhựa PE/PP. Mặc dù hạt nhựa PE được sử dụng để sản xuất ống nhựa HDPE (đóng góp 25-30% nhu cầu thị trường), HSC cho rằng Hiệp hội Nhựa Việt Nam đang phản đối mức thuế trên nhằm giữ vững tính hiệu quả của chuỗi giá trị.

Chúng tôi có khuyến nghị **Nắm giữ** đối với **BMP** và **Tăng tỷ trọng** đối với **HSG**. BMP hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, cao hơn bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần, nhưng lợi suất cổ tức hằng năm của cổ phiếu này vẫn vững chắc ở mức 9-10%.

Biểu đồ 10: Thị phần ngành ống nhựa tại

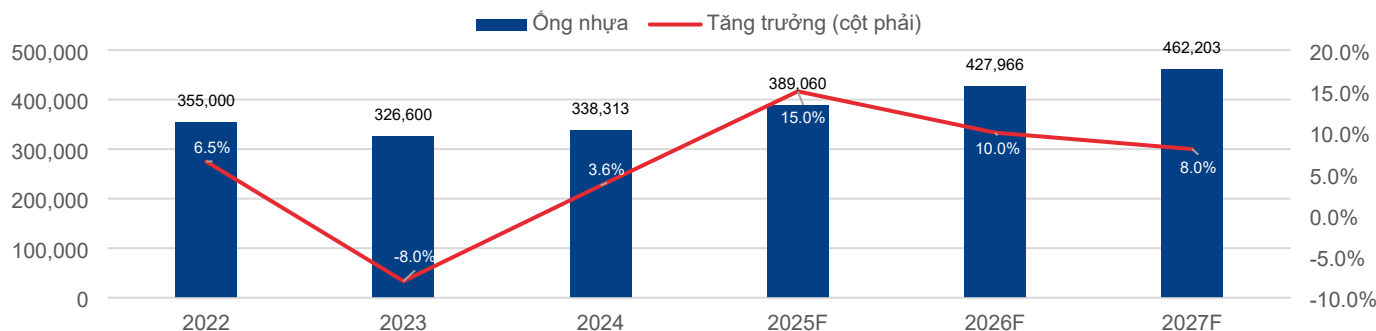
NTP duy trì vị trí dẫn đầu thị phần nhờ mở rộng công suất, trong khi phị phần của BMP không ổn định



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: Nhu cầu tiêu thụ ống nhựa (tấn), Việt Nam

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ ống nhựa tại Việt Nam trong năm 2025/2026/2027 sẽ tăng trưởng lần lượt là 15%/10%/8%



Nguồn: HSC

Giá thép ổn định trong 4 tháng đầu năm 2025 trước khi phục hồi vào tháng 5

Mặc dù biến động mạnh hơn so với thép xây dựng, giá HRC diễn biến tích cực hơn

Tại Việt Nam, giá thép xây dựng tăng khiêm tốn 2,2% so với đầu năm, và phần lớn mức tăng này diễn ra trong tháng 5/2025. Theo đó, giá bán bình quân sản phẩm thép cuộn và thép thanh của HPG lần lượt ở mức 13.760đ/kg và 13.950đ/kg, tăng 1,1% và 2,6% so với đầu năm. Chúng tôi nhận thấy không có bất kỳ rủi ro nào liên quan đến hoạt động nhập khẩu sản phẩm này từ Trung Quốc, nhờ có hàng rào bảo vệ tốt, với mức thuế nhập khẩu 15% và thuế tự vệ 6,2% ở giai đoạn này.

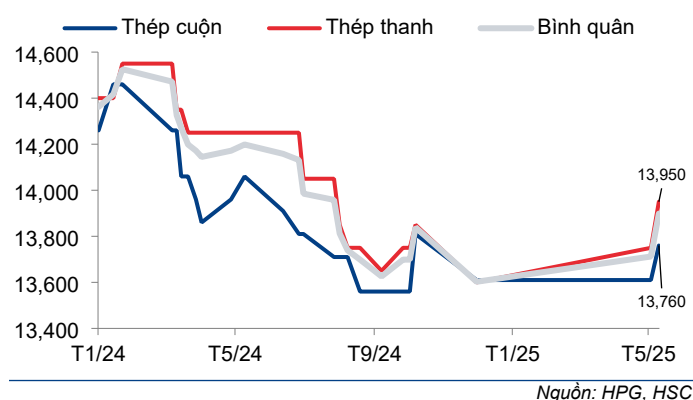
Đối với giá HRC, giá biến động mạnh hơn thép xây dựng nhưng cũng đã tăng 3-5% kể từ khi thuế CBPG có hiệu lực vào ngày 8/3/2025. Tính đến thời điểm hiện tại, HRC được sản xuất tại Việt Nam được bán với giá 520 USD/tấn, cao hơn 14% so với giá bán ở Trung Quốc (ở mức 457 USD/tấn). Với mức chênh lệch giá này, HRC Trung Quốc (khổ dưới 1.880mm) không có cơ hội nhập khẩu vào Việt Nam do thuế CBPG tạm thời dao động từ 19,38% đến 27,83% trong vòng 120 ngày kể từ ngày 8/3/2025.

Tuy nhiên, dữ liệu của Tổng cục Hải quan Việt Nam cho thấy, trong 4 tháng đầu năm 2025, Việt Nam đã nhập khẩu hơn 3,1 triệu tấn HRC, giảm 15% so với cùng kỳ. HRC nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm 62%, đạt 1,9 triệu tấn. Đáng báo động là sản lượng HRC khổ rộng (1.880mm trở lên) nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam tăng mạnh. Chỉ riêng tháng 4/2025, Việt Nam đã nhập khẩu 214.000 tấn thép có dấu hiệu trốn thuế, tăng 81% so với mức 118.000 tấn trong Q1/2025.

Lũy kế 4 tháng đầu năm 2025, sản lượng HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam đạt 335.000 tấn, cao hơn 4,6 lần so với nửa cuối năm 2024 (ở mức 71.200 tấn) và cao hơn 25 lần so với sản lượng nhập khẩu trong nửa đầu năm 2024.

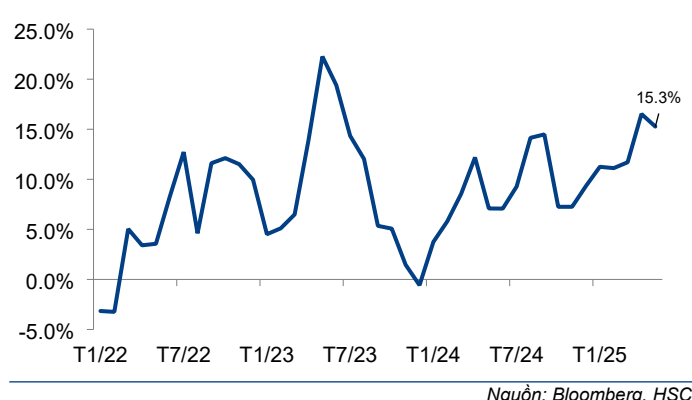
Biểu đồ 12: Giá thép xây dựng (đồng/kg), HPG

Tăng 2,2% từ đầu tháng và từ đầu năm ...



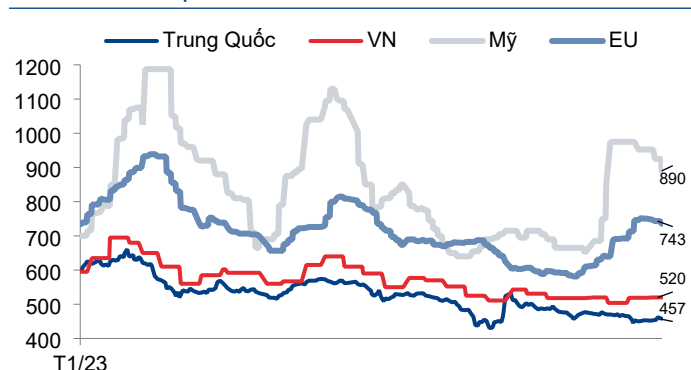
Biểu đồ 13: Chênh lệch giá thép thanh giữa HPG và Trung Quốc

...cao hơn giá thép thanh Trung Quốc 15%



Biểu đồ 14: Giá HRC (USD/tấn), toàn cầu

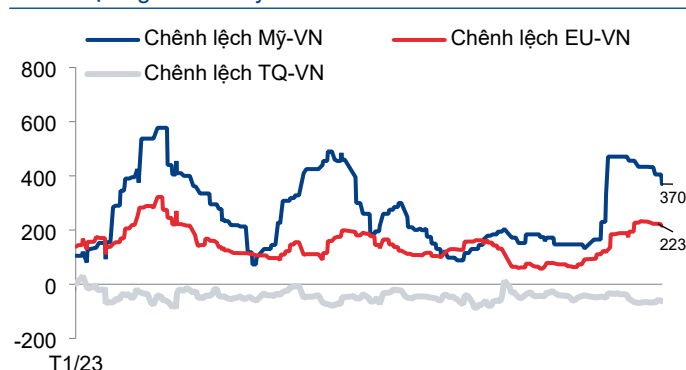
Giá HRC của Việt Nam ở mức 520 USD/tấn...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 15: Chênh lệch giá HRC Việt Nam và thế giới (USD/tấn)

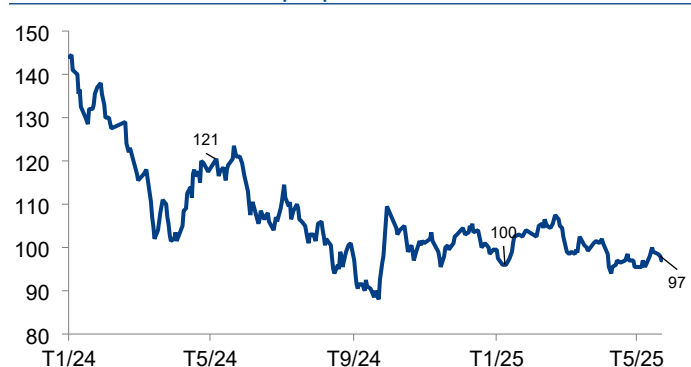
Chênh lệch giá HRC Mỹ/EU so với VN ở mức 370/223/tấn



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 16: Giá quặng sắt (62% Fe) (USD/tấn), Australia

Giảm 3% từ đầu năm và 20% so với cùng kỳ xuống mức 97 USD/tấn đến thời điểm hiện tại



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 17: Giá than cốc (USD/tấn), Australia

Giảm 9% từ đầu năm và 31% so với cùng kỳ xuống mức 190 USD/tấn



Nguồn: Bloomberg, HSC

Chi phí đầu vào thấp hơn giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận

Do quặng sắt và than cốc chiếm 70% chi phí sản xuất thép, nên sự biến động giá của hai loại nguyên liệu này rất quan trọng. Kết quả phân tích của HSC cho thấy giá quặng sắt và than cốc có xu hướng giảm từ đầu năm 2024.

Giá quặng sắt (62% Fe) đang giao dịch ở mức 97 USD/tấn, giảm 3% so với đầu năm và giảm 20% so với cùng kỳ.

Giá than cốc giảm 9% so với đầu năm và giảm 31% so với cùng kỳ, chỉ còn 190 USD/tấn.

Theo đó, chi phí đầu vào cho hoạt động sản xuất thép đã giảm 4% so với đầu năm và giảm 18% so với cùng kỳ. Trong khi đó, giá bán bình quân thép xây dựng của Việt Nam (HPG) chỉ tăng nhẹ 2,2% so với đầu năm, nhưng vẫn giảm 2,1% so với cùng kỳ và vẫn cao hơn so với mức giảm của chi phí đầu vào. Tương tự, giá HRC của Việt Nam (HPG) đã giảm 2% so với đầu năm và giảm 6% so với cùng kỳ, thấp hơn so với mức giảm 4% so với đầu năm và mức giảm 18% so với cùng kỳ của chi phí đầu vào. Mức chênh lệch này tạo ra môi trường thuận lợi cho việc mở rộng tỷ suất lợi nhuận, đặc biệt đối với các công ty thép tích hợp quản lý chuỗi giá trị từ quặng sắt và than cốc. Tuy nhiên, việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận còn tùy thuộc vào việc quản lý hàng tồn kho, tỷ giá USD/VND và chi phí tài chính.

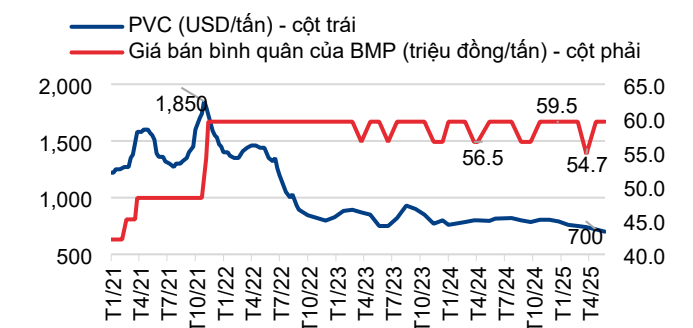
Trên thực tế, HPG đã công bố KQKD Q1/2025 tích cực, cho thấy tỷ suất lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 9,2%, mức cao nhất kể từ Q2/2022 nhờ tác động của tỷ suất lợi nhuận cao hơn và sản lượng tiêu thụ ở mức cao kỷ lục.

Việc áp thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 8/3/2025, đã tạo ra những thay đổi đáng kể trong cơ cấu chi phí đầu vào của các công ty sản xuất tôn mạ. Đáng lưu ý, các công ty như NKG và HSG đã tăng cường sử dụng HRC trong nước, lên đến 70-80% tổng nhu cầu, và giảm tỷ trọng HRC nhập khẩu xuống mức 20-30%, chủ yếu từ Nhật Bản. Do tỷ suất lợi nhuận của các công ty sản xuất tôn mạ và xu hướng giá HRC có mối tương quan chặt chẽ, nên giá HRC ổn định hoặc tăng nhẹ cũng sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong các quý tới. Tác động tích cực này được dự báo sẽ xảy ra bất chấp nhu cầu xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài.

Đối với phân khúc ống nhựa, giá hạt nhựa PVC ở mức thấp trong thời gian dài giúp các công ty sản xuất ống nhựa cải thiện tỷ suất lợi nhuận/khả năng sinh lời.

Biểu đồ 18: Biến động giá bán bình quân và giá hạt nhựa PVC của BMP

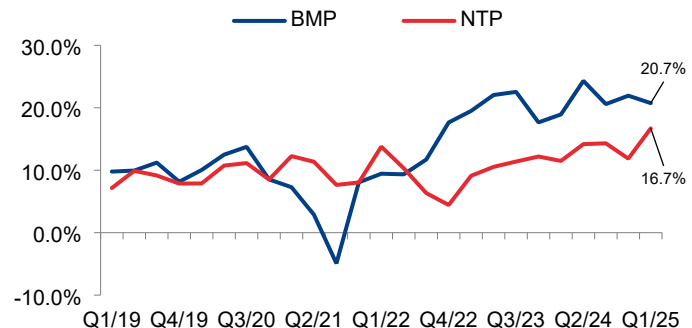
Các công ty nhựa được hưởng lợi do giá hạt nhựa PVC giảm



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 19: Tỷ suất lợi nhuận thuần, các công ty ngành ống nhựa

Tỷ suất lợi nhuận thuần đang ở mức rất cao



Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận đối với HPG/HSG nhưng giảm bình quân 25% dự báo lợi nhuận đối với NKG do sản lượng xuất khẩu thấp hơn kỳ vọng. Trong khi đó, chúng tôi tăng bình quân 9,6% dự báo lợi nhuận đối với BMP, phản ánh giá hạt nhựa PVC ở mức thấp trong thời gian dài. Chi tiết như sau:

Các công ty thép

Đối với HPG/HSG, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 36%/37%. Trong khi đó, đối với NKG, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 27%.

Bảng 20: Dự báo lợi nhuận, HSG

Không đổi, lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 37%

Tỷ đồng	Dự báo lợi nhuận			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	FY9/25	FY9/26	FY9/27	FY9/25	FY9/26	FY9/27
Doanh thu thuần	42,677	47,039	52,515	8.7%	10.2%	11.6%
Lợi nhuận thuần	868	1,012	1,325	68.7%	16.5%	31.0%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Dự báo lợi nhuận, HPG

Không đổi, lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 36%

Tỷ đồng	Dự báo lợi nhuận			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	164,783	203,803	236,373	18.7%	23.7%	16.0%
Lợi nhuận thuần	16,972	21,621	30,000	41.2%	27.4%	38.8%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận, NKG

Hạ bình quân 25% dự báo lợi nhuận của NKG giai đoạn 2025-2027 do giả định sản lượng tiêu thụ giảm và giá bán bình quân giảm

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	21,913	26,850	31,571	19,230	23,711	28,006	-12.2%	-11.7%	-11.3%	-6.7%	23.3%	18.1%
Lợi nhuận thuần	611	804	1,286	509	562	924	-16.7%	-30.2%	-28.2%	12.3%	10.4%	64.4%

Nguồn: HSC

Công ty sản xuất ống nhựa

Đối với BMP, HSC tăng bình quân 9,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, đạt lần lượt 1.111 tỷ đồng/1.102 tỷ đồng/1.148 tỷ đồng, dựa trên (1) giả định giá hạt nhựa PVC thấp hơn (giảm 3%, dự báo giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2025 nhưng tăng 5% so với cùng kỳ trong năm 2026 và tăng 2% trong năm 2027) và (2) tăng 7,1% giả định sản lượng tiêu thụ, cho thấy mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 15%/11%/9% trong các năm 2025/2026/2027.

Bảng 23: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, BMP

Nâng bình quân 9,6% ước tính lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, nhờ giả định chi phí đầu vào giảm và sản lượng tiêu thụ tăng

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F	FT27F	2025F	2026F	FT27F	2025F	2026F	FT27F	2025F	2026F	FT27F
Doanh thu thuần	4,616	5,034	5,491	5,934	5,311	5,900	6,436	5.5%	7.5%	8.5%	15.1%	11.1%	9.1%
LNTT	1,241	1,301	1,252	1,290	1,392	1,380	1,439	7.0%	10.3%	11.5%	12.2%	-0.8%	4.2%
Lợi nhuận thuần	991	1,038	999	1,030	1,111	1,102	1,148	7.0%	10.3%	11.5%	12.1%	-0.8%	4.2%

Nguồn: HSC

HPG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi

Để phản ánh việc điều chỉnh tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH ở tất cả các công ty trong danh sách khuyến nghị và điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới đối với HPG/NKG/BMP như sau:

- **HPG** – Giá mục tiêu mới là 36.500đ (điều chỉnh giảm 7% với tiềm năng tăng giá 43%). Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 11,8 lần.
- Chúng tôi cho rằng HPG đang có vị thế tốt để đạt KQKD tích cực trong những năm tới, được thúc đẩy bởi triển vọng lợi nhuận tươi sáng nhờ việc đẩy mạnh đầu tư công và đà phục hồi của thị trường BĐS. Chính sách bảo hộ trong dài hạn đối với sản phẩm HRC, ví dụ như áp dụng thuế CBPG vĩnh viễn đối với các sản phẩm HRC Trung Quốc (so với việc áp thuế tạm thời trong 120 ngày ở thời điểm hiện tại, có hiệu lực từ ngày 8/3/2025), sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho HPG trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ công bố áp thuế CBPG giá chính thức đối với các sản phẩm HRC Trung Quốc vào tháng 7 năm nay. Với mức định giá hấp dẫn, HPG trở thành lựa chọn đầu tư (Mua vào) hấp dẫn.
- **HSG** – Giá mục tiêu mới là 36.500đ (điều chỉnh giảm 3% với tiềm năng tăng giá 13%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 24% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 22,5 lần. Về định giá P/B, HSG đang giao dịch sát với giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu, với P/B dự phóng NĐTĐ 2024-2025 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) là 0,97 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng giữ đối với HSG.
- **NKG** – Giá mục tiêu mới là 14.700đ (điều chỉnh giảm 13% với tiềm năng tăng giá 14%). Sau khi giá cổ tăng 10% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 19,9 lần. Ngoài ra, NKG cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 chỉ ở mức 0,74 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1 lần. Chúng tôi đánh giá NKG là một cổ phiếu beta tốt và phù hợp với

các nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro cao. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

- **BMP** – Chúng tôi tăng 7% giá mục tiêu đối với BMP lên 144.500đ (từ 134.700đ), sau khi tăng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá. Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần. Mặc dù dự báo lợi suất cổ tức hằng năm hấp dẫn ở mức 9-10% trong ba năm tới, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị Nắm giữ do triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn trong trung hạn. Bất kỳ đợt giảm giá nào cũng sẽ mang lại vùng mua an toàn cho các nhà đầu tư giá trị và dài hạn.

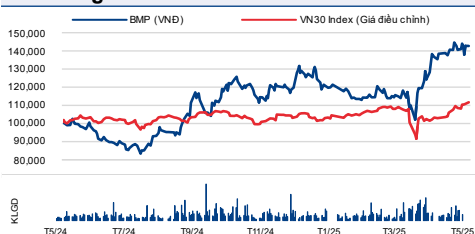
Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ144,500 (từ VNĐ134,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2025)	142,600
Mã Bloomberg	BMP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	83,351-144,663
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	142,700
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,673
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	450
Slg CP lưu hành (tr.đv)	81.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	81.9
Slg CP NN được mua (tr.đv)	11.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	86.0%
Tỷ lệ freefloat	33.1%
Cổ đông lớn	Nawa Plastic (55.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.38	22.9	41.5
So với chỉ số	(3.69)	17.4	27.4
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	13,567	13,017	4.2
2026F	13,457	12,205	10.3
2027F	14,024	12,580	11.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Nhựa Bình Minh là công ty sản xuất ống nhựa hàng đầu Việt Nam nhờ vào chất lượng sản phẩm vượt trội và thương hiệu hàng đầu cả nước.

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

Thông tin tích cực phản ánh phần nhiều vào giá cổ phiếu; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với BMP nhưng tăng 7% giá mục tiêu lên 144.500đ (tiềm năng tăng giá 1%) do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.
- Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng bình quân 9,6% nhằm phản ánh giả định giá hạt nhựa PVC đầu vào thấp hơn và sản lượng tiêu thụ cao hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12%/1%/4% trong năm 2025/2026/2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần. Chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức hằng năm khoảng 9-10%. Mặc dù có lợi nhuận khá vững chắc khiến BMP trở thành cổ phiếu cốt lõi nắm giữ an toàn trong dài hạn, nhưng cần phải có một điểm mua vào thuận lợi hơn để tối ưu hóa lợi nhuận. Duy trì khuyến nghị Năm giữ.

Sự kiện: Phản ánh chi phí đầu vào và thay đổi giả định định giá

Giá hạt nhựa PVC thấp trong thời gian dài (700-720 USD/tấn, giảm 7% so với cùng kỳ) dự kiến sẽ hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận của BMP, vì hạt nhựa PVC chiếm đến 70% chi phí sản xuất. Yếu tố hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận này được dự báo sẽ không thay đổi bất chấp việc đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi như đã được triển khai trong tháng 3 năm nay.

Chúng tôi cũng tăng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% từ 7,5% trước đó để xác định giá mục tiêu theo phương pháp DCF, đồng thời điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026.

Tác động: Tăng bình quân 9,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng bình quân 7% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt 15%/11%/9% trong các năm tương ứng nhờ triển vọng tích cực hơn của ngành VLXD, bao gồm ống nhựa, với động lực tăng trưởng từ việc đẩy mạnh đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS. Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm 3% giả định giá hạt nhựa PVC xuống mức giảm 5% so với cùng kỳ trong năm nay, trước khi phục hồi 5%/2% trong năm 2026/2027.

Do đó, lợi nhuận thuần năm 2025/2026/2027 dự kiến đạt lần lượt 1.111 tỷ đồng (tăng trưởng 12%), 1.102 tỷ đồng (giảm 1% so với cùng kỳ) và 1.148 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 5%, cao hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 7% giá mục tiêu đối với BMP lên 144.500đ (tiềm năng tăng giá 1%) dựa trên sự kết hợp của việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần và thay đổi các giả định định giá.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần. Chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức hằng năm là 9-10%, điều này khiến cổ phiếu trở nên hấp dẫn. Tuy nhiên, do triển vọng lợi nhuận kém thuận lợi hơn (do đánh mất thị phần) cùng với định giá cao hơn so với bình quân quá khứ, chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với BMP và khuyến nghị tìm mức giá mua vào an toàn hơn để tối ưu hóa lợi nhuận.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,505	1,424	1,582 ▲	1,598 ▲	1,681 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,041	991	1,111 ▲	1,102 ▲	1,148 ▲
EPS ĐC (đồng)	12,717	12,103	13,567 ▲	13,457 ▲	14,024 ▲
DPS (đồng)	12,650	11,990	13,500 ▲	13,000 ▲	14,000 ▲
BVPS (đồng)	32,857	33,003	34,321	35,278	36,302
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.46	6.89	6.26	6.21	5.91
P/E ĐC (lần)	11.2	11.8	10.5	10.6	10.2
Lợi suất cổ tức (%)	8.87	8.41	9.47	9.12	9.82
P/B (lần)	4.34	4.32	4.15	4.04	3.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.9	(4.83)	12.1	(0.82)	4.22
ROAE (%)	39.2	36.8	40.3	38.7	39.2

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

Lợi suất cổ tức cao không bù đắp nỗi sợ kém hấp dẫn của triển vọng lợi nhuận dài hạn

HSC tăng bình quân 9,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh chi phí đầu vào thấp hơn và sản lượng tiêu thụ tăng cao. Tuy nhiên, sự biến động về thị phần, do không thường xuyên tổ chức các chương trình khuyến mãi, dẫn đến triển vọng lợi nhuận trong dài hạn của Công ty trở nên kém hấp dẫn hơn vì các công ty cùng ngành đang tích cực giành thị phần. Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, cao hơn nhiều so với mức bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần, mặc dù cổ phiếu có lợi suất cổ tức hấp dẫn, dao động trong khoảng 9-10%/năm trong ba năm tới.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Chúng tôi tăng bình quân 9,6% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, chủ yếu do:

- **Giảm 3% giả định giá hạt nhựa PVC**, cho thấy giá nhựa PVC năm 2025 dự kiến giảm 5% so với cùng kỳ. Cho năm 2026-2027, chúng tôi dự báo giá sẽ phục hồi 5% trong năm 2026 và 2% trong năm 2027, từ mức thấp trong năm 2025. Hiện tại, giá hạt nhựa PVC đang giao dịch trong khoảng 700-720 USD/tấn, giảm 7% so với cùng kỳ), và tiếp tục hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận và lợi nhuận thuần của BMP.
- **Tăng 5% dự báo sản lượng tiêu thụ, dựa trên triển vọng kinh tế vĩ mô tích cực hơn** – HSC dự báo sản lượng tiêu thụ tăng 15% trong năm nay và 10%/8% lần lượt trong năm 2026/2027.

Nhằm phản ánh các giả định mới, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ đạt 1.111 tỷ đồng, tăng trưởng 12%. Cho năm 2026/2027, lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 1.102 tỷ đồng (giảm 1% so với cùng kỳ) và 1.148 tỷ đồng (tăng trưởng 4%).

Do điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng 9,6% DPS giai đoạn 2025-2027 lên lần lượt 13.500đ/13.000đ/14.000đ trong các năm tương ứng, cho thấy lợi suất cổ tức hàng năm trong khoảng 9-10% trong ba năm tới.

Bảng 24: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, BMP

HSC nâng bình quân 9,6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 5%

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F	FT27F	2025F	2026F	FT27F	2025F	2026F	FT27F	2025F	2026F	FT27F	
Doanh thu thuần	4,616	5,034	5,491	5,934	5,311	5,900	6,436	5.5%	7.5%	8.5%	15.1%	11.1%	9.1%	
LNTT	1,241	1,301	1,252	1,290	1,392	1,380	1,439	7.0%	10.3%	11.5%	12.2%	-0.8%	4.2%	
Lợi nhuận thuần	991	1,038	999	1,030	1,111	1,102	1,148	7.0%	10.3%	11.5%	12.1%	-0.8%	4.2%	

Nguồn: HSC

Bảng 25: Giả định doanh thu, BMP

Sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng 7% trong giai đoạn 2025-2027

Giả định chính	2024	2025F	2026F	2027F
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	77,870	89,551	98,506	106,386
Tăng trưởng	-10.4%	15.0%	10.0%	8.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	59.9	59.3	59.9	60.5
Tăng trưởng	1.0%	-1.0%	1.0%	1.0%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Giả định chi phí đầu vào, BMP

HSC hạ giả định giá nguyên liệu đầu vào bình quân 3%

Giả định chính	2024	2025F	2026F	2027F
Chi phí sản xuất/sp	43.5	43.2	46.0	48.2
Tăng trưởng	-3.5%	-0.9%	6.5%	4.8%
Giá nguyên liệu đầu vào	28.5	27.0	28.4	29.0
Tăng trưởng	-1.3%	-5.0%	5.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Giả định tỷ suất lợi nhuận, BMP

Nâng giả định tỷ suất lợi nhuận 2025 do hạ giả định chi phí đầu vào

Tỷ suất lợi nhuận (%)	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất LNG	43.1%	43.2%	40.9%	39.5%
Chi phí BH&QL/dt	14.6%	15.4%	15.7%	15.2%
Tỷ suất LNTT	26.9%	26.2%	23.4%	22.4%
Tỷ suất LNT	21.5%	20.9%	18.7%	17.8%

Nguồn: HSC

Bảng 28: Chính sách cổ tức, BMP

Chúng tôi tăng giả định cổ tức hàng năm/cp, do nâng dự báo lợi nhuận

Chính sách cổ tức	2024	2025F	2026F	2027F
Cổ tức bằng tiền (đồng)	11,990	13,500	13,000	14,000
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức (%)	99.1%	99.5%	96.6%	99.8%
Lợi suất cổ tức (%)	8.4%	9.5%	9.1%	9.8%

Nguồn: HSC

Duy trì khuyến nghị Năm giữ và tăng giá mục tiêu lên 144.500đ (tiềm năng tăng giá 1%)

HSC tăng 7% giá mục tiêu đối với BMP lên 144.500đ (từ 134.900đ) sau khi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá, cho thấy tiềm năng tăng giá là 1%. Chi tiết như sau:

- Điều chỉnh tăng 9,6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027
- Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 12%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ beta 0,93 lần. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 1%.

Bảng 29: Tính toán WACC, BMP

WACC không thay đổi ở mức 12%

WACC	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	12.1%
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	98%
Nợ / Tổng nguồn vốn	2%
WACC	12.0%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Tính toán chi phí nợ, BMP

Chi phí nợ không đổi ở mức 4,8%

Tính toán chi phí nợ	
Chi phí lãi vay	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%

Nguồn: HSC

Bảng 31: Tính toán FCFF, BMP

Dự báo dòng tiền ổn định trong các năm tới

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	991	1,111	1,102	1,148	1,122
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	0	0	0	0	0
+ Khấu hao	98	103	108	115	123
- Thay đổi vốn lưu động	(164)	(110)	(43)	(48)	(38)
- Chi phí đầu tư TSCĐ	(80)	(83)	(117)	(122)	(128)
Dòng tiền tự do cho DN (FCFF)	844	1,020	1,049	1,093	1,079

Nguồn: HSC

Bảng 32: Định giá DCF, BMP

Giá mục tiêu mới của BMP là 144.500đ (tiềm năng tăng giá 1%)

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1,020	1,049	1,093	1,079
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)				1%
Giá trị dài hạn				9,894
Dòng tiền tương lai	1,020	1,049	1,093	10,972
Giá trị hiện tại		1,049	976	8,746
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		7,886		
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028		2,885		
Giá trị doanh nghiệp		10,771		
- Tổng nợ		(59)		
+ Tiền & tương đương tiền		1,807		
Giá trị vốn CSH		12,519		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		81.9		
Giá trị hợp lý/cp (tính đến cuối năm 2026)		152,900		
Giá mục tiêu mới (giữa năm-2026)		144,500		

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần, cao hơn so với bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần. Mặc dù có triển vọng lợi nhuận tích cực trong năm 2025, chúng tôi có quan điểm rằng quỹ đạo tăng trưởng dài hạn của Công ty kém hấp dẫn hơn, với lợi nhuận được dự báo đi ngang trong năm 2026 và tăng trưởng chỉ 4% trong năm 2027. Điều này, cùng với sự biến động về thị phần so với các công ty cùng ngành như NTP và HSG, tiềm năng tăng giá của BMP khá hạn chế. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ vào đối với BMP với giá mục tiêu mới là 144.500đ (tiềm năng tăng giá 1%).

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, BMP

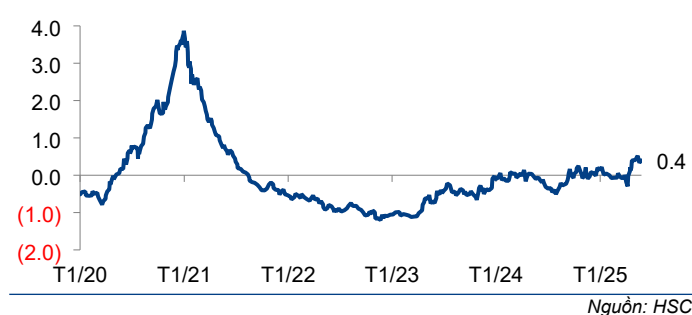
BMP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,6 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 34: Độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình, BMP

cao hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 9,1 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,157	4,616	5,311	5,900	6,436
Lợi nhuận gộp	2,116	1,989	2,296	2,415	2,542
Chi phí BH&QL	(783)	(676)	(818)	(926)	(978)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,333	1,313	1,478	1,488	1,564
Lãi vay thuần	(27.1)	(83.6)	(99.9)	(123)	(142)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(2.13)	(0.50)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	3.12	11.6	13.3	14.8	16.2
LNTT	1,307	1,241	1,392	1,380	1,439
Chi phí thuế TNDN	(266)	(250)	(281)	(279)	(291)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,041	991	1,111	1,102	1,148
Lợi nhuận thuần ĐC	1,041	991	1,111	1,102	1,148
EBITDA ĐC	1,505	1,424	1,582	1,598	1,681
EPS (đồng)	12,717	12,103	13,567	13,457	14,024
EPS ĐC (đồng)	12,717	12,103	13,567	13,457	14,024
DPS (đồng)	12,650	11,990	13,500	13,000	14,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	821	504	331	273	390
Đầu tư ngắn hạn	1,190	1,410	1,487	1,534	1,416
Phải thu khách hàng	174	178	225	251	274
Hàng tồn kho	364	464	531	590	644
Các tài sản ngắn hạn khác	44.2	40.6	46.7	51.9	56.6
Tổng tài sản ngắn hạn	2,594	2,596	2,621	2,700	2,780
TSCĐ hữu hình	292	278	252	257	260
TSCĐ vô hình	5.91	6.32	12.0	15.2	17.7
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Đầu tư vào Cty LD,LK	62.3	61.8	61.8	61.8	61.8
Tài sản dài hạn khác	299	256	372	413	451
Tổng tài sản dài hạn	661	604	700	749	792
Tổng cộng tài sản	3,255	3,200	3,320	3,449	3,572
Nợ ngắn hạn	55.2	54.9	55.8	59.0	64.4
Phả trả người bán	154	172	157	181	195
Nợ ngắn hạn khác	202	174	200	221	241
Tổng nợ ngắn hạn	546	481	493	543	583
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	565	499	511	561	600
Vốn chủ sở hữu	2,690	2,702	2,810	2,888	2,972
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,690	2,702	2,810	2,888	2,972
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,255	3,200	3,320	3,449	3,572
BVPS (đ)	32,857	33,003	34,321	35,278	36,302
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(766)	(449)	(275)	(214)	(326)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,333	1,313	1,478	1,488	1,564
Khấu hao	(172)	(111)	(104)	(109)	(117)
Lãi vay thuần	(27.1)	(83.6)	(99.9)	(123)	(142)
Thuế TNDN đã nộp	(267)	(259)	(281)	(279)	(291)
Thay đổi vốn lưu động	526	(118)	(183)	(73.8)	68.6
Khác	53.8	33.4	20.1	27.8	35.7
LCT thuần từ HKKD	1,603	889	948	1,056	1,252
Đầu tư TS dài hạn	(58.0)	(97.7)	(83.4)	(117)	(122)
Góp vốn & đầu tư	(1,660)	(1,130)	77.0	47.1	(118)
Thanh lý	-	911	(198)	(106)	81.3
Khác	106	80.1	85.0	82.7	82.6
LCT thuần từ HĐĐT	-	(237)	(119)	(93.2)	(76.6)
Cổ tức trả cho CSH	(966)	(969)	(1,003)	(1,023)	(1,064)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	0.01	(0.27)	0.86	3.24	5.36
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(966)	(970)	(1,002)	(1,020)	(1,059)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	359	821	504	331	273
LCT thuần trong kỳ	-	(317)	(174)	(57.6)	117
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.01	0.03	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	-	504	331	273	390
Dòng tiền tự do	1,545	792	864	938	1,130

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	41.0	43.1	43.2	40.9	39.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	29.2	30.9	29.8	27.1	26.1
Tỷ suất LNT (%)	20.2	21.5	20.9	18.7	17.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	20.1	20.2	20.2	20.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.2)	(10.5)	15.1	11.1	9.08
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	31.4	(5.39)	11.1	0.97	5.22
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	49.9	(4.83)	12.1	(0.82)	4.22
Tăng trưởng EPS (%)	49.9	(4.83)	12.1	(0.82)	4.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.9	(4.83)	12.1	(0.82)	4.22
Tăng trưởng DPS (%)	50.6	(5.22)	12.6	(3.70)	7.69
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	99.5	99.1	99.5	96.6	99.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	39.2	36.8	40.3	38.7	39.2
ROACE (%)	49.8	48.4	53.3	51.9	53.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.64	1.43	1.63	1.74	1.83
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.20	0.68	0.64	0.71	0.80
Số ngày tồn kho	43.7	64.4	64.3	61.8	60.3
Số ngày phải thu	20.9	24.7	27.3	26.3	25.7
Số ngày phải trả	18.5	23.9	19.0	19.0	18.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(26.5)	(16.3)	(9.47)	(7.07)	(10.6)
Nợ/tài sản (%)	3.31	1.95	1.94	1.99	2.10
EBIT/lãi vay (lần)	49.3	15.7	14.8	12.1	11.1
Nợ/EBITDA (lần)	0.07	0.04	0.04	0.04	0.04
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.75	5.40	5.32	4.97	4.77
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.88	2.13	1.87	1.68	1.54
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.46	6.89	6.26	6.21	5.91
P/E (lần)	11.2	11.8	10.5	10.6	10.2
P/E ĐC (lần)	11.2	11.8	10.5	10.6	10.2
P/B (lần)	4.34	4.32	4.15	4.04	3.93
Lợi suất cổ tức (%)	8.87	8.41	9.47	9.12	9.82

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

Mua vào (giữ nguyên)

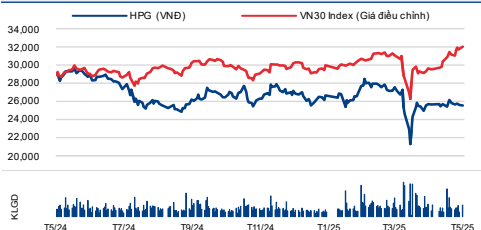
Giá mục tiêu: VNĐ36,500 (từ VNĐ39,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 42.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2025)	25,550
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,300-29,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	25,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	163,424
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,306
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)	1,715
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.2%
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	(0.58)	(10.2)	(11.6)
So với chỉ số	(8.26)	(14.2)	(20.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,521	2,531	(0.4)
2026F	3,211	3,164	1.5
2027F	4,456	4,058	9.8

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

Duy trì khuyến nghị Mua vào; triển vọng tươi sáng mặc dù giảm 7% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG mặc dù giảm 7% giá mục tiêu xuống 36.500đ (tiềm năng tăng giá 43%) do tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH của tất cả các công ty trong danh sách khuyến nghị và điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 36%. Lợi nhuận thuần năm 2025 được dự báo tăng trưởng mạnh 41% đạt 17 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận thuần năm 2026/2027 được dự báo tăng lần lượt 27%/39%.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,8 lần. Môi trường kinh tế vĩ mô vững chắc được kỳ vọng sẽ hỗ trợ lợi nhuận thuần của HPG tăng trưởng trong những năm tới. HPG chịu ít rủi ro liên quan đến thuế quan hơn so với các công ty cùng ngành, nhờ tập trung nhiều vào thị trường trong nước.

Sự kiện: Thay đổi định giá

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 36%. Mặc dù có sự cố bất ngờ tại lò cao số 1 của Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất (DQSC) giai đoạn 1 vào ngày 8/5/2025, chúng tôi dự báo sẽ có tác động rõ rệt trong ngắn hạn (đặc biệt là trong Q2/2025 như tháng 5/tháng 6) nhưng tác động này vẫn có thể kiểm soát được.

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo tác động từ sự cố này lên dự báo lợi nhuận khá hạn chế nhờ Công ty triển khai các giải pháp nhằm giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực. Các giải pháp này bao gồm nâng cao công suất hoạt động các nhà máy đang hoạt động, bao gồm lò cao số 1 tại DQSC2, và có khả năng đẩy nhanh thời gian thương mại hóa lò cao số 2 của DQSC2 vào tháng 10/2025 (sớm hơn ba tháng so với kế hoạch).

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 35,6%. Cho năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 41% đạt 17 nghìn tỷ đồng. Cho năm 2026/2027, lợi nhuận được dự báo tăng trưởng tích cực, lần lượt ở mức 27%/39% đạt 22 nghìn tỷ đồng/30 nghìn tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 11,8 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 36.500đ (tiềm năng tăng giá 43%).

Chúng tôi dự báo bối cảnh kinh tế vĩ mô vững chắc sẽ tiếp tục hỗ trợ triển vọng lợi nhuận của HPG trong tương lai gần với lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 36% và mức định giá thấp. Đồng thời, HPG có mức độ rủi ro thấp hơn so với các công ty cùng ngành, nhờ có vị thế dẫn đầu trên thị trường và sự tập trung mạnh vào thị trường trong nước. Chính sách bảo hộ dài hạn đối với HRC, ví dụ như áp thuế CBPG vĩnh viễn đối với các sản phẩm HRC Trung Quốc (so với việc áp thuế tạm thời trong 120 ngày ở thời điểm có hiệu lực từ ngày 8/3/2025), sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho HPG trong dài hạn. Với mức định giá hấp dẫn, HPG trở thành một lựa chọn đầu tư (Mua vào) hấp dẫn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	16,431	21,588	29,603	37,430	43,664
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,835	12,020	16,972	21,621	30,000
EPS ĐC (đồng)	1,117	1,785	2,521	3,211	4,456
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	17,674	17,878	19,899	22,110	25,566
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.9	10.2	7.43	5.72	4.55
P/E ĐC (lần)	22.9	14.3	10.1	7.96	5.73
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.96	3.91	3.91	3.91
P/B (lần)	1.45	1.43	1.28	1.16	1.00
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.4)	59.9	41.2	27.4	38.8
ROAE (%)	6.88	11.1	14.0	16.1	19.7

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

Triển vọng tươi sáng và định giá rẻ; duy trì khuyến nghị Mua vào

HPG có vị thế tốt để hưởng lợi từ đà phục hồi của kinh tế vĩ mô, được thúc đẩy từ việc đẩy mạnh đầu tư công và sự hồi phục của thị trường BĐS. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 36%. Do có mức định giá hấp dẫn—giao dịch ở mức thấp hơn so với bình quân quá khứ—và triển vọng tươi sáng, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 36.500đ (tiềm năng tăng giá 43%), sau khi điều chỉnh các giả định định giá.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Mặc dù có sự cố bất ngờ tại lò cao số 1 của Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất (DQSC) giai đoạn 1 (có công suất thiết kế 1,4 triệu tấn/năm, so với công suất đang hoạt động là 11,7 triệu tấn/năm) vào ngày 8/5/2025, HSC dự báo sự cố này có tác động rõ rệt trong ngắn hạn (đặc biệt là trong Q2/2025 như tháng 5/tháng 6) nhưng vẫn có thể kiểm soát được.

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo tác động từ sự cố này lên dự báo lợi nhuận khá hạn chế nhờ Công ty triển khai các giải pháp nhằm giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực. Các giải pháp này bao gồm nâng cao công suất hoạt động các nhà máy hiện có, bao gồm lò cao số 1 tại DQSC2, và có khả năng đẩy nhanh thời gian thương mại hóa lò cao số 2 của DQSC2 vào tháng 10/2025 (sớm hơn ba tháng so với kế hoạch).

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 36%.

Bảng 35: Dự báo lợi nhuận, HPG

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 35,6%.

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo lợi nhuận				Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	138,855	164,783	203,803	236,373	18.7%	23.7%	16.0%	
Lợi nhuận thuần	12,020	16,972	21,621	30,000	41.2%	27.4%	38.8%	
Lợi nhuận 'cốt lõi'	11,985	16,972	21,621	30,000	41.6%	27.4%	38.8%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần, HSC giảm 7% giá mục tiêu xuống 36.500đ (tiềm năng tăng giá 43%) từ 39.200đ sau khi tăng phần bù rủi ro vốn CSH cho toàn bộ công ty trong danh sách khuyến nghị. Đồng thời, chúng tôi cũng điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026. Theo đó, chúng tôi tăng giả định WACC lên 13,2% từ 11,9% trước đó, bao gồm lãi suất phi rủi ro không đổi 4%, phần bù rủi ro vốn CSH cao hơn 8,75% từ 7,5%, hệ số beta không đổi 1,4 lần và tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi 2%.

Bảng 36: Tính toán chi phí VCSH và chi phí nợ, HPG

Chi phí vốn CSH tăng lên 16,3% từ mức 14,5% trước đó

CAPM	%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.4
Chi phí vốn CSH	16.3%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	11.3%
Chi phí nợ sau thuế	6.2%

Nguồn: HSC

Bảng 37: Tính toán WACC, HPG

WACC tăng lên 13,2% so với mức 11,9% trước đó

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	69.2%
Nợ / Tổng nguồn vốn	30.8%
WACC	13.2%

Nguồn: HSC

Bảng 38: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HPG

Dòng tiền dự báo sẽ đảo chiều dương từ năm 2025 trở đi

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần	12,020	16,972	21,621	30,000
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,008	2,770	3,612	3,371
+ Khấu hao	5,804	8,519	10,646	10,966
- Thay đổi vốn lưu động	(9,840)	(7,548)	(15,070)	(15,226)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(38,885)	(11,250)	(2,309)	(1,213)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	(28,894)	9,463	18,500	27,898

Nguồn: HSC

Bảng 39: Định giá DCF, HPG

Giá mục tiêu mới là 36.500đ (tiềm năng tăng giá 43%)

Năm	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	9,463	18,500	27,898	32,283
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)	0	0	0	2%
Giá trị dài hạn	0	0	0	295,046
Dòng tiền tương lai	9,463	18,500	27,898	327,329
Giá trị hiện tại	9,463	18,500	24,653	255,620
Giá trị của doanh nghiệp		298,773		
Trừ: Tổng nợ		(80,330)		
Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn		30,023		
Giá trị của vốn CSH		248,466		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		6,396		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp) đến cuối năm 2026		38,846		
Giá mục tiêu giữa năm 2026		36,517		

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,8 lần. HSC cho rằng HPG đang có vị thế tốt để đạt được KQKD tích cực trong những năm tới, được thúc đẩy bởi triển vọng lợi nhuận tươi sáng nhờ việc đẩy mạnh đầu tư công và đà phục hồi của thị trường BĐS.

Sự bảo hộ trong dài hạn đối với sản phẩm HRC, ví dụ như khả năng áp thuế CBPG vĩnh viễn đối với các sản phẩm HRC của Trung Quốc (so với việc áp thuế tạm thời trong 120 ngày ở thời điểm hiện tại, có hiệu lực từ ngày 8/3/2025), sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho HPG trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ công bố áp thuế CBPG giá chính thức đối với các sản phẩm HRC của Trung Quốc vào tháng 7 năm nay. Với mức định giá hấp dẫn, HPG trở thành một lựa chọn đầu tư (Mua vào) hấp dẫn.

Biểu đồ 40: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

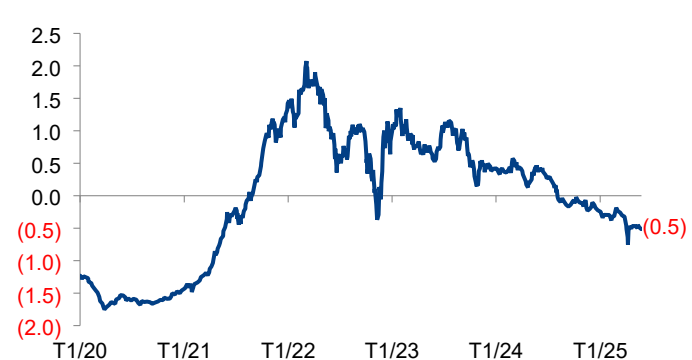
HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 41: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG

... thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,8 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	118,953	138,855	164,783	203,803	236,373
Lợi nhuận gộp	12,938	18,498	26,014	32,886	39,776
Chi phí BH&QL	(3,269)	(3,883)	(4,960)	(6,134)	(7,115)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	9,669	14,615	21,054	26,752	32,661
Lãi vay thuần	(2,018)	(1,348)	(2,435)	(3,291)	(449)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	142	426	33.0	40.8	47.3
LN TT	7,793	13,693	18,652	23,502	32,260
Chi phí thuế TNDN	(992)	(1,673)	(1,679)	(1,880)	(2,258)
Lợi ích cổ đông thiểu số	34.7	(0.42)	(0.60)	(0.76)	(1.05)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,835	12,020	16,972	21,621	30,000
Lợi nhuận thuần ĐC	6,493	11,419	16,124	20,540	28,500
EBITDA ĐC	16,431	21,588	29,603	37,430	43,664
EPS (đồng)	1,175	1,879	2,653	3,380	4,690
EPS ĐC (đồng)	1,117	1,785	2,521	3,211	4,456
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,815	6,396	6,396	6,396	6,396
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,815	6,396	6,396	6,396	6,396
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,815	6,396	6,396	6,396	6,396

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	12,252	6,888	20,093	9,642	18,946
Đầu tư ngắn hạn	22,177	18,975	16,478	20,380	28,365
Phải thu khách hàng	10,702	7,622	14,830	20,380	26,001
Hàng tồn kho	34,504	46,521	48,611	61,141	70,912
Các tài sản ngắn hạn khác	3,081	7,073	8,239	10,190	14,182
Tổng tài sản ngắn hạn	82,716	87,079	108,252	121,734	158,406
TSCĐ hữu hình	97,886	130,994	133,707	125,349	115,574
TSCĐ vô hình	211	184	203	223	245
Bất động sản đầu tư	594	560	530	496	460
Đầu tư dài hạn	40.0	137	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	6,335	5,537	6,293	7,763	8,991
Tổng tài sản dài hạn	105,066	137,411	140,731	133,832	125,270
Tổng cộng tài sản	187,783	224,490	248,984	255,566	283,676
Nợ ngắn hạn	54,982	55,883	57,674	61,141	66,184
Phải trả người bán	12,387	14,110	16,478	20,380	23,637
Nợ ngắn hạn khác	2,457	3,029	3,114	3,475	3,794
Tổng nợ ngắn hạn	71,513	75,503	80,211	88,639	97,841
Nợ dài hạn	10,399	27,080	35,179	19,189	15,991
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	30.0	29.3	0	0	0
Nợ dài hạn khác	2,948	7,162	6,019	6,021	6,022
Tổng nợ dài hạn	13,378	34,271	41,199	25,209	22,013
Tổng nợ phải trả	84,946	109,842	121,410	113,848	119,853
Vốn chủ sở hữu	102,771	114,355	127,280	141,424	163,528
Lợi ích cổ đông thiểu số	65.8	293	293	294	295
Tổng vốn chủ sở hữu	102,836	114,647	127,574	141,718	163,823
Tổng nợ phải trả và VCSH	187,783	224,490	248,984	255,566	283,676
BVPS (đ)	17,674	17,878	19,899	22,110	25,566
Nợ thuần*/(tiền mặt)	53,129	76,075	72,760	70,687	63,229

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	9,669	14,615	21,054	26,752	32,661
Khấu hao	(6,762)	(6,973)	(8,549)	(10,679)	(11,003)
Lãi vay thuần	(2,018)	(1,348)	(2,435)	(3,291)	(449)
Thuế TNDN đã nộp	(560)	(937)	(1,679)	(1,880)	(2,258)
Thay đổi vốn lưu động	(6,218)	(13,845)	(16,910)	(28,883)	(25,683)
Khác	(4,595)	(2,067)	(3,422)	(4,289)	(3,971)
LCT thuần từ HKKD	8,643	7,027	10,636	6,305	15,376
Đầu tư TS dài hạn	(17,374)	(35,479)	(11,250)	(2,309)	(1,213)
Góp vốn & đầu tư	(37,581)	(27,817)	2,468	(3,941)	(8,017)
Thanh lý	42,960	33,152	519	675	597
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(11,995)	(30,143)	(8,263)	(5,575)	(8,633)
Cổ tức trả cho CSH	(8.01)	(4.97)	(3,198)	(6,396)	(6,396)
Thu từ phát hành CP	(1.64)	233	0	0	0
Tăng/giảm nợ	7,285	17,524	14,031	(4,785)	8,957
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	7,276	17,752	10,833	(11,181)	2,561
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,325	12,252	6,888	20,093	9,642
LCT thuần trong kỳ	3,924	(5,365)	13,206	(10,451)	9,304
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.86	0.49	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	12,252	6,888	20,093	9,642	18,946
Dòng tiền tự do	(8,731)	(28,452)	(614)	3,996	14,162

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	10.9	13.3	15.8	16.1	16.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.8	15.5	18.0	18.4	18.5
Tỷ suất LNT (%)	5.75	8.66	10.3	10.6	12.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.7	12.2	9.00	8.00	7.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(15.9)	16.7	18.7	23.7	16.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(17.4)	31.4	37.1	26.4	16.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(19.4)	75.9	41.2	27.4	38.8
Tăng trưởng EPS (%)	(19.4)	59.9	41.2	27.4	38.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.4)	59.9	41.2	27.4	38.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	26.6	37.7	29.6	21.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.88	11.1	14.0	16.1	19.7
ROACE (%)	8.62	11.0	13.3	15.9	18.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.66	0.67	0.70	0.81	0.88
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.89	0.48	0.51	0.24	0.47
Số ngày tồn kho	119	141	128	131	132
Số ngày phải thu	36.8	23.1	39.0	43.5	48.3
Số ngày phải trả	42.6	42.8	43.3	43.5	43.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.4	67.2	57.9	50.7	39.4
Nợ/tài sản (%)	35.2	37.3	37.6	31.9	29.4
EBIT/lãi vay (lần)	4.79	10.8	8.65	8.13	72.8
Nợ/EBITDA (lần)	4.02	3.88	3.17	2.18	1.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.16	1.15	1.35	1.37	1.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.51	1.59	1.34	1.05	0.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.9	10.2	7.43	5.72	4.55
P/E (lần)	21.7	13.6	9.63	7.56	5.45
P/E ĐC (lần)	22.9	14.3	10.1	7.96	5.73
P/B (lần)	1.45	1.43	1.28	1.16	1.00
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.96	3.91	3.91	3.91

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

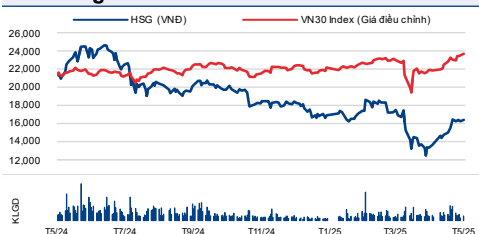
Giá mục tiêu: VNĐ18,500 (từ VNĐ19,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2025)	16,400
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,500-24,630
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,350
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,184
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	393
Slg CP lưu hành (tr.đv)	621
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	304
Slg CP NN được mua (tr.đv)	251
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.56%
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	22.8	(11.9)	(23.3)
So với chỉ số	13.4	(15.8)	(30.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,300	1,307	(0.5)
2026F	1,515	1,478	2.5
2027F	1,985	1,938	2.4

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng mặc dù giảm 3% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới được điều chỉnh giảm xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%, sau khi điều chỉnh giảm 3%) phản ánh phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ mới và điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng.
- Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) được giữ nguyên, với lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 69%/17%/31% trong các năm tương ứng. Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 37%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn so với bình quân 7 năm ở mức 22,5 lần. Về định giá P/B, HSG đang giao dịch sát với giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu trong năm 2025, với P/B dự phóng năm 2025 là 0,97 lần, thấp hơn so với bình quân 8 năm ở mức 1,2 lần.

Sự kiện: Cập nhật các thay đổi định giá

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 đối với HSG nhưng giảm 3% giá mục tiêu xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%), phản ánh phần bù rủi ro vốn CSH mới và việc điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn NĐTC 2024-2025 và NĐTC 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027, ở mức 868 tỷ đồng (tăng trưởng 69%) trong năm 2025, 1.012 tỷ đồng (tăng trưởng 17%) trong năm 2026 và 1.325 tỷ đồng (tăng trưởng 31%) trong năm 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 37%.

Chúng tôi cũng dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối NĐTC 2024-2025 sẽ tăng mạnh 468% so với cùng kỳ và tăng 34% so với nửa đầu năm, lên 497 tỷ đồng do Công ty ghi nhận lỗ 186 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2023-2024. Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng tích cực trong nửa cuối NĐTC 2024-2025 sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ cho giá cổ phiếu trong bối cảnh thị trường xuất khẩu có nhiều thách thức.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn so với bình quân 7 năm ở mức 22,5 lần. Về định giá P/B, HSG đang giao dịch sát với giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu, với P/B dự phóng NĐTC 2024-2025 là 0,97 lần, thấp hơn so với bình quân 8 năm ở mức 1,2 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HSG và mặc dù giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%).

Cuối năm: Tháng 9	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,308	1,413	1,752	1,734	2,091
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	30.0	515	868	1,012	1,325
EPS ĐC (đồng)	45.3	777	1,300	1,515	1,985
DPS (đồng)	500	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	17,475	17,697	16,964	17,488	18,481
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.52	10.5	7.50	7.46	6.17
P/E ĐC (lần)	362	21.1	12.6	10.8	8.26
Lợi suất cổ tức (%)	3.05	3.05	6.10	6.10	6.10
P/B (lần)	0.94	0.93	0.97	0.94	0.89
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.4)	1,615	67.4	16.5	31.0
ROAE (%)	0.28	4.75	8.10	9.46	11.9

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

Triển vọng lợi nhuận nửa cuối NĐTC 2024-2025 tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 nhưng giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%) trên cơ sở điều chỉnh các giả định định giá. Cho nửa cuối NĐTC 2024-2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng mạnh 468% so với cùng kỳ và tăng 34% so với nửa đầu năm, nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện, cùng với nhu cầu trong nước tăng mạnh. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng giữ đối với HSG.

Giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận đối với HSG, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 37% nhờ sự cải thiện ở khâu quản lý nguyên liệu đầu vào, thị phần của sản phẩm ống nhựa mở rộng và hiệu quả ở mạng lưới phân phối Hoa Sen Home.

Dự báo hiện tại của chúng tôi cho thấy lợi nhuận nửa cuối NĐTC 2024-2025 của HSG vững chắc, tăng 468% so với cùng kỳ và 34% so với nửa đầu năm, đạt 497 tỷ đồng. Kết quả trên có được là nhờ sự kết hợp của việc quản lý chi phí hiệu quả hơn, đặc biệt là chi phí bán hàng & quản lý và chi phí nguyên liệu đầu vào, cùng với việc giành thêm thị phần kết hợp với chi phí hạt nhựa PVC rẻ trong thời gian dài (đối với phân khúc ống nhựa).

Bảng 42: Dự báo lợi nhuận, HSG

Duy trì dự báo lợi nhuận của HSC, lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm là 37%

Tỷ đồng	Dự báo lợi nhuận			Tăng trưởng		
	FY9/25	FY9/26	FY9/27	FY9/25	FY9/26	FY9/27
Thời gian						
Doanh thu thuần	42,677	47,039	52,515	8.7%	10.2%	11.6%
Lợi nhuận thuần	868	1,012	1,325	68.7%	16.5%	31.0%

Nguồn: HSC

Bảng 43: Ước tính lợi nhuận 6 tháng cuối năm tài chính 2025, HSG

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ và so với 6 tháng đầu năm

Tỷ đồng	1H-FY9/24	2H-FY9/24	1H-FY9/25	2H-FY9/25
Lợi nhuận thuần	423	88	371	497
So với cùng kỳ	Đảo chiều	-80.7%	-12.2%	468.3%
So với 6 tháng đầu năm	-7.0%	-79.3%	323.9%	34.1%

Nguồn: HSC

Giảm 3% giá mục tiêu do thay đổi các giả định định giá

Mặc dù giữ nguyên dự báo lợi nhuận, HSC giảm 3% giá mục tiêu xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%) do điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ 7,5% đối với tất cả các công ty trong danh sách khuyến nghị và điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026.

Giả định WACC được điều chỉnh tăng lên 14,7% từ 13,2% trước đó do điều chỉnh tăng chi phí vốn chủ sở hữu (COE) lên 18,6% (từ 16,5%) do tăng phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% từ 7,5% trước đó. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, hệ số beta 1,7 lần và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.

Bảng 44: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HSG

Chi phí vốn CSH tăng lên 18,6% so với 16,5% dự báo cũ do phần bù rủi ro vốn CSH tăng

CAPM	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	1.7
Chi phí vốn CSH	18.6%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	5.5%
Thuế suất	10.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.9%

Nguồn: HSC

Bảng 45: Tính toán WACC, HSG

WACC điều chỉnh tăng lên 14,7% so với 13,2% dự báo cũ

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	71.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	28.4%
WACC	14.7%

Nguồn: HSC

Bảng 46: Tính toán FCFF, HSG

Dòng tiền được dự báo sẽ đảo chiều dương từ NDTC FY9/25

Tỷ đồng	FY9/24	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Thu nhập thuần	515	868	1,012	1,325	1,699
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	113	142	94	100	100
+ Khấu hao	990	873	776	779	782
- Thay đổi vốn lưu động	(3,254)	1,167	(769)	(1,215)	(395)
- Chi phí đầu tư cơ bản	(76)	(85)	(94)	(105)	(117)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,713)	2,964	1,019	884	2,069

Nguồn: HSC

Bảng 47: Định giá DCF, HSG

Giá mục tiêu mới là 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%)

Tỷ đồng	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	2,964	1,019	884	2,069
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				1.0%
Giá trị dài hạn				15,209
Dòng tiền tương lai	2,964	1,019	884	17,277
Giá trị hiện tại	2,964	1,019	770	13,124
Giá trị của doanh nghiệp		14,913		
- Tổng nợ		(4,185)		
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn		1,465		
Giá trị của vốn CSH		12,194		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		616		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm - 2026		19,800		
Giá mục tiêu (giữa năm-2026)		18,500		

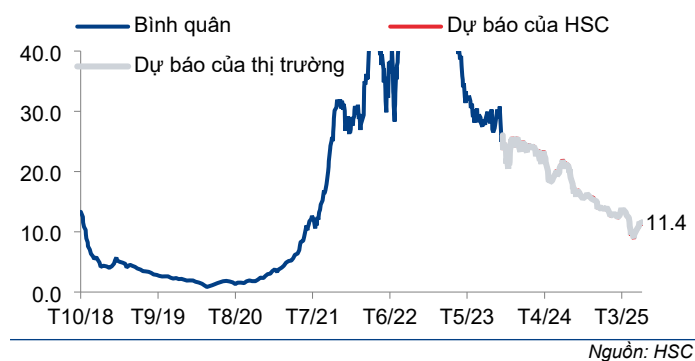
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 23% trong 1 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn so với bình quân 7 năm ở mức 22,5 lần. Về định giá P/B, HSG đang có P/B dự phóng cho NDTC 2024-2025 là 0,97 lần, thấp hơn so với bình quân 8 năm ở mức 1,2 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HSG và mặc dù giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 18.500đ (tiềm năng tăng giá 13%).

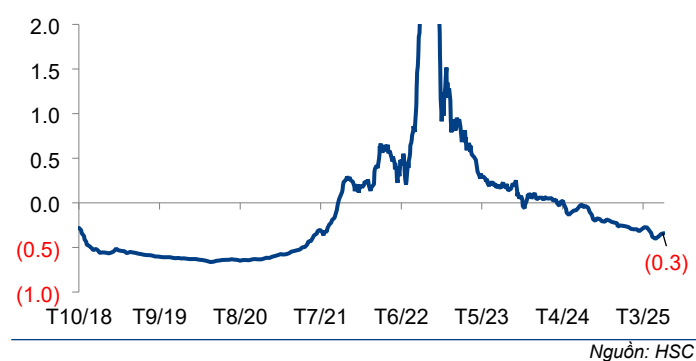
Biểu đồ 48: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG

HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần...



Biểu đồ 49: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HSG

... thấp hơn so với bình quân 7 năm ở mức 22,5 lần



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	42,677	47,039	52,515
Lợi nhuận gộp	3,061	4,264	4,848	5,192	6,039
Chi phí BH&QL	(2,884)	(3,840)	(3,969)	(4,233)	(4,726)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	177	423	879	958	1,312
Lãi vay thuần	(80.7)	87.2	13.0	110	94.7
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	49.9	40.6	36.8	40.5	45.3
LN TT	146	551	929	1,109	1,452
Chi phí thuế TNDN	(116)	(36.5)	(60.9)	(96.8)	(127)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.05)	(0.04)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	30.0	515	868	1,012	1,325
Lợi nhuận thuần ĐC	27.9	479	808	941	1,233
EBITDA ĐC	1,308	1,413	1,752	1,734	2,091
EPS (đồng)	48.7	835	1,398	1,629	2,134
EPS ĐC (đồng)	45.3	777	1,300	1,515	1,985
DPS (đồng)	500	500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	616	616	621	621	621
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	616	616	621	621	621
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	616	616	621	621	621

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
Tiền & tương đương tiền	597	602	1,185	1,413	1,436
Đầu tư ngắn hạn	26.2	30.6	39.8	51.8	67.3
Phải thu khách hàng	2,322	2,985	2,987	3,293	3,676
Hàng tồn kho	7,629	9,712	9,816	10,349	11,028
Các tài sản ngắn hạn khác	701	844	917	1,011	1,128
Tổng tài sản ngắn hạn	11,275	14,174	14,945	16,117	17,336
TSCĐ hữu hình	4,833	3,915	2,855	2,117	1,388
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	616	672	740	822
Tổng tài sản dài hạn	6,090	5,391	4,398	3,739	3,102
Tổng cộng tài sản	17,365	19,566	19,343	19,856	20,438
Nợ ngắn hạn	2,936	5,364	4,161	4,185	4,183
Phải trả người bán	2,885	2,328	3,841	3,763	3,676
Nợ ngắn hạn khác	433	635	442	648	659
Tổng nợ ngắn hạn	6,569	8,632	8,775	8,961	8,925
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
Tổng nợ dài hạn	0.71	0.71	0	0	0
Tổng nợ phải trả	6,585	8,649	8,792	8,980	8,946
Vốn chủ sở hữu	10,764	10,901	10,535	10,860	11,476
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
Tổng vốn chủ sở hữu	10,780	10,917	10,551	10,876	11,492
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,365	19,566	19,343	19,856	20,438
BVPS (đ)	17,475	17,697	16,964	17,488	18,481
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,339	4,762	2,977	2,771	2,747

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
EBIT	177	423	879	958	1,312
Khấu hao	(1,131)	(990)	(873)	(776)	(779)
Lãi vay thuần	(80.7)	87.2	13.0	110	94.7
Thuế TNDN đã nộp	(54.1)	(84.9)	(139)	(222)	(290)
Thay đổi vốn lưu động	1,238	(3,005)	(721)	(1,010)	(1,263)
Khác	(629)	311	49.8	150	140
LCT thuần từ HKKD	1,866	(1,415)	1,035	677	685
Đầu tư TS dài hạn	(374)	(771)	(85.4)	(94.1)	(105)
Góp vốn & đầu tư	(17.6)	(4.26)	4.68	6.58	9.67
Thanh lý	41.6	50.9	61.3	61.4	61.5
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(350)	(724)	(19.5)	(26.1)	(33.8)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	22.1	50.0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,251)	2,428	(390)	(307)	(460)
Khác	(0.01)	(308)	(92.7)	(115)	(169)
LCT thuần từ HĐTC	(1,251)	2,142	(433)	(422)	(629)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	330	597	602	1,185	1,413
LCT thuần trong kỳ	265	3.55	583	229	22.4
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.54	1.66	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	597	602	1,185	1,413	1,436
Dòng tiền tự do	1,492	(2,185)	949	583	580

Các chỉ số tài chính	09-23A	09-24A	09-25F	09-26F	09-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.67	10.9	11.4	11.0	11.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.13	3.60	4.11	3.69	3.98
Tỷ suất LNT (%)	0.09	1.31	2.03	2.15	2.52
Thuế TNDN hiện hành (%)	79.4	6.63	6.55	8.73	8.73
Tăng trưởng doanh thu (%)	(36.3)	24.1	8.67	10.2	11.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(25.0)	8.08	24.0	(1.00)	20.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(88.1)	1,615	68.7	16.5	31.0
Tăng trưởng EPS (%)	(88.4)	1,615	67.4	16.5	31.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(88.4)	1,615	67.4	16.5	31.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	0	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	1,026	59.8	71.5	61.4	46.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.28	4.75	8.10	9.46	11.9
ROACE (%)	1.62	3.90	8.18	8.93	11.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.84	2.13	2.19	2.40	2.61
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	10.6	(3.34)	1.18	0.71	0.52
Số ngày tồn kho	97.4	101	94.7	90.3	86.6
Số ngày phải thu	29.6	31.1	28.8	28.7	28.9
Số ngày phải trả	36.8	24.3	37.1	32.8	28.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.1	45.5	30.3	27.7	26.3
Nợ/tài sản (%)	17.7	28.4	22.6	22.3	21.8
EBIT/lãi vay (lần)	2.19	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.35	3.94	2.50	2.55	2.13
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.72	1.64	1.70	1.80	1.94
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.39	0.38	0.31	0.27	0.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.52	10.5	7.50	7.46	6.17
P/E (lần)	337	19.6	11.7	10.1	7.68
P/E ĐC (lần)	362	21.1	12.6	10.8	8.26
P/B (lần)	0.94	0.93	0.97	0.94	0.89
Lợi suất cổ tức (%)	3.05	3.05	6.10	6.10	6.10

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: VNĐ14,700 (từ VNĐ17,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2025)	13,100
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,300-20,877
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,850
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,863
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	226
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	200
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.43%
Tỷ lệ freefloat	79.6%
Cổ đông lớn	Hồ Minh Quang (15.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.62	(15.2)	(32.5)
So với chỉ số	1.16	(19.0)	(39.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,074	1,289	(16.7)
2026F	1,186	1,787	(33.7)
2027F	1,949	2,714	(28.2)

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.

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

Nhu cầu xuất khẩu giảm nhưng định giá thấp; Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NKG nhưng giảm 13% giá mục tiêu xuống 14.700đ (tiềm năng tăng giá 12%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.
- Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm bình quân 25% nhằm phản ánh đà sụt giảm về nhu cầu xuất khẩu. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12%/10%/64% trong các năm 2025/2026/2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 26,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 19,9 lần. NKG đang giao dịch ở mức định giá thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách có P/B dự phóng năm 2025 chỉ là 0.7 lần, thấp hơn so với bình quân 8 năm ở mức 1 lần.

Sự kiện: Phân tích nhu cầu xuất khẩu và thay đổi định giá

Bất chấp nhu cầu trong nước tăng mạnh, sự sụt giảm kéo dài ở thị trường xuất khẩu khó có thể được bù đắp hoàn toàn. Công ty đang phải thực hiện một nhiệm vụ khó khăn, đó là tìm thị trường thay thế cho phần sản lượng xuất khẩu sụt giảm tại thị trường Mỹ từ tháng 9/2024. Hơn nữa, việc bổ sung thêm công suất mới từ cuối năm 2025, trong bối cảnh nhu cầu xuất khẩu suy yếu, dự kiến sẽ tạo ra một giai đoạn đầy thách thức đối với NKG.

Tác động: Giảm bình quân 25% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Cho giai đoạn 2025-2027, HSC giảm bình quân 25% dự báo lợi nhuận thuần nhằm phản ánh sản lượng tiêu thụ kém hơn kỳ vọng, chủ yếu do thị trường xuất khẩu. Theo đó, chúng tôi giảm 8% giả định sản lượng tiêu thụ đồng thời giảm 2% giả định giá bán bình quân. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12%/10%/64% trong năm 2025/2026/2027.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với triển vọng trung hạn của NKG, đặc biệt khi Công ty đưa công suất mới vào hoạt động trong bối cảnh nhu cầu xuất khẩu suy yếu. Tuy nhiên, triển vọng dài hạn của Công ty (từ năm 2027 trở đi) vẫn tích cực, nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện do có sản phẩm mới và công suất hoạt động nhà máy cao hơn. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ tích cực hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận thuần. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 26,8%. Đáng chú ý, dự báo mới của chúng tôi thấp hơn 17-34% so với bình quân dự báo thị trường vì chúng tôi tin rằng thị trường sẽ sớm xem xét lại dự báo của mình.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 19,9 lần. NKG đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 0.7 lần, thấp hơn so với bình quân 8 năm ở mức 1 lần. Mặc dù dự báo sẽ có những thách thức trong ngắn và trung hạn, HSC vẫn cho rằng mức định giá này khá hấp dẫn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	749	1,064	1,115 ▼	1,424 ▼	1,898 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	117	453	509 ▼	562 ▼	924 ▼
EPS ĐC (đồng)	248	956	1,074 ▼	1,186 ▼	1,949 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,598	18,584	17,644	18,809	20,282 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.93	9.45	9.95	8.48	6.47
P/E ĐC (lần)	52.9	13.7	12.2	11.1	6.72
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.64	0.70	0.74	0.70	0.65
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	12.3	10.4	64.4
ROAE (%)	2.19	8.02	7.36	6.85	10.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Xuất khẩu suy yếu trong bối cảnh bất ổn toàn cầu nhưng cổ phiếu có định giá rẻ

Nhu cầu trong nước vẫn vững chắc nhờ đầu tư công được thúc đẩy mạnh mẽ cùng với đà phục hồi của ngành BĐS. Tuy nhiên, những động lực tăng trưởng tích cực này vẫn chưa đủ để bù đắp hoàn toàn cho sự suy yếu kéo dài ở thị trường xuất khẩu, đặc biệt sau khi mất thị trường Mỹ. Do đó, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh giảm bình quân 25%. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy mức định giá của NKG vẫn hấp dẫn, với P/B dự phóng năm 2025 là 0,7 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 14.700đ (tiềm năng tăng giá 12%).

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Lưu ý, sản lượng tiêu thụ Q1/2025 giảm 19% so với cùng kỳ và giảm 12% so với quý trước, xuống còn 205.423 tấn, đa phần do nhu cầu xuất khẩu thấp hơn, giảm 44% so với cùng kỳ và giảm 19% so với quý trước, xuống chỉ còn 96.735 tấn mặc dù nhu cầu trong nước phục hồi, tăng 33% so với cùng kỳ lên 108.688 tấn (mặc dù giảm 4% so với quý trước do yếu tố mùa vụ). Sản lượng tiêu thụ thấp hơn dự báo của chúng tôi (đi ngang so với cùng kỳ). Do đó, nhằm phản ánh nhu cầu kém hơn kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 do điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân. Các giả định chính như sau:

Bảng 50: Sản lượng tiêu thụ Q1/2025, NKG

Sản lượng tiêu thụ Q1/2025 giảm 19% so với cùng kỳ và 12% so với quý trước do sản lượng xuất khẩu yếu

Tấn	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ	So với quý trước
Tôn mạ	228,033	205,423	-9.9%	3.7%
Trong nước	55,330	108,688	96.4%	38.1%
Xuất khẩu	172,703	96,735	-44.0%	-18.9%
Ông thép	26,470	0	-100.0%	-100.0%
Trong nước	26,470	0	-100.0%	-100.0%
Xuất khẩu	0	0	n/a	n/a
Tổng sản lượng tiêu thụ	254,503	205,423	-19.3%	-11.6%
Trong nước	81,800	108,688	32.9%	-3.8%
Xuất khẩu	172,703	96,735	-44.0%	-18.9%
Tỷ trọng sản lượng	100.0%	100.0%		
Trong nước	32.1%	52.9%		
Xuất khẩu	67.9%	47.1%		

Nguồn: VSA, HSC

Bảng 51: Dự báo lợi nhuận mới và cũ, NKG

Theo dự báo mới, chúng tôi hạ trung bình 25% dự báo lợi nhuận, phản ánh nhu cầu xuất khẩu thấp hơn dự báo

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới				Điều chỉnh			Tăng trưởng		
Chỉ tiêu	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F		
Doanh thu thuần	20,609	21,913	26,850	31,571	19,230	23,711	28,006	-12.2%	-11.7%	-11.3%	-6.7%	23.3%	18.1%		
Lợi nhuận thuần	453	611	804	1,286	509	562	924	-16.7%	-30.2%	-28.2%	12.3%	10.4%	64.4%		

Nguồn: HSC

Bảng 52: Các giả định chính, NKG

Hạ 2% dự báo giá bán bình quân và 8% dự báo sản lượng tiêu thụ bình quân giai đoạn 2025-2027

Chỉ tiêu	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tôn mạ và ống thép (tấn)	861,228	1,022,794	965,127	1,175,766	1,361,342
Tăng trưởng	-1.6%	18.8%	-5.6%	21.8%	15.8%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	21.6	20.1	19.9	20.2	20.6
Tăng trưởng	-18.1%	-6.7%	-1.1%	1.2%	2.0%
Doanh thu (tỷ đồng)	18,596	20,609	19,230	23,711	28,006
Tăng trưởng	-19.4%	10.8%	-6.7%	23.3%	18.1%
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	1,871	2,230	2,922
Tăng trưởng	-24.9%	64.7%	2.1%	19.2%	31.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	6.0%	8.9%	9.7%	9.4%	10.4%

Nguồn: HSC

Sản lượng tiêu thụ được điều chỉnh giảm bình quân 8%, với giả định giảm 6% trong năm 2025 trước khi phục hồi 22% trong năm 2026 và 16% trong năm 2027, nhờ bổ sung thêm công suất mới vào cuối năm 2025.

Xin nhắc lại, NKG sẽ bổ sung 1 triệu tấn công suất sản xuất thép/năm vào cuối năm 2025, nâng tổng công suất thiết kế lên 2,1 triệu tấn, tăng 91%. Trong số đó có:

- 400.000 tấn tôn mạ mỗi năm, nâng tổng công suất tôn mạ hàng năm lên 1,5 triệu tấn (từ mức hiện tại là 1,1 triệu tấn), tương ứng với mức tăng 36%.
- 600.000 tấn thép tấm chất lượng cao, như thép cán nguội cứng CRFH, thép cuộn cán nóng PO và thép cán nguội CRC. Ngoài các công ty FDI như Posco (Hàn Quốc) và CSVC (liên doanh giữa Trung Quốc và Nhật Bản), hiện có rất ít công ty bán những sản phẩm này. Việc sản xuất những dòng sản phẩm này giúp NKG chịu ít áp lực cạnh tranh cũng như áp lực từ các chính sách bảo hộ thương mại hơn so với việc phân phối các sản phẩm tôn mạ như tôn mạ kẽm, tôn mạ hợp kim và tôn lạnh màu. Những sản phẩm mới này, sẽ được bán tại thị trường trong nước và xuất khẩu, được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp hỗ trợ, máy móc, công nghiệp ô tô và đồ gia dụng. Những sản phẩm này sẽ giúp NKG cải thiện tỷ suất lợi nhuận nhờ tạo ra cơ cấu sản phẩm tốt hơn.

Công ty đã lắp đặt máy móc và sẽ tiến hành chạy thử từ Q4/2025. HSC dự báo hoạt động sản xuất sản phẩm mới này sẽ bắt đầu có đóng góp thương mại vào đầu năm 2026. NKG dự kiến sẽ vận hành với mức công suất tối đa từ cuối năm 2029.

Giá bán bình quân (ASP) được điều chỉnh giảm bình quân 2%, cho thấy mức giảm 1,1% trong năm nay trước khi tăng 1,2% vào năm sau và tiếp tục tăng 2% vào năm 2027.

Tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) dự kiến cải thiện nhẹ lên 9,7% trong năm nay, cao hơn so với 8,9% của năm ngoái vì HSC cho rằng giá nguyên liệu đầu vào rẻ (tích trữ từ cuối năm 2024 đến tháng 2/2025, trước khi thuế CBPG được áp dụng vào tháng 3/2025) sẽ hỗ trợ mở rộng tỷ suất lợi nhuận. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ giảm xuống 9,4% trước khi cải thiện lên 10,4% vào năm 2027 do công suất hoạt động mới được bổ sung sẽ tạo ra chi phí khấu hao cao hơn, trong khi chúng tôi giả định công suất hoạt động của công suất mới sẽ đạt mức 30%/50% lần lượt trong năm 2026/2027.

Dựa trên những giả định này, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026/2027 đạt lần lượt 509 tỷ đồng/562 tỷ đồng /924 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 26,8%.

Giảm 13% giá mục tiêu do giảm dự báo lợi nhuận

HSC vẫn áp dụng phương pháp định giá DCF để định giá NKG. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi giảm 13% giá mục tiêu xuống 14.700đ (tiềm năng tăng giá 7%). Chi tiết như sau:

Giả định WACC được điều chỉnh tăng lên 13,8% từ 12,5% sau khi tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ 7,5% trước đó trong khi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 1,9 lần. Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng đối với rủi ro ngày càng tăng trên thị trường toàn cầu.

Bảng 53: Tính toán FCFF, NKG

HSC dự báo dòng tiền sẽ đảo chiều dương từ năm 2027 trở đi do vốn giải ngân đầu tư công suất mới được sẽ hoàn tất vào năm 2026

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	453	509	562	924	1,351
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	169	242	276	344	399
+ Khấu hao	367	397	687	740	744
- Thay đổi vốn lưu động	(2,023)	1,364	(1,272)	(1,598)	(450)
- Chi phí đầu tư cơ bản	(249)	(3,257)	(1,003)	(20)	(71)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,283)	(745)	(750)	389	1,973

Nguồn: HSC

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

Chi phí vốn CSH tăng lên 20,5% do phần bù rủi ro vốn CSH tăng

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	1.9
Chi phí vốn CSH	20.5%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	18.8%
Chi phí nợ sau thuế	6.1%

Nguồn: HSC

Bảng 55: Tính toán WACC, NKG

WACC điều chỉnh tăng lên 13,8% so với 12,5% do phần bù rủi ro vốn CSH tăng

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	53.3%
Nợ / Tổng nguồn vốn	46.7%
WACC	13.8%

Nguồn: HSC

Bảng 56: Định giá DCF, NKG

Theo dự báo mới, giá mục tiêu giảm xuống 14.700đ (tiềm năng tăng giá 12% từ mức thị giá hiện tại)

Năm	2025	2026	2027	2028
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(745)	(750)	389	1,973
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				1.0%
Giá trị dài hạn				15,592
Dòng tiền tương lai	(745)	(750)	389	17,565
Giá trị hiện tại		(750)	342	13,568
Giá trị của doanh nghiệp		13,160		
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		12,044		
Giá trị hiện tại của dòng tiền tới năm 2028F		1,116		
- Tổng nợ		(7,200)		
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn		1,084		
Giá trị của vốn CSH		7,044		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		450		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm - 2026		15,700		
Giá mục tiêu (giữa năm-2026)		14,700		
Thị giá		13,100		
Tiềm năng tăng giá (%)		12%		

Nguồn: HSC

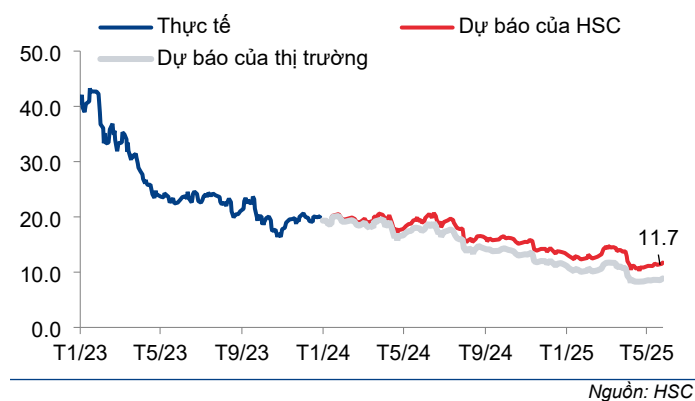
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2022 ở mức 19,9 lần do EPS năm 2022 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 0,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 8 năm ở mức 1 lần.

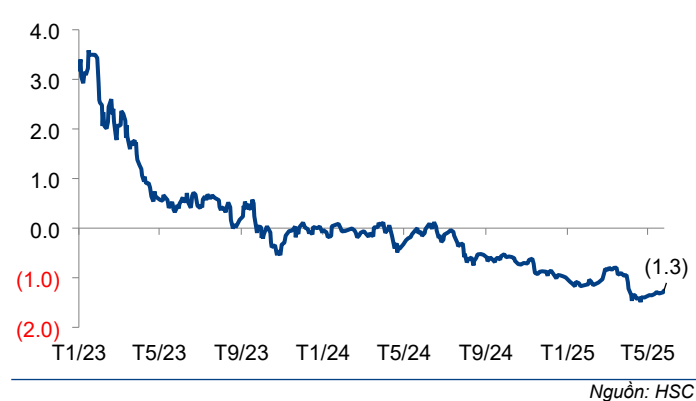
Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với NKG ở giai đoạn này, dựa trên lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 26,8% và mức định giá thấp. Tuy nhiên, trước sự biến động đang gia tăng trong ngành, chúng tôi nhận thấy NKG thích hợp với nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NKG với giá mục tiêu mới 14.700đ (tiềm năng tăng giá 12%).

Biểu đồ 57: P/E trượt dự phóng 1 năm, NKG

NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần


Biểu đồ 58: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, NKG

... thấp hơn so với bình quân từ năm 2022 ở mức 19,9 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	18,596	20,609	19,230	23,711	28,006
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	1,871	2,230	2,922
Chi phí BH&QL	(739)	(1,138)	(1,154)	(1,494)	(1,764)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	373	694	717	736	1,158
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(90.4)	(86.8)	(121)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.24	0.72	9.08	11.1	12.9
LNTT	177	558	636	661	1,049
Chi phí thuế TNDN	(59.9)	(105)	(127)	(99.1)	(126)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	117	453	509	562	924
Lợi nhuận thuần ĐC	112	430	483	534	877
EBITDA ĐC	749	1,064	1,115	1,424	1,898
EPS (đồng)	446	1,434	1,130	1,248	2,052
EPS ĐC (đồng)	248	956	1,074	1,186	1,949
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	263	316	450	450	450
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	263	316	450	450	450
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	450	450	450	450	450

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	785	392	586	1,022	2,037
Đầu tư ngắn hạn	290	247	124	61.8	74.1
Phải thu khách hàng	1,927	1,943	1,731	2,134	2,661
Hàng tồn kho	5,719	6,690	5,555	6,444	7,525
Các tài sản ngắn hạn khác	602	930	961	1,186	1,400
Tổng tài sản ngắn hạn	9,323	10,202	8,957	10,848	13,697
TSCĐ hữu hình	2,301	2,231	5,084	5,392	4,664
TSCĐ vô hình	332	321	328	336	344
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.18	525	525	525	525
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	276	240	216	194	175
Tổng tài sản dài hạn	2,913	3,317	6,152	6,446	5,707
Tổng cộng tài sản	12,235	13,519	15,109	17,294	19,404
Nợ ngắn hạn	4,768	6,312	5,208	6,015	7,023
Phải trả người bán	1,631	856	868	1,074	1,254
Nợ ngắn hạn khác	178	194	203	214	226
Tổng nợ ngắn hạn	6,784	7,621	6,564	7,616	8,849
Nợ dài hạn	0	0	577	1,186	1,400
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	27.4	25.9	25.9	25.9	25.9
Nợ dài hạn khác	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Tổng nợ dài hạn	28.3	26.8	604	1,212	1,427
Tổng nợ phải trả	6,812	7,648	7,168	8,829	10,276
Vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	7,941	8,466	9,128
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	7,941	8,466	9,128
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,235	13,519	15,109	17,294	19,404
BVPS (đ)	20,598	18,584	17,644	18,809	20,282
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,982	5,920	5,198	6,178	6,387

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	373	694	717	736	1,158
Khấu hao	(376)	(370)	(397)	(687)	(740)
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(90.4)	(86.8)	(121)
Thuế TNDN đã nộp	(7.38)	(53.4)	(127)	(99.1)	(126)
Thay đổi vốn lưu động	(346)	(1,632)	1,026	(1,636)	(2,032)
Khác	(419)	(127)	(81.3)	(75.7)	(109)
LCT thuần từ HKKD	269	(541)	2,235	(61.9)	21.5
Đầu tư TS dài hạn	(130)	(901)	(70.4)	(4,521)	(69.7)
Góp vốn & đầu tư	(30.5)	(800)	0	0	0
Thanh lý	15.0	341	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(146)	(1,360)	(70.4)	(4,521)	(69.7)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	(225)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(309)	1,510	(1,970)	5,018	1,288
Khác	(33.8)	(3.07)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(342)	1,507	(1,970)	5,018	1,063
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,005	785	392	586	1,022
LCT thuần trong kỳ	(220)	(393)	194	436	1,015
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.39)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	785	392	586	1,022	2,037
Dòng tiền tự do	138	(1,441)	2,164	(4,582)	(48.3)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.98	8.89	9.73	9.41	10.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.03	5.16	5.80	6.00	6.78
Tỷ suất LNT (%)	0.63	2.20	2.64	2.37	3.30
Thuế TNDN hiện hành (%)	33.8	18.8	20.0	15.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.4)	10.8	(6.69)	23.3	18.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	58.9	42.1	4.74	27.8	33.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	194	286	12.3	10.4	64.4
Tăng trưởng EPS (%)	194	222	(21.2)	10.4	64.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	12.3	10.4	64.4
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.19	8.02	7.36	6.85	10.5
ROACE (%)	6.90	12.2	9.93	8.08	11.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.45	1.60	1.34	1.46	1.53
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.72	(0.78)	3.12	(0.08)	0.02
Số ngày tồn kho	119	130	117	110	109
Số ngày phải thu	40.2	37.8	36.4	36.3	38.7
Số ngày phải trả	34.1	16.6	18.3	18.2	18.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	76.1	102	66.6	74.1	71.1
Nợ/tài sản (%)	40.2	47.3	38.9	42.2	44.0
EBIT/lãi vay (lần)	1.90	5.08	7.93	8.48	9.53
Nợ/EBITDA (lần)	6.56	6.01	5.27	5.12	4.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.37	1.34	1.36	1.42	1.55
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.40	0.49	0.58	0.51	0.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.93	9.45	9.95	8.48	6.47
P/E (lần)	29.4	9.14	11.6	10.5	6.38
P/E ĐC (lần)	52.9	13.7	12.2	11.1	6.72
P/B (lần)	0.64	0.70	0.74	0.70	0.65
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