

Ngành Thép

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2025

Mã giao dịch: HSG

Reuters: HSG.HM

Bloomberg: HSG VN

Động lực tăng trưởng chính từ tiêu thụ nội địa trong 2025

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **21.600**

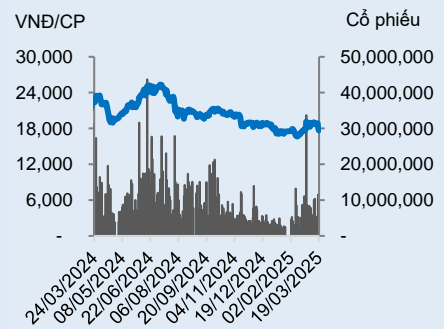
Giá thị trường (19/3/2025) 17.700

Lợi nhuận kỳ vọng +22%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.650-23.550
Vốn hóa	10.991 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	620.982.309
KLGD bình quân 10 ngày	7.801.714
% sở hữu nước ngoài	8,45%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,8%
Beta	1,61

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HSG	-5,1%	0,9%	-6,6%	-14,5%
VNIndex	4,3%	2,4%	4,6%	2,9%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1 niên độ 2024-2025. HSG ghi nhận kết quả kinh doanh quý 1 tích cực với doanh thu thuần đạt 10.222 tỷ đồng (+13%YoY; 1,1%QoQ) nhờ tổng sản lượng tiêu thụ thép của HSG đạt 520 nghìn tấn (+15,8YoY; +4,2% QoQ). Biên lợi nhuận gộp đạt 11,8%, tăng mạnh 3,4 điểm phần trăm so với quý trước nhờ giá bán tăng, trong khi đó, giá HRC nhập khẩu giảm và công ty không trích lập dự phòng tồn kho. Doanh thu tài chính đi ngang nhưng chi phí tài chính lại tăng 94%YoY do công ty gia tăng nợ vay ngắn hạn. Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT tăng 0,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu do chi phí bán hàng tăng. Cuối kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 165 tỷ đồng (+60,2%YoY) và cải thiện mạnh so với mức lỗ ròng 185 tỷ đồng của quý trước.

Điểm nhấn đầu tư

Thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính trong 2025. Chúng tôi dự báo sản lượng nội địa của công ty đạt mức gần 1,1 triệu tấn (+13,2%YoY) nhờ (1) Bộ Công thương sẽ qua áp thuế chống bán phá giá tôn mạ lạnh tạm thời vào sớm nhất là cuối Quý 1.2025. Chúng tôi xem xét lại sự kiện áp thuế AD02 thì sản lượng tôn mạ kẽm tiêu thụ toàn ngành tăng 22%, riêng HSG tăng 30% so với lúc chưa áp thuế; và (2) Kỳ vọng bất động sản trong nước sẽ ấm dần lên trong năm nay.

Giá HRC tăng hỗ trợ đà tăng cho giá bán tôn mạ. BVSC ước tính giá HRC 2025 có thể ở mức 540-550 USD/tấn nhờ (1) Kỳ vọng bất động sản trong nước phục hồi từ việc hoàn thiện lành lang pháp lý ngành Bất động sản, hỗ trợ tài chính và tín dụng cho vay mua nhà, chuyển dịch dòng vốn FDI vào thị trường Việt Nam, phát triển đầu tư công...; và (2) Các biện pháp áp thuế chống bán phá giá thép HRC và tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc.

Biên lợi nhuận HSG tiếp tục được hỗ trợ nhờ giá bán tăng. BVSC dự báo giá tôn mạ của HSG sẽ tăng 3-5% trong 2025 nhờ (1) Giá HRC tăng; (2) Nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi; và (3) Mức áp thuế CBPG tôn mạ màu là khoảng 5%-34,27% và tôn mạ kẽm có thể là 3,41%-69,23%, điều này làm thu hẹp mức chênh lệch giá tôn mạ nội địa và tôn mạ Trung Quốc từ 35-40% xuống còn 5-10%, thậm chí giá tôn mạ Trung Quốc cao hơn giá nội địa nếu áp mức 69,23%. Giá bán tôn mạ duy trì đà tăng ổn định trong bối cảnh nhu cầu thép nội địa phục hồi phần nào bù đắp được giá đầu vào HRC tăng, từ đó “bảo vệ” được biên lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi giảm dự phóng DTT và LNST của HSG niên độ 2024-2025 từ 43.100 tỷ đồng xuống còn 40.510 tỷ đồng và 1.170 tỷ đồng xuống còn 600 tỷ đồng do điều chỉnh giảm hơn 13% sản lượng xuất khẩu so với dự phóng trước. Từ đó, chúng tôi hạ giá mục tiêu từ 23.000 đồng/cổ phiếu xuống còn **21.600 đồng/cổ phiếu**, và duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HSG với tiềm năng tăng trưởng +22%.

Nhận định triển vọng ngành Tôn mạ trong 2025

Giá HRC nội địa tăng hỗ trợ giá giá tôn mạ tăng sau khi Bộ Công Thương áp thuế chống bán phá giá tạm thời thép HRC (AD20). Ngày 21.02.2025, Bộ Công thương đã quyết định áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với các sản phẩm thép cuộn cán nóng của một số công ty sản xuất của Ấn Độ và Trung Quốc với mức thuế từ 19,38%-27,83%, quyết định này có hiệu lực sau 15 ngày kể từ ngày ban hành (tức ngày 07.03.2025). Giá thép HRC Việt Nam tăng khoảng 2,6% từ 490 USD/tấn lên 502,5 USD/tấn.

Dự báo HRC trong 2025. BVSC dự báo giá HRC Việt Nam có thể tăng đến 540-550 USD/tấn (tăng từ 7-9%YoY) nhờ (1) Bộ Công thương đã áp thuế chống bán phá giá tạm thời thép HRC; (2) Nhu cầu bất động sản phục hồi trở lại; và (3) Trung Quốc đang có kế hoạch cắt giảm sản lượng sản xuất và xuất khẩu. Với mức thuế Việt Nam áp cho các doanh nghiệp Trung Quốc, giá HRC nhập khẩu sau khi áp thuế sẽ dao động 560-600 USD/tấn, điều này sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất HRC trong nước cạnh tranh về giá và giá bán có thể tăng từ 14-22% so với mức giá hiện tại khoảng 490 USD/tấn.

Dự báo giá tôn mạ trong 2025. Các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ cũng lập tức tăng giá bán từ 100-300 đồng/kg sau khi Bộ Công thương áp thuế BCPG tạm thời thép HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ. BVSC cho rằng sự kiện này sẽ tác động tiêu cực tới các công ty có tỷ trọng nhập khẩu HRC lớn từ Trung Quốc trong thời gian tới. Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, chúng tôi nhận định sự kiện này không ảnh hưởng nhiều tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp tôn mạ do (1) Các doanh nghiệp này cũng đã chủ động tích lũy mức tồn kho đầu vào giá rẻ từ tháng 11.2024 đến đầu năm nay; (2) Ước tính tăng giá tôn mạ của HSG có thể tăng 3-5% trong 2025, dao động ở mức 26.000–26.500 đồng/kg, để duy trì biên lợi nhuận trong bối cảnh bất động sản trong nước phục hồi và Bộ Công thương áp thuế CBPG tôn mạ màu và tôn mạ kẽm với mức cao nhất lần lượt là 34,27% và 69,23%.

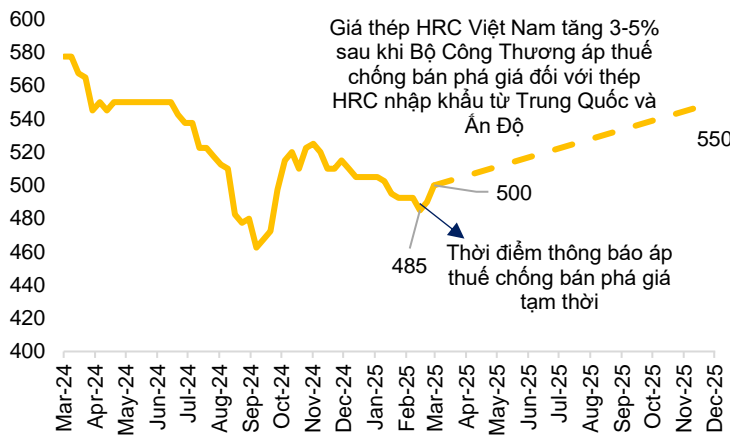
Giá HRC Mỹ tăng mạnh hỗ trợ giá xuất khẩu. Giá HRC Mỹ cũng tăng mạnh lên 27% chỉ sau một tháng, từ mức 740 USD/tấn từ đầu tháng 2 lên 940 USD/tấn sau khi Tổng thống Donald Trump tuyên bố sẽ áp thuế quan 25% lên toàn bộ thép và nhôm nhập khẩu với tất cả các quốc gia. BVSC nhận định sự kiện này không có tác động tiêu cực tới các nhà xuất khẩu Việt Nam vì sản phẩm thép Việt Nam đã chịu mức thuế 25% và nhôm 10% từ năm 2018 đến nay, trái lại có thể có tác động tích cực khi áp mức thuế 25% đồng đều lên các quốc gia thì Việt Nam sẽ có cơ hội cạnh tranh với các quốc gia có mức thuế thấp hơn 25% hoặc được ưu đãi thuế trước đây như Canada, Brazil, Mexico,.. Bên cạnh đó, mức chênh lệch giá HRC của Việt Nam và Mỹ càng cao thì xuất khẩu qua Mỹ sẽ được giá tốt, ít nhất là trong quý 1 vì tới tháng 4 Mỹ mới áp thuế CBPG, hiện chỉ mới áp thuế chống trợ cấp CVD. Trong đó, GDA và HSG là hai doanh nghiệp hưởng lợi khi có mức trợ cấp thấp nhất là 0,13% và 0%.

Sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trong 2025. BVSC dự báo sản lượng tôn mạ và ống thép nội địa khoảng 5,2-5,4 triệu tấn (+18-20%YoY) nhờ (1) Bất động sản phục hồi; (2) Áp thuế CBPG; và

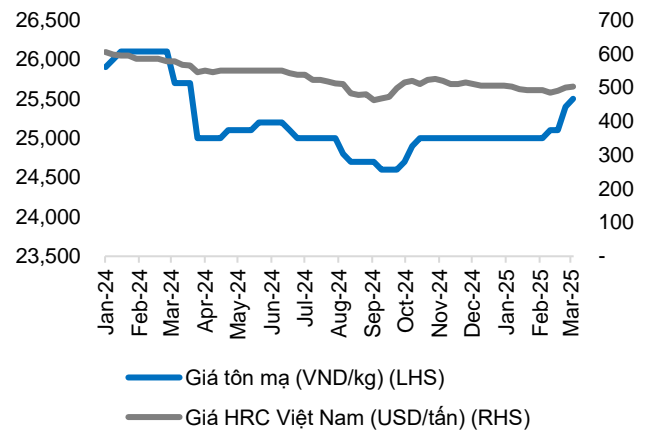
(3) Trung Quốc có kế hoạch cắt giảm sản lượng xuất khẩu từ 117 triệu tấn trong 2024 xuống còn 97 triệu tấn trong 2025.

Sản lượng xuất khẩu sụt giảm trong 2025. Trong báo cáo chiến lược 2025, BVSC đã ước tính sản lượng xuất khẩu tôn mạ giảm hơn 10% trong 2025, ở mức hơn 2,8 triệu tấn. Hiện tại, sản phẩm tôn mạ đang bị điều tra chống bán phá giá tại Mỹ, EU và một số quốc gia ở ASEAN (như Malaysia, Indonesia...), trong khi các quốc gia này lần lượt chiếm khoảng 15%, 25% và 26% tổng sản lượng xuất khẩu thép năm 2024. Qua trao đổi với doanh nghiệp tôn mạ đầu ngành, chúng tôi nhận định các doanh nghiệp đã lên phương án chuyển dịch xuất khẩu từ cuối năm 2024, hạ tỷ trọng xuất khẩu Mỹ và EU, đẩy mạnh xuất khẩu sang một số thị trường mới như Indonesia, Nga, Châu Phi, Tây Ban Nha,...

Giá thép HRC Việt Nam
(đơn vị: USD/tấn)

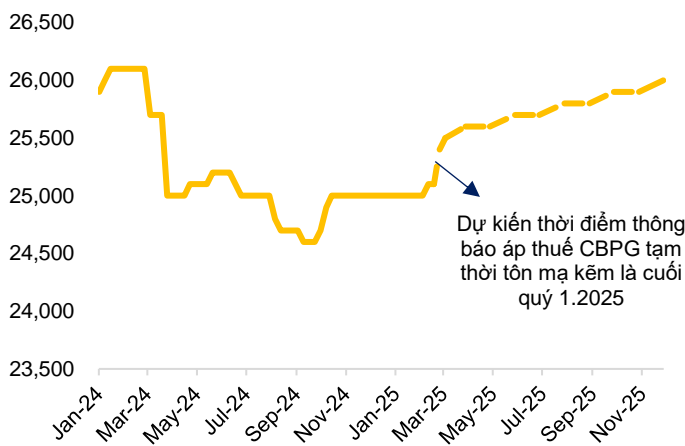


Biến động tương quan giữa giá HRC và giá tôn mạ của HSG

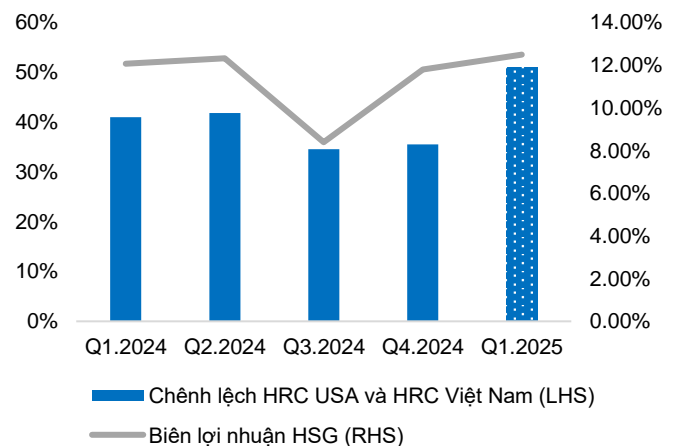


Nguồn: Bloomberg, giatonthep, BVSC tổng hợp và ước tính

Dự báo diễn biến giá tôn mạ của HSG trong 2025

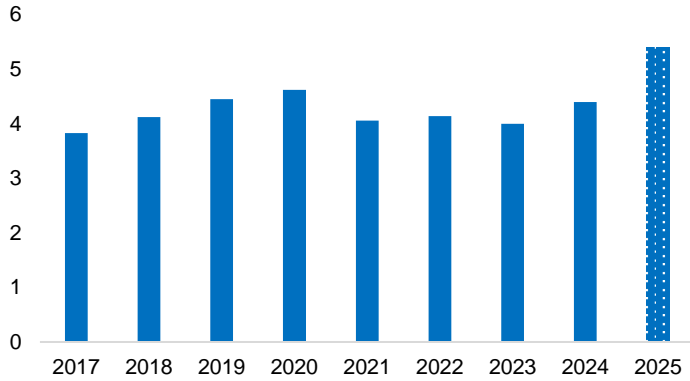


Tương quan giữa chênh lệch giá HRC USA - Việt Nam và biên lợi nhuận HSG

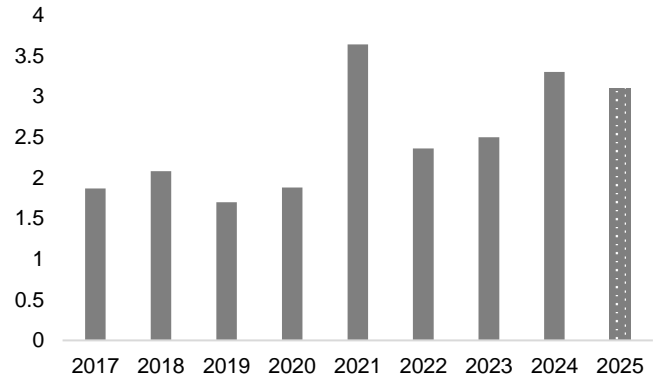


Nguồn: Giatonthep, Bloomberg, BVSC ước tính

Sản lượng tôn mạ và ống thép tiêu thụ nội địa
(đơn vị: triệu tấn)



Sản lượng tôn mạ và ống thép xuất khẩu
(đơn vị: triệu tấn)

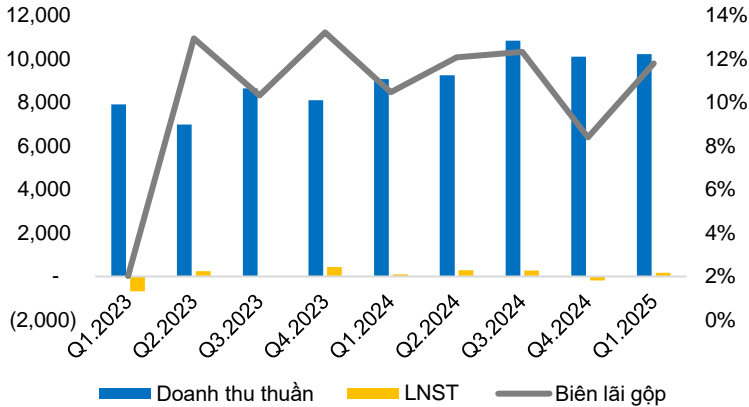


Nguồn: Fiinpro, BVSC ước tính

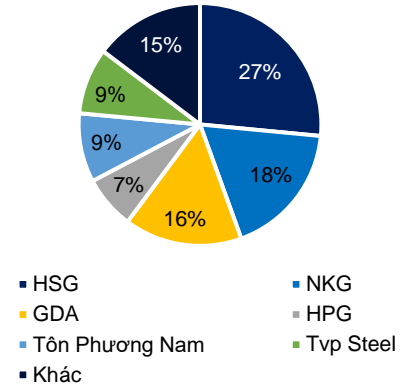
Kết quả kinh doanh quý 1 niên độ 2024-2025 tích cực

- Doanh số quý 1 niên độ 2024-2025 đạt khoảng 10.222 tỷ đồng (+13%YoY; +1,1%QoQ) do sản lượng tiêu thụ tăng 15,8% YoY và 4,8%QoQ. Trong đó, sản lượng nội địa đạt 303 nghìn tấn (+23,7%YoY; +15,6%QoQ) và sản lượng xuất khẩu đạt 217 nghìn tấn (+6,9%YoY; -8,1%QoQ). Công ty giảm sản lượng xuất khẩu trong các tháng cuối năm 2024 là do “e ngại” việc Tổng thống Donald Trump tái đắc cử sẽ áp thuế nhập khẩu và chống bán phá giá ở mức cao và hồi tố trong vòng 90 ngày đối với các sản phẩm nhập khẩu vào Mỹ.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 11,8%, tăng 1,3 điểm so với cùng kỳ năm trước do sản lượng và giá bán tăng. So với quý trước thì mức biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 3,4 điểm phần trăm do giá bán tôn mạ và ống thép tăng 1-3%QoQ trong khi đó giá HRC nhập khẩu giảm 3,2%QoQ và công ty không trích lập dự phòng tồn kho.
- Chi phí tài chính tăng hơn 50%YoY, trong đó, chi phí lãi vay tăng 96%YoY do công ty gia tăng nợ vay ngắn hạn (tăng 19,5%YoY) để phục vụ cho việc tích lũy nguyên vật liệu giá rẻ trước sự kiện áp thuế chống bán phá giá HRC.
- Tỷ trọng chi phí hoạt động/DTT tăng 0,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ, chủ yếu lương nhân viên và cước xuất khẩu tăng.
- Cuối kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 165 tỷ đồng (+60,2%YoY) và cải thiện mạnh so với mức lỗ ròng 185 tỷ đồng của quý trước.

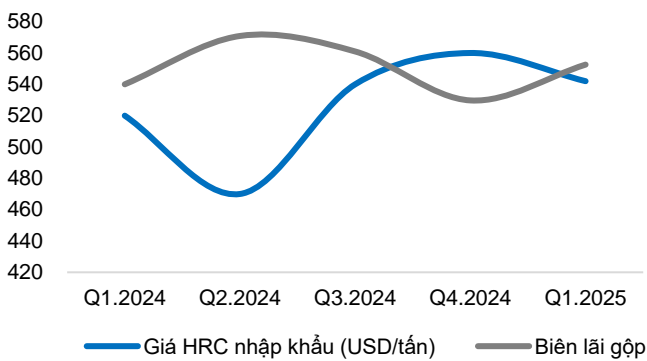
Kết quả kinh doanh HSG giai đoạn 2022-2024
(đơn vị: tỷ đồng)



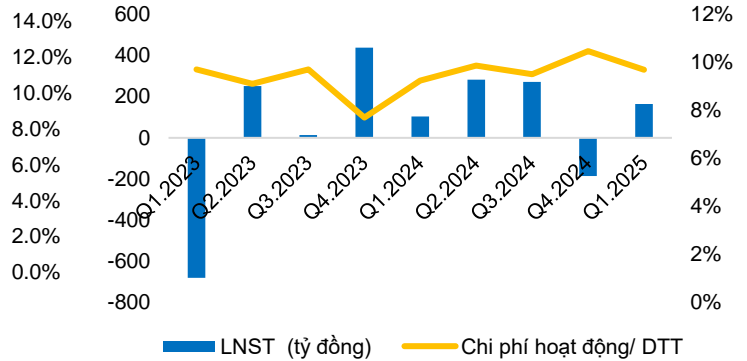
Thị phần tôn mạ tháng 1/2025
(theo sản lượng)



Tương quan giữa giá HRC nhập khẩu và biên lợi nhuận HSG



Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) và tỷ trọng chi phí hoạt động/DTT



Nguồn: Fiinpro, VSA, BVSC ước tính

Bảng cân đối kế toán lành mạnh giúp HSG tăng sức cạnh tranh

Tỷ lệ nợ vay về mức an toàn từ giai đoạn 2023, dòng tiền lành mạnh

Tính đến quý 1 niên độ 2024-2025, tỷ lệ D/E của HSG ở mức 0,58, cao hơn so với các quý của 2023 do công ty tăng vay nợ ngắn hạn tăng 19,5% để tích trữ nguyên liệu giá rẻ. Trong đó, nợ vay ngắn hạn là chủ yếu, nợ vay dài hạn đã tất toán hết. So với các đối thủ cùng ngành khác như HPG và NKG thì HSG được đánh giá là sử dụng đòn bẩy ở mức thấp, cơ cấu tài chính an toàn và lượng tiền mặt tương đối ổn định.

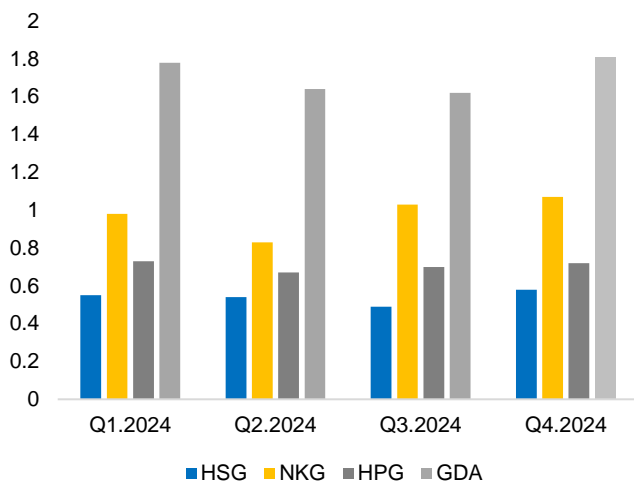
Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của HSG ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 1,67 lần và chỉ số chi trả lãi vay EBITDA/Lãi vay ở mức khoảng 8,98 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.

Chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt giúp HSG cải thiện biên lợi nhuận

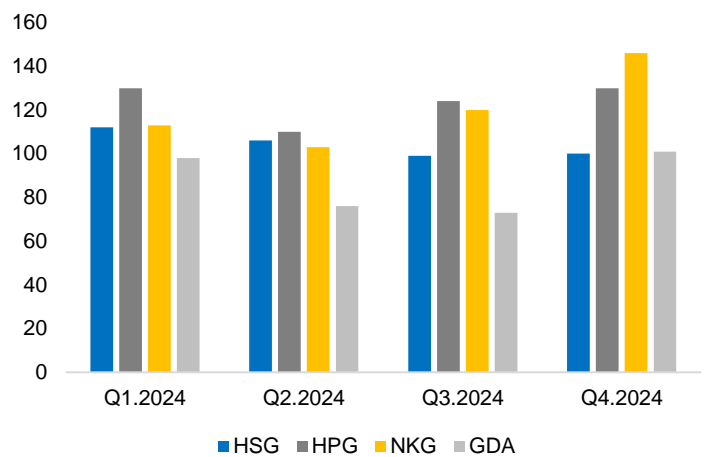
Chúng tôi nhận định HSG sử dụng chiến lược hàng tồn kho khá thận trọng so với mức trung bình ngành. Với vòng quay HTK cao, HSG có thể tránh được áp lực phải trích lập dự phòng lớn trong trường hợp giá HRC giảm sâu và đẩy nhanh được hàng tồn kho giá cao, điển hình như

trong giai đoạn 2022-2023. Bên cạnh đó, công ty sẽ tận dụng thời điểm giá HRC tạo đáy để gia tăng trữ lại hàng tồn kho giá thấp, giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhanh chóng. Trong ĐHCĐ niên độ 2024-2025, Ban lãnh đạo công ty cho biết công ty thường trữ nguyên vật liệu tồn kho từ 2-2,5 tháng và đã chốt lượng giá HRC phục vụ cho sản xuất quý 2 ở mức giá dưới 500 USD/tấn. Trong khi đó, giá bán tôn mạ/ống thép nội địa điều chỉnh tăng theo giá HRC sau khi Bộ Công thương công bố thông tin sẽ áp thuế CBPG tạm thời thép HRC.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của các doanh nghiệp sản xuất thép



Vòng quay hàng tồn kho của các doanh nghiệp sản xuất thép
(đơn vị: ngày)



Ước tính lợi nhuận lũy kế 6 tháng niên độ 2024-2025. Trong ĐHCĐ ngày 18.3.2025, Ban lãnh đạo HSG cho biết công ty ước tính ghi nhận khoảng hơn 265 tỷ đồng LNST (chưa tính mức hoàn nhập giảm giá tồn kho sau khi giá HRC tăng trở lại trong tháng 2), hoàn thành 66% mục tiêu lợi nhuận theo phương án 1 và 53% mục tiêu lợi nhuận theo phương án 2. Riêng quý 2, công ty ước tính ghi nhận lợi nhuận sau thuế hơn 100 tỷ đồng, thấp hơn so với quý 1 do sản lượng tiêu thụ trong quý 2 có thể thấp hơn trong quý 1 do rơi vào dịp Tết Nguyên Đán và xuất khẩu gặp khó khăn khi các quốc gia lớn tăng cường chính sách bảo hộ. Tuy nhiên, BVSC lại cho rằng kết quả kinh doanh quý 2 của HSG có thể cao hơn mức công ty đã ước tính nhờ biên lợi nhuận gộp sẽ tăng so với quý trước vì (1) công ty đã tích lũy được lượng tồn kho giá rẻ dưới 500 USD/tấn vào cuối năm 2024; và (2) giá HRC tại Việt Nam và Mỹ đều tăng sau khi công bố thông tin áp thuế cũng hỗ trợ cho giá tôn mạ nội địa và xuất khẩu tăng.

Dự phóng kết quả kinh doanh niên độ 2024-2025

(Đvt: tỷ đồng)	2023-2024	2024-2025	Diễn giải
Doanh thu thuần	39.270	40.510	Doanh thu tăng 3,2%YoY, động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng tiêu thụ nội địa.
Xuất khẩu	16.386	13.967	Giảm 14,8% so với niên độ 2023-2024.
▪ Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	951	822	Sản lượng xuất khẩu ước tính giảm 13,6%YoY do các quốc gia lớn như EU, Mỹ, Ấn Độ, Malaysia,... điều tra/áp thuế CBPG đối với tôn mạ Việt Nam. Với thị trường Mỹ, hàng xuất khẩu của HSG đi thị trường này đang chịu tới 3 loại thuế gồm mức thuế cao từ thuế nhập khẩu (25%), thuế chống trợ cấp (đã có kết quả là 0%) và thuế chống bán phá giá (điều tra sơ bộ vào đầu tháng 4 và có kết quả chính thức trong khoảng tháng 8 đến tháng 10.2025), nếu Mỹ áp thuế chống bán phá giá cao cho HSG thì ước tính chỉ xuất khẩu 15-20 nghìn tấn/tháng tại thị trường Mỹ (so với trước đây là 60-70 nghìn tấn/tháng). Thị trường EU cũng rất khó khăn khi bị áp hạn ngạch thì chỉ xuất được từ 10-15 nghìn tấn/tháng.
▪ Giá bán (triệu đồng/tấn)	17,2	17,0	Ước tính giá xuất khẩu đi ngang với cùng kỳ vì chúng tôi lo ngại một số quốc gia sẽ áp thuế CBPG cao đối với tôn mạ Việt Nam, dẫn đến công ty phải xuất đi với mức giá thấp để gia tăng sự cạnh tranh trong thị trường nước sở tại. Tuy nhiên, mức chênh lệch giá tôn mạ giữa nước xuất khẩu – Việt Nam cao (đơn cử như Mỹ - Việt Nam) thì có thể bù đắp được phần nào rủi ro giảm giá khi bị áp thuế CBPG.
Nội địa	22.884	26.540	Tăng 16% so với niên độ 2023-2024.
▪ Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	959	1.085	Sản lượng nội địa ước tính tăng 13,2%, với kỳ vọng (1) Bất động sản trong nước phục hồi; và (2) Kỳ vọng Bộ Công thương áp thuế CBPG tôn mạ kẽm trong 2025, tăng sức cạnh tranh về giá với tôn mạ của Trung Quốc. Chuỗi Hoa Sen Home là “vũ khí” đặc lực của HSG trong 2025, khi mở thêm 20 cửa hàng trong năm nay, nâng tổng số cửa hàng lên 140. Bên cạnh đó, công ty cũng sẽ tiếp tục chuyển đổi dần cửa hàng Hoa Sen Home truyền thống sang mô hình mới (One Stop Shop) tích hợp cả phân phối và bán lẻ VLXD & nội thất. HSG dự kiến doanh thu của chuỗi Hoa Sen Home đạt 15 nghìn tỷ trong 2025 (+12,4%YoY).
▪ Giá bán (triệu đồng/tấn)	23,9	24,5	Giá tôn mạ kỳ vọng tăng nhờ (1) Giá HRC tăng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi; (2) Áp thuế CBPG tôn mạ kẽm (AD19); và (3) Trung Quốc cắt giảm xuất khẩu ừ 117 triệu tấn xuống còn 97 triệu tấn.
Lợi nhuận gộp	4.253	4.735	Lợi nhuận gộp tăng 0,9 điểm phần trăm từ mức 10,8% lên 11,7%.
Chi phí hoạt động	(3.841)	(3.928)	Chi phí hoạt động/DTT ở mức 9,7%, giảm nhẹ so với năm ngoái do công ty giảm xuất khẩu trong bối cảnh giá cước vận tải đang neo ở mức cao.
EBIT	754	990	
Chi phí lãi vay	(134)	(196)	Nợ vay ngắn hạn tăng.
LNST Cổ đông công ty mẹ	510	600	
EPS (đồng/cp)	821	969	

Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và multiples, chúng tôi đưa ra mục tiêu cho HSG khoảng **21.600 đồng/cổ phiếu** (tương đương mức P/B và P/E niên độ 2024-2025 lần lượt là 1,18x/22,3x), từ đó đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HSG với tiềm năng tăng trưởng giá cổ phiếu là 22% vì (1) HSG là doanh nghiệp đứng đầu ngành Tôn mạ trong nước với sở hữu chuỗi phân phối và bán lẻ vật liệu xây dựng Hoa Sen Home; (2) Kỳ vọng nhu cầu nội địa phục hồi từ bất động sản, đầu tư công,...; (3) Tăng sức cạnh tranh về giá thông qua việc áp thuế CBPG tôn mạ kẽm từ Trung Quốc và Hàn Quốc; và (4) Ở mức giá hiện tại, HSG đang định giá thấp với mức P/B dưới 1,0x.

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
DCF	23.128	50%
Multiples	20.072	50%
Giá mục tiêu của HSG	21.600	

Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFF	Đơn vị tính	
Lãi suất chiết khấu		10,5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	tỷ đồng	19.177
(-) Nợ vay	tỷ đồng	5.364
(+) Tiền mặt	tỷ đồng	602
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	14.415
Số cổ phiếu lưu hành	cổ phiếu	620.982.309
Giá mục tiêu	đồng/cổ phiếu	23.214
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị dòng tiền hiện tại vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	14.282
Giá mục tiêu	đồng/cổ phiếu	23.000

Phương pháp Multiple

Phương pháp P/B	Đơn vị tính	
Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2024-2025	tỷ đồng	600
BVPS FW 2025	đồng/cổ phiếu	18.330
P/B ngành		1,1x
Giá trị cổ phiếu	đồng/cổ phiếu	20.163

Phương pháp EV/EBITDA	Đơn vị tính	
Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2024-2025	tỷ đồng	600
EBITDA 2025	tỷ đồng	1.758
EV/EBITDA ngành		7,0x
Số lượng cổ phiếu	cổ phiếu	620.982.309
Giá trị cổ phiếu	đồng/cổ phiếu	20.000

Rủi ro

- Biến động khó lường của giá thép HRC do phụ thuộc nhập khẩu nhiều tại thị trường Trung Quốc.
- Các biện pháp tháo gỡ cho ngành Bất động sản của Chính phủ chưa được triển khai mạnh mẽ trong 2025.
- Các quốc gia lớn áp mức thuế CBPG cao đối với tôn mạ Việt Nam.

Phụ lục

Dự báo các mốc thời gian áp thuế CBPG tôn mạ kẽm (AD19)

Ngành Tôn mạ Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm tôn mạ nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc. Chính vì vậy, Bộ Công thương đã ban hành Quyết định 1105/QĐ-BCT năm 2017 về việc áp thuế CBPG thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc với mức thuế cao nhất là 38,34%. Sau 5 năm áp dụng biện pháp thuế CBPG thì Bộ Công thương chấm dứt lệnh này. Đến năm 2023, các doanh nghiệp tôn mạ tiếp tục nộp hồ sơ kiến nghị Cục Phòng vệ Thương mại khởi xướng điều tra lại vụ việc AD02. Đến ngày 14/6/2024, Bộ Công thương vừa ban hành Quyết định số 1535/QĐ-BCT về việc điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm thép mạ có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Thời gian điều tra xác định thiệt hại là từ 01/4/2018 đến 31/3/2024. Biên độ phá giá của thép mạ từ Trung Quốc là 69,23% và từ Hàn Quốc là 3,41%. BVSC dự kiến thời điểm áp thuế CBPG tạm thời cho sản phẩm tôn mạ rơi vào cuối quý 1.2025 và chậm nhất là cuối năm 2025 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận có chính thức áp thuế CBPG hay không.

Sự kiện	Số ngày	Tính từ thời điểm	Thuế chống bán phá giá thép mạ	Chú thích
Giai đoạn điều tra				
- Tiếp nhận hồ sơ		Ngày tiếp nhận hồ sơ	19/04/2024	Điều 30 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Thông báo hồ sơ hợp lệ	15 ngày	Ngày thông báo hồ sơ hợp lệ	03/05/2024	Điều 70 - Luật Quản lý ngoại thương 2017.
- Khởi xướng điều tra	45 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	14/06/2024	Điều 35 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Gửi câu hỏi tới các bên liên quan	15 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu hỏi		Điều 57 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Nhận câu trả lời từ các bên liên quan	30 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu trả lời		Điều 57 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Kết luận sơ bộ				Không quy định.
- Áp thuế CBPG tạm thời	> 60 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	- Mức thuế chống bán phá giá tạm thời có hiệu lực trong vòng 120 ngày kể từ ngày quyết định áp thuế và có thể gia hạn tiếp. - Dự kiến cuối quý 1.2025.	Điều 37 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP, số lần áp thuế CBPG tạm thời không quy định là bao nhiêu lần.
- Kết thúc điều tra, đưa ra kết luận	12 - 18 tháng	Ngày khởi xướng điều tra	Chậm nhất là tới tháng 12/2025 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận.	Điều 70 - Luật Quản lý ngoại thương 2017.
Giai đoạn rà soát				
- Áp thuế chống bán phá giá	Tối đa 5 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 81 - Luật Quản lý ngoại thương 2017.
- Rà soát lần 1	1 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 82 - Luật Quản lý ngoại thương 2017.
- Rà soát lần 2	1 năm	Trước khi kết thúc thời hạn áp thuế		Điều 82 - Luật Quản lý ngoại thương 2017.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025F
Doanh thu thuần	49.711	31.650	39.270	40.510
Giá vốn	(44.772)	(28.590)	(35.017)	(35.772)
Lợi nhuận gộp	4.939	3.060	4.253	4.735
Doanh thu tài chính	266,8	234	342	183
Chi phí lãi vay	(260)	(195)	(134,4)	(196,0)
Lợi nhuận sau thuế	251	31	510	600

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	330	597	602	1.584
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.466	2.334	2.985	3.079
Hàng tồn kho	8111	7746	10036	10252
Tài sản cố định hữu hình	5.755	4.833	3.879	3.593
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17	1	1	14
Tổng tài sản	17.025	17.365	19.561	20.063
Nợ vay ngắn hạn	6.009	6.569	8.632	8.667
Nợ vay dài hạn	133	17	16	13
Vốn chủ sở hữu	10.884	10.781	10.912	11.383
Tổng nguồn vốn	17.026	17.367	19.561	20.063

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2021-2022	2022-2023	2023-2024	2024-2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	2,0%	-36,3%	24,1%	3,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-94%	-88%	1524%	18%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	9,9%	9,7%	10,8%	11,7%
Lợi nhuận thuần biên	0,5%	0,1%	1,3%	1,5%
ROA	1%	0%	3%	3%
ROE	2%	0%	5%	5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	22%	20%	22%	27%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	44%	32%	38%	48%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	405	47	821	969
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.964	23.120	17.572	18.330

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng
khoim@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888