

## Vững vàng tâm thép

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép thế giới sẽ phục hồi 1,2% svck nhờ tăng trưởng của Ấn Độ và EU trong khi nguồn cung vẫn ổn định đến từ mục tiêu cắt giảm của Trung Quốc.
- Nhu cầu nội địa dự báo tăng 10% trong năm 2025 trong bối cảnh nguồn cung nhà ở và nguồn vốn đầu tư công cải thiện đáng kể.
- Chúng tôi lựa chọn HPG, HSG và NKG nhờ (1) hưởng lợi từ giai đoạn phục hồi của ngành; (2) lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh mẽ và (3) định giá hấp dẫn.

### **Nhu cầu toàn cầu dự báo phục hồi 1,2% svck trong khi nguồn cung dự kiến có thể ổn định vào năm 2025**

Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu kiến tăng 1,2% svck, đạt 1,77 tỷ tấn nhờ nhu cầu mạnh mẽ của Ấn Độ và sự phục hồi của EU, ASEAN. Tuy nhiên, nhu cầu giảm của Trung Quốc sẽ là rủi ro nghiêm trọng khi nhu cầu nước này có thể giảm 1,7% svck. Trong khi nguồn cung duy trì ổn định do cắt giảm sản xuất tại Trung Quốc.

### **Nguồn cung BDS và đầu tư công tăng trưởng tác động tích cực tới giá và sản lượng nội địa**

Năm 2025, nhu cầu nội địa được hỗ trợ bởi nguồn cung bất động sản và đầu tư công tăng mạnh. Về nguồn cung nhà ở, HN và HCM dự báo tăng 10% và 30% svck nhờ các rào cản pháp lý lớn sẽ được giải quyết thông qua việc áp dụng Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản. Thêm vào đó, một số dự án được đẩy nhanh tiến độ như Đường cao tốc Bắc - Nam và Sân bay Long Thành dẫn đến tổng vốn đầu tư công đạt 790.000 tỷ đồng (+24% svck). Như vậy, tổng sản lượng tiêu thụ năm 2025 có thể đạt 21,8 triệu tấn (+10% svck).

Về giá bán, áp lực từ thép Trung Quốc giảm do nước này cắt giảm nguồn cung và thuế chống bán phá giá (thuế AD) sẽ có tác động tích cực đến giá trong nước. Chúng tôi kỳ vọng thuế Chống bán Phá giá (CBPG) sẽ được áp dụng kể từ Q2/24 khi thị phần HRC và tôn mạ trong nước bị chi phối bởi sản phẩm nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng nhờ thuế AD, chênh lệch giá HRC của Việt Nam và Trung Quốc có thể giảm 25% svck xuống mức 60-70 USD/tấn. Do đó, chúng tôi dự báo giá thép cây và HRC có thể phục hồi 7% và 6% so với cùng kỳ.

### **Biên lợi nhuận gộp (LNG) cải thiện nhờ đầu vào ổn định và giá cao hơn**

Sản lượng quặng sắt và than dự báo tăng trưởng lần lượt 3% và 4% svck. Nguồn cung đầy mạnh tại Úc và nhu cầu đầu vào yếu tại Trung Quốc là những động lực chính khiến giá đầu vào chịu áp lực giảm. Do đó, chúng tôi đánh giá nguyên liệu thô có thể giảm nhẹ trước khi tăng trở lại vào năm 2025 khi ngành thép thế giới phục hồi, tác động tích cực đến chi phí sản xuất. Giá than dự kiến dự kiến tăng 4% so với cùng kỳ năm trước vào năm 2025 trong khi giá quặng có thể tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ năm trước, đạt 121 USD/tấn. Tăng trưởng đầu vào thấp hơn giá bán (7% so với cùng kỳ) nên biên lợi nhuận gộp dự báo tăng 1% pts so với cùng kỳ, đạt 14%.

### **Chúng tôi ưa thích HPG, HSG và NKG**

Chúng tôi ưu tiên HPG, HSG và NKG dựa trên các lý do sau: 1) Hưởng lợi nhờ giai đoạn phục hồi của chu kỳ; 2) Biên LN gộp sẽ tăng nhờ giá bán tăng cao hơn giá đầu vào; 3) định giá PB hiện tại thấp hơn chu kỳ trước.

Rủi ro giảm giá đối với ngành bao gồm: 1) tăng trưởng nhu cầu thép có thể thấp hơn dự kiến và 2) Khủng hoảng bất động sản Trung Quốc tác động tiêu cực đến giá trong nước.

**Analyst**

**Lê Hải Thành**

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

## Nhu cầu thép thế giới cải thiện trong khi nguồn cung duy trì ổn định

### Nhu cầu thép thế giới dự kiến phục hồi 1,2% vào năm 2025

Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu dự kiến giảm 0,9% svck trong năm 2024 do sự suy thoái của Trung Quốc do khủng hoảng bất động sản. Tiêu thụ của Trung Quốc dự kiến giảm 3% xuống còn 883 triệu tấn. Hơn nữa, một số quốc gia lớn như Hoa Kỳ, Nhật Bản và Hàn Quốc báo cáo tăng trưởng âm do khó khăn của ngành xây dựng. Ấn Độ vẫn là điểm sáng của thép toàn cầu khi tiêu thụ tăng 8% svck lên 138 triệu tấn.

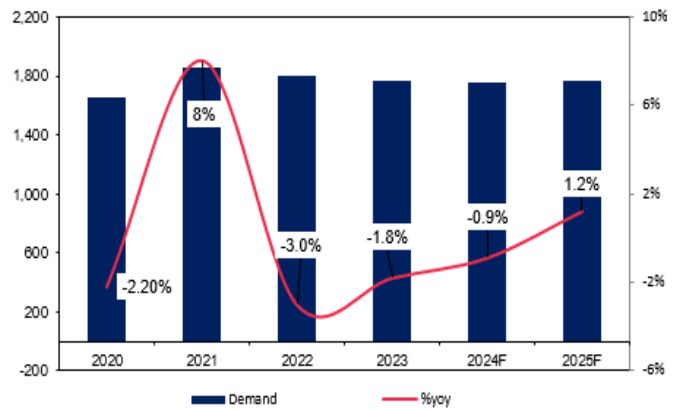
Năm 2025, WSA dự báo cuộc khủng hoảng bất động sản tại Trung Quốc tiếp tục tác động tiêu cực đến nhu cầu thép, khi có thể giảm 1% svck. Trong khi các nước khác như Nhật Bản, Hàn Quốc và Hoa Kỳ có thể cải thiện được nhờ mức lãi suất thấp hơn. Ấn Độ và EU dự kiến tăng trưởng 8% và 4,1% svck nhờ các biện pháp kích thích xây dựng và sản xuất.

Hình 1: Các yếu tố chính định hình nhu cầu thép thế giới đến năm 2025

- Nhu cầu mạnh mẽ của Ấn Độ**  
▲ Nhu cầu của Ấn Độ được dự báo sẽ tăng hơn 8% khi chính phủ có kế hoạch đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng vào năm 2025.
- Sự phục hồi của EU**  
▲ Tiêu thụ thép của EU có thể phục hồi 4.1% nhờ vào những tín hiệu tích cực từ 2 ngành công nghiệp tiêu thụ thép lớn nhất: xây dựng và ô tô.
- Các dự án hạ tầng quy mô lớn của ASEAN**  
▲ ASEAN được dự báo sẽ ghi nhận tăng trưởng nhu cầu thép khoảng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2025. Điểm nhấn của sự phục hồi đến từ Malaysia và Indonesia. Cụ thể, nhu cầu thép ở Malaysia và Indonesia được kỳ vọng sẽ tăng lần lượt 4.5% và 5% vào năm 2025 nhờ vào sự phục hồi của tăng trưởng kinh tế quốc gia và chỉ tiêu cho các dự án cơ sở hạ tầng.
- Sự sụt giảm nhu cầu thép của Trung Quốc**  
▼ Dự kiến mức giảm trong nhu cầu tiêu thụ thép sẽ đạt 1.7%..

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 2: Dự báo nhu cầu thép thế giới (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: WSA, MBS Research

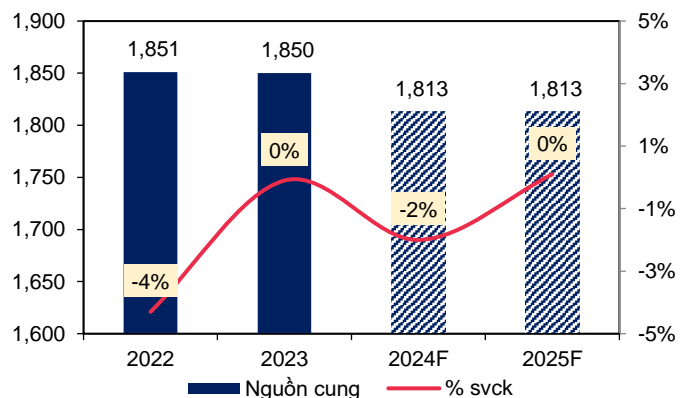
### Nguồn cung thép thế giới giảm 2% svck năm 2024 và đi ngang trong năm 2025

Hình 3: Các yếu tố chính định hình nguồn cung thép thế giới đến năm 2025

- Kế hoạch cắt giảm sản xuất thép của Trung Quốc**  
▼ Chính phủ Trung Quốc tập trung vào mục tiêu "Net Zero" vào năm 2050 và khuyến khích các tập đoàn thép đóng cửa các nhà máy lạc hậu. 15 nhà sản xuất thép dài lớn nhất tại Trung Quốc đang kêu gọi chính quyền thực hiện các biện pháp hạn chế sản lượng.
- Sự phục hồi của Nhật Bản, Hàn Quốc và Mỹ**  
▲ Sản lượng của các quốc gia phát triển được dự báo sẽ phục hồi nhờ các ngành như xây dựng và ô tô có tín hiệu tích cực.
- Sự tăng trưởng của sản xuất thép Ấn Độ**  
▲ Theo báo cáo của Hiệp hội Thép Ấn Độ (ISA), các nhà máy thép hưởng đến việc tăng sản lượng nhờ giá nguyên liệu thấp và nhu cầu mạnh mẽ.
- Sự phục hồi nhẹ trong sản xuất thép của EU**  
▲ Sản lượng thép của EU dự kiến sẽ tăng 2.3% svck nhờ giá điện giảm và nhu cầu cao hơn.

Nguồn: WSA, MBS Research

Hình 4: Nguồn cung giữ ổn định vào năm 2025 (Đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: WSA, MBS Research

Theo Hiệp hội Thép Thế giới, trong 10T/24, tổng sản lượng sản xuất đã giảm 1,6% svck do Trung Quốc cắt giảm sản lượng (-3%). Sự sụt giảm của Trung Quốc lớn hơn mức tăng trưởng của Ấn Độ (+5,6%) và Thổ Nhĩ Kỳ (+12%). Công suất lò cao của Trung Quốc đạt trung bình 79% trong năm nay (giảm so với mức 83% vào năm 2023) để giải quyết tình trạng cung vượt cầu và thua lỗ trong sản xuất. Hơn nữa, chính phủ

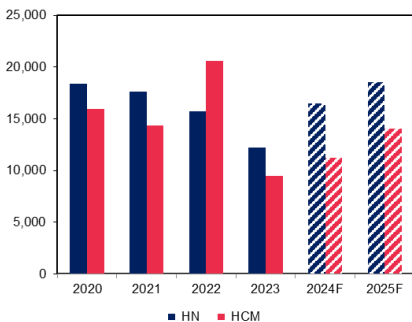
Trung Quốc tập trung vào mục tiêu “Net Zero” vào năm 2050 nên một số nhà sản xuất lớn dự kiến giảm thiểu sản lượng.

## Triển vọng thị trường thép Việt Nam: Sản lượng bán hàng dự kiến tăng 21%/10% trong năm 2024 - 25 nhờ nguồn cung BĐS và đầu tư công tăng trưởng

Trong 10T/24, sản lượng bán hàng nội địa đạt 17 triệu tấn (+18% svck) được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng của thép xây dựng và tôn mạ (HDG). Về thép XD, mức tiêu thụ tăng tốc 17% yoy lên 8,3 mt và HDG tăng 30% yoy lên 2,1 mt. Sự phục hồi chủ yếu là do nguồn cung nhà ở tăng (+40% yoy tại HN và 45% tại HCM). Hơn nữa, sản lượng HRC tăng 15% svck lên 3,4 triệu tấn mặc dù lượng nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ tăng mạnh.

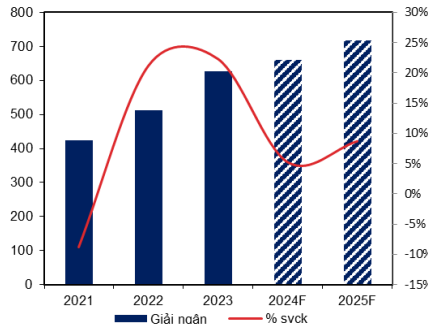
Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS và đầu tư công cải thiện trở thành điểm then chốt cho sự tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ. Theo CBRE, căn hộ và đất nền đều có thể tăng giá từ năm 2025 nhờ các vấn đề pháp lý được giải quyết bằng các Luật mới như Luật đất đai,.. Về đầu tư công, một số dự án sẽ được đẩy nhanh quá trình xây dựng như Đường sắt cao tốc Bắc - Nam và Sân bay Long Thành. Như vậy, tổng khối lượng tiêu thụ trong năm 2024 và 2025 có thể đạt 19,8 triệu tấn (+21% svck) và 21,8 (+10% svck).

Hình 5: Nguồn cung nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM (Đơn vị: Căn)



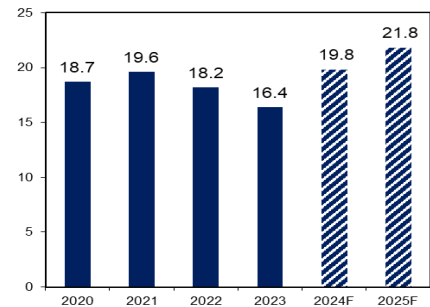
Nguồn: CBRE

Hình 6: Giải ngân đầu tư công trong giai đoạn 2024-2025 (Đơn vị: Nghìn Tỷ)



Nguồn: Ministry of Finance, MBS Research

Hình 7: Sản lượng tiêu thụ nội địa (Đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

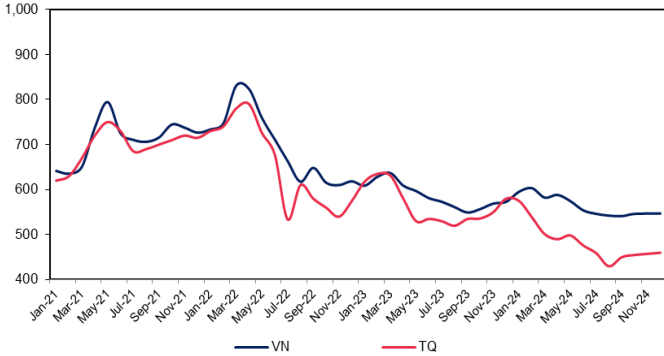
## Triển vọng giá thép: Giá thép xây dựng có thể tăng 7%/8% svck vào năm 2025/2026 nhờ áp lực từ Trung Quốc giảm

Dư thừa nguồn cung trở thành nguyên nhân chính khiến giá thép Trung Quốc giảm mạnh. Giá thép XD và HRC ghi nhận mức thấp nhất trong 5 năm với mức giảm lần lượt là 24% và 21% YTD. Về nhu cầu, suy thoái bất động sản đã trở nên tồi tệ hơn mặc dù chính phủ đã có một số chính sách kích thích. Vào tháng 10 năm 2024, giá nhà tại Trung Quốc giảm sâu xuống mức thấp mới trong 9 năm với mức giảm 5% (giảm hơn 4,5% so với tháng 9). Chúng tôi dự báo bất động sản sẽ tiếp tục trong tình trạng khủng hoảng cho đến cuối năm 2024 và tiềm năng giá thép phụ thuộc vào nguồn cung khi các nhà máy thép tham gia cắt giảm sản lượng. Vào năm 2025, Chúng tôi dự báo giá thép Trung Quốc có thể được hỗ trợ bởi nguồn cung thấp hơn khi chính phủ Trung Quốc có kế hoạch cấm lò cao than mới kể từ quý 4 năm 2024, do đó chúng tôi dự báo vấn đề cung vượt cầu sẽ được giảm thiểu.

Triển vọng của thép VN đã được hỗ trợ bởi triển vọng tươi sáng của bất động sản. Sự tăng trưởng của nguồn cung nhà ở và đầu tư công đã thúc đẩy sự phục hồi của thép XD. Chúng tôi dự báo thép XD nội địa sẽ có mức tăng trưởng tích cực kể từ Q4/24 khi áp lực của Trung Quốc đã được giảm thiểu. Do đó, theo ước tính của

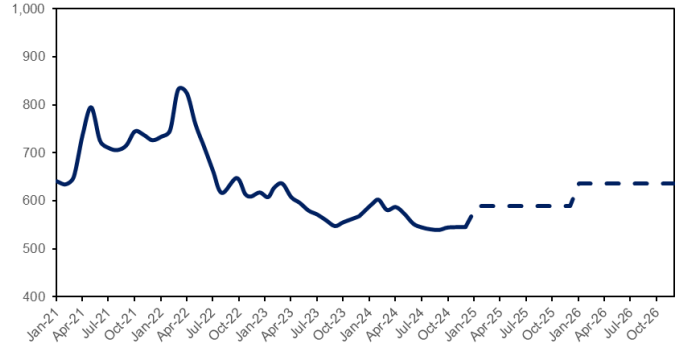
chúng tôi, giá thép cây có thể đạt trung bình 551 USD/tấn (-2% svck) do áp lực nghiêm trọng của thép Trung Quốc trong 1H24. Trong năm 2025 - 2026, chúng tôi kỳ vọng thép cây có thể tăng 7% và 8% lên 590 USD và 637 USD/tấn.

Hình 8: Giá thép xây dựng Việt Nam đã bị ảnh hưởng tiêu cực bởi xu hướng giảm giá thép của Trung Quốc (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: WSA, MBS Research

Hình 9: Dự báo giá thép xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2024 – 2026 (Đơn vị: USD/tấn)

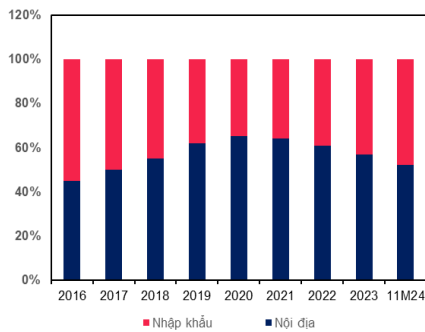


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

### Các DN nội địa có thể giành thêm thị phần nhờ thuế CBPG

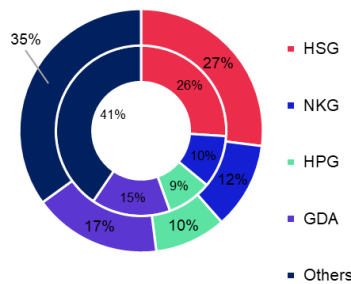
Do HRC và tôn mạ nhập khẩu tràn lan vào năm 2024, Bộ Công Thương (MOIT) đã tiến hành điều tra sản phẩm này, đặc biệt là từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ. MOIT đã khởi xướng điều tra đối với HDG nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (AD19) và HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ (AD20) và chúng tôi kỳ vọng cả hai mức thuế này đều có thể áp dụng vào năm 2025 để bảo vệ sản xuất trong nước. Trong trường hợp điều này được thực hiện, chênh lệch giữa HRC, HDG trong nước và nhập khẩu có thể giảm xuống còn 45 USD/tấn và 60 USD/tấn (-20%/-24% so với năm 2024).

Hình 10: Thị phần của các nhà sản xuất trong nước cải thiện kể từ khi áp dụng thuế chống bán phá giá (AD)



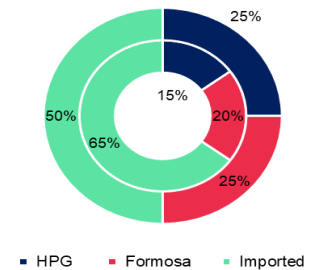
Nguồn: VSA

Hình 11: Thị phần tôn mạ trong 10M24 (vòng trong) và dự báo 2025 (vòng ngoài)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 12: Thị phần của HRC trong 10M24 (vòng trong) và dự báo 2025 (vòng ngoài)



Nguồn: VSA, MBS Research

Chênh lệch giá thấp hơn dự kiến tác động tích cực đến các công ty nội địa khi cạnh tranh về giá của sản phẩm nhập khẩu. Nhìn lại đợt áp thuế trước đây thị phần của HDG trong nước đã tăng lên 65% từ 45% sau khi áp dụng thuế AD vào năm 2017. Vào năm 2025, thị phần của địa phương có thể cải thiện nhờ sự đóng góp của thuế. Chúng tôi kỳ vọng thị phần của HPG về phân khúc HRC có thể đạt 25% nhờ thuế CBPG đối với Trung Quốc và Ấn Độ. Về HDG, các công ty đầu ngành như HSG, NKG sẽ chiếm gần 40% thị phần tiêu thụ.

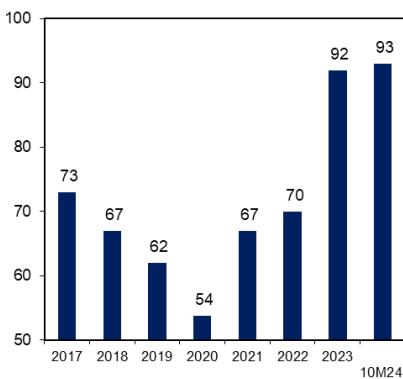
### Giá HRC có thể phục hồi nhờ nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ và thuế CBPG

Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc trong 10T24 tăng 23% svck và đạt 93 tấn, vượt tổng lượng xuất khẩu của năm 2023 và là mức cao nhất kể từ năm 2016. Thị trường HRC trong nước bị chi phối bởi hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Lượng

nhập khẩu tăng tốc đạt 3,5 triệu tấn (+33% svck) vì Trung Quốc tăng cường xuất khẩu trong bối cảnh nhu cầu nội địa yếu. Hơn nữa, mức chênh lệch hiện nay khoảng 18% - 20% so với trong nước do đó hàng nhập khẩu đã chiếm 65% tổng lượng tiêu thụ, chúng tôi đánh giá điều này sẽ giúp thuế CBPG sẽ được áp dụng kể từ năm 2025 để bảo vệ sản xuất trong nước.

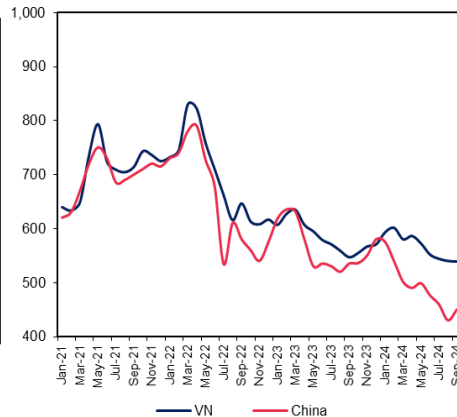
Trong trường hợp thuế có hiệu lực, áp lực giá bán dự kiến giảm mạnh và mức chênh lệch giá trong nước và nhập khẩu có thể dao động trong khoảng 40 – 60 USD/tấn (-20% svck). Chúng tôi dự báo giá trung bình HRC đạt 556 USD/tấn (-7% svck). Trong giai đoạn 2025 – 2026, nhờ thuế AD giúp áp lực hạ nhiệt, giá trung bình sẽ đạt 590/634 USD/tấn (+6%/8% svck).

Hình 13: Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc (Đơn vị: triệu tấn)



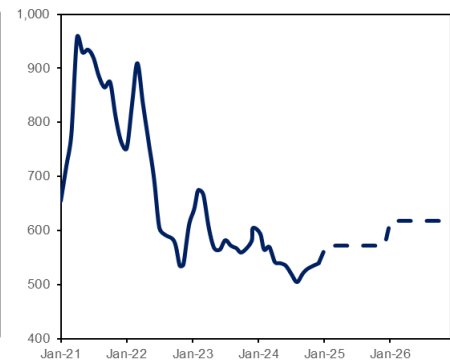
Nguồn: VSA

Hình 14: Giá thép HRC của Trung Quốc và Việt Nam (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 15: Dự báo giá thép HRC của Việt Nam trong giai đoạn 2024 - 2026 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

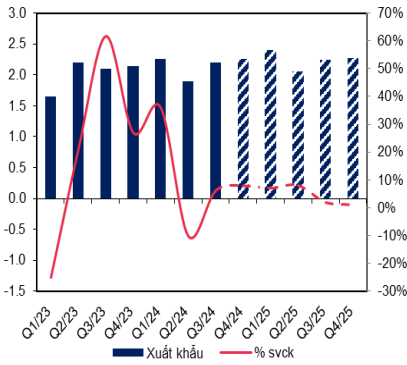
### Triển vọng thị trường thép Việt Nam: Sản lượng xuất khẩu có thể tăng nhẹ 8%/5% svck giai đoạn 2024/2025 nhờ nhu cầu cải thiện.

Trong 10 tháng đầu năm 2024, sản lượng xuất khẩu đạt 7.1 triệu tấn (+6% svck năm trước) nhờ vào sự tăng trưởng của thép xây dựng (+20% svck) và thép mạ kẽm nhúng nóng (HDG: +44% svck), trong khi sản lượng HRC đạt 2.1 triệu tấn (-26% svck). Mặc dù sản lượng xuất khẩu tăng, nhưng giá xuất khẩu giảm 17% svck, xuống còn 650 USD/tấn do sự cạnh tranh gay gắt với sản phẩm xuất khẩu từ Trung Quốc. Hơn nữa, nhu cầu từ EU giảm nhẹ trong năm 2024 vì các ngành chủ chốt như Xây dựng và Sản xuất ô tô đều báo cáo sự suy giảm lần lượt là -3% và -4.5% so với năm trước.

Chúng tôi dự báo khối lượng xuất khẩu sẽ có tiềm năng tăng trưởng nhẹ vào năm 2025 nhưng chúng tôi nhận thấy điều này có thể bị tác động bởi thuế CBPG đối với sản phẩm HRC vào EU từ VN. Về mặt nhu cầu, theo Hiệp hội Thép Châu Âu (Eurofer), xây dựng và Sản xuất ô tô là những ngành chính đóng góp cho sự tăng trưởng. Cụ thể hơn, ngành Xây dựng và Sản xuất ô tô có thể báo cáo mức tăng trưởng là 4% và 3% so với cùng kỳ năm trước vì mức lãi suất thấp hơn hỗ trợ nhu cầu. Do tác động tích cực và tiêu cực đến thị trường xuất khẩu, tổng khối lượng bán hàng có thể tăng tốc 8%/5% trong giai đoạn 2024 – 2025. Đối với mỗi phân khúc, HDG dự báo sẽ tăng trưởng mạnh nhất vào năm 2024 (35% so với cùng kỳ năm trước) đạt 3,2 triệu tấn.

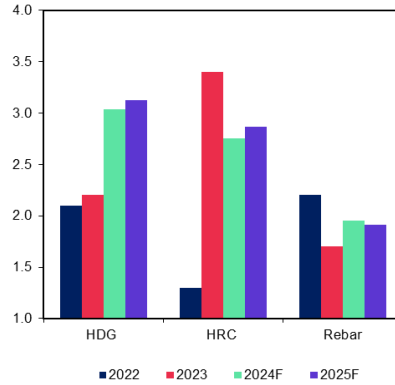
Mặc dù nhu cầu tại EU tăng nhẹ, chúng tôi dự báo do thuế CBPG, sản lượng xuất khẩu của VN có thể tăng từ mức cơ sở thấp năm 2024 nhưng không thể quay lại mức cơ sở cao năm 2021 – 2022.

Hình 16: Sản lượng xuất khẩu thép của Việt Nam (Đơn vị: triệu tấn)



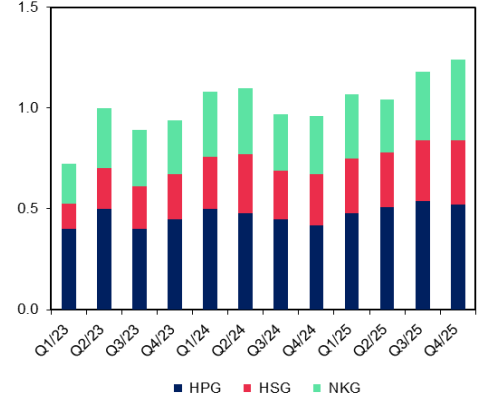
Nguồn: VSA

Hình 17: Phân tích sản lượng xuất khẩu theo từng sản phẩm (Đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 18: Sản lượng xuất khẩu của các nhà sản xuất thép niêm yết (Đơn vị: triệu tấn)

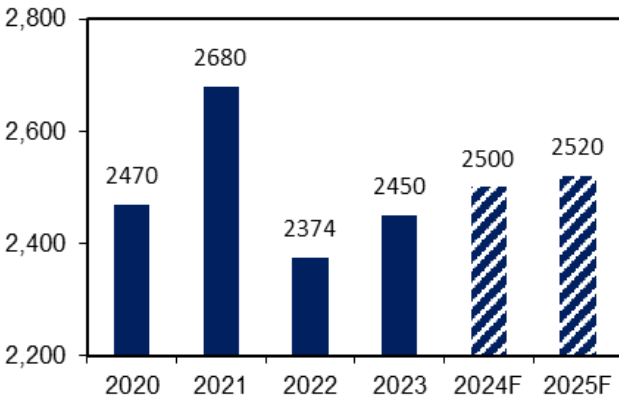


Nguồn: VSA, MBS Research

## Tăng trưởng giá bán cao hơn đầu vào có thể thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép

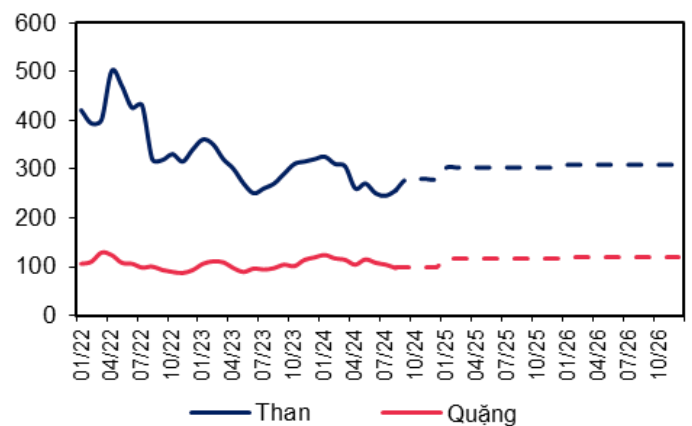
Theo đánh giá của S&P Global, nguồn cung than và quặng thế giới dự kiến sẽ vẫn ổn định trong bối cảnh các doanh nghiệp khai khoáng lớn tại Úc, Brazil và Ấn Độ tiếp tục tăng sản lượng. Hơn nữa, theo Hiệp hội Doanh nghiệp Thép và Khai khoáng Trung Quốc, sản lượng than và quặng tiếp tục cải thiện để ổn định giá cả và hỗ trợ sự phục hồi của ngành thép. Do đó, chúng tôi đánh giá rằng nguyên liệu thô có thể giảm nhẹ trước khi tăng trở lại vào năm 2025 khi ngành thép thế giới phục hồi, tác động tích cực đến giá vốn sản xuất thép.

Hình 19: Sản lượng quặng duy trì ổn định



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 20: Giá than và quặng dự báo



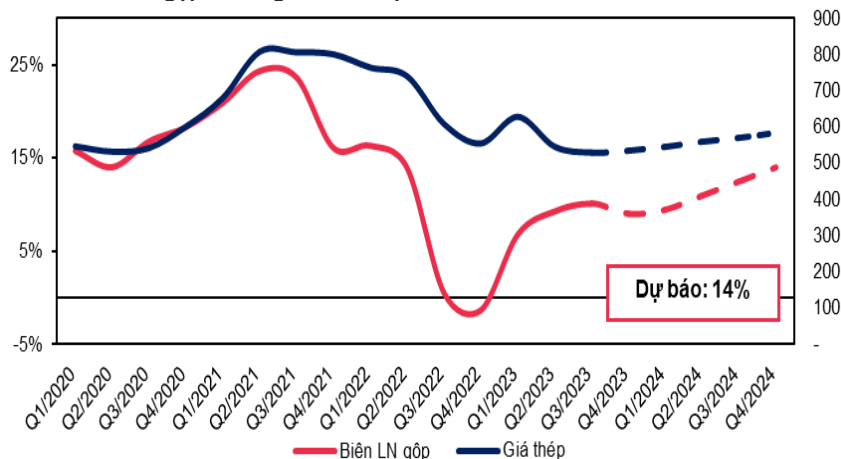
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Sản lượng quặng sắt toàn cầu dự kiến tăng nhẹ 2%, đạt 2,5 tỷ tấn. Nhờ nguồn cung ổn định và nhu cầu sản xuất thép giảm tại Trung Quốc, giá quặng dự kiến sản lượng than cốc dự kiến tăng 4% vào năm 2024 khi thời tiết ổn định tại Úc có tác động tích cực đến quá trình khai thác.

Giá than dự báo sẽ hạ nhiệt xuống còn 300 USD/tấn (-7% so với cùng kỳ năm trước) và 340 USD/tấn (+5% so với cùng kỳ năm trước) vào năm 2024 và 2025. Năm 2026, chúng tôi dự báo quặng có thể ổn định và than có thể tăng 3% so với cùng kỳ năm trước lên 314 USD/tấn, đạt 117 USD/tấn (-4% so với cùng kỳ năm trước) vào năm 2024. Đến năm 2025, giá quặng có thể tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ năm trước, đạt 121 USD/tấn và duy trì ở mức cơ sở cao vào năm 2026.

Mặc dù giá quặng và than tăng một phần, chúng tôi kỳ vọng mức tăng giá trong nước có thể vượt qua áp lực của nguyên liệu đầu vào. Việc giá thép cán nóng và thép cây tăng cao hơn (7% và 6% so với cùng kỳ) so với giá quặng và than (2% và 5% so với cùng kỳ) sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất thép. Do đó, biên lợi nhuận gộp của các công ty niêm yết thép dự kiến tăng 1% điểm lên 14% vào năm 2025.

Figure 21: Biên LN gộp toàn ngành cải thiện



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

### Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

Đơn vị: Tỷ đồng	HPG			HSG			NKG		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VNĐ)	132,638	166,735	219,776	39,272	45,760	51,477	22,860	25,402	26,192
% Tăng trưởng	11.50%	25.71%	31.81%	24.08%	16.52%	12.49%	22.93%	11.12%	3.11%
LN gộp	18,402	26,038	33,737	4,253	5,141	6,080	1,867	1,821	2,022
Biên LN gộp (%)	13.87%	15.62%	15.35%	10.83%	11.23%	11.81%	8.17%	7.17%	7.72%
EBITDA	22,393	32,118	39,477	2,906	2,379	2,821	1,412	1,381	1,629
Biên EBITDA (%)	16.88%	19.26%	17.96%	7.40%	5.20%	5.48%	6.18%	5.44%	6.22%
Lợi nhuận ròng	11,864	18,035	23,577	510	869	1,324	606	657	836
% Tăng trưởng	73.57%	52.02%	30.73%	1600.0%	70.3%	52.4%	416.34%	8.30%	27.34%
EPS (VNĐ/CP)	1,943	2,820	3,686	828	1,376	1,949	5,053	5,091	5,230
BVPS (VNĐ/CP)	16,132	16,952	17,638	17,687	18,731	18,888	2,303	2,494	3,175
Tiền mặt ròng/CP	-12,477	-12,818	-13,094	-2,500	-2,350	-2,250	-2,541	-2,257	-2,346
D/E	71.60%	72.72%	71.96%	49.23%	46.74%	41.03%	86.91%	77.68%	74.82%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.80%	2.10%	2.10%	2.50%	3.50%	4.10%	4.00%	4.10%	2.60%
ROAE (%)	11.5%	17.0%	21.3%	4.68%	7.17%	9.85%	10.34%	10.46%	11.70%
ROAA (%)	6.1%	8.8%	11.0%	2.61%	4.09%	5.94%	4.58%	5.14%	4.76%

Nguồn: MBS Research

## Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích HPG, HSG và NKG

Cổ phiếu	Đánh giá	Giá mục tiêu (VND/CP)	Luận điểm đầu tư
HPG	Khả quan	33,500	<ul style="list-style-type: none"> <li>HPG là công ty hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong các phân khúc thép xây dựng và thép HRC. Giai đoạn tăng trưởng dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2025 với sự đóng góp từ tín hiệu tích cực của ngành xây dựng. Sự gia tăng nguồn cung BĐS và đầu tư công sẽ mang lại tác động tích cực đến doanh số bán thép cuộn. Về sản lượng HRC, chúng tôi dự báo nhờ vào thuế CBPG và dự án Dung Quất 2, khối lượng có thể tăng 40% svck, đạt 4,4 triệu tấn.</li> <li>Áp lực giảm từ xuất khẩu của Trung Quốc và nhu cầu mạnh mẽ trong nước, giá thép cuộn và thép cán nóng sẽ phục hồi 7%/6% vào năm 2025. Nhờ vào sự tăng trưởng của giá cao hơn chi phí nguyên liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo sẽ cải thiện 1 điểm phần trăm lên 15.2%. Vì vậy, lợi nhuận ròng có thể đạt 17,995 tỷ VND (+39% svck).</li> <li>HPG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 1.6 và 10.2 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 2.2 và 12.5).</li> </ul>
HSG	Khả quan	24,800	<ul style="list-style-type: none"> <li>HSG là công ty hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường trong nước. Khối lượng bán hàng có thể tăng 6% svck, đạt 2.1 triệu tấn nhờ vào sự phát triển trong nước và thuế chống bán phá giá (AD).</li> <li>Kết quả của việc giảm áp lực từ xuất khẩu của Trung Quốc và nhu cầu mạnh mẽ trong nước, giá thép mạ sẽ phục hồi 6% svck vào năm 2025 và đạt 984 USD/tấn. Nhờ vào sự tăng trưởng của giá cao hơn chi phí nguyên liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo sẽ cải thiện 0.4 điểm phần trăm lên 11.2%. Vì vậy, lợi nhuận ròng có thể đạt 869 tỷ VND (+70% svck).</li> <li>HSG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 0.9 và 10.5 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 1.2 và 12.0).</li> </ul>
NKG	Khả quan	24,500	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mặc dù thị trường xuất khẩu có thể chỉ phục hồi nhẹ do áp lực từ thuế chống bán phá giá (AD), chúng tôi kỳ vọng thị trường trong nước sẽ là động lực chính cho sự tăng trưởng khối lượng bán hàng. Tổng khối lượng dự báo sẽ đạt 1.1 triệu tấn (+6% svck), nhờ vào sự tăng trưởng của sản xuất trong nước (+8% svck).</li> <li>Do sự phục hồi nhu cầu từ EU, chúng tôi dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng 5% svck, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) cải thiện lên 8.1%, và lợi nhuận ròng (NP) dự kiến sẽ đạt 656 tỷ VND (+18% svck).</li> <li>NKG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 0.8 và 9.5 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 1.1 và 11.0).</li> </ul>

Figure 22: So sánh với các DN trong ngành

Công ty	Bloomberg	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa thị trường	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
		VND/cp	VND/cp			VND bn	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F
Hoa Phat Group	HPG VN	27,600	33,500	Khả quan	19,880	23.4	13.5	1.7	1.6	3.8%	6.6%	7.2%	12.5%
Hoa Sen Group	HSG VN	18,800	24,800	Khả quan	16,676	130.2	23.8	1.3	0.2	0.5%	3.4%	1.2%	4.5%
Nam Kim Group	NKG VN	19,500	24,600	Khả quan	250	50.1	25.1	1.2	1.1	0.9%	3.2%	3.11	7.3%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	32,800	N/A	KKN	185	29.3	27.5	1.9	1.7	2.4%	4.2%	4.1%	5.5%
Dong A Group	GDA VN	27,200	N/A	KKN	150	7.3	6.5	0.9	0.8	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
Trung bình						37.6	16.6	1.1	0.9	5.6%	6.4%	6.0%	8.7%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hào*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Lý*

### Trợ lý phân tích

*Nguyễn Phương Anh*