

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG)

KHẢ QUAN

THÉP

Giá hiện tại	VND20.850
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND25.500/VND16.600
Giá mục tiêu	VND26.000
Giá mục tiêu trước đó	VND34.000
Consensus	5,0%
Tiềm năng tăng giá	24,7%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	24,7%

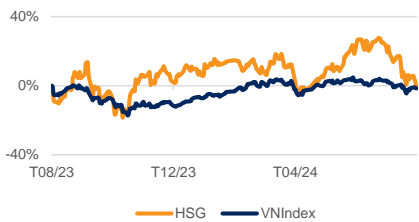
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kĩ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tỷ USD)	0,53
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	11,7
Sở hữu NN (tr USD)	0,49
Số CP lưu hành (tr)	616
Số CP sau pha loãng (tr)	616

	HSG	Ngành	VNI
P/E trượt	11,3x	12,7x	13,4x
P/B hiện tại	1,2x	1,2x	1,7x
ROA	4,7%	3,3%	1,3%
ROE	8,1%	8,7%	4,8%

* dữ liệu ngày 14/8/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
HSG	-14,6	7,5	12,1
Tương quan VNIndex	-12,4	6,1	11,3

Cơ cấu sở hữu

Lê Phước Vũ	17,0%
Dragon Capital	8,0%
Khác	75,0%

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Hoa Sen là công ty sản xuất và kinh doanh tôn thép hàng đầu Việt Nam và là nhà xuất khẩu tôn thép hàng đầu Đông Nam Á. HSG đang dẫn đầu phân khúc tôn mạ kẽm tại Việt Nam với công suất 2,2 triệu tấn và 28% thị phần bán hàng.

Chuyên viên Phân tích:



Nguyễn Quỳnh Phương

Phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Vua tôn mạ trở lại

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho HSG với tiềm năng tăng giá 25%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống còn 26.000 đồng trong khi giá cổ phiếu đã giảm 7% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN cho năm 2024-25 lần lượt là 23%/29% xuống còn 1.240 tỷ đồng và 1.890 tỷ đồng, tăng trung bình 53% svck. Nguyên nhân chủ yếu đến từ biên EBITDA thấp hơn kỳ vọng.
- HSG đang được định giá ở mức P/B năm 2025 là 0,9x. Với mức ROE kỳ vọng cho năm 2025 là 15%, HSG xứng đáng được định giá ở mức P/B mục tiêu là 1,2x vào giữa năm 2025.

Điểm nhấn tài chính

- Sản lượng bán hàng Q2/24 tăng 39% svck nhờ xuất khẩu tăng 42%.
- Biên EBITDA trong nửa đầu 2024 giảm nhẹ từ 5,8% xuống 5% do lượng thép HRC nhập tồn kho tăng mạnh trong Q1/24 với mức giá cao hơn hiện tại, trong khoảng từ 550-580 USD.
- Mức tồn kho cuối Q2/24 đã hạ nhiệt sv quý trước sau khi đạt đỉnh vào cuối Q1/24.

Luận điểm đầu tư

Tổng sản lượng bán hàng tăng 29% trong năm 2024 từ động lực xuất khẩu

Trong nửa đầu 2024, dù thị trường toàn cầu đang chịu sức ép từ môi trường lãi suất cao nhưng hoạt động xuất khẩu của HSG vẫn có những tăng trưởng ấn tượng. Theo đó, sản lượng xuất khẩu trong nửa đầu 2024 đã bằng 70% so với cả năm 2023 và hoàn thành khoảng 50% dự phóng cả năm của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu trong năm nay sẽ tăng 40% svck trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu phục hồi và môi trường lãi suất nới lỏng hơn cho đến cuối năm.

Sản lượng tiêu thụ nội địa sẽ tăng vào năm tới nhờ thị trường BĐS ấm lên

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ dần cải thiện vào năm 2025, trong bối cảnh môi trường lãi suất cho vay thấp hơn và Luật Đất đai được áp dụng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng trong nước của HSG sẽ tăng 19%/21% trong năm 2024/25.

Thuế giá chống bán phá giá (AD) mang lại những tác động trái chiều cho HSG

Động lực tăng giá: Chúng tôi đánh giá khả năng cao Bộ Công Thương sẽ thực hiện áp thuế chống bán phá giá tôn mạ đến từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Ủy ban Châu Âu cũng áp dụng mức trần đối với HRC nhập khẩu từ một số quốc gia có bao gồm Việt Nam. Tuy nhiên, rủi ro giảm giá là Bộ Công Thương hiện đang điều tra các sản phẩm HRC từ một số công ty Trung Quốc và Ấn Độ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng AD sẽ được thực thi khi Việt Nam đã khắc phục được tình trạng thiếu hụt cung HRC, mà khả năng là vào năm 2026-2027.

Biên EBITDA tăng nhẹ trong bối cảnh giá HRC giảm mạnh

Vào cuối Q2/24, HSG có thể đã ghi nhận lượng hàng tồn kho chi phí cao hơn nên áp lực lên giá vốn hàng bán có thể sẽ giảm bớt trong nửa cuối 2024.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	(19%)	21%	3%	13%
Biên LN gộp	9%	13%	15%	15%
LN ròng (tỷ đồng)	808	1.240	1.894	2.340
Tăng trưởng LN ròng	-176%	53%	53%	24%
Biên LN ròng	2%	3%	5%	5%
P/E	506,7	9,7	6,4	5,5
P/B	1,3	1,0	0,9	0,8
ROAE	0,3%	11,4%	15,5%	16,5%
Nợ ròng/ VCSH (lần)	0,27	0,20	0,16	0,19

CTCP THÉP NAM KIM (NKG)

TRUNG LẬP

THÉP

Giá hiện tại	VND21.200
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND26.800/VND17.300
Giá mục tiêu	VND22.000
Giá mục tiêu trước đó	VND35.000
Consensus	-14,3%
Tiềm năng tăng giá	3,5%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	3,5%

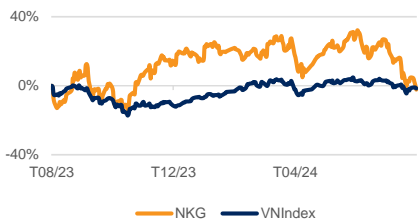
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	245.7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	6.2
Sở hữu NN (tr USD)	86.6
Số CP lưu hành (tr)	263.3
Số CP sau pha loãng (tr)	395.2

	NKG	Peers	VNI
P/E trượt	13.4x	12.0x	13.3x
P/B hiện tại	1.0x	1.2x	1.7x
ROA	3.3%	3.1%	1.3%
ROE	9.2%	8.9%	4.8%

* dữ liệu ngày 14/8/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
NKG	-11,5	-3,2	11,3
Tương quan VNIndex	-9,3	-4,6	10,5

Cơ cấu sở hữu

Hồ Minh Quang	14.2%
Unicorn specialty chemicals	5.0%
Khác	80.8%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Thép Nam Kim nằm trong top 3 công ty dẫn đầu về mảng tôn mạ tại Việt Nam với 17% thị phần và công suất thép đạt khoảng 1 triệu tấn/năm.

Chuyên viên Phân tích:



Nguyễn Quỳnh Phương

Phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Kế hoạch tăng vốn mở rộng công suất

- Chúng tôi hạ khuyến nghị cho NKG xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá là 3,5%. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống còn 22.000 đồng trong khi giá cổ phiếu đã giảm 11% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LN năm 2024-25 lần lượt là 3%/25% xuống còn 827 tỷ đồng và 843 tỷ đồng, tăng 605%/2% svck. Nguyên nhân chủ yếu đến từ biên EBITDA thấp hơn kỳ vọng và tỉ lệ % chi phí BH&QLDN trên doanh thu cao hơn trong 2025.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm hệ số định giá mục tiêu để phản ánh mức giảm 32% EPS trong năm 2025 do dự kiến cổ phiếu sẽ bị pha loãng 50%.

Điểm nhấn tài chính

- Sản lượng bán hàng trong Q2/24 tăng 10% svck lên hơn 280.000 tấn, trong đó xuất khẩu tăng 16% đạt 181.000 tấn.
- Biên EBITDA của NKG trong nửa đầu 2024 tăng lên 6% từ mức nền thấp 4.5% của năm ngoái và do công ty cũng thực hiện quản lý hàng tồn kho hiệu quả và thận trọng hơn trong Q1/24.
- Mức tồn kho được duy trì ở mức thấp sv quý trước đạt 3,4 tháng.

Luận điểm đầu tư

Xuất khẩu tiếp tục tăng trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu ổn định năm nay

Trong nửa đầu năm 2024, dù thị trường toàn cầu đang chịu sức ép từ môi trường lãi suất cao nhưng hoạt động xuất khẩu của NKG vẫn có những tăng trưởng ấn tượng. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu năm nay sẽ tăng 46% svck trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu phục hồi và môi trường lãi suất nới lỏng trong Q4/24.

Biên EBITDA có thể tăng nhẹ vào 2025 khi công suất hoạt động gần đầy

Biên EBITDA sẽ được duy trì ổn định trong nửa cuối 2024 trong bối cảnh chênh lệch giá HRC giữa thị trường Việt Nam và các nước phương Tây đang thu hẹp khiến NKG được hưởng lợi ít hơn. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng nội địa mạnh hơn và tỷ lệ % giữa chi phí BH&QLDN và doanh số thấp hơn sẽ giúp cải thiện biên EBITDA từ 6,6% lên 7,2% vào năm 2025.

Thuế giá chống bán phá giá (AD) mang lại những tác động trái chiều cho NKG

Động lực tăng giá: Chúng tôi đánh giá khả năng cao Bộ Công Thương sẽ thực hiện áp thuế chống bán phá giá tôn mạ đến từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Ủy ban Châu Âu cũng áp dụng mức trần đối với HRC nhập khẩu từ một số quốc gia có bao gồm Việt Nam. Tuy nhiên, rủi ro giảm giá là Bộ Công Thương hiện đang điều tra các sản phẩm HRC từ một số công ty Trung Quốc và Ấn Độ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng AD sẽ được thực thi khi Việt Nam đã khắc phục được tình trạng thiếu hụt cung HRC, mà khả năng là vào năm 2026-2027.

EPS 2025 sẽ giảm 32% nếu NKG phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu trong nửa cuối năm 2024

NKG sẽ huy động 1.500 tỷ đồng thông qua đợt phát hành quyền mua cổ phiếu trong nửa cuối năm 2024 với mức giá 12.000 đồng/cp (mức pha loãng 50%)

	2023	2024	2024	2026
Tăng trưởng doanh thu	(19%)	9%	9%	33%
Biên LN gộp	6,0%	10,0%	10,4%	11,2%
LN ròng (tỷ đồng)	117	853	1.128	1.339
Tăng trưởng LN ròng	NA	627%	32%	59%
Biên LN ròng	0,6%	3,8%	3,7%	4,4%
P/E	56,9	6,8	10,0	6,8
P/B	1,2	1,0	1,1	0,9
ROAE	2%	15%	11%	15%
Nợ ròng/VCSH (lần)	0,68	0,51	0,40	0,63

Hồ sơ công ty: Tập đoàn Hoa Sen

Tập đoàn Hoa Sen dẫn đầu phân khúc tôn mạ tại Việt Nam với 28% thị phần. HSG chiếm 26% thị trường trong nước và 30% thị trường xuất khẩu vào cuối năm 2023.

Tập đoàn Hoa Sen là công ty hàng đầu về sản xuất và kinh doanh tôn thép tại Việt Nam và là nhà xuất khẩu tôn thép hàng đầu Đông Nam Á. Tập đoàn sở hữu 10 nhà máy tại ba miền Bắc, Trung, Nam để sản xuất và cung cấp các sản phẩm Tôn sóng, Tôn mạ, Ống thép, Ống mạ nhúng nóng và Ống nhựa cho từng thị trường khu vực.

Hình 1: Các nhà máy của HSG

STT	Tên nhà máy	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Loại sản phẩm
1	Nhà máy ống kẽm Hoa Sen Yên Bái	82.800	Ống thép
2	Nhà máy Hoa Sen Nghệ An	800.000	Tôn
3	Nhà máy Hoa Sen Nam Cẩm	120.000	Ống thép
4	Nhà máy ống kẽm ống nhựa Hoa Sen Bình Định	100.000	Ống thép
		12.000	Nhựa
5	Nhà máy tôn Hoa Sen - Bình Dương	150.000	Tôn
6	Nhà máy Hoa Sen - Hà Nam	217.800	Ống thép
		19.800	Nhựa
7	Nhà máy Hoa Sen Nhơn Hội - Bình Định	430.000	Tôn
8	Nhà máy VLXD Hoa Sen Phú Mỹ	332.040	Ống thép
		97.981	Nhựa
9	Nhà máy ống thép mạ kẽm nhúng nóng Hoa Sen - Phú Mỹ	85.000	Ống thép
10	Nhà máy tôn Hoa Sen - Bình Dương	1.150.000	Tôn
Dây chuyền sản xuất			
	Công suất tẩy gỉ		
	Công suất cán nguội	1.050.000	
	Công suất mạ màu	810.000	
	Công suất mạ kẽm, mạ lạnh	1.200.000	

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT Research

Công ty đồng thời cũng sở hữu kênh phân phối của riêng mình với hơn 500 chi nhánh – cửa hàng bán lẻ trải rộng khắp cả nước. Đối với chuỗi Hoa Sen Home, HSG hiện vận hành 110 cửa hàng bán lẻ vật liệu xây dựng và thiết bị gia dụng nhưng chưa có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực này trong năm 2024.

Hình 2: Hội đồng quản trị và Ban lãnh đạo của HSG

Tên	Chức danh	Ghi chú
Ban Giám đốc		
Ông Lê Phước Vũ	Nhà sáng lập, Chủ tịch HĐQT	23 năm kinh nghiệm trong ngành thép, nhà sáng lập và chủ tịch HĐQT HSG từ năm 2001
Ông Trần Ngọc Chu	Phó Chủ tịch điều hành	Gia nhập HSG từ khi thành lập
Ông Trần Quốc Tri	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2004
Ông Lý Văn Xuân	Thành viên HĐQT không điều hành	Nhà đầu tư lâu dài của HSG
Ông Đinh Việt Huy	Thành viên HĐQT độc lập	
Ông Nguyễn Văn Luân	Thành viên HĐQT độc lập	
Ban lãnh đạo		
Ông Trần Quốc Tri	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2004
Ông Hoàng Đức Huy	Phó Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2001
Ông Vũ Văn Thanh	Phó Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2008
Ông Trần Ngọc Phạm	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Nguyễn Ngọc Huy	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Trần Thanh Nam	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Nguyễn Minh Phúc	Phó Tổng Giám đốc	

Nguồn: Website công ty, VNDIRECT Research

Hồ sơ công ty: Tập đoàn Thép Nam Kim

Tập đoàn Thép Nam Kim là một trong những nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty sở hữu ba nhà máy tại Bình Dương và Long An với tổng công suất đạt 1,27 triệu tấn thép, trong đó bao gồm thép ống và tôn mạ. Không giống như HSG, NKG bán trực tiếp cho các nhà phân phối mà không sở hữu bất kỳ chi nhánh hoặc cửa hàng bán lẻ nào.

Hình 3: Các nhà máy của NKG

STT	Tên nhà máy	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Loại sản phẩm
1	Nhà máy tôn mạ Nam Kim Bình Dương số 1	350.000	Tôn
2	Nhà máy tôn mạ Nam Kim Bình Dương số 2	650.000	Tôn
3	Nhà máy ống Long An	120.000	Ống thép
4	Nhà máy Nam Kim Mỹ Phước III	150.000	Ống thép
Dây chuyền sản xuất			
	Công suất tẩy gỉ	1.000.000	
	Công suất cán nguội	1.000.000	
	Công suất mạ màu	180.000	
	Công suất mạ kẽm, mạ lạnh	1.270.000	

Nguồn: Website Công ty, VNDIRECT Research

NKG là một trong ba công ty hàng đầu trong phân khúc tôn mạ tại Việt Nam với tổng thị phần 17%, sánh ngang với GDA với 18% thị phần. NKG chiếm 10% thị trường trong nước và 23% thị trường xuất khẩu vào cuối năm 2023.

Hình 4: Ban giám đốc và Ban lãnh đạo của NKG

Tên	Chức Danh	Ghi Chú
Ban Giám Đốc		
Ông Hồ Minh Quang	Chủ tịch HĐQT	Ông Hồ Minh Quang là con rể của ông Trần Xuân Cao, Nhà sáng lập NKG, gia nhập NKG với cương vị Chủ tịch HĐQT từ năm 2009
Ông Võ Quang Vũ	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong ngành thép và đã đảm nhiệm nhiều vị trí quản lý, điều hành tại các công ty niêm yết
Ông Nguyễn Vinh An	Thành viên HĐQT kiêm Phó Tổng Giám đốc	Gia nhập NKG năm 2011. Đã có 20 năm trong ngành thép, phụ trách quản lý dự án, vận hành kỹ thuật - bảo trì - R&D
Bà Nguyễn Ngọc Ý Nhi	Thành viên HĐQT	15 năm kinh nghiệm tư vấn, đầu tư và quản lý tài chính cho các tổ chức quỹ đầu tư
Ông Võ Thời	Thành viên HĐQT	Nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý, điều hành và lãnh đạo
Ông Nguyễn Hữu Kinh Luân	Thành viên HĐQT	10 năm kinh nghiệm trong ngành thép và đã đảm nhiệm nhiều vị trí quản lý, điều hành và lãnh đạo tại các công ty niêm yết
Ban Điều hành		
Ông Võ Quang Vũ	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	
Ông Nguyễn Vinh An	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Quang Trọng Lăng	Phó Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong ngành thép và giữ nhiều chức vụ quản lý, điều hành và lãnh đạo sản xuất
Bà Trần Ngọc Diệu	Phó Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong ngành thép và phụ trách kiểm soát tài chính của công ty
Bà Nguyễn Thị Ngọc Liên	Phó Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý và điều hành hoạt động xuất khẩu
Bà Vũ Thị Huyền	Phó Tổng Giám đốc	5 năm kinh nghiệm quản lý trong lĩnh vực kế toán và kiểm toán

Nguồn: VNDIRECT Research, Website Công ty

Tóm tắt KQKD Q2/24: Xuất khẩu tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bán hàng

Hình 2: LN ròng Q2/24 của HSG tăng vọt từ mức nền thấp

	Q2/24	Q2/23	svck	6T24	6T23	svck	2024 % so với dự phóng	
Doanh thu	10.986	8.825	24%	20.468	15.907	29%	40.298	51%
LN gộp	1.337	892	50%	2.454	1.796	37%	5.089	48%
Chi phí BH&QLDN	(1.030)	(836)	23%	(1.943)	(1.472)	32%	(3.827)	51%
Lãi tài chính ròng	(34)	(51)	-34%	62	(53)	-217%	17	374%
LN trước thuế	287	12	2253%	600	310	94%	1.337	45%
LN sau thuế Công ty mẹ	273	14	1831%	592	265	124%	1.240	48%
Biên LN gộp	12,2%	10,1%	2,1 điểm %	12,0%	11,3%	0,7 điểm %		
Biên LN ròng	2,5%	0,2%	2,3 điểm %	2,9%	1,7%	1,2 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT Research

Sản lượng bán hàng Q2/24 tăng 39% svck nhờ xuất khẩu tăng 42%

Sản lượng bán hàng trong Q2/24 tăng vọt 39% svck lên 515.000 tấn, trong đó sản lượng tôn mạ tăng 32% svck lên 176.000 tấn tại thị trường nội địa, trong khi xuất khẩu tăng 42% lên 239.000 tấn.

Biên độ EBITDA tăng mạnh svck nhưng chỉ tăng nhẹ sv quý trước

Giá tôn mạ bình quân có điều chỉnh giảm 10% svck trong Q2/24 xuống còn khoảng 22,3 triệu đồng/tấn cùng với giá HRC đầu vào của HSG giảm 17% svck giúp biên độ EBITDA tăng nhẹ lên 5,1%.

Hình 3: LN ròng Q2/24 của NKG tăng 75% svck

	Q2/24	Q2/23	svck	6T24	6T23	svck	2024 % so với dự phóng	
Doanh thu	5.684	5.507	3%	11.000	9.887	11%	21.531	51%
LN gộp	512	496	3%	1.079	634	70%	2.180	50%
Chi phí BH&QLDN	(284)	(254)	12%	(608)	(371)	64%	(1.156)	53%
Lãi tài chính ròng	44	(75)	-158%	(12)	(145)	-92%	(43)	27%
LN trước thuế	273	167	64%	460	117	293%	981	47%
LN sau thuế Công ty mẹ	220	125	75%	370	76	386%	827	45%
Biên LN gộp	9,0%	9,0%	0,0 điểm %	9,8%	6,4%	3,4 điểm %		
Biên LN ròng	3,9%	2,3%	1,6 điểm %	3,4%	0,8%	2,6 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT Research

Xuất khẩu trong Q2/24 thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bán hàng

Sản lượng bán hàng trong Q2/24 tăng 10% svck lên hơn 280.000 tấn, trong đó xuất khẩu tăng 16% lên 181.000 tấn.

Biên EBITDA Q2/24 giảm nhẹ svck do chi phí bán hàng tăng cao

Biên giá bán trừ giá thành trong Q2/24 được duy trì ở mức 10,7% svck trong khi chi phí bán hàng tính theo % doanh thu tăng nhẹ từ 3,9% lên 4,4%, khiến biên EBITDA giảm nhẹ xuống còn 5,7%.

Tóm tắt KQKD nửa đầu 2024: NKG quản lý hàng tồn kho thận trọng hơn

Hình 4: Bảng cân đối kế toán của HSG: Nợ ròng/VCSH tăng do hàng tồn kho và số ngày phải thu tăng

	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	351	739	623	1.710	394	504
Số ngày phải thu (ngày)	20	23	24	24	26	26
Số ngày tồn kho (ngày)	76	78	82	92	117	123
Số ngày phải trả (ngày)	23	19	23	30	35	33
Đầu tư tài sản cố định (tỷ đồng)	-80	13	-178	0	-73	-35
Khấu hao (tỷ đồng)	284	276	276	266	251	241
Tài sản cố định ròng (tỷ đồng)	5.474	5.225	5.020	4.764	4.516	4.283
Nợ ròng/ VCSH (lần)	0,31	0,35	0,21	0,27	0,52	0,49

Nguồn: VNDIRECT Research

Mức tồn kho của HSG cuối Q1/24 đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm

Vào cuối Q1/24, số tháng tồn kho của HSG tăng vọt lên mức cao nhất trong vòng ít nhất 5 năm qua là 4,5 tháng so với mức trung bình 3 tháng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ số tháng tồn kho nguyên liệu thô tăng lên 2,6 tháng trong khi mức trung bình của 5 năm qua chỉ là 1,3 tháng. Vào cuối Q1/24, nợ ròng/VCSH của HSG tăng lên đạt 0,52 lần từ mức 0,27 lần vào cuối năm 2023 với mức nợ ròng tăng lên để tài trợ cho hoạt động gia tăng hàng tồn kho.

Mức tồn kho hạ nhiệt sv quý trước vào cuối Q2/24

Sau khi số tháng tồn kho tăng vọt lên mức cao nhất trong ít nhất 5 năm qua là 4,5 tháng vào cuối Q1/24, số tháng tồn kho vào cuối Q2/24 đã giảm xuống còn 3,3 tháng, bằng với mức trung bình của 5 năm qua. HSG đã cố gắng giải phóng hàng tồn kho trong Q2/24, đưa số tháng tồn kho nguyên vật liệu xuống còn 1,7 tháng và tồn kho thành phẩm là 1,4 tháng.

Hình 5: Bảng cân đối kế toán của NKG

	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	933	1.480	1.090	1.075	777	773
Số ngày phải thu (ngày)	28	34	37	39	44	51
Số ngày tồn kho (ngày)	126	117	112	119	117	117
Số ngày phải trả (ngày)	37	31	35	35	31	33
Đầu tư tài sản cố định (tỷ đồng)	-103	-10	-14	-3	-65	-484
Khấu hao (tỷ đồng)	94	93	94	95	94	94
Tài sản cố định ròng (tỷ đồng)	2.582	2.496	2.450	2.359	2.268	2.181
Nợ ròng/ VCSH (lần)	0,89	0,57	0,64	0,68	0,84	0,69

Nguồn: VNDIRECT Research

Mức tồn kho NKG vẫn được duy trì ở mức thấp sv quý trước

Vào cuối Q2/24, mức tồn kho của NKG giảm nhẹ xuống còn 3,4 tháng so với mức trung bình 4 tháng của năm ngoái. Mức tồn kho thấp này có lợi cho NKG trong bối cảnh giá HRC hiện vẫn đang tiếp tục giảm.

Triển vọng năm 2024-26: HSG - Sự trở lại của ông vua thép mạ kẽm Việt Nam

Hình 6: Dự báo KQKD của HSG và các giả định chính

Tỷ đồng	2023			2024			2025			2026		
	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi
Tổng doanh thu	33.392	37.948	40.298	6,2%	40.320	41.310	2,5%	43.685	46.560	6,6%		
% tăng trưởng svck	-18,6%	13,6%	20,7%		6,2%	2,5%		8,3%	12,7%			
Lợi nhuận gộp	2.976	3.820	5.089	33,2%	5.134	6.123	19,3%	6.247	7.128	14,1%		
Biên LN gộp	8,9%	10,1%	12,6%	2,6 điểm %	12,7%	14,8%	2,1 điểm %	14,3%	15,3%	1,0 điểm %		
CPBH&QLDN	(2.947)	(3.415)	(3.585)	5,0%	(3.427)	(3.924)	14,5%	(3.713)	(4.423)	19,1%		
CPBH&QLDN/DTT	8,8%	9,0%	8,9%		8,5%	9,5%		8,5%	9,5%			
EBITDA	1.751	2.954	2.496	-15,5%	4.071	3.450	-15,3%	4.661	4.116	-11,7%		
Biên EBITDA	5,2%	7,8%	6,2%	-1,6 điểm %	10,1%	8,4%	-1,7 điểm %	10,7%	8,8%	-1,8 điểm %		
Chi phí lãi vay	(173)	(136)	(126)	-7,6%	(118)	(124)	4,8%	(119)	(124)	4,7%		
Lợi nhuận trước thuế	923	1.835	1.337	-27,2%	3.051	2.153	-29,4%	3.532	2.659	-24,7%		
Lợi nhuận ròng	808	1.615	1.240	-23,2%	2.685	1.894	-29,4%	3.108	2.340	-24,7%		
Biên lợi nhuận ròng	2,4%	4,3%	3,1%	-1,2%	6,7%	4,6%	-2,1%	7,1%	5,0%	-2,1%		
% tăng trưởng svck	-175,7%	99,8%	53,5%		66,3%	52,7%		15,8%	23,5%			
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	1.498.209	1.660.000	1.926.770	16,1%	1.655.000	1.940.000	17,2%	1.730.000	2.080.000	20,2%		
Ổng thép	286.690	360.000	345.770	-4,0%	380.000	380.000	0,0%	400.000	400.000	0,0%		
Tôn mạ	1.211.519	1.300.000	1.581.000	21,6%	1.275.000	1.560.000	22,4%	1.330.000	1.680.000	26,3%		
Tôn mạ - nội địa	527.941	570.000	623.000	9,3%	595.000	760.000	27,7%	600.000	880.000	46,7%		
Tôn mạ - xuất khẩu	683.578	730.000	958.000	31,2%	680.000	800.000	17,6%	730.000	800.000	9,6%		
Giá thép HRC (USD/tấn)	634	635	570	-10,1%	665	569	-14,5%	691	600	-13,1%		
% tăng trưởng svck	-24,5%	2,4%	-10,0%		4,8%	-0,3%		3,8%	5,5%			
Giá bán thép trung bình (triệu đồng/tấn)	23.100	24.000	21.600	-10,0%	25.700	22.000	-14,4%	26.500	23.300	-12,1%		
% tăng trưởng svck	-17,3%	3,6%	-6,5%		7,0%	1,6%		3,4%	6,1%			

Nguồn: VNDIRECT Research

Triển vọng năm 2024-26: NKG – Kế hoạch phát hành tăng vốn mở rộng sản xuất

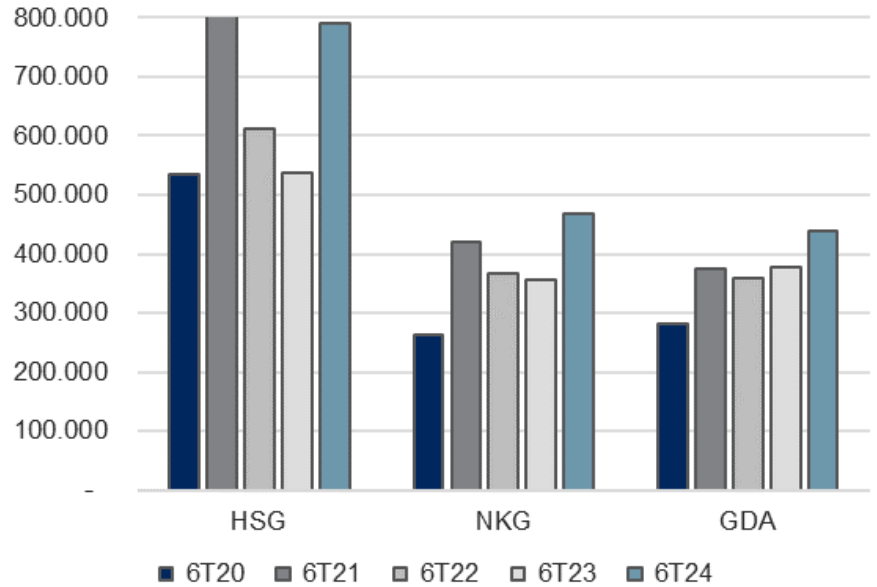
Hình 7: Dự báo thu nhập của NKG và các giả định chính

Tỷ đồng	2023			2024			2025			2026		
	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi
Tổng doanh thu	18.596	20.274	21.531	6,2%	22.071	23.005	4,2%	32.570	30.590	-6,1%		
% tăng trưởng svck	-19,4%	9,0%	15,8%		8,9%	6,8%		47,6%	33,0%			
Lợi nhuận gộp	1.112	2.029	2.180	7,4%	2.290	2.395	4,6%	4.931	3.422	-30,6%		
Biên LN gộp	6,0%	10,0%	10,1%	0,1%	10,4%	10,4%	0,0%	15,1%	11,2%	-4,0%		
CPBH&QLDN	(739)	(912)	(1.156)	26,7%	(993)	(1.155)	16,3%	(1.466)	(1.424)	-2,8%		
CPBH&QLDN/DTT	4,0%	4,5%	5,4%		4,5%	5,0%		4,5%	4,7%			
EBITDA	749	1.522	1.429	-6,1%	1.702	1.646	-3,3%	3.954	2.666	-32,6%		
Biên EBITDA	4,0%	7,5%	6,6%		7,7%	7,2%		12,1%	8,7%			
Chi phí lãi vay	(293)	(293)	(190)	-35,2%	(276)	(180)	-34,9%	(260)	(262)	0,8%		
Lợi nhuận trước thuế	177	969	981	1,2%	1.293	958	-25,9%	3.809	1.522	-60,0%		
Lợi nhuận ròng	117	853	827	-3,0%	1.128	843	-25,3%	3.369	1.339	-60,2%		
Biên lợi nhuận ròng	0,6%	4,2%	3,8%	-0,4%	5,1%	3,7%	-1,4%	10,3%	4,4%	-6,0%		
% tăng trưởng svck	NA	626,6%	604,8%		32,2%	1,9%		198,7%	58,9%			
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	857.552	886.800	1.072.236	20,9%	923.000	1.130.000	22,4%	1.252.000	1.440.000	15,0%		
Ổng thép	156.489	152.400	125.500	-17,7%	160.000	160.000	0,0%	160.000	160.000	0,0%		
Tôn mạ	701.063	734.400	946.736	28,9%	763.000	970.000	27,1%	1.092.000	1.280.000	17,2%		
Tôn mạ - nội địa	210.803	217.000	245.330	13,1%	223.000	270.000	21,1%	382.000	380.000	-0,5%		
Tôn mạ - xuất khẩu	490.260	517.400	701.406	35,6%	540.000	700.000	29,6%	710.000	900.000	26,8%		
Giá thép HRC (USD/tấn)	669	699	569	-18,6%	732	580	-20,7%	760	610	-19,7%		
% tăng trưởng svck	-21,1%	4,5%	-15,0%		4,7%	2,0%		3,9%	5,2%			
Giá bán thép trung bình (triệu đồng/tấn)	22.068	23.684	20.536	-13,3%	24.733	20.747	-16,1%	26.749	21.648	-19,1%		
% tăng trưởng svck	-21,0%	7,3%	-6,9%		4,4%	1,0%		8,2%	4,3%			

Nguồn: VNDIRECT Research

Tăng trưởng sản lượng bán hàng của HSG vượt trội so với ngành

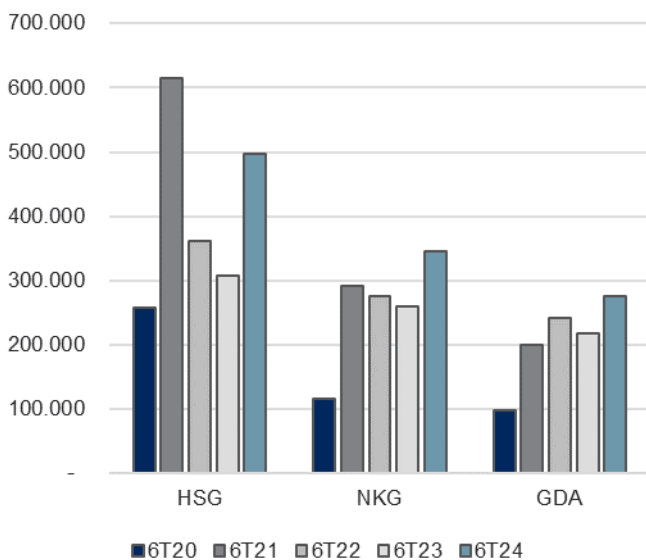
Hình 8: Sản lượng bán tôn mạ 6T trong 5 năm qua (tấn)



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

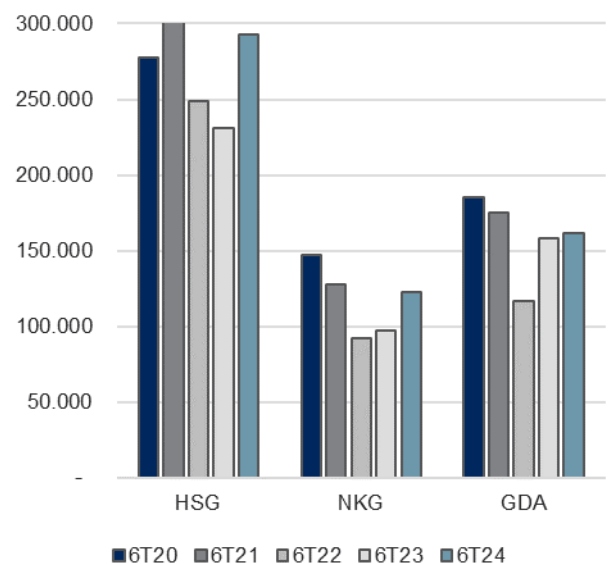
Sản lượng bán hàng 6 tháng của ba công ty thép mạ kẽm dẫn đầu đều tăng trưởng: trong khi ngành đạt mức tăng trưởng là 36% svck thì tăng trưởng sản lượng của HSG lại vượt trội hơn với mức tăng 47% svck, tốt hơn kết quả trong vòng hai năm qua. Doanh số của NKG tăng 31% svck trong khi GDA chỉ tăng 16% svck.

Hình 9: Lượng xuất khẩu thép mạ kẽm trong 5 năm (tấn)



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

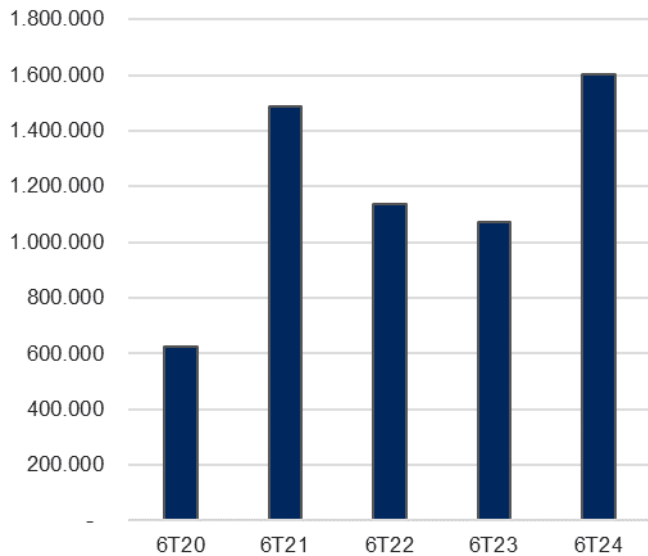
Hình 10: Lượng thép mạ kẽm bán ra tại thị trường trong nước trong 5 năm (tấn)



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

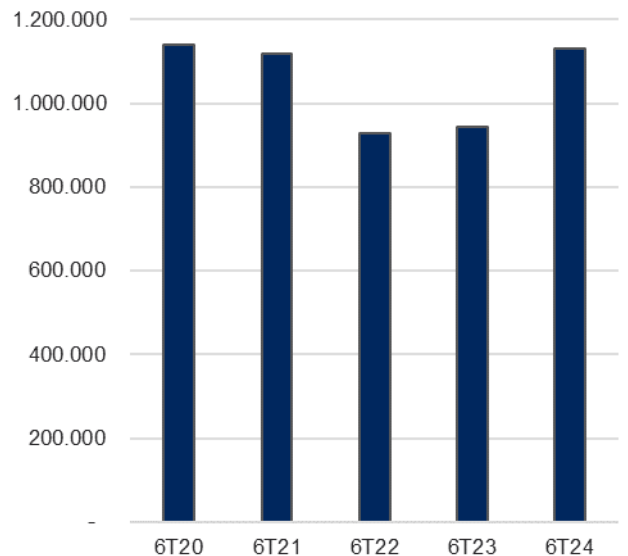
Trong khi xuất khẩu của ngành tăng 49% svck thì HSG lại có mức tăng trưởng vượt trội hơn đạt 62% svck. Ngoài ra, sản lượng của NKG tăng 33% svck trong khi sản lượng của GDA chỉ tăng 26% svck, kém hơn so với mức tăng trưởng chung của ngành.

Hình 11: Sản lượng xuất khẩu của ngành trong 5 năm (tấn)



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

Hình 12: Sản lượng trong nước địa của ngành trong 5 năm (tấn)



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

Xuất khẩu tiếp tục tăng trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu phục hồi trong năm nay

Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc, sản lượng thép toàn cầu vẫn ổn định trong năm 2023, nhưng dự kiến sẽ tăng gần 2% hàng năm vào năm 2024 và 2025, với chi tiêu cho cơ sở hạ tầng và tăng trưởng sản xuất công nghiệp sẽ làm tăng nhu cầu tiêu thụ liên tục. Cầu dự kiến sẽ phục hồi ở các nền kinh tế phát triển vào năm 2025 và 2026.

Trong nửa đầu 2024, dù thị trường toàn cầu đang chịu áp lực bởi lãi suất cao nhưng hoạt động xuất khẩu của HSG và NKG vẫn có những tăng trưởng ấn tượng. Số liệu xuất khẩu của HSG và NKG trong nửa đầu 2024 đã bằng 70% so với năm 2023 và hoàn thành khoảng 50% dự phóng cả năm của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu trong năm nay sẽ tăng 27% svck đối với HSG và 46% svck đối với NKG trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu giữ ổn định và môi trường lãi suất nới lỏng hơn trong Q4/24.

Hình 13: Các giả định về sản lượng bán hàng

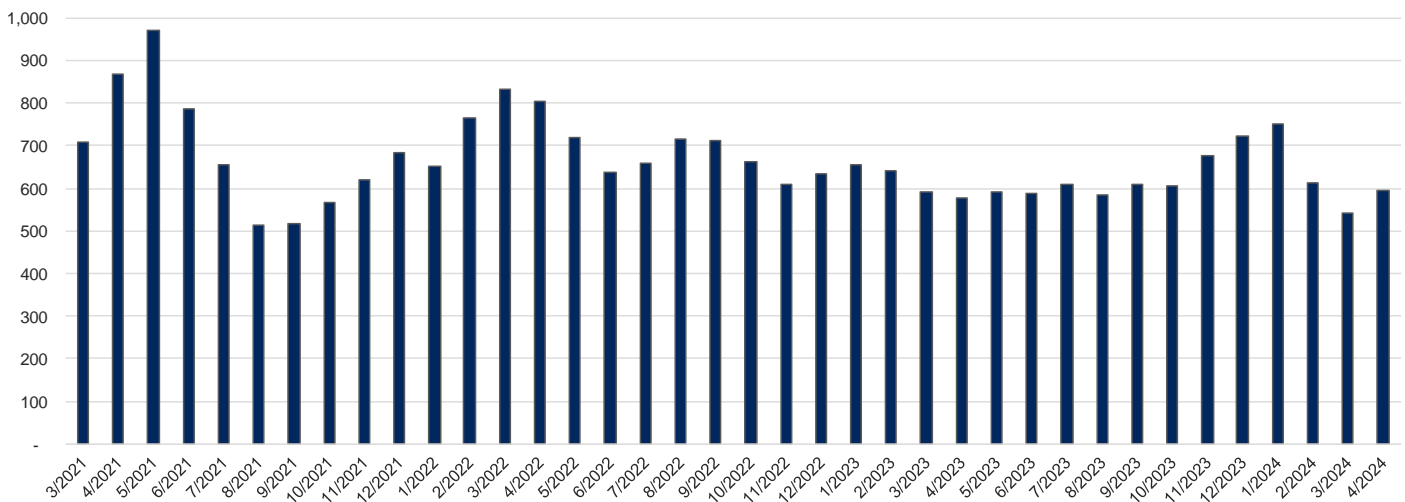
HSG	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	6T24	6T24 sv 2024
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	1.498.209	1.926.770	1.940.000	2.080.000	29%	1%	7%	961.770	50%
Ống thép	286.690	345.770	380.000	400.000	21%	10%	5%	170.770	49%
Tôn mạ	1.211.519	1.581.000	1.560.000	1.680.000	30%	-1%	8%	791.000	50%
Tôn mạ - nội địa	527.941	623.000	760.000	880.000	18%	22%	16%	293.000	47%
Tôn mạ - xuất khẩu	683.578	958.000	800.000	800.000	40%	-16%	0%	498.000	52%
NKG	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	6T24	6T24 sv 2024
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	857.552	1.072.236	1.130.000	1.440.000	25%	5%	27%	534.533	50%
Ống thép	156.489	125.500	160.000	160.000	-20%	27%	0%	60.500	48%
Tôn mạ	701.063	946.736	970.000	1.280.000	35%	2%	32%	474.033	50%
Tôn mạ - nội địa	210.803	245.330	270.000	380.000	16%	10%	41%	120.330	49%
Tôn mạ - xuất khẩu	490.260	701.406	700.000	900.000	43%	0%	28%	353.703	50%

Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

Nhu cầu trong nước sẽ thúc đẩy tăng trưởng vào năm tới

Như đã đề cập trong [Báo cáo cập nhật HPG](#), nhu cầu về thép xây dựng trong nước đóng vai trò là chỉ báo đáng tin cậy về sự phục hồi của lĩnh vực bất động sản, đặc biệt là trong xây dựng nhà ở. Mặc dù thị trường có chứng kiến một đợt tăng nhu cầu vào cuối năm 2023 và tháng 1 năm 2024, nhưng đợt tăng này không thể duy trì được dài trong vòng ba tháng tiếp theo, dẫn đến lực cầu chỉ tăng nhẹ svck. Tuy nhiên, nhu cầu trong nước đối với tôn mạ trong toàn ngành trong 6 tháng đầu năm 2024 đã phục hồi lên 1,1 triệu tấn như giai đoạn 2019-2022, tương đương 190.000 tấn/tháng (hình 15). Điều này có thể là do nhu cầu ổn định hơn từ lĩnh vực sản xuất nhà xưởng so với sự cải thiện trên thị trường nhà ở. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan rằng thị trường bất động sản nhà ở sẽ cải thiện, đặc biệt là vào năm 2025, do: 1) môi trường lãi suất cho vay thuận lợi hơn, dự kiến sẽ kích thích nhu cầu nhà ở; và 2) nguồn cung nhà ở tăng do được hưởng lợi từ việc Luật Đất đai dần được áp dụng, từ đó giải quyết được các hạn chế về nguồn cung hiện tại. Khi nhu cầu trong nước tăng lên ở cả thị trường dân dụng và công nghiệp, chúng tôi kỳ vọng rằng các công ty tôn thép sẽ ưu tiên thị trường nội địa hơn xuất khẩu do chi phí logistics ổn định hơn và để tránh các cuộc điều tra chống bán phá giá từ các nước xuất khẩu.

Hình 14: Nhu cầu thép xây dựng công nghiệp hàng tháng (nghìn tấn – bình quân 3 tháng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Fiingroup

Quy định mới sẽ hỗ trợ ngành thép trong nước

Bộ Công Thương dự báo tổng nhu cầu về thép của các ngành sản xuất tại Việt Nam đến năm 2030 có thể đạt 310 tỷ USD, bao gồm cả tiêu thụ thép trực tiếp và gián tiếp. Nguồn cung thép gián tiếp hiện tại chủ yếu đến từ nhóm doanh nghiệp FDI.

Hình 15: Tổng nhu cầu thép gián tiếp và trực tiếp dự báo của Bộ Công Thương đến năm 2030

Mục đích	tỷ USD
Máy móc phục vụ các dự án công nghiệp	120
Ô tô	120
Đường sắt	35
Kỹ thuật cơ khí phục vụ xây dựng nông nghiệp, chế biến	15
Thiết bị tiêu chuẩn	10
Tàu điện ngầm	10
Tổng	310
Đề xuất giải pháp	Mục tiêu
Ban hành chính sách ưu đãi về đất đai, cơ sở hạ tầng, khoa học công nghệ và đào tạo nguồn nhân lực	Thép
Phát triển và đầu tư nhiều dự án sản xuất lớn hơn do HRC chiếm tỷ trọng lớn trong ngành sản xuất và chế biến	HRC, thép hợp kim

Nguồn: Bộ Công Thương , VNDIRECT Research

Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật HPG của chúng tôi, vào ngày 15/6/2024, Chính phủ Việt Nam đã triệu tập một hội nghị tập trung vào việc thúc đẩy sự phát triển ngành vật liệu xây dựng, đặc biệt là thép và xi măng. Các kết quả chính của hội nghị này bao gồm:

Chiến lược phát triển ngành thép Việt Nam 2030-2050

Bộ Giao thông Vận tải (MoIT) sẽ trình Thủ tướng Chính phủ Chiến lược phát triển ngành thép Việt Nam giai đoạn 2030-2050. Chiến lược này nhằm định vị ngành thép là ngành trọng điểm, từ đó giúp bảo vệ thị trường trong nước đồng thời thúc đẩy xuất khẩu.

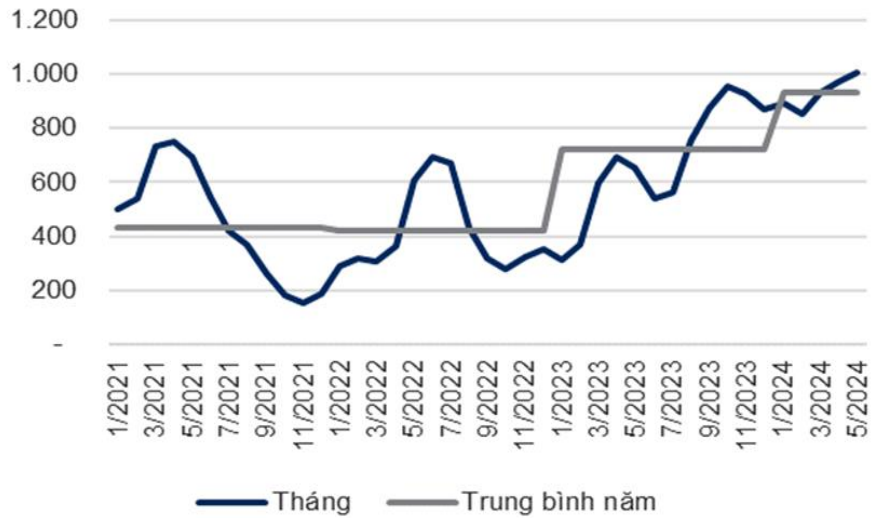
Luật Phát triển công nghiệp trọng điểm

Đồng thời, các nỗ lực đang được tiến hành để soạn thảo Luật Phát triển công nghiệp trọng điểm. Luật này được soạn ra nhằm nâng tầm ngành công nghiệp thép của Việt Nam trở thành ngành có vai trò chủ chốt trong nền kinh tế quốc gia, nhấn mạnh vào khả năng bảo vệ thị trường và tăng cường xuất khẩu.

Hai chính sách chiến lược này được lập ra với mục tiêu phát triển thép thành phẩm và thép hợp kim chất lượng cao, từ đó mang lại sự tự chủ cho ngành thép trong nước. Điều này có ý nghĩa quan trọng trong quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa của đất nước.

Thuế chống bán phá giá (AD) có thể tác động đến các doanh nghiệp trong và ngoài nước

Hình 16: Xuất khẩu của Trung Quốc sang Việt Nam (nghìn tấn)



Nguồn: Bloomberg

Lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc sang Việt Nam tăng vọt 92%/27% svck vào năm 2023 và từ đầu năm 2024 đến nay, và Chính phủ Việt Nam đang đặc biệt chú ý đến điều này:

1. Bộ Công Thương đang thực hiện điều tra sản phẩm tôn mạ để quyết định có nên áp dụng thuế chống bán phá giá đối với một số loại tôn mạ đến từ Trung Quốc và Hàn Quốc hay không. Chúng tôi cho rằng khả năng cao điều này sẽ thành hiện thực, từ đó, tất cả các nhà sản xuất thép mạ kẽm sẽ được hưởng lợi, bao gồm HSG, NKG, HPG và GDA. Chúng tôi cho rằng điều này rất có thể xảy ra vì Việt Nam hiện đang chịu tình trạng dư cung tôn mạ.
2. Bộ Công Thương đang thực hiện điều tra sản phẩm HRC nhập khẩu từ một số công ty Trung Quốc và Ấn Độ, và kết quả có thể mất từ 3 đến 5 tháng để hoàn tất. 14 trong số 28 vụ điều tra giá chống bán phá giá trong quá khứ là từ ngành thép, và 14 vụ việc này đều được hoàn tất với kết quả là thuế chống bán phá giá được áp dụng. Tuy nhiên, tác động mỗi đợt lại khác nhau tùy thuộc vào thời điểm và quy mô. Nếu điều này thành hiện thực, chúng tôi nghĩ rằng thuế sẽ được áp dụng khi Dung Quất 2 của Tập đoàn Hòa Phát đi vào hoạt động và bù đắp cho sự thiếu hụt HRC tại Việt Nam. Thuế chống bán phá giá sẽ chỉ được áp dụng cho một số mã HRC có phạm vi giá thấp hơn nhiều so với giá trong nước.

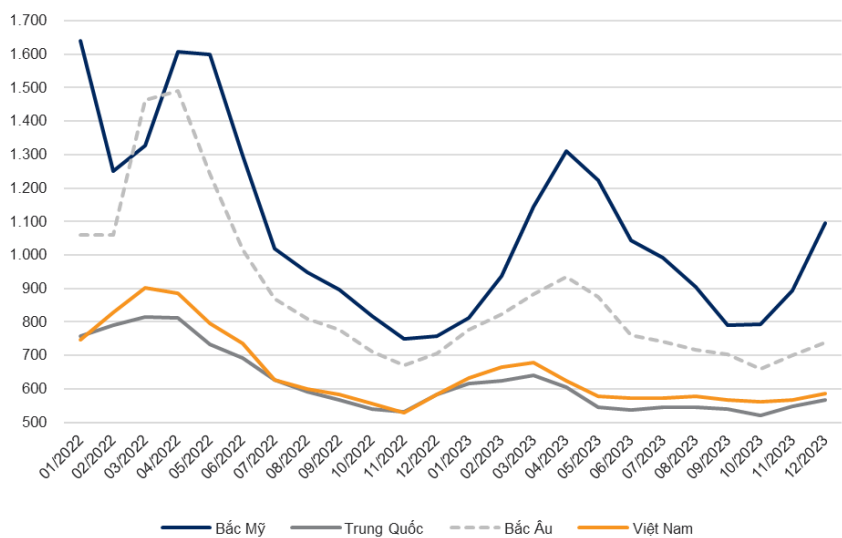
Trên thị trường toàn cầu, Ủy ban châu Âu đã đặt hạn ngạch mới 15% đối với hàng nhập khẩu HRC từ một số quốc gia, bao gồm cả Việt Nam. Ngoài ra, Ủy ban châu Âu gần đây đã xác nhận rằng họ đã có tất cả các hồ sơ cần thiết để quyết định có nên bắt đầu điều tra sản phẩm HRC nhập khẩu từ Việt Nam hay không, bao gồm cả HPG và Formosa. Thị trường châu Âu chỉ chiếm 3-11% tổng doanh thu của HPG trong hai năm qua và nếu chúng ta giả định Formosa - một nhà xuất khẩu HRC khác có trụ sở tại Việt Nam, cũng có tỷ lệ tương đương, thì cả hai nhà sản xuất HRC này đều sẽ cố gắng bán cho các quốc gia khác hoặc bán nhiều hơn tại thị trường trong nước. Điều này sẽ mang lại tác động trung lập hoặc tích cực đến chi phí đầu vào của HSG và NKG.

Biên LN sẽ tăng nhẹ trong bối cảnh giá HRC giảm mạnh

Giá HRC có xu hướng giảm xuống khoảng 500 USD/tấn tại Châu Á do Trung Quốc tăng mạnh sản lượng thép và đẩy mạnh xuất khẩu sang Việt Nam, Đông Nam Á, Hàn Quốc, Ấn Độ và các nước phương Tây trong bối cảnh nhu cầu nội địa Trung Quốc yếu. Có ba chỉ số mà chúng tôi theo dõi chặt chẽ: biên lợi nhuận bằng tiền mặt tại các nhà máy của Trung Quốc, mức sản xuất của Trung Quốc và phản ứng của các quốc gia nhập khẩu thép Trung Quốc.

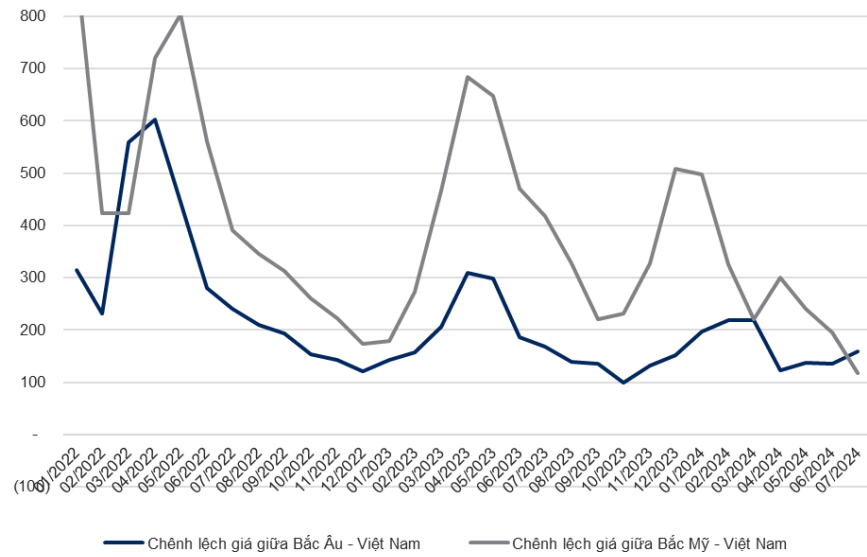
Biên LN bằng tiền mặt của Trung Quốc tại Lò Cao sụt giảm và ghi nhận mức lỗ 200 USD/tấn, thậm chí thấp hơn mức năm 2022 và 2023. Kinh nghiệm quan sát quá khứ gần đây cho thấy, các công ty Trung Quốc có thể chịu lỗ được tối đa 3 tháng trước khi cắt giảm sản lượng sản xuất. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ ổn định ở mức thấp này trước khi bật tăng trở lại vào Q4/24 khi nhu cầu tăng lên. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một pha hồi phục đáng tin cậy của giá thép nên được dựa trên sự suy giảm trong sản lượng thép của Trung Quốc, nguyên nhân đến từ những phản ứng mạnh mẽ hơn từ các nước nhập khẩu. Hoa Kỳ gần đây đã áp thuế đối với các công ty Mexico với sản phẩm có nguồn gốc không đến từ Hoa Kỳ, Canada hoặc Mexico. Việt Nam và Ấn Độ cũng chú ý đến sự gia tăng nhập khẩu thép của Trung Quốc và đã khởi xướng các cuộc điều tra.

Hình 17: Giá HRC tại các khu vực



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 18: Chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và thị trường phương Tây (Đô la Mỹ)



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 19: Quy mô và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ hàng đầu Việt Nam trong giai đoạn bình ổn

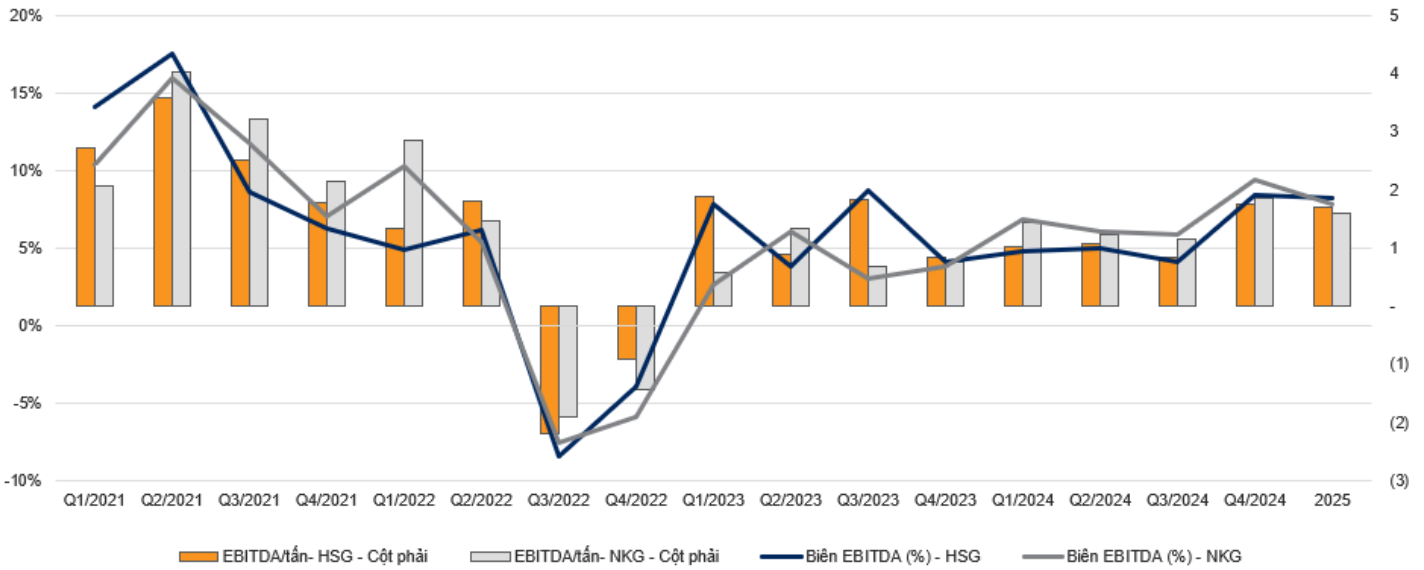
Công suất hiện tại (triệu tấn)	Công suất ước tính 2026-27 (triệu tấn)	Biên giá bán trừ giá thành	CPBH&QLDN/DTT	Biên EBITDA	Bình luận
HSG	2,2	10-20%	8-9%, ổn định	6-12%	HSG sẽ đa dạng hóa các lĩnh vực sang bán lẻ vật liệu xây dựng và bất động sản, hiện tại chưa rõ ràng.
NKG	1,1	0.5-1	8-16%	5-10%	NKG sẽ có kinh tế quy mô tốt hơn khi nâng công suất sản xuất ngang bằng với HSG (kể từ năm 2026) và ở vị trí gần cảng.
GDA	0,8	0.3-0.6	6-13%	3-6%	GDA sẽ có kinh tế quy mô tốt hơn nhờ nhà máy mới ở vị trí gần cảng.

Nguồn: VNDIRECT Research

Biên EBITDA của HSG trong nửa đầu 2024 giảm nhẹ từ 5,8% xuống 5% do hoạt động nhập khẩu HRC trong Q1/24 với giá cao hơn 550-580 USD. Vào cuối Q2/24, tồn kho HSG giảm nên có thể lượng hàng tồn kho với chi phí cao hơn đã được tiêu thụ bớt. Vì vậy, áp lực lên giá vốn hàng bán có khả năng sẽ giảm bớt trong 6 tháng cuối năm, và trở về trong mức biên EBITDA giai đoạn bình ổn.

Trong khi đó, biên EBITDA của NKG trong nửa đầu 2024 tăng lên 6% từ mức nền thấp 4.5% của năm ngoái và do công ty cũng thực hiện quản lý hàng tồn kho thận trọng hơn trong Q1/24. Chúng tôi kỳ vọng mức biên này sẽ được duy trì ổn định trong nửa cuối năm 2024 trong bối cảnh NKG sẽ được hưởng lợi ít hơn khi chênh lệch giữa giá HRC của Việt Nam và các nước phương Tây thu hẹp.

Hình 20: Dự báo biên EBITDA cho HSG và NKG



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Tăng trưởng của HSG trong tương lai vẫn chưa rõ ràng

Tại ĐHCĐ năm 2024, HSG đã phê duyệt kế hoạch mở rộng dài hạn để tìm kiếm cơ hội đầu tư vào nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau, bao gồm bất động sản và tài chính, với vốn đầu tư tối đa là 5.000 tỷ đồng. Dựa trên dự phóng KQKD trong ba năm tới, chúng tôi cho rằng HSG sẽ không cần huy động thêm vốn cho đợt mở rộng này. HSG đã giải ngân 380 tỷ đồng trong Q1/24 để tích lũy bất động sản.

Việc phát hành cho cổ đông hiện hữu sẽ gây áp lực lên tăng trưởng EPS của NKG vào năm tới

Tăng trưởng của NKG từ năm 2026 trở đi sẽ được thúc đẩy bởi nhà máy Nam Kim Phú Mỹ được đưa vào hoạt động, bổ sung thêm 500.000 tấn tôn mạ chất lượng cao mới và 1 triệu tấn thép cuộn cán nguội (CRC) vào năm 2026-2027 vào công suất hiện tại là khoảng 1,1 triệu tấn, vì nhà máy này đặt mục tiêu phục vụ nhiều ngành công nghiệp khác nhau như ô tô và đồ gia dụng. Vào năm 2026, chúng tôi kỳ vọng NKG sẽ bán được 300.000 tấn trong số 500.000 tấn đầu tiên mới được bổ sung. NKG đã động thổ xây dựng nhà máy tại Phú Mỹ, Bà Rịa - Vũng Tàu, sẽ cần tổng vốn đầu tư tài sản cố định là 4.500 tỷ đồng, bao gồm cả máy móc và xây dựng, không bao gồm đất KCN. NKG đã mua đất cách đây tám năm với mức giá rất cạnh tranh nếu định giá theo thị trường hiện tại. Để tài trợ cho việc mở rộng năng lực này, NKG có kế hoạch huy động khoảng 1.500 tỷ đồng từ đợt phát hành quyền mua cổ phiếu với giá 12.000 đồng/cổ phiếu vào cuối năm nay. Chúng tôi kỳ vọng rằng đến đầu năm 2025, NKG sẽ nhận được toàn bộ số tiền để đẩy nhanh tiến độ xây dựng nhà máy mới. Tuy nhiên, mức pha loãng 50% này sẽ khiến tăng trưởng EPS giảm 32% trong năm 2025 vì nhà máy Phú Mỹ đem lại lợi nhuận vào năm 2026.

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan cho HSG với giá mục tiêu là 26.000 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho HSG với giá mục tiêu là 26.000 đồng bằng bốn phương pháp định giá bao gồm P/E, P/B, EV/EBITDA và Chiết khấu dòng tiền.

Hình 21: Giá mục tiêu

Phương pháp	Chỉ số mục tiêu (x)	Giá tương ứng	Tỷ trọng	Giá mục tiêu theo tỷ trọng
P/E	8,0	24.100	0,25	6.025
P/B	1,2	24.900	0,25	6.225
EV/EBITDA	5,0	25.700	0,25	6.425
FCFE		29.000	0,25	7.250
Giá mục tiêu				26.000
		2024	2025	2026
P/E		9,7	6,4	5,5
P/B		1,0	0,9	0,8

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 22: Chi phí vốn cổ phần và WACC

Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Beta	1,7
Chi phí vốn chủ	16,0%
Chi phí vốn vay (sau thuế)	8,8%
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.843
Nợ (giá trị ghi sổ - tỷ đồng)	5.441
Vốn chủ (vốn vay+vốn chủ)	70,2%
Vốn vay (vốn vay+vốn chủ)	29,8%
WACC	13,9%
Tăng trưởng dài hạn	4,0%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 23: Định giá Chiết khấu dòng tiền

Định giá chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027	2028
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1264	2580	1740	1800	1800
- Đầu tư TSCĐ	-700	-2500	-2500	-300	-300
+ Nợ ròng	-955	-167	33	-300	-300
FCFE	-391	-87	-728	1200	1200
Giá trị cuối cùng					32748
FCFE + Giá trị cuối cùng	-391	-87	-728	1200	33948
Giá trị hiện tại của FCFE và giá trị cuối cùng	17544				
% giá trị cuối cùng	1				
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0				
Giá trị VCSH	17544				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	29000				

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 24: Định giá P/E

P/E	Q2/25
Lợi nhuận ròng hợp nhất (tỷ đồng)	1.848
EPS (VND)	3.000
P/E mục tiêu (x)	8
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	616
Giá trị cổ phiếu (VND)	24.100
Tăng trưởng EPS 2024-25	50%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 25: Định giá P/B

P/B	Q2/25
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	12.752
P/B mục tiêu	1,2
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	616
Giá trị sổ sách/cp	20.702
Giá trị cổ phiếu (đồng)	24.900
ROE	11%/15%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 26: Định giá EV/EBITDA

EV/EBITDA	Q2/25
EBITDA (tỷ đồng)	3.158
EV/EBITDA mục tiêu (x)	5
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	15.792
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	616
Giá trị cổ phiếu (đồng)	25.700
Tăng trưởng EBITDA 2024-25	23%/38%

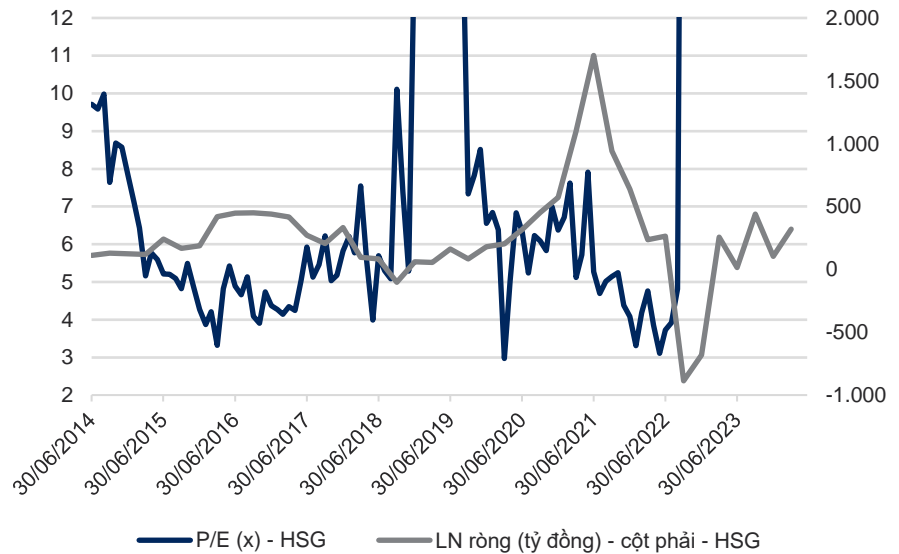
Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá HSG đang ở mức hấp dẫn:

HSG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2024-25 là 10x/6x với mức tăng trưởng EPS trung bình là 50%. Vào giữa năm 2025, HSG sẽ giao dịch ở mức P/E mục tiêu là 8x (phạm vi P/E trong quá khứ của HSG từ 4x đến 10x).

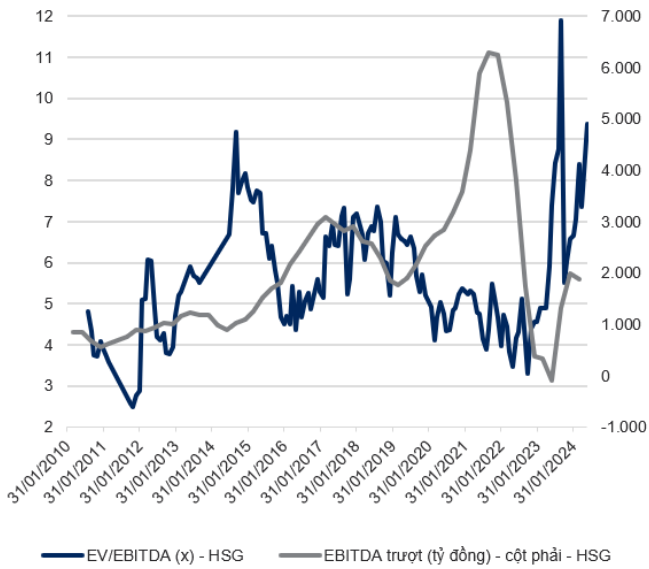
HSG đang giao dịch ở mức P/B dự phóng 2024-25 là 1x/0,9x. Với ROE là 11-15%, vào giữa năm 2025, HSG sẽ giao dịch ở mức P/B mục tiêu là 1,2x (phạm vi P/B quá khứ của HSG là từ 0,5x ứng với ROE dưới 5% đến 2x ứng với ROE trên 35%).

Hình 27: P/E trượt của HSG và lợi nhuận ròng



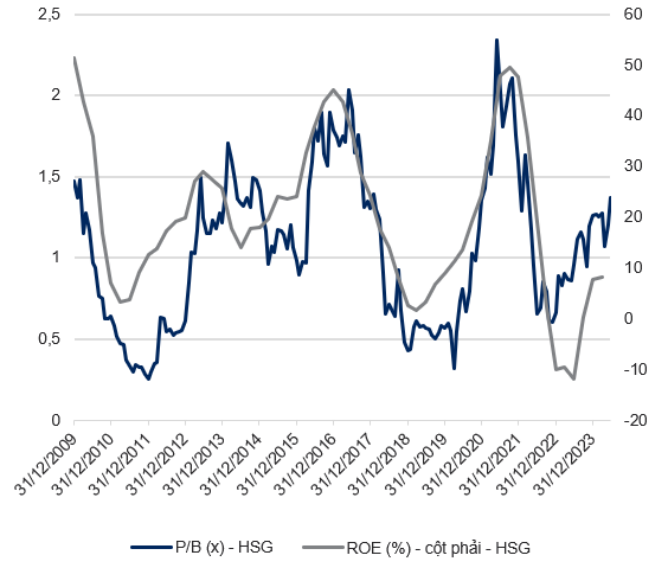
Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 28: EV/EBITDA trượt và EBITDA của HSG



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 29: P/B trượt và ROE của HSG



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Định giá: Hạ khuyến nghị xuống Trung lập cho NKG với giá mục tiêu là 22.000 đồng

Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập cho NKG với giá mục tiêu là 22.000 đồng bằng bốn phương pháp, bao gồm định giá P/E, P/B, EV/EBITDA và Chiết khấu dòng tiền.

Hình 30: Giá mục tiêu

Phương pháp	Chỉ số mục tiêu (x)	Giá tương ứng	Tỷ trọng	Giá mục tiêu theo tỷ trọng
P/E	9,0	19.500	25%	4.875
P/B	1,3	20.700	25%	5.175
EV/EBITDA	5,0	19.400	25%	4.850
FCFE		28.000	25%	7.000
Giá mục tiêu				22.000
		2024	2025	2026
P/E		6,8	10,0	6,8
P/B		1,0	1,1	0,81

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 31: Chi phí vốn cổ phần và WACC

Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Beta	1,90
Chi phí vốn chủ	17,6%
Chi phí vốn vay	8,8%
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.082
Nợ (tỷ đồng)	4.019
Vốn chủ/(vốn vay+vốn chủ)	60%
Vốn vay/(vốn vay+vốn chủ)	40%
WACC	14,1%
Tăng trưởng dài hạn	4%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 32: Định giá Chiết khấu dòng tiền

Định giá chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027	2028
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.971	149	-1.831	2.500	3.000
- Đầu tư TSCĐ	-1.463	-2.000	-1.000	-500	-500
+ Nợ ròng	-555	2.856	3.335	-300	-300
FCFE	-47	1.005	505	1.700	2.200
Giá trị cuối cùng					14.410
FCFE + giá trị cuối cùng	-47	1.005	505	1.700	16.610
	0	0	0	0	14.410
Giá trị hiện tại của FCFE và giá trị cuối cùng	10.671				
% giá trị cuối cùng	60%				
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0				
Giá trị VCSH	10.671				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	28.000				

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 33: Định giá P/E

P/E	Q2/25
LN ròng hợp nhất (tỷ đồng)	852
EPS (VND)	2.156
P/E mục tiêu (x)	9,00
SLCP đang lưu hành (triệu)	395
Giá trị cổ phiếu (đồng)	19.500
Tăng trưởng EPS 2024-25	605%/ -32%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 34: Định giá P/B

P/B	Q2/25
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	6.274
P/B mục tiêu (x)	1,3
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	395
Giá trị sổ sách/cp	15.886
Giá trị cổ phiếu (đồng)	20.700
ROE 2024-25	15%/11%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 35: Định giá EV/EBITDA

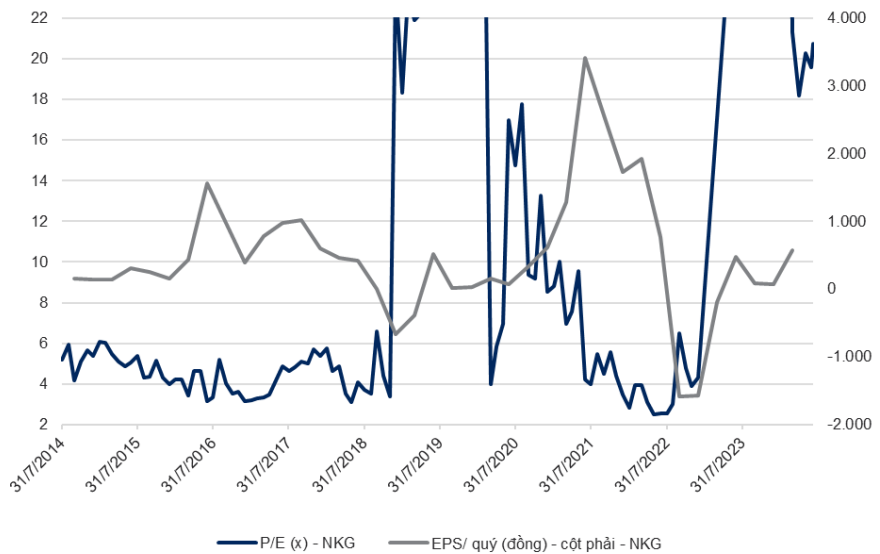
EV/EBITDA	Q2/25
EBITDA (tỷ đồng)	1531,02
EV/EBITDA mục tiêu (x)	5,00
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	7655,12
SLCP đang lưu hành (triệu)	394,92
Giá trị cổ phiếu (đồng)	19400,00
Tăng trưởng EBITDA/cp 2024-25	137%/22%

Nguồn: VNDIRECT Research

NKG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2024-25 là 6,8x/10x với dự phóng tăng trưởng EPS sẽ giảm 32% trong năm 2025. Tăng trưởng EPS trong 2024 là 6x từ mức nền thấp và sau đó giảm 32% trong năm 2025 khi tính đến yếu tố pha loãng cổ phiếu. Tuy nhiên, vào giữa năm 2025, chúng tôi vẫn kỳ vọng EPS sẽ tăng trưởng trở lại ở mức hai chữ số trong 2026 do năng lực sản xuất mới đi vào hoạt động. Vì vậy, chúng tôi lấy P/E là 9x làm mục tiêu của mình (phạm vi P/E của NKG từ 3x đến 14x).

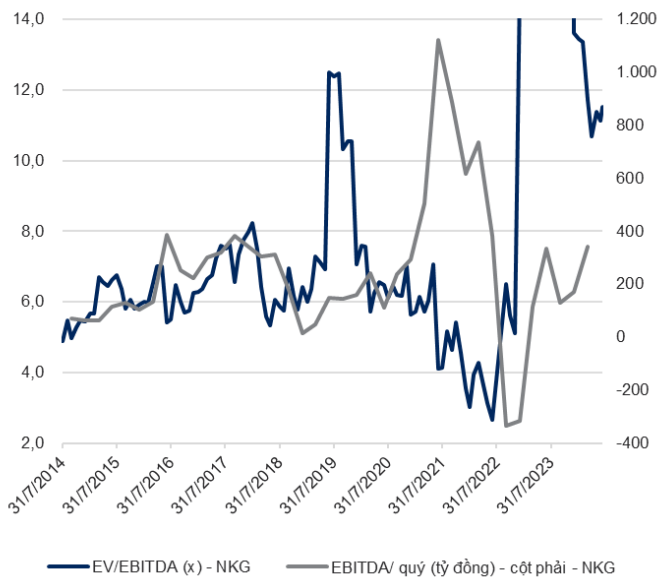
NKG đang giao dịch ở mức P/B dự phóng 1x/1,1x trong 2024-25. Với ROE 2024-25 kì vọng là 15%/11%, vào giữa năm 2025, NKG sẽ giao dịch ở mức mục tiêu P/B là 1,3x (phạm vi P/B trong quá khứ của NKG là từ 0,5x với ROE dưới 0% đến 2x với ROE trên 30%).

Hình 36: P/E trượt và EPS của NKG



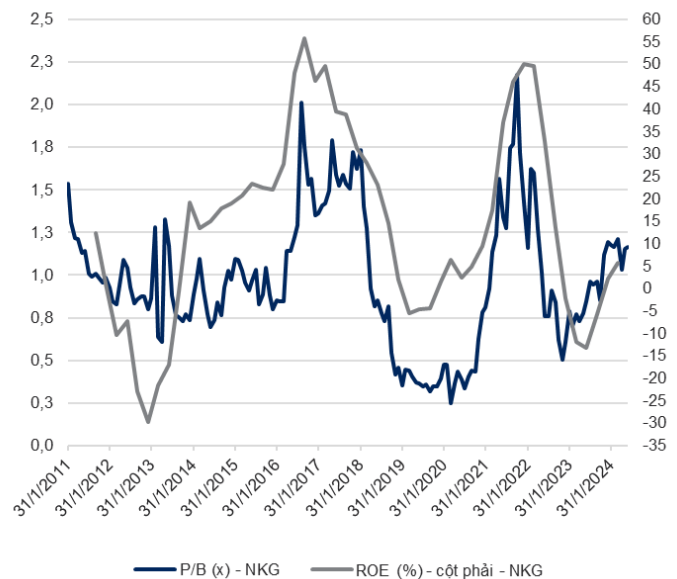
Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 37: EV/EBITDA trượt và EBITDA của NKG



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 38: P/B trượt và ROE của NKG



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Hình 39: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

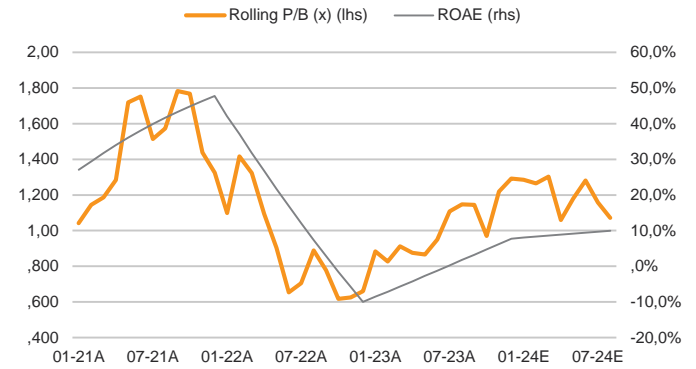
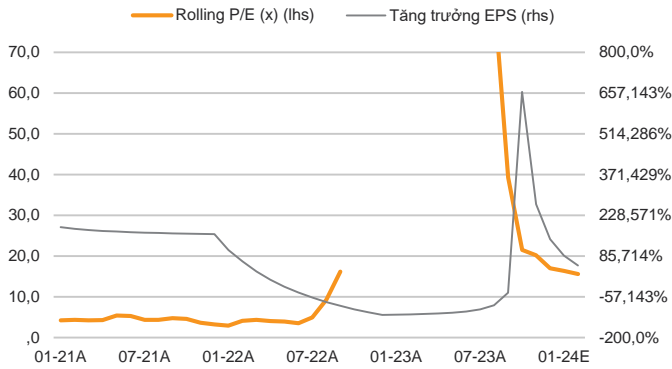
Mã Bloomberg	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu Đô la Mỹ)	Nợ ròng/VCSH (%)	ROE trượt (%)	P/B hiện tại (x)	P/E trượt (x)
HSG VN EQUITY	Tập đoàn Hoa Sen	Việt Nam	609	49	8,1	1,2	11,3
NKG VN EQUITY	Công ty Nam Kim	Việt Nam	223	69	7,5	1,0	13,4
GDA VN EQUITY	Công ty Tôn Đông Á	Việt Nam	154	72	9,3	0,9	9,5
HPG VN EQUITY	Tập đoàn Hoà Phát	Việt Nam	7.388	42	9,2	1,6	15,3
Average			2.094	58,0	8,5	1,2	12,4
000932 CH Equity	Hunan Valin	Trung Quốc	4.304	57	9,2	0,6	6,5
600010 CH Equity	Inner Mongolia BaoTou Steel Union	Trung Quốc	8.948	77	0,6	1,3	225,4
5411 JP Equity	JFE Holdings	Nhật Bản	9.092	63	8,6	0,6	6,9
5406 JP Equity	Kobe Steel	Nhật Bản	4.812	52	11,1	0,7	6,9
600282 CH Equity	Nanjing Iron & Steel	Trung Quốc	4.231	81	8,7	1,2	13,4
000629 CH Equity	Pangang Group Vanadium Titanium & Resources	Trung Quốc	3.459	(11)	7,5	2,1	29,6
Average			5.808	53	7,6	1,1	48,1

Nguồn: VNDIRECT Research

Rủi ro giảm giá

- Nhu cầu thép thấp hơn dự kiến do thị trường bất động sản phục hồi chậm kéo dài, các biện pháp bảo hộ trên thị trường xuất khẩu.
- Giá HRC cao hơn dự kiến do căng thẳng toàn cầu leo thang hoặc thuế chống bán phá giá áp dụng đối với HRC nhập khẩu.

HSG - Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	32.806	40.298	41.310
Giá vốn hàng bán	(28.956)	(35.208)	(35.187)
Chi phí quản lý DN	(2.543)	(3.827)	(3.924)
Chi phí bán hàng	(412)	0	0
LN hoạt động thuần	895	1.262	2.198
EBITDA thuần	78	86	1.006
Chi phí khấu hao	817	1.176	1.192
LN HĐ trước thuế & lãi vay	895	1.262	2.198
Thu nhập lãi	245	229	120
Chi phí tài chính	(250)	(213)	(226)
Thu nhập ròng khác	38	58	60
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	929	1.337	2.153
Thuế	(115)	(75)	(258)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	814	1.262	1.894
Thu nhập trên vốn	814	1.262	1.894
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	814	1.262	1.894

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	1.686	1.273	1.187
Đầu tư ngắn hạn	24	24	24
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.415	2.650	2.716
Hàng tồn kho	8.025	9.164	9.640
Các tài sản ngắn hạn khác	807	991	1.016
Tổng tài sản ngắn hạn	12.957	14.102	14.583
Tài sản cố định	5.301	4.825	6.133
Tổng đầu tư	135	135	135
Tài sản dài hạn khác	406	406	406
Tổng tài sản	18.798	19.467	21.257
Vay & nợ ngắn hạn	4.684	3.730	3.463
Phải trả người bán	2.225	2.263	2.261
Nợ ngắn hạn khác	1.002	1.218	1.217
Tổng nợ ngắn hạn	7.912	7.210	6.942
Vay & nợ dài hạn	0	0	100
Các khoản phải trả khác	16	146	210
Vốn điều lệ và	6.160	6.160	6.160
LN giữ lại	4.472	5.713	7.607
Vốn chủ sở hữu	10.871	12.111	14.005
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	18.798	19.467	21.257

Báo cáo LCTT

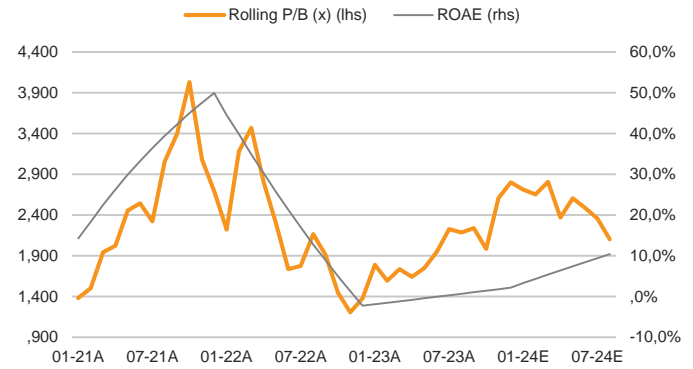
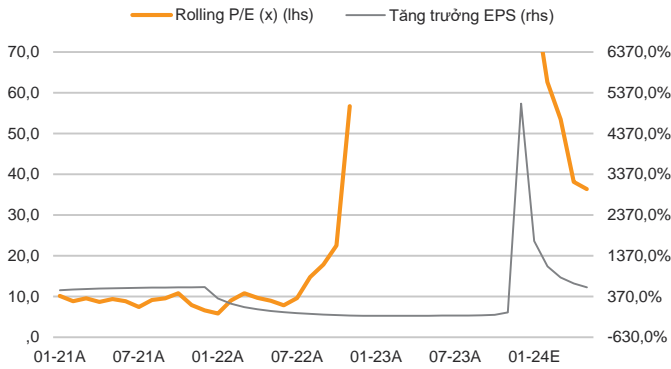
(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	929	1.337	2.153
Khấu hao	817	1.176	1.192
Thuế đã nộp	116	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	(11)	0	0
Thay đổi VLĐ	(1.377)	(1.270)	(764)
LC tiền thuần HKKD	473	1.243	2.580
Đầu tư TSCĐ	(244)	(700)	(2.500)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	20	0	0
Các khoản khác	(326)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	7	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(542)	(700)	(2.500)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	20.938	(955)	(167)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(19.831)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC		(955)	(167)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	647	1.686	1.273
LC tiền thuần trong năm		(412)	(86)
Tiền & tương đương tiền cuối kì		1.273	1.187

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	2,5%	3,1%	4,6%
Vòng quay TS	1,89	2,11	2,03
ROAA	4,7%	6,6%	9,3%
Đòn bẩy tài chính	1,65	1,67	1,56
ROAE	7,7%	11,0%	14,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	26,9	24,1	24,0
Số ngày nắm giữ HTK	101,2	95,3	100,0
Số ngày phải trả tiền bán	28,1	23,5	23,5
Vòng quay TSCĐ	5,65	7,96	7,54
ROIC	5,2%	8,0%	10,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	2,0	2,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2
Vòng quay tiền	100,0	95,8	100,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(19,4%)	22,8%	2,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD		41,0%	74,1%
Tăng trưởng LN ròng		55,1%	50,1%
Tăng trưởng EPS		52,8%	50,1%

Nguồn: VND RESEARCH

NKG - Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	18.596	21.531	23.005
Giá vốn hàng bán	(17.484)	(19.351)	(20.610)
Chi phí quản lý DN	(609)	(1.017)	(994)
Chi phí bán hàng	(130)	(139)	(161)
LN hoạt động thuần	373	1.024	1.240
EBITDA thuần	(444)	(152)	48
Chi phí khấu hao	817	1.176	1.192
LN HĐ trước thuế & lãi vay	373	1.024	1.240
Thu nhập lãi	230	311	264
Chi phí tài chính	(426)	(354)	(547)
Thu nhập ròng khác	0	(0)	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	177	981	958
Thuế	(60)	(153)	(115)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	117	827	843
Thu nhập trên vốn	117	827	843
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	117	827	843

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	785	738	1.743
Đầu tư ngắn hạn	290	290	290
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.033	2.055	2.195
Hàng tồn kho	5.719	5.769	6.870
Các tài sản ngắn hạn khác	602	697	745
Tổng tài sản ngắn hạn	9.429	9.549	11.843
Tài sản cố định	2.562	3.615	5.210
Tổng đầu tư	5	10	10
Tài sản dài hạn khác	239	239	239
Tổng tài sản	12.235	13.414	17.303
Vay & nợ ngắn hạn	4.768	4.209	5.036
Phải trả người bán	1.631	2.497	2.659
Nợ ngắn hạn khác	385	426	454
Tổng nợ ngắn hạn	6.784	7.132	8.148
Vay & nợ dài hạn	0	3	453
Các khoản phải trả khác	28	28	28
Vốn điều lệ và	2.633	2.633	3.949
LN giữ lại	1.731	2.559	3.402
Vốn chủ sở hữu	5.423	6.251	8.673
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	12.235	13.414	17.303

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	177	981	958
Khấu hao	376	405	405
Thuế đã nộp	0	0	0
Các khoản điều chỉnh khác			
Thay đổi VLD	(344)	585	(1.214)
LC tiền thuần HĐKD			
Đầu tư TSCĐ	(130)	(1.500)	(2.000)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(48)	42	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT			
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	1.580
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	18.152	(555)	1.276
Dòng tiền từ HĐTC khác	(18.465)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(34)	0	0
LC tiền thuần HĐTC	(347)	(555)	2.856
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.005	785	738
LC tiền thuần trong năm			
Tiền & tương đương tiền cuối kì			

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	0,6%	3,8%	3,7%
Vòng quay TS	1,45	1,68	1,50
ROAA	0,9%	6,5%	5,5%
Đòn bẩy tài chính	2,39	2,20	2,06
ROAE	2,2%	14,2%	11,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	39,9	34,9	34,8
Số ngày nắm giữ HTK	119,4	109,1	121,7
Số ngày phải trả tiền bán	34,1	47,2	47,1
Vòng quay TSCĐ	6,93	6,97	5,21
ROIC	1,2%	7,9%	6,0%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,3	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2
Vòng quay tiền	125,2	96,8	109,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(19,4%)	15,8%	6,8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	299,8%	174,5%	21,2%
Tăng trưởng LN ròng		604,8%	1,9%
Tăng trưởng EPS		594,5%	1,9%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>