

# NGÀNH THÉP

**TẠO ĐÀ CHO GIAI ĐOẠN MỚI**



Đỗ Thạch Lam, CFA – [lam.dt@vdsc.com.vn](mailto:lam.dt@vdsc.com.vn)



## Đánh giá chung



Sau giai đoạn sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2022-2023, chúng tôi kì vọng trong năm 2024 ngành thép sẽ có sự phục hồi rõ ràng hơn về mặt sản lượng (đặc biệt từ nửa sau năm 2024), hỗ trợ bởi: 1/ Các dự án BĐS sẽ đẩy mạnh mở bán trong năm 2024, đi cùng với quá trình xây dựng và nhu cầu nguyên vật liệu gia tăng, 2/ Các dự án đầu tư công trọng điểm (hệ thống đường vành đai, hệ thống đường cao tốc Bắc-Nam,...) đã bàn giao trên 80% diện tích đất và sẽ đẩy mạnh quá trình xây dựng trong giai đoạn 2024-2025, 3/ Nhu cầu hồi phục từ các thị trường xuất khẩu trọng điểm. Giá nguyên liệu cũng như giá thành phẩm (HRC, thép xây dựng) dự kiến sẽ ít biến động hơn trong năm 2024, trước khi có thể kỳ vọng vào một chu kỳ tăng giá mới (từ 2025 trở về sau). HPG là cổ phiếu chúng tôi ưa thích nhất, với vị thế đầu ngành, và có những kế hoạch đầu tư phù hợp để đón đầu chu kỳ hồi phục của ngành.

### Kết quả kinh doanh năm 2023 có dấu hiệu hồi phục, nhưng rủi ro về giá nguyên liệu còn hiện hữu

- Các công ty thép cho thấy dấu hiệu hồi phục trong nửa sau 2023, về mặt doanh thu và đơn hàng (đặc biệt trong quý 4/23, hỗ trợ bởi các dự án đầu tư công và đơn hàng xuất khẩu); biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp hồi phục, phần nhiều nhờ lượng hàng tồn kho giá cao đã tiêu thụ hết và giá nguyên liệu hạ nhiệt hơn so với 2022, và chính sách tồn kho thận trọng của các doanh nghiệp.
- Tuy nhiên, rủi ro biến động giá nguyên liệu còn hiện hữu, khi trong quý 4 ghi nhận biến động tương đối mạnh (nguyên nhân chính từ sự kì vọng về nhu cầu phục hồi) nhưng đã hạ nhiệt trong đầu năm 2024.

### Triển vọng thị trường nội địa năm 2024 - Sản lượng hồi phục

- Chúng tôi cho rằng thị trường nội địa sẽ dẫn dắt sự phục hồi về sản lượng tiêu thụ thép, đặc biệt trong giai đoạn nửa cuối năm, khi mà i/ Lĩnh vực BĐS hồi phục, với việc mở bán thành công các dự án (đặc biệt trong nửa cuối năm 2024) sẽ là yếu tố thúc đẩy hoạt động xây dựng và từ đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm thép, ii/ Các dự án hạ tầng trọng điểm bắt đầu bước vào giai đoạn xây dựng, với các hạng mục lớn (cầu, đường trên cao...) sẽ cần tiêu thụ thép xây dựng, qua đó là yếu tố hỗ trợ cho hoạt động bán hàng trong 2024.

### Nhu cầu hồi phục ở các thị trường xuất khẩu trọng điểm, đặc biệt đối với sản phẩm HRC

- Dự kiến trong năm 2024, các thị trường xuất khẩu trọng điểm của Việt Nam tiếp tục ghi nhận sự hồi phục về sản lượng tiêu thụ, đến từ: 1/ Sự hồi phục về sản xuất công nghiệp (EU, Hoa Kỳ), 2/ Sự phát triển cơ sở hạ tầng tại các quốc gia châu Á (ASEAN, Ấn Độ).
- Về dài hạn, bên cạnh thị trường nội địa, thị trường EU sẽ là thị trường đáng chú ý của hoạt động sản xuất HRC của HPG trong giai đoạn 2025-2026 (khi đưa khu liên hợp Dung Quất 02 vào hoạt động), nhờ lợi thế sẵn có (giá thành cạnh tranh, đáp ứng các yêu cầu về chứng chỉ môi trường).

Đánh giá chung



## Kỳ vọng giá nguyên liệu và thành phẩm ổn định, qua đó duy trì biên lợi nhuận ổn định

- Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024 giá nguyên liệu sẽ hạ nhiệt và biến động với biên độ hẹp hơn, khi: 1/ Mức tồn kho nguyên liệu trở lại mức cao (đặc biệt tại Trung Quốc, thị trường tiêu thụ chính), 2/ Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đầu ra (thép xây dựng, HRC) cần thời gian phục hồi. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kì vọng giá quặng sắt giao dịch ở USD 115/tấn, giá than cốc giao dịch ở USD 267/tấn (tương đương với mức trung bình trong năm 2022).
- Với việc thị trường BĐS Trung Quốc chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng, cùng các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ Trung Quốc (nhằm phục hồi nhu cầu của người mua nhà) cần thời gian để chứng minh hiệu quả, thì chúng tôi cho rằng sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc – yếu tố thúc đẩy cho một chu kỳ tăng giá – sẽ trở nên rõ ràng hơn từ 2025 trở về sau.
- Chúng tôi lưu ý về rủi ro thị trường thép Việt Nam chịu ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường Trung Quốc, với: 1/ Cạnh tranh về mặt bán hàng với các nhà sản xuất thép nội địa, 2/ Giá thép Việt Nam chịu ảnh hưởng từ sự biến động của giá thép Trung Quốc, với sự tương quan cao giữa các thị trường.

## Cổ phiếu ngành thép – cơ hội đầu tư cho kỳ vọng phục hồi

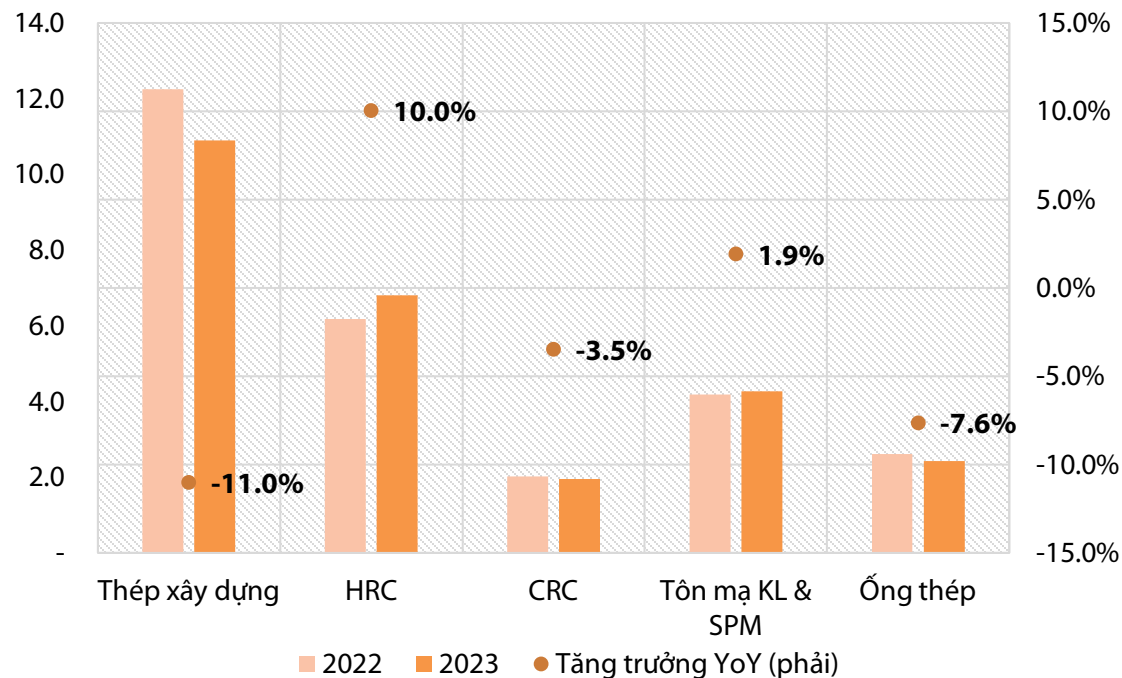
- So với mức thấp trong năm 2023, lợi nhuận các công ty thép dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong năm 2024, khi: 1/ sản lượng bán hàng cải thiện, 2/ Giá nguyên liệu hạ nhiệt và chính sách tồn kho thận trọng giúp duy trì biên lợi nhuận ổn định.
- Hiện nay, các cổ phiếu ngành thép đang giao dịch ở mức P/B trung bình 03 năm, cho thấy triển vọng hồi phục năm 2024 đã bắt đầu phản ánh vào giá cổ phiếu, trong khi vẫn còn những rủi ro ngắn hạn về biến động giá nguyên liệu và sức ép từ thị trường Trung Quốc. Tuy nhiên trong nửa sau năm 2024, với kỳ vọng về: 1/ Sản lượng bán hàng nội địa cải thiện, 2/ Giá thành phẩm có thể hồi phục khi bước vào mùa xây dựng, 3/ Kế hoạch đầu tư tài sản để đón đầu chu kỳ tăng giá mới, nhà đầu tư có thể chú ý tới HPG (MUA, GMT: 33.900 đồng) cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Các cổ phiếu tôn mạ, bao gồm HSG (Tích lũy, GMT: 24.300 đồng) và NKG (Trung lập, GMT: 24.600 đồng) là các cổ phiếu phù hợp hơn cho chiến lược giao dịch ngắn hạn, dựa trên biến động của thị trường và giá nguyên liệu (HRC) trong kỳ.

## Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá: Sản lượng bán hàng (đặc biệt tại thị trường nội địa) thấp hơn kì vọng.
- Rủi ro tăng giá: Giá nguyên liệu và thành phẩm hồi phục sớm hơn kỳ vọng.

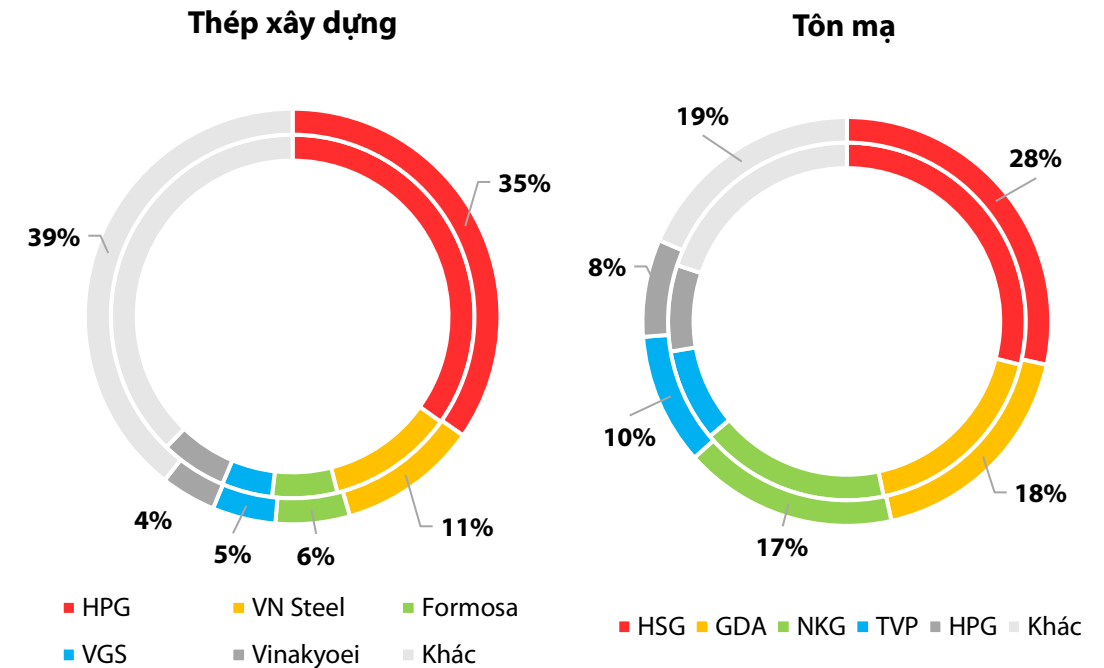
- Năm 2023 là một năm khó khăn cho ngành thép nội địa, khi sản lượng tiêu thụ thép xây dựng giảm 11% YoY. Trong 2H 2023, thép xây dựng có sự hồi phục (đặc biệt trong giai đoạn quý 4) là thời gian cao điểm của các hoạt động xây dựng, cùng với đóng góp từ nhu cầu sử dụng nguyên vật liệu cho các dự án đầu tư công.
- Sản lượng thép cuộn cán nóng (HRC) và các sản phẩm hạ nguồn (Tôn mạ, ống thép) duy trì tăng trưởng sản lượng trong năm 2023, phần nhiều nhờ nhu cầu từ thị trường nước ngoài (ASEAN, EU, Hoa Kỳ).
- Các nhà sản xuất thép quy mô lớn (HPG, HSG, GDA, NKG) vẫn duy trì được thị phần, cho thấy họ vẫn duy trì vị thế trong ngành trong khi các công ty quy mô nhỏ đang gặp khó khăn về tài chính

**Hình 1: Sản lượng tiêu thụ thép giai đoạn 2022-2023 (triệu tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt.

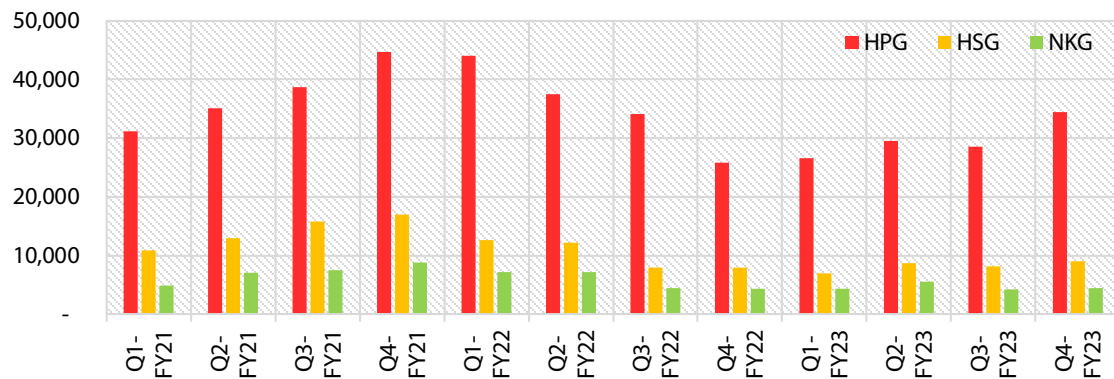
**Hình 2: Thị phần các công ty sản xuất thép giai đoạn 2022-2023**



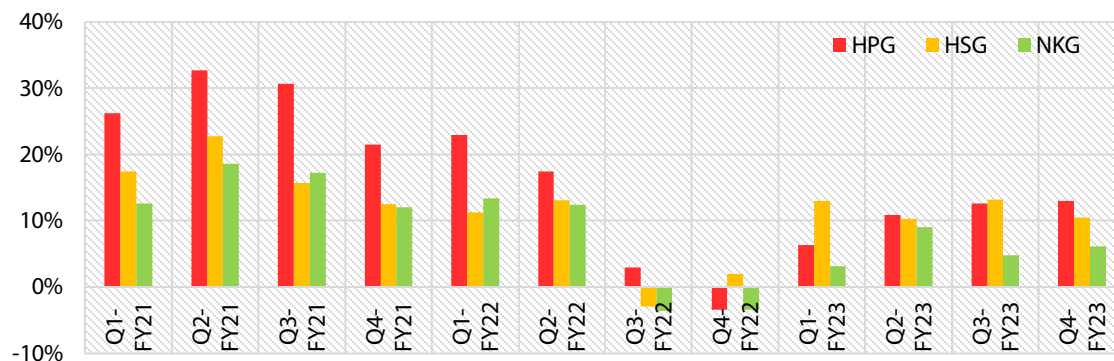
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt. Vòng trong là năm 2022.

- Nhờ sự hồi phục về sản lượng, doanh thu của các công ty cũng ghi nhận sự hồi phục trong 1H23; biên lợi nhuận góp hồi phục, phần nhiều nhờ lượng hàng tồn kho giá cao đã tiêu thụ hết, cùng với giá nguyên liệu chính (quặng sắt cho lò BOF, HRC cho sản xuất tôn mạ) đã hạ nhiệt và ổn định hơn so với 2022.
- Chi phí SG&A (đặc biệt là chi phí vận chuyển cho đơn hàng xuất khẩu) khiến biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp tôn mạ chưa cải thiện rõ rệt.
- Các doanh nghiệp thép vẫn duy trì chính sách tồn kho thận trọng so với giai đoạn 2021-2022, với số dư hàng tồn kho và số ngày tồn kho bình quân được duy trì ổn định trong năm 2023, khi nhu cầu tiêu thụ chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục rõ ràng.

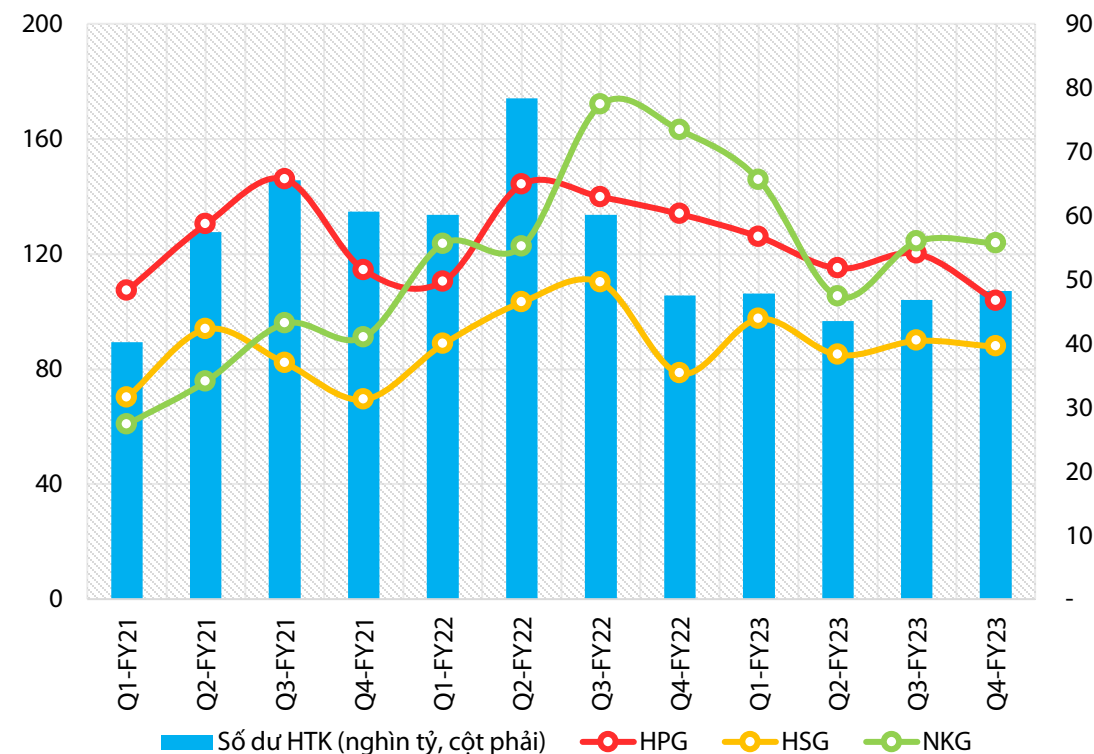
**Hình 3: Doanh thu các doanh nghiệp thép niêm yết (tỷ đồng)**



**Hình 4: Biên LN góp của các doanh nghiệp thép niêm yết**



**Hình 5: Số dư HTK và số ngày tồn kho bình quân được giữ ở mức thấp**

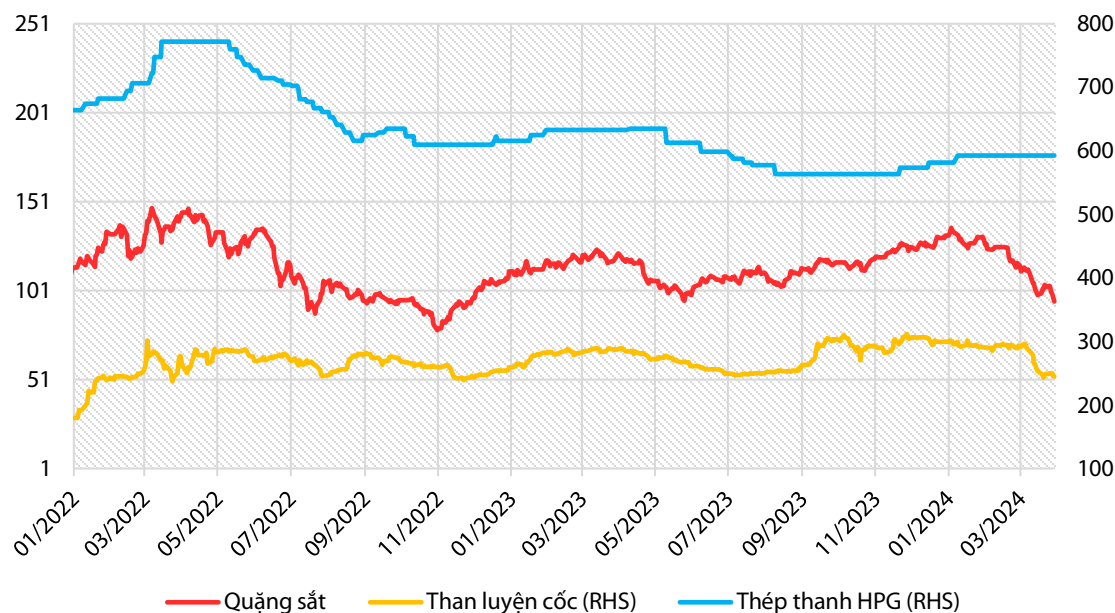


Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

## Giá nvl biến động trong quý 4/23, nguyên nhân chính từ sự kì vọng về BĐS TQ phục hồi

- Trong 1H23, giá nguyên vật liệu cho lò BOF (quặng sắt, than cốc) hạ nhiệt, nguyên nhân chủ yếu đến từ nhu cầu của thị trường Trung Quốc – thị trường tiêu thụ chính – vẫn tương đối yếu, thị trường BĐS chưa có dấu hiệu hồi phục. Trong quý 4/23, giá nguyên liệu có sự biến động mạnh hơn, với giá quặng sắt vượt lên chạm mốc USD130/tấn và giá than cốc giao dịch ở vùng USD300/tấn, là các vùng giá cao trong giai đoạn 2022-2023. Ngoài yếu tố tích trữ hàng tồn kho, còn đến từ kì vọng vào gói hỗ trợ thị trường BĐS của chính quyền Trung Quốc.
- Về mặt thành phẩm, nhìn chung giá HRC và thép xây dựng có biến động tương đồng với biến động giá nguyên liệu, nhưng trong biên độ hẹp hơn, do nhu cầu tiêu thụ yếu khiến các nhà sản xuất tương đối thận trọng trong việc tăng giá. Đáng chú ý, giá HRC tại thị trường bắc Mỹ có giai đoạn tăng mạnh trong cuối năm 2023, phần nhiều từ hoạt động tích trữ trước kỳ nghỉ lễ, nhưng đã nhanh chóng hạ nhiệt trong đầu năm 2024.

**Hình 6: Giá nguyên liệu – thành phẩm của lò BOF (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Giá HRC tại các thị trường (USD/tấn)**





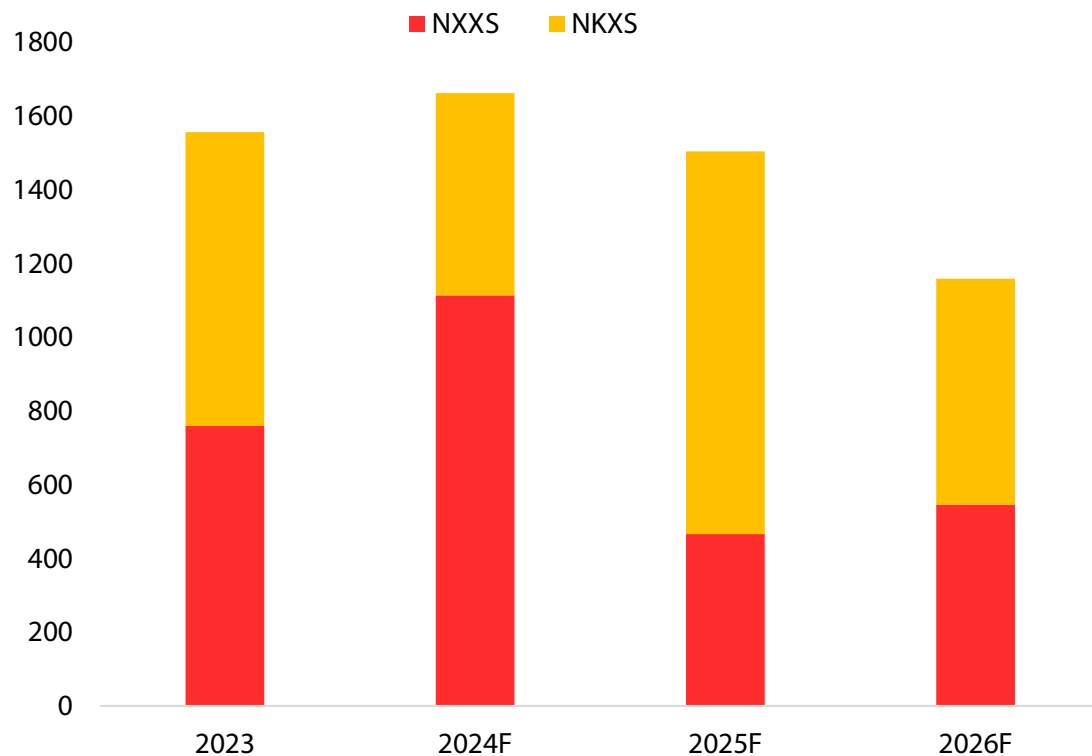
### Lĩnh vực BĐS vẫn là yếu tố chính thúc đẩy cho sự hồi phục về mặt sản lượng

- Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung và mức hấp thụ của thị trường BĐS sẽ cải thiện so với năm 2023, khi: i/ chủ đầu tư và nhà đầu tư tự tin hơn về sự hồi phục của thị trường, ii/lãi suất duy trì ở mức thấp và iii/ các dự án hạ tầng trong giai đoạn xây dựng và hoàn thiện. Việc mở bán thành công các dự án (đặc biệt trong thời điểm 2H2024) sẽ là yếu tố thúc đẩy hoạt động xây dựng, và từ đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm thép (thép xây dựng, tôn mạ).
- Lĩnh vực nhà xưởng/nhà kho xây sẵn (NXXS, NKXS) là lĩnh vực thu hút nguồn vốn FDI trong giai đoạn 2024-2025, qua đó đem lại nhu cầu tiêu thụ ổn định cho các sản phẩm tôn mạ, ống thép.

**Hình 8: Nguồn cung mới đô thị loại I (căn hộ, nhà đất)**



**Hình 9: Nguồn cung mới NXXS, NKXS (nghìn m2)**

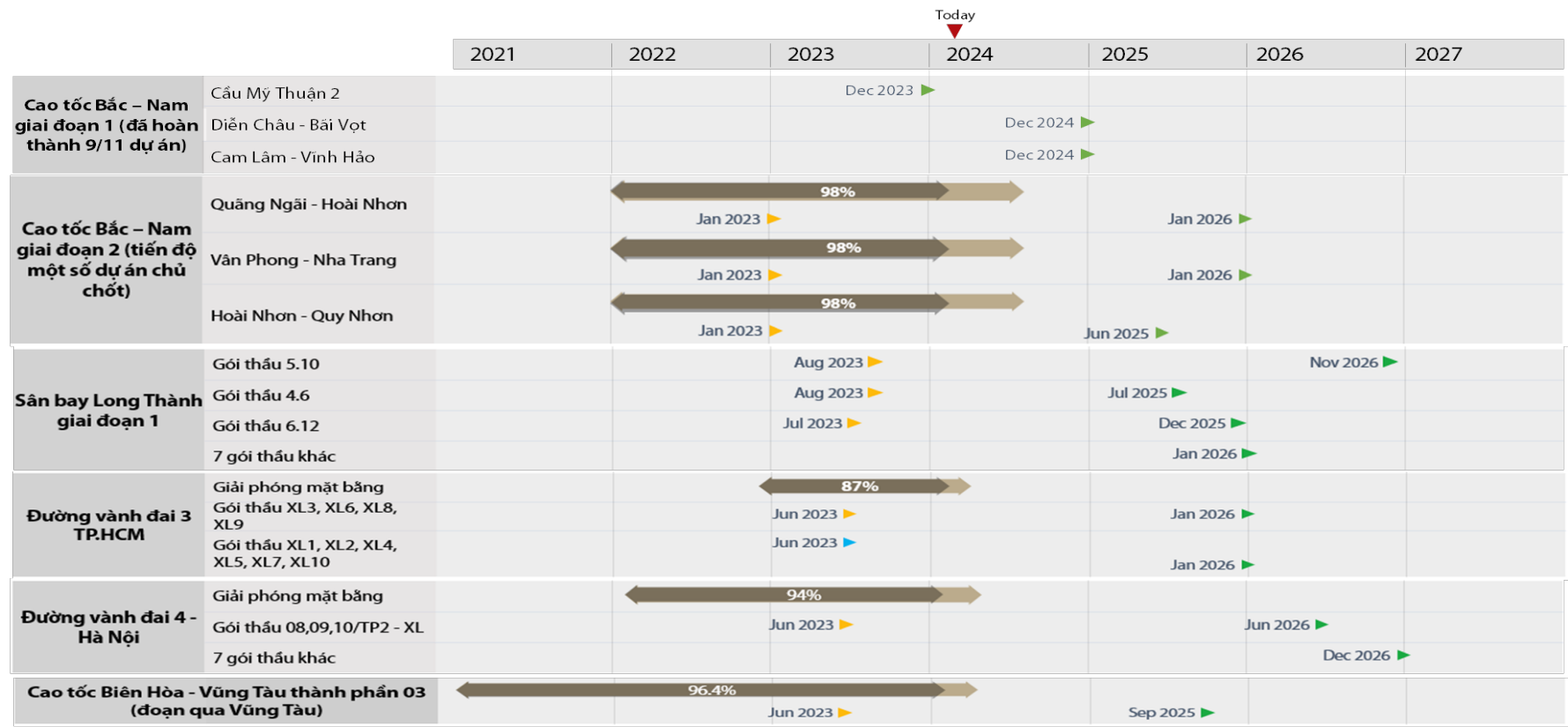


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

## Các dự án hạ tầng bước vào giai đoạn xây dựng trọng điểm

- Sau giai đoạn thu hồi đất và giải phóng mặt bằng, các dự án hạ tầng trọng điểm (hệ thống cao tốc Bắc-Nam, đường vành đai,...) bắt đầu bước vào giai đoạn xây dựng, tập trung trong thời kỳ 2024-2025.
- Các hạng mục lớn trong các dự án hạ tầng (cầu, đường trên cao,...) sẽ cần tiêu thụ thép xây dựng, qua đó là yếu tố hỗ trợ cho thị trường nội địa trong 2024. Tuy nhiên, BĐS dân dụng vẫn sẽ đóng góp tỷ trọng cao nhất trong sản lượng bán hàng nội địa của các công ty sản xuất thép.

**Hình 10: Tiến độ GPMB và thi công của một số dự án đầu tư công giai đoạn 2021 – 2027, cùng một số hạng mục xây dựng lớn**

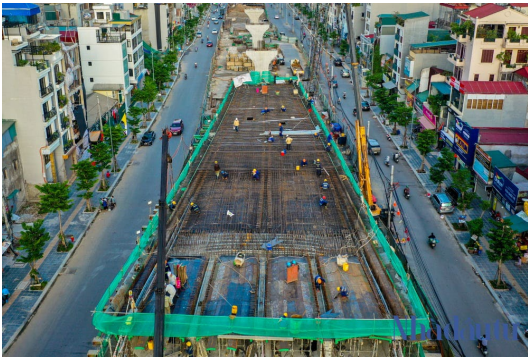


▶ Khởi công    ▶ Dự kiến hoàn thành    ▶ Đang chọn nhà thầu    ➡ % mặt bằng đã bàn giao    ➡ Kỳ vọng thời gian bàn giao % mặt bằng còn lại

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp



Trụ cầu

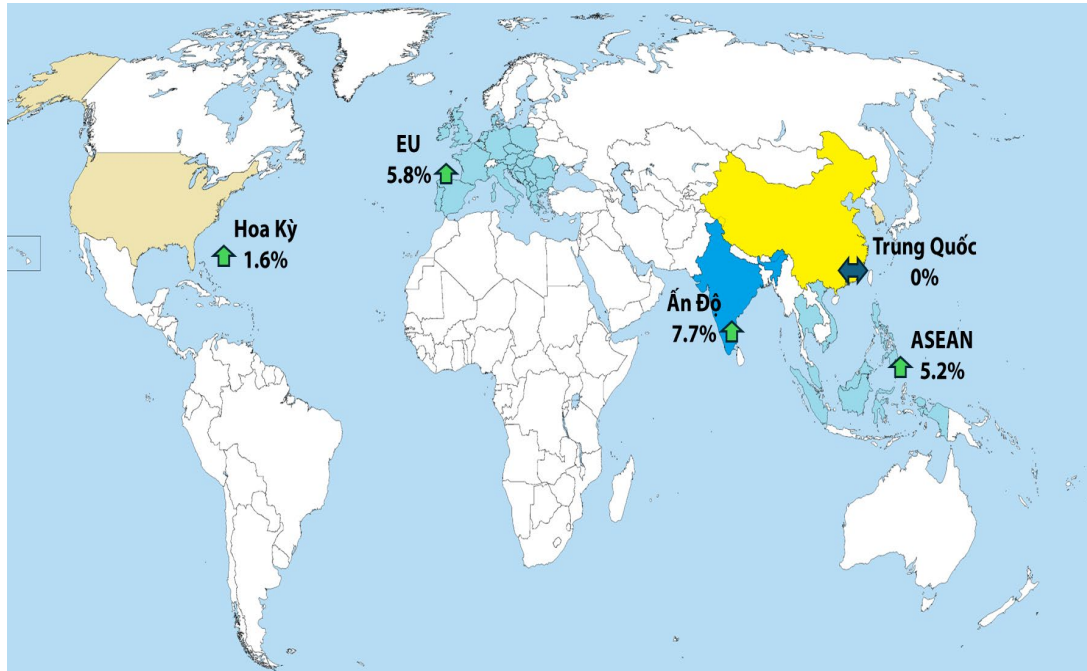


Đường trên cao



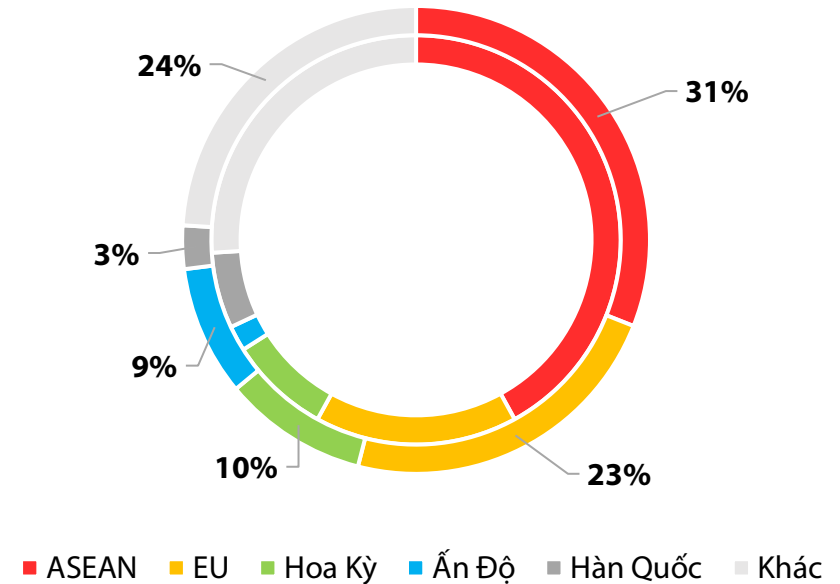
- Dự kiến trong năm 2024, các thị trường xuất khẩu trọng điểm của Việt Nam tiếp tục ghi nhận sự hồi phục về sản lượng tiêu thụ, đến từ: 1/ Sự hồi phục về sản xuất công nghiệp (EU, Hoa Kỳ), 2/ Sự phát triển cơ sở hạ tầng tại các quốc gia châu Á (ASEAN, Ấn Độ).
- Với nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng để đáp ứng dòng vốn FDI, dự kiến thị trường châu Á sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng cao trong sản lượng xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam, với các doanh nghiệp nổi bật gồm HSG (tôn mạ), HPG (thép xây dựng và HRC). Tuy nhiên, rủi ro về các biện pháp tự vệ thương mại tại các quốc gia này sẽ là rào cản để các doanh nghiệp thép tăng tỷ trọng tiêu thụ qua kênh xuất khẩu.
- Thị trường EU, Hoa Kỳ tiếp tục là thị trường trọng điểm của các công ty tôn mạ (NKG, GDA). Ngoài ra, HPG đã có đơn hàng xuất khẩu HRC sang thị trường EU, và với lợi thế sẵn có (giá thành cạnh tranh, đáp ứng các yêu cầu về chứng chỉ môi trường, đây sẽ là thị trường đáng chú ý của HPG trong giai đoạn 2025-2026 (khi đưa nhà máy Dung Quất – giai đoạn 02 - vào hoạt động).

**Hình 11: Dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép của các thị trường chính trong năm 2024**



Nguồn: worldsteel, CTCK Rồng Việt.

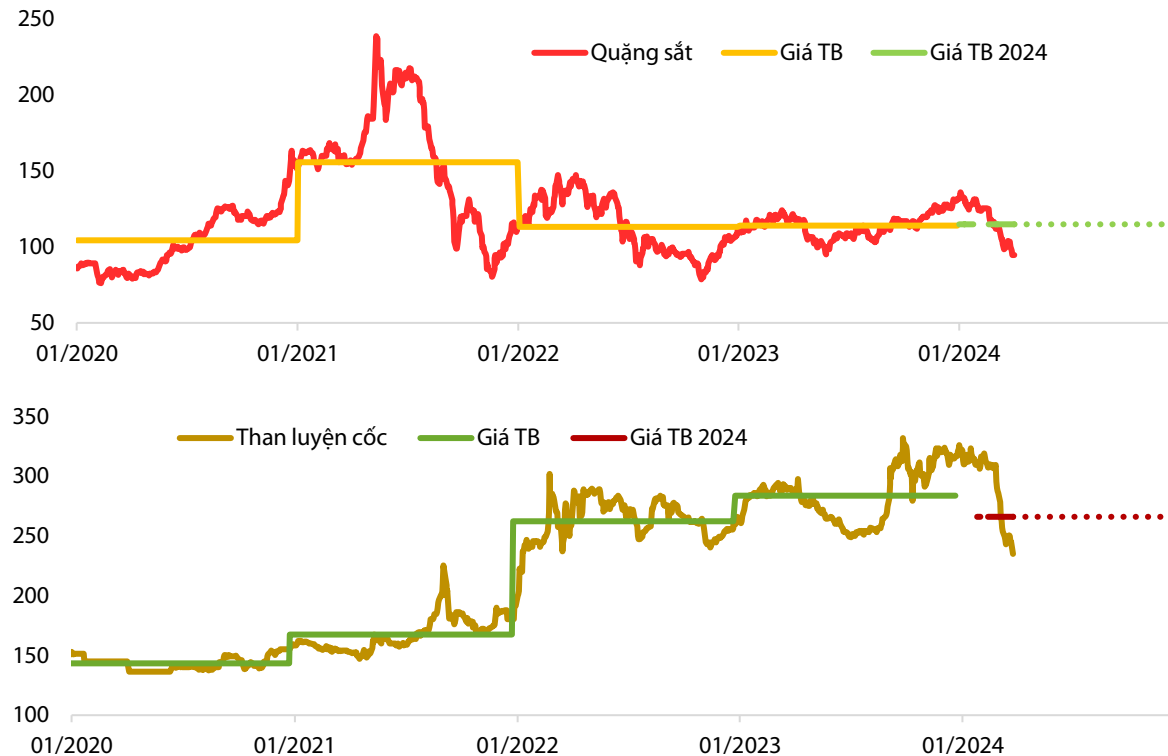
**Hình 12: Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu thép của Việt Nam**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt. Vòng trong là năm 2022.

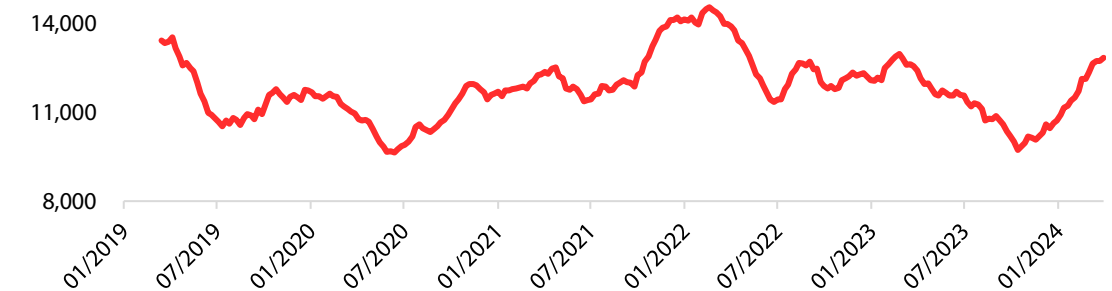
- Sau giai đoạn giá nguyên vật liệu biến động trong 2H2023, chúng tôi kỳ vọng năm 2024 giá nguyên liệu sẽ hạ nhiệt và biến động với biên độ hẹp hơn, khi: 1/ Mức tồn kho nguyên liệu trở lại mức cao (đặc biệt tại Trung Quốc, thị trường tiêu thụ chính); 2/ Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đầu ra (thép xây dựng, HRC) cần thời gian phục hồi. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt giao dịch ở USD 115/tấn, giá than cốc giao dịch ở USD 260/tấn (tương đương với mức trung bình trong năm 2022).
- Với những khó khăn đến từ nguồn cung, với: 1/Nguồn cung than cốc từ Úc (quốc gia cung cấp chính) tiếp tục ở mức thấp (do vấn đề môi trường làm hạn chế việc khai thác các mỏ mới), 2/ Nguồn cung than từ Nga không ổn định do ảnh hưởng từ lệnh cấm vận, chúng tôi cho rằng giá than cốc vẫn sẽ neo ở mức cao trong năm 2024, qua đó làm ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các công ty sản xuất thép từ lò BOF.

**Hình 13: Giá nguyên liệu chính của lò BOF (USD/tấn) – kỳ vọng ổn định trong năm 2024**

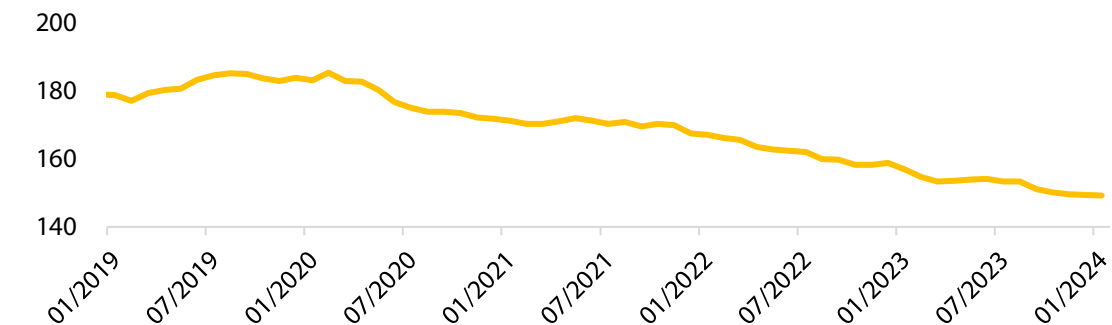


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 14: Mức tồn kho quặng sắt tại Trung Quốc (triệu tấn)**



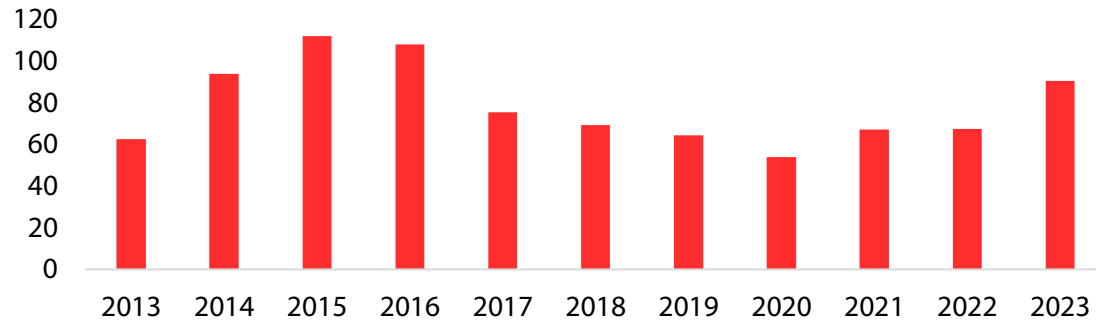
**Hình 15: Sản lượng xk than cốc của Úc (triệu tấn, lũy kế 12 tháng)**



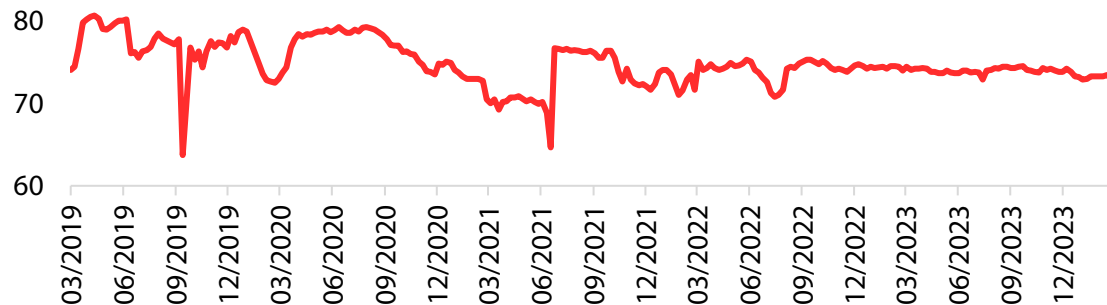
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

- Trung Quốc ghi nhận sản lượng thép xuất khẩu cao nhất trong giai đoạn 2017-2023, và về lại mức trên 80 triệu tấn/năm (tương ứng với giai đoạn 2014-2015, thời điểm Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu thép sang các nước do thừa cung).
- Hiệu suất hoạt động của các lò cao tại Đường Sơn duy trì ở mức 70%, cùng với triển vọng cắt giảm sản lượng trong năm 2024 chưa rõ ràng, cho thấy lượng thép Trung Quốc xuất khẩu sang các nước (trong đó có Việt Nam) vẫn duy trì ở mức cao (trong bối cảnh mức tiêu thụ của thị trường nội địa còn thấp).
- Thị trường thép Việt Nam chịu ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường thép Trung Quốc, với: 1/ Cạnh tranh với các nhà sản xuất thép nội địa, 2/ Giá thép Việt Nam chịu ảnh hưởng từ sự biến động của giá thép Trung Quốc, với sự tương quan cao giữa các thị trường.

**Hình 16: Sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc giai đoạn 2013-2023 (triệu tấn)**

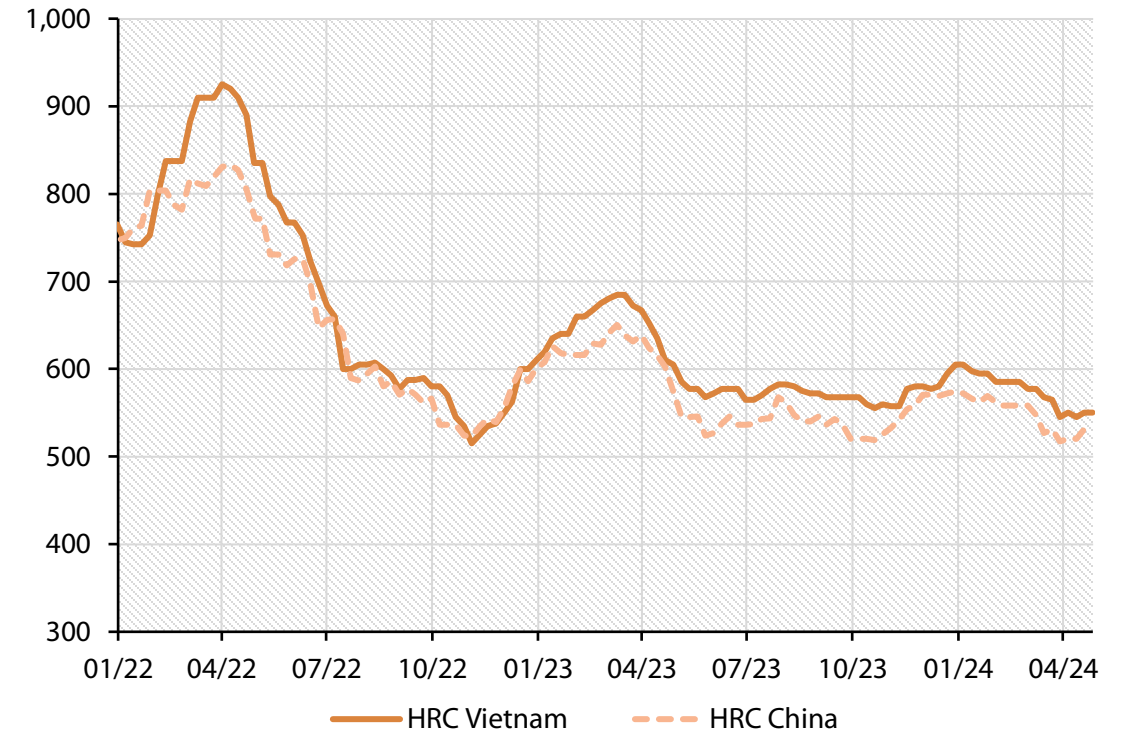


**Hình 17: Hiệu suất hoạt động của các lò BOF tại Đường Sơn (%)**



Nguồn: Cục hải quan Trung Quốc, Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

**Hình 18: Giá HRC Trung Quốc và Việt Nam (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

- Trong suốt giai đoạn 2008-2024, qua các chu kỳ kinh tế, có thể thấy chu kỳ tăng giá thép thành phẩm phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ, đặc biệt là từ thị trường Trung Quốc (nơi tiêu thụ 50% sản lượng thép toàn cầu).
- Với việc thị trường BĐS Trung Quốc chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng, cùng các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ (nhằm phục hồi nhu cầu) cần thời gian để chứng minh hiệu quả, thì chúng tôi cho rằng sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc – yếu tố thúc đẩy cho một chu kỳ tăng giá – sẽ trở nên rõ ràng hơn từ 2025 trở về sau.

**Hình 19: Biến động giá HRC Trung Quốc qua các chu kỳ kinh tế (2008-2024)**

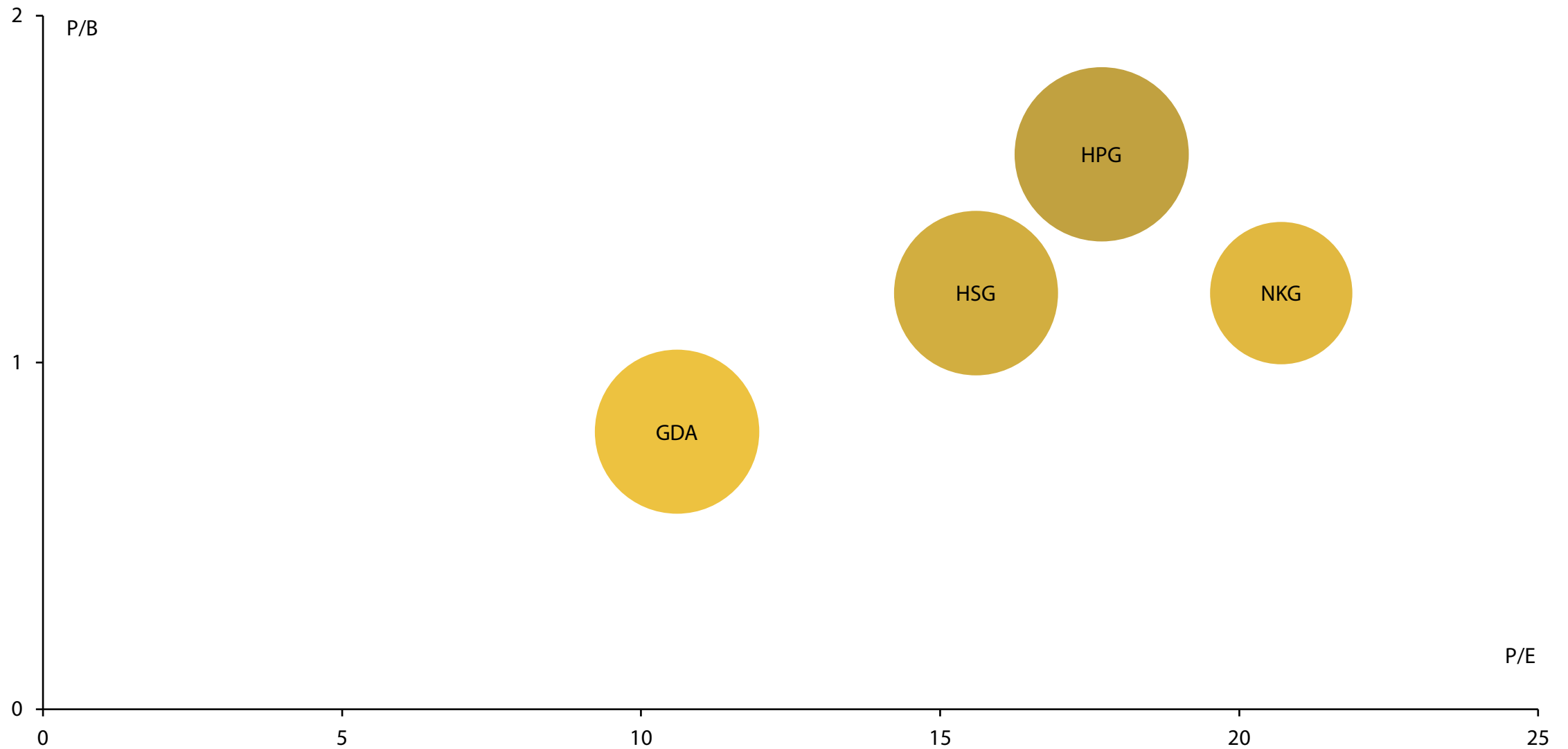


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

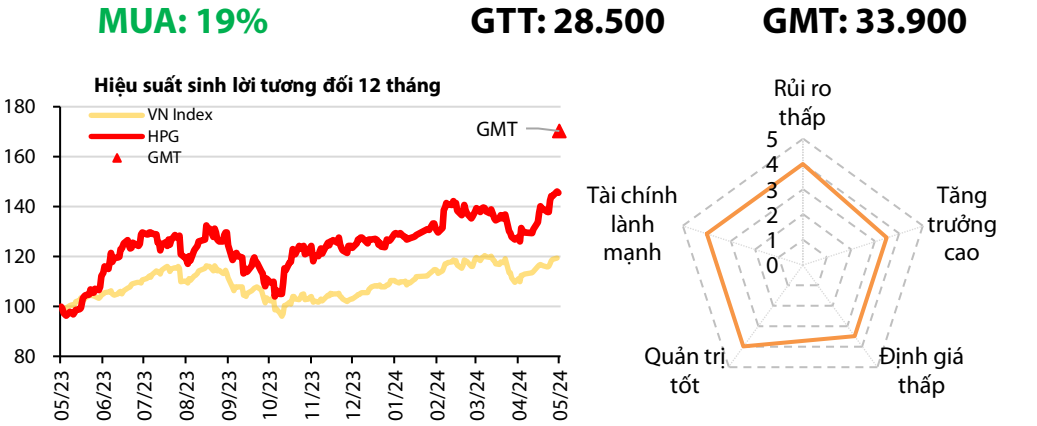
| Mã  | VHTT (tỷ đồng) | GTKL BQ 3T (tr. đ) | P/E hiện tại (x) | P/B hiện tại (x) | ROE trượt 4Q (%) | Giá mục tiêu | Thị giá ngày 22/05 | Mức sinh lời kỳ vọng | Doanh thu | 2023A |          | 2024F     |        | Tăng trưởng doanh thu |        | Tăng trưởng LNST |        |        |
|-----|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------------|----------------------|-----------|-------|----------|-----------|--------|-----------------------|--------|------------------|--------|--------|
|     |                |                    |                  |                  |                  |              |                    |                      |           | LNST  | EPS      | Doanh thu | LNST   | EPS                   | 2023E  | 2024F            | 2023E  | 2024F  |
| HPG | 182.003        | 781.210            | 17,74            | 1,57             | 9,2%             | 33.900       | 28.455             | 19,1%                | 118.953   | 6.835 | 1.117    | 145.731   | 12.050 | 1.771                 | -15,9% | 22,5%            | -19,4% | 76,3%  |
| HSG | 13.521         | 244.340            | 15,61            | 1,21             | 8,1%             | 24.300       | 21.950             | 10,7%                | 32.806    | 814   | 1.321    | 38.947    | 923    | 1.393                 | -19,4% | 18,7%            | n.a    | 13,4%  |
| NKG | 6.556          | 213.627            | 20,69            | 1,18             | 5,8%             | 24.600       | 24.900             | -1,2%                | 18.596    | 117   | 446      | 20.256    | 370    | 1.362                 | -19,4% | 8,9%             | n.a    | 215,1% |
| GDA | 3.016          | 1.887              | 10,69            | 0,83             | 8,0%             | N.R          | 26.300             | n.a                  | 17.435    | 284   | 2.472    | n.a       | n.a    | n.a                   | -19,3% | n.a              | n.a    | n.a    |
| TVN | 4.204          | 1.156              | n.a              | 0,52             | -3,1%            | N.R          | 6.200              | n.a                  | 30.305    | (258) | (380)    | n.a       | n.a    | n.a                   | -21,3% | n.a              | 66,6%  | n.a    |
| SMC | 1.030          | 11.597             | n.a              | 1,26             | -56,8%           | N.R          | 14.000             | n.a                  | 13.702    | (885) | (12.027) | n.a       | n.a    | n.a                   | -40,9% | n.a              | -52,9% | n.a    |
| TLH | 869            | 8.613              | n.a              | 0,47             | -0,1%            | N.R          | 7.740              | n.a                  | 6.157     | 4     | 35       | n.a       | n.a    | n.a                   | 15,6%  | n.a              | -27,2% | n.a    |
| DTL | 812            | 11                 | n.a              | 1,07             | -15,7%           | N.R          | 13.400             | n.a                  | 1.972     | (152) | (2.610)  | n.a       | n.a    | n.a                   | 22,3%  | n.a              | 0,5%   | n.a    |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 22/05/2024  
N.R: Không đánh giá  
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu  
LNST: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ





Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 22/05/2024. Không bao gồm các công ty ghi nhận lỗ dựa trên số liệu 4 quý gần nhất.



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                               |                   |
|-------------------------------|-------------------|
| Ngành                         | Tài nguyên Cơ bản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 182.003           |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 6.396             |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP)       | 28.097            |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)      | 769               |
| SH NĐTNN còn lại (%)          | 23,6              |
| BQ giá 52 tuần('000 VND)      | 18.95 - 29.23     |

TÀI CHÍNH

|                        | 2023A   | 2024F   | 2025F   |
|------------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 118.953 | 145.731 | 196.992 |
| LNST (tỷ đồng)         | 6.835   | 12.050  | 21.635  |
| ROA (%)                | 3,6     | 5,9     | 9,5     |
| ROE (%)                | 6,7     | 10,8    | 16,8    |
| EPS (đồng)             | 1.105   | 1.771   | 3.180   |
| GTSS (đồng)            | 17.674  | 17.382  | 20.107  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0       | 0       | 0       |
| P/E (x)                | 23,7    | 17,5    | 9,7     |
| P/B (x)                | 1,6     | 1,8     | 1,5     |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng 2024 – nhu cầu hồi phục rõ ràng từ thị trường nội địa

- Trong năm 2024, sản lượng thép xây dựng kì vọng đạt 4,8 triệu tấn (+29%YoY, hiệu suất hoạt động 80%), hỗ trợ bởi: 1/ Các dự án BĐS sẽ đẩy mạnh mở bán trong năm 2024, đi cùng với quá trình xây dựng và tăng nhu cầu nguyên vật liệu; 2/ Các dự án đầu tư công trọng điểm (hệ thống đường vành đai, hệ thống đường cao tốc Bắc-Nam,...) đã bàn giao trên 80% diện tích đất và sẽ đẩy mạnh quá trình xây dựng trong giai đoạn 2024-2025. Tuy đối mặt với rủi ro biến động giá nguyên liệu trong nửa đầu năm 2024, HPG duy trì chính sách mua nguyên liệu linh hoạt, cùng với việc duy trì ổn định giá bán (hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa), công ty có thể duy trì biên lợi nhuận gộp đạt 13,6%, lợi nhuận ròng năm 2024 dự kiến đạt 12 nghìn tỷ đồng (+76%YoY).

Khu liên hợp Dung Quất 02 (DQ02) có đóng góp đáng kể từ 2025

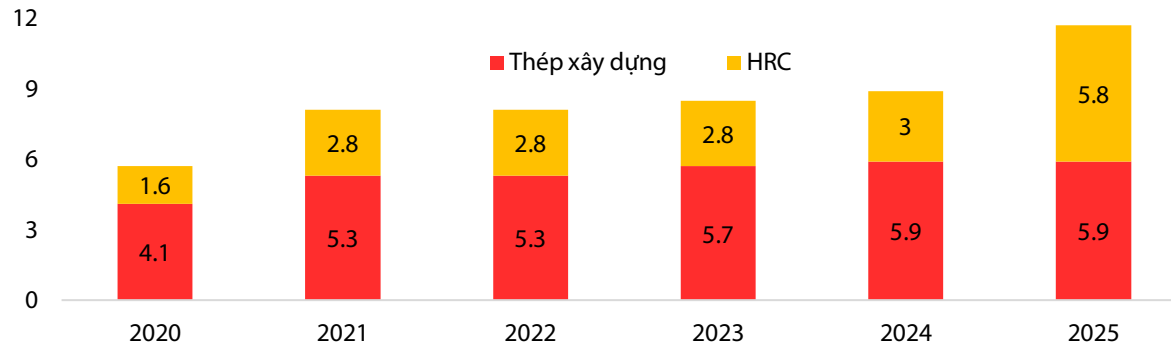
- DQ02 có công suất thiết kế đạt 5,6 triệu tấn HRC/năm, trong đó giai đoạn 01 (công suất đạt 2,8 triệu tấn/năm), dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ quý 1/25. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy có thể vận hành với hiệu suất tương đối cao (80% cho giai đoạn 01, tương ứng với sản lượng HRC trong năm 2025 có thể đạt 2,24 triệu tấn), với các yếu tố hỗ trợ đến từ: 1/ Thị trường nội địa, khi mà các nhà máy Việt Nam (HPG, Formosa) mới đáp ứng được 30% nhu cầu của các nhà máy tôn mạ; và 2/ Mở rộng thị trường xuất khẩu. Sản phẩm HRC của HPG đã có thể xuất khẩu sang những thị trường có nhu cầu tiêu thụ lớn (ASEAN, EU), trong đó cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) của EU sẽ hướng đến sản phẩm của những nhà máy đáp ứng các điều kiện về môi trường, trong đó có nhà máy của HPG.
- Cho năm 2025, doanh thu của HPG có thể đạt 197 nghìn tỷ đồng (+35%YoY). Với việc nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất dự kiến tối ưu hơn so với nhà máy DQ 01, HPG có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 15,9%, và lợi nhuận ròng đạt 21,6 nghìn tỷ đồng (+80%YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

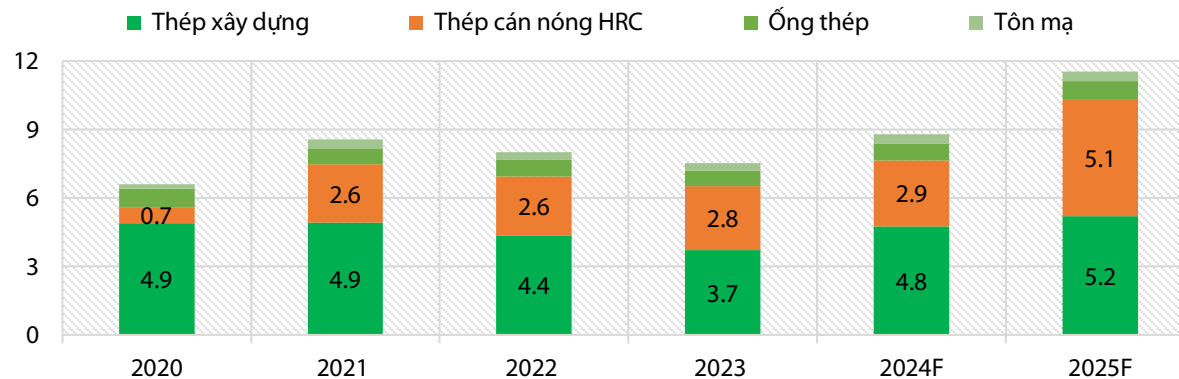
- Nhu cầu tiêu thụ thép thấp hơn dự kiến ảnh hưởng đến biến động giá nguyên liệu, khiến dòng tiền và định giá của doanh nghiệp không đạt mục tiêu.

- Doanh thu của HPG giai đoạn 2024/2025 lần lượt đạt 146 nghìn tỷ/197 nghìn tỷ (+23%YoY, +35% YoY), đến từ: 1/ Nhu cầu nội địa hỗ trợ cho sản lượng thép xây dựng, 2/ DQ02 (giai đoạn 1) đưa vào hoạt động sẽ nâng công suất sản xuất HRC lên 5,8 triệu tấn/năm, trở thành mặt hàng chủ lực của HPG trong giai đoạn 2025 về sau, 3/ Nhu cầu của sản phẩm HRC tương đối cao, từ thị trường nội địa (các nhà sản xuất Việt Nam hiện mới đáp ứng được 30% nhu cầu) và thị trường xuất khẩu (HRC là nguyên liệu cho thép dẹt, phục vụ cho hoạt động sản xuất công nghiệp)
- Với kỳ vọng: 1/ nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất tối ưu hơn DQ10 (lượng than cốc tiêu thụ giảm 15%), 2/ Giá thành phẩm (đặc biệt là HRC) sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025, phù hợp với kỳ vọng về chu kỳ tăng giá của các sản phẩm thép, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giai đoạn 2024/2025 lần lượt đạt 14%/16%

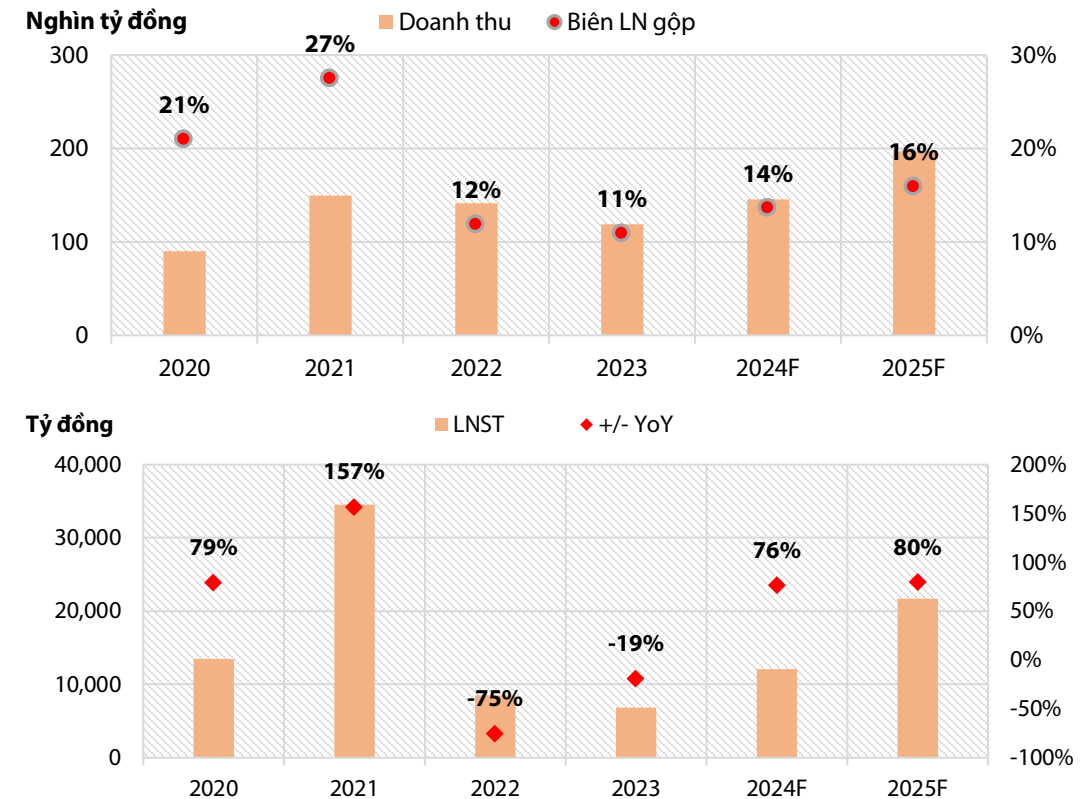
**Hình 1: Công suất sản xuất thép của HPG (triệu tấn/năm)**



**Hình 2: Sản lượng bán hàng của HPG giai đoạn 2020-2025**



**Hình 3: Doanh thu và lợi nhuận của HPG giai đoạn 2020-2025**

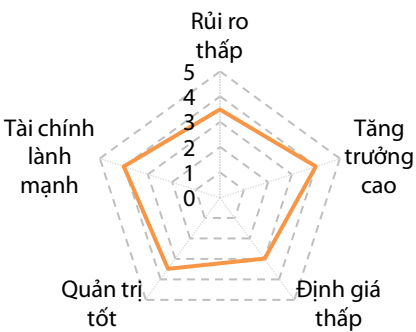
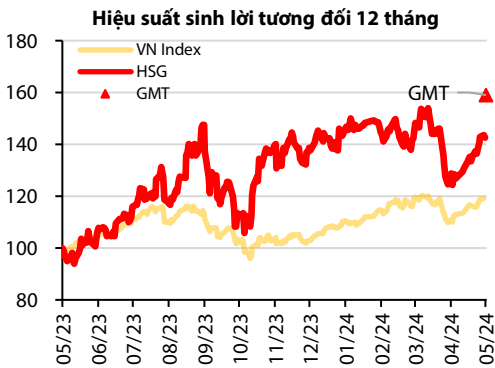


Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 11%

GTT: 22.000

GMT: 24.300



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                               |                   |
|-------------------------------|-------------------|
| Ngành                         | Tài nguyên Cơ bản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 13.521            |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 616               |
| KLBO 3 tháng (nghìn CP)       | 10.761            |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)      | 240               |
| SH NĐTNN còn lại (%)          | 29,1              |
| BQ giá 52 tuần('000 VND)      | 14.51 - 24.65     |

TÀI CHÍNH

|                        | 2023A  | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 31.651 | 38.947 | 44.087 |
| LNST (tỷ đồng)         | 23     | 923    | 1.636  |
| ROA (%)                | 0,1%   | 4,9%   | 7,8%   |
| ROE (%)                | 0,2%   | 8,0%   | 12,5%  |
| EPS (đồng)             | 0      | 1.393  | 2.470  |
| GTSS (đồng)            | 17.345 | 18.738 | 21.209 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 500    | 500    |
| P/E (x)                | N/A    | 15,1   | 8,5    |
| P/B (x)                | 1,2    | 1,1    | 1,0    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng hồi phục rõ ràng từ thị trường nội địa

- Trong niên độ tài chính (NĐTC) 2024, sản lượng tôn mạ kì vọng đạt 1,37 triệu tấn (+23%YoY, trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 15%YoY và sản lượng xuất khẩu tăng 30%YoY), hỗ trợ bởi: 1/Thị trường BĐS đã có dấu hiệu hồi phục trong quý 4/2023 (tại các thành phố cấp I) và các dự án BĐS sẽ đẩy mạnh mở bán trong năm 2024, đi cùng với quá trình xây dựng và tăng nhu cầu nguyên vật liệu; 2/ Doanh nghiệp FDI thúc đẩy việc giải ngân vốn, xây dựng nhà xưởng tại các KCN; 3/ Sản lượng xuất khẩu hồi phục so với mức nền thấp cùng kỳ năm trước.

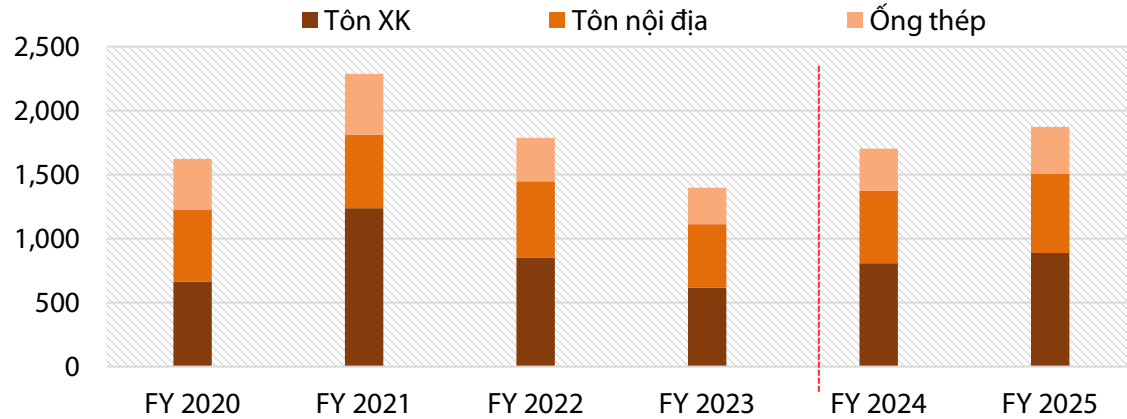
Biên lợi nhuận được cải thiện và vượt trội so với doanh nghiệp cùng ngành

- Sau giai đoạn giá nguyên vật liệu chính (HRC) biến động mạnh trong năm 2023 (giao dịch trong biên độ từ USD 550 -700), chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ giao dịch quanh mức giá trung bình USD 600/tấn (+2%YoY), trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thép trên thế giới (đặc biệt tại Trung Quốc) chưa hồi phục rõ ràng.
- Lợi thế từ hệ thống cửa hàng phủ khắp cả nước (gồm ~400 cửa hàng truyền thống và ~110 cửa hàng HoasenHome) giúp HSG có biên lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp tôn mạ khác. Chúng tôi kỳ vọng HSG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 11,6% trong NĐTC 2024.
- Lợi nhuận ròng cho năm 2024 dự phóng đạt 923 tỷ đồng (x40 lần so với cùng kỳ). Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng giai đoạn 2024-2025 lần lượt là 15x/9x, mức tương đối hấp dẫn so với triển vọng hồi phục trong giai đoạn này.

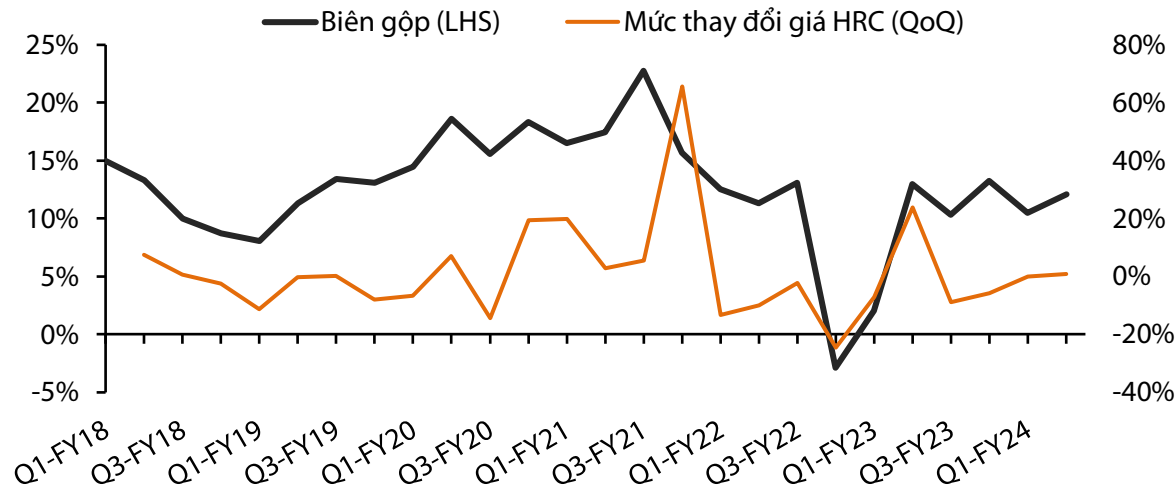
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giá nguyên vật liệu cao hơn dự kiến; nhu cầu thép mạ thấp hơn dự kiến.

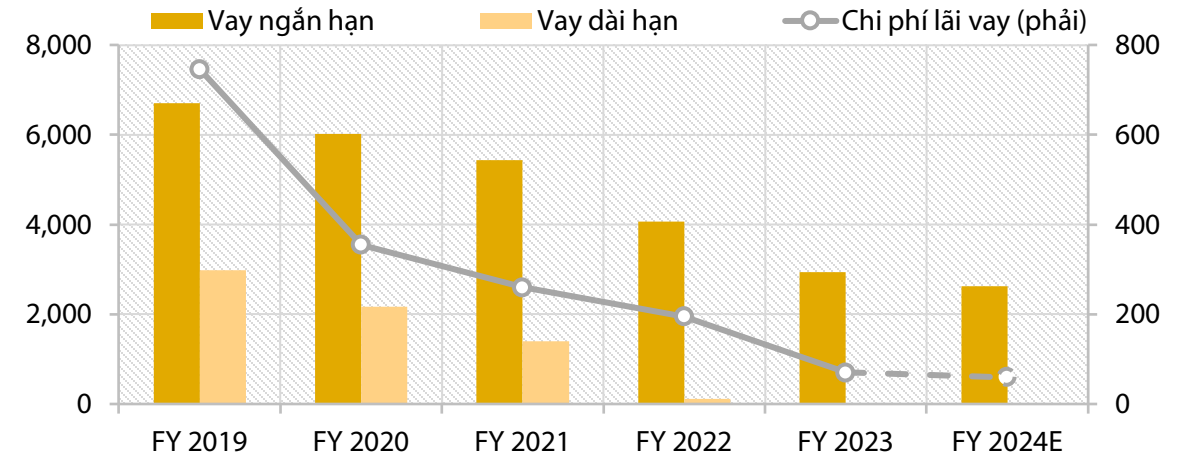
**Hình 1: Sản lượng bán hàng kì vọng phục hồi (nghìn tấn)**



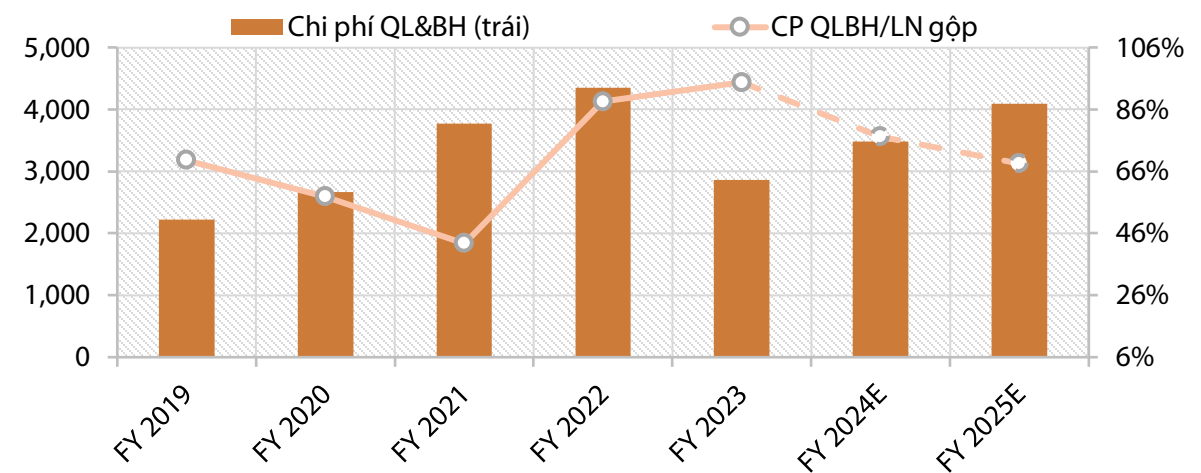
**Hình 3: Giá HRC kì vọng ổn định giúp biên LN gộp hồi phục về mức 10 -12%**



**Hình 2: Công ty đang kiểm soát chi phí tài chính- khi chưa có kế hoạch đầu tư tài sản và duy trì chính sách tồn kho thận trọng**



**Hình 4: Duy trì hệ thống cửa hàng Hoasen Home giúp công ty có biên LN vượt trội, nhưng ghi nhận chi phí QL&BH cao (tỷ đồng)**

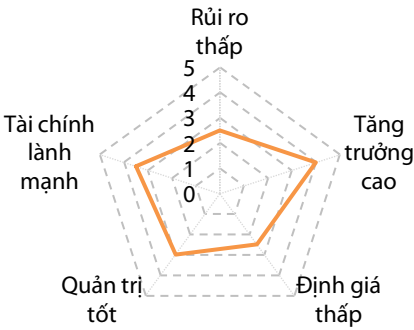
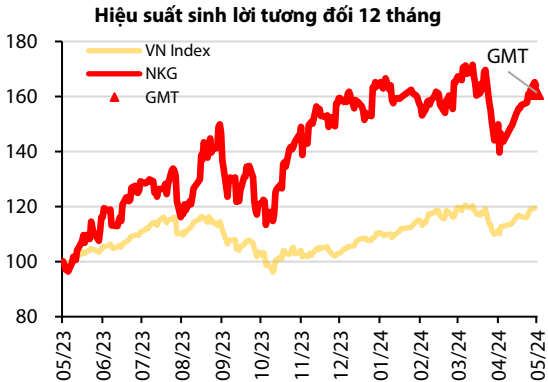


Nguồn: VSA, HSG, CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: -2 %

GTT: 24.900

GMT: 24.600



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                               |                   |
|-------------------------------|-------------------|
| Ngành                         | Tài nguyên Cơ bản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 6.556             |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 263               |
| KLBO 3 tháng (nghìn CP)       | 8.589             |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)      | 210               |
| SH NĐTNN còn lại (%)          | 35,1              |
| BQ giá 52 tuần('000 VND)      | 14.6 - 26.75      |

TÀI CHÍNH

|                        | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 18.596 | 20.256 | 22.873 |
| LNST (tỷ đồng)         | 117    | 370    | 482    |
| ROA (%)                | 1,0%   | 2,6%   | 3,1%   |
| ROE (%)                | 2,2%   | 6,4%   | 7,7%   |
| EPS (đồng)             | 319    | 1.362  | 1.776  |
| GTSS (đồng)            | 20.598 | 21.960 | 23.736 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)                | 53,8   | 18,6   | 14,2   |
| P/B (x)                | 1,2    | 1,1    | 1,0    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng hồi phục rõ ràng từ thị trường nội địa

- Trong năm 2024, sản lượng thép mạ kị vọng đạt 820 nghìn tấn (+14%YoY), hỗ trợ bởi: 1/Thị trường BĐS đã có dấu hiệu hồi phục trong quý 4/2023 (tại các thành phố cấp I) và các dự án BĐS sẽ đẩy mạnh mở bán trong năm 2024, đi cùng với quá trình xây dựng và tăng nhu cầu nguyên vật liệu; 2/ Doanh nghiệp FDI thúc đẩy việc giải ngân vốn, xây dựng nhà xưởng tại các khu công nghiệp, 3/ Nhu cầu tiếp tục hồi phục từ các thị trường xuất khẩu trọng điểm (EU, Bắc Mỹ,...).

Biên lợi nhuận được cải thiện

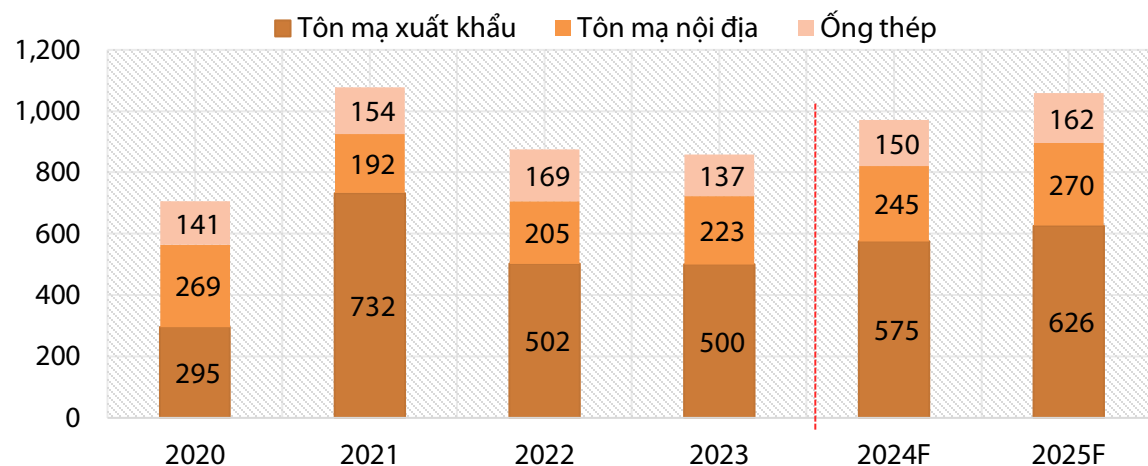
- Sau giai đoạn giá nguyên vật liệu chính (HRC) biến động mạnh trong năm 2023 (giao dịch trong biên độ từ USD 550 -700), chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ giao dịch trong biên độ quanh mức giá trung bình USD 600/tấn (+2%YoY), trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thép chưa thể hồi phục rõ ràng. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng NKG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp đạt 6,7% (trở về mức trung bình của giai đoạn 2017-2020). Tuy nhiên chi phí bán hàng tương đối cao (chí phí bán hàng/doanh thu đạt 3,5%, do đẩy mạnh đơn hàng xuất khẩu và chi phí vận chuyển tăng lên), ước tính lợi nhuận ròng của NKG cho năm 2024 đạt 370 tỷ đồng (+215%YoY).
- Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng giai đoạn 2024-2025 lần lượt là 19x/14x, tương đối cao so với triển vọng hồi phục trong giai đoạn này. Tuy nhiên do kết quả kinh doanh của NKG có biến động tương quan với giá HRC, vì vậy cổ phiếu NKG là cơ hội giao dịch ngắn hạn dựa trên kỳ vọng về biến động của giá nguyên liệu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

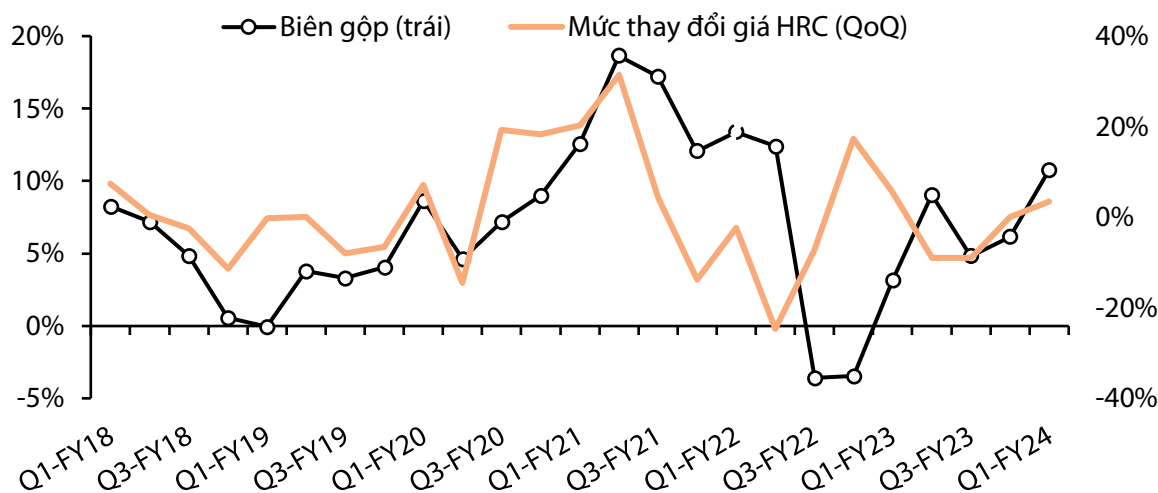
- Rủi ro giảm giá: Biến động giá nguyên vật liệu cao hơn dự kiến; sản lượng tiêu thụ thấp hơn dự kiến.
- Rủi ro tăng giá: Nhà máy Phú Mỹ (công suất 850 nghìn tấn thành phẩm/năm) hoàn thành và đưa vào khai thác.



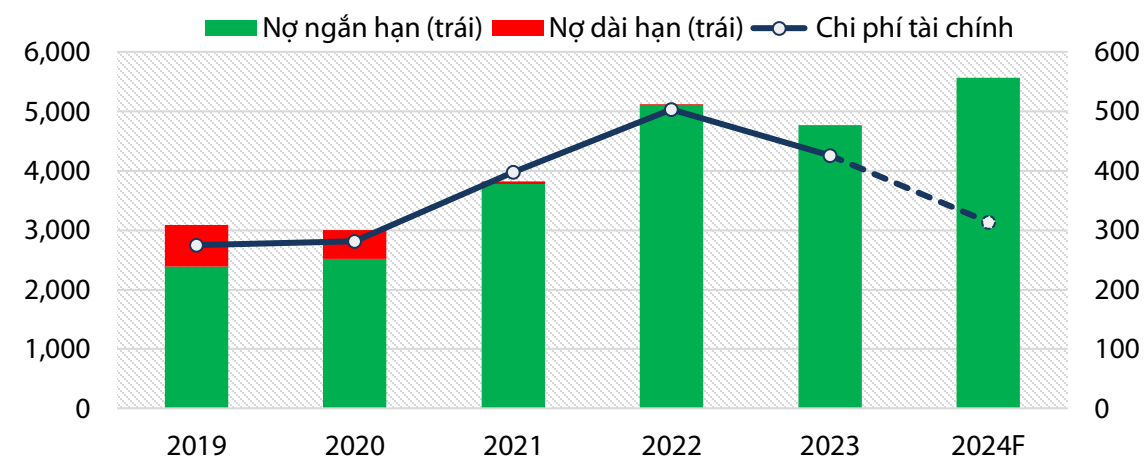
**Hình 1: Sản lượng bán hàng kỳ vọng phục hồi (nghìn tấn)**



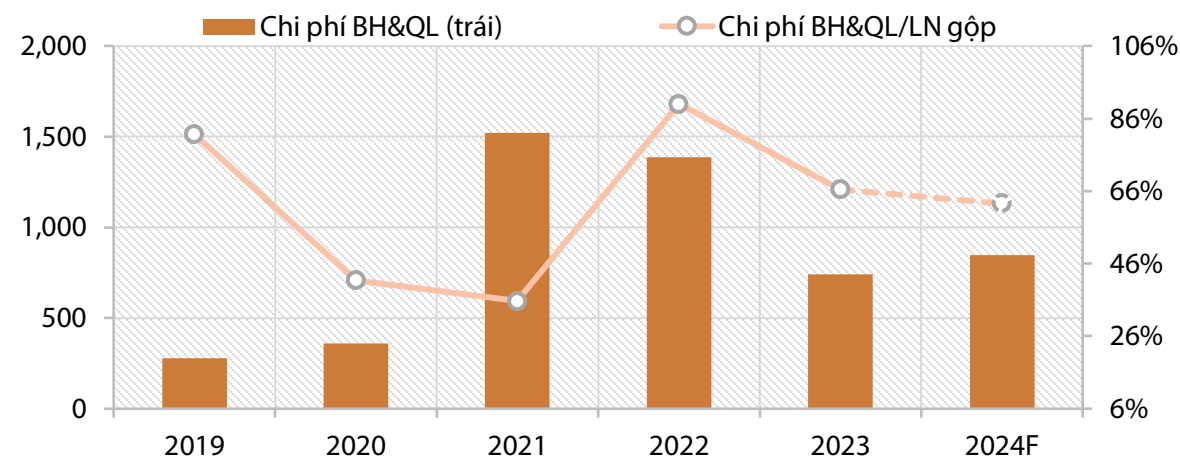
**Hình 3: Giá HRC kỳ vọng ổn định giúp biên LNG hồi phục về mức 6 -7%**



**Hình 2: Công ty đang kiểm soát chi phí tài chính, đồng thời có thể tăng đòn bẩy khi đầu tư nhà máy mới (tỷ đồng)**



**Hình 4: Chi phí QL&BH vẫn cần quan tâm, khi doanh nghiệp tập trung vào kênh xuất khẩu (tỷ đồng)**



Nguồn: VSA, NKG, CTCK Rồng Việt



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

