CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Khởi đầu của một chu kỳ mới

- Q4/2024, HSG ghi nhận lỗ ròng 186 tỷ VND (-273% svck) do biên gộp (BLNG) giảm và chi phí bán hàng tăng. Cả năm 2024, LN ròng đạt 510 tỷ VND (+1,600% svck).
- Kỳ vọng LN ròng năm 2025-2026 sẽ đạt 869/1,324 tỷ VND (+70%/52% svck), nhờ tiềm năng của thị trường nội địa, trong khi tăng trưởng xuất khẩu dự kiến sẽ thấp hơn.
- Khuyến nghị KHẢ QUAN cho HSG với giá mục tiêu 24,800 đồng/cổ phiếu.

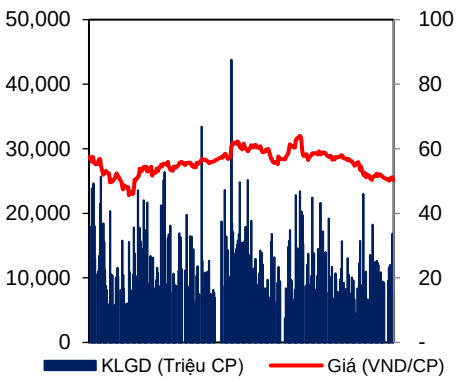
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu	**VND 24,800**
Tiềm năng tăng giá	*24%*

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Thị giá (VND)	20,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	19,000
Vốn hóa (tỷ VND)	12,860
P/E (TTM)	19.5
P/B	1.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	20.7%

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

Cơ cấu cổ đông

Đầu tư và Du lịch Hoa Sen	19.7%
Lê Phước Vũ	17.0%
Nước ngoài	20.7%
Khác	43.6%

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

Q4/2024: BLNG mỏng và chi phí bán hàng tăng gây áp lực lên lợi nhuận

Trong Q4/2024, doanh thu tăng 21% svck, đạt 10,223 tỷ VND nhờ sự tăng trưởng về sản lượng. HSG ghi nhận sản lượng đạt 521 nghìn tấn (+24% svck), chủ yếu nhờ nhu cầu nội địa tăng (+16% svck), bù đắp cho sự giảm giá (-7% svck). Tuy nhiên, giá bán nội địa (-7%) và xuất khẩu (-8%) giảm là những yếu tố chính dẫn đến BLNG giảm xuống còn 8.5% (-4 điểm % svck). Ngoài ra, chi phí bán hàng tăng 90% svck, đạt 908 tỷ VND do chi phí vận chuyển tăng gấp đôi. Do BLNG giảm và chi phí logistic cao hơn, HSG đã báo lỗ ròng 186 tỷ VND (-273% svck). Tổng hợp cả năm 2024, LN ròng năm 2024 đạt 510 tỷ VND (+1,600% svck).

LN ròng 2025–26 có thể tăng 70%/52% nhờ triển vọng từ thị trường nội địa

Chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN ròng trong năm 2025-26, trong khi tăng trưởng xuất khẩu dự kiến sẽ giảm do thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với HRC nhập khẩu vào EU. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến sẽ đạt 2.05/2.2 triệu tấn (+6%/8% svck), với 60% đóng góp từ tiêu thụ nội địa. Về thị trường nội địa, sản lượng của HSG dự kiến đạt 1.04/1.1 triệu tấn, nhờ cải thiện thị phần lên 30%/31% trong hai năm tới (tăng từ 29% vào năm 2024), nhờ vào việc áp dụng thuế CBPG đối với thép mạ vào Q1/2025. Bên cạnh đó, với áp lực giảm từ Trung Quốc, giá dự kiến sẽ tăng lên 984/1,053 USD/tấn (+6%/7% svck). Xu hướng tăng của HRC sẽ dẫn đến sự chênh lệch giá cao hơn giữa HDG và nguyên liệu đầu vào (HRC), và BLNG sẽ cải thiện lên 11.2%/11.8% (+0.4/0.8 điểm % svck). Nhờ sự gia tăng về khối lượng và BLNG, LN ròng có thể đạt 869/1,324 tỷ VND (+70%/52% svck) trong năm 2025-2026.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 24,800 VND/cổ phiếu

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp FCFF và P/B với trọng số bằng nhau (WACC: 11.6%), tương ứng tiềm năng tăng giá 24%. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh đầy đủ kết quả kém khả quan của Q4/2024 và dự báo LN ròng Q1/2025 sẽ phục hồi lên 250 tỷ VND, giúp HSG được đánh giá lại. Đây là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu HSG cho chu kỳ thép tiếp theo, dự kiến sẽ bước vào giai đoạn mở rộng từ năm 2025 và HSG có thể hưởng lợi từ việc gia tăng thị phần HDG và mở rộng BLNG.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	31,651	39,272	45,760	51,477
Lợi nhuận ròng (LNR)	30	510	869	1,324
Tăng trưởng doanh thu	-36%	24%	17%	12%
Tăng trưởng LNR	-88%	1600%	70%	52%
Biên lợi nhuận gộp	10%	11%	11%	12%
EBITDA	4%	3%	4%	5%
ROAE	0.3%	4.5%	7.1%	9.8%
ROAA	0.2%	2.6%	4.1%	5.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	49	828	1,376	1,949
BVPS (VND/cổ phiếu)	17,621	18,449	18,914	19,055

Nguồn: HSG, MBS Research dự phóng

Chuyên viên phân tích

Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng giá của thép mạ kẽm nóng (HDG) trong nước và xuất khẩu sẽ phục hồi từ năm 2025 nhờ vào tăng trưởng nhu cầu.
- Thuế CBPG với HDG giúp thu hẹp chênh lệch giá giữa thép của Trung Quốc và Việt Nam, giúp HSG gia tăng thị phần. Chúng tôi dự đoán thị phần của HSG sẽ tăng lên 30%/31% (từ 29% năm 2024) trong giai đoạn 2025-26.
- Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 70%/52% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ vào tăng trưởng khối lượng (6%/8% so với cùng kỳ) và biên lợi nhuận gộp tăng (0.4/0.6 điểm % so với cùng kỳ) nhờ áp dụng thuế chống bán phá giá.
- Về định giá, HSG đang được đánh giá thấp hơn so với trung bình P/B trong 2 chu kỳ trước (1.0 so với 1.3) trong giai đoạn mở rộng của chu kỳ thép. Hơn nữa, P/E năm 2025 dự kiến sẽ giảm xuống 9.0 (thấp hơn mức trung bình khoảng 10 trong 2 chu kỳ trước).

Định giá

Chúng tôi áp dụng hai phương pháp định giá FCFF và P/B để định giá HSG với giá trị hợp lý là 25,300 VND/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng giá HRC có thể có xu hướng tăng từ năm 2025 nhờ áp lực giảm từ Trung Quốc và sự phục hồi nhu cầu tại Việt Nam.

Chúng tôi chọn P/B ở mức 1.3x để định giá HSG. Mức P/B này dựa trên P/B trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn phục hồi của ngành thép trong 2 chu kỳ gần đây. Do đó, trong bối cảnh phục hồi của ngành, định giá này phù hợp với các doanh nghiệp trong giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	24,300
P/B (P/B mục tiêu 2024 = 1.3x)	50%	25,300
Giá mục tiêu		**24,800**

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng FCFF

	2025	2026	2027	2028
LN ròng	869	1,324	1,903	3,728
Chi phí phi tiền mặt	638	721	801	880
Lãi vay sau thuế	106	184	188	180
Đầu tư tài sản cố định	340	210	368	205
Vốn lưu động	799	(350)	(275)	(1,105)
FCFF	330	1,459	1,527	2,750

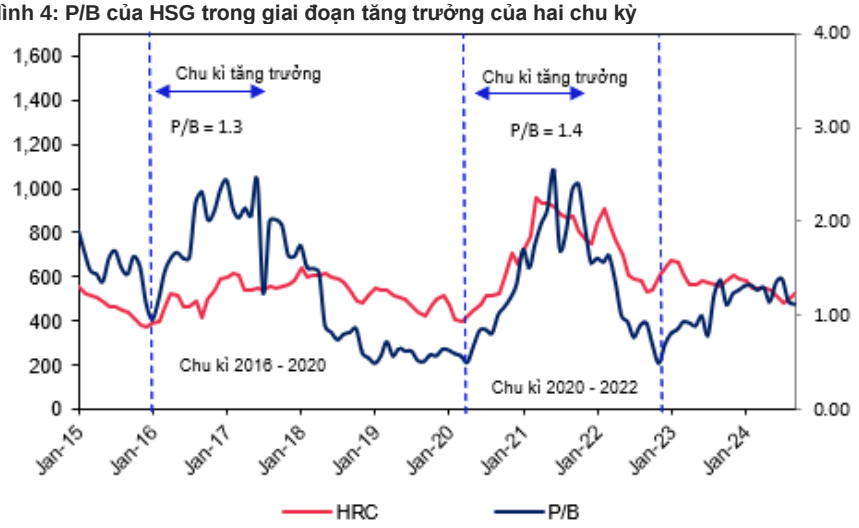
Hình 3: FCFF định giá

(+) Giá trị hiện tại của FCFF từ năm 2024-2028	Tỷ VND	6,067
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	Tỷ VND	12,375
(+)) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VND	1,765
(-) Nợ vay	Tỷ VND	5,663
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VND	14,519
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cổ phiếu	5.98
Giá cổ phiếu	VND	24,300

Chi phí vốn cổ phần	
Lợi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.20
Phần bù rủi ro	9.6%
Chi phí vốn cổ phần	13.1%

WACC và mức tăng trưởng dài hạn	
Chi phí vốn nợ	12.0%
Thuế suất	20.0%
WACC	11.2%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Hình 4: P/B của HSG trong giai đoạn tăng trưởng của hai chu kỳ



Nguồn: FinproX, HSG, MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

			P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Mã cổ phiếu	(Triệu US$)	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	6,660	23.4	13.5	1.7	1.6	3.8%	6.6%	7.2%	12.5%
Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	610	130.2	23.8	1.3	1.2	0.5%	3.4%	1.2%	4.5%
Tập đoàn Nam Kim	NKG VN	270	50.1	25.1	1.2	1.1	0.9%	3.2%	3.11	7.3%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	110	18.3	9.5	1.3	1.5	5.4%	6.2%	7..1%	8.5%
Nippon Steel	5401 JP Equity	19,800	19.8	16.8	0.6	0.5	12.1%	11.8%	18.1%	17.6%
Tập đoàn Valin Steel	000932 CH Equity	4,750	13.2	19.3	0.9	0.9	5.6%	6.3%	8.9%	9.6%
Kobe Steel	5406 JP Equity	4,100	8.8	8.2	0.7	0.6	7.7%	7.5%	8.5%	8.3%
Trung bình		**5,186**	**37.6**	**16.6**	**1.1**	**0.9**	**5.6%**	**6.4%**	**6.0%**	**8.7%**

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro đầu tư

(1) Rủi ro giảm giá của Trung Quốc tiếp tục đến năm 2025 sẽ gây áp lực lên giá thị trường trong nước.

(2) Cung nhà ở vẫn chưa phục hồi như kỳ vọng

Biên gộp và sản lượng cải thiện là động lực chính cho KQKD năm 2024

Hình 6: Kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu KQKD	Q4/24	svck (%)	So với quý trước (%)	2024	svck (%)	Đánh giá
Sản lượng (Nghìn tấn)	521	24%	3%	1,941	35%	Trong năm 2024, tổng sản lượng tăng 35% svck nhờ vào sự phục hồi của nhu cầu trong nước.
Bao gồm:						
Nội địa	*281*	*16%*	*6%*	*985*	*25%*	Sản lượng nội địa tăng 12% svck trong Q4/24 nhờ vào những dấu hiệu tích cực từ ngành xây dựng. Sự tăng trưởng cung nhà ở và nhà máy FDI là những yếu tố chính góp phần vào tiêu thụ HDG trong năm 2024.
Xuất khẩu	*220*	*10%*	*-2%*	*820*	*11%*	Khối lượng xuất khẩu tăng 10% svck trong Q4/24 nhờ vào giá thép EU và VN tăng nhẹ lên 60 USD/tấn (+8% svck). Trong năm 2024, hiệu suất xuất khẩu tăng 11% svck do sự gia tăng tại EU và ASEAN.
Giá (USD/Tấn)						
Nội địa	900	-7%	-4%	928	-10%	Giá thép - tấm giảm 7% svck trong Q4 và 10% svck trong năm 2024 do sự cạnh tranh khốc liệt từ sản phẩm Trung Quốc và Hàn Quốc.
Xuất khẩu	*895*	*-8%*	*-2%*	*838*	*-6%*	Giá HDG tại các thị trường xuất khẩu chính như EU và ASEAN giảm 10% và 12% svck sẽ có tác động tiêu cực đến giá xuất khẩu.
Doanh thu	**10,223**	**21%**	**-6%**	**39,882**	**24%**	Sự tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ sự phục hồi của sản lượng, bù đắp cho sự giảm giá.
Lợi nhuận gộp	*847*	*-20%*	*-35%*	*4,253*	*39%*	
Biên LNG	8.5%	-4điểm %	-3%pts	10.8%	+1.3điểm %	BLNG giảm 4% điểm svck do dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Trong năm 2024, BLNG mở rộng nhờ sự giảm giá nguyên liệu đầu vào nhiều hơn giá bán.
Doanh thu tài chính	129	8%	395%	342	47%	Thu nhập tài chính tăng 47% svck trong năm 2024 nhờ vào lợi nhuận từ tỷ giá..
Chi phí tài chính	*98*	*50%*	*40%*	*254*	*-19%*	Chi phí tài chính giảm do áp lực lãi suất thấp hơn.
- Chi phí lãi vay	40	12%	1%	133	-32%	Chi phí lãi vay giảm do mặt bằng lãi suất thấp hơn.
Chi phí bán hàng (S)	908	90%	1%	3,345	35%	Trong Q4/24, chi phí tăng 90% svck do chi phí vận chuyển gấp đôi. Trong năm 2024, chi phí vận chuyển là lý do chính cho sự gia tăng chi phí bán hàng.
Chi phí QLDN (G&A)	149	98%	11%	496	22%	
% Chi phí SG&A/ doanh thu	11%	2điểm %	-0.8điểm %	10%	-0.1điểm %	
Lợi nhuận trước thuế	(176)	-286%	-263%	541	271%	
Lợi nhuận ròng	(186)	-273%	-245%	510	1,600%	Trong Q4/2024, NP giảm do (1) BLNG giảm 4 điểm % do giá thép giảm và (2) áp lực đáng kể từ chi phí vận chuyển. LNR năm 2024 tăng 1,600% svck từ mức nền thấp, nhờ vào (1) khối lượng bán hàng cải thiện svck, (2) BLNG tăng lên 10.2% (0.2% điểm svck) và áp lực chi phí tài chính giảm.

Nguồn: HPG, MBS Research

Thuế CBPG được áp dụng là yếu tố chính góp phần cho sự tăng trưởng lợi nhuận ròng trong năm 2025-26

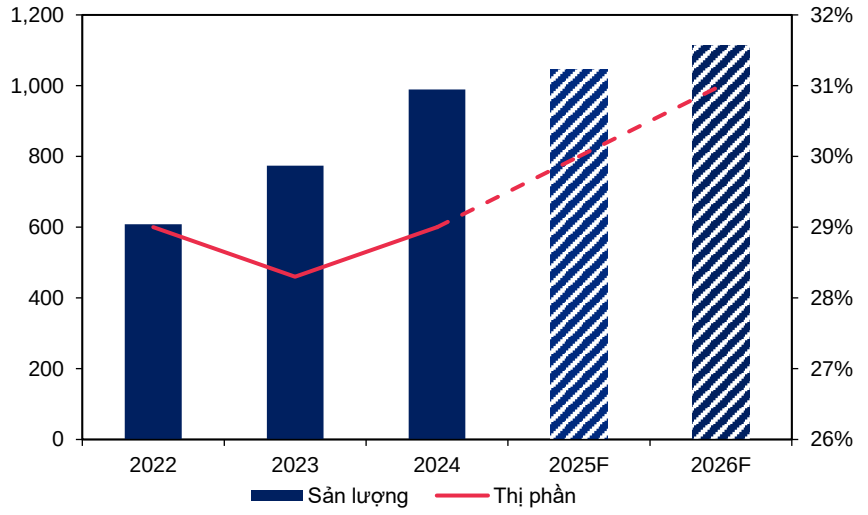
Nội địa: giai đoạn phục hồi sẽ tiếp tục trong năm 2025-26

Trong năm 2024, khối lượng trong nước tăng 25% svck đạt 985 nghìn tấn nhờ vào sự phục hồi nhu cầu. Sự tăng trưởng của nhu cầu HDG được thúc đẩy bởi sự gia tăng cung nhà ở và xây dựng công nghiệp. Theo CBRE, tổng cung căn hộ chung cư tại Hà Nội và Hồ Chí Minh dự kiến tăng 40% svck và đạt 12,000 căn trong năm 2024. Bên cạnh đó, xây dựng công nghiệp có thể được hỗ trợ bởi FDI. Trong 9T/2024, vốn đầu tư FDI ghi nhận 24.8 tỷ USD, chủ yếu tập trung vào sản xuất (chiếm 66%) giúp cải thiện nhu cầu đầu tư sản xuất.

Trong năm 2025 – 2026, chúng tôi dự đoán sự gia tăng cung nhà ở và vốn đầu tư FDI sẽ tiếp tục là động lực chính cho sự tăng trưởng của nhu cầu HDG. Trong báo cáo mới nhất, CBRE ước tính cung nhà ở sẽ tăng trưởng đối với cả nhà đất và chung cư. Cụ thể, số căn hộ mới ra mắt tăng 2% svck tại Hà Nội và 90% svck tại Hồ Chí Minh nhờ vào sự đóng góp của các dự án đô thị. Hơn nữa, vốn FDI sẽ được hỗ trợ bởi tình hình căng thẳng thương mại giữa EU và Mỹ với Trung Quốc, nhiều nhà sản xuất lớn có kế hoạch chuyển chuỗi cung ứng về Việt Nam từ năm 2022. Do đó, FDI có thể gia tăng nhờ vào xu hướng chuyển đổi chuỗi cung ứng, dẫn đến mở rộng xây dựng sản xuất.

Nhờ vào sự phát triển của xây dựng nhà ở và công nghiệp, nhu cầu HDG có thể được cải thiện từ năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn phục hồi của ngành thép sẽ tiếp tục trong năm 2025-26F, khối lượng trong nước của HSG dự kiến đạt 1.04/1.1 tỷ tấn (+6%/7% svck) và chiếm 30%/31% thị phần nội địa trong 2025-2026).

Hình 1: Sản lượng nội địa của HSG (Nghìn tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

Trong 2025-26, giá HDG có thể có xu hướng tăng với mức tăng đạt 6%/7% svck

Vào năm 2024, giá HDG nội địa đã giảm 10% svck và đạt 1.020 USD/tấn. Sự giảm giá HDG nội địa chịu tác động tiêu cực từ Trung Quốc, mặc dù thuế nhập khẩu dao động từ 15% đến 30%. Trong 9T/2024, thị trường nội địa chủ yếu bị chi phối bởi thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc, chiếm 55% tổng tiêu thụ HDG. Sản phẩm nội địa gặp phải sự cạnh tranh nghiêm trọng từ thép mạ

của Trung Quốc và Hàn Quốc, khi khoảng cách giữa giá HDG trong nước và giá HDG của Trung Quốc mở rộng lên đến 100 USD/tấn (so với mức 70% trung bình của 2 năm trước).

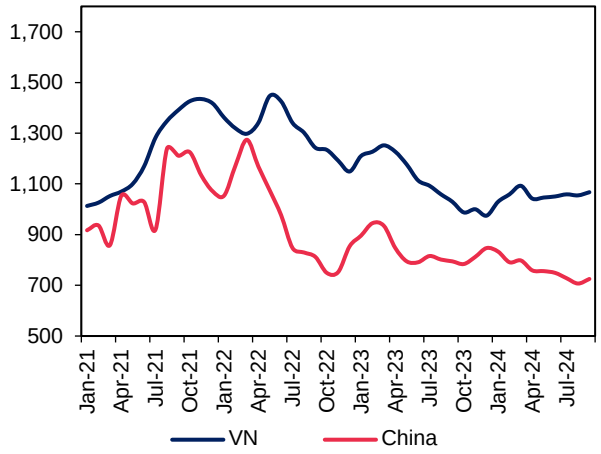
Kể từ Q2/2024, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1535/QĐ-BCT ngày 14/06/2024 về việc điều tra và áp dụng biện pháp CBPG đối với một số sản phẩm thép mạ kẽm có nguồn gốc từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Chúng tôi dự báo khả năng cao rằng thuế CBPG sẽ được áp dụng vì thị phần của thép nhập khẩu đã đạt 55% (cao hơn 42% trong 3 năm). Thuế dự kiến sẽ dao động từ 30% đến 40% cho mỗi loại sản phẩm, điều này sẽ giúp giảm khoảng cách xuống còn 50 – 60 USD/tấn. Nhờ có thuế CBPG, chúng tôi dự báo thị phần của doanh nghiệp nội địa có thể đạt 60% vào năm 2026 (từ 45% vào năm 2024).

Hình 16: Lộ trình áp dụng thuế CBPG cho thép của Trung Quốc và Hàn Quốc

Giai đoạn	Ngày	Đánh giá
Khởi động cuộc điều tra	T6-24	Bộ Công Thương đã khởi động cuộc điều tra về thuế CBPG sau yêu cầu từ các doanh nghiệp trong nước vào tháng 5 năm 2024.
Tiến hành điều tra	T9-24	
Kết luận	T12-24	Chúng tôi dự đoán kết luận có thể được đưa ra trong vòng 6 tháng (tương tự với việc điều tra thuế CBPG trước đó vào năm 2016).)
Thuế tạm thời	T2-25	Thuế tạm thời được dự báo sẽ được áp dụng trong vòng 1-2 tháng sau khi có kết luận.
Thuế chính thức	T7-25	Thuế chính thức có thể được thực hiện sau hơn 1 năm điều tra..

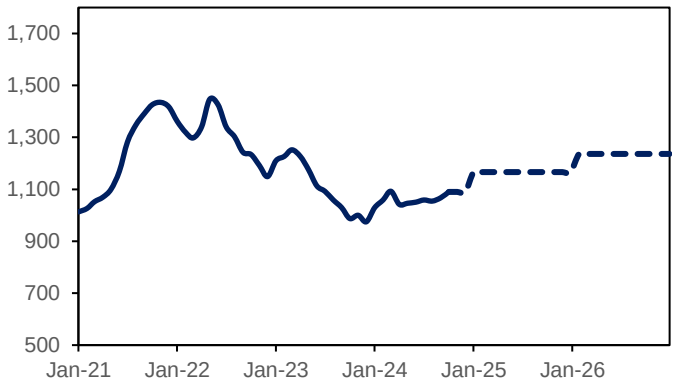
Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 13: Giá HDG của Việt Nam và Trung Quốc (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 14: Dự báo giá HDG Việt Nam trong 2024 - 2026 (Đơn vị: USD/Tấn)

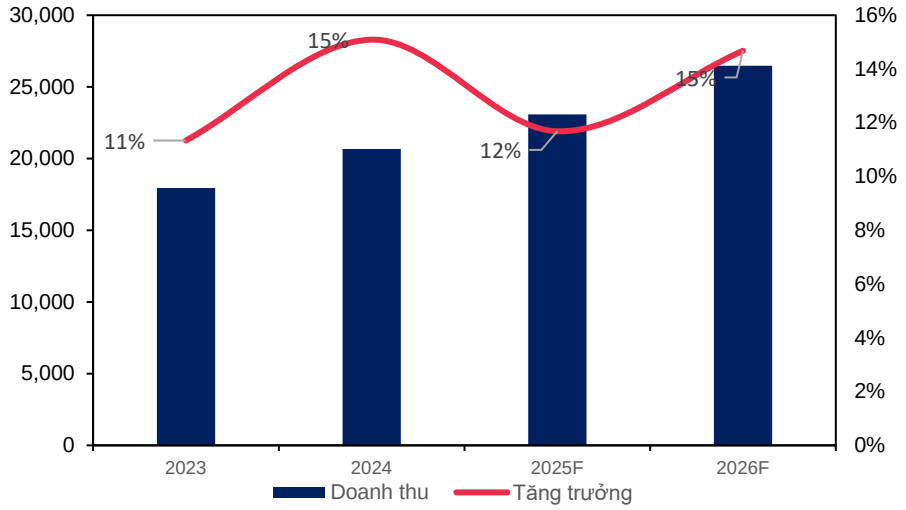


Nguồn: HSG, MBS Research

Hơn nữa, ngành thép Trung Quốc xuất hiện tín hiệu tích cực để phục hồi kể từ Q4/2024 nhờ vào chính sách kích cầu và việc cắt giảm sản xuất. Trong Q3/2024, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (POBC) đã giảm lãi suất cho các khoản vay thế chấp hiện có xuống 0,5 điểm phần trăm và hỗ trợ cho vay mới bằng cách giảm tỷ lệ dự trữ của các ngân hàng. Biện pháp này được thực hiện nhằm hỗ trợ người vay và giải quyết khủng hoảng trong lĩnh vực bất động sản trong bối cảnh giá nhà mới giảm mạnh. Do đó, những tín hiệu tích cực từ thị trường bất động sản có thể góp phần vào sự phục hồi của giá thép. Về phía nguồn cung, chính phủ Trung Quốc đã hoãn phê duyệt các dự án thép sử dụng than mới từ năm 2024 để bảo vệ môi trường và hạn chế nguồn cung mới. Hơn nữa, các tỉnh sản xuất thép chính như Hà Bắc và Giang Tô đã cắt giảm 20% - 30% sản lượng

khi lợi nhuận gộp giảm xuống -4% (thấp nhất trong 5 năm), và sản lượng thép của Trung Quốc trong tháng 7 đã giảm 9% svck.

Hình 16: Dự báo doanh thu nội địa (Đơn vị: Tỷ VND)



Nguồn: HSG, MBS Research

Nhờ các yếu tố tích cực trên, chúng tôi dự đoán giá HDG sẽ tăng 6%/7% svck, đạt 984/1.053 USD/tấn trong năm 2025-2026. Doanh thu trong năm 2025-2026 dự kiến sẽ tăng 12% và 15% svck nhờ vào sự gia tăng của cả giá và khối lượng.

Xuất khẩu: Trong năm 2025-2026, sản lượng và giá có thể tăng nhẹ nhờ vào sự phục hồi nhu cầu từ EU.

Trong năm 2025-2026, sản lượng có thể tăng 4%/5% so với năm trước và giá có thể tăng 4%/4% nhờ vào nhu cầu tăng trưởng tại EU.

Trong 9T/2024, khối lượng xuất khẩu HRC giảm 25% svck do nhu cầu yếu từ các thị trường xuất khẩu chính như EU và Mỹ. Về HDG, khối lượng xuất khẩu đã tăng đáng kể 47% từ mức thấp nhờ vào sự phát triển của ASEAN và sự gia tăng chênh lệch giá trong nửa đầu năm 2024. Tuy nhiên, đối với thị trường xuất khẩu chính của HSG như EU và Mỹ, nhu cầu thấp hơn mong đợi. Dự báo tiêu thụ thép tại EU đạt 127 triệu tấn (+1,4% svck) trong năm 2024, nhưng theo báo cáo mới nhất của Eurofer, mức tăng tối thiểu này chỉ là một "sự phục hồi kỹ thuật" sau mức nền thấp năm 2023. Bởi vì hai lĩnh vực tiêu thụ thép lớn nhất là xây dựng (35%) và ô tô (18%) có thể giảm lần lượt 1,4% và 3% svck do mức lãi suất cao. Trong khi đó, theo Hiệp hội Thép Hoa Kỳ (AISI), nhu cầu thép năm 2024 tại Hoa Kỳ có thể giảm 1% svck.

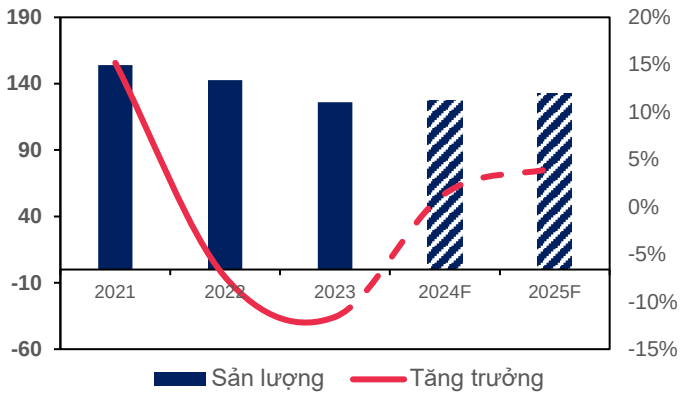
Đối với năm 2025-2026:

- Vào năm 2025, sản xuất thép tại EU dự kiến sẽ tăng 4% svck, đạt 133 triệu tấn nhờ vào sự tăng trưởng của lĩnh vực xây dựng và ô tô lần lượt là 1,8% và 2,3% so với năm trước. Tuy nhiên, Ủy ban Châu Âu (EC) đã khởi động cuộc điều tra thuế CBPG đối với HRC Việt Nam trong Q3/2024. Chúng tôi nhận thấy chính sách bảo vệ này có ảnh hưởng bất lợi đến xuất khẩu HRC từ Việt Nam do khoảng cách giá giữa EU và HRC Việt Nam giảm. Theo đó, các nhà nhập khẩu EU có xu hướng chọn HRC từ các quốc gia khác như Hàn Quốc hoặc ASEAN do sự giảm chênh lệch giá. Chúng tôi không thể dự đoán thêm về bất lợi của xuất

khẩu HRC Việt Nam do không có thông tin chi tiết về tỷ lệ thuế được công bố.

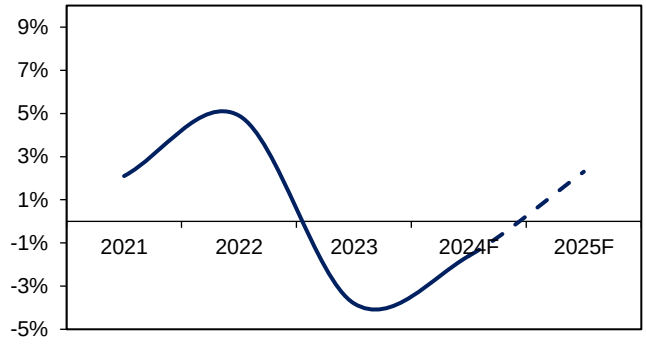
- Về phía Hoa Kỳ, triển vọng tươi sáng dự kiến sẽ diễn ra vào năm 2025 nhờ vào chính sách đầu tư cơ sở hạ tầng của chính quyền mới.
- Trong năm 2025-2026, khối lượng sẽ đạt 869/930 nghìn tấn (+4%/5% svck) nhờ vào sự gia tăng của lĩnh vực xây dựng và ô tô.

Hình 17: Tổng tiêu thụ của EU (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

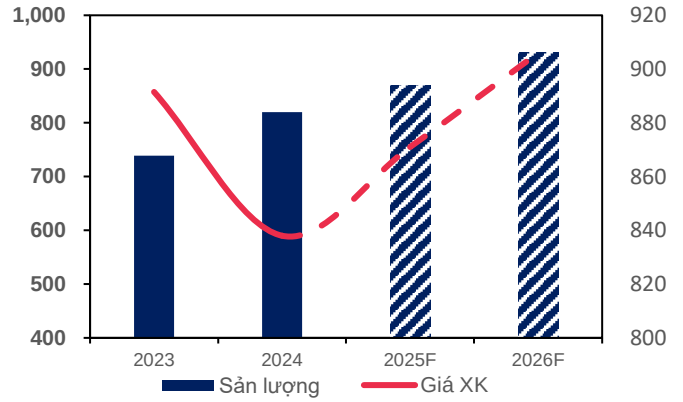
Hình 18: Mức tăng trưởng của ngành xây dựng của EU



Nguồn: HSG, MBS Research

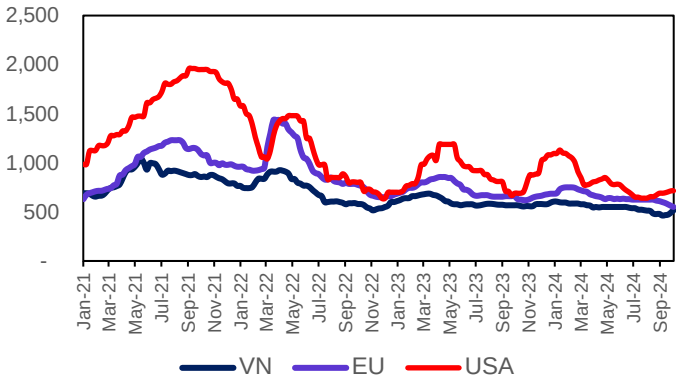
Trong năm 2025-2026, giá dự kiến tăng 4%/4% nhờ nhu cầu cải thiện

Hình 17: Tổng sản lượng xuất khẩu của HSG (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

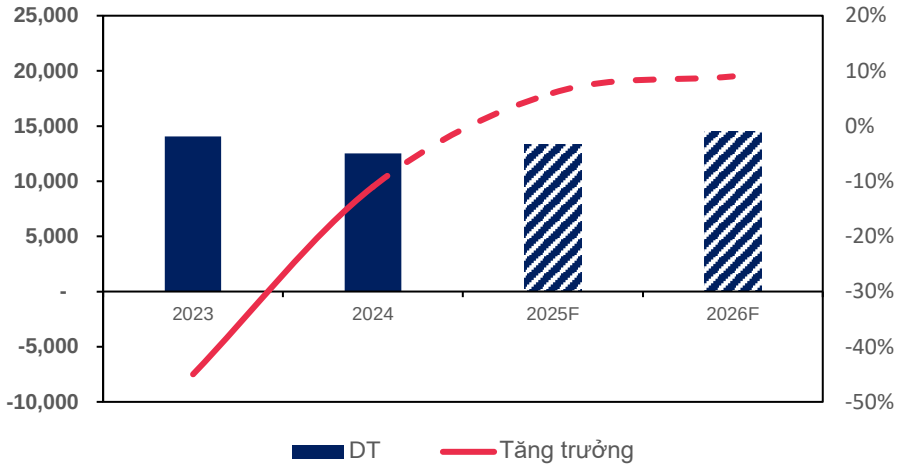
Hình 18: Giá xuất khẩu của HSG (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

Do áp lực từ Trung Quốc trong nửa đầu năm 2024, giá HRC tại EU và Mỹ đã giảm đáng kể trong năm 2024. Giá tại EU và Mỹ giảm lần lượt 20% và 17% svck, xuống còn 600 và 715 USD/tấn do sự áp đảo của sản phẩm Trung Quốc và cầu yếu. Vì vậy, khoảng cách giữa giá HRC của Việt Nam và EU, Mỹ đạt 50 – 70 USD/tấn, điều này sẽ có tác động tiêu cực đến xuất khẩu HRC từ Việt Nam. Tuy nhiên, kể từ Q4/2024, đã xuất hiện tín hiệu tích cực từ HRC của Trung Quốc nhờ vào việc cắt giảm sản xuất và chính sách kích thích cho thị trường bất động sản. Chúng tôi dự báo rằng giá HRC tại EU và Mỹ có thể tăng lên, và khoảng cách giá có thể tăng lên 100 - 150 USD/tấn, dẫn đến sự cải thiện trong việc nhập khẩu từ EU và Mỹ. Giá xuất khẩu dự kiến sẽ đạt 838 USD/tấn (-5% svck) trong năm 2024 do tình hình tiêu cực như đã đề cập. Tuy nhiên, trong năm 2025-2026, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng có thể đạt 4% svck do tăng tiêu thụ.

Hình 19: Doanh thu xuất khẩu



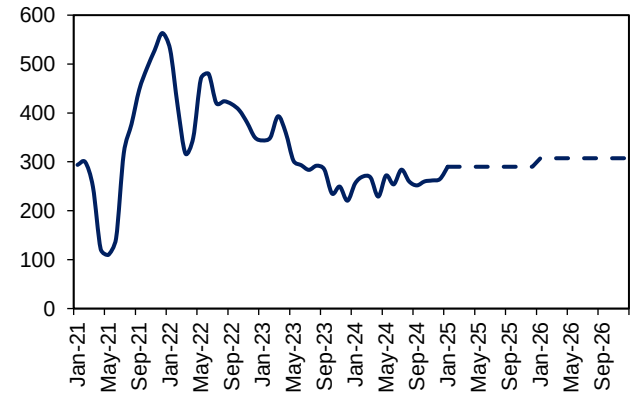
Nguồn: VSA, MBS Research

Trong năm 2025-2026, doanh thu có thể tăng trưởng 6% và 9% svck nhờ vào sự phục hồi của cả giá và sản lượng.

Biên gộp có thể mở rộng trong giai đoạn này, đạt 11,2%/11,8% nhờ vào xu hướng tăng của giá HRC.

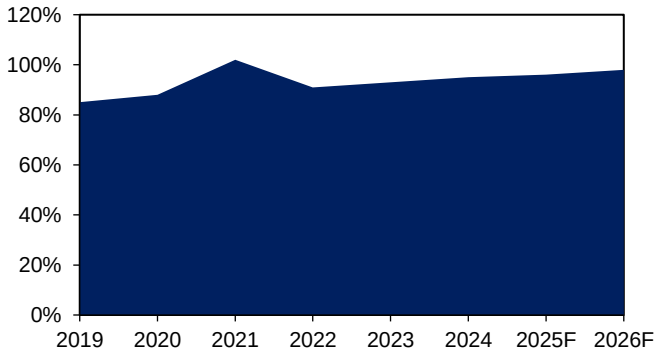
Trong hai chu kỳ gần đây của ngành thép, biên gộp của HSG đã tăng từ 5% lên 12% nhờ vào việc trữ hàng tồn kho với giá thấp và sự tăng giá của HDG vượt xa HRC. Trong chu kỳ tiếp theo, chúng tôi dự đoán rằng giá HDG nội địa sẽ tăng 6%/7% svck trong khi giá nguyên liệu HRC sẽ tăng 5%/6% svck, vì HSG có thể lưu trữ nguyên liệu giá thấp 2 quý trước khi sản xuất.

Hình 17: Chênh lệch giữa giá HRC và HDG (Đơn vị: USD/ Tấn)



Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 18: Hiệu quả sản xuất của HSG



Nguồn: HSG, MBS Research

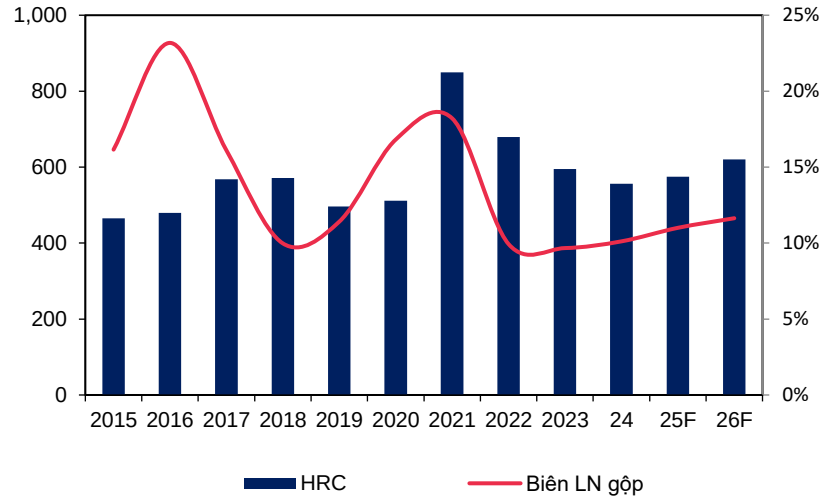
Chúng tôi dự đoán biên gộp sẽ đạt 11,2%/11,8% trong năm 2025-2026 nhờ vào:

- Giá HRC sẽ phục hồi từ Q4/2024 nhờ vào áp lực giảm giá thép Trung Quốc và sự phục hồi từ phía cầu. Hơn nữa, thuế CBPG đối với HRC dự kiến sẽ được áp dụng trong năm 2025, và giá HRC có thể tăng 5%/6% svck trong giai đoạn 2025-2026 nhờ vào việc thu hẹp khoảng cách giữa thép Việt Nam và Trung Quốc, điều này sẽ góp phần vào tính cạnh tranh của thép Việt Nam. Sự tăng trưởng của HRC sẽ là động lực cho sự phục hồi của các sản phẩm dựa trên HRC như thép cuộn và ống thép.

- Đối với các nhà sản xuất thép tấm như HSG, việc lưu trữ nguyên liệu HRC 2 quý trước khi sản xuất sẽ dẫn đến hàng tồn kho giá rẻ, do đó, sự tăng giá nguyên liệu đầu vào có thể thấp hơn giá thị trường HRC. Trong khi giá bán HRC sẽ tăng nhanh theo xu hướng tăng kể từ năm 2025, xu hướng này dự kiến sẽ phản ánh vào giá bán sớm hơn so với nguyên liệu đầu vào. Do đó, sự gia tăng sẽ mở rộng khoảng cách giữa HRC (nguyên liệu đầu vào) và HDG, đạt 290/307 USD/tấn (+8%/6% svck). Sự tăng cường của khoảng cách này có thể nâng cao GPM.

- Hiệu suất sản xuất dự kiến sẽ phục hồi lên 94%/96% trong năm 2025-2026 nhờ vào sự gia tăng nhu cầu. Chúng tôi kỳ vọng HSG có thể tăng thị phần lên 31% vào năm 2026 (từ 28% vào năm 2024), vì vậy sản xuất sẽ được cải thiện. Sự gia tăng hiệu suất có thể làm giảm chi phí cố định cho doanh nghiệp.

Hình 25: Biên gộp dự báo của HSG trong 2024 - 2026



Nguồn: HSG, MBS Research

Dự báo kết quả kinh doanh

Hình 26: Dự báo KQKD của HSG trong 2025-26 (Đơn vị: Tỷ đồng)

Chỉ tiêu KDKD	2024	svck (%)	2025F	svck (%)	2026F	svck (%)	Đánh giá
Sản lượng (Nghìn tấn)	1,941	35%	2,057	6%	2,222	8%	Trong 2025 - 2026, sản lượng sản xuất của HSG dự kiến sẽ được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng nhu cầu nội địa và việc gia tăng thị phần nhờ vào thuế CBPG áp dụng cho HRC nhập khẩu từ EU.
Bao gồm:							
Nội địa	*985*	*25%*	*1,045*	*6%*	*1,112*	*7%*	Sự tăng trưởng nhu cầu nội địa đến từ sự phục hồi nguồn cung nhà ở và ngành công nghiệp sản xuất. Năm 2025-2026, HSG có thể chiếm lĩnh thêm thị phần nội địa trong giai đoạn này.
Xuất khẩu	*820*	*11%*	*869*	*4%*	*930*	*5%*	Trong năm 2025 - 2026, khối lượng có thể tăng nhẹ nhờ vào sự phục hồi của nhu cầu nhưng không thể giữ ở mức cao như năm 2021 do thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu vào EU.
Giá (USD/Tấn)							
Nội địa	928	-10%	984	6%	1053	7%	Giá giảm 10% so với năm trước trong năm 2024 do sự cạnh tranh gay gắt từ sản phẩm Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của thép Trung Quốc và nhu cầu sẽ là động lực cho sự tăng trưởng của giá HDG.

Xuất khẩu	*838*	*-6%*	*871*	*4%*	*906*	*4%*	Sự phục hồi bắt đầu từ năm 2025 - 2026 nhờ vào áp lực thấp hơn từ Trung Quốc và sự phục hồi của các ngành tiêu thụ thép.
Doanh thu	**39,882**	**24%**	**45,760**	**15%**	**51,477**	**12%**	Trong năm 2025 - 2026, sự tăng trưởng của khối lượng và giá sẽ góp phần tăng doanh thu.
Lợi nhuận gộp	*4,253*	*39%*	*5,141*	*21%*	*6,080*	*18%*	
Biên lợi nhuận gộp	10.8%	1.3 điểm %	11.2%	0.4điểm %	11.8%	0.6điểm %	Biên gộp sẽ được cải thiện vì giá nguyên liệu giảm nhiều hơn giá bán (5% so với 1%). Biên gộp sẽ tăng trong năm 2025 - 2026 nhờ vào xu hướng tăng của HRC.
Doanh thu tài chính	342	47%	288	-16%	315	9%	
Chi phí tài chính	*254*	*-19%*	*307*	*21%*	*336*	*10%*	Trong năm 2025 - 2026, lãi suất giảm là động lực cho sự tăng trưởng của chi phí tài chính. Trong khi chúng tôi kỳ vọng tỷ giá hối đoái sẽ giữ ổn định, điều này sẽ dẫn đến lợi nhuận từ tỷ giá thấp hơn.
- Chi phí lãi vay	133	-32%	230	73%	236	2%	Mức lãi suất thấp hơn dẫn đến việc giảm chi phí lãi vay trong năm 2024. HSG sẽ tăng nợ để lưu trữ nguyên liệu trong năm 2025 - 2026.
Chi phí bán hàng	3,345	35%	3,589	7%	3,886	8%	Áp lực chi phí vận chuyển/tấn giảm 8% svck. Tổng chi phí tăng lên do khối lượng xuất khẩu cao hơn.
Chi phí QLDN	496	22%	534	8%	653	22%	
%Chi phí BH&QLDN / doanh thu	10%	-0.1điểm %	9%	-1điểm %	9%	-0.2điểm %	
Lợi nhuận trước thuế	541	271%	1,046	93%	1,564	49%	
Lợi nhuận ròng	510	1600%	869	70%	1,324	52%	Sự gia tăng LNR được thúc đẩy bởi (1) sự cải thiện về sản lượng, (2) GPM sẽ được mở rộng nhờ vào HRC sẽ có xu hướng tăng kể từ năm 2025

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	31,651	39,272	45,760	51,477
Giá vốn hàng bán	(28,590)	(35,019)	(40,619)	(45,396)
Lợi nhuận gộp	3,061	4,253	5,141	6,080
Chi phí quản lý DN	(407)	(496)	(534)	(653)
Chi phí bán hàng	(2,477)	(3,345)	(3,589)	(3,886)
LN từ HĐKD	177	412	1,017	1,541
EBITDA thuần	(640)	406	379	821
LN trước thuế & lãi vay	**177**	**412**	**1,017**	**1,541**
Thu nhập lãi	233	342	288	315
Chi phí tài chính	(119)	(121)	(77)	(101)
Thu nhập ròng khác	50	41	48	44
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	**146**	**541**	**1,046**	**1,564**
Thuế TNDN	(116)	(31)	(178)	(240)
Lợi nhuận sau thuế	30	510	869	1,324
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	**30**	**510**	**869**	**1,324**
Chi trả cổ tức	(0)	(0)	(308)	(647)
Lợi nhuận giữ lại	30	510	561	677

Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	597	602	1,740	3,755
Đầu tư ngắn hạn	31	30	33	36
Phải thu khách hàng	2,272	2,272	2,272	2,194
Hàng tồn kho	9,702	9,702	10,706	10,204
Tổng tài sản ngắn hạn	14,456	14,164	16,246	17,808
Tài sản cố định	3,914	3,915	3,583	3,085
Xây dựng cơ bản dở dang	663	664	730	730
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty con	1	1	1	1
Đầu tư vào công ty LD,LK	-	-	-	-
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-
Tổng tài sản dài hạn	5,388	5,397	4,967	4,470
Tổng tài sản	**19,844**	**19,561**	**21,213**	**22,278**
Vay & nợ ngắn hạn	2,936	5,364	5,663	5,514
Phải trả người bán	2,885	2,329	2,607	2,468
Phải trả ngắn hạn khác	504	739	607	623
Tổng nợ ngắn hạn	6,325	8,432	8,877	8,605
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-
Các khoản phải trả khác	16	16	17	20
Tổng Nợ dài hạn	16	16	17	20
Tổng nợ	**2,952**	**5,380**	**5,680**	**5,534**
Vốn điều lệ	6,160	6,160	6,468	7,115
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	4,369	4,528	5,440	6,116
Các quỹ thuộc VCSH	78	50	50	50
Vốn chủ sở hữu	10,780	10,897	12,117	13,438
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	1	2	-
Tổng vốn chủ sở hữu	10,780	10,897	12,117	13,438
Tổng nợ và VCSH	**19,844**	**19,561**	**21,213**	**22,278**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	631	541	1,046	1,564
Khấu hao	817	989	374	373
CP lãi vay	116	133	(230)	(236)
Các khoản điều chỉnh khác	(11)	196	48	44
Thay đổi VLĐ	(1,026)	(2,693)	(1,226)	(116)
LCTT từ HĐKD	**527**	**(1,418)**	**13**	**1,629**
Đầu tư TSCĐ	(244)	(770)	(284)	(210)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	24	49	32	13
LCTT từ đầu tư	**(220)**	**(720)**	**(251)**	**(197)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	22	308	647
Tiền vay ròng nhận được	1,107	2,427	1,278	(139)
Dòng tiền từ HĐTC khác	1	2	-	75
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động TC	**1,108**	**2,142**	**1,586**	**583**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	647	597	602	1,740
LC tiền thuần trong năm	1,415	4	1,138	2,015
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**597**	**602**	**1,740**	**3,755**

Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu thuần	-36.3%	24.1%	16.5%	12.5%
Tăng trưởng EBITDA	11.2%	-163.4%	-6.5%	116.3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	30.3%	232.8%	246.9%	151.5%
Tăng trưởng LN trước thuế	-61.7%	270.5%	93.4%	49.4%
Tăng trưởng LN ròng	-88.0%	1600.0%	70.3%	52.4%
Tăng trưởng EPS	-89.3%	1575.2%	66.2%	41.7%
Biên LN gộp	9.7%	10.8%	11.2%	11.8%
Biên EBITDA	3.7%	1.7%	4.2%	4.9%
Biên LN ròng	0.1%	1.3%	1.9%	2.6%
ROAE	0.3%	4.7%	7.2%	9.8%
ROAA	0.2%	2.6%	4.1%	5.9%
ROIC	0.2%	3.1%	4.9%	7.0%
Vòng quay tài sản	1.6	2.0	2.2	2.3
Tổng nợ vay/VCSH	27.2%	49.2%	46.7%	41.0%
Nợ vay ròng/VCSH	21.7%	43.7%	32.4%	13.1%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	11.8%	24.3%	18.5%	7.9%
Khả năng thanh toán lãi vay	0.9	3.1	4.4	6.5
Số ngày phải thu	26.2	21.1	18.1	15.6
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	123.9	101.1	96.2	82.0
Số ngày phải trả tiền bán	36.8	24.3	23.4	19.8
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.2	1.6	1.8	2.0
Khả năng thanh toán nhanh	0.7	0.5	0.6	0.9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.2	0.4
Định giá				
EPS	49	828	1,376	1,949
BVPS	17,475	17,687	18,731	18,888
P/E	410.7	24.2	14.9	10.8
P/B	1.1	1.1	1.1	1.1

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

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

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến
Nguyễn Đức Hảo

Bất động sản – KCN - VLXD
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành

Công nghệ - Hóa chất
Nguyễn Đức Hảo

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly