

Ngành Thép

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2024

Mã giao dịch: HSG

Reuters: HSG.HM

Bloomberg: HSG VN

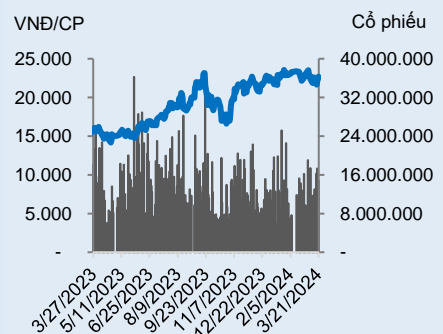
Kỳ vọng bứt phá trong 2024 nhờ chiến lược quản trị hàng tồn kho

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **27.500**Giá thị trường (21/3/2024) **22.700**Lợi nhuận kỳ vọng **+21%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.175-23.550
Vốn hóa	13.983 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	615.982.309
KLGD bình quân 10 ngày	12.853.284
% sở hữu nước ngoài	21,67%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,67

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HSG	2,5%	2,5%	4,4%	11,8%
VNIIndex	12,8%	5,3%	15,8%	10,8%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1 niên độ 2023-2024. HSG ghi nhận kết quả kinh doanh quý 1 tích cực với doanh thu thuần đạt gần 9.073 tỷ đồng (+15%YoY) nhờ tổng sản lượng tiêu thụ thép của HSG tăng lên 449.080 tấn (+15QoQ; +32% YoY). Biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện mạnh từ mức 2% lên 10%. Bên cạnh đó, doanh thu tài chính cũng tăng 37%, đạt 44 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí tài chính giảm 56%, chỉ còn 50 tỷ đồng nhờ chi phí lãi vay và chênh lệch tỷ giá giảm. Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức hơn 9%, đi ngang so với cùng kỳ năm trước. Cuối kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 103 tỷ đồng, cải thiện mạnh so với mức lỗ ròng 680 tỷ đồng của cùng kỳ niên độ 2022-2023.

Điểm nhấn đầu tư

Giá HRC tăng hỗ trợ đà tăng cho giá bán tôn mạ. Chúng tôi ước tính mức tăng trưởng giá HRC nội địa và thế giới trong 2024 dao động trong khoảng 2-5% so với 2023 nhờ Chính phủ bắt đầu đưa ra chính sách tiền tệ nới lỏng và các biện pháp tháo gỡ cho thị trường bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng các chính sách hỗ trợ của Chính phủ bắt đầu có hiệu quả từ 2H2024, giá HRC sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong giai đoạn này.

Thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính của HSG trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu sẽ tiếp tục tăng trưởng trong các quý tiếp theo nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ thép tại các thị trường xuất khẩu lớn của HSG như Mỹ và EU đều có mức tăng trưởng dương trong năm 2024, lần lượt là 1,6% và 8%YoY; và (2) Các hợp đồng xuất khẩu đầu năm 2024 được ký trước trong bối cảnh chênh lệch giá HRC ở Mỹ và EU so với Việt Nam mở rộng trong các tháng cuối 2023. Chúng tôi nhận định chênh lệch giá HRC tại EU và Việt Nam sẽ dao động trong khoảng mức 150-200 USD/tấn trong 2024.

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ chiến lược tích trữ hàng tồn kho giá rẻ. HSG tăng nợ vay ngắn hạn 59% QoQ, để tăng nhập hàng tồn kho. Công ty cho biết đã chốt lượng HRC giá rẻ ở mức giá 535 USD/tấn, giảm 16% so với thời điểm mua cuối năm 2023. Trong khi đó, giá bán tôn mạ/ống thép nội địa vẫn chưa điều chỉnh giảm nhiều theo giá HRC, công ty chỉ mới chiết khấu 200-300 đồng/kg cho các đại lý sau dịp Tết.

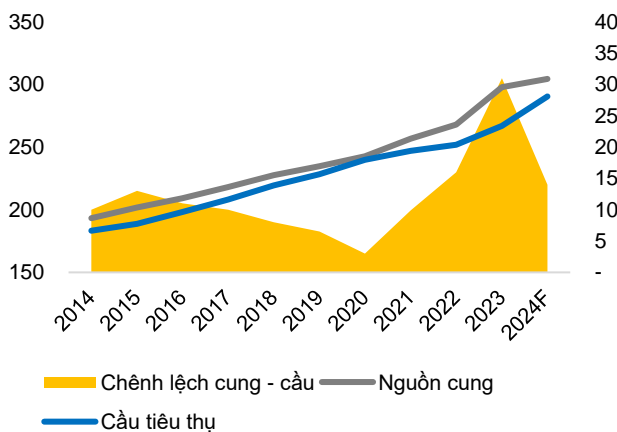
Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của HSG niên độ 2023-2024 lần lượt 35.920 tỷ đồng (+13%YoY) và 885 tỷ đồng gấp 28 lần so với LNST niên độ 2022-2023. Ở mức giá hiện tại, ước tính mức P/B và EV/EBITDA của HSG trong 2024 lần lượt 1,05x và 6,3x, thấp hơn mức P/B ngành trung bình 5 năm là 1,2x và EV/EBITDA ngành trung bình 5 năm là 7,0x. BVSC đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HSG với giá mục tiêu là **27.500 đồng/cổ phiếu – với tiềm năng tăng trưởng +21%**.

Nhận định triển vọng thép HRC trong 2024

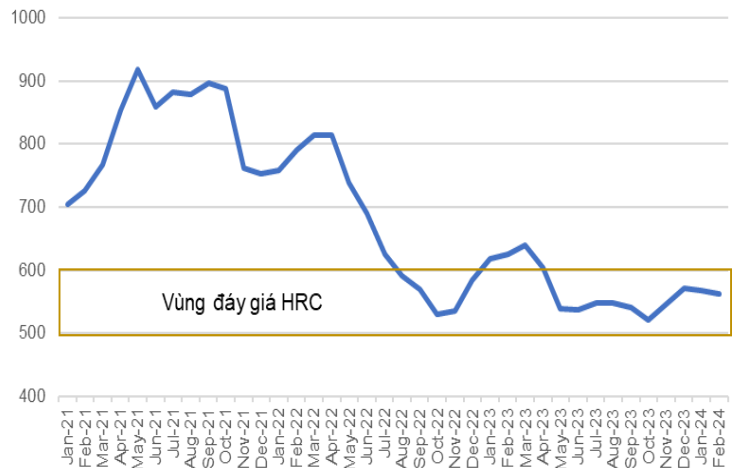
Thị trường Trung Quốc – quốc gia xuất khẩu thép HRC lớn nhất vào Việt Nam

- Zhuochuang Information nhận định tình trạng cung mạnh và cầu yếu đối với thép cuộn cán nóng có thể tiếp tục diễn ra trong năm 2024. Ước tính cung và cầu thép cuộn cán nóng năm 2024 sẽ đạt 297,6 triệu tấn (+2,17%YoY) và 283,6 triệu tấn (+8%YoY). Chênh lệch sản lượng cung-cầu thép HRC trong 2024 tại Trung Quốc dự đoán khoảng 14 triệu tấn, thấp hơn so với mức 28 triệu tấn trong 2023.
- Hiện tại giá HRC Trung Quốc đang ở mức 500-600 USD/tấn - đây là vùng đáy của giá thép HRC sau các giai đoạn xả hàng tồn kho giá cao. Chúng tôi cho rằng giá HRC sẽ theo xu hướng đi lên khi nhu cầu dần quay trở lại trong năm 2024 nhờ (1) Mùa cao điểm ngành xây dựng sẽ rơi vào cuối tháng 3 và tháng 4; (2) Ngành sản xuất ô tô và thiết bị gia dụng đạt mức tăng trưởng dương; và (3) Chính phủ Trung Quốc đưa ra các chính sách hỗ trợ mạnh mẽ thị trường bất động sản vào nửa cuối năm 2024 để có thể khởi động một số dự án cơ sở hạ tầng bổ sung, đầu tư cơ sở hạ tầng tại Trung Quốc trong năm 2024 dự kiến vẫn ở mức độ ổn định.

Sản lượng cung-cầu thép HRC tại Trung Quốc giai đoạn 2014-2024
(Đơn vị: triệu tấn)



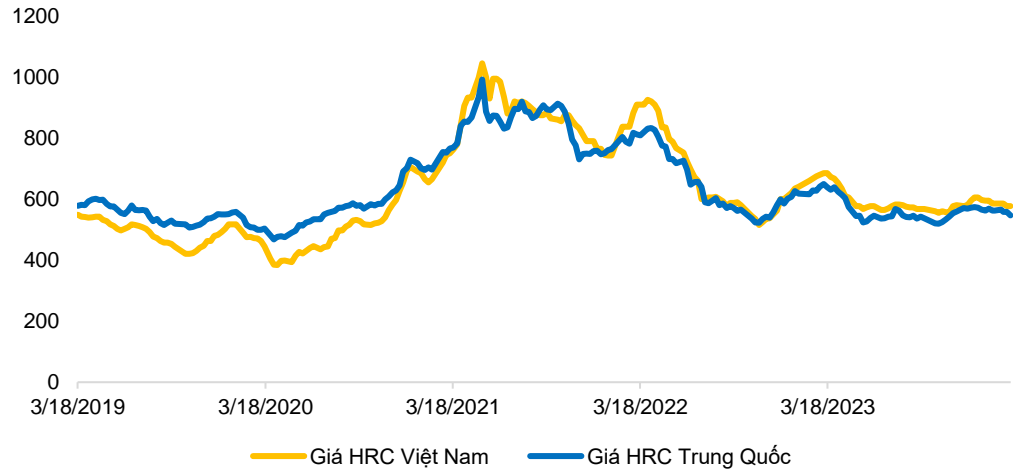
Diễn biến giá thép HRC tại Trung Quốc giai đoạn 2021-2024
(Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Zhuochuang Information

- Giá HRC Việt Nam diễn biến đồng pha với giá HRC Trung Quốc. Sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam chiếm 62% tổng sản lượng nhập khẩu thép trong năm 2023, trong đó sản lượng HRC chiếm tỷ trọng lớn trong sản lượng nhập khẩu thép. Vì vậy, giá thép HRC Việt Nam diễn biến đồng pha với giá thép HRC Trung Quốc. Giá HRC tại Trung Quốc đang ở vùng đáy là điểm đáng chú ý tạo ra cơ hội hồi phục trong năm 2024.

Diễn biến giá HRC Việt Nam đồng pha với giá HRC Trung Quốc
(Đơn vị: USD/tấn)

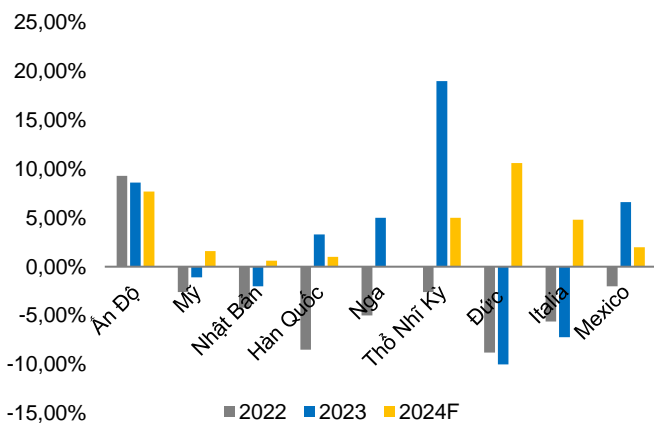


Nguồn: Bloomberg

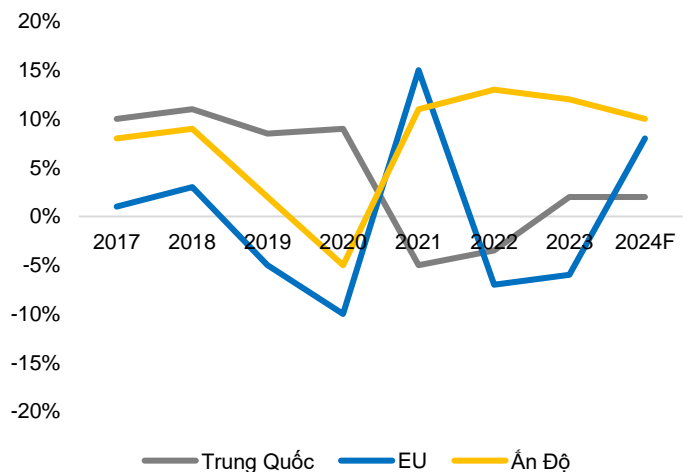
Thị trường EU, Mỹ và Ấn Độ dự báo phục hồi sẽ hỗ trợ xuất khẩu thép

- Đối với thị trường EU: Theo World Steel, nhu cầu tiêu thụ thép tại EU kì vọng tăng trưởng 5,8% trong 2024, đạt 142 triệu tấn nhờ các ngành có tỷ trọng tiêu thụ thép cao như xây dựng (35%) và sản xuất ô tô (18%) phục hồi khi các chính sách tiền tệ thắt chặt đi vào pha kết thúc. Bên cạnh đó, tồn kho xuống mức thấp cũng sẽ hỗ trợ nhu cầu thép tại EU tăng trưởng tích cực. Với tâm lý lạc quan trong ngành sản xuất ô tô tại EU, một số chuyên gia nhận định giá HRC được ký kết giữa giữa các nhà sản xuất ô tô và nhà sản xuất thép với hợp đồng 6 tháng ở mức 740-750 EUR/tấn và giá ký kết các hợp đồng một năm khoảng 820-830 EUR/tấn.

Dự báo tăng trưởng nhu cầu thép của một số quốc gia năm 2024



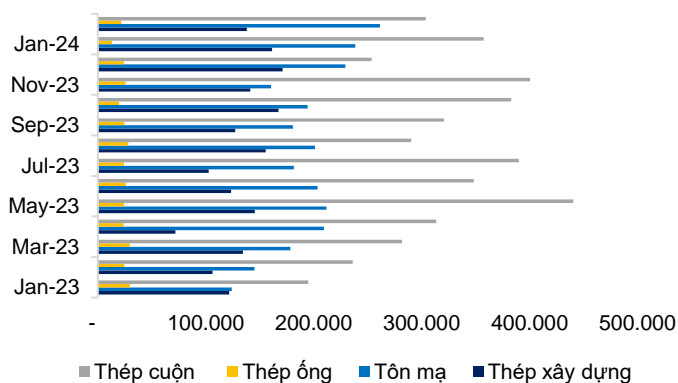
Triển vọng tiêu thụ thép năm 2024



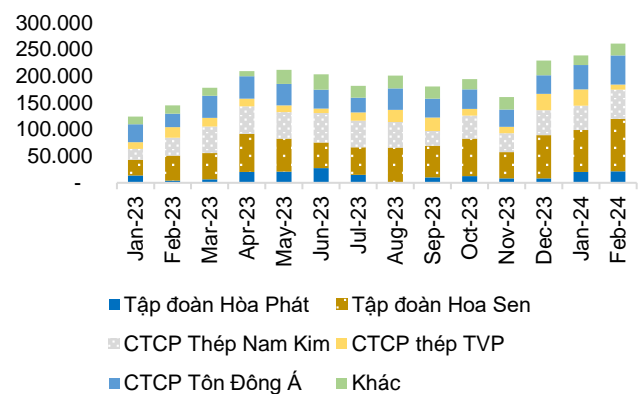
Nguồn: Worldsteel, Fitch Rating, Eurofer, NBS

- Đối với thị trường Mỹ: Worldsteel dự báo nhu cầu tiêu thụ thép ở Mỹ tăng 1,6% trong 2024 nhờ (1) Kỳ vọng Fed sẽ bắt đầu hạ lãi suất ở mức 25 điểm cơ bản mỗi quý từ quý 2/2024, điều này hỗ trợ cho lĩnh vực bất động sản và xây dựng Mỹ phục hồi; (2) Tăng trưởng trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng cũng được hỗ trợ bởi Luật cơ sở hạ tầng năm 2022 và Đạo luật giảm lạm phát (IRA); và (3) Lĩnh vực sản xuất ô tô vẫn tiếp tục phục hồi sau đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ quay về mức trên 1.000 USD/tấn từ quý 2/2024.
- Ấn Độ: Ngành thép Ấn Độ nằm trong số ít các nhà sản xuất có thể duy trì đà tăng trưởng cao trong 2024 với mức tăng trưởng 7,7% (theo World Steel). Trong đó, nhu cầu thép trong lĩnh vực xây dựng của Ấn Độ được thúc đẩy nhờ Chính phủ đầu tư cho cơ sở hạ tầng, sự phục hồi của đầu tư tư nhân và lĩnh vực sản xuất ô tô. Tiêu thụ thép từ sản xuất gia dụng là lĩnh vực duy nhất hoạt động kém hiệu quả do lạm phát/lãi suất cao trong 2023, người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Tuy nhiên, ngành này được dự báo sẽ cải thiện vào năm 2024, đặc biệt trong mùa lễ hội và chương trình đầu tư liên kết sản xuất (PLI).
- Xuất khẩu là điểm sáng trong 2 tháng đầu năm 2024: Tổng sản lượng xuất khẩu thép xây dựng, thép cán cuộn, tôn mạ và thép ống trong 2 tháng đầu năm 2024 đạt 1.5 triệu tấn, tăng 52% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, sản lượng xuất khẩu tôn mạ và thép cuộn tăng nhiều nhất. Xuất khẩu tôn mạ trong 2 tháng đạt 500 nghìn tấn (+ 86%YoY). HSG là doanh nghiệp xuất khẩu tôn mạ lớn nhất trong 2 tháng đầu năm với khoảng 177 nghìn tấn, tăng gấp 2,3 lần so với cùng kỳ. Kế tiếp là NKG với sản lượng xuất khẩu 100 nghìn tấn (+85%YoY). HPG cũng có kết quả xuất khẩu ấn tượng với 42 nghìn tấn tôn mạ, tăng gấp 2,3 lần so với cùng kỳ.

Sản lượng xuất khẩu theo từng sản phẩm
(Đơn vị: tấn)

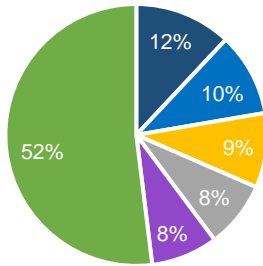


Các doanh nghiệp lớn xuất khẩu tôn mạ
(Đơn vị: tấn)



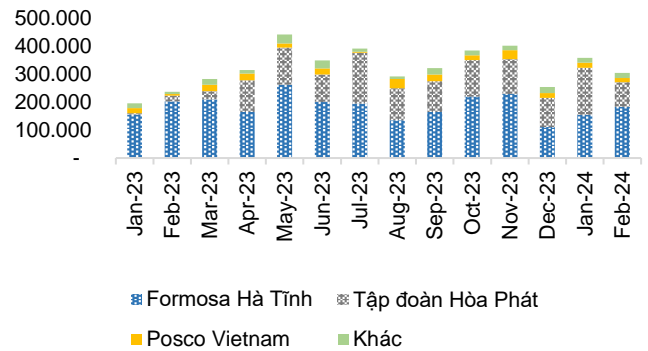
Nguồn: Tổng cục hải quan, Fiinpro

Các thị trường xuất khẩu thép



■ Italia ■ USA ■ Malaysia ■ Campuchia ■ Tây Ban Nha ■ Khác

Các doanh nghiệp lớn xuất khẩu thép cuộn
(Đơn vị: tấn)



Nguồn Tổng cục hải quan, Fiinpro

Tóm lại, nhu cầu tiêu thụ thép tăng trưởng tại EU, Mỹ và Ấn độ sẽ phần nào thúc đẩy mảng xuất khẩu của các nhà sản xuất thép tại Việt Nam tăng trưởng về cả sản lượng xuất khẩu lẫn giá xuất khẩu, điển hình như HSG và NKG.

Tiêu thụ thị trường nội địa

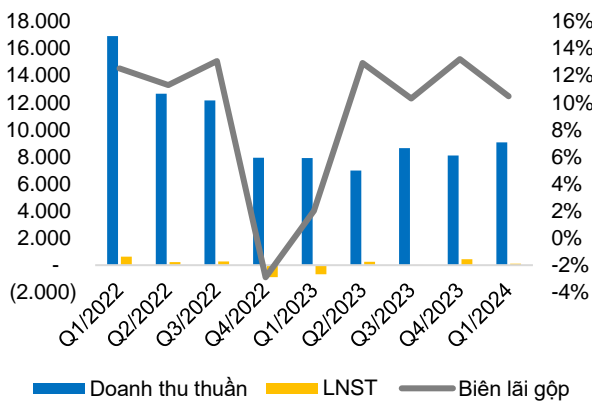
Theo VSA, tiêu thụ thép trong năm 2024 dự kiến tăng 6,4% lên gần 21,6 triệu tấn. Trong đó, xuất khẩu thép thành phẩm và bán thành phẩm tăng 12% lên gần 13 triệu tấn. Tăng trưởng tiêu thụ thép năm 2024 chủ yếu đến từ (1) Hoạt động xây dựng kỳ vọng hồi phục khi thị trường BĐS trong nước ấm dần lên từ 2H2024; (2) Tồn kho thép của các nhà máy và đại lý đang ở mức thấp; và (3) Đẩy mạnh đầu tư công giúp hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép. Chúng tôi kỳ vọng giá HRC nội địa 14.800 đồng/kg trong 2024, tăng 2,1% so với mức năm 2023.

Tổng hợp tình hình cung cầu một số thị trường lớn, chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ thép tăng từ 2-7%YoY, điều này hỗ trợ giá HRC phục hồi trong 2024 (ước tính tăng 2-5%YoY). Đây là tín hiệu tích cực đến triển vọng kết quả kinh doanh của HSG trong năm 2024, và đã được thể hiện ngay trong kết quả kinh doanh quý 1 của Công ty.

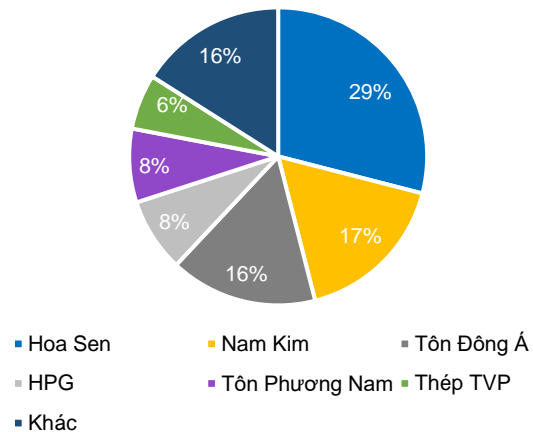
Kết quả kinh doanh quý 1 niên độ 2023-2024 tích cực

Doanh số quý 1 niên độ 2023-2024 đạt khoảng 9.073 tỷ đồng (+12%QoQ; +15%YoY) do sản lượng bán tôn mạ và ống thép tăng trưởng mạnh, đạt mức +15% QoQ và +32% YoY. Trong đó, doanh thu xuất khẩu là động lực tăng trưởng trong quý 1 với sản lượng xuất khẩu đạt 203 nghìn tấn (+14%QoQ; +46%YoY).

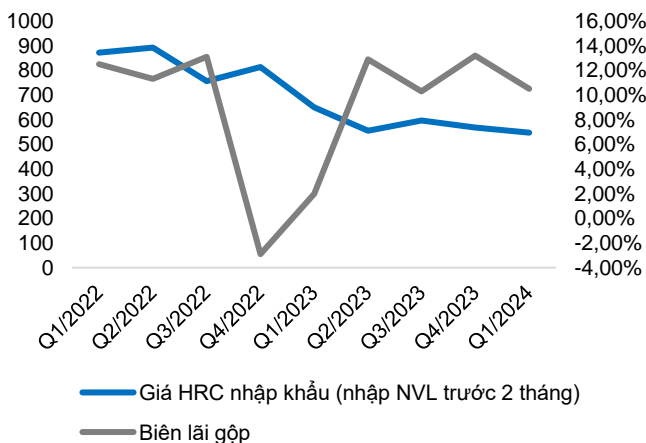
Kết quả kinh doanh HSG giai đoạn 2022-2024
(Đơn vị: tỷ đồng)



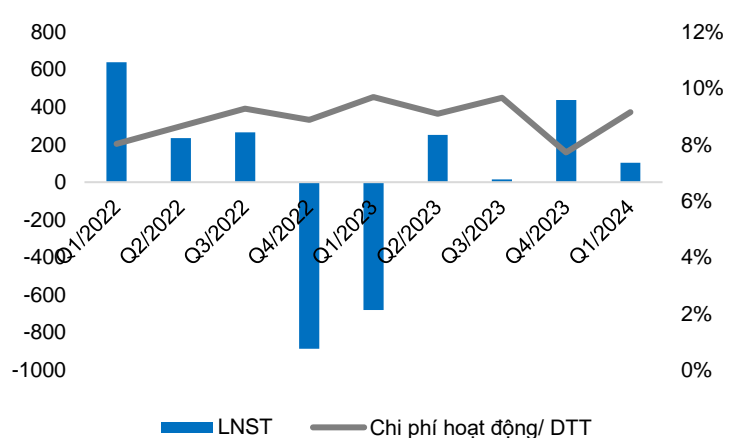
Thị phần tôn mạ tháng 2/2024 (theo sản lượng)



Diễn biến giá HRC (USD/tấn) và biên lãi gộp của HSG



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



Nguồn: Finpro, VSA, BVSC ước tính

(Đvt: tỷ đồng)	Quý 1 niên độ 2022-2023	Quý 1 niên độ 2023-2024	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	7.917	9.073	<p>Doanh thu tăng 15%YoY, động lực tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ. Trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> Sản lượng nội địa tăng 22%, đạt 245 nghìn tấn do đại lý tích trữ lại hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC tăng mạnh vào thời điểm cuối năm 2023. Sản lượng xuất khẩu tăng 46%, đạt 203 nghìn tấn do Tập đoàn vẫn đẩy mạnh sang thị trường EU, Mỹ trong bối cảnh chênh lệch giá HRC mở rộng giữa khu vực ASEAN, EU và Mỹ. Giá bán trung bình quý 1 giảm 13%YoY.
Lợi nhuận gộp	160	949	<p>Biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện mạnh từ mức 2% lên 10% nhờ (1) Tập đoàn đã xử lý xong hàng tồn kho có giá cao, tận dụng nhập lượng lớn nguyên liệu đầu vào giá rẻ trước 2 tháng; (2) Hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu thép trong nước lẫn thế giới có xu hướng dần phục hồi; và (3) Chênh lệch giá thép cuộn cán nóng (HRC) giữa Việt Nam với thị trường Bắc Mỹ, EU mở rộng.</p>
Chi phí hoạt động	(767)	(839)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 9%, thấp hơn 1 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước.
EBIT	(651)	110	
Chi phí lãi vay	(48)	(25)	Chi phí lãi vay giảm 48%YoY do mặt bằng lãi suất giảm.
LNST Cổ đông công ty mẹ	(680)	103	

Ước tính lợi nhuận lũy kế 6 tháng niên độ 2023-2024. Trong ĐHCĐ ngày 18.3.2024, Ban lãnh đạo HSG cho biết Tập đoàn có thể ghi nhận khoảng 400 tỷ đồng, hoàn thành mục tiêu niên độ 2023-2024 theo phương án 1. HSG ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong quý 2 nhờ (1) Công ty có chiến lược tích trữ hàng tồn kho giá rẻ; và (2) Sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa và xuất khẩu vẫn tốt. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 40 nghìn tấn trong tháng 2, gấp đôi sản lượng kế hoạch – mặc dù đây là tháng thấp điểm do rơi vào dịp Tết Nguyên Đán.

Kết quả kinh doanh hồi phục mạnh nhờ giá bán tốt, biên cải thiện

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

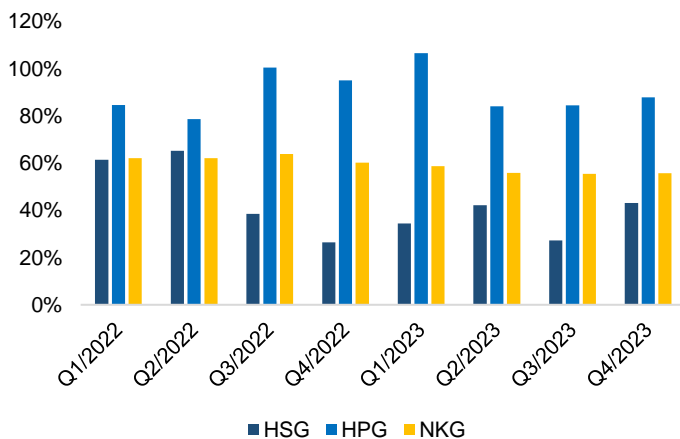
Tính đến quý 1 niên độ 2023-2024, tỷ lệ D/E của HSG ở mức 0,42, cao hơn so với các quý của 2023 do Công ty tăng vay nợ ngắn hạn tăng 59% để tích trữ nguyên liệu giá rẻ. Trong đó, cơ cấu nợ vay ngắn hạn là chủ yếu và nợ vay dài hạn đã tất toán hết. So với các đối thủ cùng ngành khác như HPG và NKG thì HSG được đánh giá là sử dụng đòn bẩy ở mức thấp, cơ cấu tài chính an toàn và lượng tiền mặt tương đối ổn định. Ban lãnh đạo cho biết hiện tại dòng tiền lưu chuyển trong quý 1 khoảng 1.100 tỷ, điều này giúp HSG tiếp cận được với những định chế tài chính lớn và vay được những khoản vay rẻ. Cụ thể, HSG vay ngân hàng top 5 thế giới, vay 2,3%/năm kỳ hạn 4 tháng.

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của HSG ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 2,6 lần và chỉ số chi trả lãi vay EBITDA/Lãi vay ở mức khoảng 14,6 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.

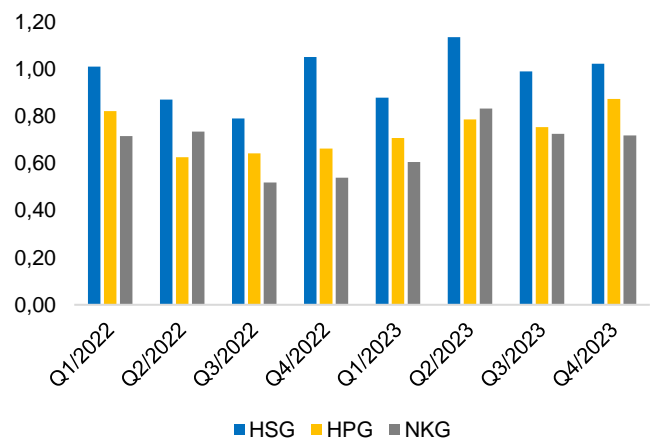
Chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt giúp HSG cải thiện biên lợi nhuận

Chúng tôi nhận định HSG sử dụng chiến lược hàng tồn kho khá thận trọng so với mức trung bình ngành. Với vòng quay HTK cao, HSG có thể tránh được áp lực phải trích lập dự phòng lớn trong trường hợp giá HRC giảm sâu và đẩy nhanh được hàng tồn kho giá cao, điển hình như trong giai đoạn 2022-2023. Bên cạnh đó, Công ty sẽ tận dụng thời điểm giá HRC tạo đáy để gia tăng trữ lại hàng tồn kho giá thấp, giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhanh chóng. Trong ĐHCĐ niên độ 2023-2024, Ban lãnh đạo Công ty cho biết Công ty thường trữ nguyên vật liệu tồn kho từ 1,5-2 tháng và đã chốt lượng giá HRC phục vụ cho sản xuất cuối quý 2 và quý 3 ở mức giá 535 USD/tấn, giảm 16% so với thời điểm mua cuối năm 2023. Trong khi đó, giá bán tôn mạ/ống thép nội địa vẫn chưa điều chỉnh giảm nhiều theo giá HRC, công ty chỉ mới chiết khấu 200-300 đồng/kg cho các đại lý sau dịp Tết.

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của các doanh nghiệp sản xuất thép (tính theo niên độ 31/12)



Vòng quay hàng tồn kho của các doanh nghiệp sản xuất thép (tính theo niên độ 31/12)



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng kết quả kinh doanh niên độ 2023-2024

(Đvt: tỷ đồng)	2022-2023	2023-2024	
Doanh thu thuần	31.650	35.920	Doanh thu tăng 13%YoY, động lực tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ.
Xuất khẩu	13.026	16.035	
▪ Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	629	742	Sản lượng xuất khẩu ước tính tăng 18%, với kỳ vọng (1) Nhu cầu tiêu thụ thép tại các thị trường xuất khẩu lớn của HSG như Mỹ và EU đều có mức tăng trưởng dương trong năm 2024, lần lượt là 1,6% và 8%YoY; và (2) Chênh lệch giá HRC tại EU và Việt Nam sẽ dao động trong khoảng mức 150-200 USD/tấn trong 2024.
▪ Giá bán (triệu đồng/tấn)	20,7	21,6	Chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong 2H2024, giá xuất khẩu chịu tác động nhanh hơn giá nội địa, vì vậy sẽ tăng trước giá nội địa, kỳ vọng tăng 4% trong 2024.
Nội địa	18.624	19.885	Động lực chủ yếu đến từ sản lượng tiêu thụ.
▪ Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	769	831	Sản lượng nội địa ước tính tăng 8%, với kỳ vọng (1) Hoạt động xây dựng kỳ vọng hồi phục khi thị trường BDS trong nước ấm dần trong 2H2024; (2) Tồn kho thép của các nhà máy và đại lý đang ở mức thấp; và (3) Đẩy mạnh đầu tư công giúp hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép.
▪ Giá bán (triệu đồng/tấn)	24,1	23,9	
Lợi nhuận gộp	3.060	4.290	Lợi nhuận gộp tăng 40%YoY nhờ chiến lược tích trữ hàng tồn kho giá rẻ.
Chi phí hoạt động	(2.884)	(3.022)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 8-9%.
EBIT	176	1.268	
Chi phí lãi vay	(195)	(134)	Mặt bằng lãi vay giảm.
LNST Cổ đông công ty mẹ	31	885	
EPS (đồng/cp)	51	1.437	

Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), P/B và EV/EBITDA, chúng tôi đưa ra mục tiêu cho HSG khoảng **27.500 đồng/cổ phiếu** (tương đương mức P/B và P/E niên độ 2023-2024 lần lượt là 1,4x/14,4x), với kỳ vọng kết quả kinh doanh của HSG sẽ phục hồi trong giai đoạn 2024-2025 nhờ hoạt động xây dựng trong nước sẽ ấm dần lên từ 2H2024 khi mặt bằng lãi suất bắt đầu giảm và các biện pháp tháo gỡ cho ngành Bất động sản của Chính phủ có hiệu quả. Kết quả kinh doanh của HSG trở về giai đoạn bình thường từ 1H.2025, chúng tôi ước tính LNST của Tập đoàn từ giai đoạn 2025-2029 từ 1.200-2.500 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS khoảng 19%/năm. Ở mức giá hiện tại, ước tính mức P/B và EV/EBITDA của HSG trong 2024 lần lượt 1,05x và 6,3x, thấp hơn mức P/B ngành trung bình 5 năm là 1,2x và EV/EBITDA ngành trung bình 5 năm là 7,0x. BVSC đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HSG, **với tiềm năng tăng trưởng 21%**.

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
FCFE	28.455	30%
FCFF	31.874	30%
P/B	20.707	20%
EV/EBITDA	26.312	20%
Giá mục tiêu của HSG	27.500	

Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFF	Đơn vị tính	
Lãi suất chiết khấu		11%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	tỷ đồng	19.867
(-) Nợ vay	tỷ đồng	2.936
(+) Tiền mặt	tỷ đồng	597
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	17.528
Số cổ phiếu lưu hành	cổ phiếu	615.982.309
Giá mục tiêu	đồng/cổ phiếu	28.455
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị dòng tiền hiện tại vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	19.634
Giá mục tiêu	đồng/cổ phiếu	31.874

Phương pháp Multiple

Phương pháp P/B	Đơn vị tính	
Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2024-2025	tỷ đồng	885-1.200
BVPS FW 2024	đồng/cổ phiếu	19.304
BVPS FW 2025	đồng/cổ phiếu	20.500
P/B ngành		1,2x
Giá trị cổ phiếu của HSG	đồng/cổ phiếu	20.700
Phương pháp EV/EBITDA	Đơn vị tính	
Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2024-2025	tỷ đồng	885-1.200
EBITDA 2024	tỷ đồng	2.419
EBITDA 2025	tỷ đồng	2.927
EV/EBITDA ngành		7,0x
Số lượng cổ phiếu	cổ phiếu	615.982.309
Giá trị cổ phiếu của HSG	đồng/cổ phiếu	26.312

Rủi ro

- Biến động khó lường của giá thép HRC do phụ thuộc nhập khẩu nhiều tại thị trường Trung Quốc.
- Các biện pháp tháo gỡ cho ngành Bất động sản của Chính phủ chưa được triển khai mạnh mẽ vào 2H2024.
- Triển vọng tiêu thụ thép nửa cuối 2024 không phục hồi như dự kiến.

Phụ lục: Thuế chống bán phá giá thép HRC

Bộ Công Thương tiếp nhận hồ sơ yêu cầu áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với thép cán nóng nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Trong đó, tiếp nhận hồ sơ của HPG vào ngày 14/03, tiếp nhận hồ sơ của Công ty TNHH Gang thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh ngày 19/03.

Đại diện HPG cho biết đã gửi hồ sơ lên Bộ Công Thương yêu cầu áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với thép cán nóng nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Tuy nhiên, phía công ty cũng cho biết rủi ro Bộ Công Thương có thể từ chối áp dụng biện pháp đến từ việc nguồn nội địa HRC Việt Nam chỉ mới đáp ứng được 60-70% tổng nhu cầu tiêu thụ trong nước. Trong 2 tháng đầu năm 2024, giá trị nhập khẩu sắt thép từ Trung Quốc và Ấn Độ vào Việt Nam chiếm hơn 60% tổng giá trị nhập khẩu.

Tuy nhiên, chúng tôi xem xét đến thị trường HRC tại Thái Lan – đây là quốc gia vừa mới gia hạn thuế chống bán phá giá đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc. Mặc dù, sản lượng sản xuất thép HRC tại quốc gia này đạt 1,8 triệu tấn, chỉ đáp ứng 33% nhu cầu tiêu thụ năm 2023. Tuy nhiên, Thái Lan vẫn tiếp tục gia hạn thuế chống bán phá giá từ 07/2023 đến 07/2028 với mức thuế 30,91% giá CIF, do nhập khẩu thép HRC từ Trung Quốc tăng gần 2,5 lần trong 2022 và 45% trong 8T2023 đã ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất cũng như tỷ lệ sử dụng lực sản xuất thép cán nóng của Thái Lan liên tục giảm. Vì vậy, việc áp dụng thuế chống bán phá giá HRC không phụ thuộc nhiều vào cung-cầu. Bộ Công Thương cần xác định được đủ ba điều kiện theo quy định chung về thuế chống bán phá giá của WTO: (1) Hàng nhập khẩu bị bán phá giá; (2) Ngành sản xuất sản phẩm của nước nhập khẩu bị thiệt hại đáng kể; và (3) Có mối quan hệ nhân quả giữa việc hàng nhập khẩu bán phá giá và thiệt hại nói trên. Thông thường các cuộc điều tra sẽ kéo dài hơn 1 năm trước khi có quyết định chính thức áp thuế chống bán phá giá hay không.

Trên thế giới đã có một số quốc gia áp thuế chống bán phá giá đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc như Liên Minh Châu Âu - EU, Thổ Nhĩ Kỳ, Thái Lan, Indonesia,... với thuế suất thấp nhất là 1% và cao nhất là 50%. Hiện tại, mức chênh lệch giữa giá thép HRC Việt Nam và Trung Quốc trong 2023 từ 2-9%. Nếu Việt Nam áp thuế suất chống bán phá giá đối với thép HRC có thể ở mức từ 10% trở lên để bảo hộ giá thép trong nước. Các doanh nghiệp sản xuất thép HRC như HPG hay Formosa sẽ được hưởng lợi nếu chính sách thuế mới này được ban hành. Tuy nhiên, điều này có sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới các công ty sản xuất tôn mạ/ống thép khi nguyên liệu đầu vào tăng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ vẫn còn yếu, khiến các nhà sản xuất khó tăng giá bán để bù đắp cho giá nguyên liệu tăng.

Báo cáo cập nhật HSG

HS Code	Sản phẩm	Thuế suất	Thời gian có hiệu lực	Thời gian khởi kiện - Có kết quả	Quốc gia ban hành thuế CBPG với thép HRC Trung Quốc
7225.30.90	Thép cuộn cán nóng	4,2%-50,2%	5 năm (03/2022-03/2027)	09/03/2020-15/03/2022	Indonesia
	Thép cuộn cán nóng	1%-31,3%	5 năm (07/4/2022-07/4/2)		Liên Minh Châu Âu (EU)
7208 10 00; 7208 25 00; 7208 26 00; 7208 27 00; 7208 36 00; 7208 37 00; 7208 38 00; 7208 3 9 00; 7208 40 00, 7208 52 10; 7208 52 99; 7208 53 10; 7208 53 99; 7208 54 00; 7211 13 00; 7211 14 00; 7211 19 00, 7225 19 10; 7225 30 90, 7225 40 60 7225 40 90, 7226 19 10; 7226 91 91; 7226 91 99.	Thép cuộn cán nóng	16,9%-22,6%	5 năm (12/2017-12/2022)	12/20216-29/11/2017	Thổ Nhĩ Kỳ
7225.30.90.022, 7225.30.90.023, 7225.30.90.024, 7225.30.90.032, 7225.30.90.090, 7225.40.90.024, 7225.40.90.090, 7226.91.10.022, 7226.91.10.023, 7226.91.10.024, 7226.91.10.032, 7226.91.10.090, 7226.91.90.022, 7226.91.90.023, 7226.91.90.024, 7226.91.90.032 7226.91.90.090	Thép cuộn cán nóng	30,91%	5 năm (08/2011–08/2016) Gia hạn thêm 5 năm (06/2017–06/2022) Gia hạn thêm 5 năm (07/2023-07/2028)	16/06/2010–08/2011	Thái Lan

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024F
Doanh thu thuần	48.727	49.711	31.650	35.920
Giá vốn	(39.853)	(44.772)	(28.590)	(31.630)
Lợi nhuận gộp	8.873	4.939	3.060	4.290
Doanh thu tài chính	366,3	266,8	234	296,7
Chi phí lãi vay	(355)	(260)	(195)	(134)
Lợi nhuận sau thuế	4,314	251	31	885

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024F
Tiền, khoản tương đương tiền	493	330	597	2.154
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.552	1.466	2.334	2.648
Hàng tồn kho	12563	8111	7746	8570
Tài sản cố định hữu hình	6.443	5.755	4.833	4.671
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	21	17	1	12
Tổng tài sản	26.620	17.026	17.367	19.692
Nợ vay ngắn hạn	14.374	6.009	6.569	7.787
Nợ vay dài hạn	1.414	133	17	14
Vốn chủ sở hữu	10.832	10.884	10.781	11.891
Tổng nguồn vốn	26.620	17.026	17.367	19.692

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	77,0%	2,0%	-36,3%	13,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	274%	-94%	-88%	2717%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	18,2%	9,9%	9,7%	11,9%
Lợi nhuận thuần biên	8,9%	0,5%	0,1%	2,5%
ROA	19%	1%	0%	5%
ROE	50%	2%	0%	0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	26%	22%	20%	18%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	66%	44%	32%	29%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	8.465	405	47	1.437
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	41.189	20.964	23.120	25.656

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

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

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

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

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

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

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh:

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