

Ngành: Thép - Tôn mạ | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		MUA	GIÁ HRC ĐÃ TẠO ĐÁY. XU HƯỚNG PHỤC HỒI BIÊN LỢI NHUẬN GỘP TRONG 2H.2023 – 2024	
Ngày viết báo cáo	14/7/2023		CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)	CTCP THÉP NAM KIM (HSX: NKG)
			Giá hiện tại: 17,750	Giá hiện tại: 19,350
			Giá mục tiêu trước: -	Giá mục tiêu trước: -
			Giá mục tiêu mới: 20,000	Giá mục tiêu mới: 24,700
			Tiềm năng tăng giá +13%	Tiềm năng tăng giá +28%

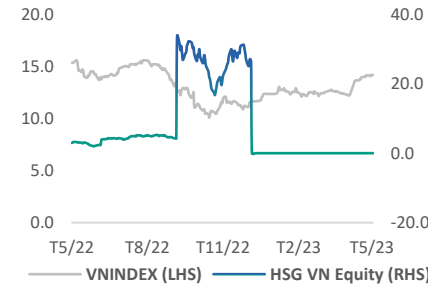
Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpgq@bsc.com.vn

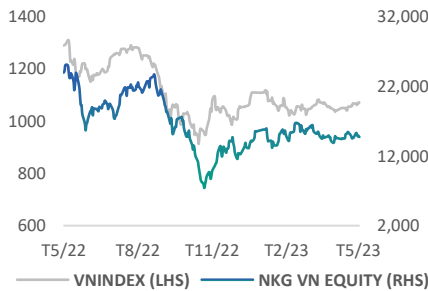
Bảng so sánh giá HSG và VN- Index



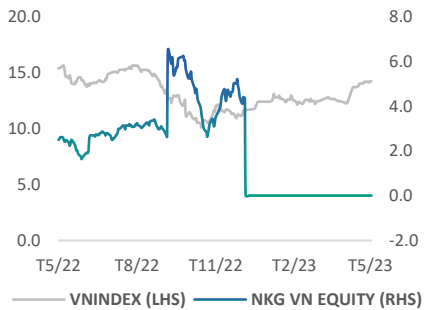
Bảng so sánh P/E HSG và VN index



Bảng so sánh giá NKG và VN- Index



Bảng so sánh P/E HSG và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với nhóm tôn mạ, và ước tính giá trị hợp lý năm 2024 của:

- HSG là **20,000 VND/CP** (Upside +13% so với giá đóng cửa ngày 14/7/2023), và
- NKG là **24,700 VND/CP** (Upside +28% so với giá đóng cửa ngày 14/7/2023),

BSC sử dụng phương pháp P/B mục tiêu = 1x -1.1x, tương đương với mức định giá trung bình của nhóm tôn mạ trong 1 chu kỳ thép. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với nhóm tôn mạ do cho rằng thời điểm xất nhất đối với nhóm tôn mạ đã qua ([Chi tiết tại Báo cáo gần nhất](#)). Triển vọng 2H.2023 và 2024 sẽ dần phục hồi nhờ (1) giá HRC đã tạo đáy và (2) Sản lượng và biên lợi nhuận gộp dần cải thiện khi sức mua quay trở lại.

So với HSG, Chúng tôi đưa ra mức Upside cao hơn đối với NKG do (i) mức định giá rẻ hơn (P/B FWD 2024 NKG = 0.8x, P/B FWD HSG = 1x), (ii) NKG sẽ được hưởng lợi lớn hơn từ hoạt động xuất khẩu thép phục hồi, và chiến lược quản trị hàng tồn kho táo bạo hơn trong chu kỳ giá thép tăng trở lại.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H.2023 – 2024

- Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tiếp tục cải thiện trong 2H.2023** nhờ (i) giá HRC tạo đáy, trong khi (ii) sản lượng phục hồi chậm.
- Triển vọng 2024 kỳ vọng khả quan** nhờ cả sản lượng và biên lợi nhuận gộp phục hồi khi sức mua quay lại.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 38,189 tỷ VND (+15% yoy), NPATMI = 814 tỷ VND (+742% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,362 VND/CP, P/E FWD 2023 = 13x, P/B FWD 2023 = 0.9x.

Trong năm 2024, BSC dự báo NKG ghi nhận DTT = 19,343 tỷ VND (+18% yoy), NPATMI = 794 tỷ VNĐ (+95% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 3,017 VND/CP, P/E FWD 2023 = 6.2x, P/B FWD 2023 = 0.8x.

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	6.1	30.2	109.7	12	Doanh thu thuần	48,727	49,711	33,107	38,189
PB (x)	1.9	0.7	1.0	1.2	Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,403	4,589
PS (x)	0.1	0.15	0.3	1.4	NPATMI	4,313	251	97	814
ROE (%)	40%	2%	0.9%	11%	EPS	8,741	420	162	1,362
ROA (%)	16%	1%	0.6%	6%	Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-62%	742%

CTCP THÉP NAM KIM (HSX: NKG)

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	3.47	-25.5	12.5	12	Doanh thu thuần	28,173	23,071	19,515	23,115
PB (x)	1.43	0.6	0.9	1.2	Lợi nhuận gộp	4,270	1,481	1,451	2,333
PS (x)	0.28	0.1	0.3	1.4	NPATMI	2,225	-125	407	794
ROE (%)	39%	-2.3%	7.1%	11%	EPS	10,189	-474	1,546	3,017
ROA (%)	14%	-0.9%	3.1%	6%	Tăng trưởng EPS	528%	-105%	-426%	95%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2.2023

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ - KHẢ QUAN NHỜ XUẤT KHẨU TỐT

1. Trong Quý 2.2023, sản lượng tiêu thụ +20-30% QoQ chủ yếu nhờ xuất khẩu tốt. Dựa trên số liệu T4 + T5, BSC dự báo sản lượng tiêu thụ của HSG đạt 387,000 tấn (-7% yoy) và của NKG đạt 233,000 tấn (-10% yoy). So với Q1, sản lượng tiêu thụ cải thiện +20% - 30% QoQ đến từ 2 yếu tố:
- **Xuất khẩu + 40-50% QoQ.** BSC cho rằng sự cải thiện các đơn hàng mang tính ngắn hạn/mùa vụ và đến từ việc các nhà máy thép tại EU, Mỹ cắt giảm sản lượng, gây ra tình trạng thiếu hụt thép trong ngắn hạn, và giúp các doanh nghiệp tôn mạ tại Việt Nam ghi nhận sản lượng xuất khẩu tốt trong Quý 2.
 - **Nội địa (HSG +13% QoQ, NKG -9% QoQ).** So với NKG, sản lượng thép nội địa của HSG cải thiện mạnh mẽ hơn nhờ (1) sở hữu hệ thống đại lý lớn hơn, (2) tâm lý đại lý mua vào khi giá thép giảm về mức đáy.

Sang Quý 3.2023, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ tôn mạ giảm nhẹ do:

- **Xuất khẩu giảm.** Như đã phân tích kể trên, BSC cho rằng sự cải thiện đơn hàng mang tính ngắn hạn. Tại Tháng 5 – Tháng 6, qua trao đổi với đại lý tại Việt Nam và Ấn Độ, tình hình các đơn chào hàng đi Mỹ và EU yếu. BSC cho rằng điều này sẽ ảnh hưởng tới sản lượng tiêu thụ trong nửa đầu Q3.2023. **Tuy nhiên, BSC kỳ vọng mức độ giảm không quá lớn (-10-15% QoQ)** do được hỗ trợ bởi sức mua của các đại lý trên toàn cầu khi thấy giá thép tạo đáy.
- **Nội địa đi ngang.** Theo diễn biến hằng năm, sản lượng tiêu thụ Quý 3 thường bị ảnh hưởng bởi mùa mưa. Tuy nhiên, BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa trong Q3.2023 đi ngang, do (1) mức nền thấp của Quý 2, (2) nhu cầu phục hồi khi các dự án Bất động sản đang có dấu hiệu khởi động trở lại.

Hình 1: Tình hình tiêu thụ của HSG trong Q1.2023 – tương đương Q2 NĐTC 2022-23 của HSG.

HSG	Q2.2022	Q2.2023 F	% YoY	% QoQ	6T.2023 F	% YoY
Năm tài chính	Q3.2022	Q3.2023				
Tổng tiêu thụ	416,838	386,757	-7%	31%	681,268	-22%
Nội địa	186,608	188,450	1%	13%	355,309	-21%
Xuất khẩu	230,230	198,305	-14%	55%	325,957	-24%

Nguồn: VSA

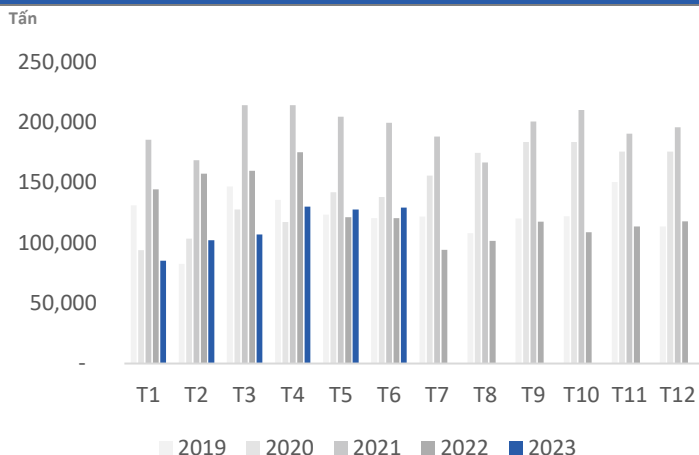
Hình 2: Tình hình tiêu thụ của NKG trong Q2.2023.

NKG	Q2.2022	Q2.2023 F	% YoY	% QoQ	6T.2023 F	% YoY
Năm tài chính	Q2.2022	Q2.2023				
Tổng tiêu thụ	260,265	232,937	-10%	20%	427,635	-17%
Nội địa	87,048	82,169	-6%	-9%	172,411	-9%
Xuất khẩu	173,217	150,769	-13%	44%	255,225	-22%

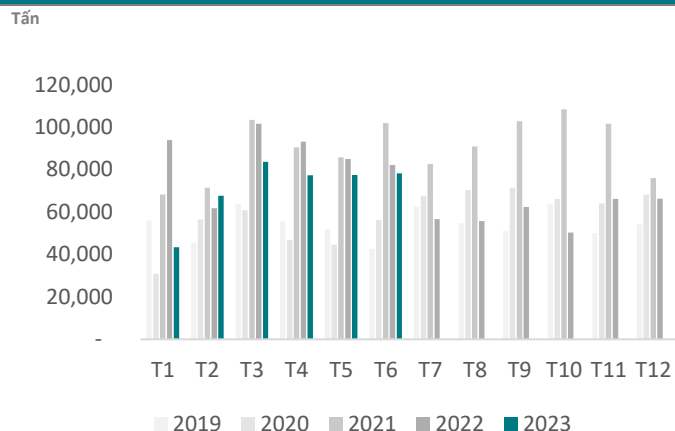
Nguồn: VSA

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ NHÓM TÔN MẠ

Hình 3: Tổng tiêu thụ của HSG + 31% QoQ trong Quý 2.2023 do xuất khẩu cải thiện

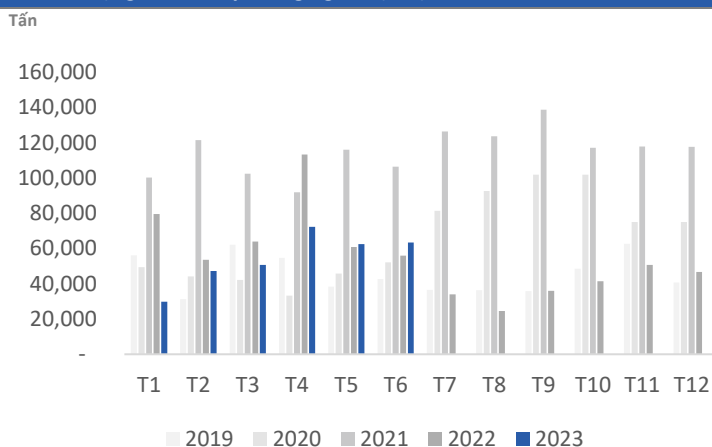


Hình 4: Tổng tiêu thụ của NKG + 20% QoQ trong Quý 2.2023 do xuất khẩu cải thiện

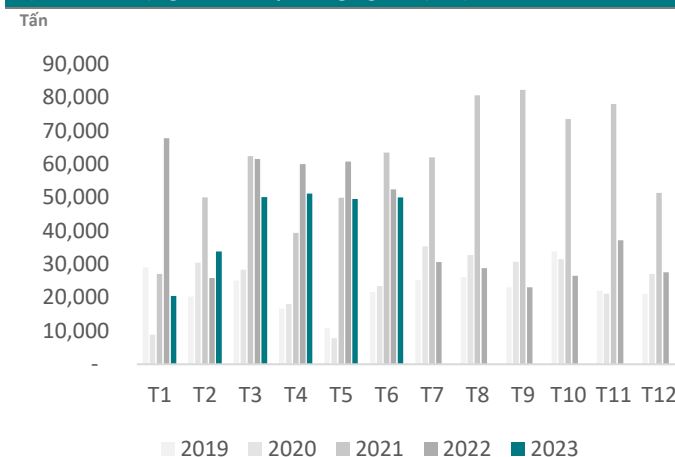


Nguồn: VSA

Hình 5: Xuất khẩu của HSG +55% QoQ trong Quý 2.2023 nhờ hưởng lợi từ tình trạng thiếu thép trong ngắn hạn tại EU

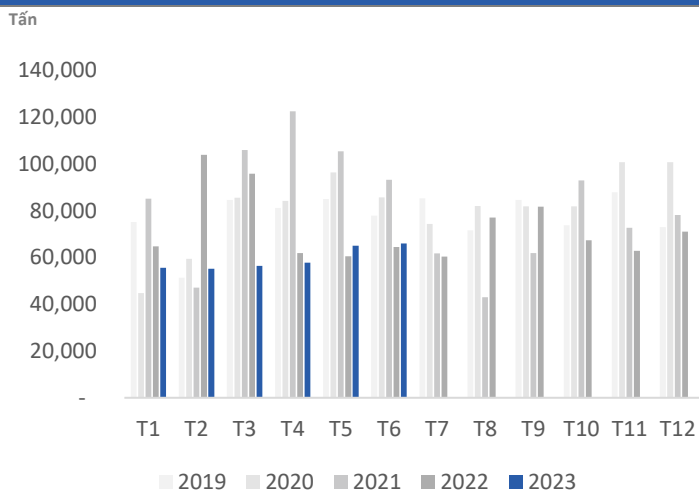


Hình 6: Xuất khẩu của NKG +44% QoQ trong Quý 2.2023 nhờ hưởng lợi từ tình trạng thiếu thép trong ngắn hạn tại EU

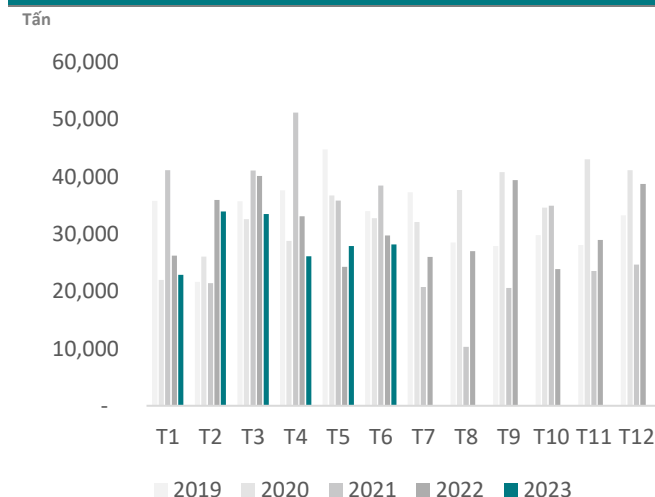


Nguồn: VSA

Hình 7: Tiêu thụ nội địa của HSG +13% QoQ trong Quý 2.2023



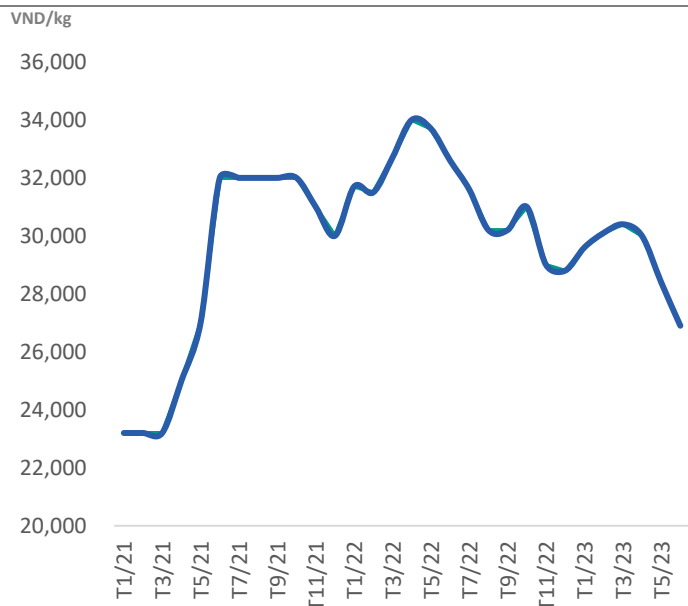
Hình 8: Tiêu thụ nội địa của NKG -9% QoQ trong Quý 2.2023



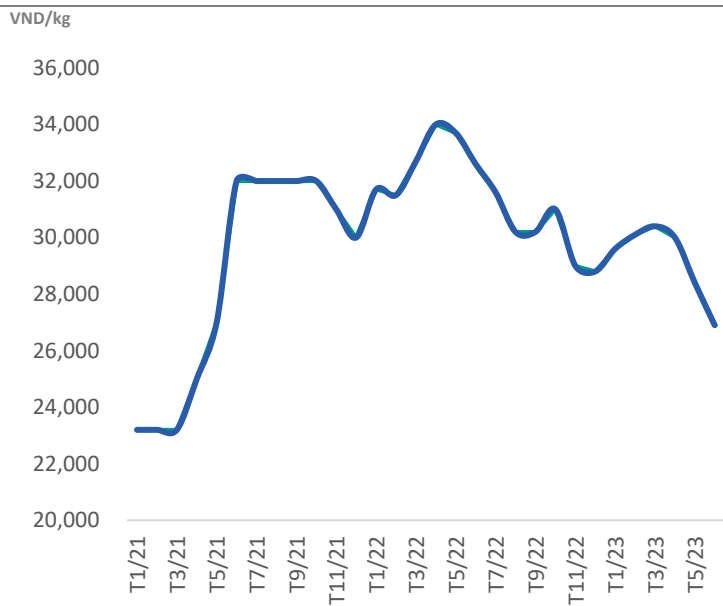
GIÁ TÔN MẠ, ỐNG THÉP – GIẢM DO CHI PHÍ ĐẦU VÀO GIẢM

- 2. Giá tôn mạ và ống thép giảm trong Quý 2.2023 do chi phí than, quặng sắt giảm.** Trong Quý 2, giá tôn mạ -5% QoQ, thép ống - 3% QoQ. Nguyên nhân là do (1) sức cầu vẫn yếu, đồng thời (2) chi phí đầu vào giảm. Với việc giá HRC đã quay về mức đáy của tháng 11 năm 2022, BSC cho rằng giá tôn mạ, thép ống nói chung cũng đã tạo đáy trong tháng 6 – tháng 7. Sang Quý 3, BSC kỳ vọng giá thép sẽ trong xu hướng tăng trở lại nhờ tâm lý mua vào đại lý khi giá thép tạo đáy.

Hình 9: Giá bán lẻ tôn mạ Việt Nam tại T4.2023



Hình 10: Giá bán lẻ thép ống Việt Nam tại T4.2023



Nguồn: Bloomberg

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP – CẢI THIỆN NHỜ SẢN LƯỢNG TĂNG

- 3. Trong Quý 2.2023, biên lợi nhuận gộp kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện nhờ sản lượng tăng do các đơn hàng xuất khẩu khả quan, giúp giảm bớt áp lực chi phí cố định.** So sánh với HSG, BSC kỳ vọng KQKD của NKG sẽ cải thiện mạnh mẽ hơn nhờ (1) tỷ trọng xuất khẩu cao hơn có giá bán tốt hơn, và (2) mức nền thấp của quý 1 khi doanh nghiệp không hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2.2023 – TƯƠNG ĐƯƠNG Q3 NĐTC 2022-2023 HSG

	HSG	% QoQ	NKG	% QoQ
Doanh thu	9,000	+27%	5,200	+19%
Lợi nhuận sau thuế	130	(Q2 NĐTC 2022-23: Lỗ 215 tỷ VNĐ)	146	(Q1.2023: Lỗ 49 tỷ VNĐ)
Giá định				
Sản lượng	386,757	+31%	232,937	+20%
Biên lợi nhuận gộp	8.5%	+2.2 điểm %	7.5%	+4.4 điểm %

Nguồn: BSC Research dự báo

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

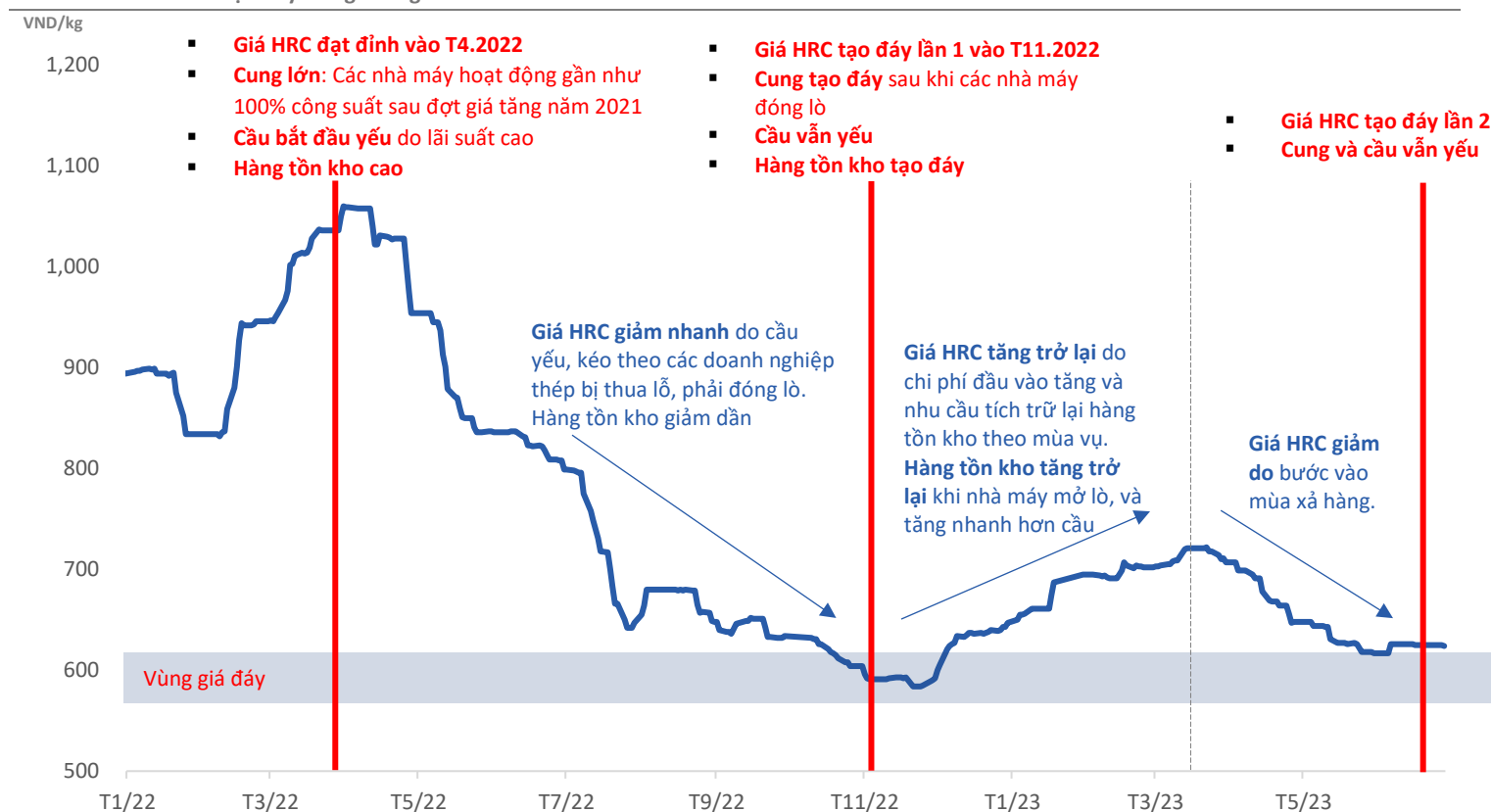
1. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong 2H.2023 nhờ (i) giá HRC tạo đáy, trong khi (ii) sản lượng phục hồi chậm.

BSC cho rằng giá HRC đã tạo đáy trong Tháng 6. Tính đến cuối T6.2023, giá HRC đã quay về mức 600 USD/tấn (CFR Việt Nam), tương đương với vùng giá đáy của tháng 11.2022. BSC cho rằng đây là vùng giá cân bằng của thị trường với các dấu hiệu sau:

1. *Nguồn cung đã tạo đáy.* Tính đến T6.2023, hàng tồn kho tại các nhà máy thép ở Trung Quốc ở mức 400 triệu tấn, tương đương với Quý 4.2022. Tương tự, tại Việt Nam, nguồn cung thép nhìn chung vẫn ở mức thấp do các nhà máy như HPG, POM đóng lò hàng loạt, . . . các nhà máy như HSG, NKG cắt giảm công suất mạnh vào cuối năm 2022.
2. *Nguồn cầu cũng đã tạo đáy trong 1H.2023.* Với việc lãi suất tại Việt Nam và các quốc gia lớn trên thế giới đã tạo đỉnh từ Quý 2.2023 – Quý 3.2023, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ thép nói chung cũng đã tạo đáy trong 1H.2023.

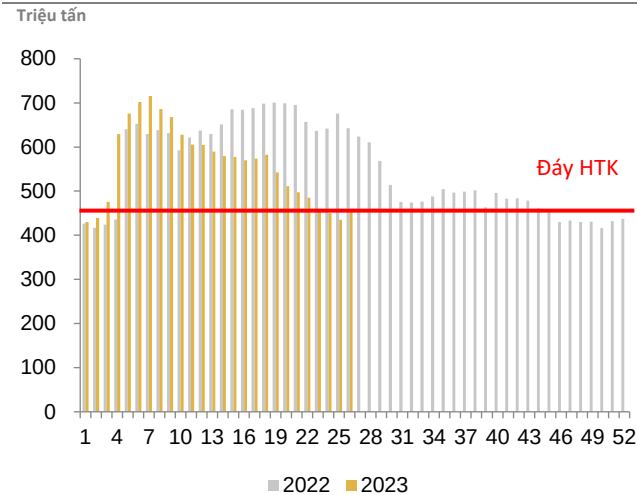
BSC đánh giá cả nguồn cung và nguồn cầu đều đang ở mức thấp nhất của chu kỳ thép 2020 – 2023. Do đó, BSC cho rằng giá HRC đã tạo đáy trong Tháng 6 và ít có khả năng sẽ tiếp tục giảm trong Quý 3.2023. Sang 2H.2023, BSC kỳ vọng giá HRC sẽ trong xu hướng tăng giá nhẹ nhờ sức mua vào của đại lý toàn cầu quay lại khi thấy (1) Giá thép giảm về vùng đáy, và (2) Chính phủ Trung Quốc, và Việt Nam đưa ra các chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản

Hình 11: Giá HRC đã tạo đáy trong Tháng 6.2023



Nguồn: Bloomberg

Hình 12: Hàng tồn kho tại nhà máy thép của Trung Quốc đã về mức đáy của Quý 4.2022



Hình 13: Hàng tồn kho tại nhà máy thép của Việt Nam nhìn chung vẫn đang duy trì ở mức thấp



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Đối với triển vọng kinh doanh 2H. 2023, **BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp cải thiện sẽ là yếu tố dẫn dắt KQKD nhóm tôn mạ, trong khi sản lượng phục hồi chậm.** BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ các yếu tố sau:

- I. Như đã phân tích kể trên, BSC cho rằng giá HRC đã tạo đáy vào Tháng 6, do đó, các doanh nghiệp tôn mạ có thể tích lũy hàng tồn kho với giá thấp hơn.
- II. Xu hướng giá HRC tăng trở lại trong 2H.2023 nhờ sức mua vào của đại lý quay lại khi thấy (1) Giá thép giảm về vùng đáy, (2) Chính phủ Trung Quốc đưa ra các chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản.
- III. Trong khi đó, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ đã tạo đáy trong 1H.2023 và kỳ vọng sẽ phục hồi chậm trong 2H.2023, giúp giảm gánh nặng chi phí cố định. Với việc lãi suất tại Việt Nam và các quốc gia lớn trên thế giới đã tạo đỉnh từ Quý 2.2023 – Quý 3.2023, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nói chung đã đạt đáy trong 1H.2023. BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sẽ phục hồi chậm trong 2H.2023 nhờ chính sách Bất động sản đảo chiều và lãi suất hạ nhiệt. (Chi tiết tại phần dưới).

2. Triển vọng 2024 kỳ vọng khả quan nhờ cả sản lượng và biên lợi nhuận gộp phục hồi khi sức mua quay lại

Trong năm 2024, BSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của HSG và NKG + 10- 15% YoY nhờ:

- (1) Tiêu thụ nội địa sẽ phục hồi vào năm 2024 nhờ Bất động sản đảo chiều. (1) Thứ nhất, Chính phủ đã đưa ra các chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản từ cuối Tháng 3 – tập trung gỡ 2 nút thắt lớn nhất là pháp lý và nguồn vốn tín dụng. (2) Thứ hai, mặt bằng lãi suất trong nước đã hạ nhiệt. BSC kỳ vọng điều này giúp cho các dự án được tái khởi động và mở bán trong 2H.2023 -2024. (Chi tiết Tham khảo [Báo cáo Ngành Quý 2.2023](#)). Do đó, BSC kỳ vọng tiêu thụ nội địa của HSG và NKG sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024.

Hình 14: Thống kê các chính sách gỡ pháp lý và nguồn vốn

TT	Chính sách	Ngày ban hành	Điểm chính
A	CHÍNH SÁCH GỠ PHÁP LÝ		
1	Nghị quyết số 33/NQ-CP	11/03/2023	Một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững
2	Công văn số 178/TTg-CN	27/03/2023	Thúc đẩy và tháo gỡ thị trường BĐS

3	Công điện số 194/CD-TTg	01/04/2023	Tập trung tháo gỡ vướng mắc về đất đai , VLXD để triển khai thực hiện các dự án đầu tư xây dựng đường bộ ca tốc và BĐS
4	Nghị định 10/2023/NĐ-CP	03/04/2023	Bổ sung các Nghị định hướng dẫn Luật đất đai

B CHÍNH SÁCH GỠ NGUỒN VỐN			
1	Nghị định 08/NĐ-CP	05/03/2023	Sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ
2	Nghị quyết số 31/NQ-CP	07/03/2023	Chính phủ giao các Bộ, ngành, địa phương tập trung nhiệm vụ tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với tín dụng, thị trường TPDN, BĐS
3	Nghị quyết số 33/NQ-CP	11/03/2023	Một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững
4	Quyết định số 313/QĐ-NHNN	14/03/2023	Hạ lãi suất tái chiết khấu từ 4.5% xuống 3.5%
5	Quyết định số 574/QĐ-NHNN	31/03/2023	Hạ lãi suất tái cấp vốn từ 6% xuống 5.5%
6	Văn bản số 2308/NHNN-TD	01/04/2023	Triển khai chương trình cho vay NOXH, Nhà ở công nhân, cải tạo xây dựng lại chung cư cũ theo Nghị quyết 33/NQ-CP
7	Nghị quyết số 50/NQ-CP	08/04/2023	Yêu cầu bộ Tài chính đưa ra giải pháp miễn, giảm, gia hạn, hoãn và trì hoãn thuế, phí, lệ phí, tiền thuê đất và phí SDĐ cho năm 2023
8	Thông tư số 02/2023/TT-NHNN	23/04/2023	Cho phép giãn nợ có dư nợ gốc phát sinh trước 24/04/2023 và những khoản nợ phát sinh nghĩa vụ trả nợ gốc/lãi trong thời gian 24/04/2023-30/06/2024. Giữ nguyên nhóm nợ đối với các khoản nợ được cơ cấu lại thời hạn trả nợ nhưng vẫn phải trích lập nợ xấu trong 2 năm.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

(2) Xuất khẩu sẽ quay lại trở lại từ đầu năm 2024 khi lãi suất hạ nhiệt. Trong Quý 1.2023, mặt bằng lãi suất các quốc gia vẫn ở mức cao. Sang tháng 5, BSC nhận thấy một số quốc gia Châu Á bắt đầu chu kỳ hạ lãi suất như Indonesia, Nhật Bản, Trung Quốc, Việt Nam. Bên cạnh đó, các nền kinh tế lớn như EU được dự báo sẽ đạt đỉnh lãi suất trong Quý 3. Do đó, BSC kỳ vọng xu hướng lãi suất hạ nhiệt sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn trong Quý 3, từ đó giúp cho nhu cầu xuất khẩu thép có thể quay trở lại vào đầu Quý 1.2024.

Hình 15: Lãi suất tại các quốc gia trên thế giới

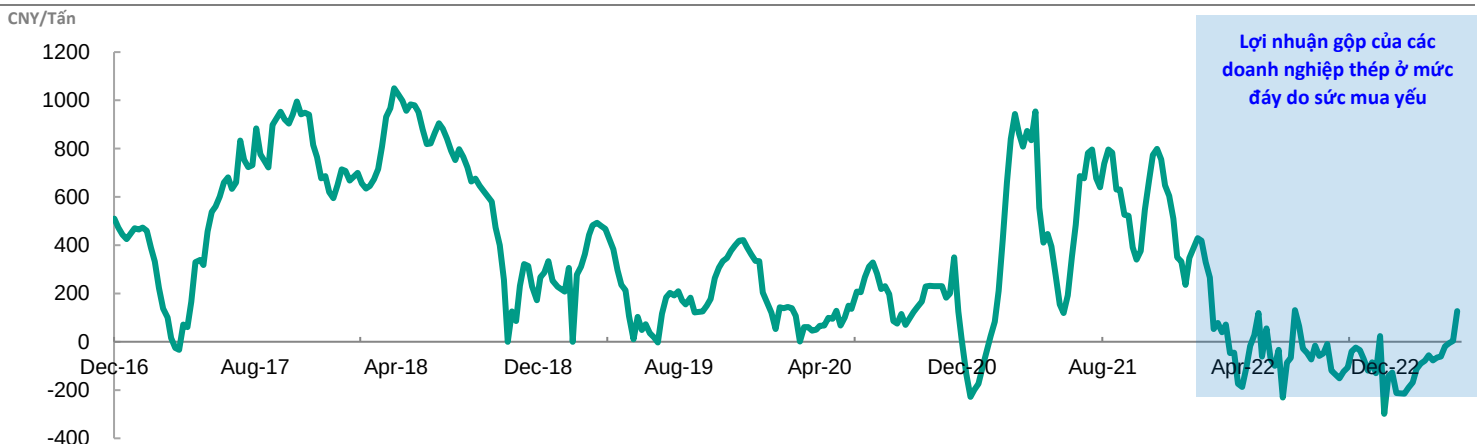
Summary of current interest rates of a large number of central banks

Name of interest rate	country/region	current rate	direction	previous rate	change
Russian interest rate CBR	Russia	7.500 %	↓	8.000 %	09-16-2022
Turkish interest rate CBRT	Turkey	8.500 %	↓	9.000 %	02-23-2023
Japanese interest rate BoJ	Japan	-0.100 %	↓	0.000 %	02-01-2016
Chinese interest rate PBC	China	3.650 %	↓	3.700 %	08-22-2022
Indonesian interest rate BI	Indonesia	6.500 %	↓	6.750 %	06-16-2016
European interest rate ECB	Europe	3.750 %	↑	3.500 %	05-04-2023
American interest rate FED	United States	5.250 %	↑	5.000 %	05-03-2023
British interest rate BoE	Great Britain	4.500 %	↑	4.250 %	05-11-2023
Australian interest rate RBA	Australia	3.850 %	↑	3.600 %	05-02-2023
Brazilian interest rate BACEN	Brazil	13.750 %	↑	13.250 %	08-04-2022
Canadian interest rate BOC	Canada	4.500 %	↑	4.250 %	01-25-2023
South African interest rate SARB	South Africa	7.750 %	↑	7.250 %	03-30-2023
Swedish interest rate Riksbank	Sweden	3.500 %	↑	3.000 %	04-26-2023
Danish interest rate Nationalbanken	Denmark	3.000 %	↑	2.750 %	05-04-2023
Mexican interest rate Banxico	Mexico	11.250 %	↑	11.000 %	03-30-2023
Swiss interest rate SNB	Switzerland	1.500 %	↑	1.000 %	03-23-2023
Indian interest rate RBI	India	6.500 %	↑	6.250 %	02-08-2023
Banco Central interest rate	Chile	11.250 %	↑	10.750 %	10-13-2022
Bank of Korea interest rate	South Korea	3.500 %	↑	3.250 %	01-13-2023
Israeli interest rate BOI	Israel	4.500 %	↑	4.250 %	04-03-2023
Czech interest rate CNB	Czech Republic	7.000 %	↑	5.750 %	06-22-2022
Hungarian interest rate	Hungary	13.000 %	↑	11.750 %	09-27-2022
Polish interest rate	Poland	6.750 %	↑	6.500 %	09-07-2022
New Zealand interest rate	New Zealand	5.250 %	↑	4.750 %	04-05-2023
Norwegian interest rate	Norway	3.250 %	↑	3.000 %	05-04-2023
Saudi Arabian interest rate	Saudi Arabia	5.500 %	↑	5.250 %	03-22-2023

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Bên cạnh đó, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện nhờ sức cầu quay trở lại trong năm 2024. Trong năm 2023, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thép vẫn ở vùng đáy do sức mua yếu, đi kèm khả năng đàm phán giá của các doanh nghiệp thép của các doanh nghiệp thép ở mức thấp. Sang năm 2024, như đã phân tích kể trên, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp phục hồi nhờ sức mua quay trở lại giúp tăng khả năng đàm phán giá và giảm áp lực chi phí cố định của của doanh nghiệp thép.

Hình 16: Quan sát 1 chu kỳ thép, Lợi nhuận của các doanh nghiệp thép vẫn đang ở vùng đáy



Nguồn: BSC Research tổng hợp

III. CẬP NHẬT KQKD & DỰ BÁO CỦA NHÓM TÔN MẠ

CẬP NHẬT DỰ BÁO CỦA HSG

Trong năm 2023, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 33,107 tỷ VND (-33% yoy), NPATMI = 97 tỷ VND (-62% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 162 VND/CP, P/E FWD 2023 = 110x, P/B FWD 2023 = 1x.

Trong năm 2024, BSC dự báo HSG ghi nhận DTT = 38,189 tỷ VND (+15% yoy), NPATMI = 814 tỷ VND (+742% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,362 VND/CP, P/E FWD 2023 = 13x, P/B FWD 2023 = 0.9x.

- Sản lượng = 1.6 triệu tấn (+12% yoy) do nhu cầu phục hồi;
- Giá bán bình quân +3% yoy.
- Biên lợi nhuận gộp = 12%, tăng 1.7 điểm % do sức mua quay trở lại.

Hình 17: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	%YoY 2023	% YoY 2024
Giả định								
Sản lượng	1,491,809	1,621,910	2,286,861	1,787,694	1,430,155	1,601,774		
% YoY		9%	41%	-22%	-20%	12%		
Giá bán	18,749	16,949	21,298	27,797	23,349	24,050		
% YoY		-10%	26%	31%	-16%	3%		
Lợi nhuận gộp/kg sp	5,256	5,844	6,236	7,126	8,402	8,223		
% YoY		11%	7%	14%	18%	-2%		
Biên lợi nhuận gộp	11.4%	16.8%	18.2%	9.9%	10.3%	12.0%		
Doanh thu thuần	28,035	27,531	48,727	49,711	33,107	38,189	-33%	15%
Giá vốn	(24,836)	(22,903)	(39,853)	(44,772)	(29,704)	(33,600)	-34%	13%
Lợi nhuận gộp	3,199	4,628	8,873	4,939	3,403	4,589	-31%	35%
CP BH	(1,749)	(2,221)	(3,344)	(3,833)	(2,450)	(2,711)	-36%	11%
CP QLDN	(471)	(460)	(426)	(522)	(522)	(543)	0%	4%
Lãi từ HĐKD	979	1,947	5,103	584	431	1,334	-26%	210%
Doanh thu tài chính	63	78	366	267	177	239	-34%	35%
Chi phí tài chính	(803)	(645)	(552)	(521)	(485)	(555)	-7%	15%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(746)	(560)	(355)	(260)	(243)	(278)	-7%	15%
Lợi nhuận từ CTLK	-	-	-	-	-	-		
Lãi/lỗ khác	223	(3)	(2)	51	(2)	-	-104%	-100%
LNTT	462	1,377	4,915	381	121	1,018	-68%	742%
Thuế TNDN	(101)	(223)	(602)	(130)	(24)	(204)	-81%	742%
NPAT	361	1,154	4,313	251	97	814	-62%	742%
CĐTS	-	-	(0)	(0)	(0)	(0)	0%	0%
NPATMI	361	1,154	4,313	251	97	814	-62%	742%

Chú thích*: Do mức nền cao từ năm 2023 hoàn nhập dự phòng HTK

Nguồn: BSC Research dự báo

CẬP NHẬT DỰ BÁO CỦA NKG

Trong năm 2023, BSC dự báo NKG ghi nhận DTT = 19,515 tỷ VND (-15% yoy), NPATMI = 407 tỷ VND so với cùng kỳ lỗ 125 tỷ VNĐ, tương đương EPS FWD 2023 = 1,546 VND/CP, P/E FWD 2023 = 12.5x, P/B FWD 2023 = 0.9x:

Trong năm 2024, BSC dự báo NKG ghi nhận DTT = 19,343 tỷ VND (+18% yoy), NPATMI = 794 tỷ VNĐ (+95% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 3,017 VND/CP, P/E FWD 2023 = 6.2x, P/B FWD 2023 = 0.8x:

- Sản lượng = 0.99 triệu tấn (+15% yoy) do nhu cầu phục hồi
- Giá bán bình quân +3% yoy
- Biên lợi nhuận gộp = 10.1%, tăng 2.7 điểm % do sức mua quay trở lại.

Hình 18: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	% YoY 2023	% YoY 2024
Giả định								
Sản lượng (tấn)	668,863	703,733	1,083,621	875,231	859,088	987,951		
% YoY		5%	54%	-19%	-2%	15%		
Giá bán (VND/kg)	18,276	16,503	25,999	26,360	22,716	23,397		
% YoY		-10%	58%	1%	-14%	3%		
Lợi nhuận gộp (VND/kg)	511	1,235	3,552	1,788	1,689	2,362		
% YoY		11%	7%	14%	18%	118%		
Biên lợi nhuận gộp (%)	2.8%	7.5%	15.2%	6.4%	7.4%	10.1%		
Doanh thu thuần								
	12,177	11,560	28,173	23,071	19,515	23,115	-15%	18%
Giá vốn	-11,835	-10,690	-23,904	-21,590	-18,064	-20,782	-16%	15%
Lợi nhuận gộp	342	869	4,270	1,481	1,451	2,333	-2%	61%
CP BH	-210	-268	-1,398	-1,202	-624	-925	-48%	48%
CP QLDN	-69	-92	-123	-186	-167	-174	-10%	4%
Lãi từ HĐKD	63	509	2,749	93	659	1,235	607%	87%
Doanh thu tài chính	107	89	199	303	241	184	-21%	-24%
Chi phí tài chính	-275	-281	-397	-503	-421	-484	-16%	15%
Trong đó: Chi phí lãi vay	-237	-222	-244	-262	-217	-243	-17%	12%
Lợi nhuận từ CTLK	0	0	0	0	0	0		
Lãi/lỗ khác	195	4	11	(0)	-	-		
LNTT	90	321	2,562	(107)	479	934	-548%	95%
Thuế TNDN	(43)	(26)	(337)	(18)	(72)	(140)	304%	95%
NPAT	47	295	2,225	(125)	407	794	-426%	95%
CĐTS	-	-	-	-	-	-		
NPATMI	47	295	2,225	(125)	407	794	-426%	95%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với nhóm tôn mạ, và ước tính giá trị hợp lý năm 2023 của HSG là **20,000 VND/CP** (tương đương Upside +13% so với giá đóng cửa ngày 14/7/2023), và của NKG là **24,700 VND/CP** (tương đương Upside 28% so với giá đóng cửa ngày 14/7/2023). BSC sử dụng phương pháp P/B mục tiêu = 1x -1.1x, tương đương với mức định giá trung bình của nhóm tôn mạ trong 1 chu kỳ thép. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với nhóm tôn mạ do cho rằng thời điểm xất nhất đối với nhóm tôn mạ đã qua ([Chi tiết tại Báo cáo gần nhất](#)). Triển vọng 2H.2023 và 2024 sẽ dần phục hồi nhờ (1) giá HRC đã tạo đáy và (2) Sản lượng và biên lợi nhuận gộp dần cải thiện khi sức mua quay trở lại.

So với HSG, Chúng tôi đưa ra mức Upside cao hơn đối với NKG do (i) mức định giá rẻ hơn (P/B FWD 2024 NKG = 0.8x, P/B FWD HSG = 1x), (ii) NKG sẽ được hưởng lợi lớn hơn từ hoạt động xuất khẩu thép phục hồi, và chiến lược quản trị hàng tồn kho táo bạo hơn khi chu kỳ giá thép tăng trở lại.

Hình 19: Định giá cổ phiếu HSG

Phương pháp	
Phương pháp PB – Giá trị hợp lý	
BVPS FW 2023	19,700
P/B mục tiêu	1x-1.1x
Giá trị cổ phiếu của HSG (VNĐ/cổ phiếu)	20,000

Hình 20: Định giá cổ phiếu NKG

Phương pháp	
Phương pháp PB – Giá trị hợp lý	
BVPS FW 2023	24,700
P/B mục tiêu	1x-1.1x
Giá trị cổ phiếu của NKG (VNĐ/cổ phiếu)	24,700

Nguồn: BSC Research tổng hợp

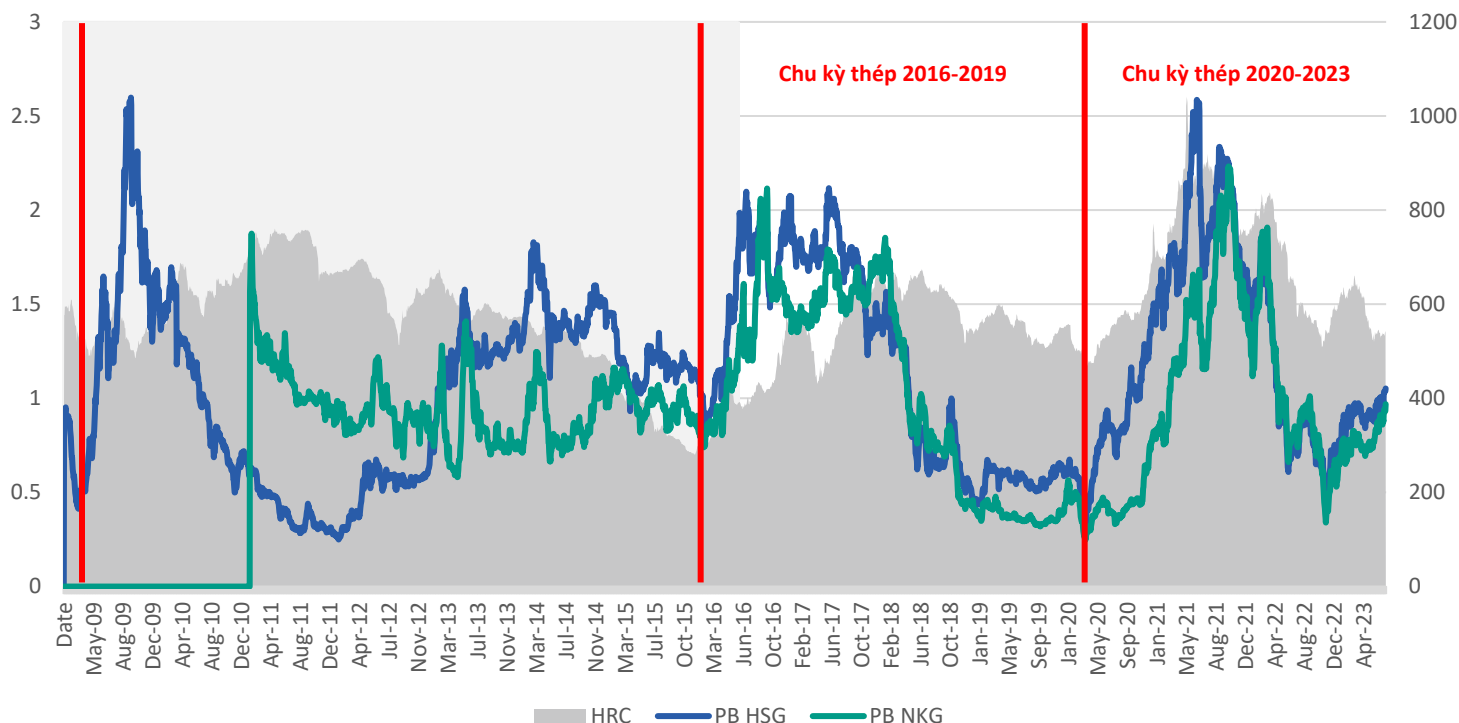
Hình 21: Định giá cổ phiếu HSG, NKG trong các chu kỳ thép

	HSG	NKG
Chu kỳ thép 2008 -2015	1.0	-
Chu kỳ thép 2016-2019	1.1	1.0
Chu kỳ thép 2020-2023	1.1	0.9

Quan sát chu kỳ thép, định giá của HSG, NKG đang ở vùng đáy của lịch sử ($P/B \text{ FWD } 2024 \text{ HSG} = 0.9x$, $P/B \text{ FWD } 2024 \text{ NKG} = 0.8x$)

Hình 22: So sánh định giá của HSG, NKG trong chu kỳ thép

Cột trái: P/B (lần), cột phải: HRC (USD/tấn)



PHỤ LỤC – CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	48,727	49,711	33,107	38,189
Giá vốn hàng bán	(39,853)	(44,772)	(29,704)	(33,600)
Lợi nhuận gộp	8,873	4,939	3,403	4,589
Thu nhập tài chính	(3,344)	(3,833)	(2,450)	(2,711)
Chi phí tài chính	(426)	(522)	(522)	(543)
Trong đó: Chi phí lãi vay	5,103	584	431	1,334
Lãi/(lỗ) từ CTLK	366	267	177	239
Chi phí BH	(552)	(521)	(485)	(555)
Chi phí QLDN	(355)	(260)	(243)	(278)
Lãi từ HĐKD	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(2)	51	(2)	-
LNTT	4,915	381	121	1,018
Thuế TNDN	(602)	(130)	(24)	(204)
LNST	4,313	251	97	814
Lợi ích CĐKKS	(0)	(0)	(0)	(0)
LNST Công ty mẹ	4,313	251	97	814
EPS	8,741	420	162	1,362

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và DTTC	516	339	515	1,688
Phải thu ngắn hạn	4,535	1,452	2,008	2,032
Tồn kho	12,356	7,395	6,039	7,845
TS ngắn hạn khác	1,250	649	649	649
Tài sản ngắn hạn	18,658	9,835	9,211	12,214
TSCĐ hữu hình	6,443	5,755	5,063	4,419
TSCĐ vô hình	219	204	190	175
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-
TS dở dang dài hạn	660	604	569	564
ĐT dài hạn	21	17	17	17
TS dài hạn khác	619	611	620	629
Tài sản dài hạn	7,963	7,190	6,458	5,803
Tổng tài sản	26,620	17,025	15,670	18,018
Phải trả ngắn hạn	4,294	1,040	1,465	2,485
Vay ngắn hạn	5,437	4,070	2,249	2,789
Nợ ngắn hạn khác	4,644	899	912	926
Tổng Nợ ngắn hạn	14,374	6,009	4,626	6,200
Vay dài hạn	1,399	117	47	-
Nợ dài hạn khác	15	16	16	16
Tổng Nợ dài hạn	1,414	133	63	16
Nợ phải trả	15,788	6,142	4,689	6,216
Vốn góp	4,935	5,981	5,981	5,981
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
LN chưa phân phối	5,633	4,542	4,639	5,453
Vốn chủ khác	91	187	187	187
Cổ đông thiểu số	17	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	10,832	10,884	10,980	11,795
Tổng nguồn vốn	26,620	17,025	15,670	18,011
SLCP (triệu)	493	598	598	598

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	4,915	381	121	1,018
Khấu hao và phân bổ	1,582	1,897	1,654	1,613
Thay đổi vốn lưu động	(5,001)	567	963	(1,278)
LCTT từ HĐKD	1,496	2,845	2,738	1,354
Tiền chi mua TSCĐ	(477)	(463)	(670)	(674)
Đầu tư khác	181	55	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	(296)	(408)	(670)	(674)
Tiền chi trả cổ tức	(0)	(0)	-	-
Tiền từ vay ròng	(1,291)	(2,699)	(1,891)	493
Tiền thu khác	7	49	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	(1,285)	(2,651)	(1,891)	493
Dòng tiền đầu kỳ	575	493	330	506
Tiền trong kì	(84)	(215)	176	1,173
Tiền cuối kỳ	491	278	506	1,679

Chỉ số	2021	2022F	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.30	1.64	1.99	1.97
Hố TT nhanh	0.44	0.41	0.69	0.70
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	59%	36%	30%	35%
Hệ số Nợ/VCSH	146%	56%	43%	53%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	83	84	83	93
Số ngày phải thu	23	20	21	18
Số ngày phải trả	26	22	18	27
CCC	80	78	79	79
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	18%	10%	10%	12%
Lợi nhuận LNST	9%	1%	0%	2%
ROE	40%	2%	1%	7%
ROA	16%	1%	1%	5%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	77%	2%	-33%	15%
Tăng trưởng EBIT	162%	-89%	-26%	210%
Tăng trưởng LNTT	257%	-92%	-68%	742%
Tăng trưởng EPS	237%	-95%	-62%	742%
BVPS	21,950	18,198	18,360	19,722

PHỤ LỤC – CTCP THÉP NAM KIM (HSX: NKG)

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28,173	23,071	19,515	23,115
Giá vốn hàng bán	(23,904)	(21,590)	(18,064)	(20,782)
Lợi nhuận gộp	4,270	1,481	1,451	2,333
Thu nhập tài chính	(1,398)	(1,202)	(624)	(925)
Chi phí tài chính	(123)	(186)	(167)	(174)
Trong đó: Chi phí lãi vay	2,749	93	659	1,235
Lãi/(lỗ) từ CTLK	199	303	241	184
Chi phí BH	(397)	(503)	(421)	(484)
Chi phí QLDN	(244)	(262)	(217)	(243)
Lãi từ HĐKD	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	11	(0)	-	-
LNTT	2,562	(107)	479	934
Thuế TNDN	(337)	(18)	(72)	(140)
LNST	2,225	(125)	407	794
Lợi ích CĐKKS	-	-	-	-
LNST Công ty mẹ	2,225	(125)	407	794
EPS	10,189	(474)	1,546	3,017

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và DTTT	1,199	1,257	2,207	3,747
Phải thu ngắn hạn	1,902	1,517	1,394	1,643
Tồn kho	8,281	7,000	6,097	7,350
TS ngắn hạn khác	833	641	847	852
Tài sản ngắn hạn	12,216	10,415	10,544	13,591
TSCĐ hữu hình	2,530	2,264	1,939	1,611
TSCĐ vô hình	241	283	289	294
TSCĐ thuê tài chính	-	42	42	42
TS dở dang dài hạn	176	220	220	275
ĐT dài hạn	8	8	8	8
TS dài hạn khác	227	230	195	230
Tài sản dài hạn	3,182	3,046	2,692	2,460
Tổng tài sản	15,398	13,461	13,236	16,051
Phải trả ngắn hạn	4,879	2,544	2,677	3,302
Vay ngắn hạn	3,773	5,111	4,207	5,512
Nợ ngắn hạn khác	946	453	413	454
Tổng Nợ ngắn hạn	9,598	8,109	7,297	9,268
Vay dài hạn	46	3	3	3
Nợ dài hạn khác	30	29	29	29
Tổng Nợ dài hạn	77	32	33	33
Nợ phải trả	9,675	8,141	7,330	9,301
Vốn góp	2,184	2,633	2,633	2,633
Thặng dư vốn cổ phần	786	786	786	786
LN chưa phân phối	2,636	1,628	2,035	2,829
Vốn chủ khác	117	273	273	273
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	5,723	5,320	5,727	6,521
Tổng nguồn vốn	15,398	13,461	13,056	15,822
SLCP (triệu)	218	263	263	263

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	2,562	(107)	479	934
Khấu hao và phân bổ	1,052	529	601	631
Thay đổi vốn lưu động	(3,922)	(1,250)	830	(1,219)
LCTT từ HĐKD	(308)	(828)	1,910	346
Tiền chi mua TSCĐ	(145)	(211)	(56)	(111)
Đầu tư khác	(164)	244	(348)	(100)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(309)	33	(404)	(211)
Tiền chi trả cổ tức	-	(219)	-	-
Tiền từ vay ròng	862	1,268	(904)	1,305
Tiền thu khác	288	1	-	-
LCTT từ HĐ Tài chính	1,150	1,049	(904)	1,305
Dòng tiền đầu kỳ	219	751	1,005	1,607
Tiền trong kì	533	254	601	1,440
Tiền cuối kỳ	752	1,006	1,607	3,047

Chỉ số	2021	2022F	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.27	1.28	1.45	1.47
Hố TT nhanh	0.41	0.42	0.61	0.67
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	63%	60%	55%	58%
Hệ số Nợ/VCSH	169%	153%	128%	143%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	85	136	130	135
Số ngày phải thu	18	20	19	19
Số ngày phải trả	45	63	54	58
CCC	63	64	64	64
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	15%	6%	7%	10.1%
Lợi nhuận LNST	8%	-1%	2%	3%
ROE	39%	-2%	7%	12%
ROA	14%	-1%	3%	5%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	144%	-18%	-15%	18%
Tăng trưởng EBIT	440%	-97%	607%	87%
Tăng trưởng LNTT	699%	-104%	-548%	95%
Tăng trưởng EPS	528%	-105%	-426%	95%
BVPS	26,205	20,205	21,751	24,674

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

