

CÔNG TY CỔ PHẦN TÔN ĐÔNG Á (Upcom: GDA)

Định giá hấp dẫn & tiềm năng khai thác từ nhà máy mới

Chúng tôi thực hiện định giá ban đầu cho cổ phiếu GDA. Theo quan điểm thận trọng của chúng tôi, giá cổ phiếu hiện nay chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng dài hạn và vị thế doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là **38.700 đồng**, tương đương P/B dự phóng năm 2025 là 1,1 lần.

• Công ty có vị thế lớn trong lĩnh vực sản xuất tôn mạ:

- Đến từ chiến lược đầu tư thận trọng, chú trọng vào chất lượng sản phẩm, GDA dẫn tăng thị phần và duy trì ở top 03 công ty tôn mạ lớn nhất thị trường (cùng với HSG và NKG). Trong đó, thị phần nội địa duy trì liên tục ở vị trí thứ 02 trong giai đoạn 2016-2023 với thị phần trung bình ở mức 15%
- Trong giai đoạn 2025-2029, với thị trường tôn mạ, chúng tôi cho rằng thị trường nội địa sẽ dẫn dắt tăng trưởng (kì vọng thị trường BĐS hồi phục, đi cùng nhu cầu nguyên vật liệu xây dựng) với mức tăng trưởng 10%/năm. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng GDA có thể đạt mức tăng trưởng sản lượng nội địa trung bình ở 11%/năm, đến từ việc đưa nhà máy mới vào hoạt động (giai đoạn 01 hoạt động từ 2026).

• Dự địa tăng trưởng dài hạn từ nhà máy mới:

- Dự kiến từ 2026, Công ty đưa vào hoạt động giai đoạn 01 của nhà máy thép dẹt mới (tổng công suất 1,2 triệu tấn/năm, trong đó giai đoạn 01 là 300 nghìn tấn/năm). Về dài hạn, ngoài tôn mạ xây dựng, Công ty có đủ năng lực để tham gia vào thị trường sản xuất thép cho thiết bị công nghiệp – tiềm năng tăng trưởng hai chữ số và chưa có công ty nội địa có thể tham gia vào.
- Riêng cho giai đoạn 01, chúng tôi kỳ vọng nhà nhà máy sẽ nâng hiệu suất hoạt động lên ~100% trong năm 2028. Qua đó, GDA có thể duy trì thị phần tương đối tốt (chiếm 17% tổng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường tại năm 2029). Doanh thu giai đoạn 2024-2029 dự kiến tăng trưởng với mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 10,2%.
- Cùng với kỳ vọng chu kỳ giá thép sẽ hồi phục từ 2025 trở về sau, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế (LNST) của GDA giai đoạn 2024-2029 dự kiến tăng trưởng với mức CAGR đạt 18%.

Rủi ro

- GDA hoạt động trong ngành sản xuất có sự nhạy cảm cao với giá nguyên liệu đầu vào (thép cán nóng – HRC), biến động tiêu cực giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận và kết quả kinh doanh của Công ty.
- Đưa nhà máy mới vào hoạt động chậm hơn kì vọng, do ảnh hưởng từ triển vọng ngành phục hồi thấp hơn kì vọng.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	25.262	21.614	17.435	19.051	19.735	21.822
Tăng trưởng (%)	104%	-14%	-19%	9%	4%	11%
EBITDA	1.813	140	647	806	962	1.329
LNST	1.210	(277)	284	391	423	479
Tăng trưởng (%)	322,9%	-122,9%	-202,6%	37,9%	8,2%	13,1%
Biên ròng (%)	4,8%	-1,3%	1,6%	2,1%	2,1%	2,2%
ROA (%)	13,1%	-0,4%	5,1%	6,2%	6,1%	6,4%
ROE (%)	41,2%	-8,0%	8,0%	10,4%	10,5%	11,0%
EPS cơ bản (VND)	10.089	(2.466)	2.472	3.138	3.396	3.840
GTSS (VND)	33.736	30.068	31.556	33.846	36.426	39.475
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	3,4	(16,6)	10,2	8,9	8,2	7,3
P/BV (x)	1,2	1,3	0,8	0,8	0,8	0,7

Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 01/11/2024.

MUA

+41%

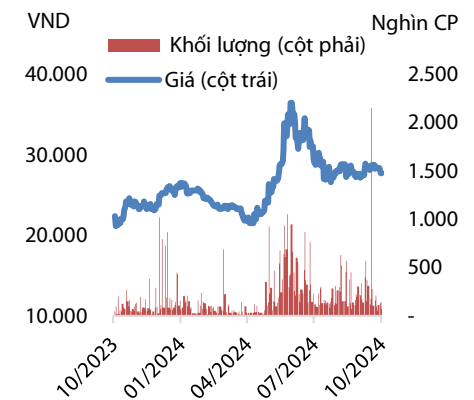
Giá thị trường (VND)	28.200
Giá mục tiêu (VND)	38.700

Cổ tức tiền mặt (VND)* VND 1.000

*Dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.177
SLCPDLH (triệu cp)	115
Beta	1,7
Free Float (%)	38
Giá cao nhất 52 tuần	36.400
Giá thấp nhất 52 tuần	20.800
KLGD bình quân 20 phiên	242.814



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
GDA	-4,7	26,0	N/A
VN30 Index	5,3	21,9	38,6
VN-Index	3,1	16,2	28,9

Cổ đông lớn (%)

Nguyễn Thanh Trung (cùng người liên quan)	41,9
Lê Thị Phương Loan	12,9
JFE Shoji Việt Nam	7,4
Khác	37,8
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	28,4

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1524

lam.dt@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2024	11,9%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	20%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	6.352
Chi phí vốn chủ sở hữu	20,3%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	5.948
Lãi suất phi rủi ro	3%	- Nợ	3.883
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10%	Giá trị vốn chủ sở hữu	4.287
Beta	1,73	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	115
Exit EV/EBITDA	5,0	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	37.300

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của GDA trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

WACC	Exit EV/EBITDA					
		3	4	5	6	7
	9,9%	25.064	33.900	42.737	51.574	60.411
10,9%	23.124	31.554	39.984	48.414	56.844	
11,9%	21.286	29.331	37.300	45.423	53.468	
12,9%	19.544	27.225	34.907	42.589	50.271	
13,9%	17.892	25.229	32.567	39.904	47.242	

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP P/B

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên góp	Biên ròng	P/E 2023	PB 2023
Jiangsu Shagang (Trung Quốc)	1.180	2.167	91	5,9	1,3	41,9	0,5
Huundai Steel (Hàn Quốc)	3.781	19.844	1.869	8,2	1,8	10	0,2
SeAH Steel Corp (Hàn Quốc)	303	1.425	201	17	10,1	2,0	0,4
Kyoei Steel (Nhật Bản)	637	2.631	183	9,6	3,7	6,3	0,5
Nam Kim (Việt Nam)	267	780	31	5,9	0,6	55,2	1,2
Trung bình của nhà sản xuất thép dẹt (2018-2023)						30,2	0,9

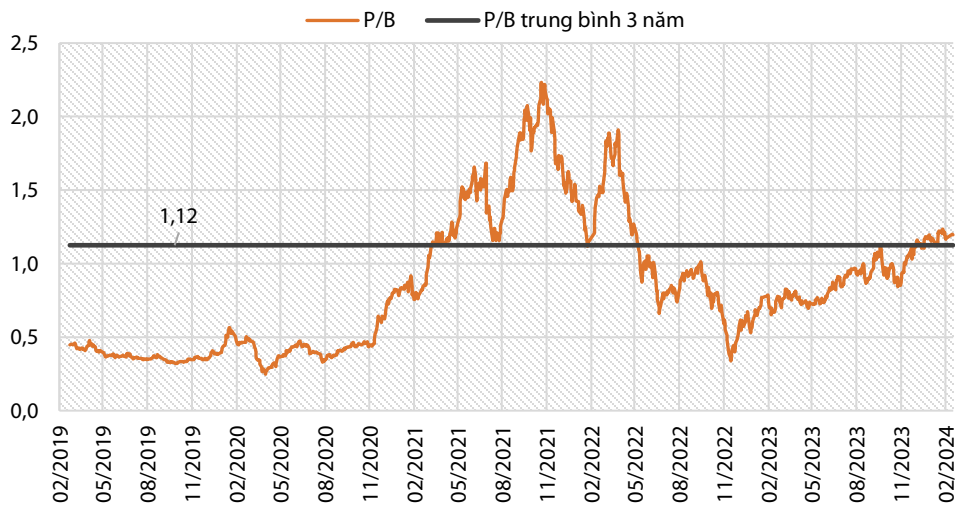
Chúng tôi ưa thích sử dụng phương pháp P/B để định giá ngắn hạn các công ty mang tính chu kỳ (bao gồm các công ty sản xuất thép) bởi vì: 1/ Lợi nhuận và chỉ số P/E của các công ty chu kỳ có độ biến động cao, 2/ Chỉ số P/B phản ánh chính xác hơn mức trả giá của thị trường – khi kì vọng về giai đoạn phục hồi của ngành. Kết hợp với mức trung bình P/B giai đoạn 2018-2023 của công ty nội địa (NKG), chúng tôi cho rằng mức P/B ở 1,1x là phù hợp đối với: 1/Một công ty có vị thế trong ngành tôn mạ nội địa như GDA, 2/ Kỳ vòng ROE dài hạn duy trì ở mức 16% (sau khi NMM giai đoạn 01 đưa vào vận hành ổn định)

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của GDA trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

BVPS (VNĐ)	P/B							
	BVPS	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
	2024	33.846	27.077	30.461	33.846	37.231	40.615	44.000
2025	36.426	29.141	32.784	36.426	40.069	43.711	47.354	50.997

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: P/B lịch sử của cổ phiếu NKG



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Kết hợp phương pháp định giá dài hạn (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF) và phương pháp định giá ngắn hạn (phương pháp so sánh P/B) với trọng số 50% cho mỗi phương pháp, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của cổ phiếu GDA là **38.700 đồng/cổ phiếu**.

Bảng 3: Tổng hợp định giá GDA

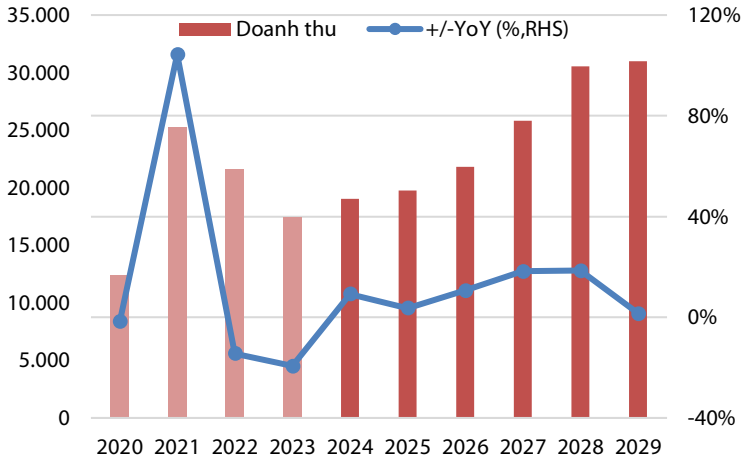
Phương pháp	Trọng số	Giá	Đóng góp
FCFF	50%	37.300	18.700
P/B (1,1)	70%	40.100	20.000
Giá mục tiêu			38.700

Trong cả ngắn hạn và dài hạn 5 năm, dựa trên giá đóng cửa vào ngày 23/10/2024, chúng tôi tin rằng thị giá hiện tại của GDA chưa phản ánh giá trị tài sản và vị thế của doanh nghiệp (hiện tại và tương lai). Kết hợp hai phương pháp định giá, giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu GDA là **38.700 đồng**, tương đương PE và PB 2025 dự phóng lần lượt là 11,4x và 1,1x. Các nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình đối với cổ phiếu này.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-29

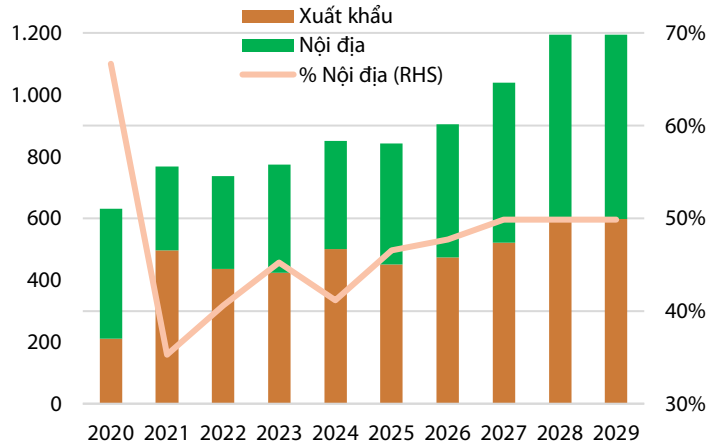
Doanh thu: Với vị thế sẵn có (tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu) cùng kế hoạch đầu tư nhà máy tôn mạ mới (NMM, đưa vào hoạt động giai đoạn 01 trong 2026), chúng tôi kỳ vọng GDA có thể duy trì thị phần tương đối tốt (chiếm 17% tổng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường tại năm 2029). Doanh thu giai đoạn 2024-2029 dự kiến đạt mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 10,2%.

Hình 2: Doanh thu thuần của GDA (Tỷ đồng)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 3: Sản lượng bán hàng của GDA theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng. Xem thêm thông tin trong Phụ lục. [\(Tham khảo trang 21\)](#)

Về dự báo doanh số bán hàng trong giai đoạn 2024-29, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Trong giai đoạn 2024-2025 (trước khi đưa NMM vào hoạt động): Với 02 nhà máy hiện có (Sóng Thần và Thủ Dầu Một) và tổng công suất hoạt động đạt 850 nghìn tấn/năm (với 04 dây chuyền sản xuất tôn mạ GI/GL), chúng tôi cho rằng các nhà máy sẽ hoạt động với ~100% công suất trong giai đoạn này (tính riêng trong 8 tháng đầu năm 2024, nhà máy đã hoạt động với trên 100% công suất). Thị phần nội địa và xuất khẩu trong năm 2025, ước tính lần lượt đạt 16% và 18%, với kỳ vọng GDA vẫn ở vị thế là một trong những công ty lớn nhất trong ngành tôn mạ Việt Nam. Tuy nhiên với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của ngành thép (cụ thể là sản phẩm tôn mạ) sẽ duy trì mức tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024-2029 đạt 7% ([Tham khảo trang 14](#)), chúng tôi cho rằng GDA sẽ tập trung đầu tư và xây dựng NMM (giai đoạn 01 với công suất 300 nghìn tấn/năm) trong năm 2025 và đưa vào hoạt động trong nửa sau năm 2026, qua đó giúp tăng công suất hoạt động lên 1,2 triệu tấn/năm (tăng 35%YoY).

Giai đoạn đưa NMM vào hoạt động, cho đến khi hoạt động ổn định (2026-2029): Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng NMM sẽ đi vào hoạt động trong nửa sau năm 2026 (tương ứng với kế hoạch doanh nghiệp). Trong các quý đầu tiên, sản phẩm sẽ cần thời gian để người mua (nhà thầu xây dựng, đại lý,...) kiểm định chất lượng, vì vậy khả năng hấp thụ sản phẩm tương đối thấp, với 60 nghìn tấn sản phẩm sẽ được hấp thụ trong năm 2026 (hiệu suất hoạt động ~20%). Trong các năm sau, với lợi thế từ 1/ Vị thế GDA trong ngành, 2/ Sản phẩm tập trung vào mức thép chất lượng cao (đi kèm với suất đầu tư cao, [Tham khảo trang 17](#)) chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ cải thiện hiệu suất hoạt động lên ~100% trong năm 2028, tương ứng với sản lượng NMM giai đoạn 2027-2028 lần lượt đạt 190 nghìn tấn (+217%YoY) và 300 nghìn tấn (+58%YoY).

- **Thị trường nội địa:** Chúng tôi đánh giá cao vị thế của GDA tại thị trường nội địa, với: 1/ Thị phần trung bình duy trì ở mức 17-18% trong giai đoạn 2019-2023, 2/ Giá bán đại lý cao hơn ~2% so với trung bình các doanh nghiệp tôn mạ khác cho thấy độ nhận diện và uy tín thương hiệu Tôn Đông Á ([Tham khảo trang 12](#)). Cùng với kỳ vọng thị trường nội địa sẽ duy trì mức CAGR 2024-2029 đạt 10% (về sản lượng tiêu thụ, [Tham khảo trang 14](#)) và để giảm rủi ro liên quan đến các biện pháp phòng vệ thương

mại (tại thị trường xuất khẩu), chúng tôi cho rằng 60% sản lượng của NMM sẽ tiêu thụ nội địa, tương đương sản lượng nội địa sẽ đạt 126 nghìn tấn và năm 2027 và 203 nghìn tấn (+61%YoY) và năm 2028. Thị phần nội địa của GDA có thể đạt 18% trong giai đoạn 2028-2029, khi NMM đi vào hoạt động ổn định.

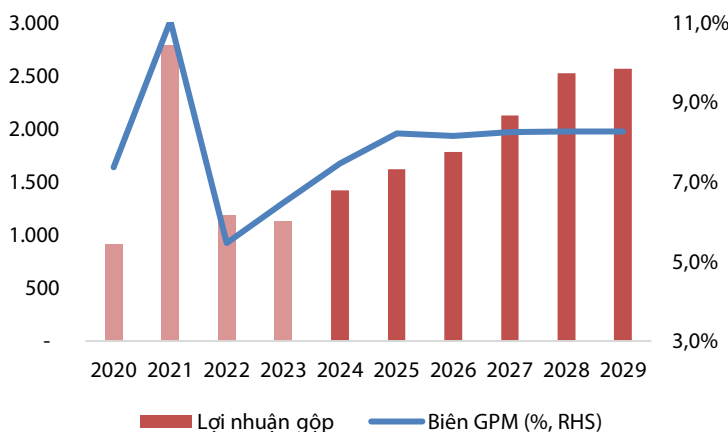
- **Thị trường xuất khẩu:** Với các hoạt động điều tra điều tra chống bán phá giá và bảo hộ thương mại của các thị trường xuất khẩu chính (Hoa Kỳ, EU,...), chúng tôi cho rằng thị trường xuất khẩu sẽ tăng trưởng chậm hơn so với thị trường nội địa (CAGR 2024-2029 đạt 5% về sản lượng tiêu thụ). Chúng tôi kì vọng các chính sách bảo hộ sẽ được nới lỏng hơn trong giai đoạn 2026 trở về sau, khi nhu cầu hồi phục rõ ràng và sức ép từ thị trường thép Trung Quốc giảm xuống ([Tham khảo trang 14](#)).

Do giá vốn sản xuất phụ thuộc vào giá nguyên liệu chính là thép cuộn cán nóng (HRC, chiếm khoảng 85% giá vốn sản xuất), chúng tôi giả định giá bán sẽ có biến động tương đương với biến động của giá HRC. Các giả định về biến động giá HRC được đề cập chi tiết trong mục chu kỳ hồi phục của giá thép ([Tham khảo trang 18](#)).

Lợi nhuận ròng: Trong giai đoạn thị trường thép hồi phục (2025-2028), với vị thế doanh nghiệp trong ngành và chính sách tồn kho thận trọng, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức 8,2% (phù hợp với mô hình kinh doanh của doanh nghiệp tôn mạ).

Lợi nhuận gộp: Do tính chất của hoạt động sản xuất tôn mạ, nguyên liệu chính – HRC – chiếm 85% cấu thành giá vốn sản xuất, nên đây là sẽ là yếu tố chính để ước tính giá vốn hàng bán của GDA qua các năm. (Các giả định về giá HRC - [Tham khảo trang 18](#)). Với kịch bản: 1/ Chu kỳ hồi phục của giá thép trong giai đoạn 2025-2028, 2/ Công ty duy trì chính sách tồn kho thận trọng (mức tồn kho nguyên liệu trung bình ở ~2,6 tháng, tương đương nguyên liệu cho 01 quý sản xuất), chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp (GPM) của GDA sẽ duy trì ở mức 8,2-8,2% cho giai đoạn 2025-2029 (phù hợp với mô hình kinh doanh của doanh nghiệp tôn mạ, không có kênh phân phối riêng).

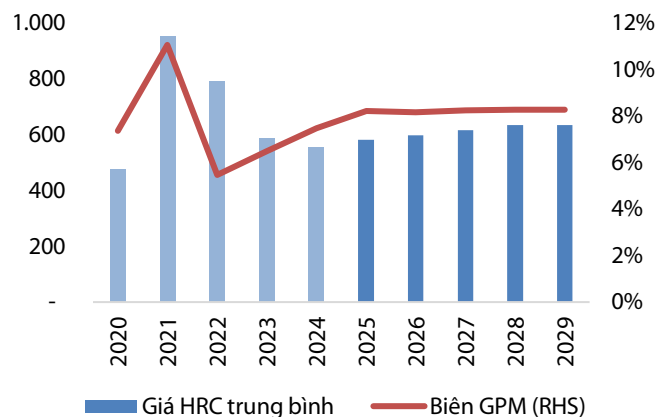
Hình 4: Lợi nhuận gộp của GDA (Tỷ đồng)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. ([Tham khảo trang 21](#)).

Hình 5: Biên lợi nhuận gộp của GDA so với giá HRC trung bình (USD/tấn, kịch bản cơ sở) (%)



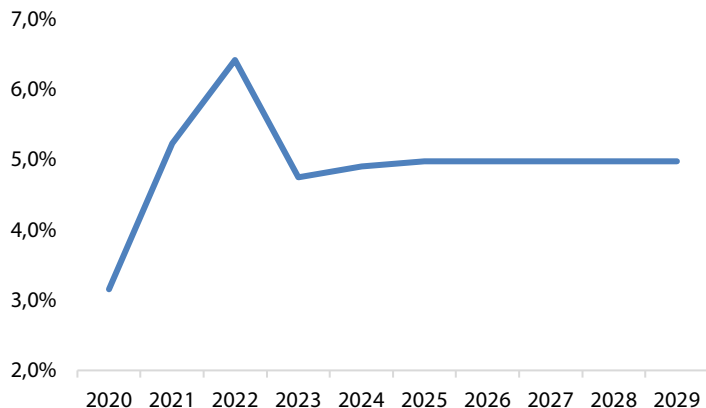
Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt.

Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp: chiếm lần lượt 4,5% và 0,4% trong tổng doanh thu năm 2023. Chúng tôi giả định GDA có thể quản lý tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần ở mức 4,5% trong suốt giai đoạn 2024-2029; khi cho rằng với vị thế của GDA trong ngành, công ty có thể duy trì chính sách chiết khấu (với đại lý, nhà nhập khẩu,...) mà không cần tăng tỷ lệ chiết khấu bán hàng, kể cả khi đưa nhà máy mới vào hoạt động.

Lợi nhuận ròng: Lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp đến từ: 1/ Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính (sản xuất tôn mạ - đã được phân tích ở phần trên), và 2/ Lãi/lỗ ròng từ hoạt động tài chính. Trong đó, chúng tôi nhận thấy lãi/lỗ ròng từ hoạt động tài chính tương đối thấp do: 1/ Công ty đồng thời có ghi nhận lãi tiền gửi (trung bình ở 6%/năm) và lãi vay (chủ yếu vay ngắn hạn ở lãi suất trung bình 5,3%/năm), 2/ Ảnh hưởng từ biến động tỷ giá ở mức thấp, do công ty có nguồn thu ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu. NMM dự kiến sẽ được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (0% cho 02 năm đầu tiên và 8,5% cho 04 năm tiếp theo). Qua đó, lợi nhuận sau thuế (LNST) của GDA *giai đoạn 2024-2029 dự kiến tăng trưởng với mức CAGR đạt 18%*.

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn: Chúng tôi kì vọng tỷ lệ hoàn vốn chủ sở hữu (ROE) của Công ty có thể cải thiện và đạt 16% trong giai đoạn 2028-2029 (khi NMM hoạt động ổn định); đến từ: 1/ Vòng quay Tài sản cải thiện (lên 1.6x) nhờ doanh thu tăng trưởng (đưa NMM giai đoạn 01 vào hoạt động), và 2/ Duy trì đòn bẩy tài chính ở mức cao (Tỷ lệ tài sản/Vốn chủ sở hữu ở 3,5x) nhằm tài trợ cho hoạt động đầu tư (tài sản cố định và vốn lưu động).

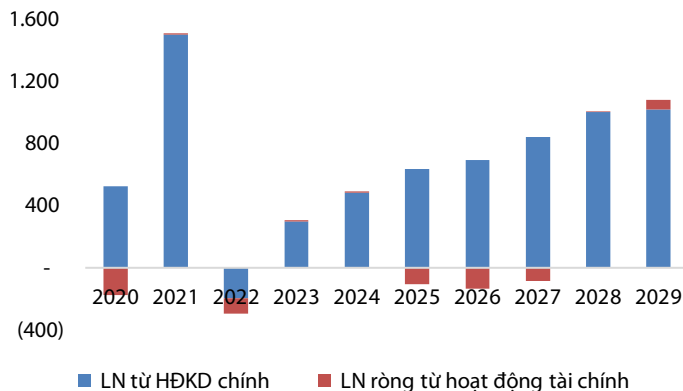
Hình 6: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của GDA (%)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

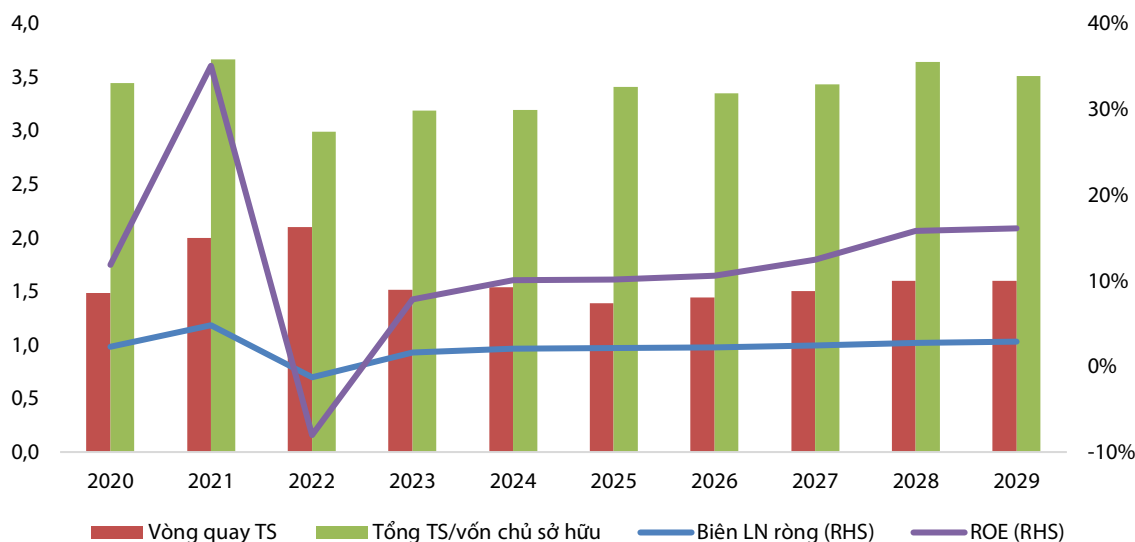
Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. ([Tham khảo trang 22](#))

Hình 7: Lợi nhuận trước thuế của GDA, theo hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Phân tích tỷ lệ hoàn vốn trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

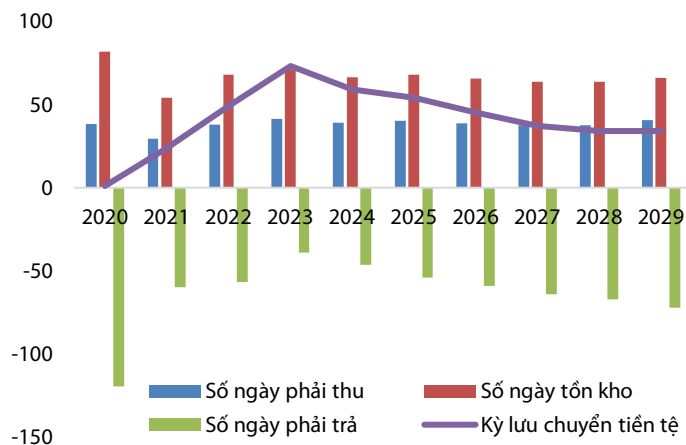
Đầu tư TSCĐ: GDA dự kiến sẽ bắt đầu khởi công nhà máy tôn mạ mới (tổng công suất 1,2 triệu tấn/năm) trong cuối năm 2024, sản phẩm chính là thép dẹt, cụ thể gồm tôn mạ (cho hoạt động xây dựng), thép cho sản xuất công nghiệp (thiết bị công nghiệp, oto,...).

NMM sẽ được chia làm 03 giai đoạn, trong đó giai đoạn 01 có tổng vốn đầu tư 3.000 tỷ đồng (chi tiết các giai đoạn có thể [Tham khảo trang 17](#)), với sản phẩm chính là tôn mạ cho hoạt động xây dựng sẽ được đưa vào mô hình định giá. Chúng tôi chưa đưa các giai đoạn sau vào mô hình do thời gian triển khai tương đối xa và chiến lược phát triển các dòng sản phẩm cho sản xuất công nghiệp chưa được cụ thể. Với NMM giai đoạn 01, chúng tôi cho rằng ~70% tổng vốn đầu tư (2.300 tỷ đồng) sẽ được giải ngân vào năm 2025 (tập trung vào việc mua sắm và lắp đặt các thiết bị).

Nợ vay: Với kế hoạch đầu tư NMM giai đoạn 01, chúng tôi giả định rằng GDA sẽ huy động 50% vốn vay để tài trợ cho nhà máy (1.500 tỷ đồng, khả quan do vị thế của doanh nghiệp trong ngành). Lãi suất vay dự kiến ở mức 9%/năm, gốc vay được hoàn trả trong vòng 03 năm kể từ thời điểm giải ngân. Số dư nợ vay ngắn hạn ổn định trong giai đoạn 2024-2026, trước khi tăng lên mức 8.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2027-2028 trở về sau (nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động, chủ yếu là hàng tồn kho). Chỉ số thanh toán nhanh (quick liquidity ratio) duy trì ở mức 0,8x (tương đương so với các doanh nghiệp tôn mạ như HSG, NKG) cho thấy công ty duy trì nợ vay ngắn hạn ở mức phù hợp, tránh rủi ro mất thanh toán ngắn hạn.

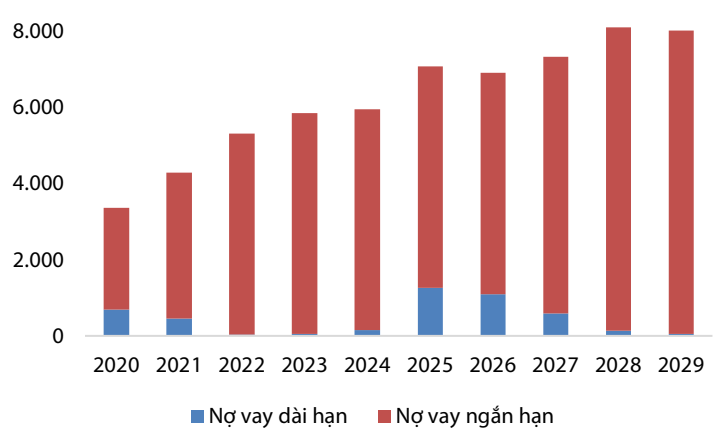
Vốn lưu động: Với giả định các vòng quay vốn lưu động (hàng tồn kho, khoản phải thu,...) sẽ ổn định trong giai đoạn 2024-2029, đến từ chính sách quản lý thận trọng của doanh nghiệp nhằm tránh rủi ro biến động giá nguyên liệu như trong giai đoạn 2021-2022 (đặc biệt khi quy mô doanh nghiệp tăng lên đáng kể do đưa NMM vào vận hành). Với lợi thế từ vị thế doanh nghiệp trong ngành cùng số dư tiền gửi lớn (2.156 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2023), Công ty có ưu thế tài trợ hoàn toàn nhu cầu vốn lưu động bằng nợ ngắn hạn với lãi suất cạnh tranh (trung bình ở 5%/năm).

Hình 9: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả



Nguồn: GDA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Hình 10: Dự phóng tổng nợ (tỷ đồng)

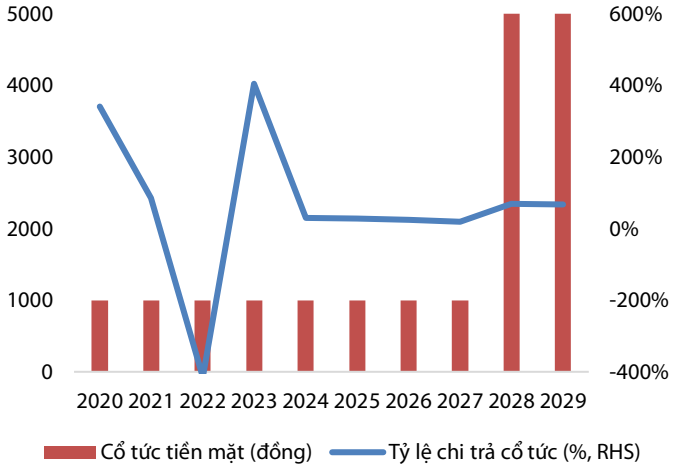


Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục ([Tham khảo trang 22](#)).

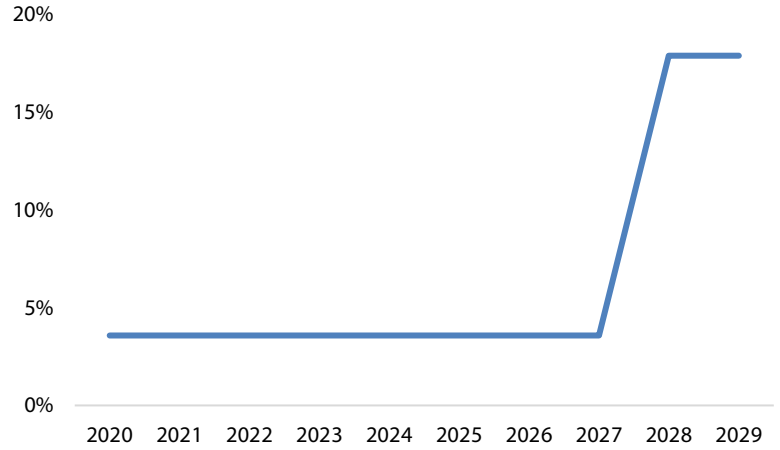
Chính sách cổ tức tiền mặt: Cho giai đoạn 2024-2027, với việc tập trung đầu tư NMM, chúng tôi cho rằng GDA sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hàng năm như hiện tại (chính sách cổ tức tiền mặt cố định ở 1.000 đồng/cổ phiếu), tương đương với tỷ suất cổ tức từ 3-4%/năm, không hấp dẫn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (4-5%/năm). Cho giai đoạn từ 2028 trở về sau, với việc NMM giai đoạn 01 hoạt động ổn định, chúng tôi cho rằng GDA sẽ tăng tỷ lệ chi trả cổ tức lên lên 5.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên với rủi ro biến động về mặt lợi nhuận của GDA (phụ thuộc vào biến động của giá nguyên liệu), chúng tôi cho rằng GDA không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 11: Cổ tức tiền mặt của GDA (VND)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt dự phóng.
Trong năm 2022, công ty ghi nhận lỗ ròng

Hình 12: Tỷ suất cổ tức của GDA (%)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục ([Tham khảo trang 22](#)).

Bảng 4: Báo cáo tài chính hàng năm của GDA

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	25.262	21.614	17.435	19.051	19.735	21.822	25.805	30.570	31.003
Giá vốn hàng bán	(22.470)	(20.433)	(16.305)	(17.630)	(18.112)	(20.040)	(23.677)	(28.043)	(28.439)
Lợi nhuận gộp	2.792	1.181	1.129	1.421	1.623	1.781	2.128	2.527	2.565
Chi phí BH&QLDN	(1.321)	(1.386)	(827)	(934)	(981)	(1.085)	(1.283)	(1.520)	(1.541)
Chi phí khấu hao	(316)	(344)	(320)	(319)	(320)	(632)	(632)	(631)	(631)
EBITDA	1.787	139	622	806	962	1.329	1.477	1.639	1.655
Thu nhập ròng khác	(6)	(1)	(10)	(7)	(6)	(6)	(7)	(6)	(6)
Thu nhập tài chính	266	407	378	440	382	400	487	628	699
Chi phí tài chính	(258)	(504)	(371)	(431)	(489)	(533)	(572)	(627)	(638)
Thu nhập trước thuế (EBT)	1.503	(293)	306	489	529	558	754	1.002	1.078
Dự phòng thuế	(296)	(1)	(23)	(98)	(106)	(79)	(129)	(171)	(184)
Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích thiểu số	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.210	(277)	284	391	423	479	625	831	894
Biên ròng	4,8%	-1,3%	1,6%	2,1%	2,1%	2,2%	2,4%	2,7%	2,9%
Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)	10.089	(2.466)	2.472	3.138	3.396	3.840	5.012	6.664	7.172

Bảng 5: Bảng cân đối kế toán hàng năm của GDA

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	544	830	1.194	757	830	1.029	1.274	1.363	1.420
Đầu tư ngắn hạn	1.625	1.162	2.156	3.125	2.737	2.949	4.219	5.266	6.424
Các khoản phải thu	2.520	1.965	1.984	2.157	2.235	2.471	2.922	3.462	3.511
Tồn kho	4.427	3.291	3.127	3.381	3.473	3.843	4.541	5.378	5.028
Các tài sản ngắn hạn khác	165	163	209	230	253	279	307	337	371
Tài sản ngắn hạn	9.281	7.410	8.670	9.652	9.528	10.571	13.262	15.806	16.754
Tài sản cố định hữu hình	2.717	2.423	2.129	2.011	3.993	3.862	3.231	2.602	1.972
Tài sản vô hình	120	122	130	129	127	126	124	123	121
Tài sản đầu tư dài hạn	200	31	271	271	271	271	271	271	271
Tài sản dài hạn khác	330	320	322	322	322	322	322	322	322
Tài sản dài hạn	3.367	2.895	2.852	2.733	4.712	4.580	3.948	3.317	2.686
Tổng tài sản	12.648	10.306	11.522	12.384	14.240	15.151	17.210	19.122	19.440
NỢ PHẢI TRẢ									
Nợ ngắn hạn	3.828	5.266	5.804	5.804	5.804	5.804	6.717	7.956	7.956
Các khoản phải trả	4.900	1.444	2.041	2.507	2.937	3.651	4.787	5.670	5.750
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	18	112	34	46	59	73	92	117	143
Nợ phải trả ngắn hạn	8.745	6.822	7.879	8.357	8.800	9.528	11.595	13.742	13.849
Nợ phải trả dài hạn	451	35	44	144	1.260	1.094	594	127	44
Tổng nợ phải trả	9.196	6.857	7.923	8.500	10.060	10.622	12.189	13.869	13.893
LỢI ÍCH THIỂU SỐ	-	-	2	2	2	2	2	2	2
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phiếu phổ thông	1.488	1.981	1.981	1.981	1.981	1.981	1.981	1.981	1.981
Lợi nhuận giữ lại	1.959	1.462	1.630	1.876	2.150	2.476	2.936	3.127	3.376
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	5	5	5	25	46	70	101	143	188
Vốn chủ sở hữu	3.452	3.449	3.617	3.882	4.178	4.527	5.019	5.251	5.545
Tổng nguồn vốn	12.648	10.306	11.540	12.382	14.238	15.149	17.208	19.120	19.438

Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

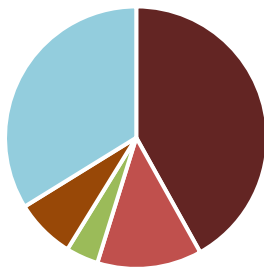
PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Tôn Đông Á (GDA) được thành lập vào năm 1998 dưới hình thức công ty TNHH, với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất và thương mại các sản phẩm về thép (chủ yếu là tôn mạ). Từ năm 2004, Công ty đầu tư dây chuyền sản xuất tôn mạ đầu tiên tại nhà máy Sóng Thần (công suất 40 nghìn tấn/năm); và trong suốt giai đoạn 2004 – 2018, Công ty tập trung đầu tư các dây chuyền tôn mạ, và hoàn thành đưa nhà máy thứ 02 (nhà máy Thủ Dầu Một) hoạt động vào năm 2018, đưa tổng công suất sản xuất của GDA lên 850 nghìn tấn/năm.

Hiện tại, GDA phần lớn sở hữu bởi người nội bộ và người liên quan, chiếm 58,8% số cổ phiếu đang lưu hành, bao gồm: 1/ Chủ tịch HĐQT – ông Nguyễn Thanh Trung – và người liên quan (41,9%), 2/ Bà Lê Thị Phương Loan (thành viên HĐQT, 12,9%), 3/ Thành viên HĐQT và Ban Tổng giám đốc (3%). Ngoài ra, GDA còn có cổ đông chiến lược là TNHH Thương mại JFE Shoji Việt Nam (Doanh nghiệp thép dẹt quy mô lớn thứ hai của Nhật Bản), đang sở hữu 7,4% số lượng cổ phiếu đang lưu hành.

Hình 13: Các cổ đông chính của GDA



- Nguyễn Thanh Trung và người liên quan
- Lê Thị Phương Loan
- TV HĐQT và BGD
- TNHH Thương mại JFE Shoji Việt Nam
- Khác

Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Ứng dụng tôn mạ - xây dựng dân dụng (%)



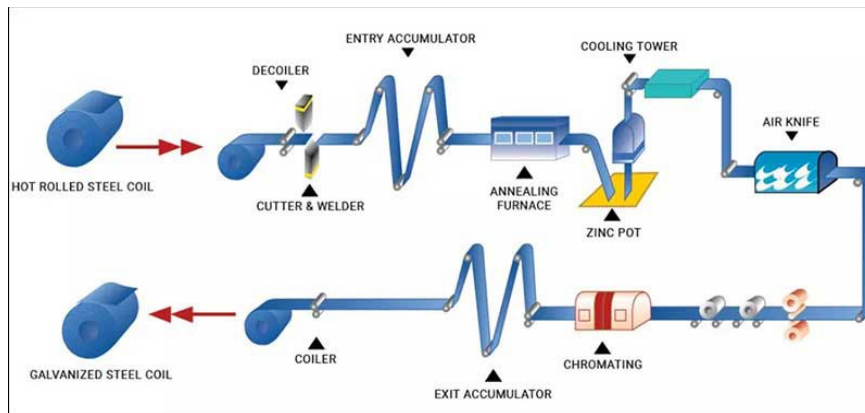
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 15: Ứng dụng tôn mạ - xây dựng công nghiệp



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 16: Quy trình sản xuất tôn mạ từ thép cán nóng (HRC)



Nguồn: Shanghai AIYA, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

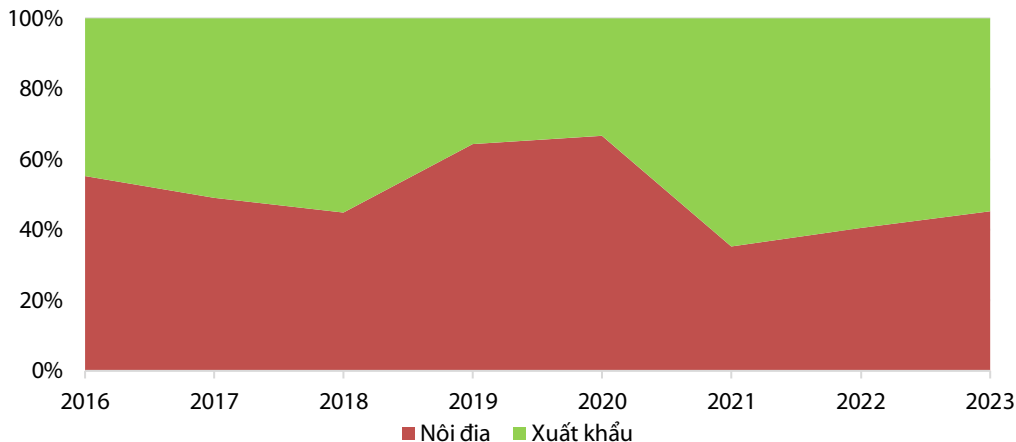
Về cơ cấu sản phẩm, sản phẩm chính của Công ty là tôn mạ (tôn mạ Zn, mạ Al-Zn, mạ màu) dùng chủ yếu cho hoạt động xây dựng (xây dựng dân dụng, nhà xưởng,...). Ngoài ra, Công ty còn có đơn hàng sản xuất thép cho thiết bị gia dụng (chủ yếu là tấm lưng tủ lạnh, máy giặt cho một số đối tác như LG, Samsung,...) với sản lượng tương đối thấp (trung bình đạt 500 tấn/tháng).

Về nguyên liệu, chủ yếu là thép cán nóng (HRC), với nguồn nguyên liệu từ công ty nội địa (HPG, Formosa) và nhập khẩu (chủ yếu là từ Nhật – hỗ trợ bởi đối tác chiến lược JFE Shoji). Công ty đa dạng hóa nguồn nguyên liệu nhằm: 1/ Đảm bảo chất lượng sản phẩm, 2/ Tránh rủi ro từ hoạt động điều tra chống bán phá giá dựa trên truy xuất nguồn gốc nguyên liệu tại các quốc gia nhập khẩu chính (Bắc Mỹ, EU,...).

Về thị trường, Công ty có chiến lược linh hoạt để phân bổ các đơn hàng, trong đó dành ít nhất 40% sản lượng cho thị trường nội địa. Ngoại trừ giai đoạn 2019-2020, khi các chính sách thương mại của Hoa Kỳ - thị trường xuất khẩu lớn – siết chặt khiến các đơn hàng xuất khẩu gặp khó khăn, GDA đã tăng tỷ lệ đơn hàng nội địa lên 60%. Hình thức bán hàng chính của GDA là bán hàng cho các đại lý (nội địa) và các nhà xuất khẩu, không phát triển trực tiếp kênh phân phối, nhằm giảm chi phí duy trì kênh bán hàng và tránh rủi ro hàng tồn kho tại kênh phân phối (trong môi trường giá nguyên vật liệu tương đối biến động).

- Thị trường nội địa: ~80% sản lượng nội địa của GDA tập trung tại thị trường miền nam, cũng là thị trường trọng điểm của các công ty tôn mạ. Do tập quán xây dựng khác nhau giữa miền bắc và miền nam, sản phẩm tôn mạ sẽ được tiêu thụ nhiều hơn ở thị trường miền nam (tần suất hứng chịu bão thấp hơn so với miền bắc, nên mái nhà lợp tôn được sử dụng nhiều hơn). GDA hiện là đối tác với khoảng 1.700 đại lý phân phối thép tại Việt Nam.
- Thị trường xuất khẩu: Bắc Mỹ và Châu Âu là các thị trường xuất khẩu chính của doanh nghiệp (chiếm ~80% tổng sản lượng, việc cơ cấu tỷ trọng đơn hàng theo quốc gia sẽ tùy vào tình hình tiêu thụ ở các thị trường). Theo Công ty chia sẻ, hệ thống dây chuyền của Công ty được nhập khẩu từ các nước châu Âu (chủ yếu là thiết bị từ Danieli – một trong những công ty hàng đầu về sản xuất dây chuyền sản xuất thép). Vì vậy các sản phẩm của công ty có chất lượng cao và có lợi thế cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu. GDA chủ yếu xuất khẩu qua hình thức FOB (Free On Board), trong đó giao hàng trực tiếp cho các nhà nhập khẩu lớn (DUFERCO SA, USP HOLDINGS INC, STEELFORCE FAR EAST LIMITED,...).

Hình 17: Đóng góp sản lượng theo thị trường



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

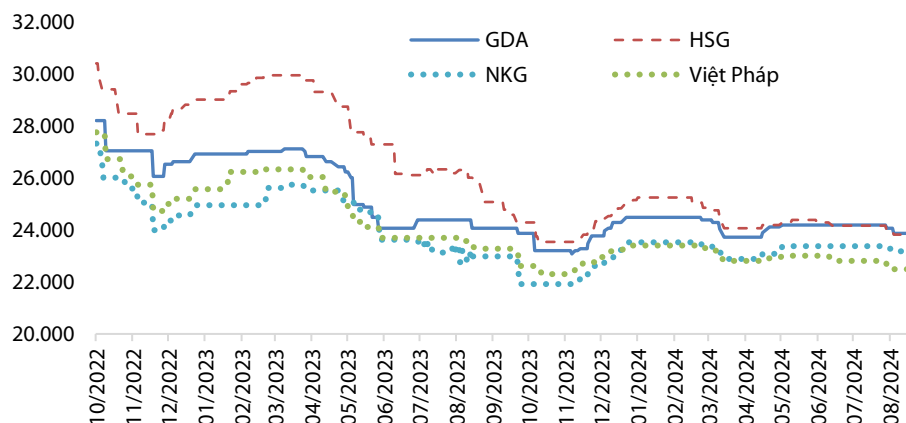
Về vị thế doanh nghiệp, theo chúng tôi đánh giá, nhờ chiến lược đầu tư thận trọng, chú trọng vào chất lượng sản phẩm nên GDA dẫn tăng thị phần và duy trì ở top 03 công ty tôn mạ lớn nhất thị trường (cùng với HSG và NKG). Trong năm 2023, thị phần tại thị trường nội địa và xuất khẩu lần lượt đạt 17% và 19%. Vì chất lượng sản phẩm được đánh giá cao, nên giá bán tại các đại lý của sản phẩm tôn Đông Á sẽ cao hơn 2-3% so với sản phẩm từ các thương hiệu khác (Nam Kim, TVP,...). Chính sách thận trọng cũng thể hiện ở chiến lược đầu tư các nhà máy trước đây (Sóng Thần, Thủ Dầu Một), công ty đưa từng dây chuyền vào vận hành, nhằm đảm bảo khả năng hấp thụ của thị trường. [\(Quay lại trang 4\)](#)

Bảng 6: Danh sách các nhà máy của GDA

Nhà máy	Năm vận hành	Mức đầu tư (triệu USD)	Công suất (nghìn tấn/năm)	Giai đoạn đầu tư
NM Sóng Thần	2004	10	100	- Dây chuyền mạ số 01 (2004): 40 nghìn tấn/năm - Dây chuyền mạ số 02 (2008-2010): 60 nghìn tấn/năm
NM Thủ Dầu Một	2013	160	750	- Giai đoạn 01 (2013-2015): 400 nghìn tấn/năm - Giai đoạn 02 (2016-2017): 400 nghìn tấn/năm
NM mới	2026 (dự kiến)	400	1.200	Dự kiến xây dựng giai đoạn 2024-2032 với 03 giai đoạn

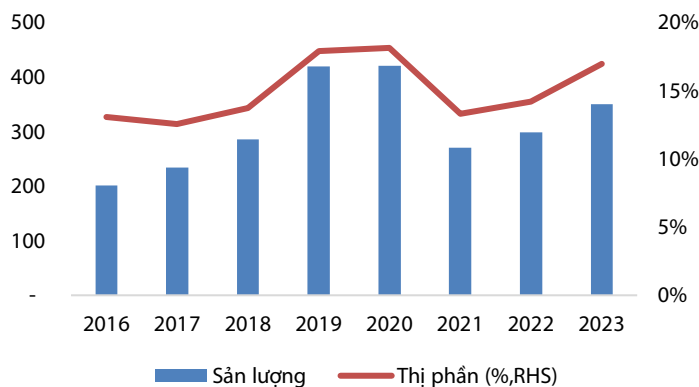
Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Giá bán tại đại lý của các công ty tôn mạ (VND/kg, với cùng sản phẩm thép mạ Al-ZN dày 0,35mm)



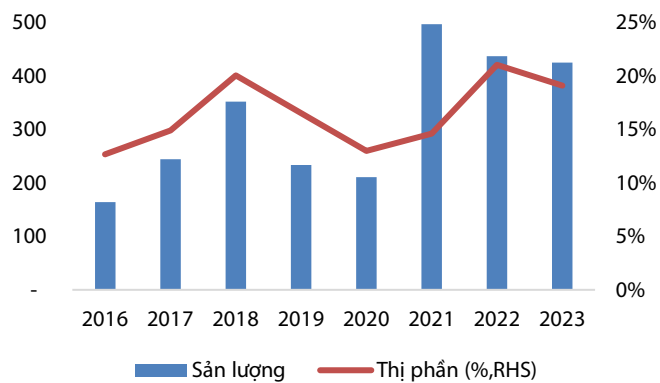
Nguồn: Giatonthep, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Sản lượng bán hàng của GDA tại thị trường nội địa, giai đoạn 2016-2023 (nghìn tấn)



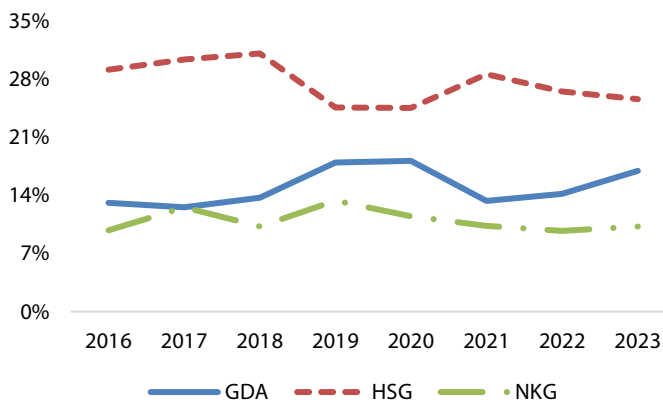
Nguồn: GDA, VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Sản lượng bán hàng của GDA tại các thị trường xuất khẩu, giai đoạn 2016-2023 (nghìn tấn)



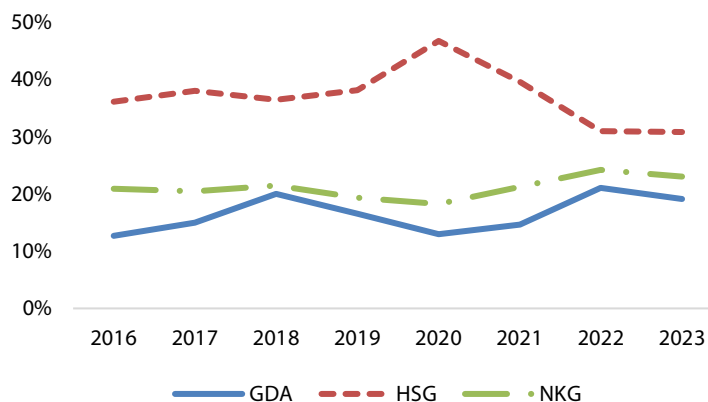
Nguồn: GDA, VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 21: GDA duy trì vị thế của mình tại thị trường tôn mạ (đặc biệt tại thị trường nội địa) so với các công ty đối thủ (HSG, NKG) Thị phần tại thị trường nội địa (%)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Thị phần tại thị trường xuất khẩu (%)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: So sánh GDA với các nhà sản xuất tôn mạ khác – vị thế ở thị trường nội địa

Nhà sản xuất	Công suất (*) (triệu tấn/năm)	Số lượng đại lý và cửa hàng	% sản lượng nội địa (TB 05 năm)	ROA (%) TB 05 năm	ROE (%) TB 05 năm
HSG	2,2	500 cửa hàng	43	7	15
NKG	1,2 (**)	500 đại lý	36	7	12
GDA	0,85	1.700 đại lý	50	5	11

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

(*) Chỉ tính cho các dây chuyền sản xuất tôn mạ

(**) NKG dự định xây dựng nhà máy thép dẹt mới, công suất dự kiến 500 nghìn tấn/năm, và đưa vào hoạt động trong 2026

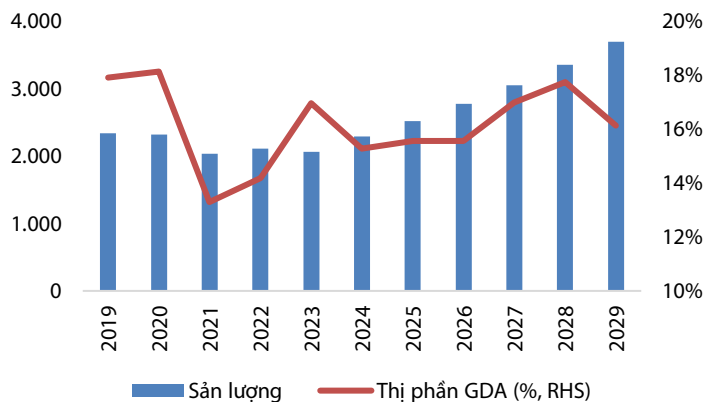
TRIỂN VỌNG NGÀNH – NHU CẦU HỒI PHỤC, CÁC BIỆN PHÁP PHÒNG VỆ CẦN THIẾT

Thị trường nội địa: Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của thị trường thép nội địa – dẫn dắt bởi nhu cầu nguyên liệu cho hoạt động xây dựng, với kỳ vọng thị trường Bất động sản (BDS, dân dụng và công nghiệp) có thể hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025 trở đi. [\(Quay lại trang 4\)](#)

- Sau giai đoạn thị trường BDS dân dụng gặp nhiều khó khăn (2023-2024), Chính phủ thực hiện những chính sách cải cách nhằm ổn định thị trường BDS dân dụng và thúc đẩy tăng trưởng BDS công nghiệp, bao gồm: 1/ 03 bộ luật sửa đổi (Luật Đất đai, Luật Kinh doanh BDS, Luật Nhà ở và các nghị định hướng dẫn) có hiệu lực từ tháng 8/2024, kì vọng sẽ từng bước tháo gỡ những khó khăn về pháp lý của các dự án hiện tại, và thúc đẩy hoạt động xây dựng (sau khi có giấy phép xây dựng) tại các dự án; 2/ Duy trì mật bằng lãi suất ở mức thấp; 3/ Duy trì chính sách thu hút các doanh nghiệp FDI tại các khu công nghiệp (đi cùng nhu cầu thuê nhà xưởng).
- Nhìn xa hơn, với tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam còn tương đối thấp so với các quốc gia Châu Á đang phát triển, dư địa để phát triển các cụm đô thị tại Việt Nam là khá lớn, và là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng dài hạn của sản phẩm thép xây dựng.

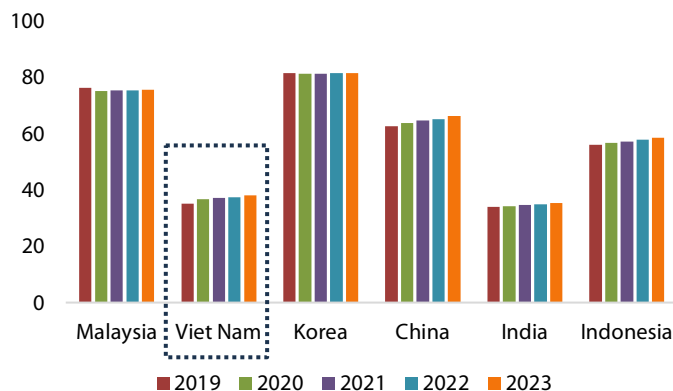
Trong kịch bản cơ sở chúng tôi kì vọng sản lượng tôn mạ nội địa giai đoạn 2024-2029 có thể tăng trưởng với mức CAGR đạt 10% (tương đương với mức dự phóng tăng trưởng sản lượng của thị trường Ấn Độ của worldsteel - 8,5%/năm), và NMM của GDA giúp công ty duy trì thị phần nội địa ở 16% (2029).

Hình 22: Sản lượng bán hàng tôn mạ tại thị trường nội địa, giai đoạn 2019-2029 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

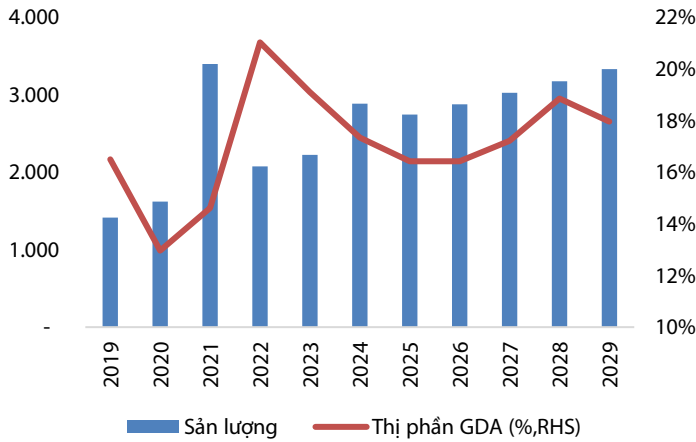
Hình 23: Tỷ lệ đô thị hóa tại các quốc gia Châu Á, giai đoạn 2019-2023 (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

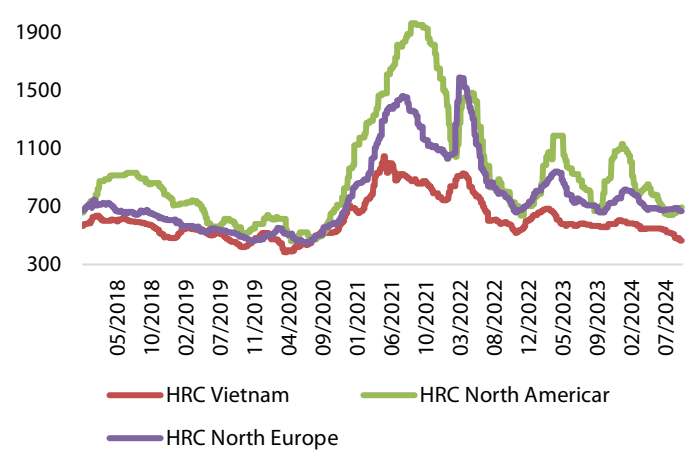
Thị trường xuất khẩu: Với lợi thế về giá thành (tham khảo chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và HRC Bắc Mỹ, Châu Âu), các nhà sản xuất tôn mạ Việt Nam vẫn có lợi thế cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu chủ đạo (Bắc Mỹ, EU,...). Tuy nhiên, các thị trường này tồn tại rủi ro liên quan đến các chính sách phòng vệ thương mại, khi nhiều quốc gia phát triển chưa phân loại Việt Nam vào nhóm quốc gia có nền kinh tế thị trường (tiềm ẩn khả năng có trợ giá từ Chính phủ) hay lo ngại sản phẩm thép có nguồn gốc từ Trung Quốc - sẽ được nhập khẩu vào các quốc gia này - thông qua thị trường Việt Nam (tiềm ẩn khả năng điều tra nguồn gốc nguyên liệu và áp thuế lẩn tránh). Trong giai đoạn 2023-2024, chúng tôi nhận thấy các thị trường này đã thắt chặt chính sách phòng vệ với HRC và các sản phẩm hạ nguồn (bao gồm tôn mạ). Vì vậy sản lượng xuất khẩu sẽ ít biến động trong giai đoạn 2024-2025, trước khi có thể kì vọng mức tăng trưởng sản lượng trung bình khoảng 5%/năm trong giai đoạn 2026-2029 và trở về sau, khi áp lực cạnh tranh của thép nhập khẩu – đặc biệt từ Trung Quốc – hạ nhiệt, và các quốc gia cũng dần nới lỏng chính sách nhập khẩu thép từ các nước Châu Á (bao gồm Việt Nam) và thay thế bằng cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM, đề cập ở phần dưới). [\(Quay lại trang 5\)](#)

Hình 24: Sản lượng bán hàng tôn mạ tại thị trường xuất khẩu, giai đoạn 2019-2029 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 25: Giá HRC của các thị trường EU, Bắc Mỹ, Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Các biện pháp phòng vệ thương mại (của các quốc gia nhập khẩu) với sản phẩm thép mạ xuất xứ từ thị trường Việt Nam, giai đoạn 2023-2024

Thị trường	Tình trạng	Năm	Tình trạng chi tiết
EU	Hiệu lực	2024-2026	Gia hạn hình thức hạn ngạch thuế quan (1,9 triệu tấn/năm). Nếu vượt hạn ngạch, mức thuế nhập khẩu phải nộp cho phần vượt là 25%.
Hoa Kỳ	Điều tra	2024	Bắt đầu điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với sản phẩm thép chống ăn mòn (CORE) nhập khẩu từ Việt Nam
Mexico	Hiệu lực	2023	Thuế CBPG ở mức từ 0 – 10,84%
Malaysia	Hiệu lực	2020-2025	Thuế CBPG ở mức từ 2,18 – 37,14%

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các biện pháp phòng vệ:

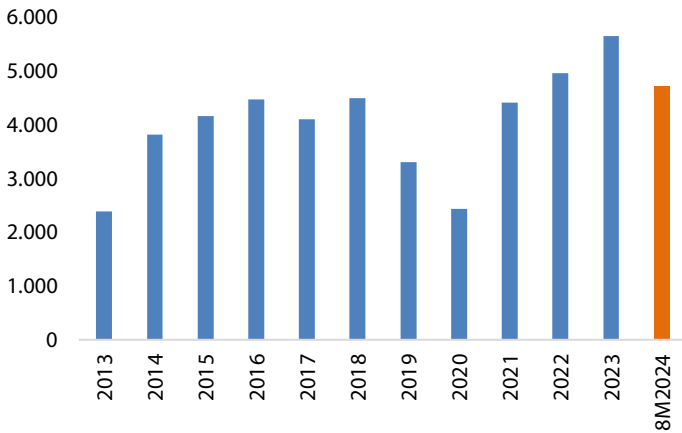
Với thị trường Việt Nam, trước những rủi ro liên quan đến việc Trung Quốc tăng xuất khẩu các sản phẩm thép sang các thị trường trong giai đoạn 2023-2024, khiến các doanh nghiệp sản xuất thép nội địa (bao gồm cả các nhà sản xuất tôn mạ) chịu rủi ro cạnh tranh, Bộ Công Thương (BCT) đã có các biện pháp để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước. Cụ thể, trong tháng 6/2024, BCT đã ra quyết định số 1535/QĐ-BCT về việc điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá (CBPG) với các sản phẩm tôn mạ có xuất xứ từ TQ và HQ. Biên độ phá giá đang được xác định đối với tôn mạ TQ là 69,2% và tôn mạ HQ là 3,4%. Quy trình điều tra được mô tả ở hình 26, và thông thường sẽ mất từ 6-12 tháng để có quyết định về việc có áp thuế chống bán phá giá hay không. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng thuế bán phá giá sẽ được áp cho sản phẩm tôn mạ trong đầu năm 2025 (tương tự trong năm 2016, BCT khởi xướng điều tra CBPG tôn mạ trong tháng 3 và có kết luận điều tra trong tháng 9/2016).

Với thị trường xuất khẩu, ngoài các biện pháp bảo hộ về hạn ngạch, cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM, dự kiến kết thúc giai đoạn chuyển tiếp trong tháng 12/2025) (*) sẽ là vấn đề đáng quan tâm với các công ty tôn mạ xuất khẩu sang thị trường EU. Với các công ty sản xuất tôn mạ Việt Nam, hiện nay đang trong quá trình triển khai các quy trình ISO cần thiết (**), qua đó làm cơ sở tính toán giảm lượng phát thải khí nhà kính trên dây chuyền sản xuất và giảm chi phí để mua tín chỉ carbon. Với các doanh nghiệp có kế hoạch đầu tư thận trọng và lợi thế từ dây chuyền sản xuất nhập khẩu từ châu Âu (bao gồm GDA), chúng tôi cho rằng Công ty sẽ có thể tối ưu được chi phí trong quá trình tuân thủ cơ chế CBAM.

(*) EU sẽ đánh thuế carbon đối với tất cả hàng hóa nhập khẩu dựa trên cường độ phát thải khí nhà kính trong quy trình sản xuất tại nước sở tại; và các nhà nhập khẩu sẽ có trách nhiệm mua giấy chứng nhận CBAM và tín chỉ carbon (dựa trên lượng phát thải). [\(Quay lại trang 4\)](#)

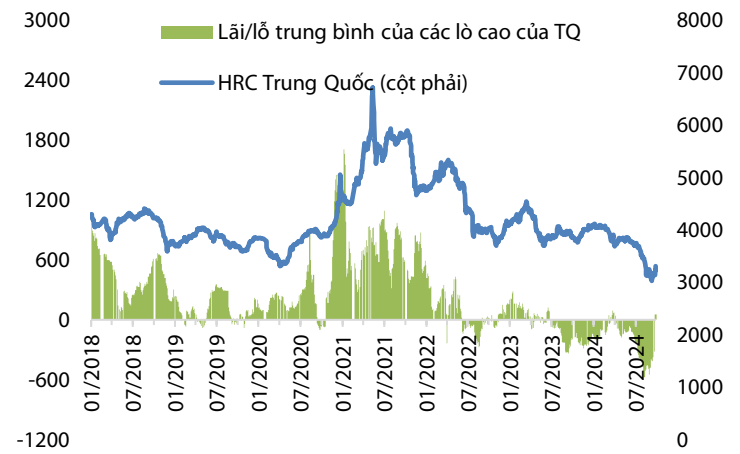
(**) ISO 14064-1:2018 để báo cáo nguồn phát thải khí nhà kính, ISO 14067:2018 để báo cáo lượng carbon trong quá trình sản xuất.

Hình 26: Giá trị nhập khẩu thép Trung Quốc vào Việt Nam giai đoạn 2013-2024 (triệu USD)



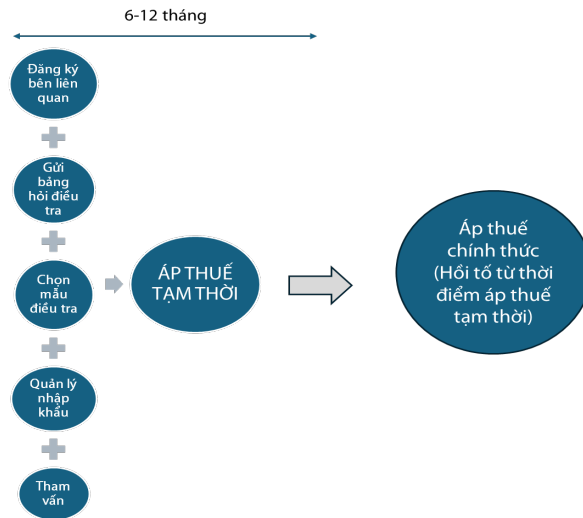
Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Giá HRC và lợi nhuận HĐKD trung bình của các lò BOF tại Trung Quốc (CNY/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 28: Quy trình điều tra chống bán phá giá, căn cứ theo các thông tư của Bộ Công thương



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 29: Lộ trình thực hiện CBAM



Giai đoạn vận hành	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Hạn ngạch miễn phí ETS (%)	97.5	95	90	77.5	51.5	39	26.5	14	0
CBAM (%)	2.5	5	10	22.5	48.5	61	73.5	86	100

Nguồn: VIOIT, CTCK Rồng Việt

NHÀ MÁY MỚI – MỞ KHÓA TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

Từ giai đoạn 2021-2022, khi tiến hành chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), GDA đã chia sẻ về kế hoạch đầu tư nhà máy thép dẹt mới (tổng công suất đạt 1,2 triệu tấn/năm), khi phần lớn dây chuyền của doanh nghiệp đã đạt công suất tối đa. Công ty nhận thấy tiềm năng của việc đầu tư nhà máy thép dẹt mới (giúp tăng 135% công suất hoạt động), hỗ trợ bởi: 1/ Nhu cầu tôn mạ xây dựng còn dư địa để tăng trưởng, 2/ Mở rộng phân khúc sản phẩm sang lĩnh vực có giá trị gia tăng cao (thép cho sản xuất công nghiệp, phương tiện vận tải...), với biên lợi nhuận cao hơn và các công ty nội địa chưa có khả năng đáp ứng nhu cầu.

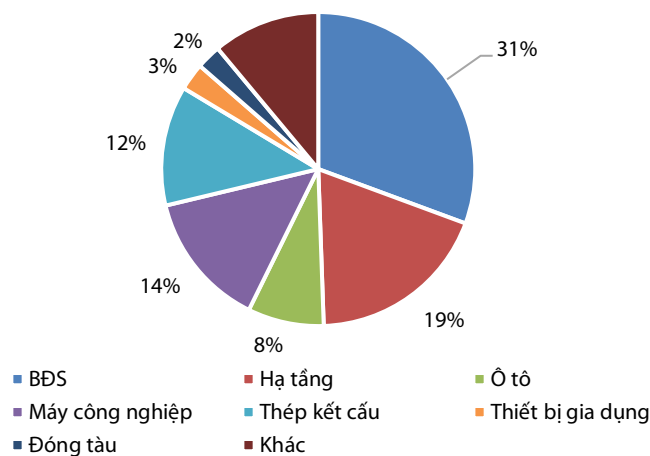
Nhìn dài hạn, đây là chiến lược đúng đắn của công ty, khi trong chuỗi giá trị của ngành thép, thép dẹt (flat steel) ngoài dùng cho xây dựng (tôn mạ) còn có ứng dụng nhiều vào sản xuất công nghiệp (máy móc, thiết bị gia dụng, oto, đóng tàu...) và ít bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế so với thép xây dựng. Theo dữ liệu về tiêu thụ thép của Trung Quốc (quốc gia đang phát triển, có mức tiêu thụ thép lớn nhất trên thế giới), thép ứng dụng cho sản xuất công nghiệp chiếm 40% tổng sản lượng tiêu thụ, cho thấy tầm quan trọng của lĩnh vực này với các nhà sản xuất thép. Với kinh nghiệm sản xuất tấm lợp cho các thiết bị tiêu dùng (với quy mô nhỏ) và kế hoạch phân kỳ đầu tư cụ thể, chúng tôi cho rằng GDA có đủ năng lực để tham gia vào thị trường sản xuất thép cho thiết bị công nghiệp – tiềm năng tăng trưởng hai chữ số trong dài hạn. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi chưa đưa các giai đoạn sau vào mô hình do thời gian triển khai tương đối xa, tuy nhiên sẽ xem xét đưa vào mô hình định giá khi có chiến lược phát triển sản phẩm (giai đoạn 02 và 03) từ công ty. [\(Quay lại trang 7\)](#)

Bảng 9: Kế hoạch phân kỳ đầu tư GDA với NMM

Giai đoạn	Năm xây dựng	Mức đầu tư dự kiến (tỷ VNĐ)	Công suất (nghìn tấn/năm)	Sản phẩm dự kiến
01	2024-2026	3.000	300	- Tôn mạ xây dựng
02	2027-2029	700	310	- Tôn mạ xây dựng - Thép cho thiết bị gia dụng
03	2230-2035	7.300	600	- Thép cho sản xuất công nghiệp, oto,... - Thép cho thiết bị gia dụng

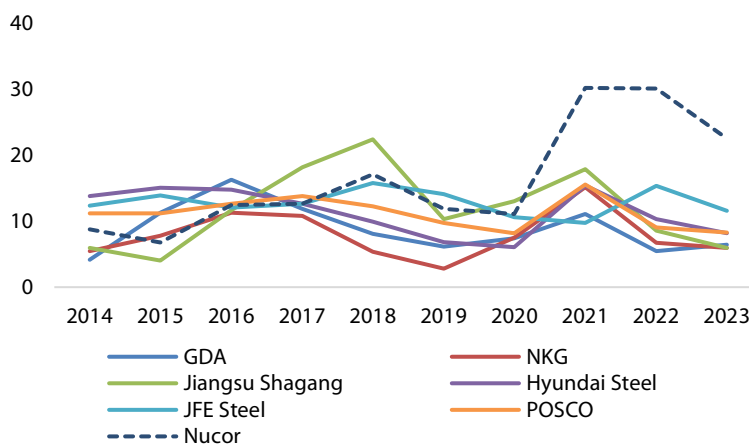
Nguồn: GDA, CTCK Rông Việt

Hình 30: Sản lượng tiêu thụ thép theo phân khúc tại Trung Quốc năm 2023 (%)



Nguồn: Mysteel, CTCK Rông Việt

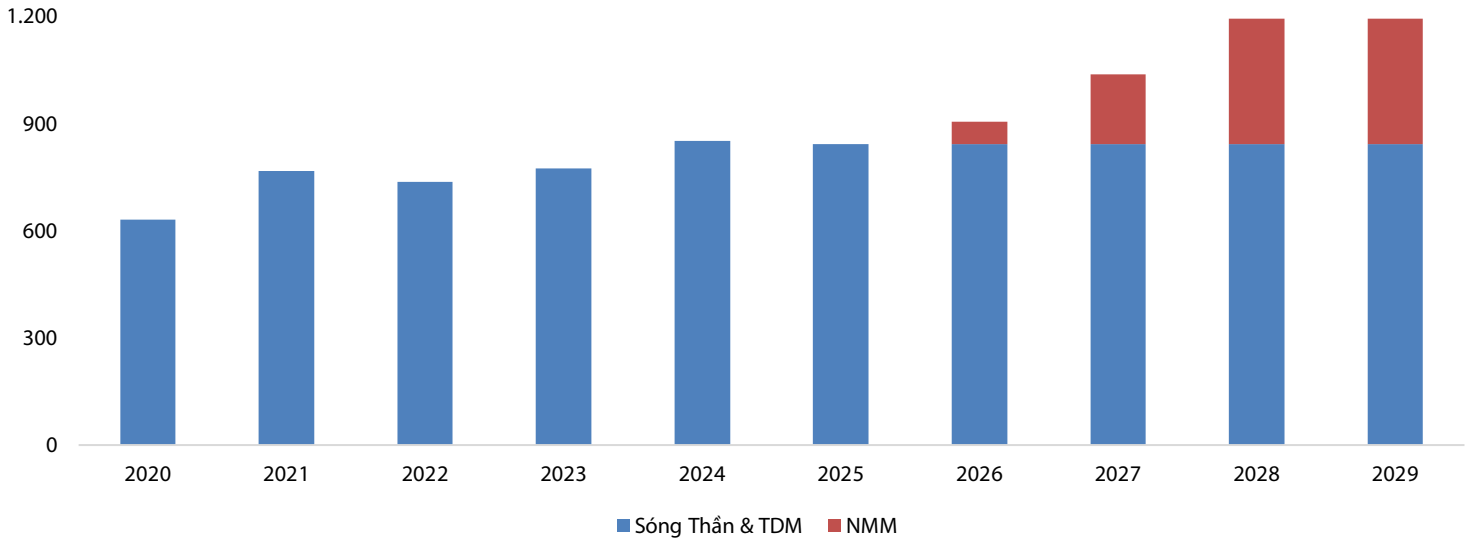
Hình 31: Biên lợi nhuận các công ty thép dẹt có xu hướng tiệm cận (trừ công ty tập trung vào sản phẩm thép chất lượng cao – Nucor (*))



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

(*) Nucor Corp (NUE US) – tập đoàn Bắc Mỹ, với 50% sản lượng từ thép dẹt – phục vụ cho sản xuất công nghiệp (đóng tàu, thiết bị, oto,...)

Hình 32: Dự phóng sản lượng của GDA theo nhà máy, giai đoạn 2020 -2029 (nghìn tấn)

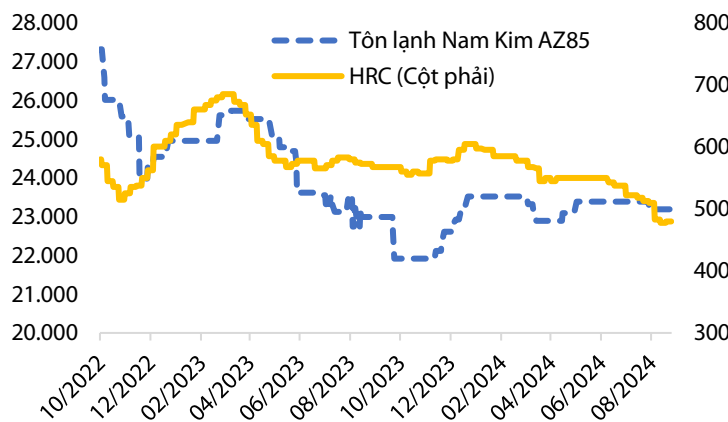


Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt dự phóng

CHU KỲ HỒI PHỤC CỦA GIÁ THÉP –RỦI RO VÀ CƠ HỘI (Quay lại trang 5)

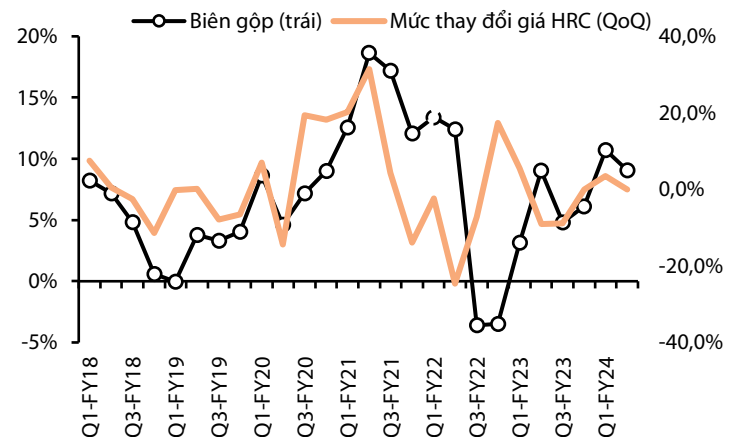
Rủi ro hiện tại: Với ngành sản xuất có sự nhạy cảm cao với giá nguyên liệu đầu vào (khoảng trên 80% giá vốn là từ giá thành thép cán nóng – HRC, và giá bán đầu ra có tương quan cao với giá nguyên liệu, hình 30), thì biến động giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của các công ty tôn mạ (minh họa với biên lợi nhuận của NKG giai đoạn 2020-2024, hình 31). Trong giai đoạn 2021-2024, giá HRC đã giảm 32%, từ mức trung bình ở USD 850/tấn (2021) xuống USD 580/tấn (nửa đầu 2024), làm ảnh hưởng tiêu cực tới kết quả kinh doanh của công ty tôn mạ. Thông thường, giá thành HRC (từ nhà máy) sẽ được các công ty sản xuất chốt trước 2-3 tháng, trước khi giao hàng cho các công ty tôn mạ. Khi giá HRC (đi cùng với giá bán thành phẩm) giảm mạnh, nguyên liệu nhập về nhà máy tôn mạ ở mức giá cao, và các công ty sẽ có rủi ro trích lập hàng tồn kho tại cuối kì (nguyên nhân chính cho việc hầu hết các công ty ghi nhận lỗ trong nửa sau năm 2022).

Hình 33: Tương quan giá bán tại đại lý của NKG (VND/kg) và giá HRC Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Giatonthe, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Biên lợi nhuận gộp NKG (%) và biến động giá HRC (QoQ, %)



Nguồn: NKG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Và cơ hội trong tương lai: Hiện nay, giá HRC đang giao dịch ở USD500/tấn, mức giá thấp trong giai đoạn 2020-2024, nguyên nhân chính do : 1/ Sức ép từ thép TQ xuất khẩu sang các thị trường (khi nhu cầu nội địa yếu) khiến các nhà sản xuất thép chấp nhận bán dưới giá thành, 2/ Tăng nhập hàng tồn kho trước khi

các biện pháp điều tra chống bán phá giá (tại các thị trường xuất khẩu) có hiệu lực. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng các nút thắt sẽ dần được gỡ từ 2025 trở về sau (tương tự giai đoạn 2015-2016) khi: 1/ Với Trung Quốc, các biện pháp tháo gỡ cho thị trường BĐS (*) kì vọng sẽ có hiệu lực từ giữa năm 2025 (do độ trễ chính sách) giúp phục hồi nhu cầu nguyên liệu xây dựng, qua đó giảm lượng thép xuất khẩu sang các thị trường, 2/ Các nền kinh tế hồi phục, cộng hưởng với lượng tồn kho thép giảm dần tại các quốc gia (ảnh hưởng từ các chính sách bảo hộ), sẽ thúc đẩy cho chu kì tăng giá nguyên liệu. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kì vọng giá HRC sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình 3%/năm, qua đó giá HRC có thể đạt mức trung bình USD 635/tấn (2028) – tương đương với mặt bằng giá trong giai đoạn 2018-2019.

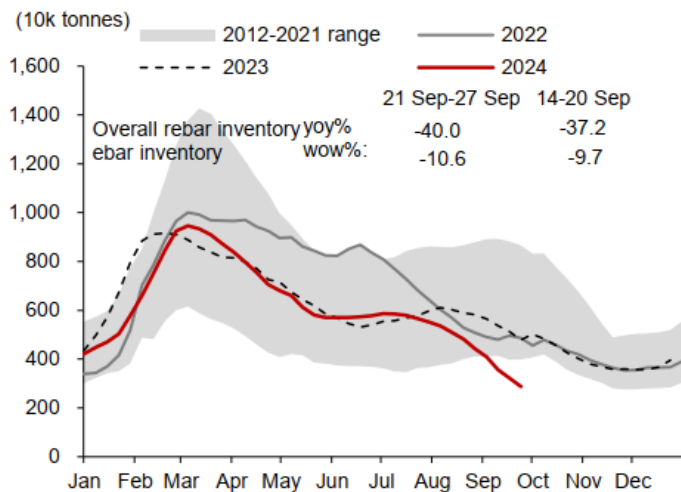
(*) Các chính sách tháo gỡ khó khăn cho thị trường BĐS Trung Quốc trong tháng 9/2024 bao gồm: 1/ PBOC giảm 0,5 điểm % lãi suất vay đối với dư nợ vay thế chấp mua nhà và nới lỏng hạn chế đối với những người mua căn nhà thứ hai; 2/ Chính phủ Trung Quốc đã đồng ý giải ngân gói cứu trợ 300 tỷ RMB (42,3 tỷ USD) để doanh nghiệp nhà nước đứng ra mua lại các dự án thương mại đã hoàn thiện nhưng chưa thể hấp thụ (tập trung tại các thành phố cấp 2 và 3).

Hình 35: Giá HRC, USD/tấn, giai đoạn 2015-2024 (thực tế) và 2025-2029 (giả định)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt dự phóng

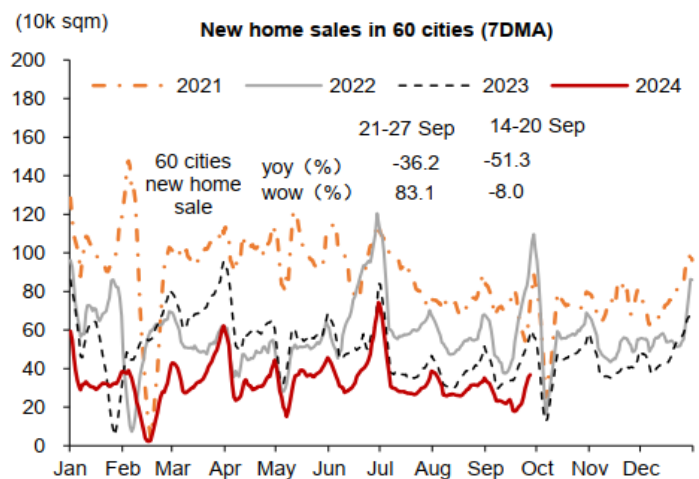
Hình 36: Mức tồn kho thép xây dựng tại Trung Quốc (nghìn tấn) – mức thấp nhất giai đoạn 2012-2024



Nguồn: Huatai Research, CTCK Rồng Việt

[\(Quay lại trang 1\)](#)

Hình 37: Doanh số bán hàng (theo diện tích sàn – GFA, nghìn m2) tại 60 thành phố lớn của Trung Quốc, 2021-2024



Nguồn: Huatai Research, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC SẢN XUẤT THÉP

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm công ty chuyên sản xuất tôn mạ và vị thế tương tự GDA làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Tập đoàn Jiangsu Shagang (002075 CH) thành lập năm 1975 tại Giang Tô, Trung Quốc, là nhà sản xuất thép tư nhân thuộc top 3 sản xuất thép của Trung Quốc. Sau khi mua lại bốn công ty thép từ năm 2006, Shagang mở rộng mạnh mẽ với các sản phẩm chủ lực như thép cây, dây thép, phôi thép, cuộn cán nóng, thép không gỉ và thép mạ kẽm. Thép Shagang được ứng dụng rộng rãi trong lĩnh vực hàng không, xây dựng, cầu đường, hóa dầu, ô tô và bao bì thực phẩm.

Hyundai Steel (004020 KS) là công ty thép đầu tiên và lớn thứ hai tại Hàn Quốc (chiếm 29% tổng thị phần sản xuất) thành lập năm 1953, thuộc Tập đoàn Hyundai. Công ty nổi tiếng với H-Solution và H-Core, cung cấp các giải pháp vật liệu cho ngành ô tô và thép chịu động đất. Với dòng sản phẩm đa dạng như H-beams, ray, thép cây, thép cán nóng và ống ERW, Hyundai Steel chủ yếu phục vụ ngành công nghiệp ô tô, đóng tàu và xây dựng.

SeAH Steel (306200 KS) là hãng sản xuất thép quy mô lớn tại hàn Quốc. Công ty được hình thành năm 1960, và vận hành bảy nhà máy thép trên toàn thế giới với các địa điểm tại Hoa Kỳ, Việt Nam, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất, và Ý. Sản phẩm của SeAH Steel bao gồm thép tấm, ống, thép không gỉ, thép điện, thép đặc biệt và bột sắt.

Kyoei Steel (5440 JP) nhà sản xuất thép quy mô lớn tại Nhật Bản, thành lập năm 1938. Ngoài thị phần lớn nhất về mảng thép xây dựng (tại Nhật Bản), công ty còn có các nhà máy tại Việt Nam (thép Việt Ý – VIS) và Bắc Mỹ (mua lại AltaSteel Inc).

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG VN) Nhà sản xuất tôn mạ lớn thứ 02 tại thị trường Việt Nam (công suất 1,2 triệu tấn/năm), với thị trường xuất khẩu chiếm 50-60% tổng sản lượng tiêu thụ. Công ty đang có kế hoạch đầu tư nhà máy thép dẹt mới (tổng công suất các giai đoạn đạt 1 triệu tấn/năm), tập trung vào các mác thép chất lượng cao và thép cho sản xuất công nghiệp, thiết bị gia dụng, oto,...

Bảng 10: Nhà sản xuất thép dẹt tại Châu Á - Mức trung bình của ngành được tính từ 5 công ty nêu trên

Nhà sản xuất thép	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
EV/EBITDA	20%	20%	15%	15%	15%	15%	Tỷ trọng
Trung bình	5,8	6,8	7,4	4,2	6,6	9,7	6,7
Trung vị	6,0	7,1	5,6	3,7	4,5	4,9	5,4
P/E	20%	20%	15%	15%	15%	15%	Tỷ trọng
Trung bình	13,1	56,8	67,0	5,8	5,9	23,1	29,2
Trung vị	13,2	24,5	8,7	3,6	3,8	10,1	11,4
P/B	20%	20%	15%	15%	15%	15%	Tỷ trọng
Trung bình	1,0	0,8	1,2	0,9	0,6	0,7	0,9
Trung vị	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-29

Bảng 11: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 4)

SẢN LƯỢNG BÁN HÀNG (tấn)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Nội địa	270.716	299.111	350.293	350.293	392.328	431.561	517.873	595.554	595.554
Tăng trưởng YoY	-36%	10%	17%	0%	12%	10%	20%	15%	0%
Xuất khẩu	496.499	436.897	424.288	500.660	450.594	473.124	520.436	598.501	598.501
Tăng trưởng YoY	136%	-12%	-3%	18%	-10%	5%	10%	15%	0%
Tổng sản lượng (tấn)	767.215	736.008	774.581	850.953	842.922	904.685	1.038.309	1.194.055	1.194.055
Tăng trưởng YoY	22%	-4%	5%	10%	-1%	7%	15%	15%	0%
Doanh thu nội địa	8.914	8.784	7.885	7.885	9.228	10.455	12.923	15.307	15.523
Tăng trưởng YoY	8%	-1%	-10%	0%	17%	13%	24%	18%	1%
Doanh thu xuất khẩu	16.348	12.830	9.550	11.167	10.507	11.366	12.882	15.263	15.480
Tăng trưởng YoY	258%	-22%	-26%	17%	-6%	8%	13%	18%	1%
Tổng Doanh thu	25.262	21.614	17.435	19.051	19.735	21.822	25.805	30.570	31.003
Tăng trưởng YoY	98%	-14%	-19%	9%	4%	11%	18%	18%	1%
TỶ TRỌNG DOANH THU	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Nội địa	35%	41%	45%	41%	47%	48%	50%	50%	50%
Xuất khẩu	65%	59%	55%	59%	53%	52%	50%	50%	50%
THỊ PHẦN BÁN HÀNG	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Nội địa	13%	14%	17%	15%	16%	16%	17%	18%	16%
Xuất khẩu	15%	21%	19%	17%	16%	16%	17%	19%	18%

Nguồn: GDA, GFK, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 12: Biên LN gộp dự phóng theo mảng (Quay lại trang 5)

GIẢ ĐỊNH VỀ GIÁ THÀNH	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Giá HRC (USD/tấn)	950	790	585	556	581	598	616	635	635
Tăng trưởng YoY	99%	-17%	-26%	-5%	4%	3%	3%	3%	0%
Giá thành sản xuất (nghìn đồng/kg)	29,4	27,7	21,0	20,7	21,5	22,2	22,8	23,5	23,8
Tổng chi phí giá vốn	(22.470)	(20.433)	(16.305)	(17.630)	(18.112)	(20.040)	(23.677)	(28.043)	(28.439)
Tăng trưởng YoY	96%	-9%	-20%	8%	3%	11%	18%	18%	1%
LỢI NHUẬN GỘP THEO THỊ TRƯỜNG	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Xuất khẩu	1.036	473	492	627	798	896	1.114	1.320	1.339
Nội địa	1.755	708	637	794	825	886	1.014	1.207	1.226
Tổng LN gộp	2.792	1.181	1.129	1.421	1.623	1.781	2.128	2.527	2.565
Biên LN gộp (%)	11,1%	5,5%	6,5%	7,5%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%
TRUNG BÌNH NGÀNH Ở CHÂU Á - GPM	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Trung bình	15%	10%	8%						
Trung vị	15%	9%	8%						

Nguồn: GDA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là giả định của chúng tôi, không phải nguồn GDA.

Bảng 13: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần (Quay lại trang 6)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	5,2%	6,4%	4,7%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 14: Biên lợi nhuận ròng dự phóng (Quay lại trang 6)

LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng GDA	1210	-277	284	391	423	479	625	831	894
Tăng trưởng YoY	323%	-123%	-203%	38%	8%	13%	31%	33%	8%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng GDA	4,8%	-1,3%	1,6%	2,1%	2,1%	2,2%	2,4%	2,7%	2,9%

Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 15: Chỉ số hoạt động dự phóng (Quay lại trang 7)

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	29,6	37,9	41,3	39,1	40,1	38,8	37,6	37,6	40,5
Số ngày tồn kho	54,1	68,0	70,8	66,4	68,1	65,7	63,7	63,7	65,9
Số ngày phải trả	60,0	56,7	39,0	46,4	54,1	59,2	64,1	67,1	72,3

Nguồn: GDA, , CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 16: Cổ tức tiền mặt hằng năm của GDA (Quay lại trang 7)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	5.000	5.000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	85%	-415%	404%	29%	27%	24%	18%	69%	64%
Tỷ suất cổ tức	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	13%	13%

Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Hàng không
• Công nghệ

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thủy Quyền
Senior Analyst
quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ
• Tiêu dùng

Lê Tự Quốc Hưng
Senior Analyst
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Thị trường
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Hoàng Minh Thắng
Senior Analyst
thang.hm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Dược
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản

Lê Kim Ngân
Analyst
ngan.lk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Phân bón
• Dầu khí

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• BĐS dân dụng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
 ☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
 ☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CÁN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
 ☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

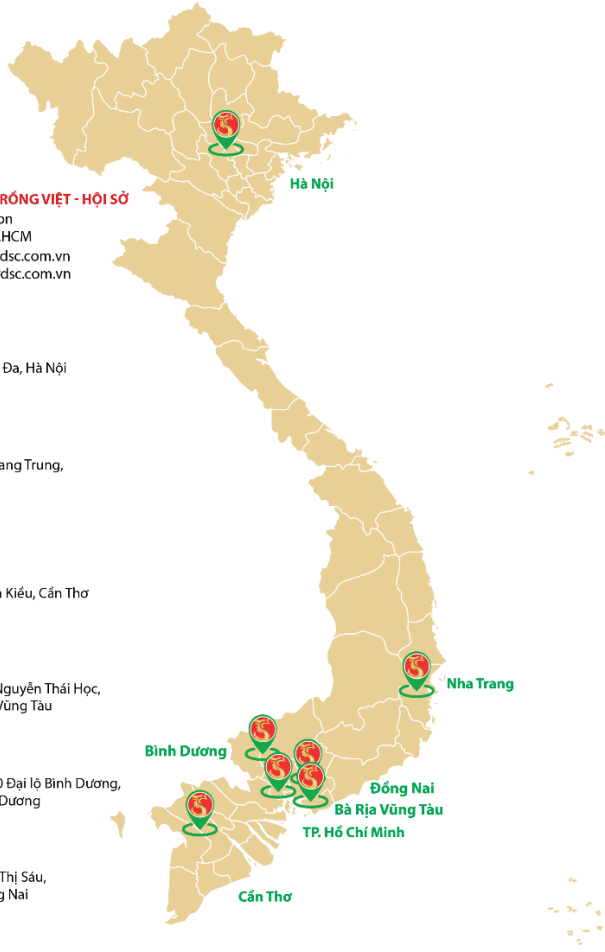
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
 ☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
 ☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
 ☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2024.**