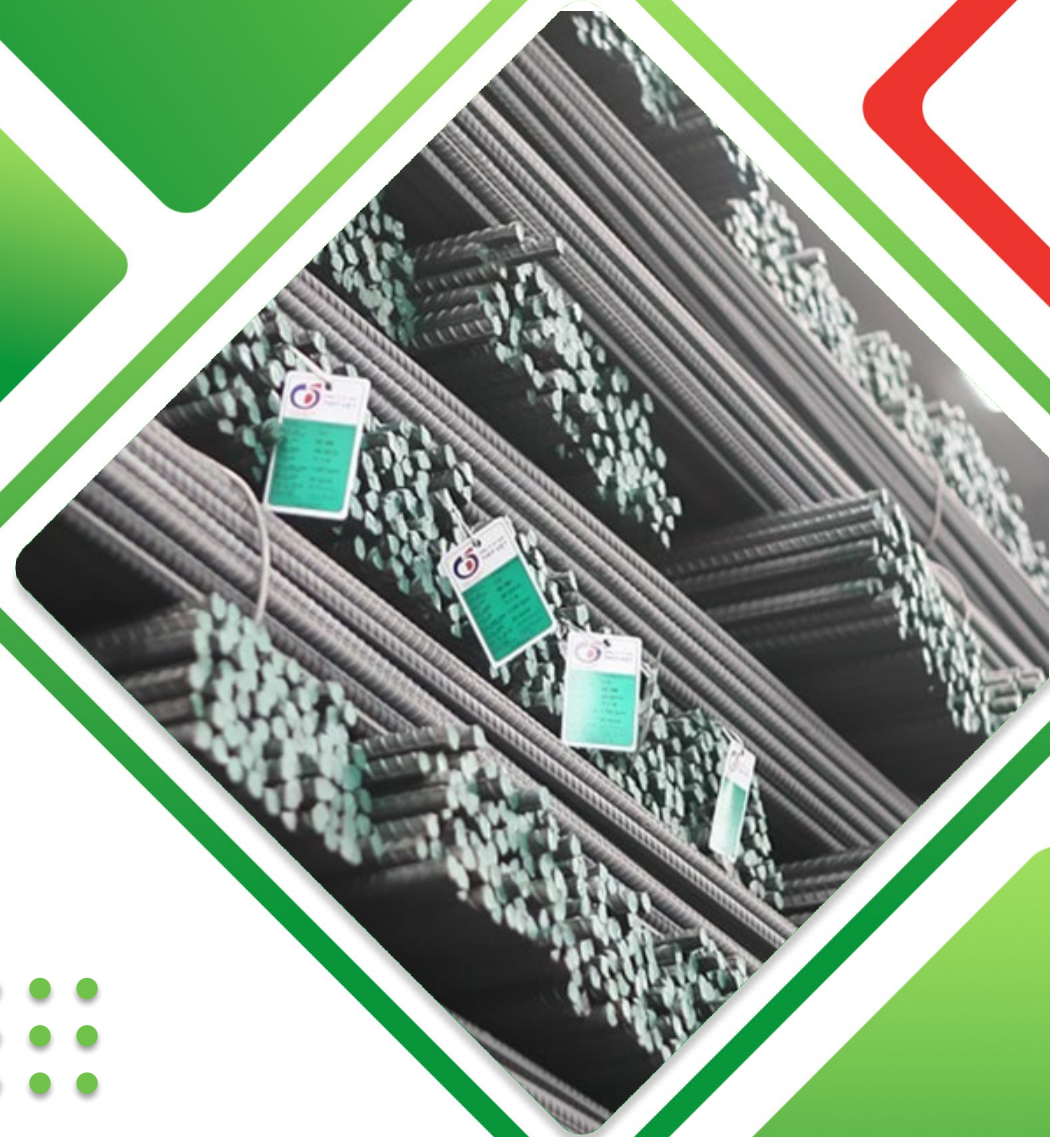
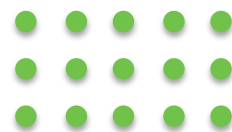


# VẬT LIỆU XÂY DỰNG (THÉP, NHỰA)

**TẬP TRUNG VÀO THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA**



Đỗ Thạch Lam, CFA – lam.dt@vdsc.com.vn





**Tiêu cực**

**Trung bình**

**Tích cực**

## Tổng quan

Triển vọng ngành thép (ngành quy mô lớn trong nhóm vật liệu xây dựng) dự kiến sẽ tích cực trong năm 2025, trong đó: 1/ Sản lượng tăng trưởng, dẫn dắt bởi nhu cầu nội địa, 2/ Các hoạt động điều tra Chống bán phá giá (CBPG) giúp bảo vệ thị phần của các nhà sản xuất trong nước, và 3/ Giá bán phục hồi, khi sức ép từ thép nhập khẩu (đặc biệt từ thị trường Trung Quốc) kỳ vọng hạ nhiệt trong năm 2025. Ngành nhựa xây dựng cũng kỳ vọng ghi nhận sự hồi phục về sản lượng (đi cùng sự hồi phục của thị trường BĐS dân dụng), trong khi lợi thế nguyên liệu giá thấp dự kiến sẽ duy trì trong năm 2025.

HPG (Mua, GMT: 35.800 đồng/cổ phiếu) là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong năm 2025, khi doanh nghiệp đưa Dung Quất 02 (giai đoạn 1) vào hoạt động và hưởng lợi hoàn toàn từ triển vọng tích cực trong ngành. Do triển vọng tiêu cực ở thị trường xuất khẩu, doanh thu nhóm Công ty tôn mạ dự kiến sẽ ở mức khiêm tốn so với kết quả ước tính của năm 2024. Tuy nhiên, HSG (Mua, GMT: 23.000 đồng/cổ phiếu), với kỳ vọng không còn áp lực trích lập dự phòng giảm giá HTK giúp LNST tăng trưởng mạnh, hay GDA (Mua, GMT: 38.700 đồng/cổ phiếu), với triển vọng tăng trưởng cao trong dài hạn sau khi đầu tư mở rộng công suất, là hai cổ phiếu ngành tôn mạ mà quý nhà đầu tư có thể xem xét sau HPG.

## Ngành thép - Sản lượng nội địa ghi nhận tăng trưởng, khó khăn cho hoạt động xuất khẩu

- Kỳ vọng sản lượng thép nội địa sẽ duy trì tăng trưởng trong năm 2025 nhờ: 1/ Thị trường BĐS duy trì sự phục hồi sẽ thúc đẩy nhu cầu xây dựng dân dụng; 2/ Đẩy mạnh các dự án đầu tư công (giai đoạn 2025-2026 là thời điểm một số dự án quan trọng cần hoàn thành). Trong khi đó, các hoạt động điều tra với các sản phẩm thép từ Việt Nam có thể khiến sản lượng xuất khẩu khó duy trì ở mức cao như trong 2024.
- Bộ Công Thương (BCT) đang xem xét các biện pháp điều tra chống bán phá giá để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trước rủi ro Trung Quốc tăng xuất khẩu các sản phẩm thép sang thị trường Việt Nam. Chúng tôi cho rằng thuế bán phá giá (tạm thời) sẽ được áp cho sản phẩm thép dẹt (HRC, tôn mạ) trong quý 1/2025, và các công ty có lợi thế về quy mô và giá thành (bao gồm HPG) sẽ có cơ hội lấy thị phần từ các nhà nhập khẩu thép (bị áp thuế CBPG).
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng (1) sản lượng thép xây dựng tăng 7%YoY (trong đó sản lượng nội địa tăng 10%YoY) và (2) sản lượng tôn mạ tiêu thụ dự kiến đạt 5,2 triệu tấn (tương đương 2024), trong đó tỷ trọng xuất khẩu đạt 52% (so với mức 56% trong 2024).

## Điểm nhấn

### Giá bán hồi phục, với kỳ vọng sức ép từ thị trường Trung Quốc hạ nhiệt

- Sau giai đoạn Trung Quốc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép nội địa của Trung Quốc sẽ hồi phục (khi các chính sách để hỗ trợ thị trường BĐS và nền kinh tế có hiệu lực). Sản lượng xuất khẩu giảm (nhu cầu hồi phục) cùng với mức tồn kho thấp, giá thép HRC tại thị trường Trung Quốc và Việt Nam lần lượt có thể hồi phục về USD 530/tấn (+4%YoY) và USD 560/tấn (+3,5%YoY).

- Đối với nguyên liệu, giá quặng sắt có thể giao dịch ở USD 115/tấn (+2%YoY, thấp hơn so với mức tăng thành phẩm, do mức tồn kho cao tại Trung Quốc). Giá than cốc giao dịch ở mức trung bình USD 230/tấn (tương đương với mức trung bình trong nửa cuối năm 2024), khi nguồn cung dự kiến sẽ cải thiện trong năm 2025.

## Điểm nhấn

### Nhựa xây dựng - tiếp tục duy trì lợi thế từ giá nguyên liệu ở mức thấp

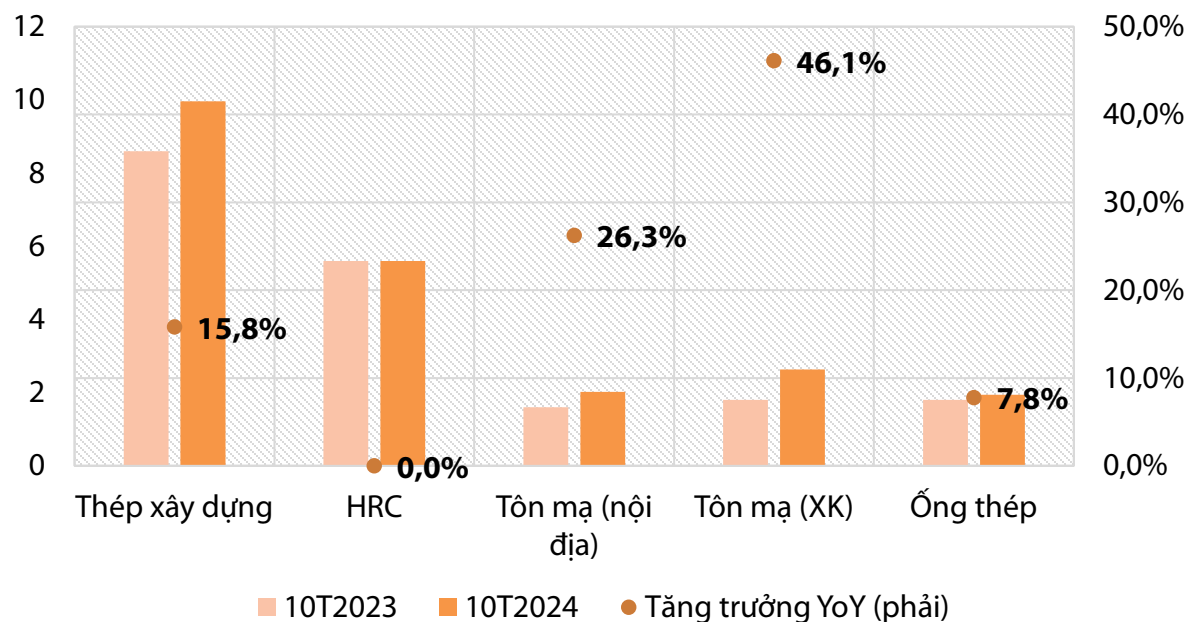
- Kỳ vọng sản lượng tăng trưởng 5%, hỗ trợ bởi sự hồi phục của thị trường BĐS dân dụng.
- Giá hạt nhựa PVC dự kiến duy trì ở USD 790/tấn (tương đương 2024) khi chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung sẽ khó có thể cải thiện trong trung hạn, qua đó duy trì biên GPM của các doanh nghiệp trong ngành.

## Rủi ro đối với khuyến nghị

- Rủi ro giảm giá: Giá nguyên liệu và thành phẩm hồi phục chậm hơn kỳ vọng; hoạt động điều tra CBPG chậm hơn kỳ vọng.
- Rủi ro tăng giá: Giá thành phẩm tăng mạnh hơn kỳ vọng.

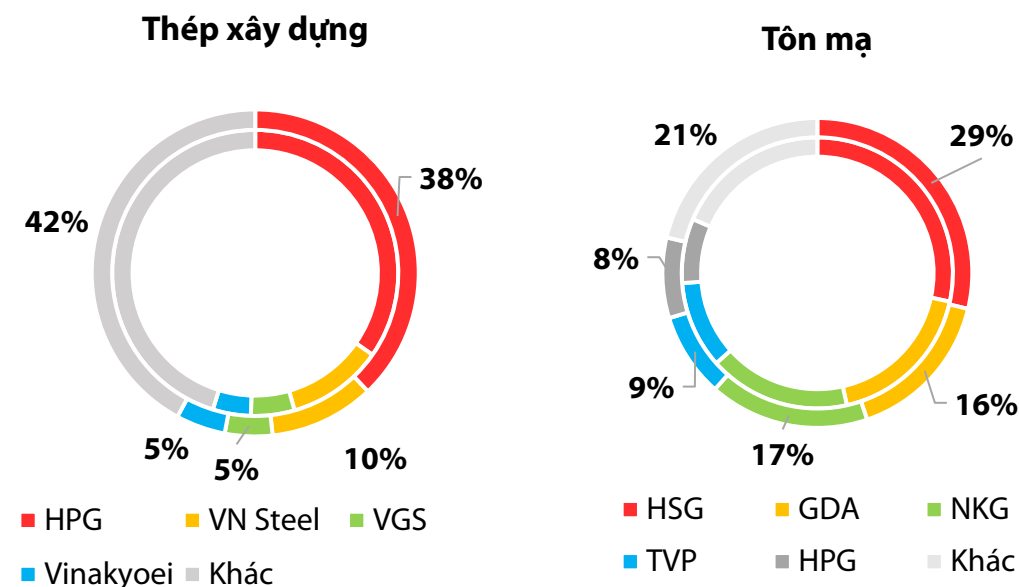
- Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi về sản lượng của thị trường thép xây dựng Việt Nam, khi sản lượng tiêu thụ ghi nhận mức tăng trưởng 15,8% YoY. Các sản phẩm thép dẹt cho hoạt động xây dựng (Tôn mạ, ống thép) duy trì tăng trưởng sản lượng, ngoài từ nhu cầu nội địa còn ghi nhận tăng trưởng từ thị trường nước ngoài (ASEAN, EU, Hoa Kỳ).
- Sản lượng thép cuộn cán nóng (HRC) tương đương so với năm 2023 do các hoạt động phòng vệ thương mại tại thị trường EU trong nửa cuối năm 2024 khiến sản lượng xuất khẩu bị ảnh hưởng.
- Về thị phần thép xây dựng, HPG đã gia tăng thị phần từ mức 38% (so với 35% trong 2023) nhờ tăng sản lượng tại các các dự án hạ tầng, đồng thời đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường khác (ASEAN,...). Thị phần tôn mạ có xu hướng giữ ổn định, với các công ty có thị phần lớn nhất gồm HSG, NKG và GDA.

**Hình 1: Sản lượng tiêu thụ thép giai đoạn 10 tháng đầu năm 2023-2024 (triệu tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt.

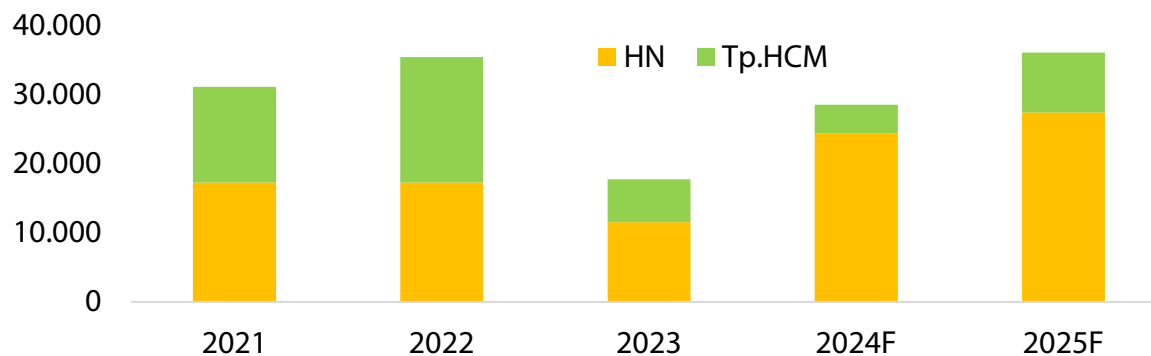
**Hình 2: Thị phần các công ty sản xuất thép giai đoạn 2023-2024**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt. Vòng trong là thị phần năm 2023.

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thép nội địa sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025, nhờ 1/ Thị trường BĐS tiếp tục phục hồi thúc đẩy nhu cầu xây dựng dân dụng; và 2/ đẩy mạnh các dự án đầu tư công (thời điểm một số dự án quan trọng cần hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026).
- Trong kịch bản cơ sở, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng dự kiến đạt 10,7 triệu tấn (+7%YoY, trong đó sản lượng nội địa dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng 10%YoY).

**Hình 3: Số lượng căn hộ mở bán thành công tại các thành phố cấp I**

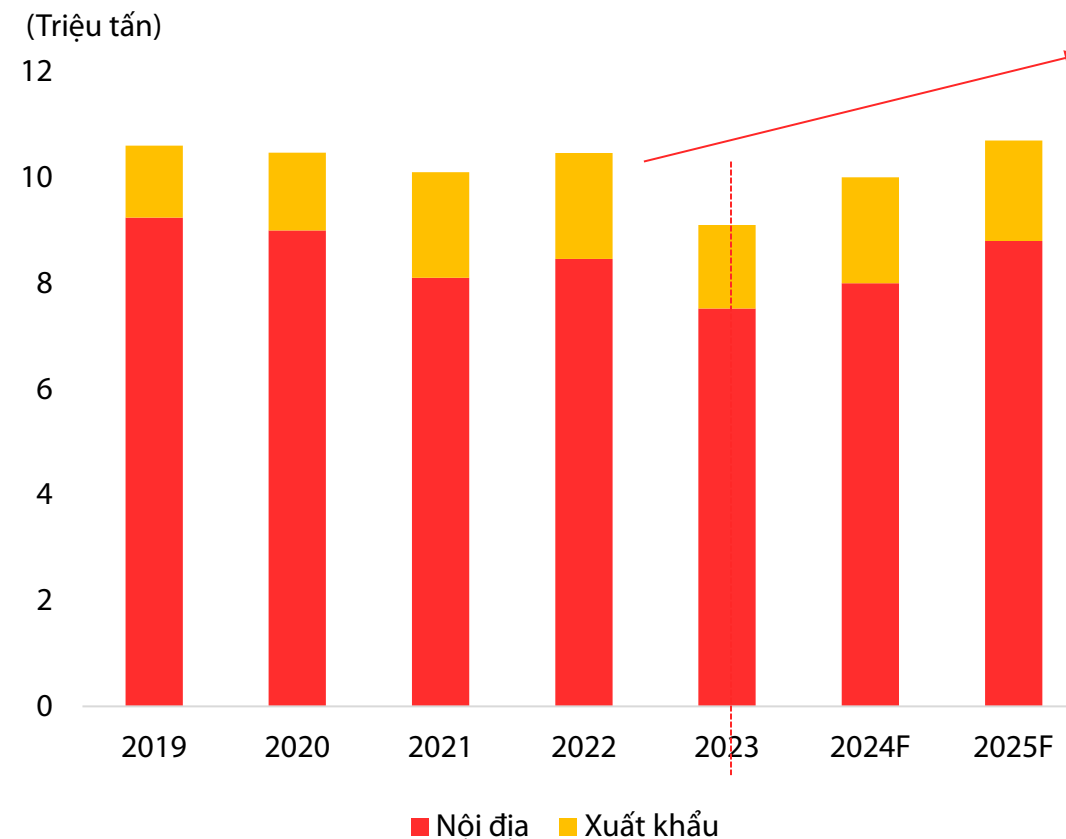


**Bảng 1: Các dự án đầu tư công dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026**

Dự án	Tình trạng hiện tại
Cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 02)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Các địa phương bàn giao 99% mặt bằng thi công</li> <li>• Sản lượng thực hiện các dự án đạt 60,8% giá trị hợp đồng</li> </ul>
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Thành phần 1&amp;2 (Qua Đồng Nai): Đang bàn giao mặt bằng</li> <li>• Thành phần 3 (Qua Vũng Tàu): bàn giao hoàn toàn mặt bằng, khối lượng thi công đạt 51% giá trị công trình</li> </ul>
Vành đai 03 – TP.HCM	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Giá trị thi công tại TP.HCM, Long An, Bình Dương lần lượt đạt 16%, 45% và 13% tổng giá trị.</li> </ul>
Sân bay Long Thành	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 3/4 dự án thành phần đang phù hợp tiến độ, dự kiến bàn giao trong quý 4/2025.</li> </ul>

Nguồn: CBRE, Bộ GTVT, CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Hình 4: Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ giai đoạn 2020-2025**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

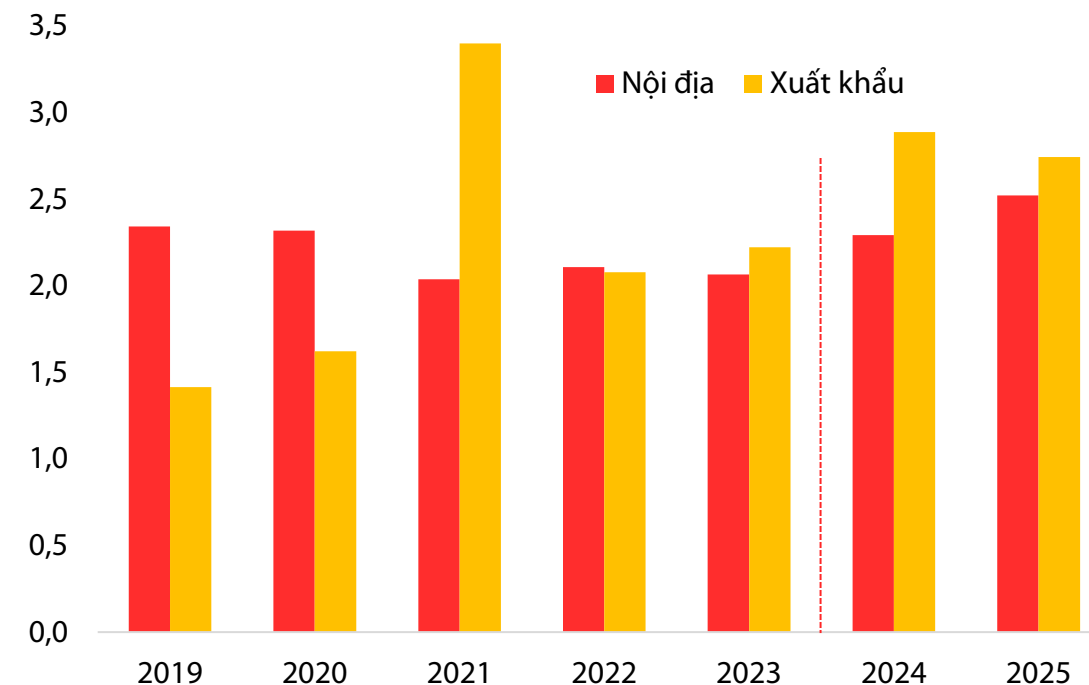
- Các công ty sản xuất thép dẹt (HRC, tôn mạ) ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng xuất khẩu tích cực trong nửa đầu 2024, tuy nhiên đồng thời khiến một số thị trường nhập khẩu lớn (EU, Hoa Kỳ) lo ngại và thực hiện các biện pháp điều tra chống bán phá trong nửa cuối năm.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu sẽ tiếp tục hồi phục trong năm 2025, tuy nhiên với các hoạt động điều tra với các sản phẩm thép từ Việt Nam, sản lượng xuất khẩu khó có thể duy trì ở mức cao như trong 2024. Trong kịch bản cơ sở, sản lượng tôn mạ tiêu thụ dự kiến đạt 5,2 triệu tấn (tương đương 2024, với sản lượng xuất khẩu dự kiến giảm 5%YoY), trong đó tỷ trọng xuất khẩu đạt 52% (so với mức 56% trong 2024).

**Bảng 2: Các hoạt động điều tra với thép nhập khẩu từ Việt Nam giai đoạn 2024-2025**

Thị trường	Sản phẩm	Năm	Tình trạng chi tiết
EU	Thép mạ	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	Thép mạ	2024	Điều tra chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp đối với thép chống ăn mòn (CORE) nhập khẩu từ Việt Nam
Mexico	Thép mạ	2023 - nay	Áp thuế CBPG ở mức từ 0 – 10,84%
Malaysia	Thép mạ	2020-2025	Áp thuế CBPG ở mức từ 2,18 – 37,14%
EU	HRC	2024	Điều tra CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam
Ấn Độ	HRC	2024	Điều tra CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

**Hình 5: Sản lượng tôn mạ tiêu thụ giai đoạn 2020-2025 (triệu tấn)**

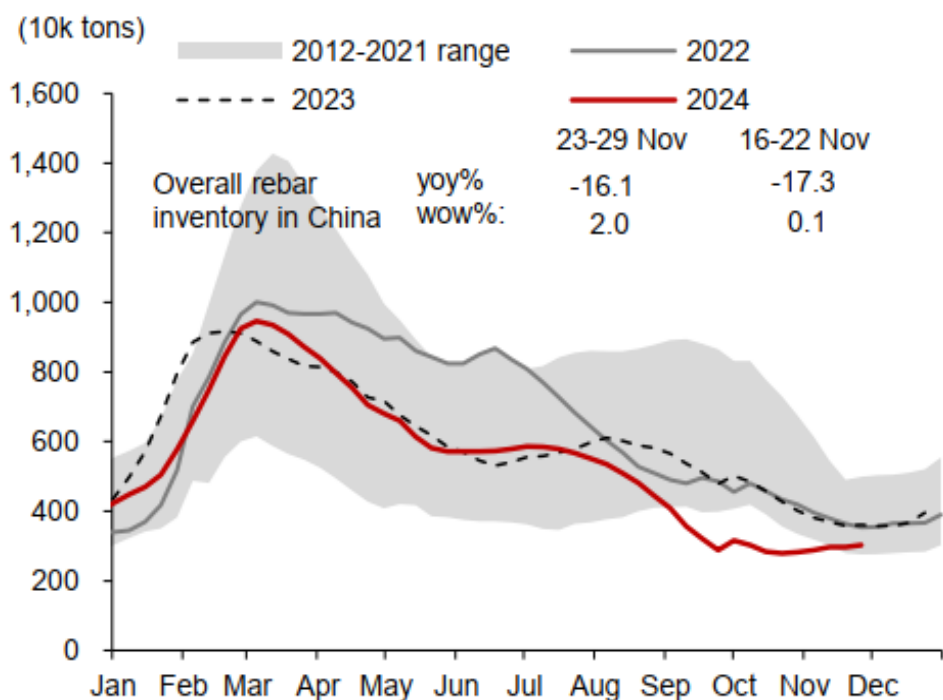


Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt.



- Sau giai đoạn Trung Quốc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép lên mức trên 80 triệu tấn/năm (tương ứng với giai đoạn 2014-2015, thời điểm Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu thép sang các nước do thừa cung), chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép nội địa của Trung Quốc sẽ hồi phục, đến từ các chính sách (tài khóa và tiền tệ) để hỗ trợ thị trường BĐS và nền kinh tế.
- Với việc sản lượng xuất khẩu giảm (nhu cầu hồi phục) cùng với mức tồn kho thấp, giá thép Trung Quốc kỳ vọng sẽ có sự hồi phục rõ ràng hơn trong năm 2025; cũng là tiền đề để các nước lân cận (bao gồm Việt Nam) có thể ghi nhận mức hồi phục về giá trong giai đoạn 2025 trở về sau.
- Giá thép HRC tại thị trường Trung Quốc và Việt Nam lần lượt có thể hồi phục về USD 530/tấn (+4%YoY) và USD 560/tấn (+3,5%YoY).

**Hình 6: Mức tồn kho thép xây dựng tại Trung Quốc (nghìn tấn) – mức thấp nhất giai đoạn 2012-2024**



Nguồn: Huatai Research, CTCK Rồng Việt

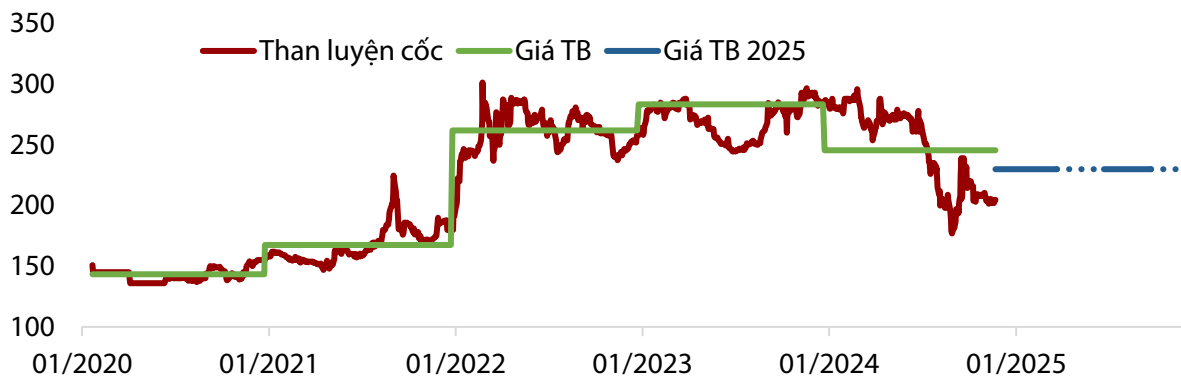
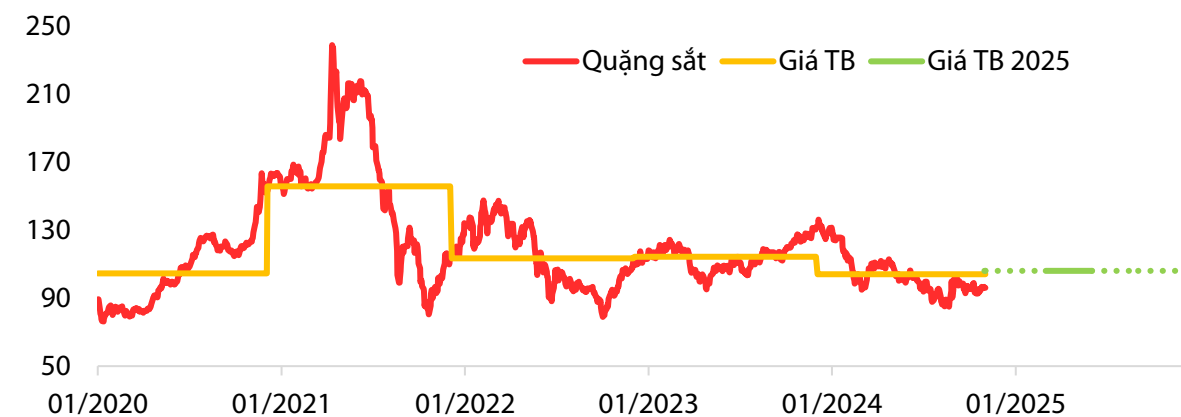
**Bảng 3: Các chính sách hỗ trợ thị trường BĐS của Chính phủ Trung Quốc năm 2024**

Chính sách	Chi tiết
Phía cầu: Giảm lãi suất vay thế chấp và giảm tỷ lệ thanh toán tối thiểu	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Giảm lãi suất cho các khoản vay thế chấp mới từ 31/10</li> <li>• Giảm tỷ lệ thanh toán tối thiểu xuống còn 15% cho cả giao dịch mua nhà lần thứ nhất và thứ hai</li> </ul>
Phía cầu: Chính sách của chính quyền địa phương	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tăng tỷ lệ hỗ trợ tài chính của PBOC từ 60% lên 100%, trong chương trình cho vay lại nhà ở vừa túi tiền trị giá RMB 300 tỷ,</li> <li>• Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương đặc biệt để mua đất và nhà chưa bán được làm nhà ở vừa túi tiền</li> <li>• Cải tạo nhà ở xuống cấp (~1triệu căn)</li> <li>• Cho phép 4,5 triệu công dân và thanh niên mới chuyển đến nhà ở công vào cuối năm 2024</li> </ul>
Phía cung: Tăng tài trợ dự án	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mở rộng "danh sách trắng" hỗ trợ các dự án bất động sản lên mức RMB 4.000 tỷ</li> </ul>
Phía cầu (gián tiếp): Nới lỏng chính sách tiền tệ	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Giảm lãi suất: giảm 30bps lãi suất cho vay trung hạn (MLF), giảm 25 bps lãi suất cho vay cơ bản (LPR) 1 năm và 5 năm</li> <li>• Thông qua cơ chế hoán đổi mới (swap facility) giá trị RMB 500 tỷ cho thị trường vốn</li> </ul>

Nguồn: DBS, CTCK Rồng Việt.

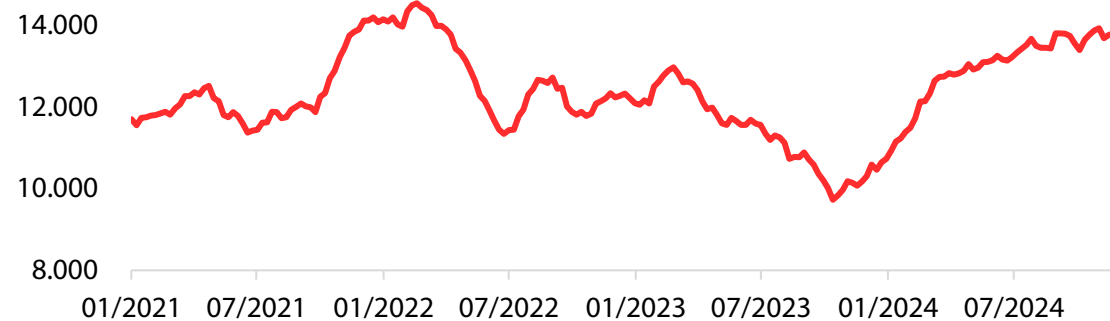
- Quặng sắt: Sau giai đoạn giá nguyên vật liệu giảm ~10% trong năm 2024 (do nhu cầu yếu của ngành thép, đặc biệt tại Trung Quốc), chúng tôi kỳ vọng năm 2025 giá nguyên liệu sẽ ghi nhận sự phục nhẹ, khi kỳ vọng nhu cầu hồi phục (trang 6). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt giao dịch ở USD 115/tấn (+2%YoY, thấp hơn so với mức tăng thành phẩm, do mức tồn kho cao tại Trung Quốc),
- Than cốc: Với kỳ vọng nguồn cung than cốc có thể cải thiện trong 2025, với: 1/Nguồn cung than cốc từ Úc (quốc gia cung cấp chính) có dấu hiệu cải thiện trong nửa cuối 2024, 2/ Căng thẳng Nga –Ukraine có thể chấm dứt trong năm 2025 – gia tăng nguồn cung trong nửa cuối năm. Qua đó, giá than cốc giao dịch ở mức trung bình USD 230/tấn (tương đương với mức trung bình trong nửa cuối năm 2024).

**Hình 7: Giá nguyên liệu chính của lò BOF (USD/tấn)**

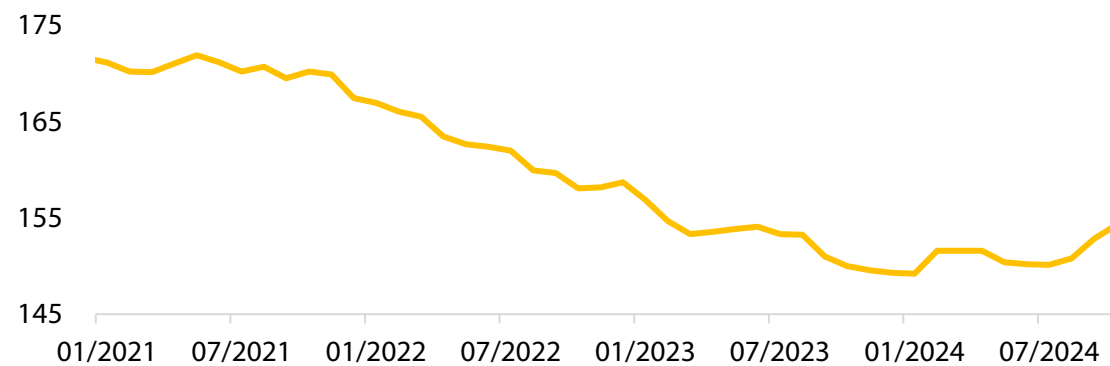


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 8: Mức tồn kho quặng sắt tại Trung Quốc (triệu tấn)**



**Hình 9: Sản lượng xk than cốc của Úc (triệu tấn, lũy kế 12 tháng)**

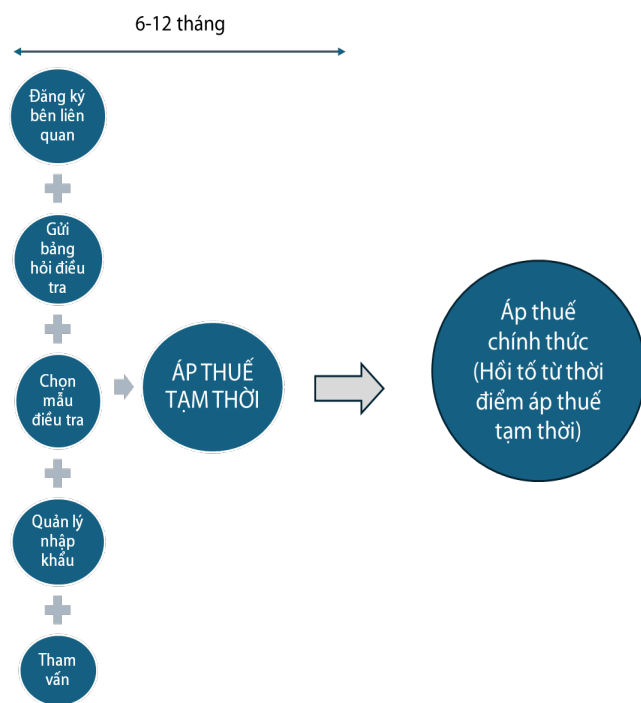


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt.



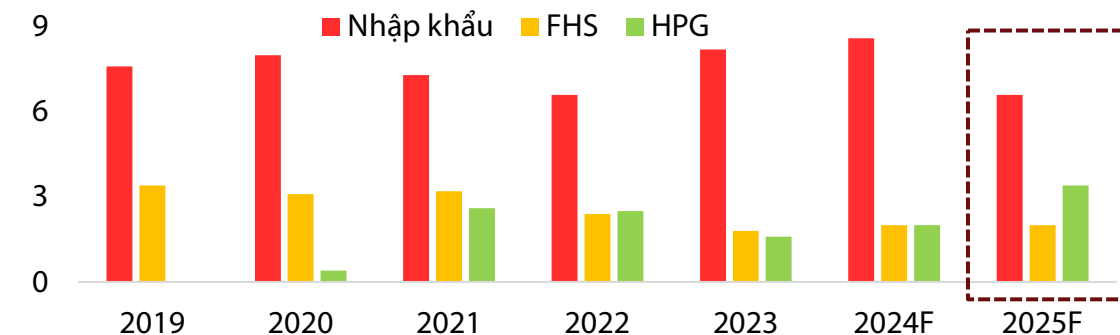
- Trong 2024, trước những rủi ro liên quan đến việc Trung Quốc tăng xuất khẩu các sản phẩm thép sang các thị trường, Bộ Công Thương (BCT) đã có các biện pháp điều tra chống bán phá giá để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước, với: 1/ Quyết định số 1535/QĐ-BCT (AD19) với các sản phẩm tôn mạ có xuất xứ từ TQ và Hàn Quốc; 2/ Quyết định số 1985/QĐ-BCT (AD20) với các sản phẩm thép cán nóng có xuất xứ từ TQ và Ấn Độ
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng thuế bán phá giá (tạm thời) sẽ được áp cho sản phẩm thép dẹt (HRC, tôn mạ) trong quý 1/2025 (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). Các công ty có lợi thế về quy mô và giá thành (bao gồm HPG) sẽ có cơ hội lấy thị phần từ các nhà nhập khẩu thép (bị áp thuế CBPG).

**Hình 10: Quy trình điều tra CBPG với sản phẩm thép của BCT**

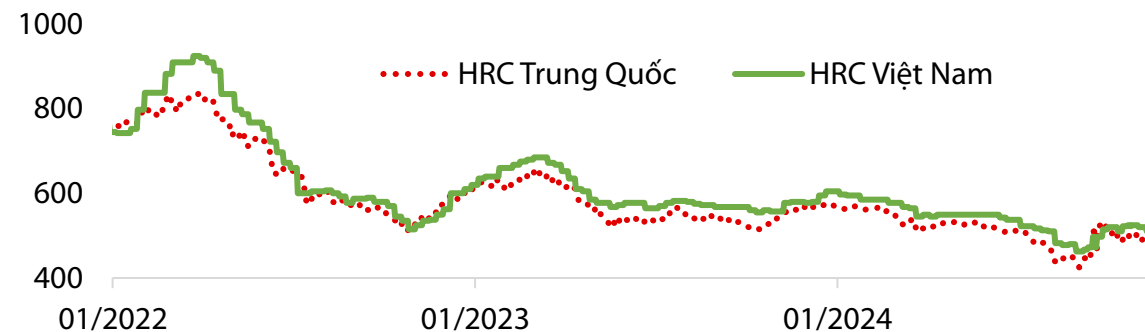


Nguồn: Bộ Công Thương, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Sản lượng tiêu thụ HRC tại Việt Nam (triệu tấn)**



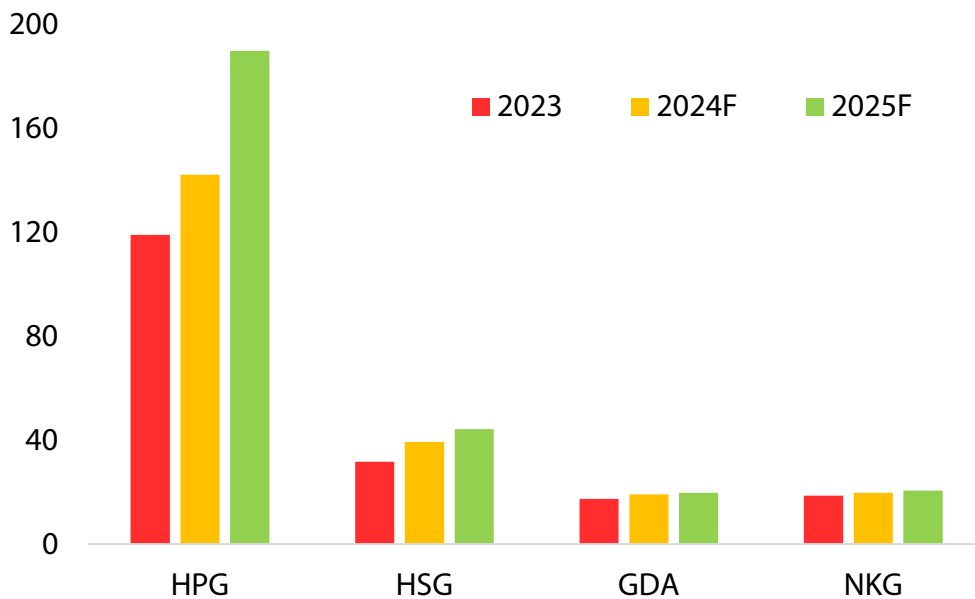
**Hình 12: Giá HRC tại thị trường nội địa của Việt Nam và TQ (USD/tấn)**



Nguồn: VSA, Hải Quan, Bloomberg, CTCK Rồng Việt.

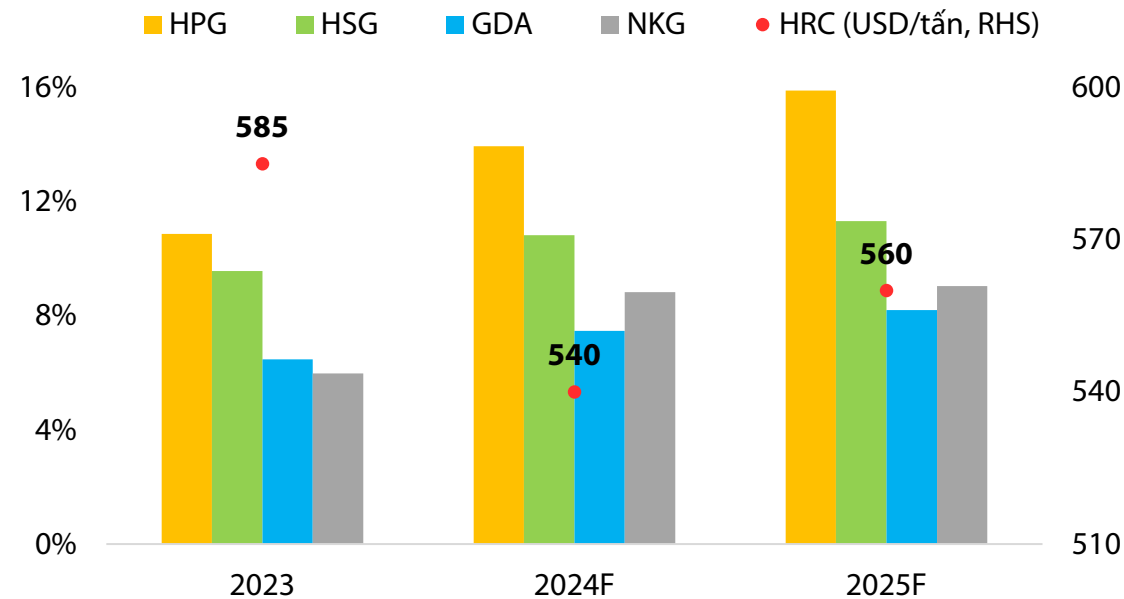
- Với triển vọng tích cực hơn (đề cập ở các slide trước), chúng tôi kỳ vọng giá thành phẩm sẽ ghi nhận sự hồi phục; giá thép xây dựng và HRC có thể lần lượt đạt 14,8 triệu đồng/tấn (+4%YoY) và USD 560/tấn (+3,5%YoY).
- Các công ty sản xuất thép xây dựng: HPG (Mua, giá mục tiêu: 35.600 đồng/cổ phiếu) dự kiến ghi nhận tăng trưởng tích cực về mặt lợi nhuận trong năm 2025, đến từ: 1/ Sản lượng thép xây dựng phục hồi, nhờ thị phần dẫn đầu của công ty; 2/ Việc đưa DQ02 vào hoạt động (giai đoạn 01), cùng với việc áp thuế CBPG tạm thời với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, giúp HPG giành được thị phần từ các nhà nhập khẩu thép; 3/ Kỳ vọng phục hồi về giá thành phẩm giúp các công ty tự chủ được hoạt động sản xuất từ thượng nguồn (sử dụng lò BOF) có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp trong năm 2025.
- Các công ty sản xuất tôn mạ dự kiến ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn do: 1/ Sản lượng xuất khẩu có thể suy giảm, 2/ Biên GPM đã được duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-2025. Chúng tôi ưa thích các công ty đang dẫn đầu thị trường nội địa và đã chiết khấu so với giá trị thực, bao gồm HSG (Mua, GMT: 23.000 đồng/cổ phiếu) và GDA (Mua, GMT: 38.700 đồng/cổ phiếu).

**Hình 13: Doanh thu (nghìn tỷ đồng) của các công ty trong danh mục theo dõi**



Nguồn: Finnpro, VSA, CTCK Rồng Việt.

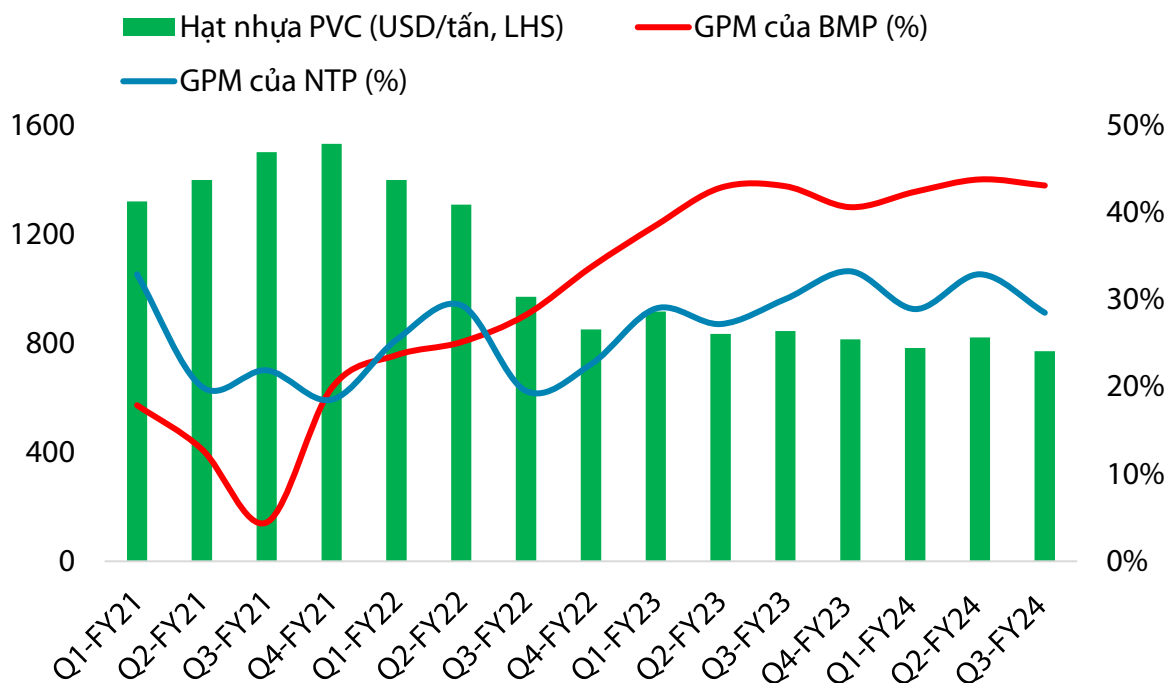
**Hình 14: Giá HRC (USD/tấn) và biên GPM của các công ty theo dõi**



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, CTCK Rồng Việt.

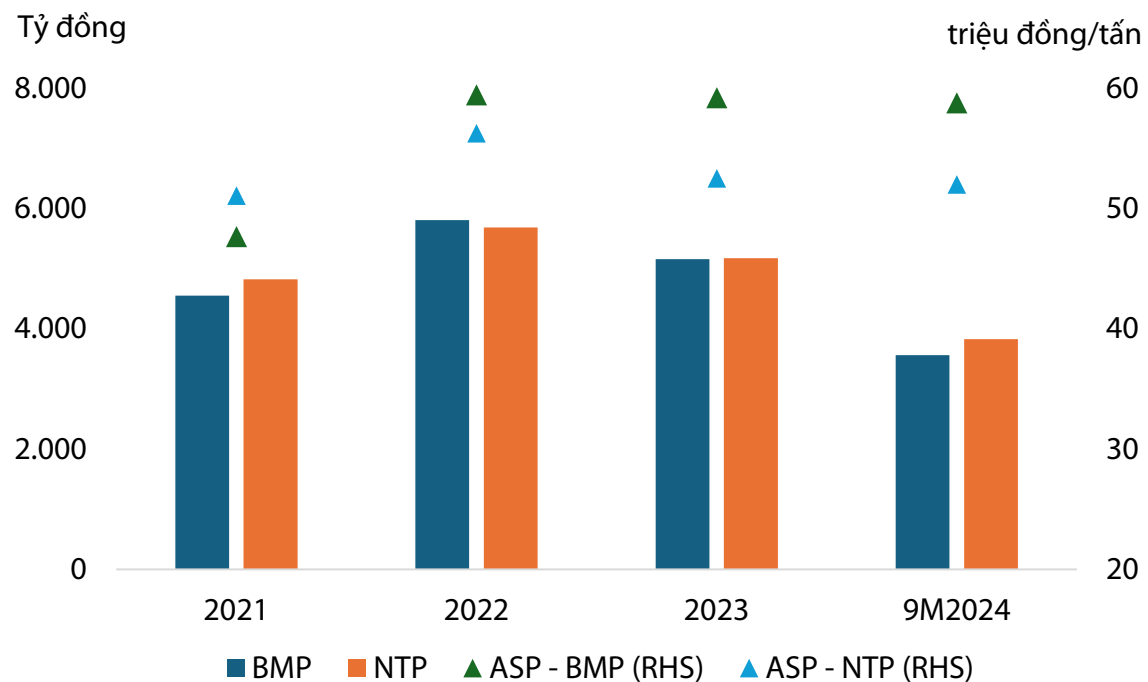
- Trong năm 2024, các công ty vật liệu nhựa xây dựng chưa ghi nhận sự tăng trưởng về mặt doanh thu, khi nhu cầu với sản phẩm nhựa xây dựng chưa phục hồi tích cực, với doanh thu 9T2024 của BMP và NTP lần lượt đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (-3%YoY) và 3,8 nghìn tỷ đồng (tương đương cùng kỳ 2023). Tuy nhiên điểm sáng nằm ở biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tiếp tục cải thiện so với 2023, khi giá hạt nhựa PVC giảm về mức USD 790/tấn (-9%YoY), do: 1/ Tình trạng dư cung các nguyên vật liệu nhựa tại thị trường Trung Quốc; 2/ Nhu cầu vật liệu xây dựng chưa phục hồi hoàn toàn
- Cho năm 2025, tương tự như ngành thép, ngành nhựa xây dựng cũng kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng ở ~5%, đến từ sự hồi phục của thị trường BĐS dân dụng. Giá hạt nhựa PVC dự kiến duy trì ở USD 790/tấn (tương đương 2024) khi chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung sẽ khó có thể cải thiện trong trung hạn, qua đó duy trì biên GPM của các doanh nghiệp trong ngành.

**Hình 15: Biên LN gộp của BMP, NTP và giá hạt nhựa PVC, giai đoạn 2021-2024**



Nguồn: Bloomberg, Finnpro, CTCK Rồng Việt.

**Hình 16: Doanh thu và giá bán trung bình (ASP) của BMP và NTP giai đoạn 2021-9T2024**



Nguồn: Finnpro, BMP, NTP, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 19/12/24	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
<b>HPG</b>	171.739	544.739	14,40	1,54	11,5%	35.800	26.850	33,3%	1.015	16.067	1.815	17.426	3.004	19.975	19,4%	33,6%	80,7%	65,5%
<b>HSG</b>	11.768	151.046	23,64	1,07	4,7%	23.000	18.950	21,4%	1.321	17.621	828	17.606	1.265	18.372	24,1%	10,3%	1599,1%	64,4%
<b>GDA</b>	3.108	4.962	11,02	0,86	8,0%	38.700	27.100	42,8%	2.472	31.538	3.308	33.846	3.580	36.426	9,3%	3,6%	37,7%	7,4%
<b>NKG</b>	6.602	88.970	11,02	0,85	8,0%	16.700	14.750	13,2%	347	16.046	1.191	16.838	1.218	18.056	6,0%	4,3%	368,1%	2,3%
<b>BMP</b>	10.233	31.045	10,09	3,48	34,4%	118.500	125.000	-5,2%	12.717	32.857	11.586	33.437	12.006	34.037	-1,7%	5,1%	0,1%	3,6%
<b>NTP</b>	9.122	23.138	13,34	2,64	20,7%	N.R	64.000	n.a	3.537	21.858	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
<b>VGS</b>	1.767	24.203	28,79	1,74	6,2%	N.R	31.600	n.a	979	17.543	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R
<b>SMC</b>	590	5.257	n.a	0,70	-31,4%	N.R	8.020	n.a	(12.027)	11.145	n.a	n.a	n.a	n.a	N.R	N.R	N.R	N.R

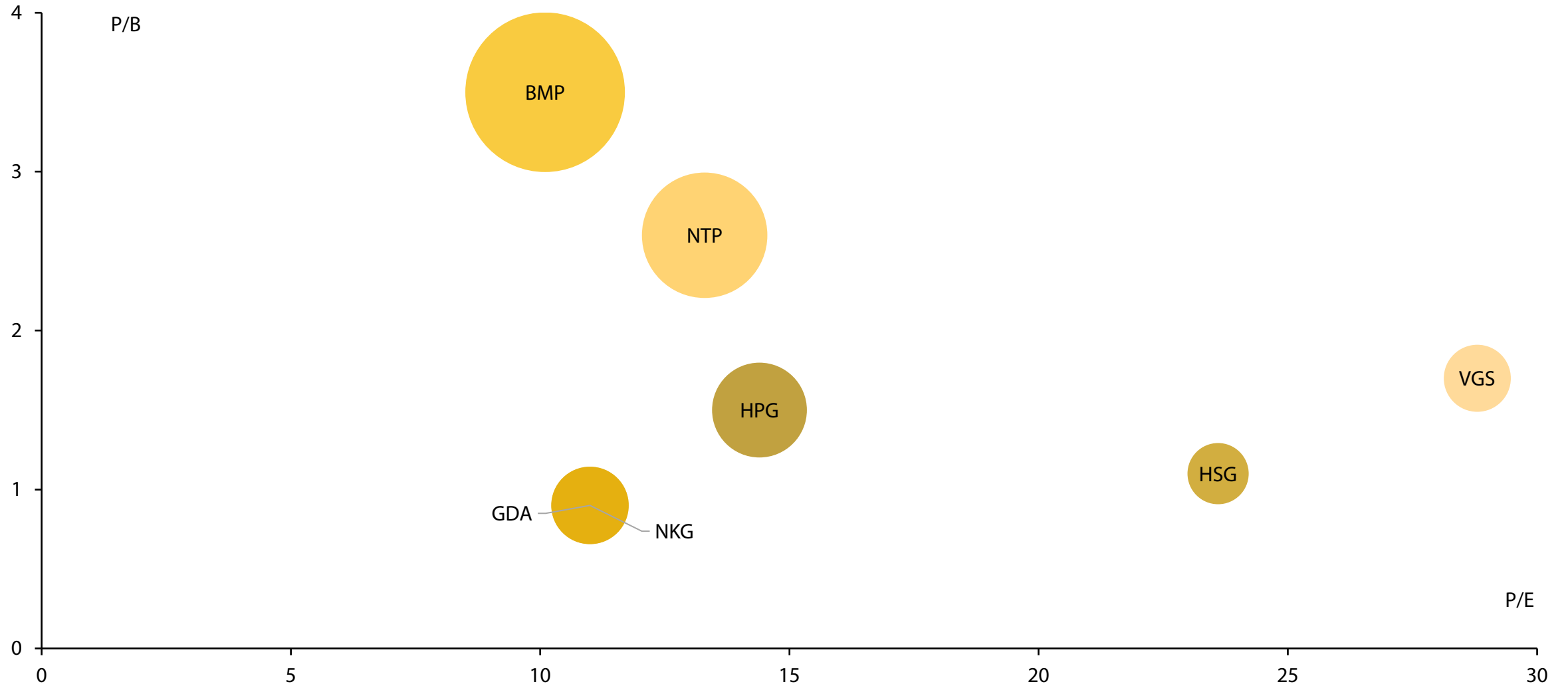
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 19/12/2024.

N.R: Không đánh giá

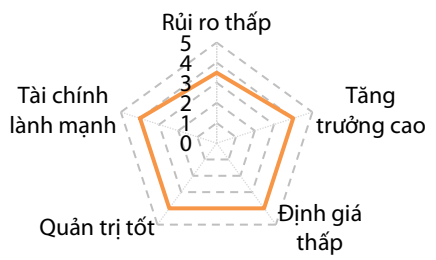
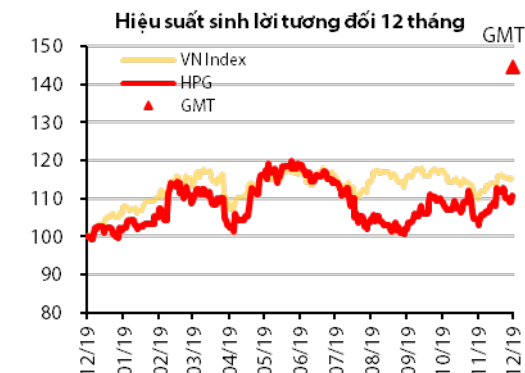
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

EPS: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trên mỗi cổ phiếu

GTSS/CP: Giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu ngày 20/12/2024. Không bao gồm các công ty ghi nhận lỗ dựa trên số liệu 4 quý gần nhất.

**MUA: 33%**
**GTT: 26.850**
**GMT: 35.800**
**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**
**TÀI CHÍNH**
**2023 2024F 2025F**


Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	171.739
SLCPĐLH (triệu CP)	6.396
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	20.105
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	537
SH NĐTNN còn lại (%)	27,3
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	24.14 - 29.95

Doanh thu (tỷ đồng)	118.953	142.055	189.733
LNST - CDM (tỷ đồng)	6.835	12.349	20.439
ROA (%)	3,8	6,1	9,1
ROE (%)	6,8	11,1	16,0
EPS (đồng)	1.175	1.815	3.004
GTSS (đồng)	17.674	17.426	19.975
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	21,6	14,8	8,9
P/B (x)	1,4	1,5	1,3

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**
**Đưa DQ02 vào khai thác, kết hợp với các biện pháp phòng vệ thương mại, giúp HPG đáp ứng nhu cầu nội địa với HRC**

- Nhu cầu HRC tại Việt Nam (nguyên liệu đầu vào cho sản xuất tôn mạ, ống thép và thép công nghiệp) đạt ~12,5 triệu tấn trong năm 2024 và kỳ vọng duy trì tăng trưởng tương lai (khi nhu cầu xây dựng và phục hồi); trong đó 70% nguồn cung là từ thép nhập khẩu (đặc biệt là từ Trung Quốc, với lợi thế về giá bán thấp hơn ~5-10% so với các doanh nghiệp Việt Nam). Với kỳ vọng về thuế bán phá giá (tạm thời) sẽ được áp cho sản phẩm thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc trong quý 1/2025 (với mức áp thuế trên 5%) sẽ giúp các nhà sản xuất trong nước đủ cạnh tranh với thép nhập khẩu.
- Dung Quất 02 (giai đoạn 1, với công suất 2,8 triệu tấn HRC/năm) dự kiến vận hành thương mại trong quý 1/2025; và với lợi thế về giá thành (HPG đang duy trì biên GPM trên 10% trong khi giá bán cạnh tranh với HRC từ Trung Quốc) và các biện pháp phòng vệ thương mại, sẽ giúp công ty lấy được thị phần các thép nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 1 sẽ hoạt động với 70% công suất, tương ứng với sản lượng HRC trong năm 2025 của HPG có thể đạt 4,9 triệu tấn (+69%YoY), trong đó sản lượng nội địa đạt 3.4 triệu tấn (đáp ứng ~26% tổng nhu cầu).

**Sản lượng và biên lợi nhuận phục hồi, giúp HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2025**

- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HPG 190 nghìn tỷ (+34% YoY), đến từ: 1/ Nhu cầu nội địa hỗ trợ cho sản lượng thép xây dựng, 2/sản lượng HRC tăng trưởng nhờ đưa DQ02 (giai đoạn 1). Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp 2025 có thể đạt 16% khi: 1/ nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất tối ưu hơn DQ10 (lượng than cốc tiêu thụ giảm 15%), 2/ Giá thành phẩm (đặc biệt là HRC) sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025 (áp lực từ thị trường Trung Quốc kỳ vọng hạ nhiệt). Lợi nhuận sau thuế của HPG 2025 có thể đạt 20 nghìn tỷ đồng (+66%YoY).

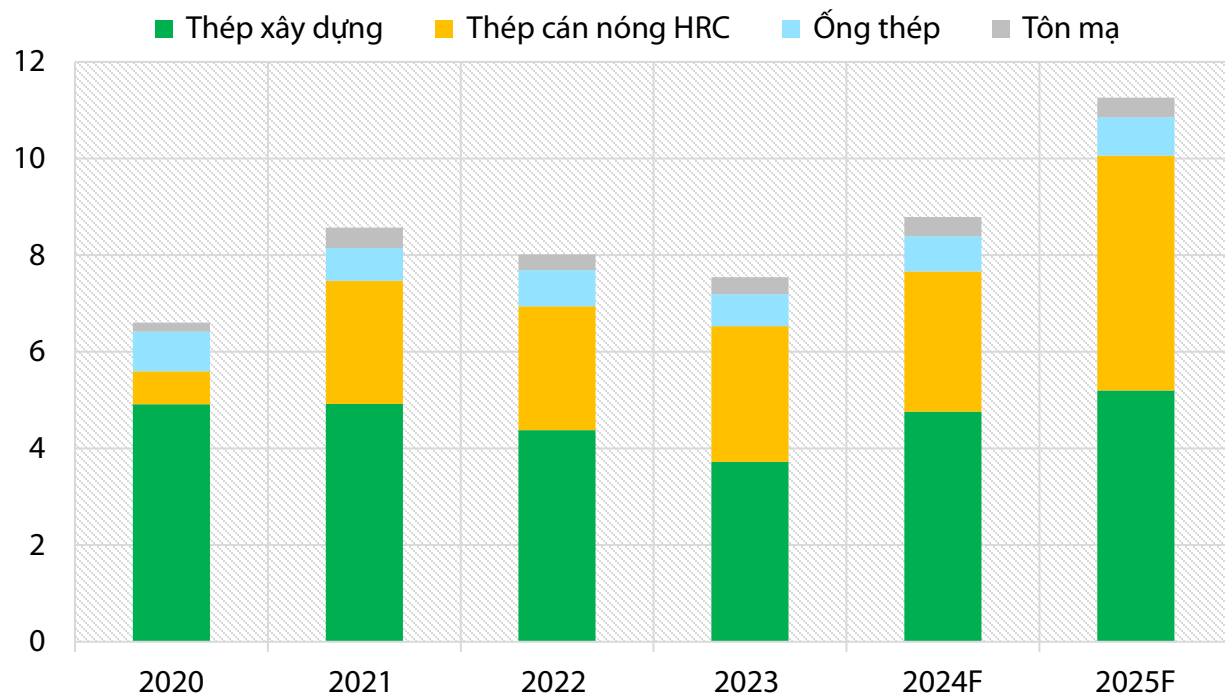
**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

- Biến động giá thành phẩm (thép thanh, HRC) lớn hơn kỳ vọng
- Áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại chậm hơn kỳ vọng



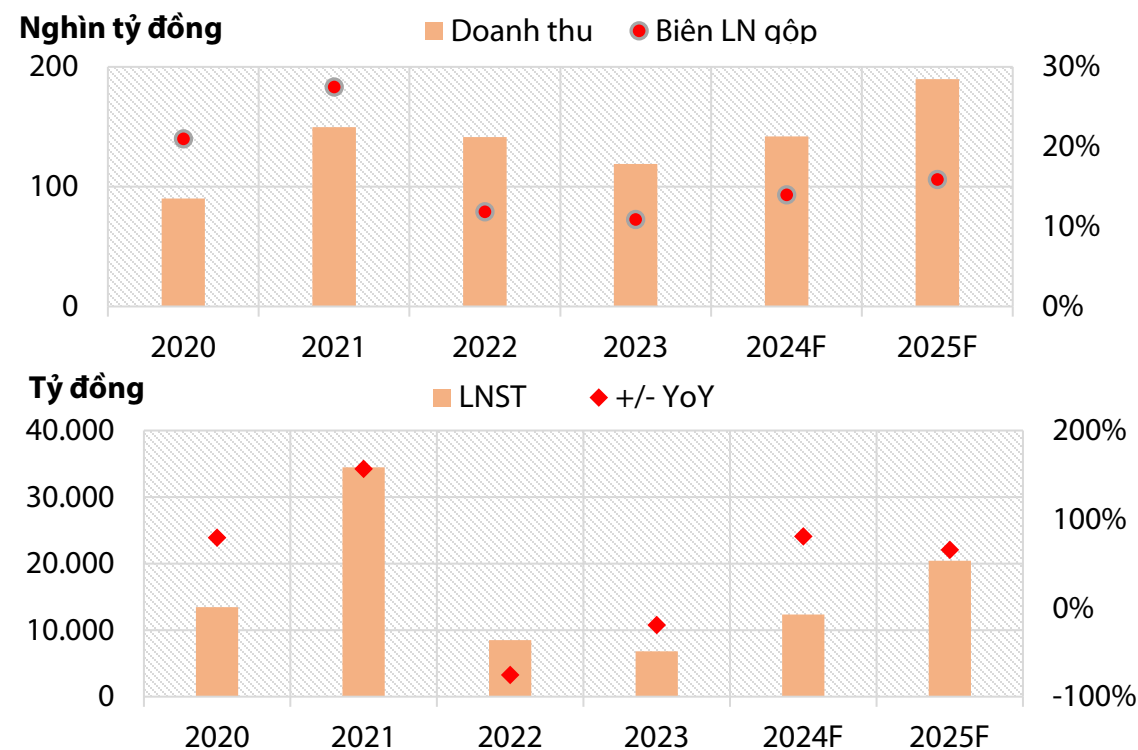
- Doanh thu của HPG giai đoạn 2024/2025 lần lượt đạt 142 nghìn tỷ/190 nghìn tỷ (+20%YoY, +34% YoY), đến từ: 1/ Nhu cầu nội địa hỗ trợ cho sản lượng thép xây dựng, 2/ DQ02 (giai đoạn 1) đưa vào hoạt động sẽ nâng công suất sản xuất HRC lên 5,8 triệu tấn/năm, trở thành mặt hàng chủ lực của HPG trong giai đoạn 2025 về sau, 3/ Nhu cầu của sản phẩm HRC tương đối cao, đặc biệt ở thị trường nội địa (các nhà sản xuất Việt Nam hiện mới đáp ứng được 30% nhu cầu, và chính phủ có xu hướng hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất trong nước).
- Với kỳ vọng: 1/ nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất tối ưu hơn DQ10 (lượng than cốc tiêu thụ giảm 15%), 2/ Giá thành phẩm (đặc biệt là HRC) sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025, phù hợp với kỳ vọng về chu kỳ tăng giá của các sản phẩm thép, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong 2025 có thể hồi phục về mức 16% (so với mức 14% trong năm 2024)

**Hình 1: Sản lượng bán hàng của HPG giai đoạn 2020-2025**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Doanh thu và lợi nhuận của HPG giai đoạn 2020-2025**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**MUA: 43%**

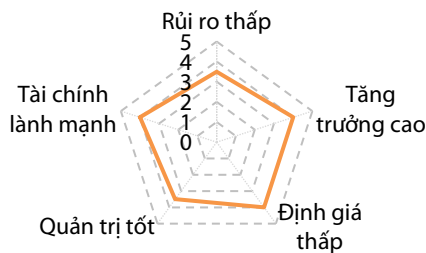
**GTT: 27.100**

**GMT: 38.700**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2023 2024F 2025F**



Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.108
SLCPĐLH (triệu CP)	115
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	240
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	5
SH NĐTNN còn lại (%)	28,4
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	21.4 - 36.4

Doanh thu (tỷ đồng)	17.435	19.051	19.735
LNST (tỷ đồng)	284	391	420
ROA (%)	5,1	6,2	6,1
ROE (%)	8,0	10,4	10,5
EPS (đồng)	2.472	3.308	3.580
GTSS (đồng)	31.556	33.846	36.426
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	10,2	8,2	7,6
P/B (x)	0,8	0,8	0,7

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Vị thế duy trì tại thị trường nội địa**

- 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 2016-2024 với thị phần trung bình ở mức 15%
- Trong năm 2025, mặc dù sản lượng xuất khẩu có thể bị ảnh hưởng bởi các biện pháp phòng vệ tại các thị trường trọng điểm (Hoa Kỳ,...), nhưng chúng tôi kỳ vọng GDA có thể chuyển một phần đơn hàng về thị trường nội địa và tăng tỷ trọng nội địa lên 47% (so với 42% trong năm 2024). Qua đó sản lượng và doanh thu của GDA năm 2025 lần lượt đạt 850 nghìn tấn (tương đương 2024, do hiệu suất hoạt động đạt 100%) và 19,7 nghìn tỷ đồng (+4%YoY). Với biên GPM kỳ vọng duy trì ở 8,2% (trong kịch bản giá HRC hồi phục về USD530/tấn, +3,5%YoY), LNST của doanh nghiệp trong 2025 có thể đạt 420 tỷ đồng (+8,2%YoY).
- Hiện GDA đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2025 lần lượt ở 8,2x/0,8x, mức định giá hấp dẫn so với vị thế doanh nghiệp – công ty tôn mạ chiến thị phần thứ 02 tại thị trường nội địa

**Dư địa tăng trưởng dài hạn từ nhà máy mới**

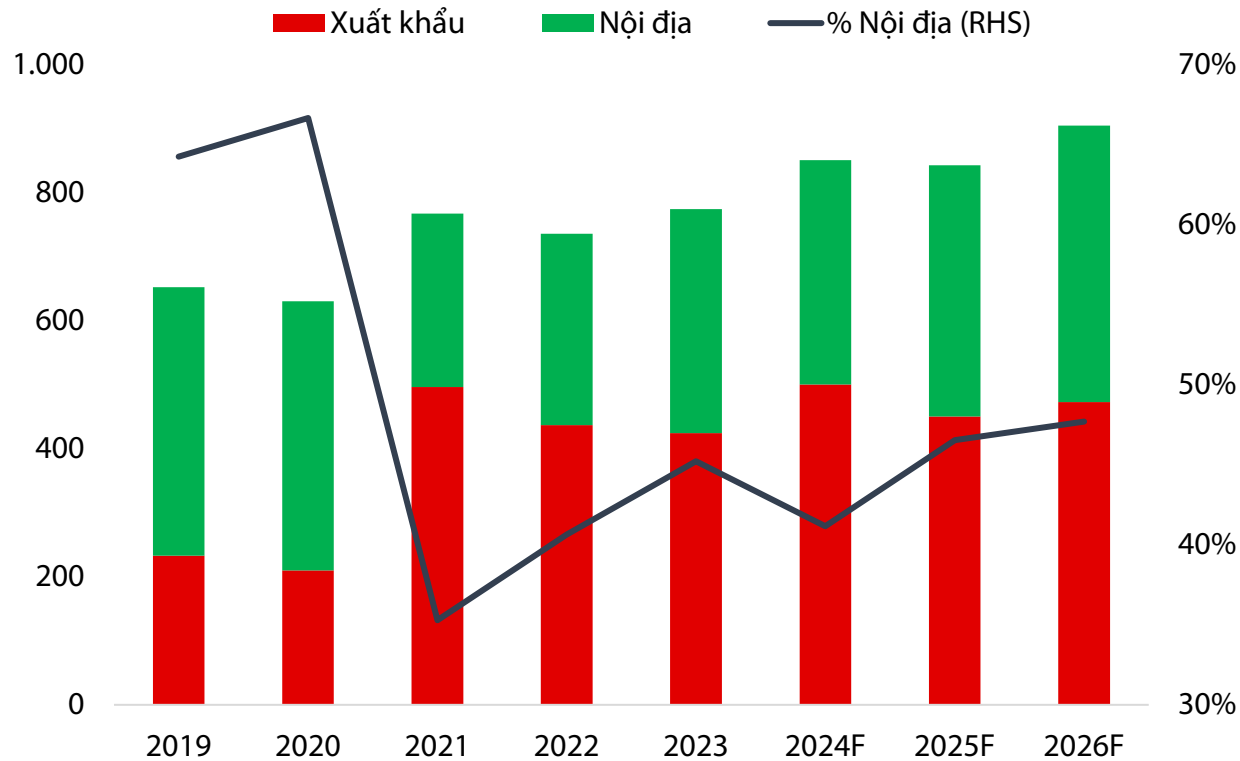
- Dự kiến từ nửa sau năm 2026, Công ty đưa vào hoạt động giai đoạn 01 của nhà máy thép dẹt mới (tổng công suất 1,1 triệu tấn/năm, trong đó giai đoạn 01 là 300 nghìn tấn/năm). Về dài hạn, ngoài tôn mạ xây dựng, Công ty có đủ năng lực để tham gia vào thị trường sản xuất thép cho thiết bị công nghiệp – tiềm năng tăng trưởng hai chữ số và chưa có công ty nội địa có thể tham gia vào

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

- Biến động giá nguyên liệu (HRC) lớn hơn kỳ vọng, ảnh hưởng tiêu cực tới KQKD của doanh nghiệp trong ngắn hạn

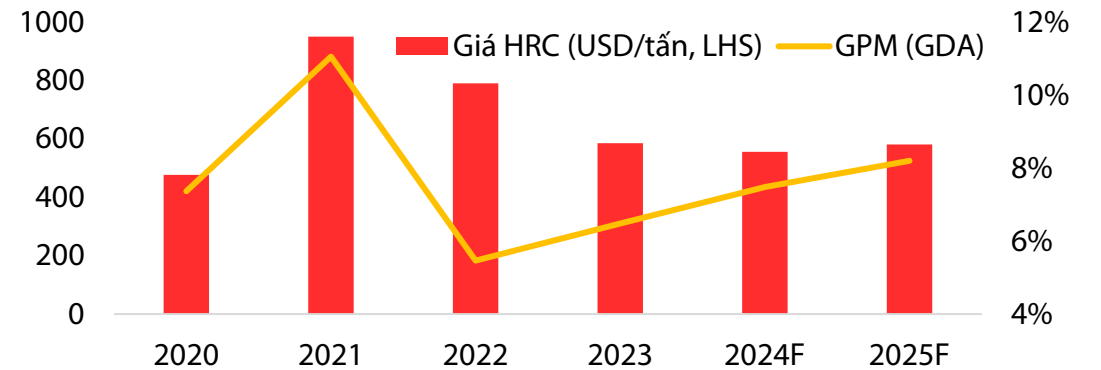
- Lợi nhuận của GDA giai đoạn 2024/2025 lần lượt đạt 391 tỷ đồng/423 tỷ đồng (+38%/+8%YoY), dư địa tăng trưởng ngắn hạn chưa có do nhà máy đã hoạt động hết công suất. Tuy nhiên nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 01 (đưa vào vận hành từ nửa sau 2026) sẽ là tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp
- Hiện GDA đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2025 lần lượt ở 8,2x/0,8x, mức định giá hấp dẫn so với vị thế doanh nghiệp – công ty tôn mạ chiếm thị phần thứ 02 tại thị trường nội địa

**Hình 1: Thị phần và sản lượng bán hàng (nghìn tấn) của GDA giai đoạn 2019-2026**

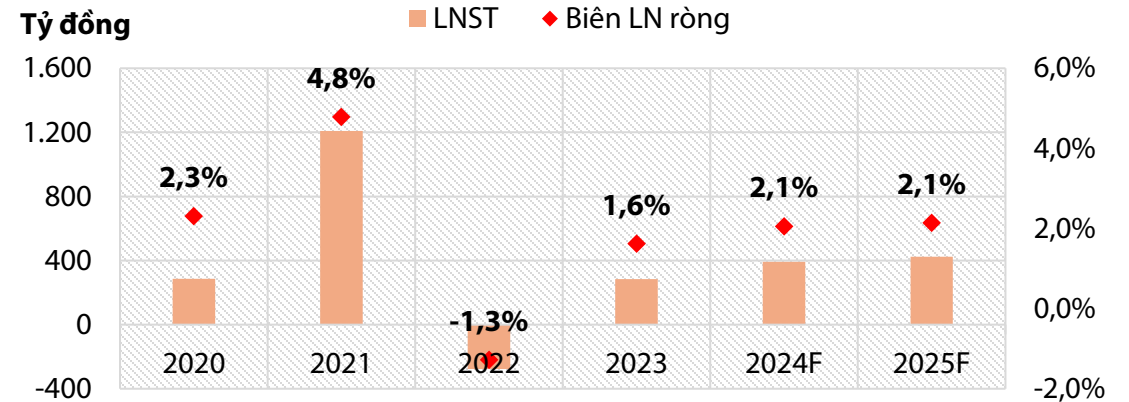


Nguồn: GDA, VSA, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Biên LN gộp của GDA và giá HRC, giai đoạn 2020-2025**



**Hình 3: Lợi nhuận của GDA giai đoạn 2020-2025**



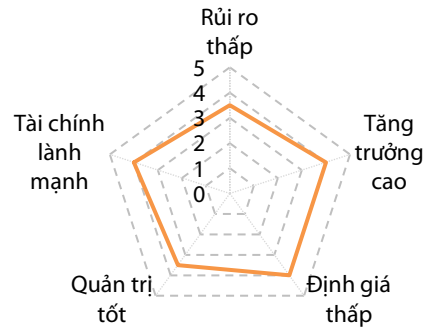
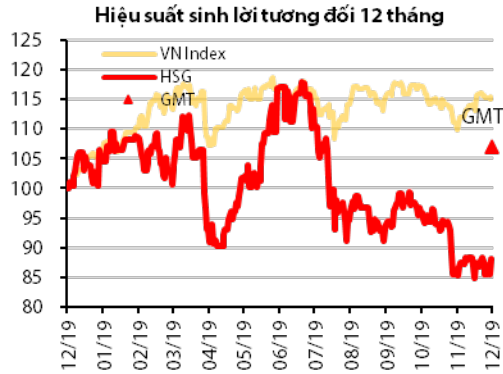
**MUA: 21%**

**GTT: 19.000**

**GMT: 23.000**

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH



Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.768
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	621
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	7.536
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	152
SH NĐTNN còn lại (%)	39,0
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	17.55 - 26.1

	2023	2024A	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	31.651	39.270	43.331
LNST (tỷ đồng)	30	510	838
ROA (%)	0,1	2,6	4,0
ROE (%)	0,2	4,7	7,6
EPS (đồng)	47	828	1.265
GTSS (đồng)	17.345	17.606	18.372
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	500	500
P/E (x)	485,1	22,9	15,0
P/B (x)	1,3	1,1	1,0

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Triển vọng hồi phục từ thị trường nội địa, với lợi thế dẫn đầu thị trường

- Trong niên độ tài chính (NĐTC) 2025 sản lượng tôn mạ kỳ vọng đạt 1,5 triệu tấn (+3%YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 15%YoY, hỗ trợ bởi: 1/Thị trường BĐS đã có dấu hiệu hồi phục và các dự án BĐS tiếp tục đẩy mạnh mở bán trong năm 2025, đi cùng với quá trình xây dựng và tăng nhu cầu nguyên vật liệu; 2/ hệ thống cửa hàng phủ khắp cả nước (gồm ~400 cửa hàng truyền thống và ~110 cửa hàng HoasenHome) giúp công ty lấy được thị phần tại thị trường nội địa, đặc biệt tại thị trường miền Bắc.

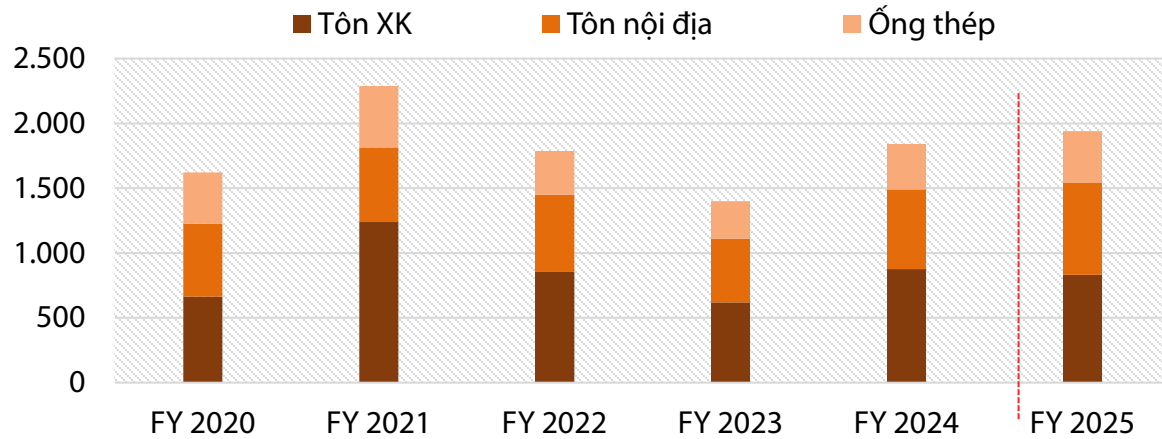
#### Biên lợi nhuận được cải thiện trong năm 2025, duy trì chi phí cho hệ thống Hoasen Home

- Với kịch bản giá HRC phục hồi về mức USD 530/tấn (+3,5%YoY), chúng tôi kỳ vọng HSG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 11,6% trong NĐTC 2025 (so với mức 10,8% trong NĐTC 2024). HSG tiếp tục duy trì biên lợi nhuận vượt trội so với các doanh nghiệp tôn mạ khác, nhưng sẽ cần duy trì chi phí SG&A tương đối cao trong NĐTC 2025 (4,1 nghìn tỷ đồng, +8%YoY, với tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu đạt 9,5%) để mở rộng hệ thống Hoasen Home trong năm 2025.
- Lợi nhuận ròng cho năm 2025 dự phóng đạt 838 tỷ đồng (+64%YoY, do công ty ghi nhận lỗ trong quý 4 của NĐTC 2024). Cổ phiếu đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng giai đoạn 2025 lần lượt là 15x/1,0x, mức hấp dẫn so với triển vọng và vị thế doanh nghiệp trong ngành.

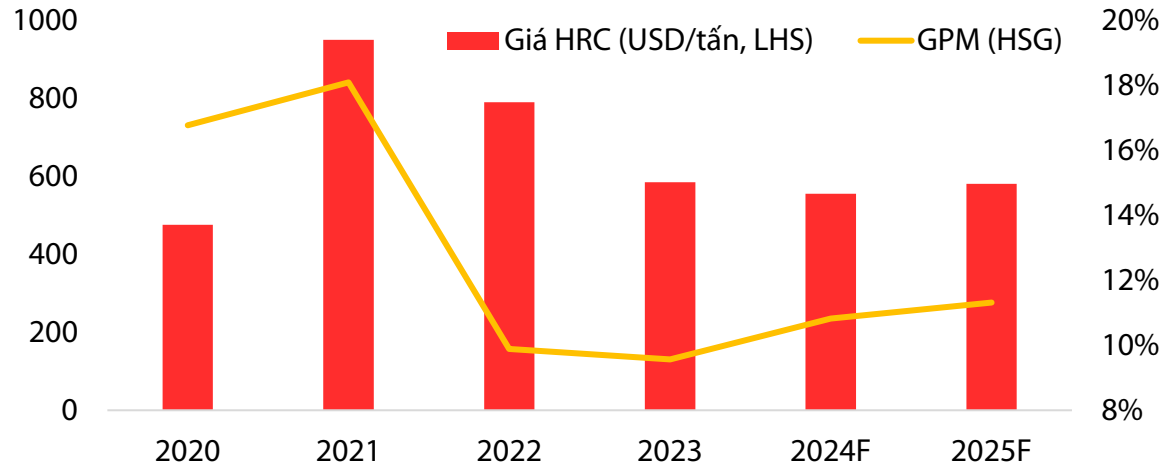
### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

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

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

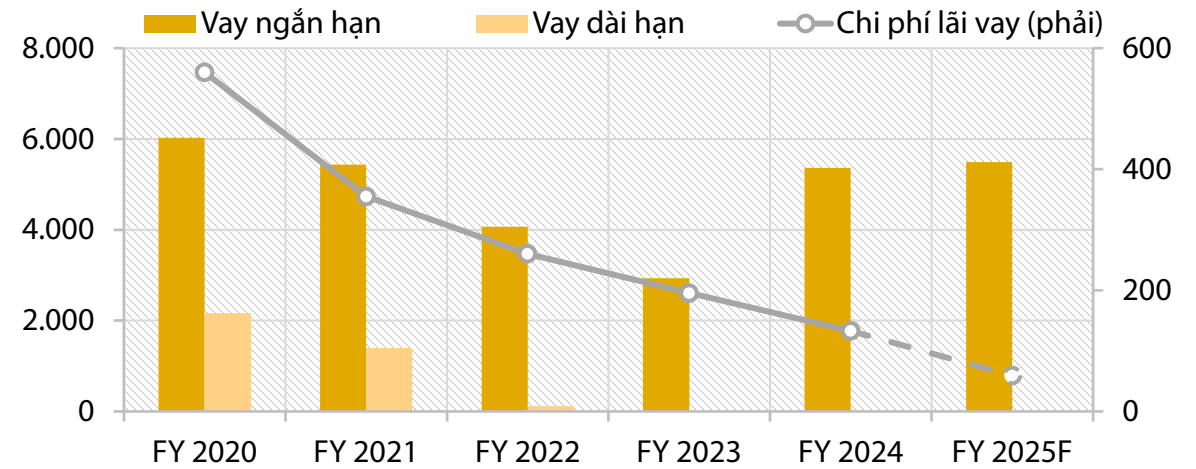


**Hình 3: Biên LN gộp của HSG và giá HRC, giai đoạn 2020-2025**

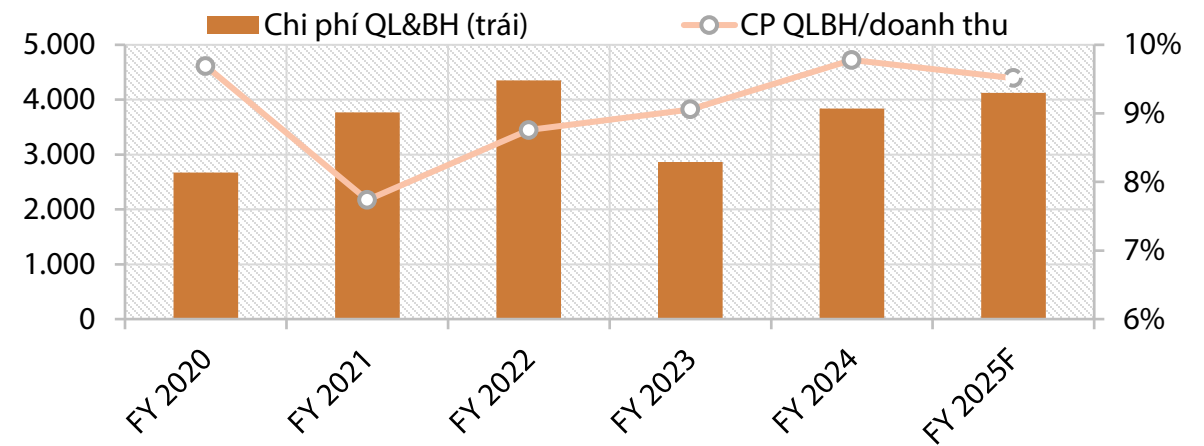


Nguồn: VSA, HSG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Công ty sử dụng nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động (tỷ đồng)**



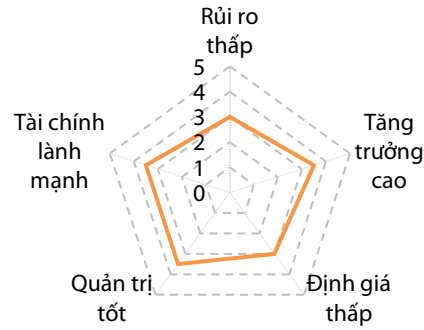
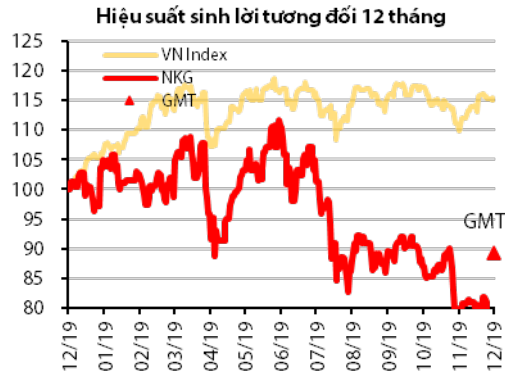
**Hình 4: Duy trì hệ thống cửa hàng Hoasen Home giúp công ty có biên LN vượt trội, nhưng ghi nhận chi phí QL&BH cao (tỷ đồng)**



**TÍCH LŨY: 13%**

**GTT: 14.800**

**GMT: 16.700**



### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.602
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	448
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	5.506
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	88
SH NĐTNN còn lại (%)	42,8
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	13.87 - 21.19

### TÀI CHÍNH

	2023	2024A	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	18.596	19.720	20.578
LNST (tỷ đồng)	117	550	562
ROA (%)	0,9	3,5	3,3
ROE (%)	2,2	7,3	7,0
EPS (đồng)	446	1.191	1.218
GTSS (đồng)	20.598	16.838	18.056
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	43,1	12,4	12,1
P/B (x)	0,9	0,9	0,8

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Khó khăn ngắn hạn từ thị trường xuất khẩu, hỗ trợ từ sản lượng nội địa

- Trong năm 2025, sản lượng tôn mạ kỳ vọng đạt 847 nghìn tấn (-1%YoY); trong đó do ảnh hưởng của xu hướng bảo hộ tại các thị trường xuất khẩu chính của doanh nghiệp (EU, Hoa Kỳ), sản lượng xuất khẩu dự kiến giảm nhẹ và đạt 574 nghìn tấn (-5%YoY, sản lượng xuất khẩu chiếm 68% tổng sản lượng). Thị trường nội địa dự kiến ghi nhận nhu cầu hồi phục (từ sự hồi phục của thị trường BĐS và nhu cầu xây dựng), qua đó sản lượng nội địa dự kiến đạt 273 nghìn tấn (+10%YoY).

#### Lợi nhuận duy trì trong năm 2025, thị giá đã chiết khấu sâu so với vị thế doanh nghiệp

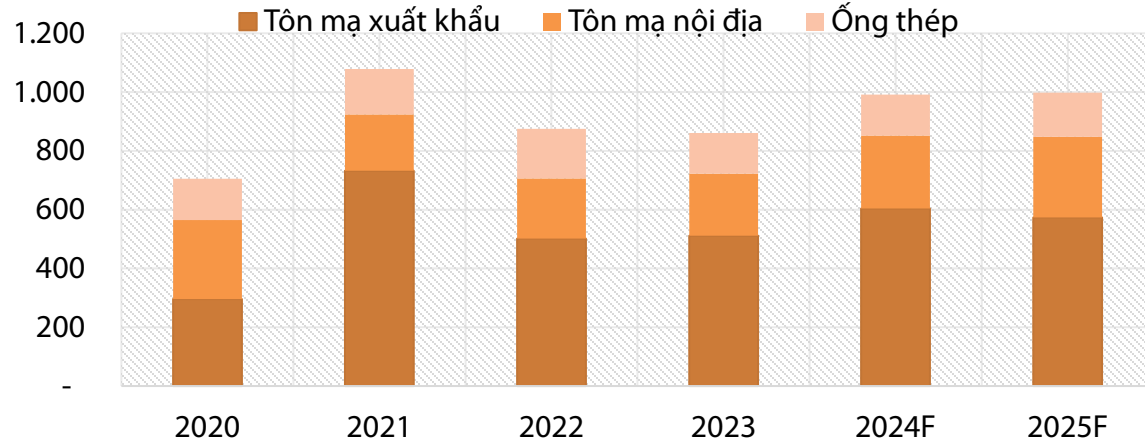
- Với kịch bản giá HRC phục hồi về mức USD 530/tấn (+3,5%YoY), chúng tôi kỳ vọng NKG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 9% trong 2025 (tương đương biên lợi nhuận 2024). Qua đó, lợi nhuận ròng cho năm 2025 dự phóng đạt 562 tỷ đồng (tương đương so với năm 2024). Cổ phiếu đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng giai đoạn 2025 lần lượt là 9,2x/0,7x, cho thấy thị trường đã phản ánh những rủi ro ngắn hạn của doanh nghiệp, và đây là cơ hội giao dịch ngắn hạn cho kỳ vọng giá nguyên liệu hồi phục trong năm 2025.
- Ngoài ra, với kế hoạch phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 2:1, giá phát hành: 12.000 đồng/cổ phần), NKG dự kiến có nguồn thu lớn (1.600 tỷ đồng) để phát triển nhà máy thép dẹt mới (công suất 800 nghìn tấn/năm), là động lực tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

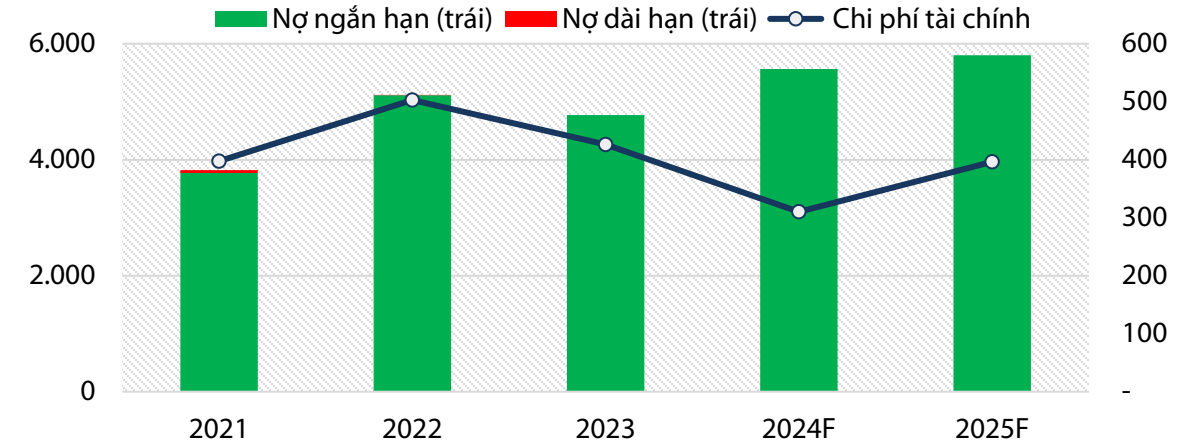
- Biến động giá nguyên vật liệu cao hơn dự kiến; nhu cầu thép mạ thấp hơn dự kiến.



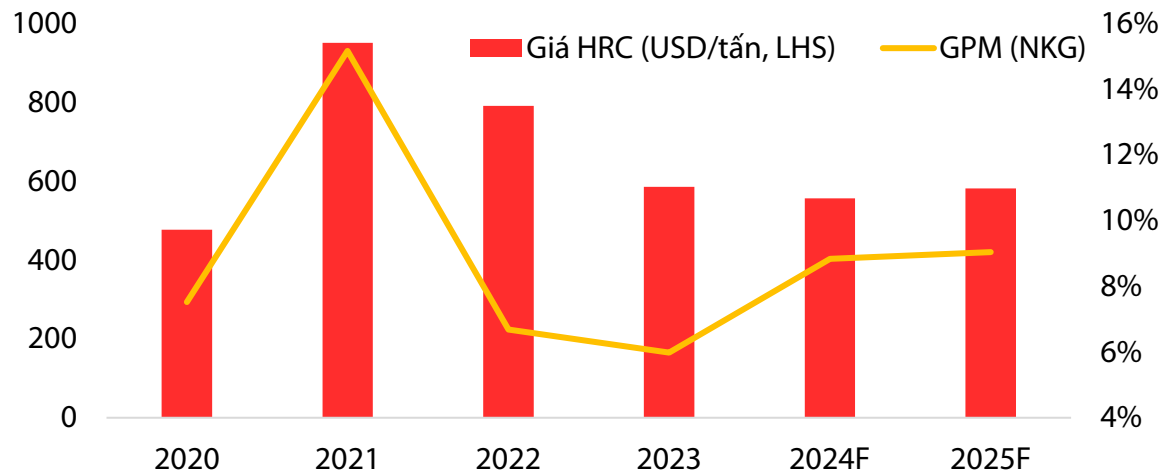
**Hình 1: Sản lượng xuất khẩu giảm nhẹ, sản lượng nội địa phục hồi (nghìn tấn)**



**Hình 2: NKG sử dụng nợ vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động, chưa sử dụng nợ vay dài hạn để tài trợ cho nhà máy mới (tỷ đồng)**



**Hình 3: Biên LN gộp của NKG và giá HRC, giai đoạn 2020-2025**



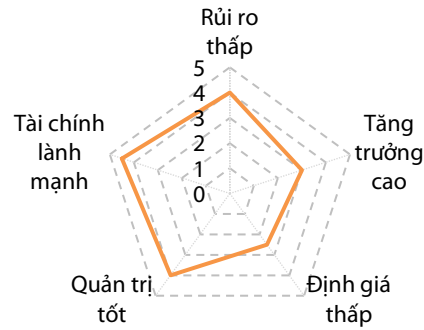
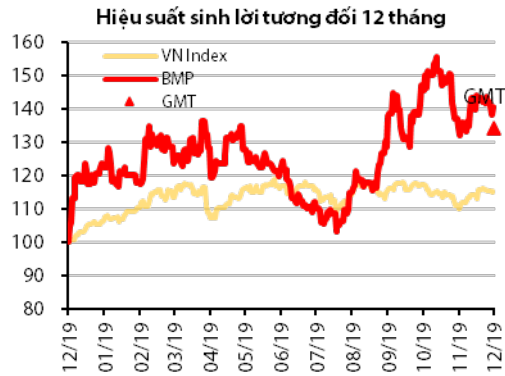
- Lợi nhuận của NKG năm 2025 kỳ vọng đạt 562 tỷ đồng (tương đương 2024), khi sản lượng xuất khẩu có thể giảm nhẹ trong 2025.
- Với kế hoạch phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 2:1, giá phát hành: 12.000 đồng/cổ phần), NKG dự kiến có nguồn thu lớn (1.600 tỷ đồng) để phát triển nhà máy thép dẹt mới (công suất 800 nghìn tấn/năm), là động lực tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp.
- NKG đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng giai đoạn 2025 lần lượt là 9,2x/0,7x, cho thấy giá thị trường đã phản ánh những rủi ro ngắn hạn của doanh nghiệp.

Nguồn: VSA, NKG, CTCK Rồng Việt

**TRUNG LẬP: 4% (\*)**

**GTT: 125.000**

**GMT: 118.500**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Ngành	Xây dựng và Vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.233
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	82
KLBOQ 3 tháng (nghìn CP)	247
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	31
SH NĐTNN còn lại (%)	15,9
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	87.2 - 137.8

**TÀI CHÍNH**

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.157	5.068	5.326
LNST (tỷ đồng)	1.041	1.042	1.080
ROA (%)	32,0	33,3	33,6
ROE (%)	38,7	38,1	38,8
EPS (đồng)	12.717	11.586	12.006
GTSS (đồng)	32.857	33.437	34.037
Cổ tức tiền mặt (đồng)	12.000	11.500	11.500
P/E (x)	8,2	10,8	10,4
P/B (x)	3,2	3,7	3,7

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Ống nhựa xây dựng – Triển vọng hồi phục, với lợi thế từ nguyên liệu giá thấp được duy trì**

- Trong năm 2025, kì vọng các dự án BĐS dân dụng sẽ đẩy mạnh mở bán trong năm 2025 – đặc biệt tại thị trường miền Nam, đi cùng với quá trình xây dựng và tăng nhu cầu nguyên vật liệu (bao gồm các sản phẩm ống nhựa của BMP). Qua đó, sản lượng bán hàng có thể hồi phục và đạt 90 nghìn tấn (tăng 5%YoY).
- BMP có thể duy trì giá bán như hiện nay nhờ vị thế tại thị trường miền Nam, cùng với giá nguyên liệu vẫn ở mức thấp (kịch bản giá hạt nhựa PVC giao dịch ở USD790/tấn, tương đương so với 2024), biên GPM có thể đạt 42,2%, và chúng tôi kỳ vọng LNST 2025 có thể đạt 1.080 tỷ đồng (+4%YoY). EPS 2025 là 12.000 đồng

**Duy trì chính sách cổ tức cao**

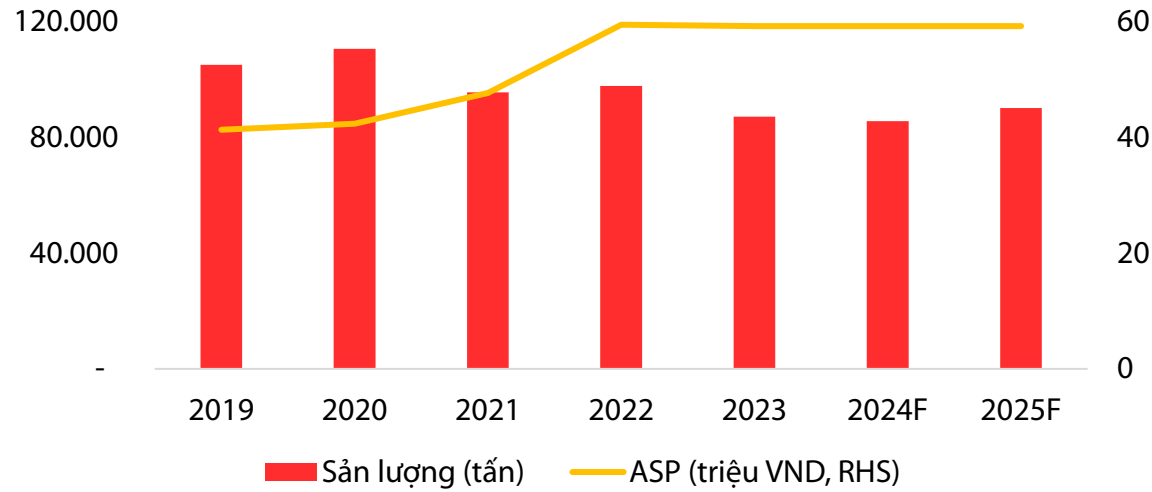
- Kể từ giai đoạn 2018-2019, sau khi trở thành công ty con của Nawaplastic Industries (sở hữu 55% cổ phần) thì BMP hầu như duy trì chính sách cổ tức ở mức cao, với việc chia trên 95% lợi nhuận hàng năm cho cổ tức bằng tiền (tỷ suất cổ tức duy trì trên 10%). Cho năm 2025, với EPS 2025 là 12.000 đồng và chúng tôi kỳ vọng mức cổ tức tiền mặt chi trả trong năm là 11.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng tỷ suất cổ tức đạt 9,2% - cao hơn so với trung bình các doanh nghiệp đang niêm yết.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

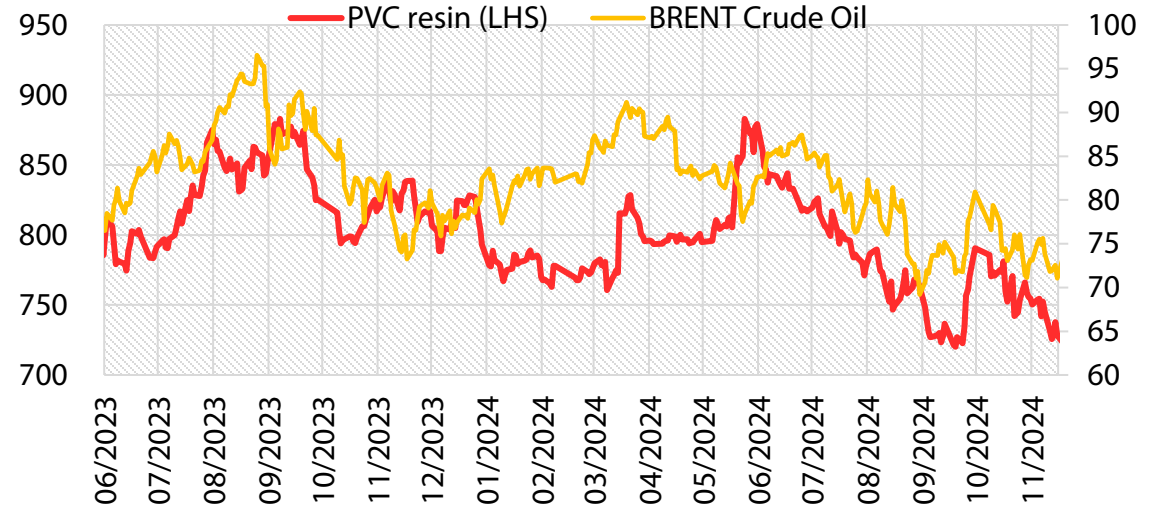
- Biến động giá nguyên vật liệu cao hơn dự kiến; nhu cầu ống nhựa xây dựng thấp hơn dự kiến.

(\*): bao gồm cổ tức bằng tiền là 11.500 đồng/cổ phiếu

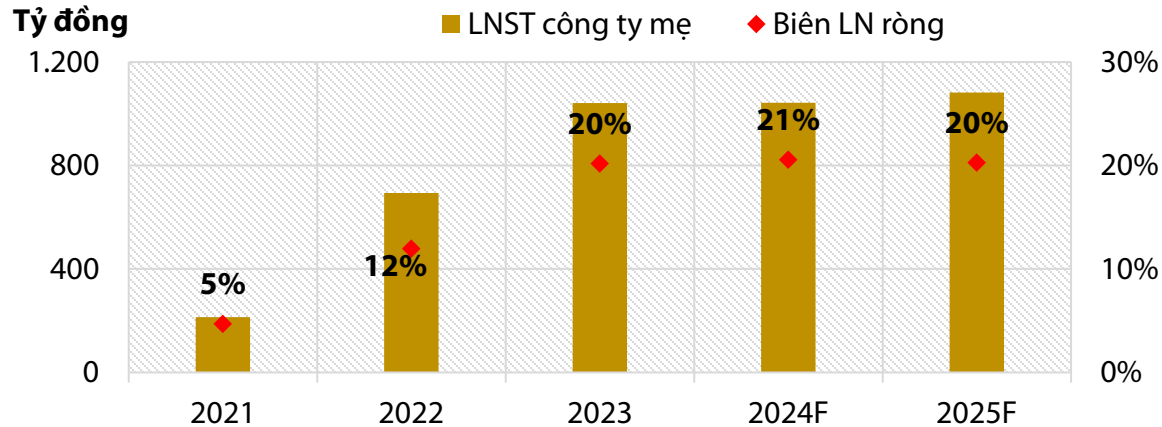
**Hình 1: BMP duy trì được giá bán, dù nhu cầu mới hồi phục nhẹ**



**Hình 3: Giá nguyên liệu tiếp tục duy trì ở mức thấp**

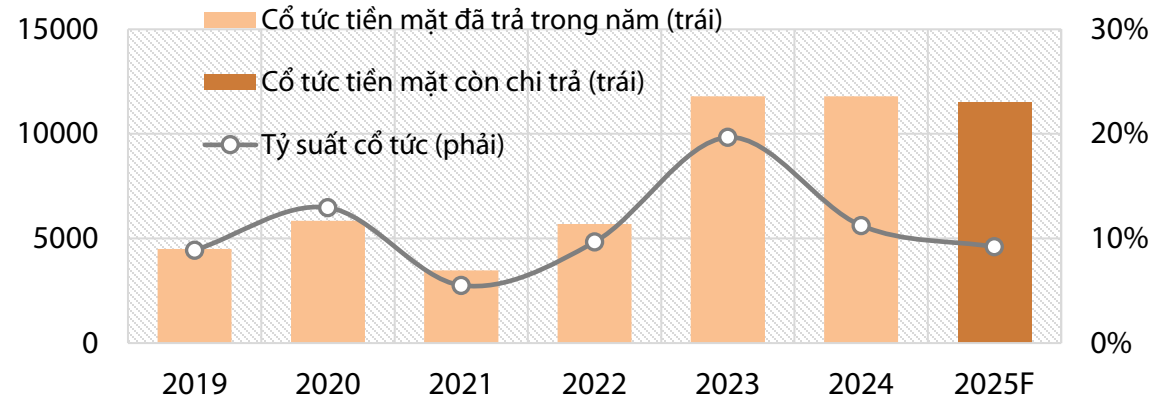


**Hình 2: Lợi nhuận BMP giai đoạn 2020-2025**



Nguồn: BMP, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tỷ suất cổ tức ở mức cao từ 2019**



Nguồn: Bloomberg, BMP, CTCK Rồng Việt



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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



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

