

## Ngành Thép

Báo cáo lần đầu

Tháng 8, 2024

Mã giao dịch: GDA

Reuters: GDA.HNO

Bloomberg: GDA VN

## Bước vào chu kỳ phục hồi

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **41.800**

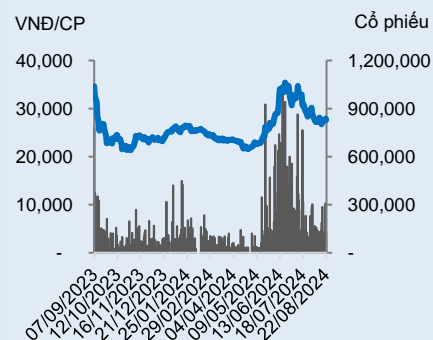
Giá thị trường (22/8/2024) 27.630

Lợi nhuận kỳ vọng +51,3%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	21.339-35.401
Vốn hóa	3.169 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	114.691.510
KLGD bình quân 10 ngày	163.351
% sở hữu nước ngoài	23,28%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,6%
Beta	1,73

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GDA	9,6%	-4,1%	3,9%	12,8%
UpcomIndex	7,8%	-0,8%	-1,5%	3,6%

Chuyên viên phân tích

**Tôn Nữ Nhật Minh**

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

**Cập nhật quả kinh doanh Q2.2024.** GDA ghi nhận kết quả kinh doanh quý 2 tích cực với doanh thu thuần 5.986 tỷ đồng (+25%YoY; +46%QoQ) nhờ tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ tăng lên 20%YoY. Biên lợi nhuận gộp cũng được cải thiện mạnh từ mức 2% lên 9,1%. Bên cạnh đó, thu nhập tài chính giảm 21 tỷ so với Q2/2023. Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 6%, cao hơn mức 5% của cùng kỳ năm trước. Cuối kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 171 tỷ đồng (+40%YoY).

## Điểm nhấn đầu tư

**Thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính của GDA trong năm 2024.** Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu có thể duy trì mức tăng trưởng trong các quý tiếp theo nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ thép tại các thị trường xuất khẩu lớn của GDA như Mỹ và EU đều có mức tăng trưởng dương trong năm 2024, lần lượt là 1,6% và 8%YoY; và (2) Ước tính giá HRC tại EU và USA cao hơn giá nội địa trong khoảng mức 150-200 USD/tấn trong 2024.

**Biên lợi nhuận cải thiện nhờ chiến lược tích trữ hàng tồn kho giá rẻ.** GDA tăng nợ vay ngắn hạn 11% QoQ trong Q1/2024, để tăng nhập hàng tồn kho. Tuy nhiên, công ty sẽ không nhập tồn kho giá rẻ một cách "ồ ạt" mà có định mức lượng tồn kho theo quy định tiêu chuẩn (dao động khoảng 160-180 nghìn tấn, tương đương 2-3 tháng bán hàng). Ban lãnh đạo Công ty cho biết mức tồn kho sẽ điều chỉnh lượng tồn kho theo kế hoạch bán hàng/sản xuất định kỳ phù hợp với nhu cầu thực tế những vẫn tối ưu hóa chi phí liên quan đến vốn lưu động.

**Nhà máy mới ở Bà Rịa Vũng Tàu – động lực tăng trưởng trong dài hạn của GDA.** Nhà máy mới với tổng vốn đầu tư 7.000 tỷ đồng, đã được hoàn thành thủ tục thành lập doanh nghiệp (Công ty TNHH Tôn Đông Á – Phú Mỹ tại KCN Phú Mỹ 3) và hiện tại đang trong quá trình xin giấy phép đầu tư, dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng sớm nhất vào Q4/2024. Sản phẩm chính của nhà máy mới chủ yếu tập trung vào sản xuất tôn mạ cung ứng ngày xây dựng chất lượng cao, thép cho gia dụng và ô tô với biên lợi nhuận có thể đạt tới 20%, chủ yếu phục vụ xuất khẩu. Giai đoạn 1 dự kiến đưa vào hoạt động từ Q3/2026 và sẽ đạt hiệu suất 80-90% (khoảng 300 nghìn tấn/năm), nâng công suất tổng của GDA lên 1,1 triệu tấn/năm.

**Định giá và khuyến nghị.** Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GDA trong năm 2024 lần lượt đạt 19.543 tỷ đồng (+12%YoY) và 490 tỷ đồng – tăng 1,7 lần so với 2023 nhờ sản lượng xuất khẩu tăng mạnh phục hồi và biên lợi nhuận cải thiện. BVSC định giá cổ phiếu GDA với giá mục tiêu **41.800 đồng/cổ phiếu** với mức P/E forward là 9,8x; thấp hơn hơn mức P/E ngành trung bình 3 năm là 15,7x và đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối cổ phiếu này vì (1) Định giá hấp dẫn; và (2) Câu chuyện tăng trưởng tiềm năng từ nhà máy mới.

## Nhận định thị trường tôn mạ

### Dư cung, chịu áp lực cạnh tranh về giá với các sản phẩm nhập khẩu

Sản lượng sản xuất tôn mạ (tôn phủ màu, thép mạ) của Việt Nam hiện khoảng hơn 3,5 triệu tấn, trong khi đó tiêu thụ nội địa là 3 triệu tấn, nên lượng sản xuất đã dư thừa trên 16%. Trong khi đó, sản lượng nhập khẩu tôn mạ từ Trung Quốc tăng vọt, tổng sản lượng tôn mạ (tôn phủ màu, tôn mạ lạnh, tôn mạ kẽm và thép dày mạ kẽm) dư thừa tại thị trường nội địa hiện tại khoảng trên 1,2 triệu tấn.

Theo số liệu từ Tổng cục hải quan, sản lượng nhập khẩu tôn phủ màu và thép mạ (tôn mạ lạnh, tôn mạ kẽm và thép dày mạ kẽm) từ Trung Quốc và Hàn Quốc có sự gia tăng đáng kể từ 2023 cho đến nay, chiếm từ 50% sản lượng tôn mạ nhập khẩu từ đầu 2023 lên mức gần 80% vào cuối tháng 4/2024. Tôn mạ Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam bán giá thấp hơn khoảng 30- 40% so với tôn mạ do Việt Nam sản xuất. Với lượng nhập khẩu cao và phá giá từ Trung Quốc nên sản phẩm tôn mạ Việt Nam không thể cạnh tranh với tôn mạ giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc.

Tuy nhiên, ở một số phân khúc sản phẩm, Việt Nam vẫn thiếu nguồn cung thép mạ xây dựng chất lượng cao hoặc thép mạ cho sản xuất thiết bị điện gia dụng và phải nhập khẩu.

### Chính phủ áp thuế Chống bán phá giá (CBPG) nhằm bảo vệ ngành Tôn mạ Việt Nam

Ngành Tôn mạ Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm tôn mạ nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc. Chính vì vậy, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 1105/QĐ-BCT năm 2017 về việc áp thuế chống bán phá giá thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc với mức thuế cao nhất là 38,34%. Sau 5 năm áp dụng biện pháp thuế CBPG thì Bộ Công Thương chấm dứt lệnh này. Đến năm 2023, các doanh nghiệp tôn mạ tiếp tục nộp hồ sơ kiến nghị Cục Phòng vệ Thương mại khởi xướng điều tra lại vụ việc AD02. Đến ngày 14/06/2024, Bộ Công Thương vừa ban hành Quyết định số 1535/QĐ-BCT về việc điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm thép mạ có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc. BVSC dự kiến từ tháng 8 đến tháng 10/2024 Bộ Công Thương sẽ áp thuế CBPG tạm thời đối với sản phẩm thép mạ và chậm nhất là cuối năm 2025 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận có chính thức áp thuế CBPG hay không.

### Hầu hết các doanh nghiệp tôn mạ của Việt Nam không tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào

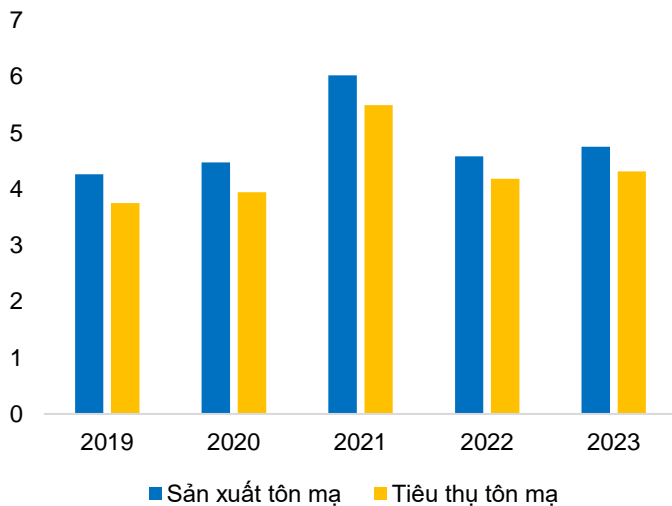
Các doanh nghiệp tôn mạ/ống thép của Việt Nam (trừ HPG) đều không tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào là thép HRC mà phải nhập khẩu từ Trung Quốc và một số quốc gia khác như Đài Loan, Nhật Bản, Hàn Quốc. Trong khi đó, chi phí nguyên vật liệu này chiếm 80%-90% tổng chi phí đầu vào, điều này ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp khi giá HRC biến động tăng mạnh trong điều kiện nguồn cung không bị thu hẹp.

**Triển vọng ngành Tôn mạ trong năm 2024: bắt đầu bước vào chu kỳ phục hồi**

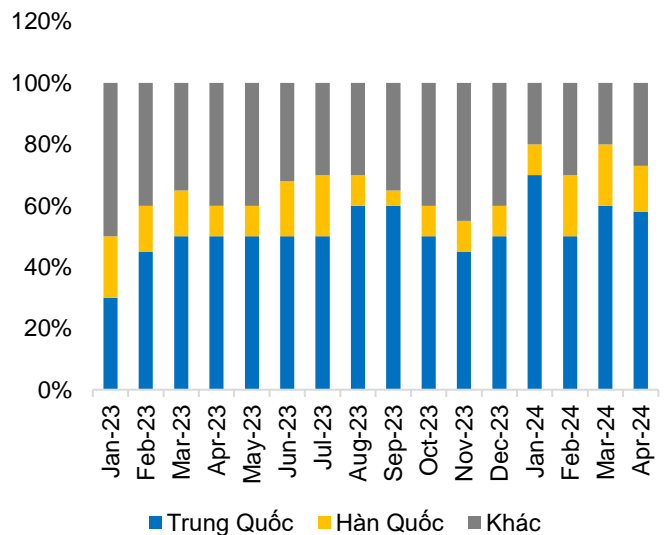
**Nhu cầu tiêu thụ nội địa.** Đối với nhu cầu tiêu thụ thép tại Việt Nam, VSA ước tính tăng 6,4%, lên gần 21,6 triệu tấn trong 2024 với kỳ vọng những chương trình thúc đẩy nền kinh tế của Chính phủ có hiệu quả như tháo gỡ khó khăn lĩnh vực bất động sản, hỗ trợ lãi suất... Sự tăng trưởng nhu cầu từ các dự án xây dựng dân dụng và thương mại và đầu tư vào cơ sở hạ tầng tại Việt Nam dự kiến sẽ là động lực cho 2H2024.

**Xuất khẩu là “điểm sáng” của ngành Thép trong 2024.** Những động lực tăng trưởng xuất khẩu thép đến từ (1) Chênh lệch giữa giá thép HRC ở Bắc Mỹ và Châu Âu cao hơn so với giá thép ở Việt Nam dao động 150-200 USD/tấn (tương đương cao hơn so với giá HRC nội địa khoảng 25-35%); (2) Châu Âu kiểm soát chặt hơn việc nhập thép bán thành phẩm do Nga sản xuất trong năm 2024 cũng sẽ hỗ trợ xuất khẩu thép Việt Nam sang Châu Âu; và (3) Tăng trưởng hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng tại thị trường ASEAN, Mỹ và EU sẽ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu thép của Việt Nam. Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu tiêu thụ thép của Mỹ, Châu Âu và ASEAN lần lượt tăng 5,8%, 1,6% và 5,2% trong 2024.

**Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tôn mạ tại Việt Nam**  
(Đơn vị: triệu tấn)



**Việt Nam nhập khẩu thép chủ yếu từ Trung Quốc và Hàn Quốc**



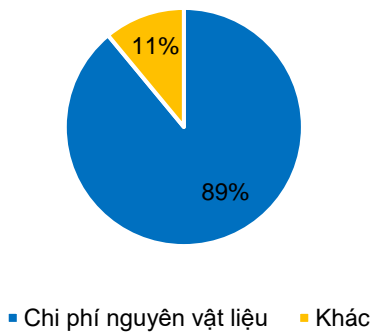
Nguồn: Tổng cục Hải quan, Fiipro, BVSC tổng hợp

**Chính phủ áp thuế chống bán phá giá với thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc**

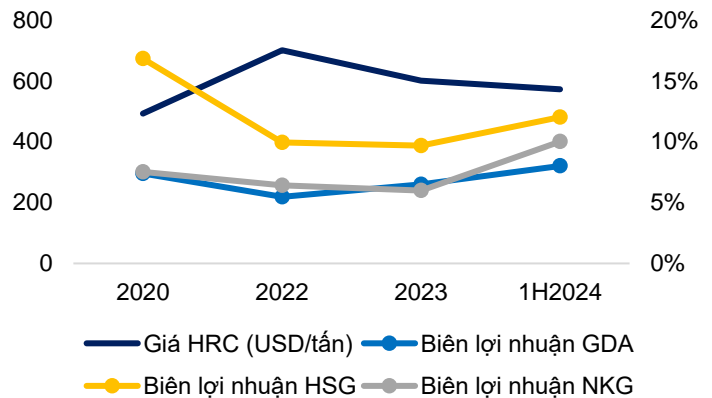
Tên vụ việc	Mức thuế	Quốc gia áp	Thời gian áp thuế
<b>Tôn mạ màu (AD04)</b>	- Trung Quốc: 2,56% đến 34,27%. - Hàn Quốc: 4,95% đến 19,25%.	Trung Quốc và Hàn Quốc.	2019-24/10/2024.
<b>Tôn mạ kẽm/mạ lạnh (AD02)</b>	- Trung Quốc: 3,17% đến 38,34%. - Hàn Quốc: 7,02% đến 19%.	Trung Quốc và Hàn Quốc.	2017-2022. Hiện đã hết hiệu lực, Bộ Công Thương đã quyết định điều tra lại từ 14/6/2024.
<b>Tôn cán nguội (AD08)</b>	- Trung Quốc: 4,43%.	Trung Quốc.	2020-21/12/2025.
<b>Thép không gỉ (AD01)</b>	- Trung Quốc: 4,64% đến 6,87%. - Indonesia: 3,07%. - Malaysia: 10,71% - Đài Loan: 13,79% đến 37,29%	Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan.	2014-2019 và đang được rà soát.

Nguồn: Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

**Chi phí NVL đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất của các doanh nghiệp tôn mạ**

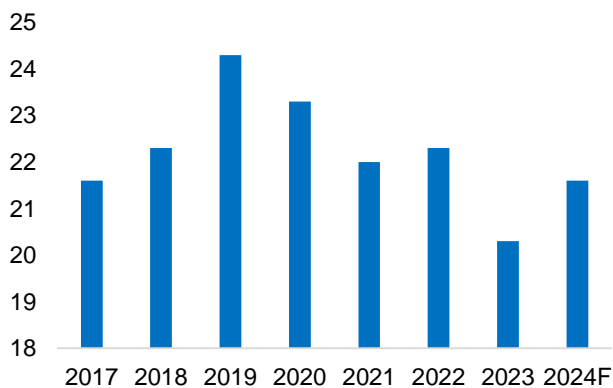


**Biến động giá HRC và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ**

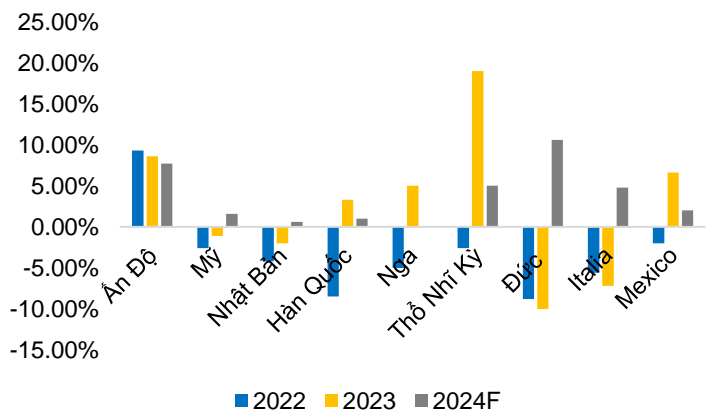


Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, BVSC tổng hợp

**Sản lượng tiêu thụ thép tại Việt Nam giai đoạn 2017-2024 (Đơn vị: triệu tấn)**



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



Nguồn: VSA, Worldsteel

## Tổng quan doanh nghiệp

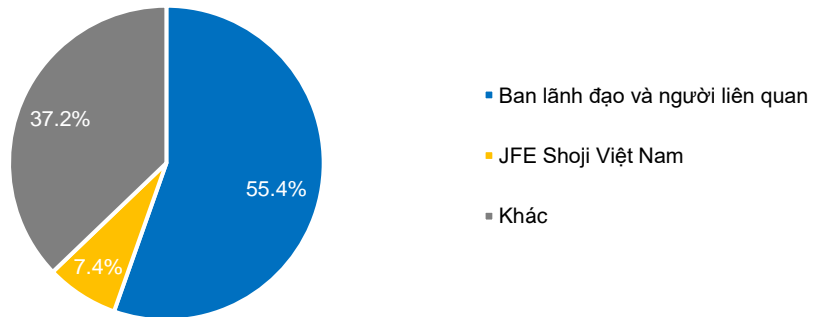
### Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ phần Tôn Đông Á (GDA), tiền thân là Công ty TNHH Đông Á, được thành lập vào năm 1998. Công ty chuyên sản xuất các sản phẩm tôn mạ kẽm, tôn mạ kẽm màu, tôn mạ lạnh và tôn mạ màu lạnh. Các sản phẩm của công ty được phân phối qua hơn 1.700 đại lý và xuất khẩu đến 45 quốc gia trên thế giới, trong đó, các thị trường chính bao gồm Mỹ, Châu Âu, Đông Nam Á và Nhật Bản. Đối với thị trường Việt Nam, Tôn Đông Á đứng thứ 2 về thị phần trong nước và đứng đầu về mảng tôn lạnh và tôn màu lạnh tại khu vực miền Nam. Hiện công ty sở hữu và vận hành hai nhà máy bao gồm Nhà máy Thủ Dầu Một và Nhà máy Sóng Thần với tổng công suất tôn mạ khoảng 850 nghìn tấn/năm. Cổ phiếu GDA được giao dịch trên thị trường Upcom vào ngày 06/9/2023.

### Cơ cấu cổ đông

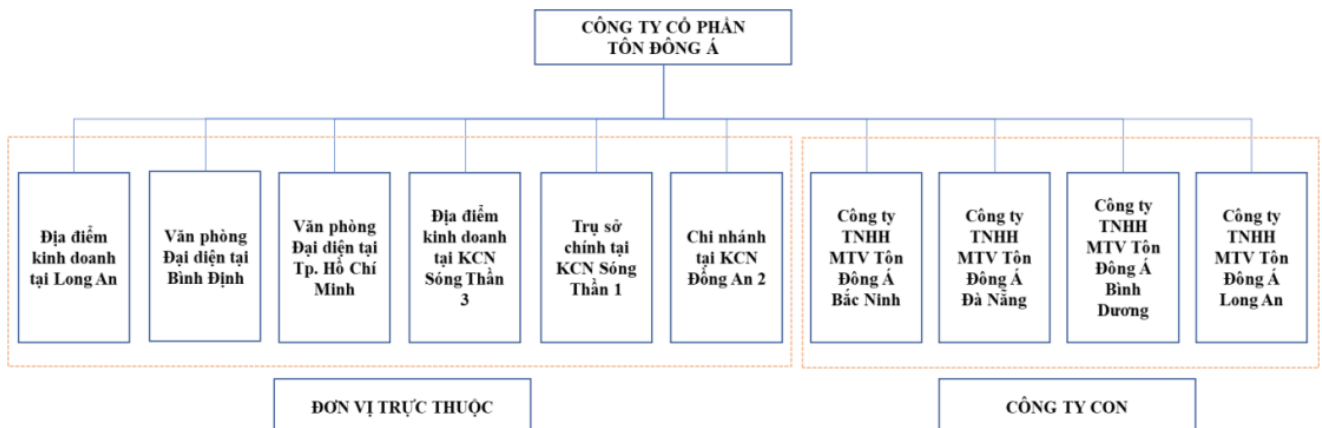
Về cơ cấu cổ đông, Ban lãnh đạo và những người liên quan chiếm tới 64% tỷ lệ sở hữu. Tỷ lệ cổ đông nước ngoài sở hữu là 23,25%, trong đó công ty cổ phần JFE Shoji Việt Nam – cổ đông chiến lược của GDA, chiếm khoảng 7,44%.

**Cơ cấu cổ đông**



Nguồn: GDA

### Công ty thành viên và công ty liên kết



Nguồn: GDA

### Chuỗi giá trị sản xuất

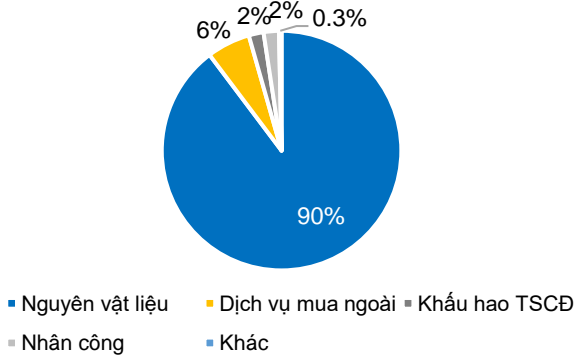
NGUYÊN NHIÊN LIỆU	SẢN XUẤT	THÀNH PHẨM	PHÂN PHỐI
<p><b>Nguyên nhiên liệu</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Nguyên nhiên liệu chính:</b> Thép HRC, chiếm 80-90% chi phí sản xuất, 100% mua ngoài (mua nội địa từ HPG và Formosa, chiếm tỷ lệ 50%, 50% còn lại nhập khẩu từ Trung Quốc, Nhật, Hàn Quốc,...).</li> </ul>	<p><b>3 nhà máy sản xuất</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nhà máy Thủ Dầu Một và Nhà máy Sóng thần với tổng công suất 850 nghìn tấn/năm.</li> <li>▪ Trong đó, Nhà máy Thủ Dầu Một bao gồm 3 dây chuyền sản xuất tôn mạ lạnh (công suất 750 nghìn tấn/năm) và 1 dây chuyền sản xuất tôn mạ màu (công suất 120 nghìn tấn/năm)</li> <li>▪ Nhà máy Sóng Thần có 3 dây chuyền sản xuất tôn mạ màu (công suất 120 nghìn tấn/năm) và 1 dây chuyền sản xuất tôn mạ lạnh (công suất 100 nghìn tấn/năm)</li> <li>▪ Công ty sẽ đầu tư nhà máy thứ 3 ở Bà Rịa – Vũng Tàu, sản xuất sản phẩm tôn mạ cao cấp, tổng vốn đầu tư 7.000 tỷ đồng</li> </ul>	<p><b>Sản phẩm chính</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tôn kẽm/ thép mạ kẽm</li> <li>▪ Tôn lạnh/ thép mạ nhôm kẽm: GDA tập trung sản xuất sản phẩm tôn lạnh cao cấp. Đây là sản phẩm chiến lược của GDA. Dòng sản phẩm này chiếm 81% tổng sản lượng thép của GDA, so với 63% của HSG và 57% của NKG vào năm 2020.</li> <li>▪ Tôn màu</li> <li>▪ Thép hộp mạ kẽm</li> <li>▪ Thép cán nguội/tôn đen</li> </ul>	<p><b>Nội địa và xuất khẩu</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tiêu thụ nội địa: phân phối sản phẩm qua hơn 1.700 đại lý trên cả nước</li> <li>▪ Xuất khẩu: chủ yếu sang các nước Đông Nam Á, Mỹ, Châu Âu...</li> </ul>

Nguồn: GDA, BVSC tổng hợp

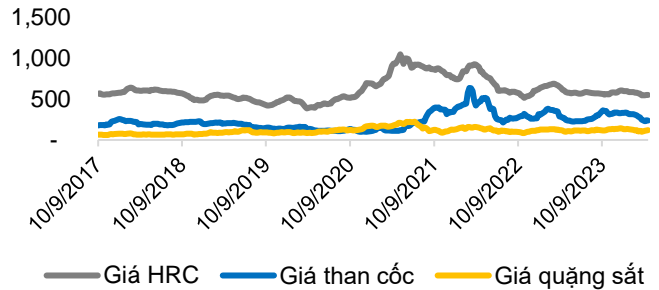
### Nguyên liệu đầu vào – chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất kinh doanh của GDA

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào (thép HRC) chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất của GDA, khoảng 80-90% tổng chi phí sản xuất năm 2023. Công ty không tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào, 100% mua ngoài, trong đó, mua từ các doanh nghiệp sản xuất HRC nội địa (HPG và Formosa) chiếm 50% tỷ trọng sản lượng, còn lại sẽ nhập khẩu từ Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc (trong đó, tỷ trọng sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm từ 15-20%). Biến động giá HRC rất “nhạy cảm” với biến động giá than cốc và quặng sắt. Vì vậy, khi có sự biến động về giá cả và tính ổn định của nguồn cung trên thế giới đối với các loại nguyên vật liệu như than cốc, quặng sắt thì giá thép HRC cũng biến động theo, điều này ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của GDA. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 5%-6% tổng chi phí sản xuất, chủ yếu là chi phí điện năng phục vụ cho sản xuất. Chi phí khấu hao tài sản cố định (TSCĐ) chiếm tỷ trọng thấp, khoảng 2-3% tổng chi phí sản xuất trong 2023, do phần lớn các dây chuyền sản xuất tại GDA được đưa vào vận hành từ 2014 nên cũng sắp hết khấu hao.

**Chi phí sản xuất theo yếu tố kinh doanh**



**Diễn biến giá quặng sắt, than cốc và thép HRC khá đồng pha**  
(Đơn vị: USD/tấn)



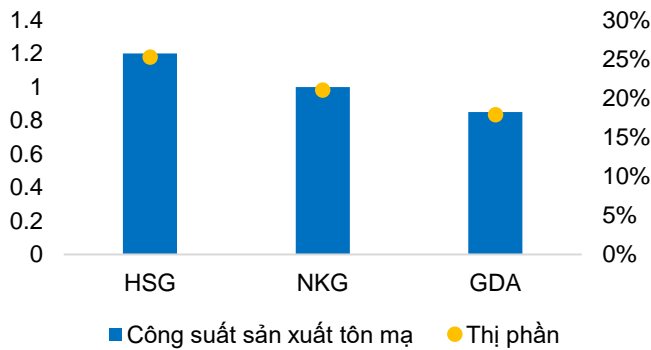
Nguồn: GDA, Bloomberg, BVSC ước tính

**Các dây chuyền sản xuất hiện tại đều đạt tỷ lệ sản xuất thực tế cao. GDA tiếp tục đầu tư nhà máy mới để tạo động lực cho tăng trưởng trong dài hạn**

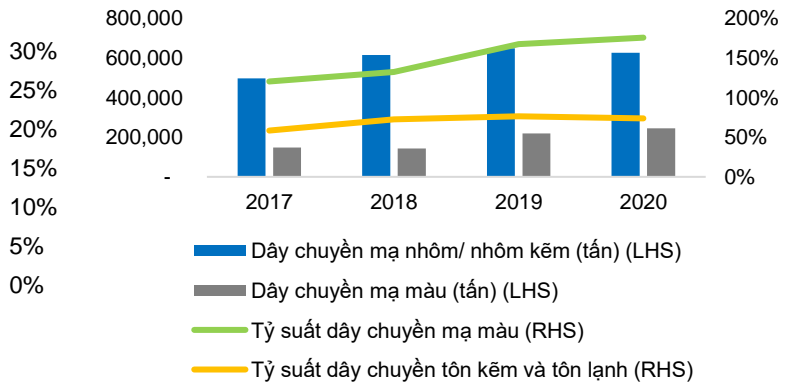
Hiện tổng công suất 2 nhà máy của GDA khoảng 850 nghìn tấn/năm, chiếm 18% tổng sản lượng sản xuất tôn mạ tại Việt Nam năm 2023. Dây chuyền sản xuất của Tôn Đông Á tại nhà máy Thủ Dầu Một và Sóng Thần 1 có hiệu quả công suất cao, tỷ lệ sản lượng thực tế so với công suất tối đa thực tế đối với dòng tôn kẽm và tôn lạnh đạt ngưỡng trên 90% trong khi đó, tỷ lệ này với dòng tôn màu đã vượt ngưỡng trên 80% trong giai đoạn 2023-2024.

Năm 2024, công ty tiếp tục đầu tư thêm nhà máy mới tại Bà Rịa – Vũng Tàu với tổng vốn đầu tư khoảng 7 nghìn tỷ đồng, dự kiến công suất thiết kế của nhà máy khoảng 1,2 triệu tấn tôn/năm, chia làm 3 giai đoạn: giai đoạn 1 sản xuất 350 nghìn tấn/năm (2024-2026); giai đoạn 2 sản xuất 200 nghìn tấn/năm (2025-2027); và giai đoạn 3 sản xuất 650 nghìn tấn/năm (2027-2029). Nhà máy mới sẽ tập trung sản xuất sản phẩm tôn chất lượng cao cho sản xuất nội thất và thiết bị điện gia dụng để phục vụ cả nội địa và xuất khẩu (khách hàng tiềm năng tại thị trường Bắc Mỹ, Châu Âu và Đông Nam Á). Tuy nhiên, dây chuyền của 2 nhà máy hiện tại chưa thể phân bổ cơ cấu và chuyên môn hóa dây chuyền sản xuất đồng loạt với quy mô lớn cho cả sản phẩm thép mạ xây dựng và thiết bị điện gia dụng, dự kiến lợi nhuận sẽ được cải thiện khi nhà máy mới hoàn thành với biên lợi nhuận có thể đạt tới 15-30% (biên lợi nhuận cho thép mạ trong ngành điện thiết bị điện gia dụng thường cao hơn so với các ứng dụng khác do yêu cầu kỹ thuật cao và tính chất thẩm mỹ của sản phẩm). Nhà máy mới đã được hoàn thành thủ tục thành lập doanh nghiệp (Công ty TNHH Tôn Đông Á – Phú Mỹ tại KCN Phú Mỹ 3), hiện đang xin giấy phép đầu tư và sớm nhất sẽ xây dựng nhà máy trong Q4/2024. Đối với nguồn vốn tài trợ nhà máy mới, công ty ưu tiên vốn tự có và sau đó xem xét kế hoạch vay nợ. Trong ngắn hạn, VCSH sẽ tăng lên 4.000 tỷ vào cuối 2024 và dự kiến tăng lên 5.000 tỷ đồng vào 2026. Ngoài ra, công ty có 2.000 tỷ tài sản cố định và khấu hao khoảng 300 tỷ đồng/năm, lũy kế tới 2026 có thể có hơn 1.000 tỷ dòng tiền hoạt động để xây dựng nhà máy. Các ngân hàng cũng đang hưởng ứng tốt với lãi suất ưu đãi và có thể cho vay lên đến 2.700 tỷ đồng. Ban lãnh đạo công ty cho biết nhà máy mới đã được đảm bảo đầu ra và nguồn vốn, hiện chỉ cần kiểm soát được chi phí vận chuyển là công ty sẽ đảm bảo lợi nhuận, trong trường hợp tình hình kinh doanh có nhiều biến động thì sẽ phát hành thêm cổ phiếu và trả cổ phiếu bằng cổ tức để đảm bảo nguồn tiền xây dựng.

**Công suất sản xuất của 3 doanh nghiệp sản xuất tôn mạ đứng đầu Việt Nam**  
(Đơn vị: triệu tấn)



**Dây chuyền sản xuất của GDA đạt tỷ lệ sản xuất thực tế cao**



Nguồn: GDA, BVSC ước tính

**Đầu ra: Sản phẩm tôn lạnh và tôn lạnh màu là sản phẩm chiến lược xuất khẩu của công ty**

Doanh thu GDA dao động từ hơn 12 nghìn tỷ đến 21 nghìn tỷ trong giai đoạn 2020–2023, tăng trưởng CAGR 12%/năm (riêng năm 2021, doanh thu đạt 25 nghìn tỷ do giá thép tăng mạnh trong bối cảnh lệnh phong tỏa dịch Covid-19 khiến chuỗi cung ứng bị đứt gãy trong khi đó Fed hạ lãi suất, bơm tiền trợ cấp hỗ trợ nhu cầu xây dựng, bất động sản dân dụng, sản xuất oto điện tăng). Trong đó, kênh xuất khẩu có tỷ trọng doanh thu tăng dần trong giai đoạn này từ mức 28% trong 2020 lên 51% trong 2023 và có biên lợi nhuận gộp dao động ở mức 8%-15% trong giai đoạn 2021-2023. Kênh bán xuất khẩu có sự hiện diện của thương hiệu Tôn Đông Á ở rất nhiều nước thuộc Châu Á, Châu Mỹ, Châu Âu và Châu Úc. Doanh thu và sản lượng xuất khẩu của Tôn Đông Á sang khu vực Châu Âu và Hoa Kỳ chiếm hơn 80% tổng doanh thu xuất khẩu và luôn được duy trì ở mức 55-60% trong tổng sản lượng bán hàng nhờ vào chất lượng sản phẩm vượt trội so với các đối thủ nội địa khác. Trong đó, mặt hàng xuất khẩu chủ lực là tôn lạnh (GL) và tôn lạnh màu (PPGL) - sản phẩm có khả năng chống ăn mòn, với độ bền và khả năng phản xạ nhiệt vượt trội. Hiện nay, dòng sản phẩm tôn lạnh (GL) và tôn lạnh màu (PPGL) chiếm hơn 70% tổng sản lượng bán hàng của GDA, so với 63% của HSG và 57% của NKG.

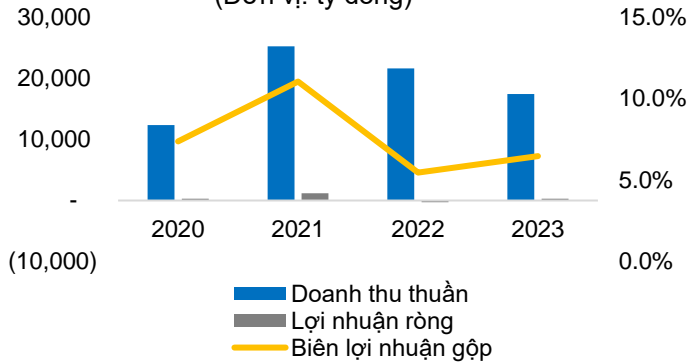
Đối với thị trường nội địa, doanh thu GDA dao động ở mức 9 nghìn – 12 nghìn tỷ/năm, biên lãi gộp ở mức 6-9%. GDA có thị phần sản lượng tiêu thụ nội địa đứng thứ 2 (sau HSG), được hỗ trợ bởi mạng lưới hơn 1.700 đại lý bán hàng trải dài khắp cả nước, trong đó có khoảng 2/3 số đại lý trưng bày thương hiệu của GDA tại cửa hàng của công ty, giúp nâng cao khả năng nhận diện thương hiệu và thâm nhập thị trường. Thị phần sản lượng tiêu thụ nội địa tăng từ 13% trong 2021 lên 19% trong 2023, nổi bật nhất là ở khu vực miền Nam – thị trường chiếm hơn 80% sản lượng bán nội địa. Tại thị trường miền Trung, thị phần của GDA đã tăng lên 15% vào 2023 từ mức 10% vào năm 2021 và tại miền Nam, thị phần của GDA tăng từ 16% lên 23%, ngang bằng với HSG. Nhận diện thương hiệu tại thị trường nội địa của GDA vẫn là dòng sản phẩm tôn lạnh và tôn lạnh màu.

Vị thế của GDA trong mảng thép mạ lạnh (GL và PPGL) còn được minh chứng thông qua việc được các công ty sản xuất thiết bị điện gia dụng hàng đầu thế giới lựa chọn là công ty tôn mạ Việt Nam đầu tiên cung cấp tôn cho sản xuất thiết bị gia dụng.

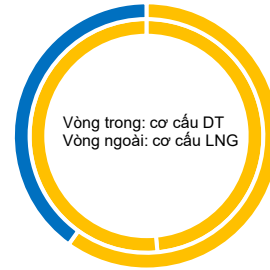


**Kết quả kinh doanh GDA giai đoạn 2020-2023**

(Đơn vị: tỷ đồng)

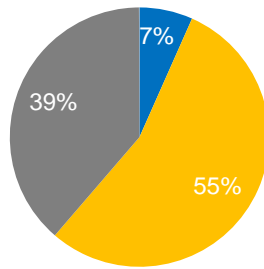


**Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của GDA năm 2023**



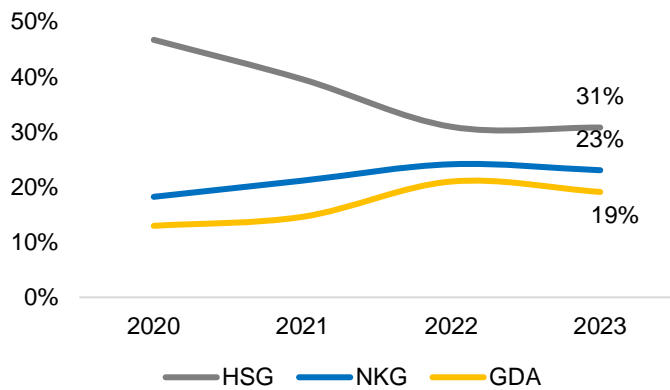
■ Nội địa ■ Xuất khẩu

**Các thị trường xuất khẩu chính của GDA**

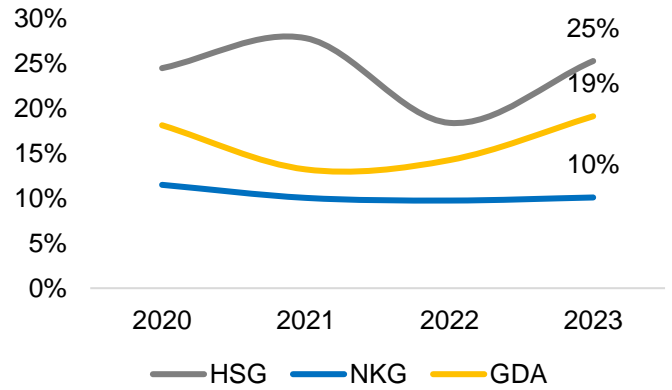


- Châu Á
- Châu Mỹ
- Châu Âu
- Châu Phi
- Châu Úc

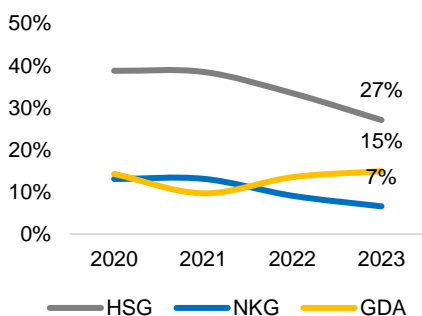
**Thị phần xuất khẩu tôn mạ**



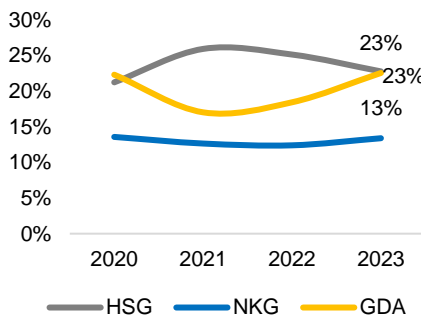
**Thị phần tôn mạ tiêu thụ nội địa**



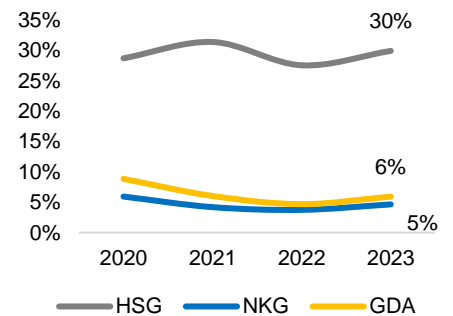
**Thị phần tôn mạ tiêu thụ khu vực miền Trung**



**Thị phần tôn mạ tiêu thụ khu vực miền Nam**



**Thị phần tôn mạ tiêu thụ khu vực miền Bắc**



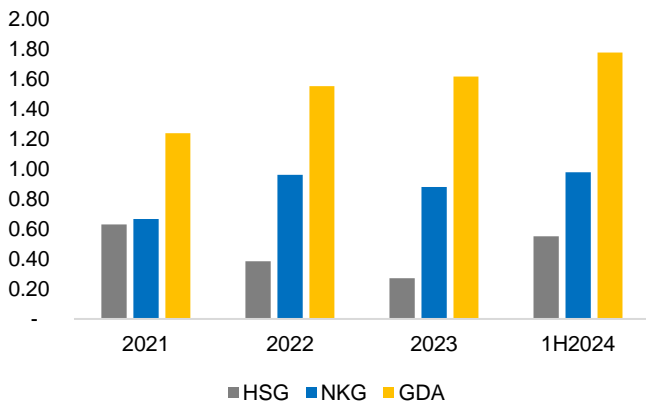
Nguồn: GDA, BVSC ước tính

**Bảng cân đối kế toán: Rủi ro về tỷ lệ nợ vay cao, hàng tồn kho duy trì ở mức ổn định**

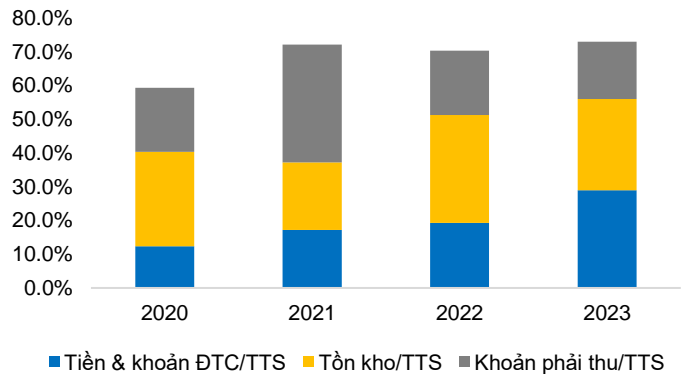
**Tỷ lệ nợ vay cao:** GDA có tỷ lệ nợ vay/VCSH cao nhất trong 3 doanh nghiệp lớn sản xuất tôn mạ tại Việt Nam. Tỷ lệ này tăng dần qua các năm, từ mức 1,24 trong 2021 lên 1,78 trong 1H2024. Trong đó, nợ vay ngắn hạn chiếm 99% tổng nợ vay, chủ yếu tài trợ cho vốn lưu động, đặc biệt là hàng tồn kho. Trong Q1/2024, GDA có tăng nợ vay ngắn hạn khoảng 11% so với đầu năm để tích trữ hàng tồn kho giá rẻ và duy trì nợ vay thuần ở mức 3.200-3.500 tỷ đồng.

**Vốn lưu động:** Tỷ lệ tồn kho và khoản phải thu duy trì ở mức ổn định ở mức 27% và 17% trong 2023, tỷ lệ này được duy trì khá ổn định trong giai đoạn từ 2020 đến nay. Bên cạnh đó, lượng tiền mặt tại doanh nghiệp dồi dào hơn, tỷ lệ khoản tiền & đầu tư tài chính/TTS đạt 29%, cao hơn nhiều so với mức 12% của 2020.

**Tỷ lệ nợ vay/VCSH của các doanh nghiệp tôn mạ**



**Tỷ lệ tồn kho và khoản phải thu duy trì ở mức ổn định, khoản tiền & ĐTC tăng mạnh trong 2023**



Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2024-2025**

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	BVSC nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>17.435</b>	<b>19.543</b>	<b>22.136</b>	Động lực tăng trưởng 2024 vẫn đến từ mảng xuất khẩu, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh bù đắp cho sản lượng tiêu thụ nội địa sụt giảm. Giá bán ước tính tăng nhẹ 2%YoY, ở mức 22.600 đồng/kg (riêng quý 2/2024, giá bán tăng cao, xấp xỉ 25.500 đồng/kg, tăng 26%QoQ và 4%YoY).
<i>Xuất khẩu</i>	<i>8.979</i>	<i>11.139</i>	<i>12.375</i>	Sản lượng xuất khẩu trong 2024 ước tính tăng 16%YoY (trong đó 1H2024, sản lượng tăng 26,7% nhờ nhu cầu cao thép mạ chất lượng cao ở Châu Âu, Bắc Mỹ và khu vực Đông Nam Á). Công ty đã và đang hoàn tất chốt các hợp đồng xuất khẩu dần đến hết quý 3/2024, đảm bảo doanh thu ổn định từ thị trường quốc tế.
<i>Nội địa</i>	<i>8.456</i>	<i>8.404</i>	<i>9.761</i>	Sản lượng nội địa trong 2024 ước tính tăng 2,7%YoY (trong đó 1H2024, sản lượng nội địa tăng nhẹ 1,7%YoY - Mức tăng trưởng “khiêm tốn” này cho thấy một phần vì so sánh với các số liệu cao trong cùng kỳ, nhưng cũng phản ánh tình hình tiêu thụ nội địa chưa hoàn toàn phục hồi, do sự chững lại của nhu cầu sau một giai đoạn suy yếu, đặc biệt trong các ngành Xây dựng và Công nghiệp). Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa có thể tăng nhẹ từ 3-4%YoY trong 2H2024 nhờ nhu cầu phục hồi từ các dự án xây dựng dân dụng và thương mại và đầu tư vào cơ sở hạ tầng.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.129</b>	<b>1.687</b>	<b>1.960</b>	Biên lãi gộp 2024 ước tính đạt 8,6%, cao hơn 2,1 điểm phần trăm so với 2023 nhờ công ty quản trị tốt hàng tồn kho, tận dụng thời điểm giá HRC sụt giảm để mua tích trữ, phục vụ cho mùa cao điểm và xuất khẩu các thị trường/phân khúc sản phẩm có biên lợi nhuận tốt.
<b>Chi phí hoạt động</b>	<b>(827)</b>	<b>(1.052)</b>	<b>(1.176)</b>	Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì mức 6-7%.
EBIT	302	505	661	
Chi phí lãi vay	(296)	(290)	(291)	
<b>Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ</b>	<b>284</b>	<b>384</b>	<b>505</b>	
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>2.472</b>	<b>4.269</b>	<b>4.619</b>	

**Định giá và quan điểm đầu tư**

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp multiple (P/S, P/B và EV/EBITDA với target multiple là mức trung bình 3 năm của ngành), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho GDA là **41.800 đồng/cổ phiếu**, tương đương với mức P/E forward là 9,8x (thấp hơn mức P/E trung bình ngành 3 năm là 15,7x). BVSC đưa ra khuyến **OUTPERFORM** đối cổ phiếu GDA vì (1) Định giá hấp dẫn; và (2) Câu chuyện tăng trưởng tiềm năng từ nhà máy mới.

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Phương pháp DCF	38.054	50%
Phương pháp multiple	45.732	50%
<b>Giá mục tiêu của GDA</b>	<b>41.800</b>	

**Phương pháp DCF**

<b>Tổng hợp định giá FCFF</b>	
Lãi suất chiết khấu	10%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	9.018
(-) Nợ vay (tỷ đồng)	5.848
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	1.194
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	4.364
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	114.691.510
<b>Giá mục tiêu GDA (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>38.054</b>

**Phương pháp multiple**

<b>Phương pháp P/B</b>	
Lợi nhuận sau thuế 2024–2025 (tỷ đồng)	510
BVPS FW 2024-2025 (đồng/cp)	34.091
P/B mục tiêu	1,1x
<b>Giá trị cổ phiếu của GDA (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>37.501</b>

<b>Phương pháp P/S</b>	
Doanh thu thuần 2024-2025 (tỷ đồng)	20.840
P/S mục tiêu	0,25x
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	5.210
<b>Giá trị cổ phiếu của GDA (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>45.425</b>

<b>Phương pháp EV/EBITDA</b>	
Lợi nhuận sau thuế 2024-2025 (tỷ đồng)	510
EBITDA 2024-2025 (tỷ đồng)	889
EV/EBITDA mục tiêu	7x
Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	114.691.510
<b>Giá trị cổ phiếu của GDA (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>54.271</b>

**Rủi ro**

- Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào.
- Doanh thu phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu, dễ chịu tác động tiêu cực nếu xảy ra chiến tranh, thiên tai... tại các quốc gia này.
- Thuế chống bán phá giá HRC được ban hành sẽ làm tăng giá NVL đầu vào.
- Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu với giá thấp khiến áp lực cạnh tranh về giá.

## **Phụ lục: Thuế chống bán phá giá thép HRC**

Hiện nay, nhập khẩu thép HRC đang “ào ạt” vào Việt Nam. Trong 2023, sản lượng sản xuất nội địa của HPG và Formosa là 8,7 triệu tấn (trong đó, HPG sản xuất khoảng 2,7 triệu tấn, Formosa sản xuất khoảng 6 triệu tấn), trong khi nhu cầu tiêu thụ nội địa dao động từ 11-14 triệu tấn thép HRC/năm, vậy sản lượng nhập khẩu chỉ cần từ 2,5 -5,3 triệu tấn, tuy nhiên, sản lượng nhập khẩu thép HRC 2023 hơn 9 triệu tấn, trong đó, nhập khẩu thép từ Trung Quốc tăng 120%. Vì vậy, BVSC cho rằng khả năng áp thuế CBPG với thép HRC là khá cao khi Dung Quất 2 của HPG sẽ đi vào hoạt động từ 2025 và full công suất trong 2026, cung cấp cho nhu cầu nội địa gần 8,3 triệu tấn HRC/năm (bao gồm công suất DQ1 khoảng 2,7 triệu tấn HRC và DQ 2 khoảng 5,6 triệu tấn HRC).

Vào ngày 14/6/2024, Bộ Công Thương đã thông báo nhận đủ hồ sơ hợp lệ của HPG và Formosa và đã đưa ra quyết định điều tra vào 26/7/2024. Thời hạn điều tra hoạt động chống bán phá giá là từ ngày 01/7/2023 đến ngày 30/6/2024. Trong khi thời hạn xác định thiệt hại đối với các nhà sản xuất trong nước là từ ngày 01/7/2021 đến ngày 30/6/2024. Đề xuất thuế chống bán phá giá dao động từ 22,27% đối với sản phẩm của Ấn Độ và 27,83% đối với sản phẩm của Trung Quốc. Bộ Công Thương sẽ áp thuế CBPG tạm thời không vượt quá biên độ bán phá giá trong kết luận điều tra sơ bộ từ 60-120 ngày kể từ ngày có quyết định điều tra.

Ban lãnh đạo GDA cho biết hiện tại tỷ trọng nhập khẩu thép HRC ở Trung Quốc chỉ chiếm 15-20% trong tổng sản lượng NVL nhập khẩu của công ty vì một số sản phẩm tôn mạ cao cấp không thể sử dụng NVL nhập khẩu từ Trung Quốc mà phải chọn lựa thép HRC có chất lượng tốt hơn. Với tỷ trọng này, GDA cho biết nếu áp thuế CBPG thép HRC thì doanh nghiệp sẽ không chịu ảnh hưởng quá tiêu cực khi giá NVL đầu vào tăng cao hơn.

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Doanh thu thuần	21.614	17.435	19.543	22.136
Giá vốn	(20.433)	(16.305)	(17.856)	(20.176)
Lợi nhuận gộp	1.181	1.129	1.687	1.960
Doanh thu tài chính	407,1	378,4	416,3	332,4
Chi phí lãi vay	(248,0)	(296,0)	(290,4)	(291,1)
Lợi nhuận sau thuế	(277)	284	490	530

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền, khoản tương đương tiền	830	1.194	464	908
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.015	2.010	1.777	1.845
Hàng tồn kho	3.349	3.211	4.058	4.586
Tài sản cố định hữu hình	2.359	2.040	4.562	4.562
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	31	271	28	31
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.306</b>	<b>11.542</b>	<b>11.754</b>	<b>11.855</b>
Nợ vay ngắn hạn	6.766	7.879	7.590	7.808
Nợ vay dài hạn	91	44	71	69
Vốn chủ sở hữu	3.447	3.617	4.092	3.978
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10.306</b>	<b>11.542</b>	<b>11.754</b>	<b>11.855</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-14,4%	-19,3%	12,1%	13,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-123%	-203%	73%	8%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	5,5%	6,5%	8,6%	8,9%
Lợi nhuận thuần biên	-1,3%	1,6%	2,5%	2,4%
ROA	-2%	3%	4%	4%
ROE	-8%	8%	13%	13%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản	40%	51%	50%	49%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	132%	157%	151%	144%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	(2.466)	2.472	4.269	4.619
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.145	30.496	34.601	33.582

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

### Các nhận định

### Định nghĩa

#### OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

#### NEUTRAL

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

#### UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

## LIÊN HỆ

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

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

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

#### Trương Sỹ Phú

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

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

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

#### Tôn Nữ Nhật Minh

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

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

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

#### Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không  
dannv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường  
hoanh@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

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

#### Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng  
dunglnt@bvsc.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán  
phuonglh@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không  
thanhnd@bvsc.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

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

### Chi nhánh:

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