

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Khả quan (Duy trì)

Thép

Giá hiện tại	VND25,250
Cao/thấp nhất 52	VND29,600/VND20,727
Giá mục tiêu	VND30,000
Giá mục tiêu trước đó	VND33,000
Consensus	-6.8%
Tiềm năng tăng giá	20%
Tỷ suất cổ tức	3%
Tổng tỷ suất sinh lời	23%

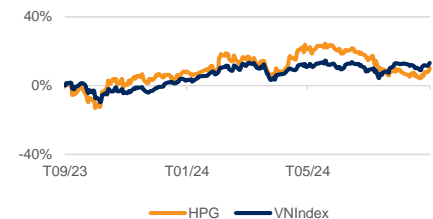
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kĩ thuật	Tích cực

Vốn hóa (tr USD)	6.569,5
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	19,7
Sở hữu NN (tr USD)	1.741,3
Số CP lưu hành (tr)	6.396,3
Số CP sau pha loãng	6.396,3

	HPG	Ngành	VNI
P/E trượt	14.5x	12.3x	13.9x
P/B hiện tại	1.5x	1.1x	1.7x
ROA	5.8%	4.7%	2.1%
ROE	10.7%	9.0%	12.3%

*dữ liệu ngày 20/9/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Ordinary share	-2%	-14.0%	-1.3%
Tương quan VNIndex	0.8%	-0.7%	4.9%

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	26,1%
Vũ Thị Hiền	7,3%
Khác	66,6%

Tổng quan doanh nghiệp

Hòa Phát hoạt động trong 05 lĩnh vực: Gang thép (gồm thép xây dựng, thép cuộn cán nóng) - Sản phẩm thép (gồm Ống thép, tôn mạ, thép rút dây, vỏ container, thép dự ứng lực) - Nông nghiệp - Bất động sản - Điện máy gia dụng. Sản xuất thép là lĩnh vực cốt lõi chiếm tỷ trọng 90% doanh thu và lợi nhuận. Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất thép lớn nhất khu vực Đông Nam Á với công suất hơn 8,5 triệu tấn/năm.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Phương

Phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Chi phí đầu vào giảm mạnh hơn so với giá bán thép

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan cho HPG với tiềm năng tăng giá 20% và 3% cổ tức. Giá mục tiêu giảm 10% xuống 30.000 VND trong khi giá cổ phiếu đã giảm 10% từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Việc giảm giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi hạ dự phóng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (NPAT-MI) năm 2025 xuống 30% còn 15.900 tỷ VND do hạ dự phóng giá bán thép.
- Với ROE trung bình kì vọng trong năm 25/26 ở mức 15% HPG nên giao dịch ở P/B mục tiêu năm 2025 là 1,7x, thay vì mức P/B dự phóng là 1,4x.

Điểm nhấn tài chính

- Tính đến cuối Q2/24, HPG đã giải ngân 31.000 tỷ VNĐ cho chi tiêu vốn và hoàn thành 80%/50% tổng khối lượng xây dựng cho giai đoạn một và giai đoạn hai của Tổ hợp Dung Quất 2.
- Doanh thu Q2/24 tăng 35% svck, đạt 40.000 tỷ VNĐ nhờ vào sự gia tăng 36% sản phẩm bán hàng bất chấp giá bán bình quân (ASP) có phần giảm nhẹ.
- Lợi nhuận ròng Q2/24 tăng 129% Svck, đạt 3.300 tỷ VNĐ, hoàn thành thành công 51% dự báo mới được điều chỉnh cho cả năm của chúng tôi.

Luân điểm đầu tư

DQ2 đưa HPG vào top 30 nhà sản xuất thép toàn cầu và cải thiện biên LN

Việc đưa vào hoạt động KLHT Dung Quất 2 sẽ thúc đẩy tăng trưởng HRC năm 2025-27 bằng việc tăng thêm 2,8 triệu tấn vào năm 2025 so với công suất Dung Quất 1 hiện tại là khoảng 6 triệu tấn (bao gồm cả HRC và thép xây dựng). Hơn nữa, lợi thế quy mô khi đưa Dung Quất 2 vào sẽ giúp giảm chi phí đầu vào cho than cốc và nhân công.

Sự phục hồi của thị trường bất động sản Việt Nam sẽ thúc đẩy tỷ trọng doanh số bán hàng trong nước và biên EBITDA

Biên EBITDA trong nước của HPG thường cao hơn 4% so với biên EBITDA xuất khẩu. Do đó, khi có nhiều nguồn cung nhà ở mới hơn được đưa ra thị trường năm 2025, chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ ưu tiên bán hàng trong nước để tối đa hóa lợi nhuận và tránh các cuộc điều tra bán phá giá ở các nước xuất khẩu.

Chi phí đầu vào giảm mạnh hơn so với giá thép sẽ thúc đẩy biên LN

Giá thép Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm do hoạt động xây dựng bất động sản Trung Quốc tiếp tục giảm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào sẽ giảm mạnh hơn do nguồn cung quặng sắt và than cốc ở Úc tiếp tục tăng. Nếu HPG quản lý mức tồn kho thận trọng có thể tiếp tục mở rộng biên lợi nhuận EBITDA. Chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ duy trì mức tồn kho nguyên liệu thô thấp để nắm bắt xu hướng giảm của giá đầu vào.

Các lệnh áp thuế chống bán phá giá nếu có sẽ hỗ trợ ngành thép trong nước

Việt Nam khả năng cao sẽ áp thuế chống bán phá giá (AD) đối với tôn mạ vì Việt Nam dư cung tôn mạ và chúng tôi đã quan sát thấy trường hợp áp thuế tương tự trong giai đoạn khủng hoảng thép Trung Quốc trước đây vào năm 2015.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-16%	7%	5%	13%
Biên LN ròng	11%	15%	18%	19%
LN ròng	6.835	12.257	15.969	19.749
Tăng trưởng LM ròng	-19%	79%	30%	24%
Biên LN ròng	6%	10%	12%	13%
P/E	24,6	12,7	10,8	9,6
P/B	1,6	1,4	1,4	1,4
ROAE	7%	12%	14%	16%
D/E ròng	0,5	0,4	0,5	0,5

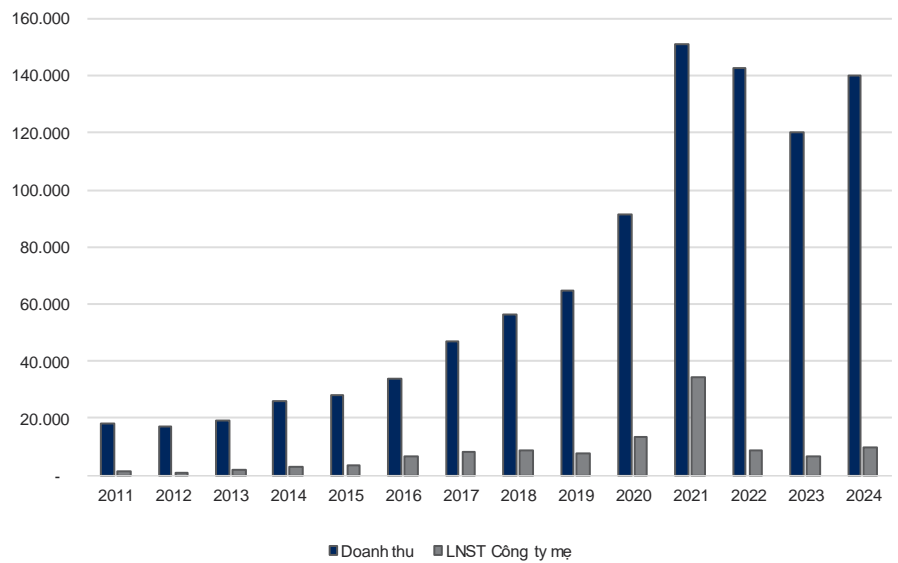
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Hiện nay, Tập đoàn hoạt động trong 5 lĩnh vực: Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng) - Sản phẩm thép (ống thép, tôn mạ kẽm, thép dây cán nóng, vỏ container và thép dự ứng lực) - Nông nghiệp - Bất động sản - Điện máy gia dụng.

Sản xuất thép là lĩnh vực cốt lõi, chiếm tỷ trọng 90% doanh thu và lợi nhuận của Tập đoàn. Với công suất trên 8,5 triệu tấn thép thô/năm, Hòa Phát là nhà sản xuất thép lớn nhất khu vực Đông Nam Á. Tập đoàn nắm giữ thị phần số 1 Việt Nam về thép xây dựng, ống thép, top 5 nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam.

Hình 1: Doanh thu & LNST HPG (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu công ty

Tính đến nay, Hòa Phát đang vận hành 2 nhà máy thức ăn chăn nuôi tại Hưng Yên và Đồng Nai với tổng công suất đạt gần 600.000 tấn/năm. Công ty đầu tư phát triển đa dạng các dòng sản phẩm phù hợp cho gia súc - gia cầm, mạng lưới khách hàng rộng khắp các tỉnh miền Bắc – Trung – Nam.

Về bất động sản khu công nghiệp (KCN), Hòa Phát hiện sở hữu và vận hành 3 KCN, bao gồm: KCN Phố Nối A có quy mô hơn 688 ha (Hưng Yên), KCN Hòa Mạc – 131 ha (Hà Nam), KCN Yên Mỹ II – 313 ha (Hưng Yên). Tổng quỹ đất KCN được phê duyệt quy hoạch là 1.133 ha.

Hình 2: Tình hình đầu tư các dự án lớn

Mảng	Dự án chính	Địa điểm chính	Tổng vốn đầu tư	Tiến độ dự án
Thép	Khu liên hợp Dung Quất 2	Quảng Ngãi	85 nghìn tỷ đồng	Khởi công từ 2022, dự kiến đi vào hoạt động năm 2025
Container	Nhà máy sản xuất Container	Bà Rịa - Vũng Tàu	3 nghìn tỷ đồng	Đang dần đi vào hoạt động
Bất động sản	Dự án Khu đô thị Bắc Phố Nối	Hưng Yên	6,5 nghìn tỷ đồng	Chuẩn bị thủ tục pháp lý
Phức hợp	Thép, Cảng, BĐS Khu công nghiệp	Phú Yên	120 nghìn tỷ đồng	Đã ký biên bản ghi nhớ về nghiên cứu đầu tư

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu công ty

Tóm tắt KQKD Q2/24: Mảng thép xây dựng phục hồi từ mức thấp

Hình 3: KQKD Q2/24

(tỷ đồng)	Q2/24	Q2/23	svck	6T24	6T23	svck	2024	6T24/2024
Doanh thu	39.936	29.497	35%	71.029	56.362	26%	126.761	56,0%
_Thép	38.220	27.856	37%	67.061	52.670	27%	123.470	54,3%
_Nông nghiệp	1582	1478	7%	3.135	3.103	1%	6.735	46,5%
_BDS	134	163	-18%	833	590	41%	800	104,1%
LN gộp	5.247	3.195	64%	9.401	4.871	93%	18.664	50,4%
Chi phí BH&QLDN	-1.136	-871	30%	-2.094	-1.629	29%	-3.900	53,7%
LN tài chính ròng	-420	-609	-31%	-729	-1.036	-30%	-728	100,1%
LNTT	3.733	1.702	119%	6.994	2.234	213%	14.036	49,8%
LNST Công ty mẹ	3.320	1.448	129%	6.190	1.845	235%	12.257	50,5%
Biên LN gộp	13,1%	10,8%	2,3 điểm %	13,2%	8,6%	4,6 điểm %	14,7%	
Biên LN ròng	8,3%	4,9%	3,4 điểm %	8,7%	3,3%	5,4 điểm %	9,7%	

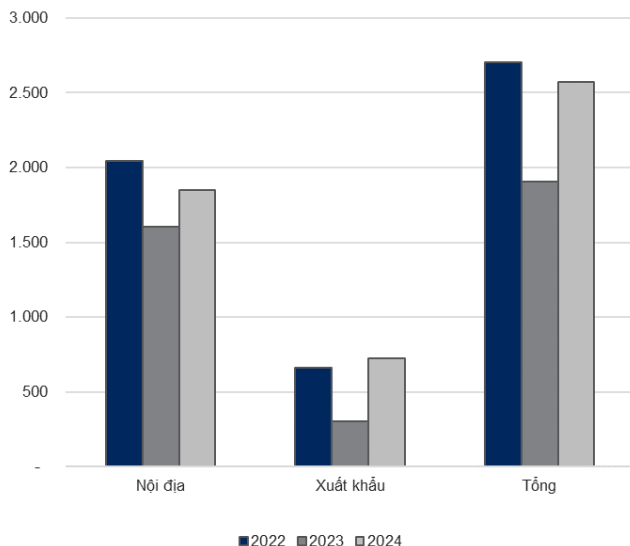
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu công ty

Sản lượng bán tăng 46% svck trong Q2/24 nhờ thép xây dựng phục hồi

Sản lượng bán hàng trong Q2/24, không bao gồm doanh số nội bộ, đã tăng vọt 46% svck, đạt khoảng 2,2 triệu tấn, với mức tăng 64% của thép xây dựng từ mức thấp của năm trước và tăng 19% của thép mạ kẽm, bù đắp cho mức giảm 1% của sản lượng HRC.

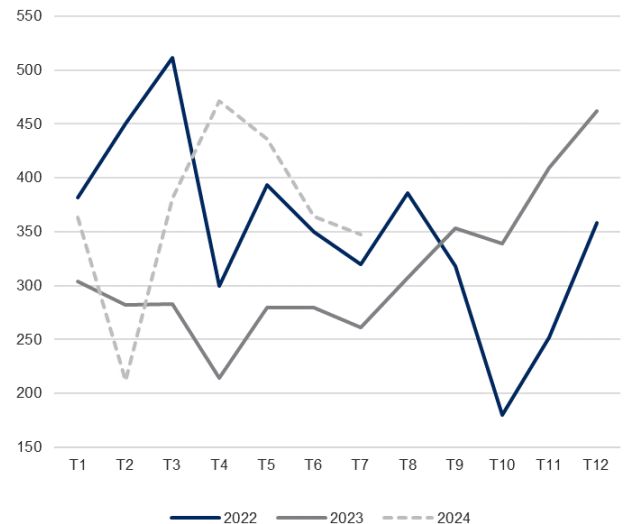
Trong 6T24, sản lượng bán hàng không bao gồm doanh số nội bộ đã tăng 42% svck, đạt khoảng 4 triệu tấn, với mức tăng 36% của thép xây dựng từ mức thấp của năm trước, tăng 22% của thép mạ kẽm và tăng 39% của sản lượng HRC.

Hình 4: Sản lượng thép xây dựng 7T (nghìn tấn)



Nguồn: Fiingroup

Hình 5: Sản lượng thép xây dựng theo tháng (nghìn tấn)

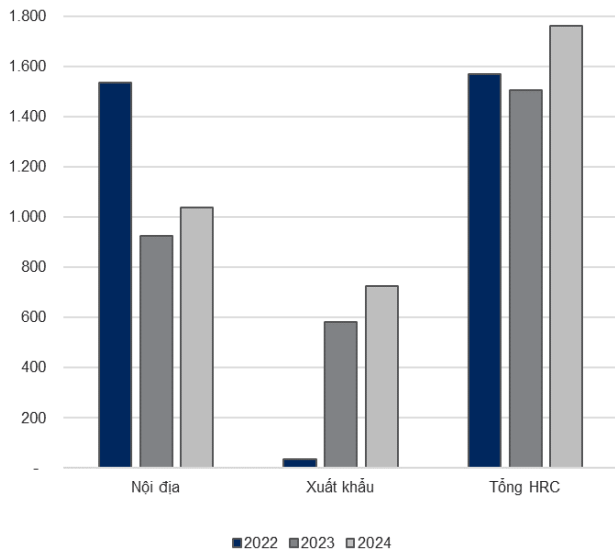


Nguồn: Fiingroup

Trong 7T24, tổng sản lượng bán thép xây dựng đã tăng 35% svck, dẫn dắt bởi mức tăng 139% trong xuất khẩu và 16% sản lượng nội địa.

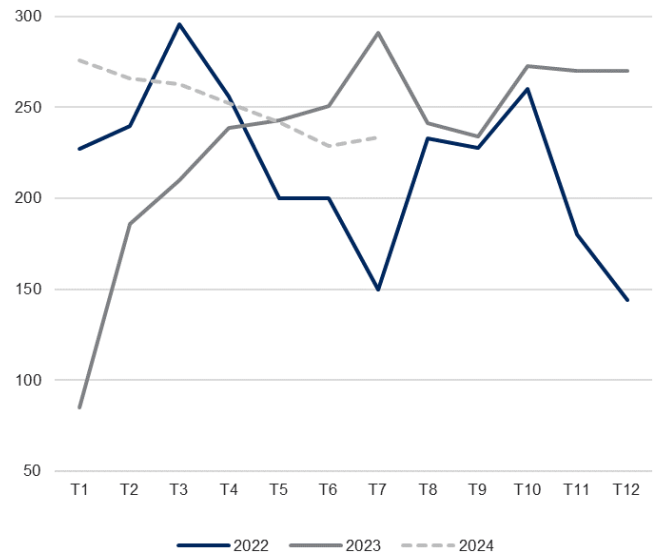
Sản lượng bán HRC trong 7T24 đã tăng 17% svck, dẫn dắt bởi mức tăng 24% trong xuất khẩu và 12% sản lượng bán hàng nội địa.

Hình 6: Sản lượng HRC 7T (nghìn tấn)



Nguồn: Fiingroup

Hình 7: Sản lượng HRC theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: Fiingroup

Biên lợi nhuận EBITDA trong Q2/24 tăng nhẹ svck và sv quý trước

Biên lợi nhuận EBITDA của mảng thép đã tăng nhẹ lên 15% từ 14,5% trong 1Q24 và 13,9% năm ngoái nhờ vào mức giảm giá nguyên liệu đầu vào mạnh hơn so với giá bán.

Chi phí tài chính giảm nhờ lãi suất thấp hơn.

Dư nợ ngắn hạn gần như ổn định qua các quý, trong khi dư nợ dài hạn tăng do vay cho Dung Quất 2. Chi phí tài chính giảm có khả năng là do lãi suất thấp hơn và việc vốn hóa lãi suất chi trả vào tài sản cho Dung Quất 2.

Tiến độ dự án Dung Quất 2

Tại thời điểm cuối Q2/24, HPG đã giải ngân 31.000 tỷ VND (1,2 tỷ USD) cho vốn đầu tư Dung Quất 2. HPG đã hoàn thành 80% cho giai đoạn một và 50% cho giai đoạn hai, đồng thời tái khẳng định thời gian ra mắt sản phẩm HRC đầu tiên vào cuối năm nay.

Hình 8: Bảng cân đối kế toán: HPG tiếp tục giải ngân cho tổ hợp Dung Quất 2

(tỷ đồng)	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền mặt + Đầu tư ngắn hạn	35.289	36.101	29.654	34.429	34.700	28.347
Thời gian thu hồi khoản phải thu	35	44	44	35	33	30
Thời gian thanh lý hàng tồn kho	109	109	116	117	131	131
Thời gian thanh toán các khoản phải trả	40	45	43	40	46	48
Chi phí đầu tư TSCĐ	-2.819	-2.799	-4.361	-7.374	-14.798	2.954
Khấu hao	1.648	1.662	1.722	1.741	1.722	1.736
TSCĐ	69.945	68.934	72.782	72.014	71.016	70.075
Nợ ròng/VCSH	0,26	0,25	0,28	0,30	0,41	0,41

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dữ liệu công ty

Triển vọng 2024-2026: Tiến gần việc trở thành một trong những nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới.

Hình 6: Dự phóng KQKD 2023-25

tỷ đồng	2024			2025			2026			Bình luận
	Cũ	Mới	% Thay đổi	Cũ	Mới	% Thay đổi	Cũ	Mới	% Thay đổi	
Doanh thu	128.276	126.761	-1,2%	165.199	133.486	-19,2%	208.372	150.968	-27,5%	Trong 2025, mặc dù chúng tôi vẫn duy trì dự phóng về sản lượng bán hàng, chúng tôi điều chỉnh giảm 20% doanh thu vì chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân sẽ giảm, đặc biệt là giá bán HRC do nhu cầu thép tại Trung Quốc suy yếu và tác động của thuế chống bán phá giá lên giá HRC.
% svck	8%	7%		29%	5%		26%	13%		
Thép	120.508	118.993	-1,3%	155.999	125.686	-19,4%	199.172	143.168	-28,1%	
Nông nghiệp	6.735	6.735	0,0%	6.800	6.800	0,0%	6.800	6.800	0,0%	
BDS	1.033	1.033	0,0%	2.400	1.000	-58,3%	2.400	1.000	-58,3%	
LN gộp	17.326	18.664	7,7%	32.244	24.179	-25,0%	44.166	28.747	-34,9%	
% svck	34%	44%		86%	30%		37%	19%		
Biên LN gộp	13,5%	14,7%	1,2 điểm %	18,1%	18,1%	0,0 điểm %	21,2%	19,0%	-2,2 điểm %	
Chi phí BH&QLDN	-3.945	-3.900	-1,2%	-4.956	-4.005	-19,2%	-5.656	-4.076	-27,9%	Chúng tôi điều chỉnh giảm EBITDA trong 2025 do kỳ vọng giá bán sẽ thấp hơn
CP BH&QLDN % so với doanh thu	-3,1%	-3,1%	0,0 điểm %	-3,0%	-3,0%	0,0 điểm %	-2,7%	-2,7%	0,0 điểm %	
EBITDA	21.311	22.694	6,5%	37.552	30.438	-18,9%	51.136	37.268	-27,1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí lãi vay trong 2025 chủ yếu do HPG vay nợ cao hơn dự kiến để tài trợ cho hoạt động đầu tư xây dựng Nhà máy Dung Quất 2.
Biên EBITDA	16,6%	17,9%	1,3 điểm %	22,7%	22,8%	0,1 điểm %	24,5%	24,7%	0,1 điểm %	
Chi phí lãi vay	-2.328	-2.328	0,0%	-3.069	-3.535	15,2%	-3.585	-3.585	0,0%	Chúng tôi điều chỉnh giảm tăng trưởng LNST công ty mẹ xuống còn 30% svck
LNTT	12.653	14.036	10,9%	25.828	18.857	-27,0%	36.573	23.305	-36,3%	
LNST Công ty mẹ	11.037	12.257	11,0%	23.534	15.969	-32,1%	33.399	19.749	-40,9%	Dự phóng về sản lượng bán hàng không thay đổi đáng kể
% svck	61%	79%		113%	30%		42%	24%		
Biên LN ròng	8,6%	9,7%	1,1 điểm %	14,2%	12,0%	-2,3 điểm %	16,0%	13,1%	-2,9 điểm %	
Sản lượng thép (triệu tấn)	8.933	9.158	2,5%	10.701	10.730	0,3%	11.954	11.649	-2,6%	Nguồn: VNDIRECT RESEARCH
% svck	16%	19%		20%	17%		12%	9%		
Thép xây dựng	4.432	4.484	1,2%	4.475	4.504	0,6%	4.400	4.400	0,0%	
% svck thép xây dựng	17%	19%		1%	0%		-2%	-2%		
Ông thép	596	685	14,9%	750	750	0,0%	750	750	0,0%	
Tôn mạ kẽm	426	590	38,5%	420	420	0,0%	420	420	0,0%	
HRC	3.072	2.992	-2,6%	4.816	4.816	0,0%	6.384	6.079	-4,8%	
% svck HRC	10%	7%		57%	61%		33%	26%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Biên EBITDA thép & các giả định chính

	2022	2023	svck	2024	svck	2025	svck	2026	svck
Sản lượng bán hàng - nghìn tấn	7,942	7,670	-3%	9,158	19%	10,730	17%	11,649	9%
Thép xây dựng	4,200	3,774	-10%	4,484	19%	4,504	0%	4,400	-2%
HRC	2,614	2,794	7%	2,992	7%	4,816	61%	6,079	26%
Giá bán bình quân									
Thép xây dựng - triệu đồng/tấn	16,592	15,267	-8%	14,304	-6%	13,233	-7%	13,000	-2%
HRC - USD/tấn	825	634	-23%	575	-9%	490	-15%	470	-4%
Nguyên liệu đầu vào - USD/tấn									
Quặng sắt	103	113	10%	97	-14%	92	-5%	90	-3%
Than cốc	419	317	-24%	259	-18%	190	-27%	170	-10%
Phế liệu	455	406	-11%	372	-8%	340	-9%	320	-6%
Biên EBITDA của thép	15%	15%	-0,9 điểm %	17%	2,5 điểm %	22%	5,4 điểm %	25%	2,1 điểm %
EBITDA thép/tấn (triệu đồng)	2,037	2,182	7%	2,575	18%	2,955	15%	3,100	5%
Tác động của tỷ giá và lãi suất		tiêu cực		giảm tiêu cực		ít tiêu cực		trung lập tới tích cực	
								trung lập tới tích cực	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DQ2 giúp HPG trở thành nhà sản xuất thép top 30 và cải thiện biên lợi nhuận.

Sản lượng bán thép xây dựng hàng tháng dự kiến sẽ đạt khoảng 375.000 tấn cho nửa sau năm 2024 và năm 2025, và chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC sẽ tăng 7%/60% trong giai đoạn 2024-2025. Tăng trưởng HRC trong giai đoạn 2025-2027 sẽ được thúc đẩy bởi việc ra mắt dự án Dung Quất 2, dự án sẽ bổ sung mới 2,8 triệu tấn HRC trong năm 2025 so với công suất 3 triệu tấn HRC hiện tại. Đến năm 2026, HPG kỳ vọng vận hành Dung Quất 2 với tổng công suất bổ sung là 5,6 triệu tấn HRC.

Tính đến T7/24, giai đoạn 1, kế hoạch thử nghiệm và chạy thử vào cuối năm nay, đã hoàn thành 80% và đang theo đúng tiến độ để tiến hành sản xuất thương mại vào Q1/25. Trong khi đó, giai đoạn 2, với kế hoạch ra mắt vào Q4/25, đã đạt 50% tiến độ hoàn thành.

Dự án Dung Quất 2 đại diện cho một bước tiến quan trọng cho HPG, cho phép công ty tập trung nhiều hơn vào sản xuất HRC cho các ứng dụng chuyên biệt trong các lĩnh vực có nhu cầu cao như ô tô, đóng tàu, kỹ thuật cơ khí, cấu trúc neo thép và thiết bị điện tử.

Tác động môi trường: Nhà máy có hai lò cao lớn gấp 2,3 lần so với Dung Quất 1. Cải tiến này giúp giảm khí thải carbon và nâng cao chất lượng thép tổng thể. Lượng khí thải thấp hơn góp phần vào tính bền vững của môi trường trong khi vẫn đáp ứng các tiêu chuẩn quy định nghiêm ngặt.

Hiệu quả chi phí: Các hiệu quả hoạt động tại Dung Quất 2 đã giúp giảm chi phí đầu vào. Quy trình sản xuất thép tại đây chỉ cần 320 kg than cốc cho mỗi tấn thép, giảm từ 360 kg trước đây tại Dung Quất 1. Cải tiến hiệu suất này giúp hạ chi phí sản xuất và tăng cường khả năng cạnh tranh.

Lợi thế quy mô: Quy mô lớn hơn cho phép số lượng lao động thấp hơn cho mỗi tấn thép sản xuất, chỉ cần khoảng 6.000 công nhân thay vì 11.000 như Dung Quất 1 cần.

Hình 11: Dự án siêu dự án thép Dung Quất tại khu công nghiệp Dung Quất, Quảng Ngãi

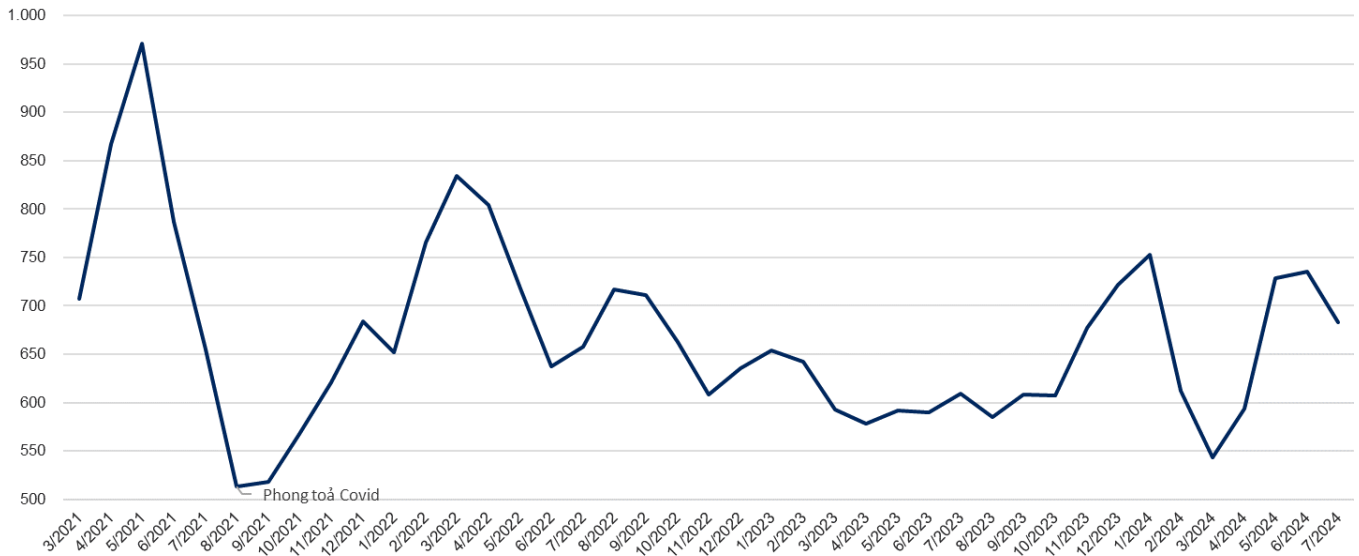


Nguồn: Báo Quảng Ngãi

Sự phục hồi của ngành bất động sản Việt Nam sẽ thúc đẩy doanh số nội địa và biên lợi nhuận EBITDA

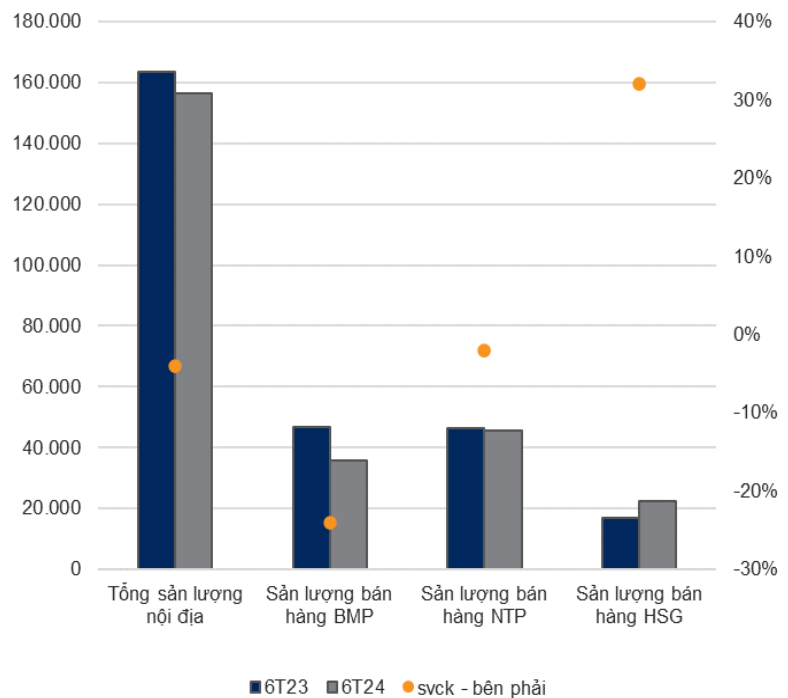
Chúng tôi thường theo dõi nhu cầu về vật liệu xây dựng như những chỉ số đáng tin cậy cho sự cải thiện trong ngành bất động sản, đặc biệt là trong các hoạt động xây dựng nhà ở. Trong khi sản lượng bán ống nhựa xây dựng giảm svck, nhu cầu thép xây dựng trong 7 tháng đã tăng nhẹ 9% từ mức thấp của năm trước.

Hình 8: Nhu cầu thép xây dựng theo tháng (nghìn tấn - trung bình 3T)



Nguồn: VNDIRECT Research, Fiingroup

Hình 14: Sản lượng bán ống nhựa xây dựng (nghìn tấn)



Nguồn: VNDIRECT Research, Số liệu công ty

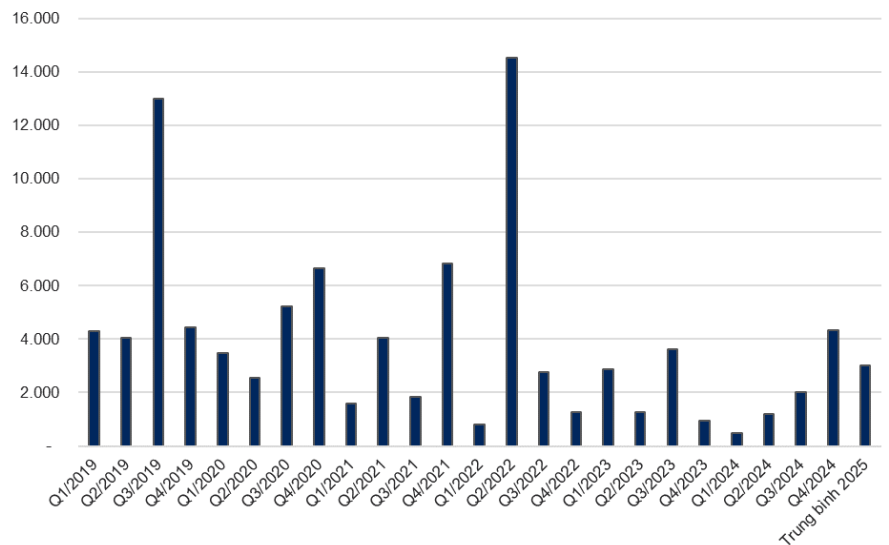
Chúng tôi nhận thấy rằng biên lợi nhuận EBITDA trong nước của HPG thường cao hơn biên xuất khẩu khoảng 4%. Các nhà sản xuất thép khác cũng thường thấy xu hướng tương tự do:

- Không có chi phí liên quan đến xuất khẩu và chi phí logistics thường thấp hơn.
- Cạnh tranh ít hơn trong thị trường thép xây dựng nội địa do mức thuế tổng cộng khoảng 21% đối với thép xây dựng nhập khẩu vào Việt Nam.
- Độ nhận diện thương hiệu thép Hòa Phát cao hơn và mạng lưới phân phối rộng rãi trong nước.

Do đó, HPG và các nhà sản xuất thép khác ưa chuộng bán hàng trong nước để tối đa hóa lợi nhuận và tránh các cuộc điều tra về bán phá giá tại các quốc gia xuất khẩu. Tuy nhiên, do các đợt phong tỏa COVID và nhu cầu thị trường bất động sản suy yếu, tỷ lệ đóng góp từ sản lượng bán hàng trong nước đã giảm từ 87% trước COVID xuống còn 80% hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng lên khi thị trường nhà ở trong nước ấm lên.

Thị trường bất động sản phía Nam được kỳ vọng sẽ phục hồi khi có thêm nguồn cung mới được đưa ra thị trường trong nửa sau năm 2024, đặc biệt tại TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Long An. Theo CBRE, tổng nguồn cung căn hộ mới cho năm 2024 dự kiến đạt 8.000 căn, với khoảng 6.000 căn (tăng 33% svck) dự kiến sẽ được ra mắt trong nửa sau năm 2024, như các dự án phân khu tiếp theo tại Vinhomes Grand Park, các dự án của Hưng Thịnh Land và Eaton Park của Gamuda Land.

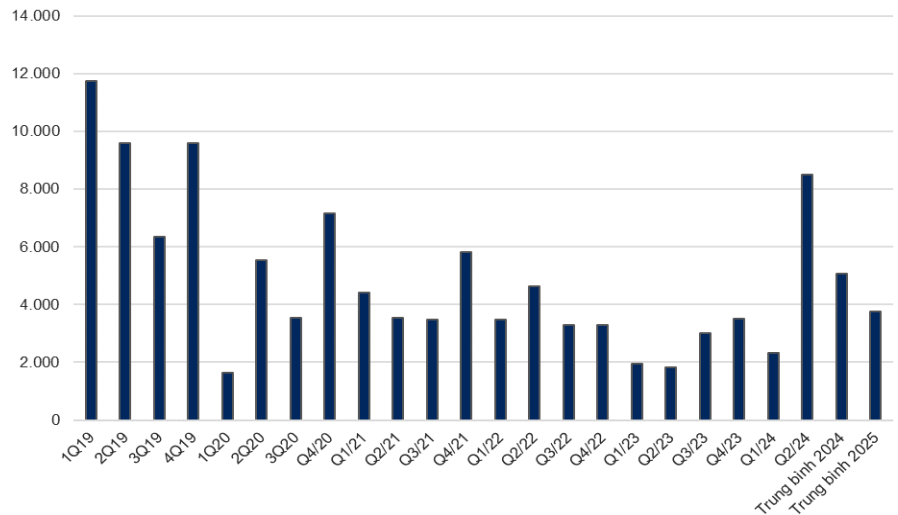
Hình 14: Nguồn cung căn hộ mới tại Thành phố Hồ Chí Minh (đơn vị: căn hộ)



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Tại Hà Nội, sau năm 2023 cực kỳ ảm đạm thì trong Q2/24, thị trường ghi nhận nguồn cung căn hộ mới cao kỷ lục kể từ năm 2019 với hơn 8.000 căn được ra mắt, chủ yếu tại quận Nam Từ Liêm (các phân khu của Vinhomes Smart City, Lumi của CapitalLand).

Hình 9: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội (đơn vị: căn hộ)

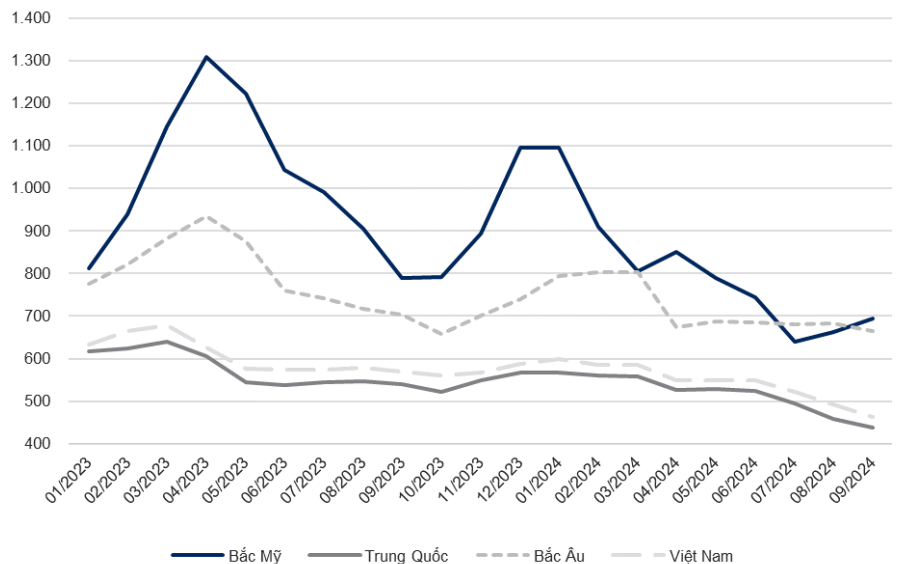


Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Nguyên liệu đầu vào giảm giá mạnh hơn so với giá bán sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận

Nguồn cung dư thừa đã đẩy giá HRC giao ngay tại Trung Quốc giảm xuống còn 465 USD/tấn, ghi nhận mức giảm -9% sv tháng trước và -20% kể từ đầu năm, thấp hơn mức trước COVID. Tại Việt Nam, giá HRC đang theo xu hướng của Trung Quốc, trong khi giá thép xây dựng nội địa ổn định hơn với mức giảm -4% sv tháng trước và -5% kể từ đầu năm.

Hình 10: Chuyển động giá của HRC (USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Tại Trung Quốc, các nhà máy thép BOF (lò thổi oxy cơ bản) đang ở mức biên lợi nhuận sản xuất tại lò thép tương đương với cuộc khủng hoảng năm 2015 do tổng sản lượng sản xuất mới chỉ giảm 1% svck, trong khi tổng nhu cầu nội địa giảm 3% svck.

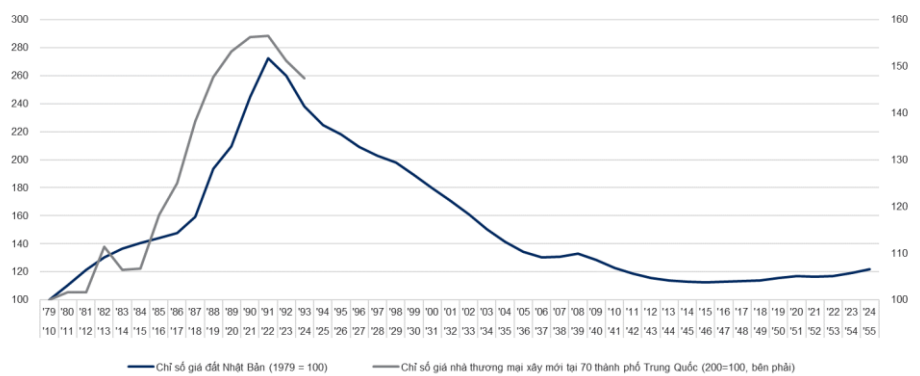
Trên toàn cầu, các nhà sản xuất thép lớn phân đa duy trì biên lợi nhuận thấp nhưng vẫn có lãi. Các yếu tố góp phần bao gồm:

- Mức giảm mạnh hơn trong giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là than cốc (-15% sv tháng trước, -25% kể từ đầu năm).
- Thuế chống bán phá giá đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc và một số nước khác tại một số quốc gia giúp bảo vệ ngành thép nội địa.
- Nhu cầu nội địa cải thiện ở các thị trường như Nhật Bản, EU, Ấn Độ và Việt Nam, trong khi tiêu thụ nội địa tại Trung Quốc có xu hướng giảm trong dài hạn.

Giá thép tại Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm do hoạt động xây dựng bất động sản tại Trung Quốc sẽ giảm thêm.

Trung Quốc chiếm khoảng 50% tổng nhu cầu thép toàn cầu, đã tăng trưởng mạnh trong thập kỷ qua khi Trung Quốc đẩy mạnh các hoạt động xây dựng trên thị trường nhà ở và cơ sở hạ tầng công cộng. Về việc sử dụng thép toàn cầu, 50% nhu cầu thép đến từ thị trường bất động sản và cơ sở hạ tầng, 20% từ điện tử và thiết bị gia dụng, 20% từ máy móc cơ khí công nghiệp và 10% từ ngành công nghiệp ô tô. Do đó, chúng tôi theo dõi sát sao diễn biến ngành bất động sản Trung Quốc để có quan điểm về triển vọng giá thép.

Hình 11: Chỉ số giá đất Nhật Bản so với chỉ số giá căn hộ tại Trung Quốc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Giá nhà ở Trung Quốc tăng vọt trong nhiều thập kỷ rồi giảm trong ba năm qua kể từ năm 2021 khiến chúng ta nghĩ đến vấn đề của thị trường bất động sản Nhật Bản đã trải qua 30 năm trước:

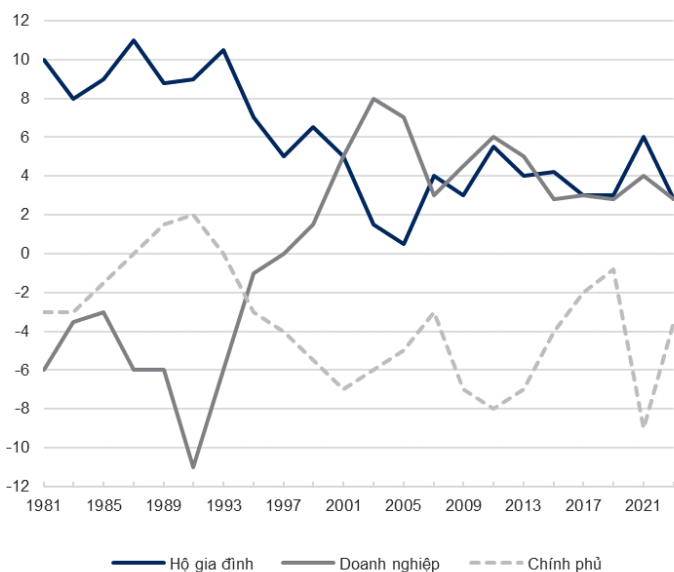
Giá bất động sản Nhật Bản tăng vọt năm lần từ năm 1980 lên đỉnh điểm vào năm 1990 rồi giảm mạnh hơn năm lần trong 25 năm tiếp theo cho đến khoảng năm 2014. Bong bóng bất động sản ở Nhật Bản bắt đầu từ năm 1980, khu vực doanh nghiệp tư nhân đã tăng vay nợ để đầu tư vào bất động sản thương mại, thể hiện qua tỷ lệ thâm hụt tài chính ròng tăng cao theo GDP danh nghĩa (Hình 18). Sau bong bóng năm 1990, cả hộ gia đình và doanh nghiệp tư nhân Nhật Bản đều thực hiện các hành động giảm đòn bẩy lớn bằng cách trả nợ, thể hiện qua việc thặng dư tài chính ròng giảm trong 25 năm. Ngay cả khi BOJ hạ lãi suất xuống 0% để khuyến khích mở rộng chi tiêu, đòn bẩy khu vực tư nhân và niềm tin của người tiêu dùng vẫn không cải thiện. Chính phủ Nhật Bản đã phải vay nợ mạnh mẽ để chi tiêu công để ngăn nền kinh tế khởi suy thoái. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Nhật Bản không gặp phải vấn đề già hóa dân số cho đến những năm 2000.

So sánh với Trung Quốc, khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp tư nhân Trung Quốc bắt đầu giảm đòn bẩy từ năm 2015, Chính phủ Trung Quốc đã phải bù

đáp bằng việc vay nợ để chi tiêu và đầu tư mạnh mẽ vào một số ngành như tấm pin mặt trời, xe điện, nhà máy thép và cơ sở hạ tầng công cộng. Do đó, nền kinh tế Trung Quốc và ngành bất động sản vẫn tăng mạnh cho đến khoảng năm 2021 khi các nhà phát triển bất động sản sụp đổ do các quy định thắt chặt nợ, để lại nhiều công trình xây dựng chưa hoàn thành. Điều này khiến khu vực hộ gia đình, vốn đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi COVID, phải cắt giảm chi tiêu và trả nợ một cách mạnh mẽ. Hàng chục triệu đơn vị nhà ở của Trung Quốc hiện tại chưa bán được và nhiều căn hộ bỏ hoang. Chính phủ Trung Quốc hiện không chỉ phải đối mặt với niềm tin người tiêu dùng đang xấu đi mà còn phải đối mặt với sự suy giảm dân số, tình trạng già hóa và những căng thẳng thương mại gia tăng từ các nền kinh tế phát triển đối với sản phẩm Trung Quốc. Và cho đến nay, các giải pháp của chính quyền trung ương Trung Quốc như hạ lãi suất, giảm tiền đặt cọc, bơm thêm hàng nghìn nghìn tỷ Nhân dân Tệ cho các khoản vay hoặc yêu cầu chính quyền địa phương mua lại những ngôi nhà chưa bán được, vẫn chưa cho thấy bất kỳ tác động đáng kể nào.

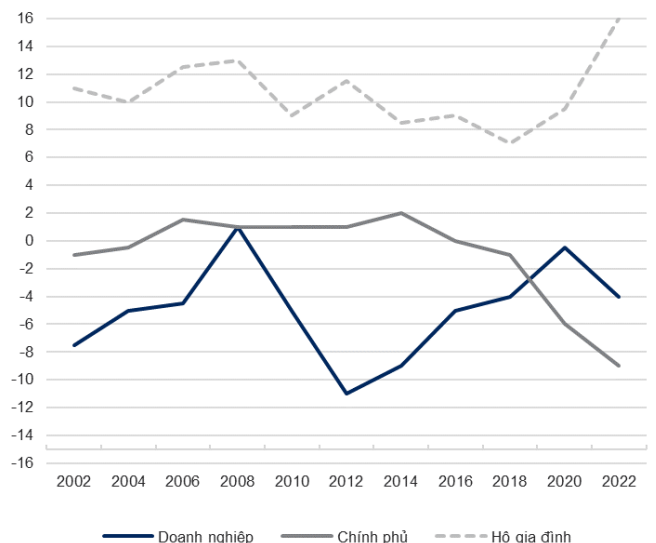
Do đó, nếu chính phủ Trung Quốc không đẩy mạnh mở rộng chính sách tài khóa bằng gia tăng vay nợ lớn để đầu tư vào các dự án sản xuất đem lại hiệu quả tài chính, thì chúng tôi cho rằng nền kinh tế Trung Quốc có khả năng cao sẽ đi vào cuộc khủng hoảng mà Nhật Bản đã đi qua nhiều thập kỷ trước: giảm phát và tăng trưởng trì trệ sau khi bong bóng bất động sản của nước này vỡ vào đầu những năm 1990. Với ngành thép, chúng tôi cho rằng không ngành nào có thể mang lại nhu cầu về thép lớn bằng ngành bất động sản và cơ sở hạ tầng công cộng. Do vậy, ngay cả khi chính phủ Trung Quốc tìm được những ngành sản xuất có lợi nhuận cao hơn để chuyển dịch đầu tư thì cũng không thể bù đắp được mức giảm nhu cầu thép do đầu tư ít hơn vào lĩnh vực bất động sản. Do đó, vào năm 2025, chúng tôi dự kiến giá bán thép của Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm thêm. Sản xuất thép nội địa Trung Quốc từ đó sẽ giảm dần nhưng mức giảm sản xuất đó nhanh hay chậm sẽ phụ thuộc vào việc Trung Quốc còn đẩy mạnh được xuất khẩu thép ra thế giới hay không. Hiện tại, mặc dù nhu cầu trong nước của Trung Quốc suy yếu (-3% svck), mức sản xuất thép của Trung Quốc trong quý 2 năm 2024 cho thấy mức giảm ít hơn (chỉ -1% svck) vì Trung Quốc vẫn đang thúc đẩy xuất khẩu mạnh mẽ. Chỉ những quốc gia áp dụng các giải pháp thuế tự vệ cho ngành thép trong nước mới có thể một phần tách mình khỏi xu hướng giảm của giá thép Trung Quốc.

Hình 12: Thặng dư/thâm hụt tài chính theo khu vực ở Nhật Bản kể từ năm 1981 (% GDP danh nghĩa)



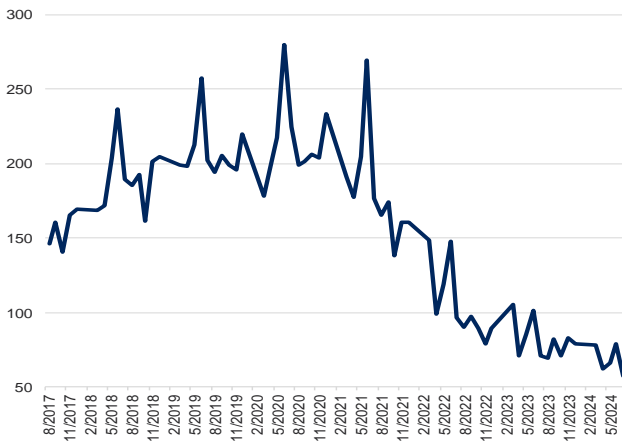
Nguồn: Nomura Research

Hình 13: Thặng dư/thâm hụt tài chính theo khu vực ở Trung Quốc kể từ năm 2002 (% GDP danh nghĩa)



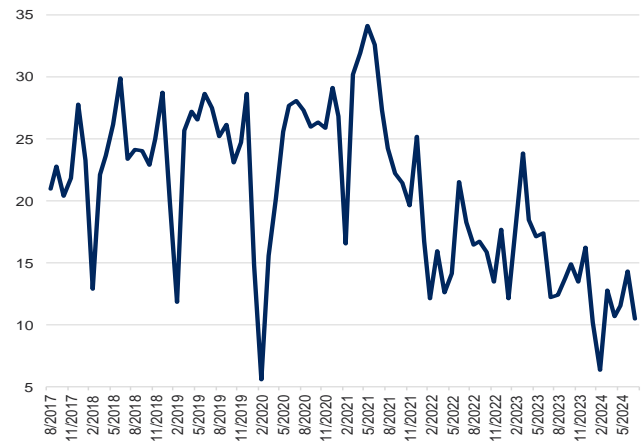
Nguồn: Nomura Research

Hình 14: Diện tích sàn của nhà (sản lượng/triệu m2)



Nguồn: Bloomberg

Hình 15: Sản lượng bán hàng của Trung Quốc theo diện tích sàn xây dựng (triệu m2) – doanh số bán hàng trong 30 thành phố chính



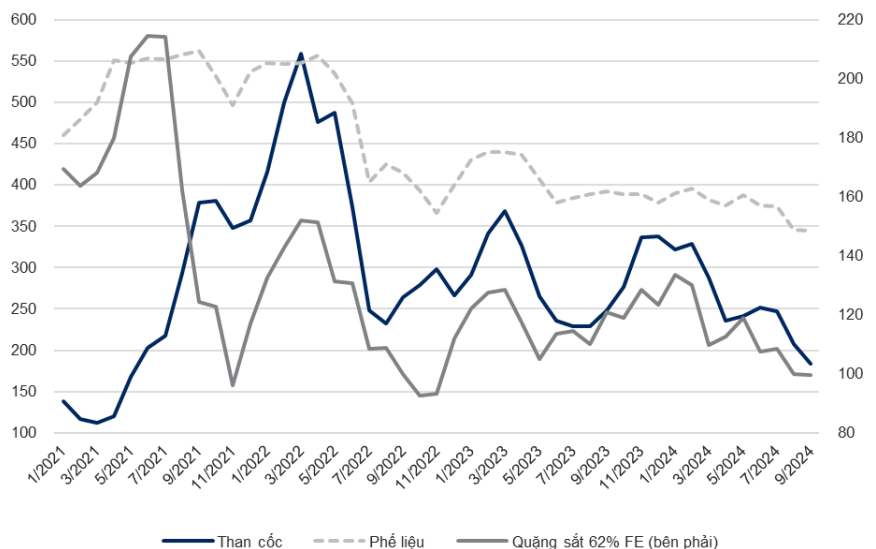
Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào sẽ giảm mạnh hơn do nguồn cung tăng từ Úc

Trong khi Trung Quốc, chiếm 76% thị phần quặng sắt nhập khẩu toàn cầu, đang chứng kiến nhu cầu thép giảm, Úc và Brazil, chiếm 79% thị phần xuất khẩu quặng sắt toàn cầu sẽ tiếp tục tăng sản lượng xuất khẩu 3,1% hàng năm cho đến năm 2026, theo dự báo của Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc. Các công ty khai thác lớn của Australia vẫn gia tăng sản lượng để bù đắp cho giá bán giảm, cùng với các kế hoạch mở rộng lớn từ các nhà sản xuất Brazil như Vale và CSN.

Úc chiếm 52% thị phần xuất khẩu than cốc toàn cầu. Giá than cốc cực kỳ biến động kể từ đại dịch COVID-19. Vào đầu năm 2024, giá than cốc lại tăng do nguồn cung của Úc bị gián đoạn và hàng đợi tại cảng kéo dài do bão Jasper và Kirrily. Sau đó, giá giảm khi tình trạng gián đoạn thời tiết và giao thông giảm bớt, từ mức cao 333 USD/tấn vào tháng 1 xuống còn 183 USD/tấn vào T9/24 (-45% sv đầu năm). Vào năm 2025, chúng tôi dự kiến giá than cốc sẽ duy trì ở mức này, mặc dù triển vọng này vẫn phụ thuộc vào các rủi ro liên quan đến căng thẳng địa chính trị và thời tiết.

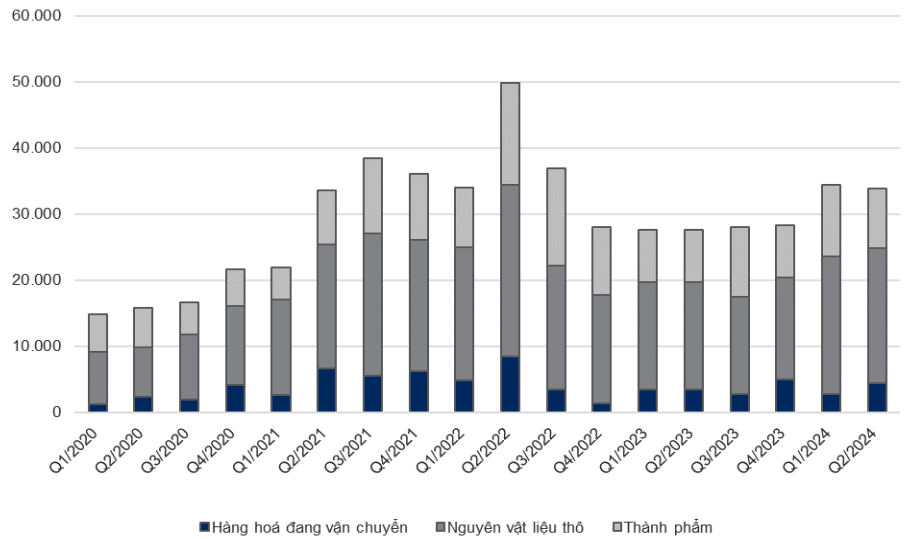
Hình 16: Giá nguyên liệu đầu vào chính (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

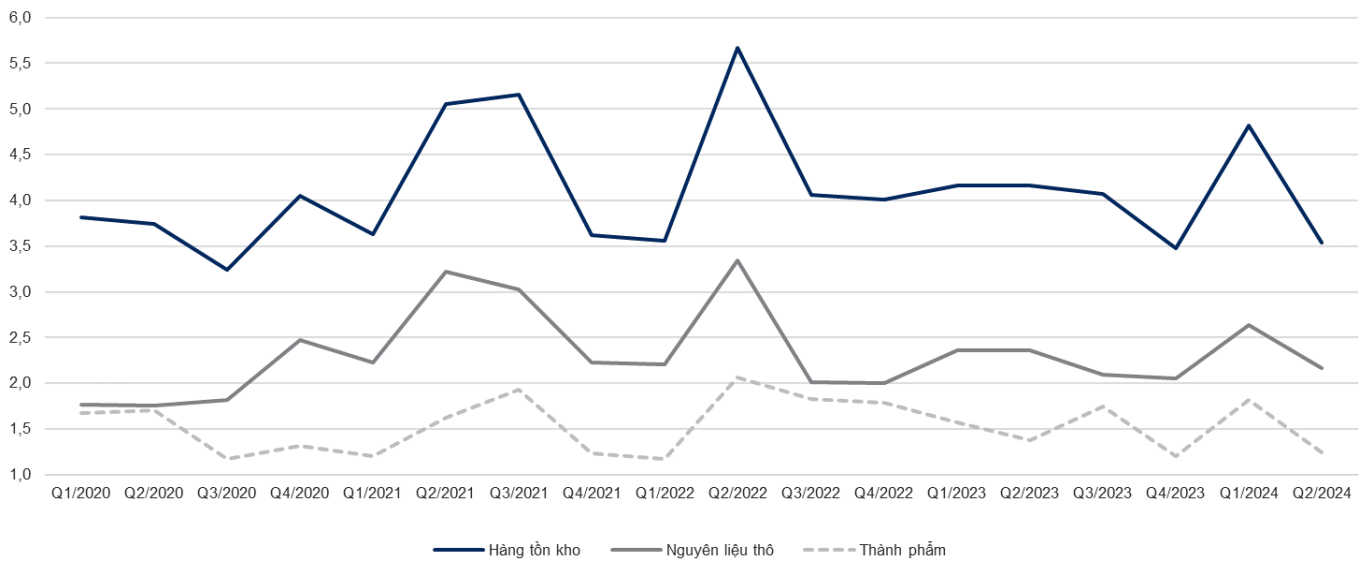
Trong bối cảnh giá bán giảm với mức giảm lớn hơn về giá đầu vào, các nhà sản xuất quản lý hàng tồn kho thấp vẫn có thể mở rộng biên EBITDA. Chúng tôi kỳ vọng HPG tiếp tục duy trì mức tồn kho nguyên liệu thô thấp để nắm bắt xu hướng giảm giá đầu vào.

Hình 17: Lượng hàng tồn kho của HPG (tỷ VNĐ)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Tồn kho của HPG theo tháng (tháng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Fiingroup

Các lệnh áp thuế chống bán phá giá nếu có sẽ hỗ trợ ngành sản xuất thép trong nước

Hình 19: Các cuộc điều tra trước đây của ngành thép do Bộ Công Thương Việt Nam tiến hành

STT Mã	Sản phẩm	Bên khởi xướng	Quốc gia bị điều tra	Tình trạng hiện tại	Thông báo điều tra/ Rà soát định kỳ; cuối kỳ	Thông báo giải pháp tạm thời	Áp thuế chính thức	Thời gian đợi (đợt 1)	Thời gian đợi (đợt 2)	Thời gian áp thuế	Thuế nhập khẩu	Thuế CBPG/Tự Vệ chính thức	
1	AD01	CRC	Posco VNT, Inox Hoà Bình	Trung Quốc, Indonexia, Malaysia, Đài Loan	Đã hết hạn	7/2/2013	12/25/2013	9/5/2014	176	254	5	0-10%	3%-37%
	ER01.AD 01			Trung Quốc, Indonexia, Malaysia, Đài Loan	Còn hiệu lực	10/2/2018		10/21/2019		5			
2	AD02	Tôn mạ kẽm	NKG, GDA, Tôn Phương Nam, Thép Trung Quốc Sumikin	Trung Quốc, Hàn Quốc	Đã hết hạn	3/3/2016	9/1/2016	3/30/2017	182	210	5		3-38%
3	AD03	Thép chữ H		Trung Quốc	Đã hết hạn	10/5/2016	3/21/2017	8/21/2017	167	153	5		20%-29%
	ER01.AD 03			Trung Quốc	Còn hiệu lực	10/13/2021		8/19/2022		5			
4	AD04	Một số loại tôn mạ	NKG, Tôn Phương Nam, Đại Thiên Lộc, TVP	Trung Quốc, Hàn Quốc	Đã hết hạn	10/15/2018	6/18/2019	10/24/2019	246	128	5		2.5%-34%
	AR01.AD 04			Trung Quốc, Hàn Quốc	Còn hiệu lực			4/20/2021				Cho đến khi có thông báo tiếp theo	
5	AD08	CRC		Trung Quốc	Còn hiệu lực	9/3/2019		12/21/2020		475	5		4%-25%
6	AD12	Thép chữ H		Malayxia	Còn hiệu lực	8/24/2020	4/2/2021	8/18/2021	221	138			10,64%
7	SG04	Phôi và thép dài		Toàn cầu	Đã hết hạn	12/25/2015	3/7/2016	7/18/2016	73	133	4		Phôi: 23,3%, Thép dài 14,2%, Mỗi năm giảm 2%, Sau năm 2020 0%
	ER02.SG 04	Thép dài		Toàn cầu	Còn hiệu lực	11/4/2022		3/21/2023			3	15%	6%
8	SG05	Tôn mạ kẽm		Toàn cầu	Đã hết hạn	7/6/2016		6/15/2017			3		Trung bình tối đa 420.000 tấn mỗi năm, thuế Tự vệ 19% áp dụng cho số lượng vượt quá mức này
9	AD17	Thanh thép PC		Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Chờ phê duyệt	7/5/2023							
10	AD19	Tôn mạ kẽm	HSG, NKG, GDA, Tôn Phương Nam, Thép Trung Quốc & Thép Nippon	Trung Quốc, Hàn Quốc	Chờ phê duyệt	6/14/2024							
11	AD20	HRC	HPG, Formosa	Ấn Độ, Trung Quốc	Chờ phê duyệt	7/26/2024							

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Cơ quan phòng vệ thương mại Việt Nam

Lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc sang Việt Nam tăng vọt 92/27% svck trong năm 2023 và 5T24, và điều này đã khiến Bộ Công thương Việt Nam vào cuộc điều tra:

1. Bộ Công Thương đang điều tra thép mạ kẽm (tôn mạ) để quyết định có nên áp thuế chống bán phá giá đối với một số loại thép mạ kẽm của Trung Quốc và Hàn Quốc hay không. Nếu điều này thành hiện thực, tất cả các nhà sản xuất thép mạ kẽm sẽ là bên hưởng lợi, bao gồm HSG, NKG, HPG và GDA. Chúng tôi cho rằng khả năng cao sẽ xảy ra vì Việt Nam dư cung tôn mạ và cơ quan phòng vệ thương mại của Việt Nam đã từng áp dụng thuế tự vệ và thuế chống bán phá giá đối với thép mạ kẽm nhập khẩu vào năm 2016 khi cũng đang xảy ra khủng hoảng thép của Trung Quốc.

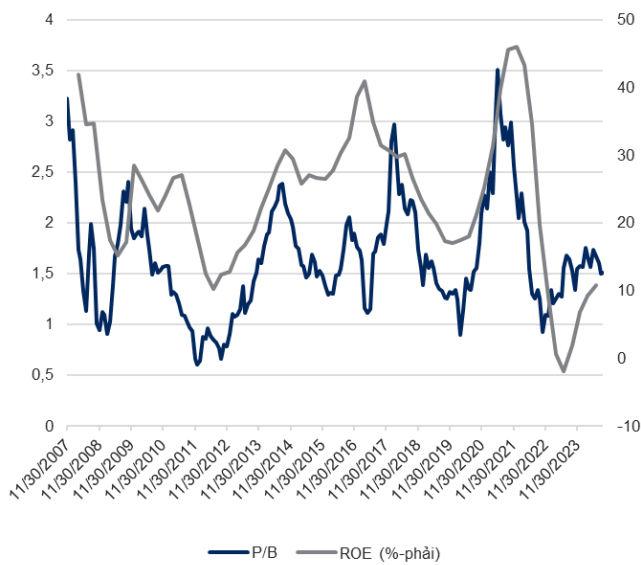
2. Bộ Công Thương đang điều tra HRC nhập khẩu từ một số công ty Trung Quốc và Ấn Độ, và kết quả có thể sẽ mất ba đến năm tháng để hoàn tất. Theo những gì chúng tôi quan sát, tất cả các vụ điều tra thép trước đây đều được kết luận với mức áp dụng thuế giá chống bán phá giá/tự vệ nhưng tác động là khác nhau dựa trên thời điểm áp thuế và quy mô. Tuy nhiên, vụ việc này khá khó khăn do Việt Nam hiện đang thiếu nguồn cung HRC trong nước. Chúng tôi nghĩ rằng việc áp thuế cho HRC nhập khẩu nếu xảy ra sẽ bắt đầu khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động, lấp đầy khoảng trống thiếu hụt HRC tại Việt Nam và sẽ chỉ áp dụng cho một số mã HRC có phạm vi giá thấp hơn nhiều so với giá trong nước hoặc ở một số lượng vượt quá mức khối lượng nhập khẩu cụ thể do cơ quan có thẩm quyền quy định.

Các vụ việc trước đây cho thấy Cơ quan phòng vệ thương mại Việt Nam mất trung bình 180 ngày để áp dụng thông báo thuế AD/SG tạm thời và 150 ngày kể từ thời điểm thông báo thuế tạm thời đó để công bố mức thuế chính thức với mức thuế chính thức có thể được điều chỉnh từ phiên bản tạm thời. Nếu mức thuế chính thức thấp hơn mức thuế tạm thời, nhà nhập khẩu sẽ được hoàn lại khoản chênh lệch. Mặt khác, nếu mức thuế chính thức vượt quá mức thuế tạm thời, nhà nhập khẩu không phải trả thêm số tiền chênh. Chúng tôi hy vọng rằng chúng tôi sẽ có kết quả cho các vụ việc hiện tại này vào tháng 12 năm 2024 hoặc đầu năm 2025.

Trên thị trường toàn cầu, Ủy ban châu Âu đã đặt hạn ngạch mới 15% đối với nhập khẩu HRC từ một số quốc gia, bao gồm cả Việt Nam. Ngoài ra, Ủy ban châu Âu gần đây đã xác nhận rằng họ đã có tất cả các hồ sơ cần thiết để quyết định có nên bắt đầu điều tra HRC nhập khẩu từ Việt Nam hay không, bao gồm cả HPG và Formosa. Thị trường châu Âu chỉ chiếm 3-11% tổng doanh thu của HPG trong hai năm qua và nếu chúng ta giả định tỷ lệ này với Formosa, một nhà xuất khẩu HRC khác có trụ sở tại Việt Nam. Cả hai nhà sản xuất HRC đều sẽ cố gắng bán sang các nước khác hoặc bán nhiều hơn tại Việt Nam, vì vậy, ảnh hưởng của quyết định của Ủy ban châu Âu sẽ có tác động không lớn đến HPG.

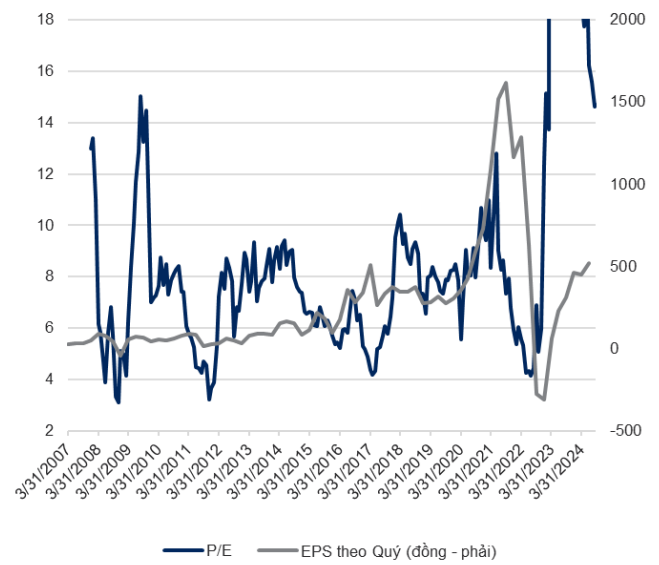
Định giá: Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu là 30.000 đồng

Hình 20: P/B và ROE trượt



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: P/E và EPS theo Quý



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

HPG xứng đáng được giao dịch ở mức P/B mục tiêu là 1,7x, thay vì 1,4x – mức dự phóng hiện tại cho năm 2025, do ROE kỳ vọng trung bình 15% trong FY25-26 và bảng cân đối kế toán tương đối lành mạnh.

Chúng tôi cũng kỳ vọng trong 2025-2026, HPG sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 1.000 đồng/cp, tương đương với tỷ suất cổ tức 3,4% dựa trên giá thị trường hiện tại khi Dung Quất 2 bắt đầu tạo ra tiền mặt.

Hình 22: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu (x)	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu theo tỷ trọng
P/E	10,0	23.225	25%	5.806
P/B	1,7	30.657	25%	7.664
EV/EBITDA	8,0	31.300	25%	7.825
DCF		35.000	25%	8.750
Giá mục tiêu				30.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Chi phí vốn cổ phần và WACC

Lãi suất phi rủi ro	2,80%
Phần bù rủi ro thị trường	7,80%
Beta	1,3
Chi phí vốn	12,9%
Chi phí nợ (sau thuế)	6%
VCSH	159.907
Nợ vay	44.644
VCSH/(Nợ vay + VCSH)	0,78
Nợ vay/(Nợ vay + VCSH)	0,22
WACC	11,5%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chi phí vốn chủ sở hữu trong mô hình DCF của chúng tôi sử dụng phần bù rủi ro vốn là 7,8% dựa trên [NYU Stern model](#) và lãi suất rủi ro là 2,8%, tương ứng với lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm vào ngày 30 tháng 6

Hình 24: Định giá chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)

Định giá chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	17.517	25.591	35.804	42.000	45.000
- Đầu tư TSCĐ	-14.944	-26.000	-39.302	-20.000	-20.000
+ Vay ròng	11.633	1.746	2.360	2.500	2.500
FCFE	14.205	1.337	-1.138	24.500	27.500
Giá trị cuối cùng					332.741
FCFE + Giá trị cuối cùng	14.205	1.337	-1.138	24.500	360.241
Giá trị hiện tại của FCFE và Giá trị cuối cùng	237.754				
% giá trị cuối cùng	81%				
- Lợi ích của cổ đông thiểu số	0				
Giá trị VCSH	237.754				
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	35.000				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Phương pháp hệ số

P/E	2025
LNST Công ty mẹ hợp nhất (tỷ đồng)	15.969
EPS (đồng)	2.322
P/E mục tiêu (x)	10
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	6.876
Giá mục tiêu (đồng)	23.225
Tăng trưởng EPS	18%
P/B	2025
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	123.996
P/B mục tiêu (x)	1,7
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	6.876
Giá trị sổ sách/cp	18.033
Giá mục tiêu (đồng)	30.657
ROE (%)	14%
EV/EBITDA	2025F
EBITDA (tỷ đồng)	30.438
Hệ số EV/EBITDA (x)	8,0
Giá trị doanh nghiệp EV (tỷ đồng)	243.501
SLCP lưu hành (triệu cp)	6.876
Giá mục tiêu (đồng)	31.300
Hệ số Forward	34%
PE F	10,8
PB R	1,4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro giảm giá:

Giá thép bán ra giảm và việc các cuộc điều tra chống bán phá giá tại các quốc gia xuất khẩu đang tiếp diễn ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường.

Nhu cầu thép thấp hơn dự kiến do thị trường bất động sản phục hồi chậm.

Trì hoãn đưa vào hoạt động dự án Dung Quất 2.

Giá đầu vào cao hơn dự kiến do tình trạng chiến tranh leo thang, và thời tiết khắc nghiệt dẫn đến gián đoạn nguồn cung.

Phân tích kịch bản giá cổ phiếu và lợi nhuận của HPG

Chúng tôi đưa ra ba kịch bản LN cho HPG:

Kịch bản cơ sở: Chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng tăng 17%, do sản lượng HRC tăng 61% do Dung Quất 2 vào hoạt động. Do không có giải pháp thuế chống bán phá giá để hỗ trợ giá trong nước, chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ phù hợp với xu hướng giảm của giá Trung Quốc, có khả năng sẽ giảm 15% vào năm tới.

Kịch bản lạc quan: Việc áp thuế chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu HRC của Trung Quốc và Ấn Độ sẽ làm giảm bớt sự suy giảm giá HRC của Việt Nam, cho phép biên EBITDA của thép đạt 25% vào năm 2025.

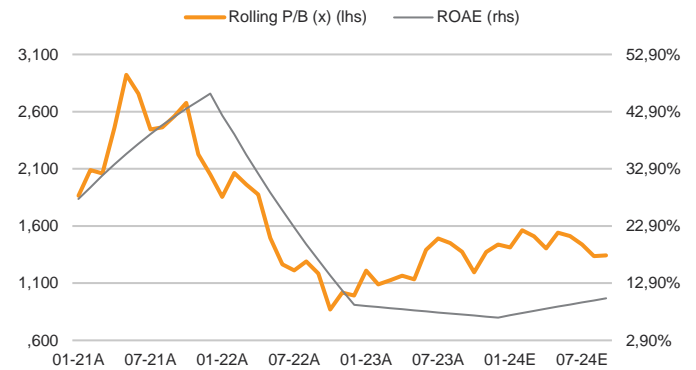
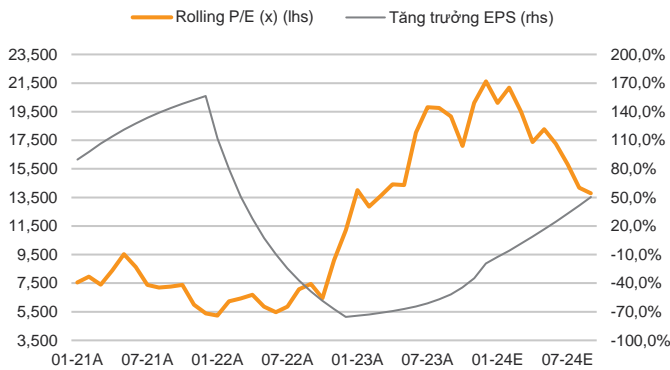
Kịch bản bi quan: Việc đưa nhà máy Dung Quất 2 của HPG vào hoạt động sẽ chỉ khiến khối lượng bán HRC tăng 44%, cùng với không có biện pháp thuế chống bán phá giá nào được chính phủ Việt Nam áp dụng. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng EBITDA của thép trên mỗi tấn sẽ vẫn ổn định khi chi phí đầu vào giảm. Tuy nhiên, trong kịch bản này LN ròng năm 2025 dự kiến sẽ giảm 23%, dẫn đến định giá và giá mục tiêu thấp hơn.

Hình 26: Phân tích kịch bản của HPG

	Kịch bản #1		Kịch bản #2 (cơ sở)		Kịch bản #3	
	15%		65%		20%	
	Giá trị	svck	Giá trị	svck	Giá trị	svck
Xác suất xảy ra						
Kết quả 2025						
Chỉ báo						
Sản lượng bán hàng - nghìn tấn	10,210	11%	10,730	17%	11,160	22%
HRC	4,296	44%	4,816	61%	5,246	75%
Giá bán bình quân						
Thép xây dựng - triệu đồng/tấn	12,965	-9%	13,233	-7%	13,233	-7%
HRC - USD/tấn	428	-26%	490	-15%	526	-9%
Nguyên liệu đầu vào - USD/tấn						
Quặng sắt	90	-7%	92	-5%	92	-5%
Than cốc	179	-31%	190	-27%	189	-27%
Thuế CBPG						
Tồn mạt kẽm	Không		Có		Có	
HRC	Không		Không		Có	
Biên EBITDA của thép	20%	3 điểm %	22%	5 điểm %	25%	8 điểm %
EBITDA thép/ tấn (triệu đồng)	2,492	-3%	2,955	15%	3,404	32%
KQKD						
LNST công ty mẹ 2025	10,393	-23%	15,969	18%	21,657	61%
ROE	9%		14%		19%	
Định giá						
P/E	9		10		11	
P/B	1.4		1.7		1.8	
EV/EBITDA	7		8		9	
Giá mục tiêu						
Giá mục tiêu	18,800		30,000		36,000	
Tiềm năng tăng giá/giảm giá	-25%		20%		44%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	118.953	126.761	133.486
Giá vốn hàng bán	(106.015)	(108.097)	(109.307)
Chi phí quản lý DN	(1.961)	(2.730)	(2.803)
Chi phí bán hàng	(1.307)	(1.170)	(1.201)
LN hoạt động thuần	9.669	14.764	20.174
EBITDA thuần	16.443	22.694	30.438
Chi phí khấu hao	(6.773)	(7.930)	(10.264)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	9.669	14.764	20.174
Thu nhập lãi	3.173	2.450	2.219
Chi phí tài chính	(5.192)	(3.178)	(3.535)
Thu nhập ròng khác	142	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	7.793	14.036	18.857
Thuế	(992)	(1.779)	(2.888)
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	0	0
LN ròng	6.835	12.257	15.969
Thu nhập trên vốn	6.835	12.257	15.969
Cổ tức phổ thông	(8)	0	(7.036)
LN giữ lại	6.827	12.257	8.933

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	12.267	26.473	27.810
Đầu tư ngắn hạn	22.162	22.162	22.162
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.702	7.458	7.854
Hàng tồn kho	34.504	43.239	43.723
Các tài sản ngắn hạn khác	3.081	2.840	2.789
Tổng tài sản ngắn hạn	82.716	102.172	104.338
Tài sản cố định	98.097	105.121	120.857
Tổng đầu tư	1.921	1.882	1.882
Tài sản dài hạn khác	5.048	5.048	5.048
Tổng tài sản	187.783	214.222	232.125
Vay & nợ ngắn hạn	54.982	58.547	67.329
Phải trả người bán	12.387	13.968	14.431
Nợ ngắn hạn khác	4.174	5.145	4.868
Tổng nợ ngắn hạn	71.544	77.659	86.628
Vay & nợ dài hạn	10.399	18.466	18.466
Các khoản phải trả khác	3.034	3.034	3.034
Vốn điều lệ và	58.148	63.963	70.359
LN giữ lại	40.593	47.035	49.572
Vốn chủ sở hữu	102.806	115.063	123.996
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	187.783	214.222	232.125

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	7.793	14.036	18.857
Khấu hao	6.773	7.930	10.264
Thuế đã nộp			
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLD	(3.038)	(4.479)	(3.530)
LC tiền thuần HKKD	11.528	17.487	25.591
Đầu tư TSCĐ	(17.353)	(14.954)	(26.000)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(17.353)	(14.954)	(26.000)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	127.142	11.633	8.782
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(8)	0	(7.036)
LC tiền thuần HĐTC	127.134	11.633	1.746
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8.325	12.267	26.473
LC tiền thuần trong năm	121.309	14.166	1.338
Tiền & tương đương tiền cuối kì	129.634	26.433	27.810

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	5,7%	9,7%	12,0%
Vòng quay TS	0,66	0,63	0,60
ROAA	3,8%	6,1%	7,2%
Đòn bẩy tài chính	1,80	1,85	1,87
ROAE	6,9%	11,3%	13,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	32,8	21,5	21,5
Số ngày nắm giữ HTK	118,8	146,4	146,0
Số ngày phải trả tiền bán	42,6	47,3	48,2
Vòng quay TSCĐ	1,30	1,25	1,18
ROIC	4,1%	6,4%	7,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,3	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,6
Vòng quay tiền	109,0	120,6	119,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(15,9%)	6,6%	5,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(26,1%)	52,7%	36,6%
Tăng trưởng LN ròng	(19,4%)	79,3%	30,3%
Tăng trưởng EPS	(19,4%)	79,3%	30,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT ..

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Barry Weisblatt – Giám đốc phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Steven Woo – Trưởng phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>