

## Ngành Thép

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2024

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **34.500**

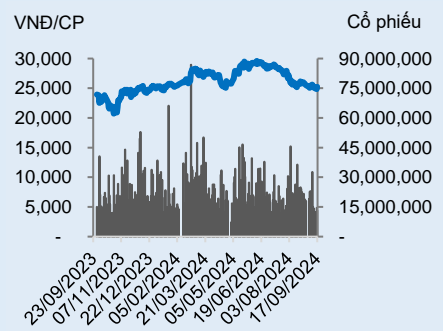
Giá thị trường (17/9/2024) 25.250

Lợi nhuận kỳ vọng +36,6%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	20.727-29.600
Vốn hóa	161.505 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	6.396.250.200
KLGD bình quân 10 ngày	17.571.376
% sở hữu nước ngoài	22,52%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,50

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HPG	1,2%	-2,3%	-12,0%	-9,1%
VN-Index	11,2%	-0,2%	0,4%	-1,8%

Chuyên viên phân tích

**Tôn Nữ Nhật Minh**

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

## Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG

Reuters: HPG.HM

Bloomberg: HPG VN

## Dung Quất 2: Cơ hội đột phá cho Hòa Phát trong chiến lược tăng trưởng nội địa

**Ước tính kết quả kinh doanh Q3.2024.** BVSC ước tính DTT và LNST của HPG trong Q3.2024 lần lượt đạt 32.425 tỷ đồng (+13,8%YoY; -18%QoQ) và 2.242 tỷ đồng (+12,1%YoY; -32,5%QoQ). Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng. Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 15%, sản lượng tiêu thụ xuất khẩu tăng 6%. Biên lãi gộp ước tính ở mức 12%, giảm 1,3 điểm phần trăm so với quý trước do giá bán giảm mạnh hơn giá nguyên vật liệu đầu vào.

## Điểm nhấn đầu tư

**Sản lượng phục hồi, động lực đến từ nhu cầu nội địa.** Trong 8 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ thép tăng 16%, trong đó tiêu thụ thép trong nước tăng 19% và xuất khẩu tăng 8%. BVSC nhận định sản lượng tiêu thụ thép trong 2 quý cuối năm sẽ tiếp tục duy trì mức tăng hai chữ số so với cùng kỳ nhờ (1) những chương trình thúc đẩy nền kinh tế của Chính phủ dần có hiệu quả; và (2) việc xây dựng lại các công trình sau bão lũ.

**Dung Quất 2 tạo động lực tăng trưởng cho HPG trong dài hạn.** Dự kiến giai đoạn 1 và giai đoạn 2 của Dung Quất 2 sẽ đi vào hoạt động cuối 2024 và cuối năm 2025, nâng công suất thép thô của HPG thêm 8,6 triệu tấn/năm với sản phẩm chủ lực là HRC. Ước tính dự án Dung Quất 2 ghi nhận doanh thu khoảng 70-80 nghìn tỷ (sau khi chạy full công suất), đóng góp 25%-30% biên lợi nhuận của HPG.

**Kỳ vọng vào việc áp thuế Chống bán phá giá (CBPG) của Bộ Công Thương, hỗ trợ các nhà sản xuất thép HRC có năng lực tranh về giá với thép nhập khẩu từ Trung Quốc.** BVSC kỳ vọng khả năng cao Bộ Công Thương sẽ áp thuế CBPG thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ vì (1) Trong 1H2024, sản lượng thép cán nóng nhập khẩu lên đến gần 6 triệu tấn (+32%YoY), lượng nhập khẩu này bằng 173% so với sản xuất trong nước trong khi nhu cầu tiêu thụ nội địa chỉ khoảng hơn 3 triệu tấn; (2) Xuất khẩu thép HRC Việt Nam cũng chịu điều tra CBPG từ các quốc gia như Ấn Độ, EU, Úc...; và (3) Dung Quất 2 của HPG sẽ đi vào hoạt động từ 2025 và full công suất trong 2027, cung cấp cho nhu cầu nội địa thêm gần 8,6 triệu tấn HRC/năm, nâng mức sản lượng HRC sản xuất nội địa lên 14 triệu tấn, có thể đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ nội địa mà không cần nhập khẩu.

**Định giá và khuyến nghị.** Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng DTT và LNST của HPG trong 2024 từ mức 142.917 tỷ đồng và 12.492 tỷ đồng xuống còn 136.645 tỷ đồng và 10.511 tỷ đồng do giá bán thép giảm mạnh hơn kỳ vọng. BVSC hạ giá mục tiêu HPG từ 37.800 đồng/cổ phiếu xuống còn **34.500 đồng/cổ phiếu** (tương đương mức P/E năm 2024/2025 lần lượt là 21,0x/17,4x), mức định giá này khá hợp lý bởi triển vọng lợi nhuận tăng trưởng ổn định (CAGR EPS đạt 7,7%/năm trong giai đoạn 2024-2040) và khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HPG trong 12 tháng tới với **tiềm năng tăng trưởng +36,6%**.

## Nhận định thị trường thép 2024

### Nhu cầu tiêu thụ phục hồi nhưng chịu áp lực cạnh tranh từ Trung Quốc

Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng tiêu thụ thép các loại ước tính đạt khoảng hơn 13 triệu tấn, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng tiêu thụ thép nội địa khoảng 9 triệu tấn (+17%YoY), trong khi đó, sản lượng tiêu thụ xuất khẩu tăng trưởng một chữ số, đạt khoảng 9%YoY do chịu áp lực từ các cuộc điều tra chống bán phá giá, đặc biệt là thép HRC. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu thép HRC giảm 21%YoY, mức sụt giảm này bắt đầu từ tháng 4/2024 đến nay.

### Giá thép nội địa chịu áp lực cạnh tranh từ giá thép nhập khẩu từ Trung Quốc, đặc biệt là giá thép HRC

Khủng hoảng bất động sản kéo dài khiến nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc giảm mạnh trong khi tồn kho thép vẫn ở mức cao, khoảng 21,7 triệu tấn (cao hơn mức trung bình tồn kho 5 năm là 19,6 triệu tấn), trong đó, tồn kho thép HRC chưa có dấu hiệu sụt giảm, tăng 66% so với đầu năm 2024. Ngoài ra, việc Chính phủ Trung Quốc đưa ra các tiêu chuẩn chất lượng mới cho thép cây có khả năng sẽ làm cho hàng tồn kho hiện có khó bán hơn, sự kiện này sẽ gây ra một số đợt bán tháo thép trước khi các quy định mới có hiệu lực vào tháng 9 năm nay. Giá thép cây dùng trong xây dựng hiện đang ở mức khoảng 490 USD/tấn - rẻ nhất kể từ năm 2017, giá thép cuộn cán nóng (HRC) dùng trong ô tô và đồ gia dụng khoảng 456 USD/tấn - chạm mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây, điều này khiến nhiều nhà sản xuất thép thua lỗ trên mỗi tấn thép được xuất xưởng. Nhu cầu tiêu thụ nội địa yếu kém buộc Trung Quốc phải đẩy mạnh xuất khẩu thép giá rẻ sang các quốc gia khác khiến cho giá thép ở Mỹ và châu Âu xuống dưới giá thành, dẫn tới các quốc gia sản xuất thép đang áp thuế lẫn nhau để bảo vệ ngành thép nội địa khi phải đối mặt với cuộc chiến “cạnh tranh về giá”. Các nước Mỹ Latin đang nối tiếp nhau hành động giống như Mỹ và châu Âu là áp thuế quan lên hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Từ tháng 5/2024, Mexico, Chile và Brazil đã tăng thuế quan - thậm chí có trường hợp tăng hơn gấp đôi đối với các sản phẩm thép Trung Quốc. Việt Nam cũng điều tra áp thuế chống bán phá giá thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ.

### Bộ Công Thương Việt Nam điều tra chống bán phá giá thép nhập khẩu Trung quốc và Ấn Độ

Vào ngày 19/03/2024, HPG và Formosa đã nộp đơn lên Cục Phòng vệ thương mại (Bộ Công Thương) đề nghị điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Đến ngày 26/07, Bộ Công Thương đã ban hành quyết định điều tra áp dụng biện pháp áp thuế CBPG với 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. BVSC dự báo Bộ Công Thương sẽ đưa ra quyết định áp thuế CBPG thép HRC hay không chậm nhất vào tháng 11/2024.

### Những tín hiệu tích cực trong ngắn hạn

Trung Quốc đã cắt giảm sản lượng sản xuất đáng kể vào tháng 7, với sản lượng giảm 9% so với năm ngoái xuống còn 82,94 triệu tấn, con số thấp nhất hàng tháng trong năm nay. Việc cắt giảm này tiếp diễn đến tháng 8 nhằm hỗ trợ ổn định giá cả. Sản lượng hàng ngày tiếp tục giảm khoảng

6,8% so với cùng kỳ năm ngoái trong 10 ngày đầu tháng 8. Trong đó, sản lượng thép thanh dài có mức giảm đáng kể nhất trong số các sản phẩm thép, giảm 14% trong nửa đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái.

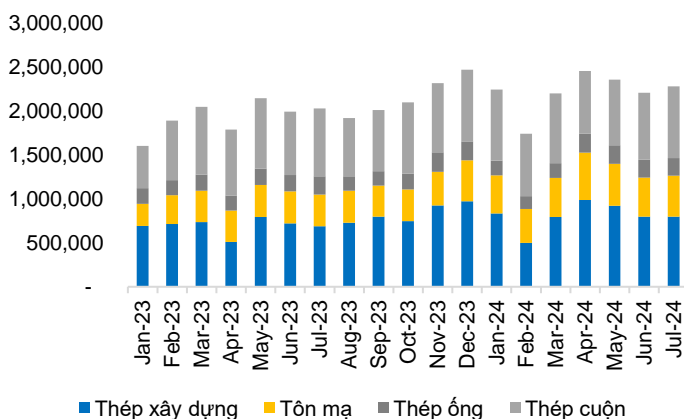
Tồn kho thép dài giảm mạnh sau khi giá giao ngay trung bình giảm mạnh trong tháng 7 - xuống mức thấp nhất trong 7 năm. Trong khi đó, mức giảm 15-16% theo năm đối với giá giao ngay thép tấm cán nóng và cán nguội không giúp giảm mức tồn kho nhiều. Tuy nhiên, các ngành sử dụng thép cán nóng như sản xuất thiết bị gia dụng, sản xuất ô tô, đóng tàu đều có mức tăng trưởng tốt sẽ giúp “hấp thụ” tồn kho trong thời gian tới.

Xuất khẩu của Trung Quốc đã giảm 10,5% trong tháng 7 so với tháng 6, với mức tăng trưởng theo năm giảm xuống còn 7,1%, đánh dấu mức tăng hàng tháng chậm nhất kể từ 6 tháng trước đó.

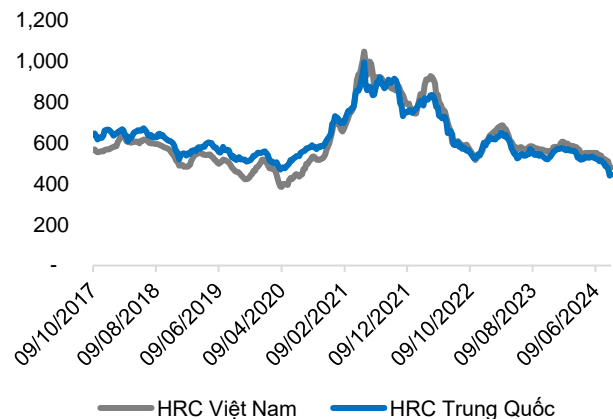
Kỳ vọng khả năng cao Bộ Công Thương sẽ áp thuế CBPG thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ vì (1) Trong 1H2024, sản lượng thép cán nóng nhập khẩu lên đến gần 6 triệu tấn, tăng 32% so với cùng kỳ 2023. Lượng nhập khẩu này bằng 173% so với sản xuất trong nước; (2) Xuất khẩu thép HRC Việt Nam cũng chịu điều tra CBPG từ các quốc gia như Ấn Độ, EU, Úc...; và (3) Dung Quất 2 của HPG sẽ đi vào hoạt động từ 2025 và full công suất trong 2027, cung cấp cho nhu cầu nội địa thêm gần 8,6 triệu tấn HRC/năm, nâng mức sản lượng HRC sản xuất nội địa lên 14 triệu tấn và đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ nội địa mà không cần nhập khẩu.

BVSC cũng nhấn mạnh về việc áp thuế CBPG thép HRC sẽ không phụ thuộc nhiều vào cung – cầu. Chúng tôi xem xét đến thị trường HRC tại Thái Lan – đây là quốc gia vừa mới gia hạn thuế chống bán phá giá đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc. Mặc dù, sản lượng sản xuất thép HRC tại quốc gia này đạt 1,8 triệu tấn, chỉ đáp ứng 33% nhu cầu tiêu thụ năm 2023. Tuy nhiên, Thái Lan vẫn tiếp tục gia hạn thuế chống bán phá giá từ 07/2023 đến 07/2028 với mức thuế 30,91% giá CIF, do nhập khẩu thép HRC từ Trung Quốc tăng gần 2,5 lần trong 2022 và 45% trong 8T2023 đã ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất cũng như tỷ lệ sử dụng lực sản xuất thép cán nóng của Thái Lan liên tục giảm.

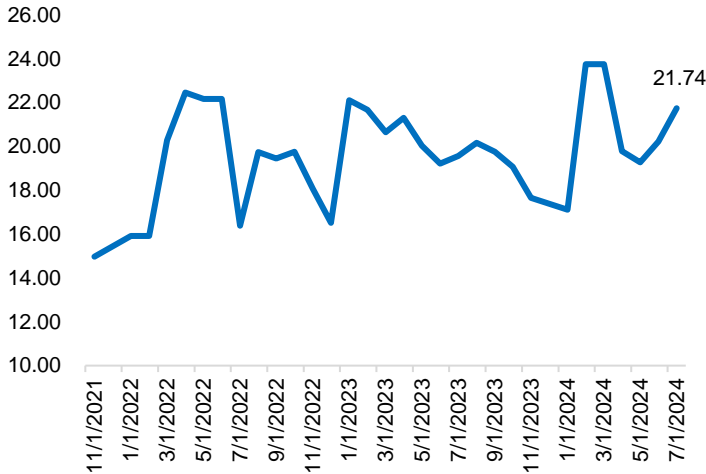
**Sản lượng tiêu thụ thép tại Việt Nam giai đoạn 2023-2024**  
(đơn vị: tấn)



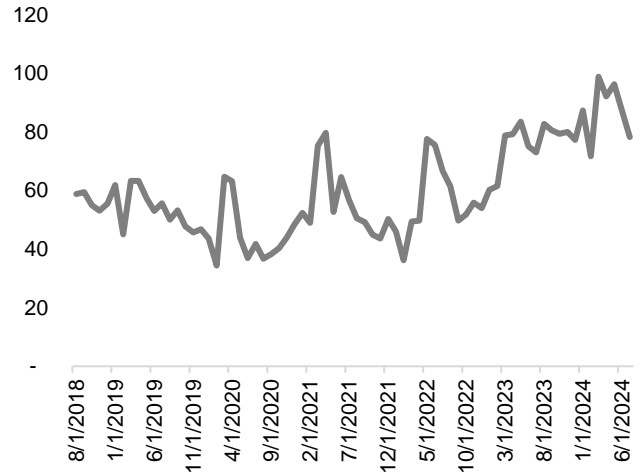
**Biến động giá thép HRC Việt Nam và Trung Quốc**  
(đơn vị: USD/tấn)



**Tồn kho thép Trung Quốc giai đoạn 2021-2024**  
(đơn vị: triệu tấn)



**Sản lượng xuất khẩu thép Trung Quốc**  
(đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VSA, Bloomberg, Fiinpro

**Dự báo các mốc thời gian về sự kiện áp thuế Chống bán phá giá HRC:**

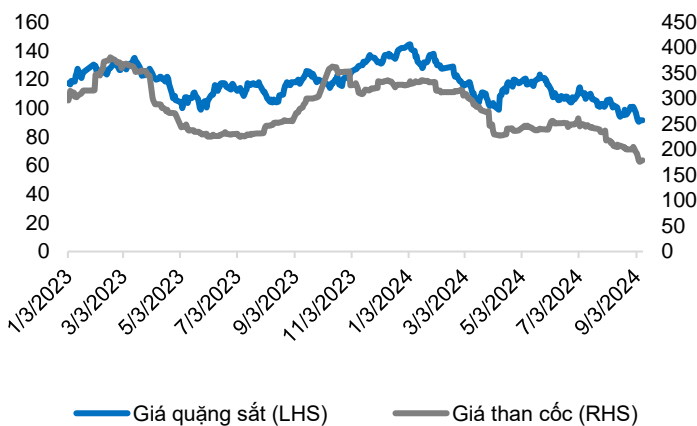
Sự kiện	Số ngày	Tính từ thời điểm	Thuế chống bán phá giá thép HRC	Chú thích
<b>Giai đoạn điều tra</b>				
- Tiếp nhận hồ sơ	0	Ngày tiếp nhận hồ sơ	Ngày 19/03/2024	Điều 30 Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Thông báo hồ sơ hợp lệ	15 ngày	Ngày thông báo hồ sơ hợp lệ	Ngày 14/06/2024	Điều 70 Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Khởi xướng điều tra	45 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	Ngày 26/07/2024	Điều 35 Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Gửi câu hỏi tới các bên liên quan	15 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu hỏi		Điều 57 Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Nhận câu trả lời từ các bên liên quan	30 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu trả lời		Điều 57 Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Kết luận sơ bộ				Không quy định
- Áp thuế CBPG tạm thời	60-120 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	Chậm nhất là tới tháng 11-12/2024 sẽ áp thuế CBPG tạm thời	Điều 37 Nghị định 10/2018/NĐ-CP, số lần áp thuế CBPG tạm thời không quy định là bao nhiêu lần
- Kết thúc điều tra, đưa ra kết luận	12 tháng - 18 tháng	Ngày khởi xướng điều tra	Từ tháng 10/2025 đến đầu 2026 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận	Điều 70 Luật Quản lý ngoại thương 2017
<b>Giai đoạn rà soát</b>				
- Áp thuế CBPG	Tối đa 5 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 81 Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Rà soát lần 1	1 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 82 Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Rà soát lần 2	1 năm	Trước khi kết thúc thời hạn áp thuế		Điều 82 Luật Quản lý ngoại thương 2017

**Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh hơn so với giá bán, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép**

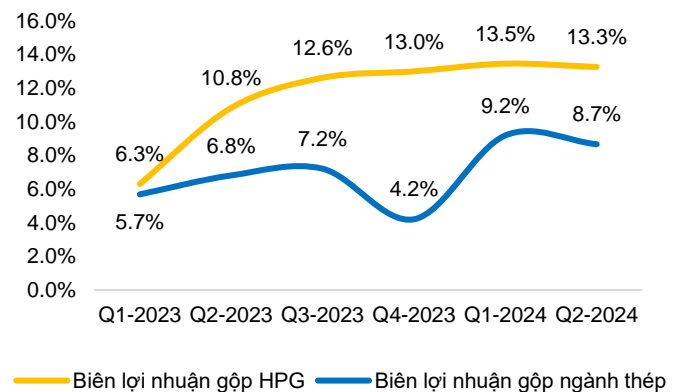
Theo Bloomberg, giá quặng sắt 62% và than cốc liên tục giảm mạnh từ đầu năm 2024. Cụ thể trong 6 tháng đầu năm, giá quặng sắt giảm hơn 20% từ mức 135 USD/tấn về mức 107 USD/tấn và tiếp tục giảm thêm khoảng 15% cho tới tháng 9 về mức quanh 90 USD/tấn. Tương tự, trong 1H2024, giá than cốc cũng giảm 24% so với đầu năm và tiếp tục giảm 28% về mức 179 USD/tấn vào đầu tháng 9. Trong khi đó, giá thép điều chỉnh giảm nhưng ở biên độ hẹp hơn, giá thép xây dựng và giá thép HRC nội địa tại thời điểm đầu tháng 9 giảm lần lượt 6% và 15% so với đầu năm. Tận dụng cơ hội giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán thép, các doanh nghiệp sản xuất thép quản trị tốt hàng tồn kho, chủ động tích trữ nguồn nguyên vật liệu đầu vào giá rẻ, điều này tác động tích cực tới biên lợi nhuận gộp vì quặng sắt và than cốc chiếm hơn 70% trong tổng giá thành sản xuất thép.

BVSC dự báo giá than cốc và quặng sắt tiếp tục giảm trong thời gian tới và biến động với biên độ hẹp hơn trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô ổn định, nguyên nhân chính đến từ việc nhu cầu tiêu thụ quặng sắt, than cốc có thể giảm dần khi Trung Quốc đang nỗ lực giảm lượng khí thải carbon trong sản xuất (đặc biệt là sản xuất thép). Chính phủ Trung Quốc mong muốn sản xuất “thép xanh” bằng việc chuyển đổi lò BOF sang lò EAF, đặt mục tiêu sản xuất 15% lượng thép thô sử dụng lò EAF vào 2025 và nâng tỷ lệ lên 20% vào 2030.

**Biến động giá quặng sắt và than cốc**  
(đơn vị: USD/tấn)



**Biên lợi nhuận ngành thép cải thiện trong 1H2024**



Nguồn: Bloomberg, Finpro, HPG



## Cập nhật kết quả kinh doanh 1H2024

### Sản lượng tiêu thụ phục hồi

Doanh thu thuần HPG trong 6 tháng đầu năm đạt 70.408 nghìn tỷ đồng (+25,5%YoY), động lực tăng trưởng đến từ sản lượng trong khi giá bán thép xây dựng, HRC, tôn mạ và ống thép đều giảm so với cùng kỳ, lần lượt giảm 5,8%YoY; 10%; 13,3% và 9,2%.

Tiêu thụ nội địa và xuất khẩu đều đạt tăng trưởng hai chữ số trong 6 tháng đầu năm, lần lượt tăng 20,5% và 45,4%. Tại thị trường nội địa, sản lượng thép xây dựng và HRC tiêu thụ tăng 25% và 14% so với cùng kỳ, ở chiều ngược lại sản lượng ống thép và tôn mạ ghi nhận mức tăng trưởng âm lần lượt là 3% và 2%. Tại thị trường xuất khẩu, các sản phẩm của HPG đều ghi nhận mức tăng trưởng cao trên 20%, đặc biệt là sản lượng xuất khẩu HRC với mức tăng trưởng 139%.

### Biên lợi nhuận ròng cải thiện trong 1H2024

Biên lợi nhuận ròng ở mức 8,8%, cao hơn 5,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước nhờ (1) Biên lãi gộp cải thiện từ mức 8,7% lên 13,3% do công ty quản trị tốt hàng tồn kho, chủ động tích trữ nguyên vật liệu đầu giá rẻ; (2) Công ty kiểm soát hiệu quả chi phí hoạt động; tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 3%; và (3) Khoản lỗ tài chính giảm do công ty hạn chế tối đa việc vay ngoại tệ và bắt đầu được hưởng lợi từ việc lãi suất cho vay giảm.

### Cơ cấu nợ vay ngoại tệ của HPG giảm dần

Dự nợ ngoại tệ chiếm 11% trong cơ cấu dư nợ, giảm rất nhiều so với mức 40-50% của các năm trước đây. Trong tổng đầu tư 70 nghìn tỷ đồng của Dung Quất 2, có 35 nghìn tỷ đồng vay bằng nội tệ từ Vietcombank. Bên cạnh đó, doanh thu xuất khẩu chiếm xuất chiếm 30% tổng doanh thu (khoảng 1,5 tỷ USD), hỗ trợ một phần việc nhập khẩu nguyên vật liệu bằng đồng ngoại tệ.

## Dự phóng KQKD HPG Q3.2024

(Đvt: tỷ đồng)	Q3.2023	Q3.2024F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>28.484</b>	<b>32.425</b>	Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng thép.
Thép	26.893	29.225	Sản lượng thép quý 3 ước tính tăng 12%YoY. Trong đó, sản lượng thép xây dựng, tôn mạ và ống thép ước tính lần lượt tăng 19,5%; 18% và 184%, riêng sản lượng thép HRC có thể giảm nhẹ so với cùng kỳ do hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn trong bối cảnh các quốc gia khác ban hành lệnh chống bán phá giá lẫn nhau đối với HRC nhập khẩu. Trong khi đó, giá bán thép xây dựng, tôn mạ, ống thép và HRC trong Q3/2024 lần lượt giảm 2,5%; 6%; 5% và 6,4%YoY.
Khác	1.591	3.200	Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng nông nghiệp, trong đó, mảng heo hơi tăng mạnh về cả sản lượng và giá bán. BVSC giả định giá heo hơi trong quý 3 ở mức 64.000 đồng/kg, tăng 8% so với mức 59.000 đồng/kg của Q3.2023.
Lợi nhuận gộp	3.595	3.891	BLNG của HPG trong quý 3 ở mức 12%, giảm 1,3 điểm phần trăm so với quý trước do giá bán HRC giảm mạnh hơn so với giá nguyên liệu đầu vào. Cụ thể, giá bán HRC giảm 13%QoQ trong khi giá nguyên liệu đầu vào giảm 9-10%QoQ.
Chi phí hoạt động	(879)	(937)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 2,5-3%.
EBIT	2.717	2.954	
Chi phí lãi vay	(856)	(775)	
<b>LNST Cổ đông công ty mẹ</b>	<b>2.005</b>	<b>2.242</b>	

## Dự phóng KQKD HPG trong giai đoạn 2024-2025

(Đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>118.953</b>	<b>136.635</b>	<b>183.686</b>	
Thép	111.795	126.379	137.470	<i>Động lực tăng trưởng mảng thép trong giai đoạn 2024-2025 chủ yếu vẫn đến từ sản lượng tiêu thụ nội địa. Ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 17% trong 2024 (do 2023 ở mức nền thấp) và tăng 8,7% trong 2025. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng giá thép năm tới vẫn sẽ tiếp tục đi ngang do tình hình bất động sản tại Trung Quốc chưa có dấu hiệu cải thiện.</i>
- Dung Quất 2			35.411	<i>BVSC dự báo giai đoạn 1 của dự án Dung Quất 2 sẽ ghi nhận thương mại vào cuối quý 1/2025, giả định công suất sản xuất khoảng 40% (khoảng 1,12 triệu tấn thép HRC, trong đó, 90% là sản lượng thép HRC thông thường và 10% là sản lượng thép HRC đặc biệt) và giá HRC ở mức 550-560 USD/tấn (tương đương 14.000 đồng/kg), giảm 5% so với mức giả định trong báo cáo trước. Ước tính doanh thu dự án Dung Quất 2 đóng góp 22% trong tổng doanh thu thép của HPG và biên lợi nhuận gộp ở mức 10-11%.</i>
Nông nghiệp	6.153	8.388	8.740	<i>Giá heo hơi tăng trong giai đoạn 2024-2025, dao động ở mức 58.000-65.000 đồng/kg. Bên cạnh đó, Tập đoàn mở rộng thêm quy mô trang trại gia súc và gia cầm, có thêm giống gà đẻ trứng hồng.</i>
Bất động sản	1.004	1.878	2.066	<i>HPG tập trung vào KCN, mở rộng các KCN hiện có tại Hưng Yên và Hà Nam.</i>
Lợi nhuận gộp	12.938	17.688	23.154	<i>Ước tính biên lãi gộp của HPG ở mức 12,9% trong 2024, tăng 2,1 điểm phần trăm nhờ (1) Công ty đã bán hết tồn kho giá cao; và (2) Giá nguyên liệu đầu vào (than cốc và quặng sắt) giảm mạnh hơn so với giá bán. Trong 2025, chúng tôi ước tính biên lãi gộp của HPG ở mức 12,6%, giảm 0,3 điểm phần trăm so với 2024 do (1) Giá bán có thể chưa phục hồi mạnh mẽ; và (2) Dung Quất 2 hoạt động chưa full công suất.</i>
Chi phí hoạt động	(3.269)	(4.065)	(4.684)	<i>Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 2,5-3%.</i>
EBIT	9.669	13.684	18.344	
Chi phí lãi vay	(3.585)	(3.895)	(5.611)	<i>Chi phí lãi vay 2024-2025 tăng do giải ngân khoản nợ vay cho dự án Dung Quất 2.</i>
<b>LNST Cổ đông công ty mẹ</b>	<b>6.800</b>	<b>10.511</b>	<b>12.727</b>	
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>1.175</b>	<b>1.643</b>	<b>1.990</b>	

## Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp multiple (P/E, P/B và EV/EBITDA), chúng tôi hạ giá mục tiêu cho HPG từ 37.800 đồng/cổ phiếu (trong báo cáo chiến lược 6 tháng đầu năm của BVSC) xuống còn **34.500 đồng/cổ phiếu** do giá bán giảm mạnh hơn kỳ vọng. Tuy nhiên trong dài hạn, BVSC vẫn ưa thích cổ phiếu HPG vì (1) HPG là doanh nghiệp đầu ngành, có năng lực sản xuất vượt trội và sở hữu chuỗi giá trị sản xuất khép kín từ thượng nguồn đến hạ nguồn; (2) Ngành Thép bước vào chu kỳ phục hồi khi sản lượng tiêu thụ bắt đầu tăng trở lại; và (3) Tiềm tăng trưởng mạnh mẽ từ các dự án dài hạn của HPG như dự án Dung Quất 2 và dự án Dung Quất 3. Ước tính LNST của Tập đoàn từ giai đoạn 2025-2040 từ 12.000-40.000 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS khoảng 7,7%/năm. Ở mức giá hiện tại, ước tính EV/EBITDA và P/E của HPG trong 2025 khoảng 4,2x và 12,5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 8,5x và 14,5x. BVSC đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HPG, **với tiềm năng tăng trưởng +36,6%**.

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Phương pháp DCF	34.758	50%
Phương pháp multiple	34.366	50%
<b>Giá mục tiêu của HPG</b>	<b>34.500</b>	

### Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFF	
Lãi suất chiết khấu	11,5%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	220.029
(-) Nợ vay ròng (tỷ đồng)	63.141
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	156.951
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	6.396.250.200
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>24.538</b>
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị dòng tiền hiện tại tại vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	287.692
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>44.978</b>

### Phương pháp multiple

Phương pháp P/B	
Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	12.727
BVPS FW 2025 (đồng/cp)	16.078
P/B trung bình 5 năm	1,4x
<b>Giá trị cổ phiếu của HPG (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>24.224</b>



**Phương pháp P/E**

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	12.727
EPS 2025 (đồng)	1.990
P/E trung bình 5 năm	14,5x
<b>Giá trị cổ phiếu của HPG (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>28.851</b>

**Phương pháp EV/EBITDA**

Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	12.727
EBITDA 2025 (tỷ đồng)	37.642
EV/EBITDA trung bình 5 năm	8,5x
Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	6.396.250.200
<b>Giá trị cổ phiếu của HPG (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>50.022</b>

**Rủi ro**

- Nguyên liệu đầu vào (than cốc và quặng sắt) có thể tăng mạnh trở lại nếu La nina gây cản trở việc khai thác ở Úc hoặc có sự kiện bất ngờ (chiến tranh,...) làm gián đoạn nguồn cung.
- Biến động khó lường giá thép HRC do phụ thuộc nhập khẩu nhiều từ thị trường Trung quốc.
- Triển vọng tiêu thụ thép nửa cuối 2024 không phục hồi như dự kiến.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>
Doanh thu thuần	149.680	141.409	118.953	136.645
Giá vốn	(108.571)	(124.646)	(106.015)	(118.956)
Lợi nhuận gộp	41.108	16.763	12.938	17.688
Doanh thu tài chính	3.071	3.744	3.173	3.323
Chi phí lãi vay	(2.526)	(3.084)	(3.585)	(3.893)
Lợi nhuận sau thuế	34.521	8.444	6.800	10.511

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>
Tiền, khoản tương đương tiền	22.471	8.325	12.267	5.031
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.663	9.893	10.702	12.377
Hàng tồn kho	42134	34491	34504	39432
Tài sản cố định hữu hình	68.744	70.199	71.803	73.936
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	7	1	40	44
<b>Tổng tài sản</b>	<b>178.236</b>	<b>170.336</b>	<b>187.783</b>	<b>204.034</b>
Nợ vay ngắn hạn	43.748	46.749	54.982	48.878
Nợ vay dài hạn	13.465	11.152	10.399	19.294
Vốn chủ sở hữu	90.781	96.113	102.836	110.675
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>178.236</b>	<b>170.336</b>	<b>187.783</b>	<b>204.034</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	66,1%	-5,5%	-15,9%	14,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	156%	-76%	-19%	55%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	27,5%	11,9%	10,9%	12,9%
Lợi nhuận thuần biên	23,1%	6,0%	5,7%	7,7%
ROA	22%	5%	4%	5%
ROE	46%	9%	7%	9%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản	49%	44%	45%	46%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	96%	77%	83%	84%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	7.477	1.459	1.117	1.643
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.261	16.511	17.674	16.078

## 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
<b>OUTPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận năm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
<b>NEUTRAL</b>	Tổng lợi nhuận năm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
<b>UNDERPERFORM</b>	Tổng lợi nhuận năm 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

#### 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