

# MUA

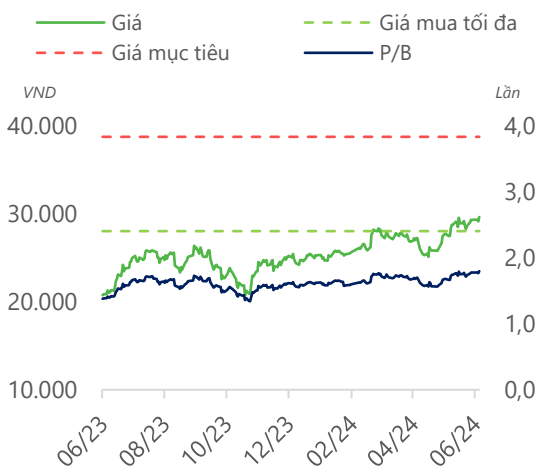
Giá mục tiêu 2024: **38.700 VND**  
Upside: **31%**  
Cập nhật: **18/6/2024**

## TRIỂN VỌNG 2024

**Tích cực:** Sản lượng hồi phục mạnh mẽ; Giá đầu vào ủng hộ biên lợi nhuận.

**Tiêu cực:** Bất động sản Trung Quốc còn yếu cản trở giá bán đầu ra.

**Rủi ro đầu tư:** (1) Dự án KLH Dung Quất 2 chạy chậm hơn kế hoạch; (2) Lạm phát không hạ nhiệt như kì vọng đối với các thị trường lớn; (3) Thị trường BĐS hồi phục yếu hơn kì vọng.



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

## Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Sản xuất, chế biến thép
Giá hiện tại (VND)	29.600
Vốn hóa (Tỷ VND)	189.329
Số lượng CPLH (triệu cp)	6.396
EPS 4 quý gần nhất (VND)	1.455
P/E (lần)	20,3
Cao nhất 1 năm (VND)	29.800
Thấp nhất 1 năm (VND)	20.546

# HPG

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

DSC

## KHUYẾN NGHỊ

DSC ước tính doanh thu 2024 đạt 136.600 tỷ (+15% YoY), LNST 2024 đạt 10.750 tỷ đồng (+58% YoY).

Với kì vọng (1) Dung Quất 2 bắt đầu vận hành vào năm 2025, (2) Thị trường BĐS nội địa hồi phục từ cuối năm 2024, (3) Toàn nền kinh tế các thị trường có dấu hiệu khởi sắc khi nới lỏng chính sách tiền tệ nhờ lạm phát hạ nhiệt, DSC ước tính mức giá mục tiêu 12 tháng của HPG đạt 38.700 VND/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị có thể theo dõi và đầu tư cổ phiếu HPG, tại vùng giá 28.000-29.000 VND/cp.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Chi phí đầu vào hỗ trợ biên lợi nhuận trung hạn

Giá than và quặng sắt năm 2024 được các tổ chức lớn trên thế giới (WorldBank, Fitch Ratings) dự báo sẽ thấp hơn so với năm 2023 và đều đã điều chỉnh đáng kể so với đầu năm. DSC kì vọng giá đầu ra mặc dù không có bùng nổ do thị trường Trung Quốc vẫn ảm đạm, nhưng sẽ không giảm sâu vì nhu cầu hồi phục ở thị trường nội địa. Đồng thời, theo ban lãnh đạo, HPG đã giải phóng lượng hàng tồn kho giá cao trong quý 1 để tập trung tích trữ hàng giá rẻ, từ đó giúp biên gộp năm 2024 có thể cải thiện lên mức 15%.

### Nhu cầu thép xây dựng dần trở lại

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng có thể dần hồi phục theo sự trở lại của các dự án BĐS, đặc biệt là lượng hàng còn vướng mắc pháp lý trong năm trước, khi khả năng phê duyệt pháp lý của các cơ quan chức năng được hỗ trợ nhờ cập nhật của các luật mới điều chỉnh thị trường BĐS có thể đồng loạt có hiệu lực từ T8/2024. Theo đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng HPG năm 2024 có thể quay lại mức lịch sử của năm 2022, khoảng trên 4,1 triệu tấn (+10% YoY).

### KLH Dung Quất 2 là động lực dài hạn

Dự án trọng điểm Dung Quất 2 giai đoạn 1, công suất 2,8 triệu tấn HRC/ năm đang dần thành hình, dự kiến đóng góp sản lượng từ năm 2025. Với công nghệ hiện đại hơn, HPG có thể sản xuất HRC chất lượng cao, đa dạng chỉ tiêu kĩ thuật, phù hợp với công nghiệp ô tô, tàu thủy,... với tiêu hao nhiên liệu giảm khoảng 10%. DSC đánh giá, nhu cầu HRC ở thị trường xuất khẩu và nội địa đều còn nhiều dư địa, từ đó giai đoạn 1 sẽ có thể hoạt động hết công suất vào năm 2028.

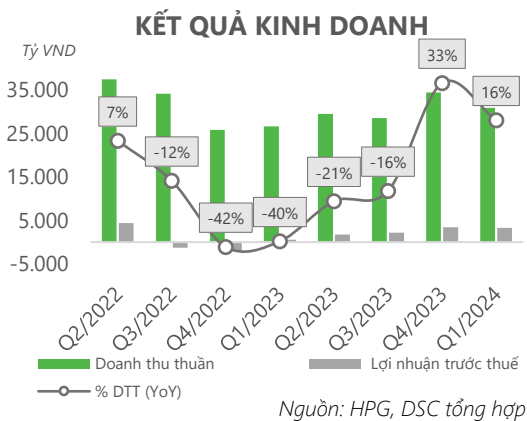
### TỔNG QUAN

CTCP Tập đoàn Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất thép có quy mô và chuỗi giá trị lớn và hoàn thiện nhất Việt Nam, hàng đầu Đông Nam Á. Sản phẩm chính của HPG là thép xây dựng với mức thị phần trên 30% tại thị trường nội địa. Ngoài ra, HPG còn tham gia một số mảng kinh doanh khác như bất động sản, nông nghiệp, điện máy,...

### KẾT QUẢ KINH DOANH

#### Động lực mạnh mẽ nhờ sản lượng

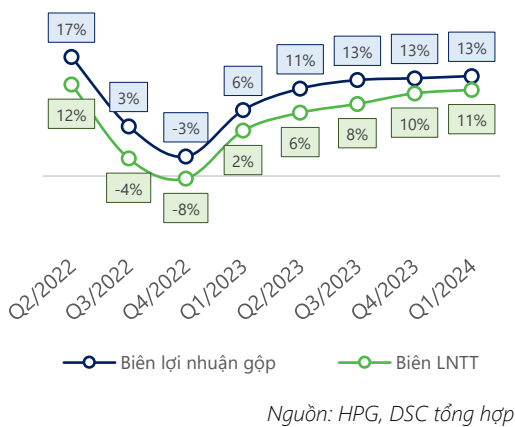
Việc tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ, trong đó thép xây dựng tiêu thụ 956.000 tấn (+10% YoY), HRC tiêu thụ 805.000 tấn (+67% YoY), trong đó sản lượng xuất khẩu tăng 156% YoY giúp kết quả kinh doanh quý 1 tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ dù giá bán có hạ nhiệt so với cuối năm trước. Cụ thể, doanh thu đạt 30.852 tỷ (+16% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 3.261 tỷ (+513% YoY), lần lượt hoàn thành 22% và 29% kế hoạch năm.



### BIÊN LỢI NHUẬN

#### Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tích trữ tồn kho giá thấp

Biên lợi nhuận gộp đạt 13% quý thứ 3 liên tiếp thể hiện tính biến động không cao giữa giá đầu vào và giá đầu ra khi doanh nghiệp vẫn chủ động quay vòng tồn kho nhanh trong thời điểm đáy chu kỳ. Tuy nhiên, với động thái tận dụng thời điểm giá nguyên liệu than và quặng giảm, HPG đã tích cực nhập hàng vào quý 1, đẩy giá trị tồn kho lên 42.800 tỷ (+24% YoY). DSC kì vọng, động thái này có thể nới biên lợi nhuận gộp của HPG lên mức 15-16% trong các quý tiếp theo.



## LUẬN ĐIỂM 1:

### Chi phí đầu vào giảm hỗ trợ biên lợi nhuận trung hạn.

# HPG

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát

# DSC

### GIÁ QUẶNG SẮT



Nguồn: Tradingeconomics, DSC tổng hợp

### GIÁ THAN CỐC ÚC



Nguồn: Tradingeconomics, DSC tổng hợp

### Giá quặng sắt, than cốc dự báo duy trì thấp

Sau khi bắt đầu tăng mạnh vào thời điểm xác nhận tạo đáy của ngành trong cuối năm 2023 nhờ một số thông tin tích cực từ thị trường BĐS Trung Quốc và kế hoạch cắt giảm lãi suất của FED, giá quặng sắt và than cốc đã liên tục giảm xuống và đạt mức thấp nhất năm vào tháng 6, lần lượt ở mức - 106 USD/tấn và 252 USD/Tấn. Đồng thời, theo Fitch Ratings dự báo, giá quặng sắt và than cốc trung bình năm 2024 sẽ đạt 105 USD/Tấn và 240 USD/Tấn, giảm lần lượt 12% và 17% so với trung bình năm 2023.

Theo quan điểm của DSC, giá 2 nguyên liệu trên có thể sẽ nhích lên vào thời điểm cuối năm với mức độ vừa phải khi nhu cầu các thị trường lớn sẽ có tác động ngược chiều nhau (1) Thị trường Mỹ, Châu Âu hồi phục sau các dấu hiệu hạ nhiệt của lạm phát, từ đó dẫn tới nới lỏng chính sách tiền tệ (2) Thị trường Trung Quốc tiếp tục ảm đạm do các chính sách "giải cứu" BĐS của chính phủ không đủ quyết liệt để có tác động đáng kể. DSC dự báo, giá quặng sắt và than cốc trung bình năm 2024 sẽ giảm lần lượt 10% và 12% so với trung bình năm 2023, giúp cắt giảm chi phí sản xuất khoảng 7%.

### HÀNG TỒN KHO



Nguồn: HPG, DSC tổng hợp

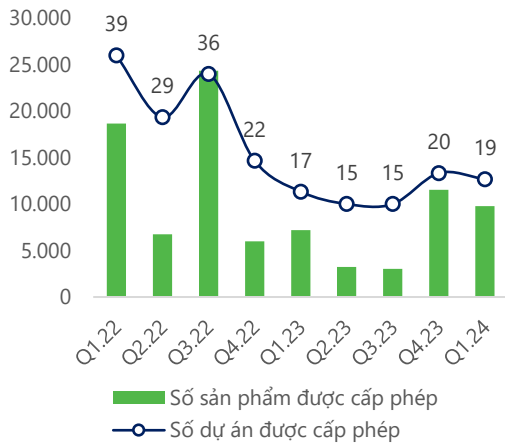
### Bắt đầu tích trữ lượng hàng đón nhu cầu trở lại

DSC nhận thấy, HPG đã bắt đầu có những động thái mạnh mẽ hơn trong việc tích trữ tồn kho. Cụ thể, giá trị hàng tồn kho quý 1 đã lên mức 42.714 tỷ (+24% YoY), trong đó lượng hàng tăng thêm chủ yếu là nguyên vật liệu. DSC đánh giá, đây là động thái hoàn toàn phù hợp của HPG khi (1) Tận dụng thời điểm trũng của giá nguyên vật liệu đầu vào, (2) Đón nhu cầu xây dựng quay trở lại của thị trường nội địa.

## LUẬN ĐIỂM 2:

### Nhu cầu thép xây dựng dần trở lại

#### PHÁP LÝ DỰ ÁN



Nguồn: Bộ xây dựng

# HPG

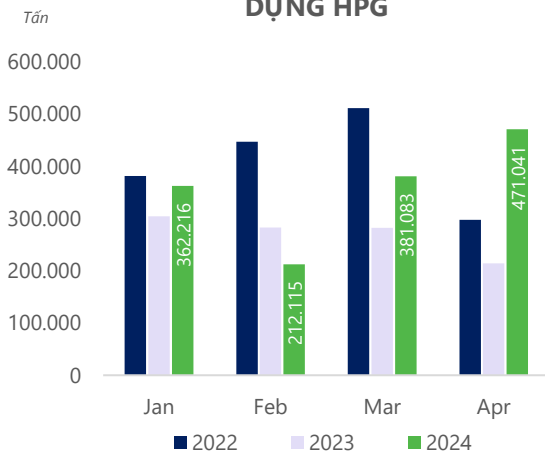
## CTCP Tập đoàn Hòa Phát

# DSC

#### Thị trường Bất động sản nội địa dần phục hồi

DSC kì vọng thị trường Bất động sản sẽ có động thái phục hồi rõ rệt hơn sau khi 3 luật lớn kiểm soát thị trường được sửa đổi và áp dụng vào tháng 8/2024, sớm hơn dự báo trước đó. Điều này có thể khai thông các vấn đề về pháp lý hiện hữu, từ đó tác động tích cực lên nguồn cung trên thị trường, thúc đẩy các hoạt động xây dựng trở lại. Theo số liệu của bộ xây dựng, số lượng sản phẩm bất động sản được cấp giấy phép xây dựng của quý 1/2024 là 9.774 căn (+36% YoY).

#### SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ THÉP XÂY DỰNG HPG

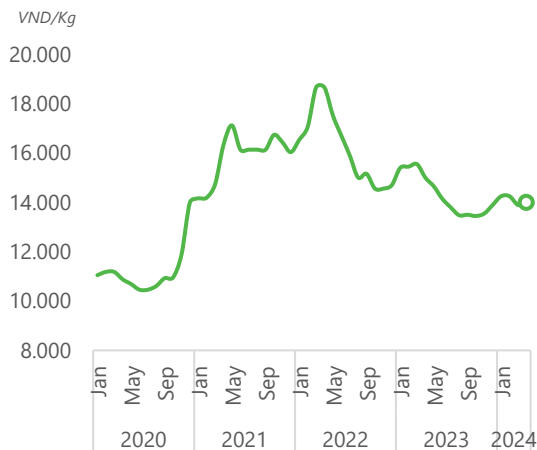


Nguồn: HPG, DSC tổng hợp

#### Sản lượng thép xây dựng có dấu hiệu tích cực rõ ràng

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG đã có những bước đột phá mạnh mẽ, lũy kế 4 tháng đầu năm đạt 1,4 triệu tấn (+32% YoY) thể hiện rõ mức độ hồi phục về mặt nhu cầu của mặt hàng này, đặc biệt là thị trường nội địa. DSC kì vọng, với sự tích cực từ thị trường BĐS kể trên, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2024 của HPG có thể tiệm cận mức lịch sử của năm 2022 là khoảng 4,1 triệu tấn (+10% YoY)

#### GIÁ THÉP THANH HPG



Nguồn: HPG, DSC tổng hợp

#### Giá bán khó bứt phá

Với việc giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt, đồng thời nhu cầu từ thị trường lớn nhất là Trung Quốc còn yếu, điều này khiến cho giá bán đầu ra của HPG không thể khởi sắc. DSC dự báo, giá đầu ra các sản phẩm thép nói chung và thép xây dựng nói riêng của HPG có thể giảm nhẹ khoảng 1,2% so với trung bình năm 2023.

### LUẬN ĐIỂM 3:

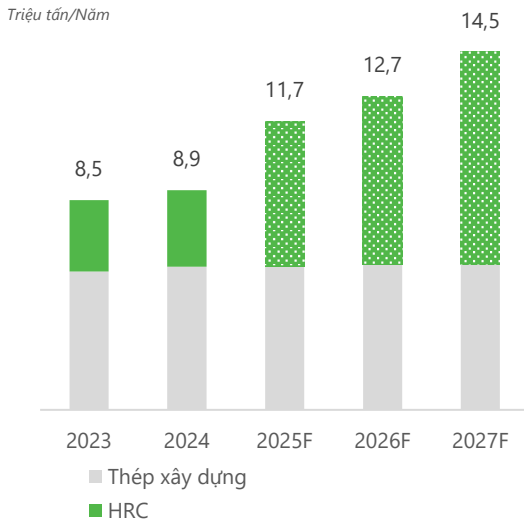
## KLH Dung Quất 2 là động lực dài hạn.

# HPG

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát

# DSC

### CÔNG SUẤT THIẾT KẾ HPG



Nguồn: HPG, DSC tổng hợp & Dự báo

### Trụ cột tăng trưởng cho giai đoạn 2025-2035

DSC đánh giá, KLH Dung Quất 2 là dự án trụ cột cho giai đoạn mới của HPG - tập trung hơn cho sản phẩm HRC chất lượng cao.

Tổng công suất thiết kế của dự án là 5,6 triệu tấn HRC/năm. Dự án bao gồm 2 lò cao, 2 lò thổi nhưng có công suất ngang Dung Quất 1 (4 lò cao, 5 lò thổi), đồng thời vận hành với hiệu suất tốt hơn, tiết kiệm tiêu hao nhiên liệu than khoảng 10%.

Dự kiến sau khi hoàn thành, dự án này sẽ đẩy công suất thiết kế của HPG lên 14,5 triệu tấn/năm. Trong đó, công suất sản xuất HRC là 8,6 triệu tấn/năm, chiếm tỷ trọng gần 60%. Trong trường hợp chạy hết công suất, dự án có thể mang về 80.000-100.000 tỷ doanh thu mỗi năm.

Tính tới hết quý 1, giai đoạn 1 của dự án đã hoàn thành 50%, dự kiến chạy thử vào cuối quý 3/2024, chính thức đóng góp sản lượng vào quý 1/2025.

### Thị trường HRC còn nhiều dư địa

DSC nhận thấy, thị trường HRC trong tương lai còn rất nhiều dư địa phát triển.

(1) Về nhu cầu, thị trường nội địa đang thiếu hụt nguồn cung trong nước. Sản lượng HRC sản xuất bởi HPG và Formosa chỉ đáp ứng khoảng gần 50% nhu cầu nội địa, còn lại các nhà sản xuất vẫn chủ yếu nhập khẩu thép từ Trung Quốc. DSC nhận định rằng, việc nhiều ngành công nghiệp, xây dựng phát triển, đặc biệt như công nghiệp xe điện sẽ kéo theo nhu cầu HRC ngày càng lớn và đa dạng, có thể giúp HRC của HPG được tiêu thụ tốt ở cả thị trường trong nước và quốc tế.

(2) Về cạnh tranh với thép Trung Quốc, mặc dù ở thời điểm hiện tại, HRC nhập khẩu của Trung Quốc vẫn có giá rẻ hơn một chút so với HRC của HPG, DSC đánh giá, khoảng cách này sẽ được HPG kéo gần hơn về 0 với lợi thế từ quy mô cùng công nghệ sản xuất mới giúp giảm tiêu hao chi phí nhiên liệu như đã nói ở trên. Hơn nữa, DSC nhận thấy, các cấp chính quyền đang có những động thái nhỏ đầu tiên trong việc xem xét kiến nghị về bảo vệ nhà cung cấp thép trong nước, nếu các biện pháp phòng vệ thương mại với thép Trung Quốc được áp dụng, triển vọng tiêu thụ hết công suất của Dung Quất 2 sẽ càng sáng.

### DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

#### Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	141.409	118.953	136.600
% DTT (YoY)	-6%	-16%	15%
Lợi nhuận gộp	16.763	12.938	20.490
Lợi nhuận sau thuế	8.444	6.800	10.750
% LNST (YoY)	-76%	-19%	58%

DSC kì vọng, sản lượng thép tiêu thụ trong năm nay có thể đạt mức 8,1 triệu tấn (+7% YoY), trong đó, thép xây dựng đạt 4,1 triệu tấn (+8% YoY), HRC đạt 3 triệu tấn (+7% YoY), các mảng phụ như bất động sản và nông nghiệp tăng trưởng nhẹ khoảng 8% nhờ tình hình nền kinh tế hồi phục. Đồng thời, biên lợi nhuận cải thiện 4 điểm phần trăm lên mức 15% nhờ lợi thế từ giá đầu vào như đã nói ở trên.

Từ đó, DSC ước tính doanh thu 2024 đạt 136.600 tỷ (+15% YoY), LNST 2024 đạt 10.750 tỷ đồng (+58% YoY).

#### Định giá

Mức lợi nhuận sau thuế 2024 dự báo là 10.750 tỷ, tương ứng EPS forward là 1.681 VND, P/E forward là 17,6 lần. Với kì vọng (1) Dung Quất 2 bắt đầu vận hành vào năm 2025, (2) Thị trường BĐS nội địa nóng lên, (3) Toàn nền kinh tế thế giới đồng loạt hồi phục sau khi lạm phát hạ nhiệt, DSC ước tính tăng trưởng CAGR của lợi nhuận doanh nghiệp có thể lên tới 25% trong giai đoạn 2024-2027, từ đó, DSC lựa chọn P/E hợp lý cho HPG là 23 lần, tương đương PEG = 0,9 lần. Mức giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá P/E đạt 38.700 VND/cổ phiếu (Mức định giá cao hơn so với báo cáo cập nhật gần nhất do DSC đã tính thêm tác động tích cực của các biện pháp phòng vệ thương mại với thép Trung Quốc).

Thống kê báo cáo phân tích trong 6 tháng gần nhất của các CTCK đối với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu bình quân là 37.200 VND/ cổ phiếu.

#### Định giá P/E

LNST 2024	10.750 Tỷ VND
LCPLH	6.396 Triệu
EPS forward 2024	1.681 VND
Giá hiện tại	29.600 VND
P/E forward 2024	17,6 Lần
P/E mục tiêu	23,0 Lần

**Giá mục tiêu 38.700 VND**

#### BIỂU ĐỒ GIÁ



Nguồn: Finpro, DSC tổng hợp

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

### Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích  
dat.tt@dsc.com.vn

### Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích  
viet.tq@dsc.com.vn

### Nguyễn Vũ Thái Sơn,

Chuyên viên Phân tích  
son.nvt@dsc.com.vn

### HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎️ (024) 3880 3456

✉️ info@dsc.com.vn