

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

- Sản lượng và giá thép kì vọng cải thiện lần lượt 8% và 6% svck vào năm 2024.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2024 - 2025 tăng 92% - 36% svck nhờ kì vọng sản lượng và biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp phục hồi tích cực.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN cho HPG với giá mục tiêu 37,000 đồng/cp.

LN ròng năm 2023 giảm 20% svck tuy nhiên LN đang trên đà phục hồi theo từng quý

Trong Q4/23, doanh thu của HPG đạt 34,383 tỷ VNĐ (+33% svck) và tăng 20% so với quý trước nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 23% QoQ lên mức cao nhất trong năm. Đẩy mạnh xây dựng hạ tầng và thị trường bất động sản ấm lên giúp sản lượng tiêu thụ tăng 37% svck (đóng góp chính đến từ thép XD tăng 48% svck). Bên cạnh đó, biên LN gộp đạt 13% (so với -2% cùng kì), tăng 1 điểm % so với Q3 trong bối cảnh giá thép đã tạo đáy và đang trên đà phục hồi. Từ đó, LN ròng Q4/23 đạt 2,972 tỷ VNĐ. Cả năm 2023, sản lượng tiêu thụ và giá thép lần lượt giảm 7% và 6% svck. Biên LN gộp đạt 11% (giảm 1 điểm % svck) tuy nhiên mức hồi phục đang thể hiện rõ qua từng quý. LN ròng cả năm đạt 6,835 (-23% svck), cao hơn 24% so với dự phóng gần nhất của chúng tôi.

Ngành thép bước vào chu kì phục hồi kể từ năm 2024 khi giá bán và sản lượng kì vọng tăng trưởng trong khi áp lực chi phí nguyên vật liệu hạ nhiệt

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2024 và 2025 của HPG sẽ lần lượt đạt 13,116 tỷ đồng (+92% svck) và 17,850 tỷ đồng (+36% svck) với các động lực chính bao gồm: (1) Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 8% và 13% svck với kì vọng nguồn cung BDS phục hồi và các thị trường xuất khẩu như EU, Đông Nam Á tiếp tục tăng trưởng. Biên lợi nhuận gộp tiếp tục hồi phục lên mức 14%/16% trong giai đoạn 2024/2025 nhờ giá thép hiện tại đang hồi phục kể từ mức đáy và giá than và quặng hạ nhiệt do nguồn cung ổn định. (3) KLH Dung Quất 2 có thể đi vào hoạt động từ Q2/2025 là triển vọng tăng trưởng dài hạn của DN.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 37,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/B để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu HPG trong năm 2024 là 37,000 VNĐ/CP (tiềm năng tăng giá 22% so với giá đóng cửa ngày 27/2/2024, tăng 16% so với giá mục tiêu cũ). Việc thay đổi giá mục tiêu này chủ yếu dựa trên việc: (1) Điều chỉnh tăng EPS 2024 - 2025 thêm 30% - 55% và (2) Chuyển định giá từ cuối năm 2023 sang cuối năm 2024 với mức P/B được xác định lại nhằm phù hợp với bối cảnh ngành thép. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) nhu cầu không phục hồi như kì vọng tác động tiêu cực đến giá thép và (2) chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của DN.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	141,409	118,953	140,456	168,899
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	8,883	6,835	13,116	17,850
Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.5%	-15.9%	18.1%	20.3%
Tăng trưởng LN ròng	-74.0%	-23.1%	91.9%	36.1%
Biên LN gộp	11.9%	10.9%	14.4%	16.3%
Biên EBITDA	14.0%	15.3%	19.0%	20.4%
ROAE	9.5%	6.9%	12.0%	15.0%
ROAA	5.1%	3.8%	6.6%	8.3%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	1,727	1,175	2,256	3,070
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	16,511	17,674	19,961	21,031

Nguồn: BCTC HPG, MBS dự phóng và tổng hợp

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 37,000

Tiềm năng tăng giá

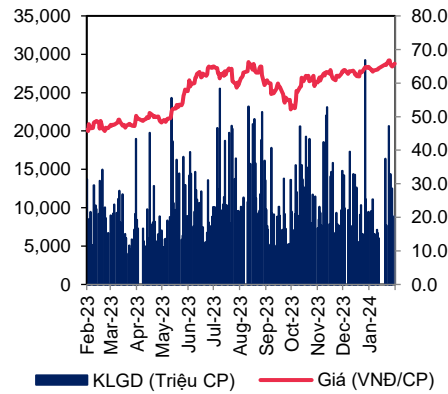
22%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh tăng EPS 2024 - 2025 thêm 30% - 55% so với dự phóng cũ

Điều chỉnh định giá tăng 16% so với định giá trước đó

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	28,800
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	29,200
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	19,350
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	167,465
P/E (TTM)	24.5
P/B	1.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23.0%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	25.80%
Vũ Thị Hiền	7.34%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Ngành thép kì vọng bước vào chu kì phục hồi từ năm 2024 khi giá thép xây dựng kỳ vọng tăng 6%/8% svck, giá HRC kỳ vọng tăng 7%/8% svck trong 2024-25. Với vị thế đầu ngành và lợi thế chi phí rẻ, HPG dự kiến sẽ được hưởng lợi trong bối cảnh hồi phục của ngành.
- Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng lần lượt 8% và 13% svck vào năm 2024 và 2025.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 14%/16% vào 2024-25 (so với mức 11% cùng kì năm 2023) nhờ giá thép duy trì đà hồi phục trong khi giá nguyên vật liệu hạ nhiệt vào 2024 trước khi tăng nhẹ trong 2025.
- KLH Dung Quất 2 đi vào vận hành kể từ Q2/25 dự kiến góp phần tăng sản lượng HRC giai đoạn 2025 – 2027 lên hơn 2 lần so với hiện nay là tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá FCFF và P/B để định giá HPG với giá trị hợp lý là 37,000 VNĐ/cp (tăng 16% so với giá mục tiêu gần nhất). Thay đổi giá mục tiêu đến từ (1) điều chỉnh EPS trong năm 2024/2025 tăng 30%/55% so với dự phóng trước nhờ giá thép và biên lợi nhuận gộp phục hồi tích cực hơn, và (2) chuyển định giá sang cuối năm 2024 với mức P/B được xác định lại nhằm phù hợp với bối cảnh ngành thép.

Chúng tôi sử dụng P/B ở mức 2.1x để định giá HPG, mức P/B này dựa trên P/B trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn phục hồi của ngành thép tại 2 chu kì gần nhất. Vì thế trong bối cảnh phục hồi của ngành, mức định giá này phù hợp với doanh nghiệp trong những giai đoạn đầu của chu kì tăng trưởng.

Hình 1: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	33,000
P/B (với P/B mục tiêu 2024 = 2.1x)	50%	40,900
Giá mục tiêu làm tròn		37,000

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng dòng tiền FCFF

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	13,128	17,854	23,828	22,580	40,312
Chi phí phi tiền mặt	8,339	10,320	10,986	12,139	13,306
Lãi vay sau thuế	2,868	3,148	3,494	4,358	3,135
Đầu tư vốn lưu động	8,635	(7,016)	13,309	8,397	2,884
Đầu tư TSCĐ	(19,104)	(28,038)	(6,762)	(7,270)	(20,641)
FCFF	(3,050)	8,084	12,674	14,600	18,737

Hình 3: Định giá theo FCFF

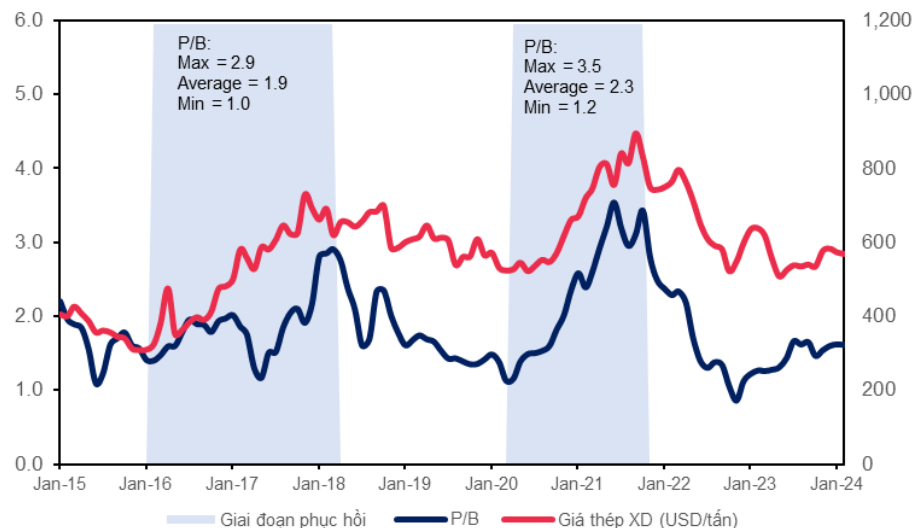
(+) Giá trị hiện tại tại giai đoạn 2024F-2028F	tỷ đồng	51,046
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	181,603
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	34,819
(-) Nợ	tỷ đồng	75,062
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	192,407
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	5,814
Giá trị cổ phiếu	nghìn đồng	33,000

Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.20
Phần bù rủi ro thị trường	9.6%
Chi phí VCSH	15.1%

WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ trọng VCSH	61.7%
Tỷ trọng nợ	38.3%
Chi phí nợ	12.0%
Mức thuế	20.0%
WACC	13.2%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Hình 4: Lịch sử P/B của HPG trong 2 chu kỳ gần nhất


Nguồn: FinproX, MBS Research dự phóng

Rủi ro giảm giá

- Nhu cầu thép không phục hồi như kì vọng tác động tiêu cực đến giá thép.
- Chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của DN.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

	Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		(triệu US\$)	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
Hoa Phát Group	HPG VN	6,660	23.4	13.5	1.7	1.6	3.8%	6.60%	7.20%	12.50%
Hoa Sen Group	HSG VN	610	130.2	23.8	1.3	0.2	0.57%	3.4%	1.2%	4.5%
Nam Kim Group	NKG VN	270	50.1	25.1	1.2	1.1	0.95%	3.25%	3.11	7.36%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	110	18.3	9.5	1.3	1.5	5.40%	6.20%	7..12%	8.50%
Nippon Steel	5401 JP Equity	19,800	19.8	16.8	0.66	0.52	12.10%	11.80%	18.10%	17.60%
Valin Steel Group	000932 CH Equity	4,750	13.2	19.3	0.9	0.9	5.60%	6.30%	8.90%	9.60%
Kobe Steel	5406 JP Equity	4,100	8.8	8.2	0.70	0.60	7.7%	7.5%	8.50%	8.30%
Trung bình		5,186	37.6	16.6	1.08	0.93	5.6%	6.4%	6.0%	8.7%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

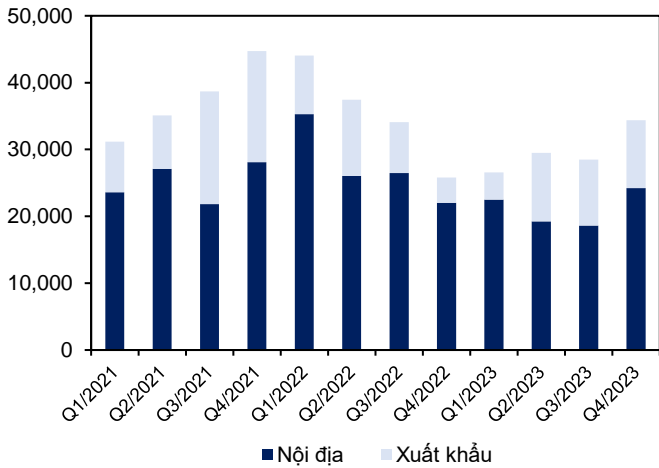
Kết quả Q4/2023 trên đà phục hồi tích cực

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q4/2023 và cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	2023	Tăng svck (%)	% so với dự phóng	Đánh giá
Tổng sản lượng (Nghìn tấn)	2,386	37%	23%	7,731	-7%	108%	Tổng sản lượng thép tăng mạnh trong Q4/23 nhưng cả năm vẫn giảm 7% svck do sản lượng thép XD giảm
<i>Trong đó:</i>							
Thép xây dựng	1,211	48%	32%	3,781	-12%	110%	Sản lượng thép XD tăng mạnh trong Q4 do đẩy mạnh đầu tư công và xây dựng cuối năm. Tuy nhiên, lũy kế cả năm sản lượng thép XD giảm 12% do thị trường BĐS đóng băng.
Thép HRC	819.0	39%	7%	2,800	8%	106%	Sản lượng HRC duy trì ổn định trong cả năm 2023 do nguồn cung thiếu hụt. Sản lượng Q4 tăng mạnh so với nền thấp Q4/22. Lũy kế cả năm, tăng nhẹ trong bối cảnh các thị trường xuất khẩu chính như EU, ASEAN thuận lợi.
<i>Giá thép (Triệu VNĐ/tấn):</i>							
Thép xây dựng	14.1	-4%	2%	14.1	-9%	-3%	Giá thép XD trải qua 7 đợt giảm giá trong năm do nhu cầu yếu và áp lực giảm giá từ TQ. Tuy nhiên giá thép đã tạo đáy và có dấu hiệu phục hồi từ T11.
Thép HRC	14.8	-7%	4%	15.0	-8%	-4%	Giá HRC dù sản lượng ổn định tuy nhiên giảm giá theo đà giảm của thế giới.
Doanh thu	34,383	33%	20%	118,953	-16%	103%	DT Q4/23 ghi nhận tăng trưởng mạnh svck và sv quý trước, tuy nhiên cả năm vẫn ghi nhận giảm do sản lượng giảm 7% svck và giá thép trung bình các sản phẩm giảm 8% svck.
Biên LN gộp	13%	12 đ %	2 đ %	11%	-3.1 đ %	-0.8 đ %	Biên LN gộp đang hồi phục theo từng quý tuy nhiên tính cả năm vẫn giảm khoảng 3 điểm % svck. Cả năm 2023 giá thép giảm giảm 8% svck tuy nhiên than và quặng giảm 20% và 17% svck.
DT tài chính	732	-52%	-14%	3,173	-15%	103%	DT tài chính Q4 giảm mạnh do các khoản tiền gửi giảm nhằm tập trung cho Dung Quất 2 đồng thời lãi suất tiền gửi giảm mạnh.
Chi phí tài chính	1,127	-33%	-22%	5,191	-26%	110%	CP tài chính trong Q4 hạ nhiệt so với nền cao năm 2022 do lỗ tỷ giá giảm. Lũy kế cả năm 2023, nhờ lỗ tỷ giá giảm 40% svck chi phí tài chính giảm 26% svck.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>							
Chi phí bán hàng	366	-49%	-37%	1,961	-26%	99%	CP bán hàng Q4/23 giảm mạnh 49% svck nhờ chi phí vận chuyển hạ nhiệt 60% so với nền cao năm 2022.
Chi phí quản lý DN	394	15%	31%	1,307	28%	104%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT	2%	-1 đ %	-2 đ %	3%	-1 đ %	102%	
LN trước thuế	3,384	N/A	56%	7,792	-21%	115%	
LN ròng	2,968	N/A	48%	6,835	-19%	124%	LN ròng Q4 cao nhất cả năm và tăng 48% sv quý trước. LN ròng cả năm tuy giảm 19% svck nhưng có mức hồi phục theo từng quý nhờ biên gộp cải thiện và CP tài chính giảm. LN ròng cả năm hoàn thành 124% dự phóng, tốt hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

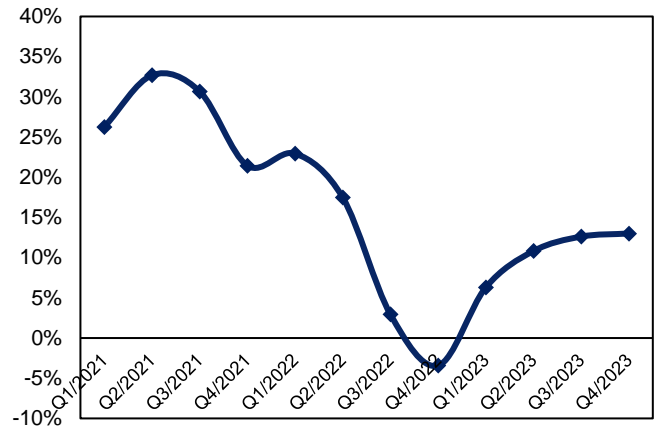
Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 7: Doanh thu nội địa và xuất khẩu (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 8: Biên lợi nhuận gộp phục hồi theo từng quý sau khi chạm đáy trong Q4/22 nhờ chi phí NVL giảm mạnh hơn giá thép

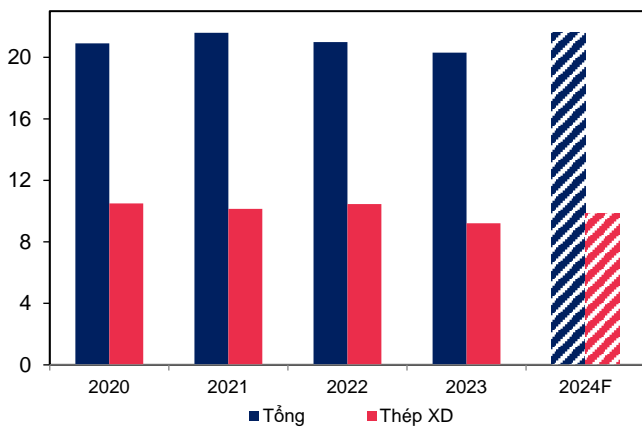


Nguồn: HPG, MBS Research

Nhu cầu tiêu thụ hồi phục mạnh mẽ đưa ngành thép bước vào chu kỳ tăng trưởng từ năm 2024

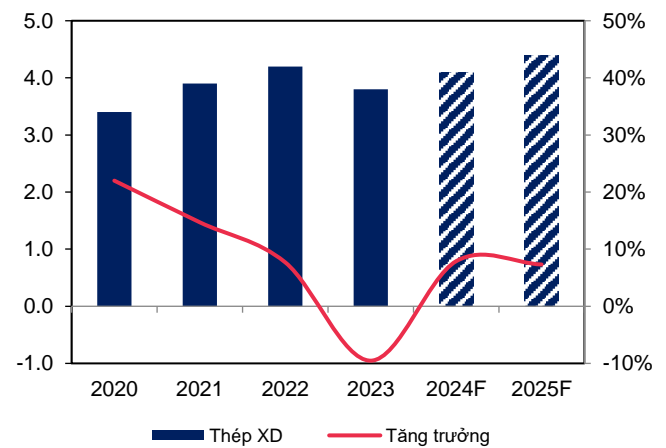
Tiêu thụ thép nội địa dự kiến tăng trưởng 8% svck trong 2024 nhờ thị trường bất động sản ấm lên và đẩy mạnh đầu tư công trong khi tiêu thụ HRC duy trì tăng trưởng 6% svck nhờ thị trường xuất khẩu thuận lợi

Hình 9: Dự báo tiêu thụ thép nội địa và thép XD (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 10: Dự báo tiêu thụ thép xây dựng của HPG (Đơn vị: Triệu tấn)



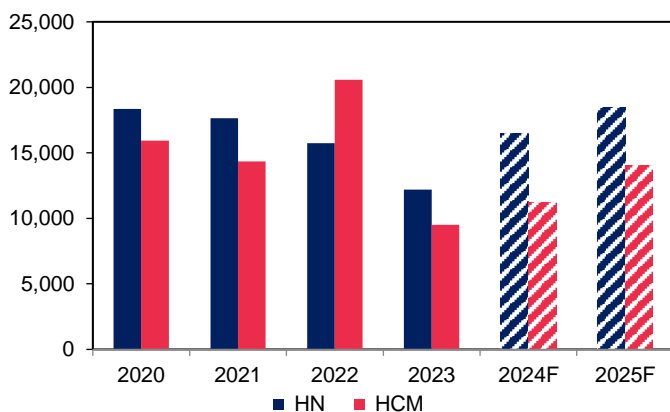
Nguồn: MBS Research

Theo dự báo của VSA, sang năm 2024 tiêu thụ thép nội địa dự kiến đạt 21.6 triệu tấn (+6.4% svck). Đóng góp chính đến từ sản lượng thép xây dựng (chiếm 45% sản lượng toàn ngành) với mức tăng 8% svck lên mức 4.3 triệu tấn trong năm 2024 theo dự báo của chúng tôi. Thép xây dựng dự kiến trở thành điểm sáng hồi phục trong bối cảnh 2 ngành chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu sử dụng là xây dựng dân dụng (66%) và đầu tư công (14%) có sự hồi phục tích cực so với năm 2023:

- Thị trường bất động sản có dấu hiệu khởi sắc đặc biệt tại phân khúc căn hộ khi các dự án mở bán trong Q4/23 đạt tỷ lệ hấp thụ cao trên 65% như Privia, Akari, Glory Heights,.. Theo đánh giá của chúng tôi, tâm lý của các chủ đầu tư đã lạc quan hơn nhờ thanh khoản thị trường hồi phục trở lại và áp lực tài chính hạ nhiệt trong bối cảnh lãi suất thấp. Hơn

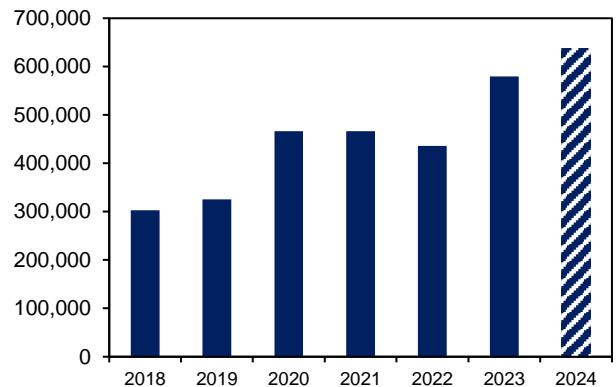
nữa Chính phủ đã thông qua 1 số Luật, Nghị định góp phần tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án đặc biệt trong quá trình định giá đất, đền bù và GPMB như Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi),... Những chính sách trên sẽ tạo hành lang pháp lý nhằm giải quyết vướng mắc cho các chủ đầu tư trong quá trình triển khai dự án và từ đó đẩy nhanh tiến độ và mang lại nguồn cung cho thị trường. Sang năm 2024, nguồn cung căn hộ dự kiến hồi phục 30% svck tại HN và 20% svck tại TP.HCM trong bối cảnh tâm lý của các chủ đầu tư lạc quan hơn và giá chung cư vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Nguồn cung tăng trưởng sẽ tác động tích cực đến nhu cầu thép xây dựng khi ngành BĐS chiếm khoảng 35% nhu cầu thép.

Hình 11: Nguồn cung căn hộ tại HN và HCM (Đơn vị: Căn hộ)



Nguồn: CBRE, MBS Research

Hình 12: Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: MBS Research

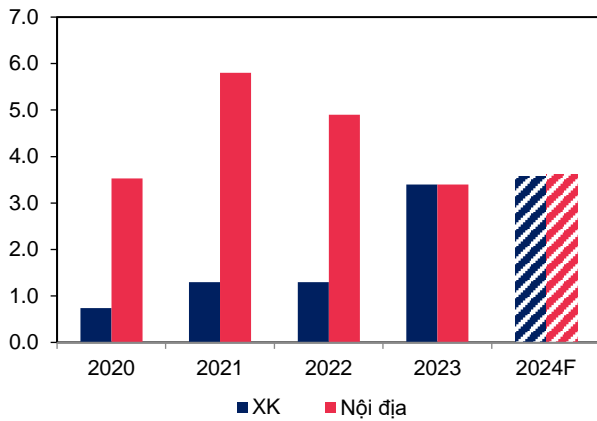
- Giải ngân vốn đầu tư công theo kế hoạch tiếp tục tăng trưởng 12% svck với giá trị khoảng 638 nghìn tỷ khi Chính phủ tập trung đẩy mạnh xây dựng hạ tầng giao thông phục vụ phát triển kinh tế. Những dự án chủ lực như cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành,... được kì vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ và hoàn thành trước thời hạn trong giai đoạn 2025 – 2028. Xây dựng hạ tầng (chiếm 14% nhu cầu thép) tăng trưởng góp phần gia tăng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong năm 2025.

Trong T1/24, triển vọng hồi phục từ thép xây dựng hiện hữu khi sản lượng đạt 363,000 tấn, tăng trưởng 20% svck. Theo triển vọng tích cực của thị trường, chúng tôi dự báo sản lượng thép xây dựng của HPG có thể đạt mức tăng trưởng 8% - 12% svck trong giai đoạn 2024-25.

Sản lượng tiêu thụ HRC duy trì tăng trưởng lần lượt 6% và 17% svck vào năm 2024 – 2025 nhờ xuất khẩu duy trì tích cực

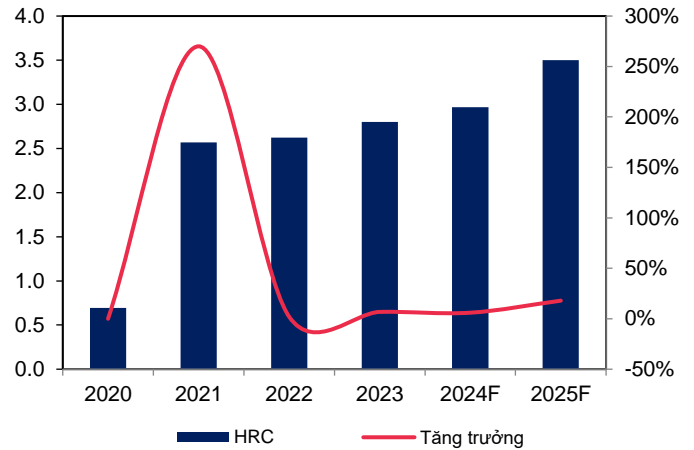
Sản lượng bán hàng HRC toàn ngành trong năm 2023 tăng 12% svck nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trưởng đột biến gần 2 lần svck trong bối cảnh EU và Mỹ thiếu hụt nguồn cung. Trong Báo cáo mới nhất của Hiệp hội Thép Châu Âu (Eurofer), nhu cầu tiêu thụ thép tại EU giảm 5.2% trong năm 2023, tuy nhiên các doanh nghiệp xuất khẩu HRC được hưởng lợi nhờ thiếu hụt nguồn cung do các đối tác xuất khẩu như Nga, Ukraine hay Thổ Nhĩ Kỳ không thể duy trì sản lượng. Sang năm 2024, nhu cầu tiêu thụ thép tại EU kì vọng tăng trưởng 7.6% svck lên mức 142 triệu tấn nhờ các ngành có tỷ trọng tiêu thụ thép cao như xây dựng (35%) và sản xuất ô tô (18%) phục hồi trong giai đoạn kết thúc của chu kì thắt chặt.

Hình 13: Xuất khẩu HRC tăng tốc khi EU thiếu hụt nguồn cung trong khi nội địa tăng trưởng chậm lại (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 14: Sản lượng tiêu thụ HRC của HPG (Đơn vị: Triệu Tấn)



Nguồn: PVD, MBS Research

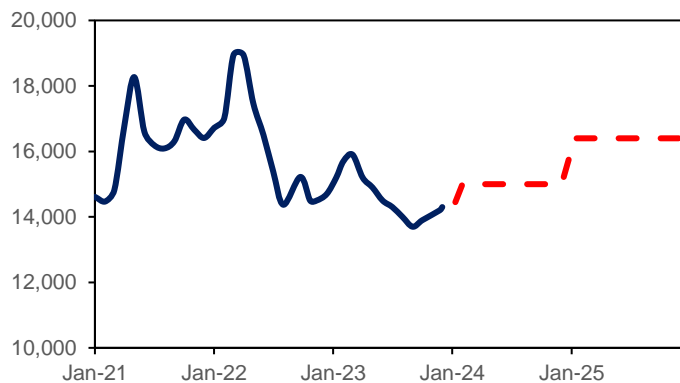
Theo cập nhật T1/24, sản lượng tiêu thụ HRC duy trì khả quan khi đạt 275,800 tấn (tăng 2% so với T12/24 và tăng hơn 2 lần svck). Nhờ thị trường xuất khẩu thuận lợi, sản lượng HRC của HPG có thể đạt 2,9 triệu tấn (+6% svck) trong năm 2024. Sang năm 2025, nhờ KLH Dung Quất 2 đi vào vận hành, sản lượng HRC kì vọng đạt 3.5 triệu tấn (+17% svck).

Biên lợi nhuận gộp hồi phục lần lượt lên mức 15% vào năm 2024 nhờ hiệu suất và giá thép hồi phục trong khi giá nguyên liệu hạ nhiệt

Giá thép xây dựng kỳ vọng tăng 6%/8% svck, giá HRC kỳ vọng tăng 7%/8% svck trong 2024-25

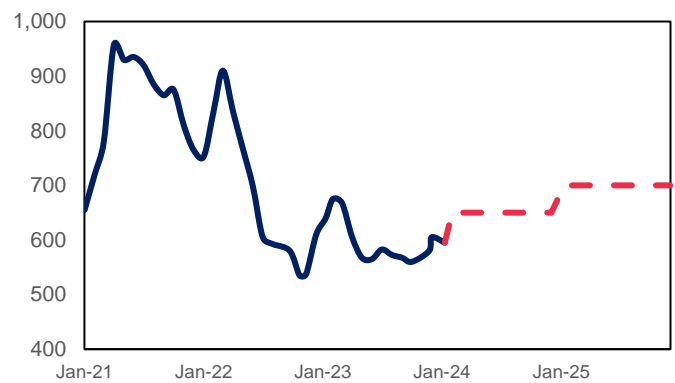
Chúng tôi đánh giá, giá thép xây dựng nội địa đã tạo đáy trong Q3/23 và đã có dấu hiệu hồi phục kể từ cuối năm 2023 trong bối cảnh tiêu thụ thép xây dựng trong có dấu hiệu khả quan kể từ tháng 11. Sản lượng tiêu thụ trong 2 tháng cuối năm đã tăng 30% so với trung bình các tháng trước đó nhờ thị trường bất động sản ấm lên và các dự án đầu tư công được đẩy nhanh tiến độ triển khai vào cuối năm.

Hình 15: Giá thép xây dựng hồi phục từ đáy (Đơn vị: Nghìn VNĐ/tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 16: Dự phóng giá thép HRC (Đơn vị: USD/Tấn)

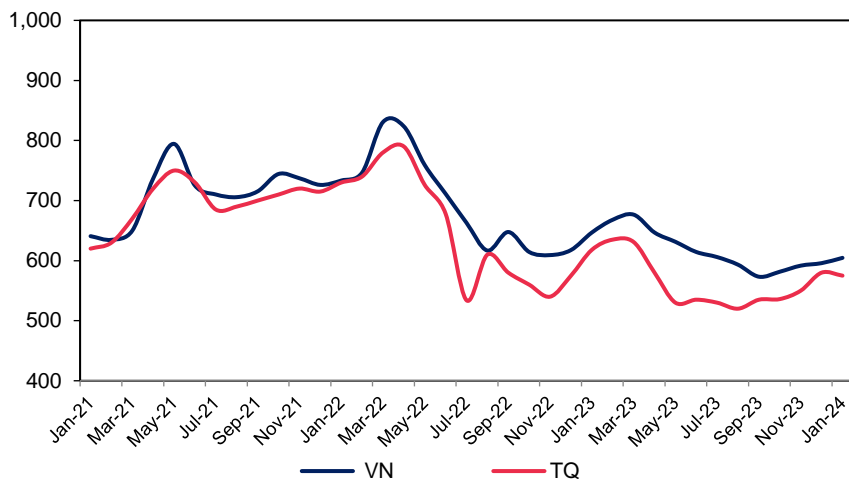


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Theo dự báo của chúng tôi, giá thép xây dựng nội địa sẽ tăng lên mức trung bình 15 triệu VNĐ/tấn (+6% svck) vào năm 2024 nhờ (1) sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 7% svck nhờ nhu cầu từ ngành xây dựng và đầu tư công (2) Chênh lệch giữa giá thép VN và TQ hiện tại ở mức 30 USD/tấn (thấp hơn mức trung bình 50 USD trong 2 năm qua) và điều này giúp thép nội địa không chịu áp lực giảm giá từ TQ. Sang năm 2025, khi thị trường bất động sản bước vào chu kỳ hồi phục, chúng tôi đánh giá nhu cầu tiếp tục khả quan tác động tích cực đến giá thép xây dựng và có thể đạt mức trung bình 16.4 triệu VNĐ/tấn (+8% svck).

Đối với thép HRC, nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục và xuất khẩu tiếp tục duy trì ở mức cao tác động tích cực đến giá HRC trong giai đoạn 2024 – 2025. Theo dự báo của chúng tôi, giá thép HRC lần lượt đạt mức 660 USD/tấn (+7% svck) và 710 USD/tấn (+8% svck) trong năm 2024 và 2025.

Hình 17: Giá thép XD của Việt Nam và TQ (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: HPG, MBS Research dự phóng

Giá nguyên vật liệu than và quặng hạ nhiệt

Kể từ Q4/23, giá than và quặng không còn duy trì ở mức thấp như nửa đầu 2023 khi bắt đầu tăng do các DN ngành thép tăng cường tích trữ nguyên vật liệu để phục vụ sản xuất. Cuối năm 2023, giá than đạt mức 350 USD/tấn (+12% svck) và quặng sắt ở mức 135 USD/tấn (+15% svck), mức tăng này có tác động phần lớn đến từ tâm lý lạc quan của các nhà sản xuất tại TQ khi nước này thông báo sẽ phát hành thêm nợ để kích thích nền kinh tế.

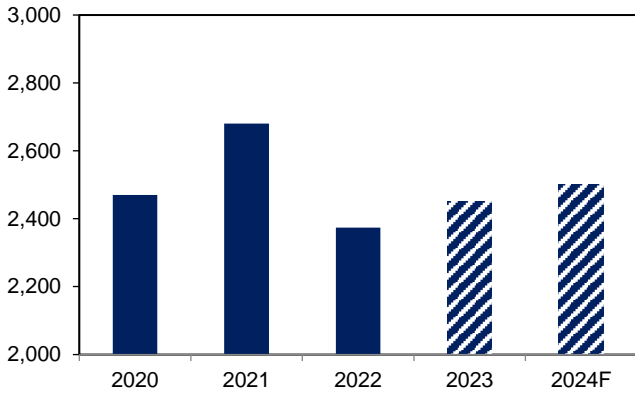
Theo đánh giá của của S&P Global, nguồn cung than và quặng trên thế giới dự kiến duy trì ổn định trong bối cảnh các doanh nghiệp khai thác lớn tại Australia, Brazil, Ấn Độ tiếp tục tăng cường sản lượng. Hơn nữa, theo Hiệp Hội các DN Thép và Khai thác mỏ TQ, sản lượng than và quặng tiếp tục được cải thiện nhằm bình ổn giá và hỗ trợ cho sự phục hồi của ngành thép. Vì thế, chúng tôi đánh giá nguyên vật liệu có thể giảm nhẹ trước khi tăng trở lại vào năm 2025 khi ngành thép trên thế giới phục hồi tác động tích cực đến giá nguyên vật liệu.

- Theo Hiệp hội Thép và Khai khoáng TQ, sản lượng quặng sắt trên thế giới kì vọng tăng nhẹ 2% svck, đạt 2.5 tỷ tấn. Nhờ nguồn cung ổn định và nhu cầu sản xuất thép giảm tại TQ, giá quặng kì vọng đạt mức 117 USD/tấn (-3% svck) trong năm 2024. Sang năm 2025, giá quặng có thể tăng nhẹ 2% svck đạt 121 USD/tấn.
- Theo dự báo của S&P Global, sản lượng than cốc dự kiến sẽ tăng trưởng 4% trong năm 2024 khi thời tiết ổn định tại Úc tác động tích cực tới quá trình khai thác. Giá than dự báo hạ nhiệt về mức 320 USD/tấn (-2% svck) và 340 USD/tấn (+5% svck) vào năm 2024 và 2025.

Theo đánh giá của chúng tôi đà tăng giá của nguyên vật liệu sẽ chỉ tác động lên giá vốn trong Q1/24 do vòng quay NVL hiện nay khoảng 85 ngày. Tuy nhiên trong bối cảnh giá thép đã hồi phục khoảng 7% so với đáy, biên lợi nhuận gộp sẽ chỉ giảm nhẹ khoảng 1% trong Q1/24.

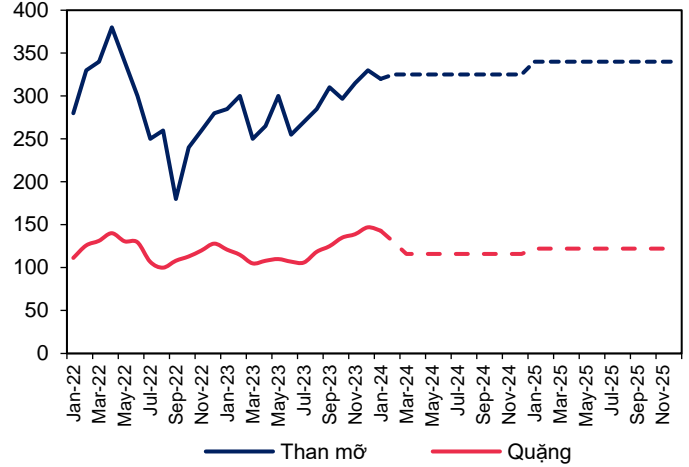
Với kì vọng giá thép duy trì đà hồi phục trong khi giá nguyên vật liệu hạ nhiệt vào 2024 trước khi tăng nhẹ trong 2025, biên LN gộp dự kiến đạt 14.6%/15.5% vào năm 2024/2025 từ mức 11% của năm 2023.

Hình 18: Sản lượng quặng sắt sản xuất trên thế giới (đơn vị: Tấn)



Nguồn: Hiệp hội các DN Thép TQ, MBS Research

Hình 19: Giá than và quặng dự báo (Đơn vị: USD/tấn)

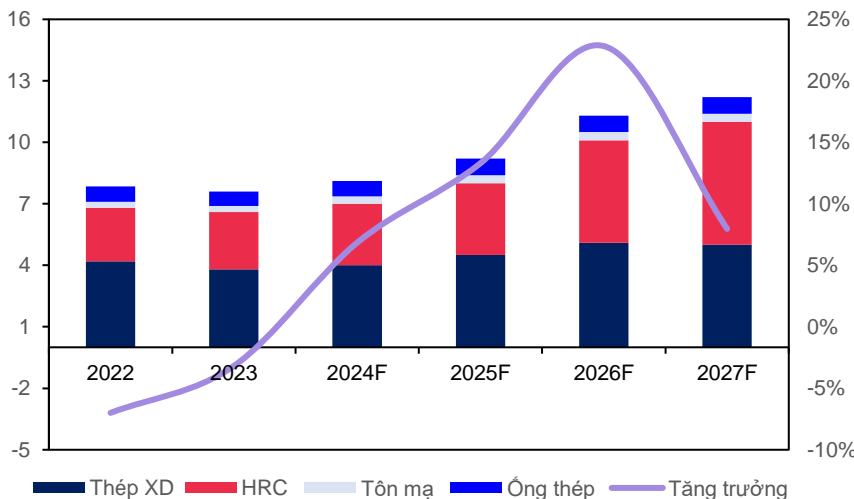


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KLH Dung Quất 2 đi vào vận hành từ Q2/25 với đóng góp 5 triệu tấn HRC là triển vọng tăng trưởng dài hạn

Hiện tại, nhu cầu tiêu thụ HRC nội địa khoảng 12 – 15 triệu tấn/năm và dự kiến mức tăng trưởng 10% mỗi năm. Hiện tại, sản lượng HRC của HPG và Formosa chiếm khoảng 55% nhu cầu tiêu thụ nội địa, sản lượng HRC nhập khẩu chiếm 45% phần lớn đến từ các doanh nghiệp TQ. Vì thế chúng tôi đánh giá, tiềm năng chiếm lĩnh thị phần của HPG tại thị trường nội địa rất lớn khi chênh lệch giữa giá HRC tại VN và TQ hiện tại ở mức 35 USD/tấn (thấp hơn mức 50 USD như cách đây khoảng 3 năm).

Hình 20: Tổng sản lượng của HPG có thể tăng 60% so với hiện nay khi DQ2 đi vào vận hành (Đơn vị: Triệu tấn)



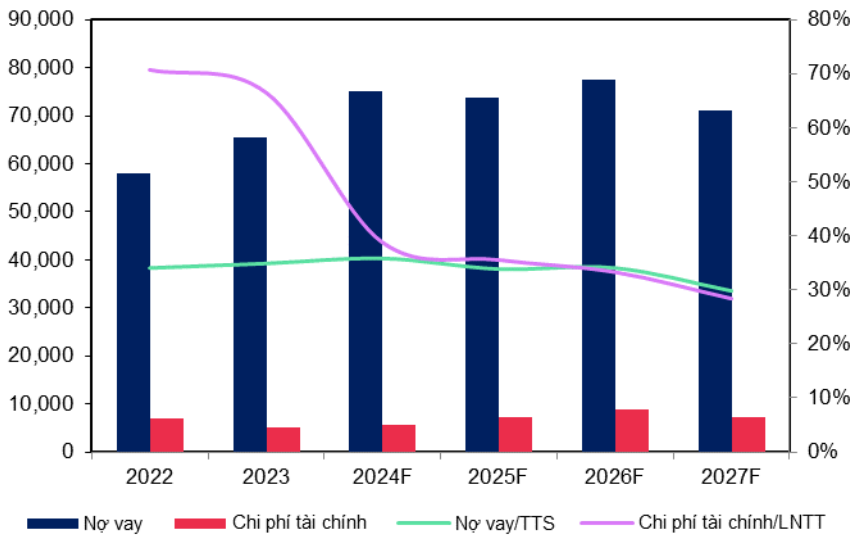
Nguồn: HPG, MBS Research dự phóng

Hình 21: Giả định về sản lượng tiêu thụ của DQ2

	2024	2025	2026	2027
Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	85,000			
Công suất sản phẩm	5.6 triệu tấn HRC			
Sản lượng sản xuất (triệu tấn)	0.6	2.6	4.1	5.6
Hiệu suất nhà máy	11%	46%	73%	100%

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 22: Cơ cấu tài chính của HPG sau khi hoàn thiện DQ2 (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: HPG, MBS Research dự phóng

Chúng tôi đánh giá, KLH Dung Quất 2 đi vào vận hành từ nửa đầu năm 2025 mang lại tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của HPG. Thị trường nội địa còn nhiều dư địa tăng trưởng khi có thể cạnh tranh với thép TQ, các thị trường xuất khẩu chính như Asean hay EU đang duy trì mức tăng trưởng cao 6% yoy là những yếu tố tích cực trong việc tiêu thụ HRC. Theo dự báo của chúng tôi, DQ2 sẽ đi vào vận hành từ Q2/25 và có thể đóng góp 500 nghìn tấn HRC từ năm đầu tiên vận hành. Trong giai đoạn 2025 – 2027, sản lượng thép HRC dự kiến tăng trưởng hơn 2 lần so với hiện nay với giả định doanh nghiệp vận hành thành công DQ2. Vào năm 2027, sản lượng HRC kì vọng đạt mức 6 triệu tấn (+210% so với hiện nay) và chiếm 45% thị phần nội địa (so với 36% hiện nay). Nhờ đó, sản lượng tiêu thụ sẽ đạt 13 triệu tấn (+80% so với hiện nay).

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 23: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025 của HPG

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	Tăng svck (%)	% so với dự phóng trước	2025F	Tăng svck (%)	% so với dự phóng trước	Đánh giá
Tổng sản lượng (Nghìn tấn)	7,731	8,336	8%	102%	9,446	13%	103%	Sản lượng tăng trưởng 8% -13% trong 2024 - 2025 nhờ sản lượng thép XD phục hồi và đóng góp thêm từ DQ2.
<i>Trong đó:</i>								
Thép xây dựng	3,781	4,083	8%	104%	4,583	12%	105%	Sản lượng thép xây dựng kì vọng tăng 8% svck trong 2024 nhờ nguồn cung BĐS phục hồi và đẩy mạnh giải ngân đầu tư công tác động tích cực đến sản lượng thép toàn ngành. Sang năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng tăng 12% trong bối cảnh thị trường bất động sản khá quan hơn. Chúng tôi điều chỉnh sản lượng tăng 4%/5% so với dự báo trước trong 2024/2025 do triển vọng hồi phục khả quan hơn so với thời điểm trước.
Thép HRC	2,800	2,968	6%	102%	3,500	18%	102%	Sản lượng HRC tăng 6% vào 2024 nhờ nhu cầu các thị trường chính là Asean và EU hồi phục. Sang năm 2025, sản lượng dự kiến tăng 18% svck nhờ KLH Dung Quất 2 đi vào vận hành. Mức điều chỉnh tăng sản lượng HRC so với sự báo cũ nhờ thị trường EU khả quan hơn.
<i>Giá thép (Triệu VNĐ/tấn):</i>								
Thép xây dựng	14.1	15.0	6%	101%	16.3	8%	104%	Giá thép xây dựng tăng 6% svck nhờ sản lượng phục hồi và áp lực giảm giá từ TQ hạ nhiệt. Sang năm 2025, giá thép tăng 8% svck nhờ thị trường BĐS phục hồi hoàn toàn. So với dự báo trước, thị trường BĐS hồi phục tốt hơn kì vọng tác động tích cực đến dự báo thép XD năm 2025.
Thép HRC	15.0	16.3	7%	103%	17.5	8%	106%	Giá HRC tăng 7% svck trong năm 2024 nhờ nhu cầu từ thị trường xuất khẩu tiếp tục khả quan. Sang năm 2025, khi nhu cầu sản xuất phục hồi hoàn toàn sau chu kì thắt chặt giá HRC sẽ được hưởng lợi từ giá HRC thế giới nên tăng trưởng 8% svck vào 2025.
Doanh thu	118,953	140,455	19%	106%	168,898	20%	105%	DT năm 2024 tăng trưởng 19% svck nhờ giá bán và sản lượng phục hồi lần lượt 6% và 7% svck. Sang năm 2025, nhờ đóng góp của DQ2 dự kiến sản lượng tăng 13% và DT tăng 20% svck. DT tăng mạnh hơn dự báo trước nhờ giá bán và sản lượng phục hồi tốt hơn kì vọng.
Biên LN gộp	11%	14%	3.5 đ %	+2 đ %	16%	2 đ %	1.5 đ %	Biên gộp tiếp tục cải thiện nhờ giá bán cải thiện lần lượt 6%/8% trong 2024/2025 trong khi giá NVL than và quặng duy trì giảm 2% svck nhẹ vào 2024 và tăng 3% trong 2025. So với dự báo trước, biên gộp cải thiện tốt hơn nhờ giá thép tăng mạnh hơn dự báo.
DT tài chính	3,173	3,458	9%	102%	3,315	-4%	103%	
Chi phí tài chính	5,191	5,673	9%	104%	7,093	25%	115%	Chi phí tài chính tăng 9% svck vào năm 2024 do chi phí lãi vay tăng 10% trong bối cảnh HPG đẩy mạnh nợ vay dài hạn phục vụ cho DQ2. Sang năm 2025, chúng tôi đánh giá lãi vay tăng nhẹ và tỷ giá biến động sẽ tăng gánh nặng CP tài chính. Dự báo này cao hơn trước đó do HPG đẩy mạnh vay nợ phục vụ xây dựng DQ2.

Trong đó: Chi phí lãi vay	3,585	3,935	10%	108%	4,368	11%	110%	
Chi phí bán hàng	1,961	2,121	8%	108%	2,480	17%	110%	Chi phí bán hàng tăng so với dự báo trước đó do chi phí vận tải có dấu hiệu tăng trở lại.
Chi phí quản lý DN	1,307	1,484	14%	106%	1,536	4%	104%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT LN trước thuế	3%	3%	-0.5 đ %	-1 đ %	2%	-1 đ%	-0.5 đ %	Chi phí bán hàng và QLDN tăng tuy nhiên xét trên cơ cấu doanh thu đang ở mức trung bình 3 năm
LN ròng	6,835	13,116	92%	130%	17,850	36%	155%	LN ròng tăng trưởng 92% svck trong năm 2024 nhờ DT tăng 19%, biên gộp cải thiện lên mức 14% (so với khoảng 11% cùng kì). Sang năm 2025, LN ròng có thể tăng 36% nhờ DQ2 đi vào hoạt động. LN ròng tăng so với dự báo trước đó nhờ triển vọng giá thép và sản lượng rõ ràng hơn.
EPS (VNĐ/CP)	1,176	2,256	92%	130%	3,070	36%	155%	Chúng tôi điều chỉnh EPS năm 2024 - 2025 cao hơn lần lượt 30%/55% so với dự báo trước nhờ biên LN cải thiện tốt hơn kì vọng.

Nguồn: MBS Research dự phóng

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25		Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	141,409	118,953	140,456	168,899	LN trước thuế	9,923	7,793	14,588	19,904
Giá vốn hàng bán	(124,646)	(106,015)	(120,161)	(141,320)	Khấu hao	6,759	7,460	8,177	10,157
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	20,295	27,578	CP lãi vay	2,526	(3,585)	(3,935)	(4,369)
Chi phí quản lý DN	(1,019)	(1,307)	(1,475)	(1,526)	Các khoản điều chỉnh khác	(3,273)	142	90	95
Chi phí bán hàng	(2,666)	(1,961)	(2,107)	(2,463)	Thay đổi VLD	(6,237)	(920)	(4,908)	7,559
LN từ HĐKD	13,078	9,669	16,713	23,589	LCTT từ HĐKD	9,698	10,890	14,011	33,346
EBITDA thuần	19,838	16,443	24,890	33,746	Đầu tư TSCĐ	(17,888)	(8,269)	(19,105)	(28,038)
LN trước thuế & lãi vay	13,078	9,669	16,713	23,589	Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	(4,090)	(6,159)	(6,250)	19,254
Thu nhập lãi	3,744	3,173	3,458	3,316	LCTT từ đầu tư	(21,977)	(14,428)	(25,355)	(8,784)
Chi phí tài chính	(7,027)	(5,192)	(5,674)	(7,095)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	129	142	90	95	Tiền vay ròng nhận được	479	7,481	9,682	(1,298)
TN từ các Cty LK & LD	(1)	-	-	(0)	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	9,923	7,793	14,588	19,904	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2,261)	-	-	(11,630)
Thuế TNDN	(1,001)	(992)	(1,459)	(2,049)	LCTT từ hoạt động TC	(1,778)	7,481	9,682	(12,928)
Lợi nhuận sau thuế	8,922	6,800	13,129	17,855	Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,471	8,325	12,267	10,605
Lợi ích cổ đông thiểu số	(39)	35	(13)	(4)	LC tiền thuần trong năm	(14,147)	3,943	(1,663)	11,634
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	8,883	6,835	13,116	17,850	Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,325	12,267	10,605	22,238
Chi trả cổ tức	(2,261)	-	-	(11,630)					
Lợi nhuận giữ lại	6,621	6,835	13,116	6,221					
Bảng cân đối kế toán	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Các chỉ số cơ bản				
Tiền và tương đương tiền	8,325	12,267	10,605	22,238	Tăng trưởng doanh thu thuần	-5.5%	-15.9%	18.1%	20.3%
Đầu tư ngắn hạn	26,268	22,162	24,215	23,188	Tăng trưởng EBITDA	-54.6%	-17.1%	51.4%	35.6%
Phải thu khách hàng	2,959	6,000	4,560	5,408	Tăng trưởng LN từ HĐKD	34.7%	73.9%	172.9%	141.1%
Hàng tồn kho	34,491	34,504	43,967	39,286	Tăng trưởng LN trước thuế	-73.2%	-21.5%	87.2%	36.4%
Tổng tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	89,224	95,096	Tăng trưởng LN ròng	-74.0%	-23.1%	91.9%	36.1%
Tài sản cố định	70,199	71,803	82,014	100,058	Tăng trưởng EPS	-80.1%	-36.5%	80.8%	36.1%
Xây dựng cơ bản dở dang	13,363	26,083	32,236	17,233	Biên LN gộp	11.9%	10.9%	14.4%	16.3%
BĐS đầu tư	629	594	758	813	Biên EBITDA	14.0%	15.3%	19.0%	20.4%
Lợi thế thương mại	-	-	75,909	75,909	Biên LN ròng	6.3%	5.7%	9.3%	10.6%
Đầu tư vào công ty LD,LK	895	1,921	1,927	1,752	ROAE	9.5%	6.9%	12.0%	15.0%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	4,100	4,454	3,535	2,861	ROAA	5.1%	3.8%	6.6%	8.3%
Tổng tài sản dài hạn	89,821	105,066	120,757	123,004	ROIC	5.8%	4.1%	6.9%	9.1%
Tổng tài sản	170,336	187,783	209,981	218,100	Vòng quay tài sản	0.8	0.7	0.7	0.8
Vay & nợ ngắn hạn	46,749	54,982	56,478	52,193	Cổ tức chi trả/LN ròng	25.5%	0.0%	0.0%	65.2%
Phải trả người bán	11,107	12,387	13,626	16,351	Tổng nợ vay/VCSH	60%	64%	65%	60%
Phải trả ngắn hạn khác	2,902	2,522	2,672	2,936	Nợ vay ròng/VCSH	52%	52%	55%	42%
Tổng nợ ngắn hạn	62,385	71,513	74,652	73,537	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	29.1%	28.3%	30.7%	23.6%
Vay & nợ dài hạn	11,152	10,399	18,585	21,571	Khả năng thanh toán lãi vay	4.2	2.7	4.2	5.4
Các khoản phải trả khác	686	3,034	598	620	Số ngày phải thu	7.6	18.4	11.8	11.7
Tổng Nợ dài hạn	11,837	13,433	19,183	22,191	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	101.0	118.8	133.6	101.5
Tổng nợ	74,223	84,946	93,834	95,728	Số ngày phải trả tiền bán	32.5	42.6	41.4	42.2
Vốn điều lệ	58,148	58,148	58,148	58,148	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.2	1.2	1.3
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	Khả năng thanh toán nhanh	0.7	0.7	0.6	0.8
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	0.6	0.5	0.5
LN giữ lại	33,834	40,593	53,785	60,006					
Các quỹ thuộc VCSH	814	818	924	924	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	96,007	102,771	116,068	122,289	EPS	1,727	1,175	2,256	3,070
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	66	78	83	BVPS	16,511	17,674	19,961	21,031
Tổng vốn chủ sở hữu	96,113	102,836	116,147	122,372	P/E	10.4	26.8	14.0	10.3
Tổng nợ và VCSH	170,336	187,783	209,981	218,100	P/B	1.1	1.8	1.6	1.5

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Lê Minh Anh
Ngô Quốc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến
Đỗ Lan Phương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly