



CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

MUA +32.5%

Ngành	Thép
Ngày báo cáo	07/11/2024
Giá hiện tại	26.950 VND
Giá mục tiêu	35.700 VND
Giá mục tiêu gần nhất	32.100 VND
TL tăng	+32,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+32,5%

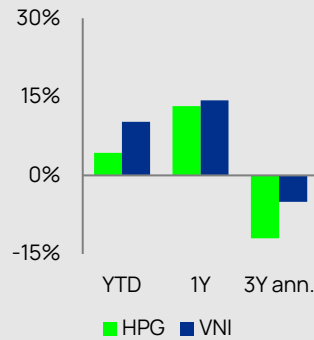
GT vốn hóa	170 nghìn tỷ đồng
Room KN	45 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	500 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	6,4 tỷ
Pha loãng	6,4 tỷ

	HPG	VNI
P/E (trượt)	13,9x	14,6x
P/B (hiện tại)	1,5x	1,7x
ROE	11,4%	12,5%
ROA	6,0%	1,9%

Tổng quan Công ty

HPG là công ty sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các dòng sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng (công suất 5,8 triệu tấn/năm), HRC (2,8 triệu tấn/năm), và ống thép (1,3 triệu tấn/năm).

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	118.953	138.341	163.966	193.475
% YoY	-16%	16%	19%	18%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	6.835	12.292	15.643	19.801
% YoY	-19%	80%	27%	27%
EPS	-19%	80%	27%	27%
Biên LN gộp	10,9%	13,9%	15,1%	15,2%
Biên EBITDA	13,8%	15,7%	18,3%	18,7%
Biên LN từ HĐKD	8,1%	11,0%	12,2%	12,3%
Biên LN ròng	5,7%	8,9%	9,5%	10,2%
DTTD/Doanh thu	-3,0%	-18,7%	2,4%	7,8%
EV/EBITDA	13,1x	9,9x	7,2x	5,9x
P/E	26,1x	14,5x	11,4x	9,0x
P/B	1,7x	1,5x	1,3x	1,2x
ROE	6,9%	11,3%	12,8%	14,4%

Nhu cầu trong nước và gia tăng công suất sẽ thúc đẩy tăng trưởng năm 2025

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với HPG và tăng 11% giá mục tiêu lên 35.700 đồng/cổ phiếu.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi (1) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2025 và (2) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tăng 4%/2%/3%/3%/3% vào năm 2025/26/27/28/29, ảnh hưởng nhiều hơn việc hạ P/E mục tiêu của chúng tôi xuống 15,0 lần.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024. Dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm 2024 (9T 2024) cao, chúng tôi điều chỉnh tăng (1) 5% doanh thu thép (do giá bán trung bình tăng, bị ảnh hưởng một phần bởi sản lượng bán giảm), (2) 5% LNST sau lợi ích CĐTS mảng bất động sản và (3) giảm 5% chi phí tài chính. Tuy nhiên, những yếu tố này bị ảnh hưởng bởi (1) biên lợi nhuận gộp thép giảm 45 điểm cơ bản, (2) LNST sau lợi ích CĐTS mảng nông nghiệp giảm 11% và (3) dự báo thu nhập tài chính giảm 11% do KQKD trong 9T 2024 thấp hơn dự kiến.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 2-4%/năm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 do (1) dự báo tổng doanh thu thép xây dựng tăng 8% do triển vọng về nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng của Việt Nam cải thiện và (2) dự báo tổng sản lượng thép cuộn cán nóng (HRC) tăng 7%. Những diễn biến này bị ảnh hưởng một phần bởi dự báo biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2026-29 giảm 35 điểm cơ bản.
- Chính phủ vẫn cam kết cơ sở hạ tầng là động lực tăng trưởng GDP chính. Tại kỳ họp Quốc hội khóa XV gần đây, kế hoạch đầu tư công năm 2025 đã được nâng lên 30% so với mục tiêu trong Kế hoạch Tài chính và Ngân sách Nhà nước giai đoạn 2024-2026 của Chính phủ trình vào tháng 10/2023.
- Giá mục tiêu của chúng tôi phản ánh mức P/E dự phóng cho năm 2025 là 15,1 lần, so với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) cao trong giai đoạn 2024-27 là 25%, tương đương với PEG là 0,6. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E trung bình năm 2025-27 là 12,3 lần, phù hợp với khoảng 1 độ lệch chuẩn trên P/E trung bình 10 năm của HPG là 8,7 lần, mà chúng tôi cho là hợp lý đối với mức tăng trưởng mạnh của LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2025/26/27 lần lượt là 27%/27%/20%.
- Yếu tố hỗ trợ (rủi ro):** Sản lượng thương phẩm tăng (giảm); biên lợi nhuận gộp tăng (giảm).

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận mảng thép sẽ tăng 15% QoQ trong quý 4, do chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán thép sẽ tăng mạnh hơn so với cùng kỳ quý trước nhờ vào mùa cao điểm cuối năm. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp quý 4/2024 sẽ cải thiện từ mức 13,9% QoQ lên 15% QoQ nhờ mức hiệu suất hoạt động cao hơn và chênh lệch giá tăng. Tính từ đầu năm đến nay, nhu cầu xây dựng yếu của Trung Quốc đã gây áp lực lên giá thép, trong khi chi phí đầu vào cũng giảm nhanh hơn.

Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 27% YoY, vì chúng tôi dự báo rằng (1) sản lượng bán thép xây dựng sẽ tăng 12% YoY, (2) sản lượng bán thép cuộn cán nóng (HRC) sẽ tăng 28% YoY nhờ giai đoạn 1 của dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 (KLHDQ2) được đưa vào hoạt động, và (3) giá bán trung bình của các sản phẩm thép phục hồi nhẹ ở mức 2-3% YoY từ mức thấp trong năm 2024. Cần lưu ý rằng giá thép đã phục hồi kể từ mức đáy trong quý 3 nhờ các biện pháp kích thích mạnh mẽ của Trung Quốc.

Kết quả sơ bộ của cuộc điều tra chống bán phá giá đang diễn ra đối với HRC nhập khẩu dự kiến sẽ được công bố vào tháng 11/2024. Tại buổi họp báo vào ngày 23/10/2024, Bộ Công Thương đã trả lời các câu hỏi về cuộc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu. Mặc dù thừa nhận các nguy hại tiềm ẩn đối với ngành thép trong nước, Bộ Công Thương nhấn mạnh rằng việc nhập khẩu HRC vẫn rất cần thiết do tình trạng thiếu hụt nguồn cung của Việt Nam (nhu cầu trong nước là 12-14 triệu tấn cao hơn nhiều so với công suất tối đa là 8-9 triệu tấn/năm).

Triển vọng năm 2024: Biên lợi nhuận dự kiến sẽ mở rộng so với cùng kỳ quý trước nhờ mức tăng của sản lượng trong quý 4

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap đối với HPG

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 cũ	Dự báo 2024 điều chỉnh	Dự báo 2024 đ/c so với KQKD 2023	Dự báo 2024 đ/c so với dự báo cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu ròng	118.953	131.959	138.341	16%	5%	* Chúng tôi tăng dự báo doanh thu năm 2024 nhờ giá bán thép trung bình và doanh thu mảng BĐS tăng, bù đắp cho mức giảm của sản lượng bán thép xây dựng và doanh thu mảng nông nghiệp.
Thép xây dựng	55.681	66.820	66.585	20%	0%	* Chúng tôi giảm 2% sản lượng bán xuống mức 4,6 triệu tấn do KQKD 9 tháng đầu năm thấp hơn nhẹ so với dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán quý 4 sẽ đạt mức cao hơn so với cùng kỳ quý trước nhờ vào mùa cao điểm cuối năm. * Chúng tôi tăng 2% dự báo giá bán trung bình từ mức 14,1 triệu đồng/tấn (-4% YoY) lên mức 14,4 triệu đồng/tấn (-2% YoY), do KQKD quý 3 tốt hơn nhẹ so với dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình quý 4 sẽ tăng so với cùng kỳ quý trước, do giá thép đã phục hồi trở lại kể từ cuối quý 3 nhờ các biện pháp kích thích tiền tệ của Trung Quốc.
Các sản phẩm thép khác	56.187	56.234	62.864	12%	12%	* Chúng tôi tăng 7% dự báo sản lượng bán HRC, tương đương với với mức hiệu suất hoạt động 110% dự kiến trong năm 2024. Hiệu suất hoạt động trong 9 tháng đầu năm đã đạt mức 108%, cao hơn so với dự báo cả năm trước đây của chúng tôi là 105%. * Chúng tôi lần lượt tăng tốc độ tăng trưởng sản lượng bán ống thép và tôn mạ lên mức 5% YoY và 45% YoY (so với mức trước đây là 0% YoY và 30% YoY) nhờ KQKD khả quan trong giai đoạn 9 tháng đầu năm. * Chúng tôi lần lượt tăng mức tăng trưởng giá bán trung bình so với cùng kỳ năm trước của HRC/ống thép/tôn mạ từ mức -7%/-4%/-4% trước đây lên mức 5%/-2%/-2%.
Bất động sản	933	1.819	2.239	140%	23%	* Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự kiến.
Nông nghiệp	6.152	7.085	6.653	8%	-6%	* Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến.
Lợi nhuận gộp	12.938	18.952	19.241	49%	2%	
Chi phí SG&A	-3.269	-3.805	-4.071	25%	7%	
LN từ HĐKD	9.669	15.147	15.170	57%	0%	
Thu nhập tài chính	3.227	3.139	2.805	-13%	-11%	* Do thu nhập tiền gửi 9 tháng đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến, vì phải giải ngân vốn đầu tư XD CB cho dự án KLHDQ2.
Chi phí tài chính	-5.245	-4.314	-4.080	-22%	-5%	* Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến.
Thu nhập/lỗ ròng khác	142	442	492	247%	11%	* Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự kiến.
LN TT	7.793	14.413	14.386	85%	0%	
LN ST	6.800	12.251	12.228	80%	0%	
LNST sau lợi ích CĐTS	6.835	12.315	12.292	80%	0%	
Thép	6.269	10.628	10.676	70%	0%	
Bất động sản	350	734	768	119%	5%	* Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 tốt hơn dự kiến.
Nông nghiệp	181	954	848	370%	-11%	* Do KQKD 9 tháng đầu năm 2024 thấp hơn dự kiến.
Biên lợi nhuận gộp	10,9%	14,4%	13,9%			* Chúng tôi giảm dự báo biên lợi nhuận gộp do KQKD 9 tháng đầu năm thấp hơn dự kiến. Biên lợi nhuận gộp quý 3 đã giảm so với cùng kỳ quý trước do mức giảm so với cùng kỳ quý trước của sản lượng bán (từ đó làm tăng chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm), trái với kỳ vọng của chúng tôi rằng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng trong giai đoạn nửa cuối năm do giá nguyên liệu đầu vào đã giảm nhanh hơn so với giá sản phẩm đầu ra (Xem Hình 9) * Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp quý 4 sẽ tăng so với cùng kỳ quý trước, nhờ chênh lệch giá đầu vào-đầu ra cao hơn và mức tăng dự kiến so với cùng kỳ quý trước của sản lượng bán.
Chi phí SG&A/doanh thu	2,7%	2,9%	2,9%			
Biên LN từ HĐKD	8,1%	11,5%	11,0%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	5,7%	9,3%	8,9%			

Nguồn: Báo cáo tài chính của HPG, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Sự phục hồi của ngành xây dựng trong nước và phần công suất HRC mới sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng 2 chữ số

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap đối với HPG

Tỷ đồng	Dự báo 2024 điều chỉnh	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu ròng	138.341	163.966	19%	
Thép xây dựng	66.585	76.817	15%	<p>* Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán sẽ tăng 12% YoY, được thúc đẩy bởi tăng sự tăng trưởng của (1) nhu cầu xây dựng dân dụng trong nước nhờ thị trường BĐS dần phục hồi và (2) nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng.</p> <p>* Trong kỳ họp thứ 8 của Quốc hội khóa XV vào ngày 22/10, kế hoạch đầu tư công năm 2025 đã được tăng thêm 30% lên mức 790,7 nghìn tỷ đồng (+16,7% YoY), mà chúng tôi kỳ vọng sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng mạnh của nhu cầu thép năm 2025 cho các hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng.</p> <p>* Chúng tôi thận trọng kỳ vọng giá bán trung bình sẽ phục hồi 3% YoY (từ mức thấp -2% YoY dự kiến của năm 2024), được thúc đẩy bởi việc nhu cầu thép tăng do nhu cầu xây dựng tăng. Tuy nhiên, do nhu cầu xây dựng của Trung Quốc vẫn ở mức thấp (xem Hình 10 - 12), nên chúng tôi vẫn sẽ giữ quan điểm thận trọng đối với giả định tăng trưởng giá bán trung bình năm 2025.</p>
Các sản phẩm thép khác	62.864	77.682	24%	<p>* HRC: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng bán sẽ ở mức 28% YoY khi lò cao đầu tiên của KLHDQ2 đi vào hoạt động vào đầu năm 2025, nâng công suất HRC hàng năm từ mức 2,8 triệu tấn hiện tại lên 5,1 triệu tấn. Điều này tương đương với mức hiệu suất hoạt động năm đầu tiên là 50% phần công suất mới (thấp hơn so với mức hiệu suất năm hoạt động đầu tiên của DSQC1 là hơn 90%). Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình sẽ phục hồi nhẹ, ở mức 3% YoY (từ mức thấp dự kiến của năm 2024 là -5% YoY).</p> <p>* Dự báo của chúng tôi đối với sản lượng bán HRC và giá bán trung bình phản ánh triển vọng thận trọng của chúng tôi đối với nhu cầu và giá HRC toàn cầu do áp lực cạnh tranh từ thép giá rẻ của Trung Quốc.</p> <p>* Ống thép: Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng bán sẽ ở mức 10% YoY.</p> <p>* Tôn mạ: Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng sẽ đi ngang nhờ hiệu suất hoạt động đạt mức tối đa, với hiệu suất hoạt động dự kiến các năm 2024/25 sẽ ở mức 120%.</p>
Bất động sản	2.239	2.351	5%	
Nông nghiệp	6.653	7.116	7%	
Lợi nhuận gộp	19.241	24.707	28%	
Chi phí SG&A	-4.071	-4.743	17%	
LN từ HĐKD	15.170	19.964	32%	
Thu nhập tài chính	2.805	2.436	-13%	* Thu nhập tài chính giảm do lãi suất và số dư tiền mặt trung bình dự kiến giảm so với cùng kỳ năm trước.
Chi phí tài chính	-4.080	-4.235	4%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	492	142	-71%	
LNTT	14.386	18.307	27%	
LNST	12.228	15.561	27%	
LNST sau lợi ích CĐTS	12.292	15.643	27%	
Thép	10.676	13.997	31%	
Bất động sản	768	807	5%	
Nông nghiệp	848	839	-1%	
Biên lợi nhuận gộp	13,9%	15,1%		* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2025 nhờ mức tăng của sản lượng bán và sự phục hồi của giá bán trung bình, nhưng bị ảnh hưởng một phần bởi mức chi phí khấu hao của KLHDQ2 giai đoạn 1.
Chi phí SG&A/doanh thu	2,9%	2,9%		
Biên LN từ HĐKD	11,0%	12,2%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8,9%	9,5%		

Nguồn: Báo cáo tài chính của HPG, Vietcap

Hình 3: Nhận định của Vietcap đối với HPG trong giai đoạn dự báo

Giả định của Vietcap	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Dự báo hiện tại									
Sản lượng bán thép xây dựng (triệu tấn)	3,9	4,3	3,8	4,6	5,2	5,4	5,7	5,8	6,0
<i>% hiệu suất hoạt động</i>	68%	74%	66%	80%	90%	95%	98%	101%	104%
Sản lượng bán HRC (triệu tấn)	2,6	2,6	2,8	3,1	4,0	5,6	6,3	6,7	6,9
<i>% hiệu suất hoạt động</i>	93%	94%	100%	110%	77%	75%	84%	91%	94%
Giá bán thép xây dựng trung bình (triệu đồng/tấn)	15,8	16,4	14,7	14,4	14,8	15,4	15,9	16,4	16,8
Giá bán thép xây dựng trung bình (USD/tấn)	667	693	623	576	594	614	636	655	671
Giá bán HRC trung bình (USD/tấn)	847	664	591	530	546	535	548	559	568
Chi phí quặng sắt trung bình ước tính (USD/tấn)	100	110	114	103	106	109	112	115	117
Chi phí than trung bình ước tính (USD/tấn)	180	350	330	297	306	315	324	332	339
Biên lợi nhuận gộp tổng hợp của HPG	29,9%	11,6%	10,9%	13,9%	15,1%	15,2%	16,1%	16,6%	16,9%
Biên lợi nhuận tiền mặt tổng hợp của HPG (biên lợi nhuận gộp không bao gồm khấu hao)	33,8%	16,4%	16,6%	18,6%	21,2%	21,6%	22,2%	22,6%	23,0%
LNST sau lợi ích CĐTS của HPG (tỷ đồng)	34.478	8.483	6.835	12.292	15.643	19.801	23.759	27.121	28.824
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS của HPG (YoY %)	156%	-75%	-19%	80%	27%	27%	20%	14%	6%
Dự báo trước đây									
Sản lượng bán thép xây dựng (triệu tấn)	3,9	4,3	3,8	4,7	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5
<i>% hiệu suất hoạt động</i>	68%	74%	66%	82%	87%	90%	93%	95%	97%
Sản lượng bán HRC (triệu tấn)	2,6	2,6	2,8	2,9	4,0	5,1	5,8	6,3	6,3
<i>% hiệu suất hoạt động</i>	93%	94%	100%	105%	77%	69%	78%	84%	84%
Giá bán thép xây dựng trung bình (triệu đồng/tấn)	15,8	16,4	14,7	14,1	14,4	14,9	15,4	15,9	16,4
Giá bán thép xây dựng trung bình (USD/tấn)	667	693	623	564	576	596	617	635	654
Giá bán HRC trung bình (USD/tấn)	847	664	591	519	540	550	559	564	570
Chi phí quặng sắt trung bình ước tính (USD/tấn)	100	110	114	101	103	107	110	112	114
Chi phí than trung bình ước tính (USD/tấn)	180	350	330	287	292	303	312	318	324
Biên lợi nhuận gộp tổng hợp của HPG	29,9%	11,6%	10,9%	14,4%	15,2%	15,8%	16,4%	16,9%	17,1%
Biên lợi nhuận tiền mặt tổng hợp của HPG (biên lợi nhuận gộp không bao gồm khấu hao)	33,8%	16,4%	16,6%	19,3%	22,8%	22,7%	23,1%	23,5%	24,1%
LNST sau lợi ích CĐTS của HPG (tỷ đồng)	34.478	8.483	6.835	12.315	15.099	19.451	23.115	26.281	27.931
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS của HPG (YoY %)	156%	-75%	-19%	80%	23%	29%	19%	14%	6%
Thay đổi trong dự báo									
Sản lượng bán thép xây dựng				-2%	4%	5%	6%	7%	8%
Sản lượng bán HRC				5%	0%	9%	8%	7%	11%
Giá bán thép xây dựng trung bình				2%	3%	3%	3%	3%	3%
Giá bán HRC trung bình				2%	1%	-3%	-2%	-1%	0%
Chi phí quặng sắt trung bình ước tính				2%	2%	2%	2%	3%	3%
Chi phí than trung bình ước tính				3%	4%	4%	4%	4%	4%
Biên lợi nhuận gộp tổng hợp của HPG (điểm %)				-45	-10	-61	-31	-28	-15
LNST sau lợi ích CĐTS của HPG				0%	4%	2%	3%	3%	3%

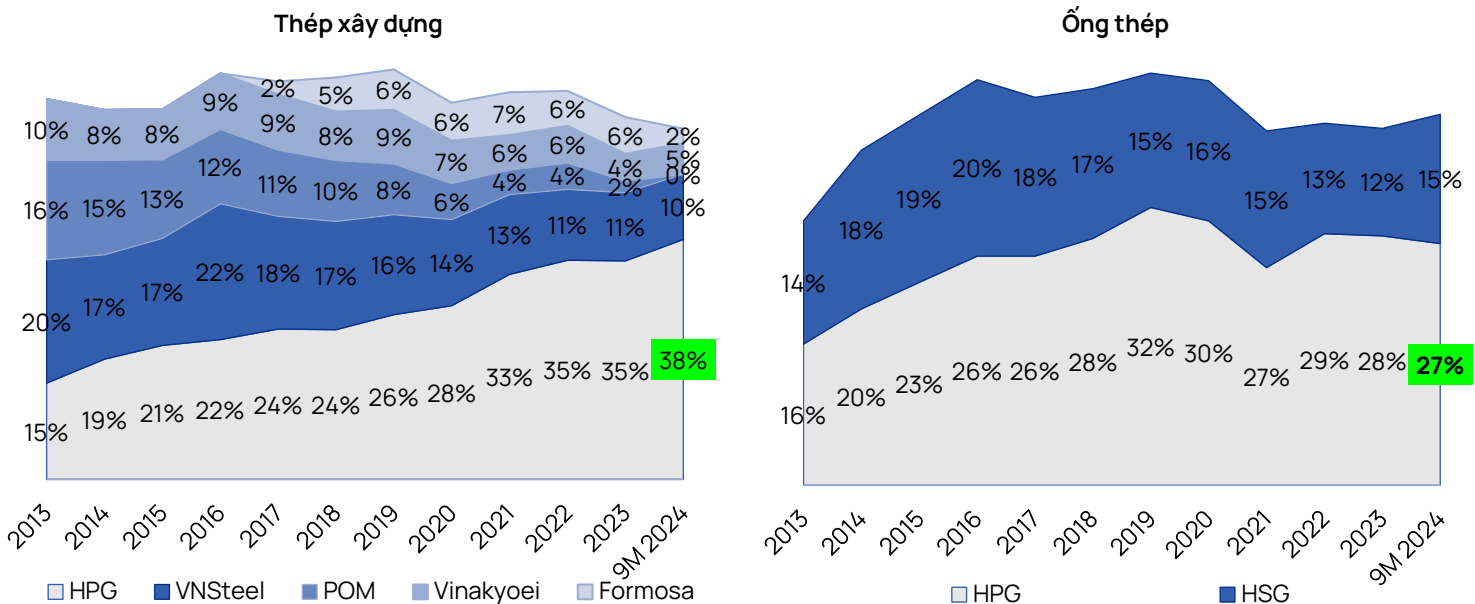
Nguồn: HPG, giả định của Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi hiện giả định lò cao đầu tiên của Khu liên hợp sản xuất gang thép Dung Quất 2 (KLHDQ2) sẽ được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2024 và bắt đầu đóng góp vào hoạt động kinh doanh của HPG từ năm 2025. Chúng tôi giả định lò cao thứ 2 sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2026.

Hình 4: Tổng sản lượng thép của HPG và dự báo của Vietcap cho năm 2024

Sản lượng bán hàng của HPG (nghìn tấn)	Quý	Quý	YoY	T9	T9	T9	9T	9T	YoY	Dự báo năm 2024 mới của Vietcap	KQ 9T/dự báo 2024
	3/2023	3/2024	%	2024	2024	2024	2023	2024	%		
Thép xây dựng	921	1.072	16%	370	5%	-2%	2.575	3.323	29%	4.622	71%
HRC	766	741	-3%	245	5%	-6%	1.982	2.268	14%	3.076	74%
Ống thép	193	184	-4%	60	25%	0%	488	504	3%	719	70%
Tôn mạ	65	122	87%	31	46%	-36%	241	345	43%	477	72%

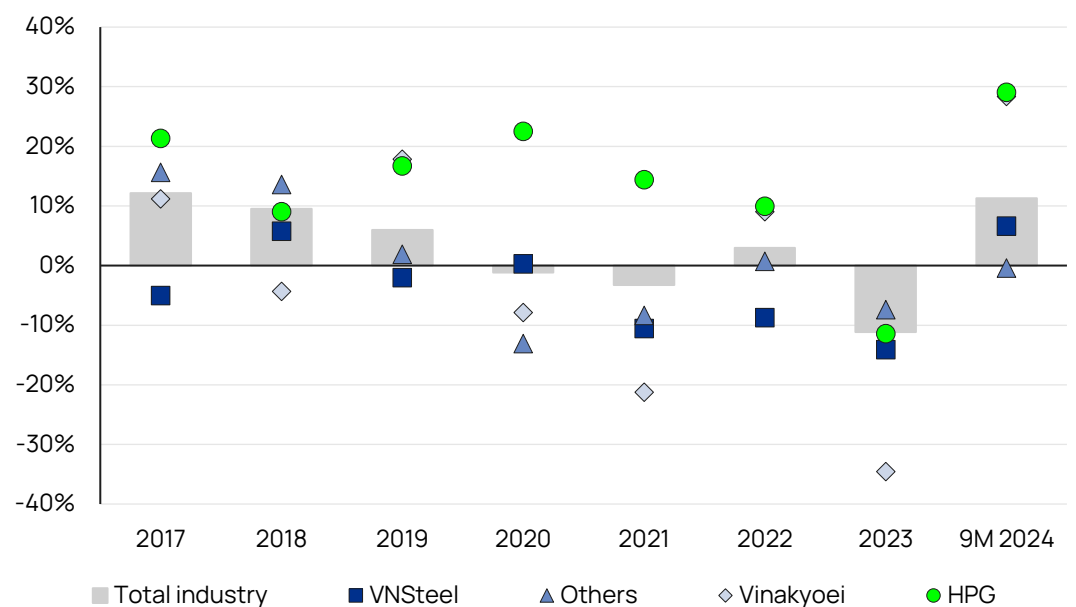
Nguồn: HPG, giả định của Vietcap

Hình 5: Thị phần thép xây dựng và ống thép của các công ty sản xuất thép lớn



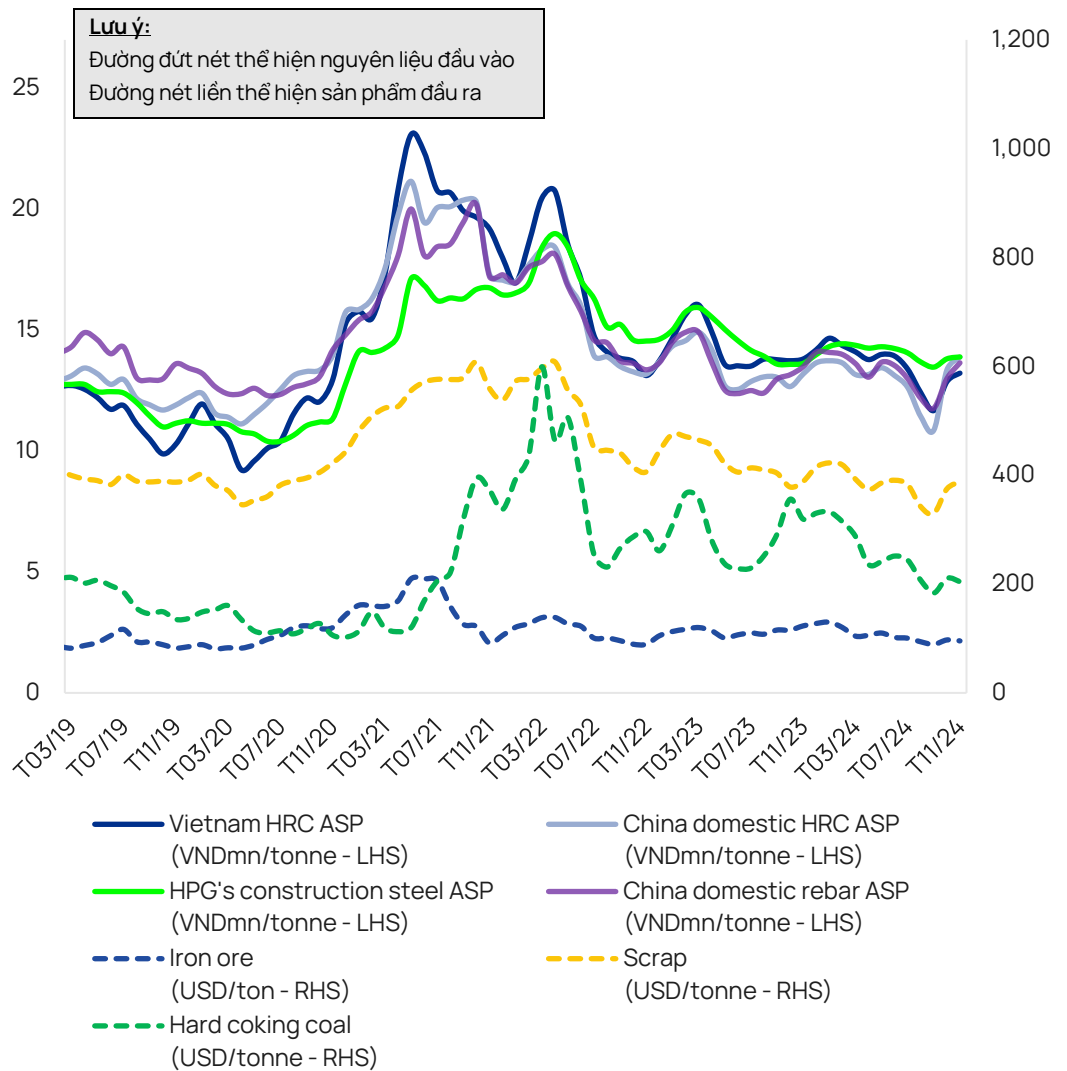
Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), Vietcap tổng hợp. Lưu ý: (1) Không có dữ liệu về Formosa cho giai đoạn 2013-2016; Doanh số bán thép xây dựng của Formosa chỉ là dây thép (không bán thép thanh); (2) VSA công bố lại dữ liệu năm 2020 và 2021 bằng cách bổ sung doanh số bán hàng từ các thành viên mới, do đó thị phần của các công ty hàng đầu trong hai năm này đã được cập nhật trong báo cáo này.

Hình 6: Tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng toàn ngành và các công ty sản xuất chính



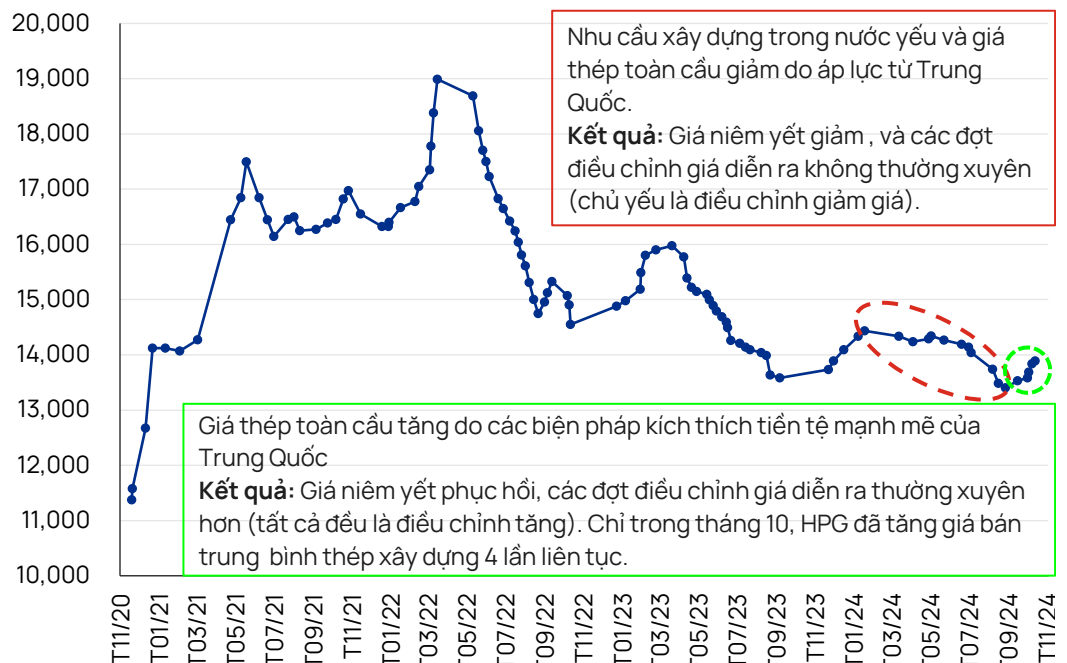
Nguồn: VSA, HPG, ước tính của Vietcap. Lưu ý: Sản lượng bán thép năm 2018 của HPG tăng trưởng gần bằng mức tăng trưởng của toàn ngành do HPG hoạt động 100% công suất.

Hình 7: Giá nguyên vật liệu đầu vào và sản phẩm đầu ra chính của HPG



Nguồn: Bloomberg, VSA, Vietcap tổng hợp

Hình 8: Diễn biến giá thép xây dựng bình quân của HPG (đồng/kg)



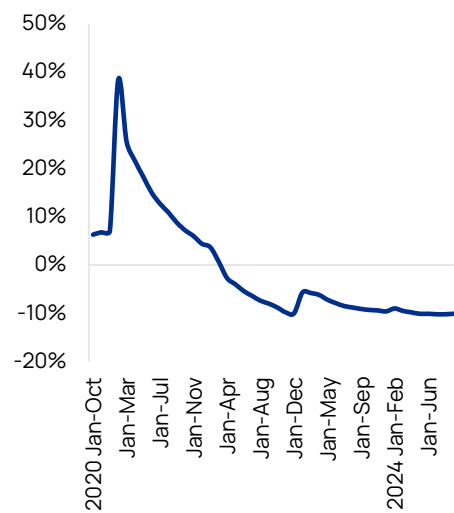
Nguồn: VSA, Vietcap tổng hợp. Lưu ý: Mỗi dấu chấm đại diện cho một lần điều chỉnh giá của HPG.

Hình 9: Diễn biến giá: Giá nguyên liệu đầu vào đã giảm nhanh hơn so với giá sản phẩm thép đầu ra

Tỷ lệ % thay đổi về giá	So với đầu năm	So với đầu tháng	Từ ngày 24/09 đến nay	10T 2024 YoY
Đầu vào				
Phế liệu thép	-15,8%	2,4%	6,7%	-9,6%
Than cốc	-37,4%	9,3%	11,0%	-13,1%
Quặng sắt	-27,5%	-4,3%	6,8%	-6,3%
Đầu ra				
HRC Trung Quốc	-10,6%	-2,1%	12,0%	-8,2%
HRC Việt Nam	-13,6%	5,0%	10,6%	-10,8%
Thép thanh nội địa Trung Quốc	-14,3%	1,3%	1,4%	-4,9%
Thép xây dựng của HPG	-1,4%	2,7%	2,7%	-4,9%
Tôn mạ Trung Quốc	-11,0%	4,0%	4,0%	-10,0%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 31/10/2024) *Lưu ý: Ngày 24/09 là ngày Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc công bố các gói kích thích tiền tệ mạnh mẽ, từ đó gây tác động tích cực lên giá hàng hóa.

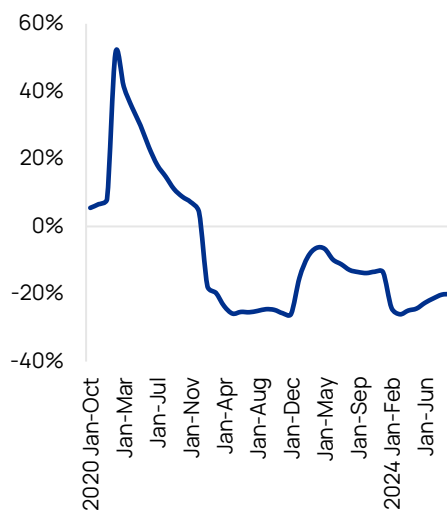
Hình 10: Mức đầu tư vào phát triển BĐS của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



* Tổng cộng (Tháng 1 – 9/2024): -10,1%

- Tòa nhà chung cư: -10,5%
- Tòa nhà văn phòng: -6,5%
- Tòa nhà thương mại: -13,4%

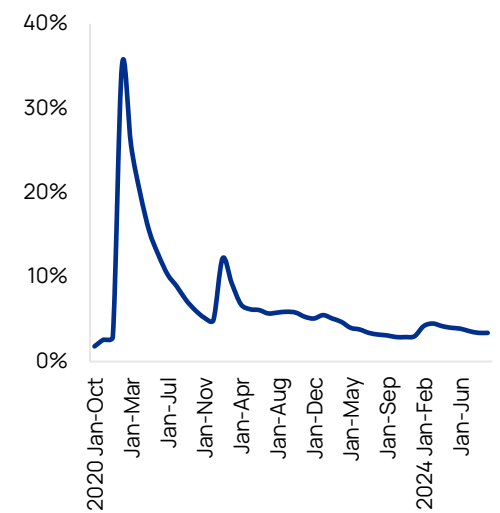
Hình 11: Quỹ đầu tư cho các công ty phát triển BĐS của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



* Tổng cộng (Tháng 1 – 9/2024): -20,0%

- Khoản vay trong nước: -6,2%
- Đầu tư nước ngoài: -19,9%
- Vốn tự huy động: -9,1%
- Tiền gửi & biên lai tạm ứng: -29,8%
- Thẻ chấp cá nhân: -34,9%

Hình 12: Mức đầu tư vào tài sản cố định của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



* Tổng cộng (Tháng 1 – 9/2024): +3,4%

- Doanh nghiệp Nhà nước/cổ phần Nhà nước: +6,1% → Mạnh
 - Đầu tư tư nhân: -0,2% → Yếu
- Sự gia tăng vốn đầu tư từ Nhà nước là không đủ để xoay chuyển tình hình.**

Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, Vietcap (Lưu ý: Chữ in nghiêng là nhận định của Vietcap)

Cập nhật Khu liên hợp gang thép Dung Quất (KLHDQ)

KLHDQ 1: Giai đoạn 1 đã hoạt động với mức công suất tối đa từ tháng 12/2019; Giai đoạn 2 đã bắt đầu đi vào hoạt động thương mại vào tháng 11/2020

Hai lò cao của **Giai đoạn 1** (thép xây dựng với công suất thiết kế hàng năm là 2 triệu tấn) đã bổ sung thêm mức công suất 3 triệu tấn/năm vào tổng công suất thép xây dựng theo thiết kế của HPG và nâng tổng số này lên mức 5,8 triệu tấn/năm. HPG đã tung ra các sản phẩm thương mại của **Giai đoạn 2** (HRC với công suất thiết kế hàng năm là 2 triệu tấn) vào tháng 11/2020. Cần lưu ý rằng, về công suất thiết kế ban đầu, với mỗi giai đoạn của KLHDQ1, công suất thực tế có thể lên tới 2,8 triệu tấn - tương đương với mức tổng công suất 5,6 triệu tấn/năm cho toàn bộ khu liên hợp. Ngoài các cơ sở sản xuất thép chính, HPG còn đầu tư vào cảng biển nước sâu của KLHDQ (gồm 11 bến có thể tiếp nhận tàu trọng tải lên đến 200.000 DWT), nhà máy điện (có thể cung cấp tới 70% nhu cầu điện của KLHDQ), và cơ sở xử lý chất thải.

KLHDQ 2: HPG khởi công xây dựng vào tháng 5/2022.

KLHDQ 2 sẽ có tổng công suất là 5,6 triệu tấn/năm, bao gồm 4,6 triệu tấn sản phẩm thép dẹt và 1 triệu tấn thép xây dựng chất lượng cao và các sản phẩm thép khác. Tổng vốn đầu tư cho dự án này được đề xuất ở mức 85 nghìn tỷ đồng - với 70 nghìn tỷ đồng cho vốn đầu tư XDCB và 15 nghìn tỷ đồng cho vốn lưu động. Cơ sở mới này sẽ trải rộng trên diện tích 284 ha, và được đặt gần KLHDQ 1 hiện tại (430 ha).

Đến cuối quý 2/2022, HPG đã lựa chọn được nhà thầu xây dựng cũng như nhà cung cấp máy móc thiết bị chính; và đã bắt đầu xây dựng vào tháng 5/2022.

Tính đến ngày 15/3, KLHDQ2 đã hoàn thành 48% giai đoạn 1 (lò đầu tiên trong tổng số 2 lò cao của KLHDQ 2), dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2024 và đưa vào vận hành vào quý 1/2025. Giai đoạn 2 (lò cao thứ 2) dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2025.

Tính đến đầu tháng 10/2024, tỷ lệ hoàn thành của Giai đoạn 1 và Giai đoạn 2 đã lần lượt đạt 80% và 50%. Dựa trên tiến độ hiện tại, HPG kỳ vọng Giai đoạn 1 sẽ thực hiện chạy thử sản phẩm vào cuối năm 2024 - đúng như dự báo của chúng tôi. Chúng tôi dự báo giai đoạn 1 và giai đoạn 2 sẽ lần lượt bắt đầu đóng góp vào KQKD của HPG từ đầu năm 2025/2026F.

Hiện tại, chúng tôi đưa vốn đầu tư XDCB và đóng góp lợi nhuận dự kiến trong tương lai của KLHDQ 2 vào trong dự báo bằng cách áp dụng phương pháp CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm, giả định rằng 1) 70 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư XDCB sẽ được giải ngân trong vòng 3 năm kể từ năm 2022 (tức là 16,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2022, 21 nghìn tỷ đồng vào năm 2023 và phần còn lại vào năm 2024) và 2) HPG sẽ sử dụng nợ để tài trợ 40% tổng vốn đầu tư XDCB (tức là 28 nghìn tỷ đồng). Thông tin chi tiết được ghi chú trong phần Định giá.

So sánh KLHDQ 2 và KLHDQ 1

KLHDQ 2 có hai lò cao so với bốn lò ở KLHDQ 1. Trong khi tổng công suất của KLHDQ 1 và KLHDQ 2 tương đương nhau thì công suất mỗi lò cao của KLHDQ 2 lại gấp đôi so với KLHDQ 1. Do lò cao của KLHDQ 2 có kích thước lớn hơn nên KLHDQ 2 sẽ (1) có tốc độ chuyển đổi nguyên liệu cao hơn, (2) tiêu thụ ít năng lượng hơn, (3) vận hành ổn định hơn, dẫn đến việc tạo ra thành phẩm có chất lượng cao hơn và đồng nhất hơn. Tất cả những điểm này dẫn đến việc mức chênh lệch đầu vào-đầu ra của KLHDQ 2 sẽ cao hơn so với KLHDQ 1 khi có cùng mức giá nguyên liệu đầu vào.

Không giống như thép xây dựng (thép thanh và thép dây) có thị trường chính là thị trường trong nước, HRC được bán cho cả các nhà sản xuất tôn mạ trong nước và xuất khẩu. Hiện thị trường xuất khẩu HRC chính của HPG là EU, Mỹ, Đông Nam Á, Mexico. Với việc KLHDQ 2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025, HPG đặt mục tiêu sẽ đa dạng hóa hơn nữa cơ sở khách hàng xuất khẩu của HRC sang Trung Đông, Châu Phi và Nam Mỹ. Sự đa dạng hóa này sẽ giúp giảm thiểu rủi ro tập trung và giảm khả năng bị đánh thuế chống bán phá giá hoặc các biện pháp thương mại hạn chế khác từ các quốc gia nhập khẩu.

Những thách thức hiện tại trên thị trường thép toàn cầu, xuất phát từ việc nhu cầu từ Trung Quốc thấp, đã làm dấy lên các lo ngại về khả năng vận hành thương mại của KLHDQ 2.

Do kim ngạch xuất khẩu thép của Trung Quốc tăng, được thúc đẩy bởi những thách thức từ thị trường BĐS của quốc gia này, các quốc gia nhập khẩu có thái độ ngày càng thận trọng về các tác động lên ngành thép trong nước. Điều này đã dẫn đến nhiều cuộc điều tra chống bán phá giá đối với thép nhập khẩu, bao gồm cả HRC của Việt Nam. Ví dụ, vào đầu tháng 8/2024, Ủy ban Châu Âu đã mở một cuộc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Việt Nam, Ai Cập, Ấn Độ, và Nhật Bản. 2 tuần sau đó, Ấn Độ cũng tiến hành một cuộc điều tra tương tự nhằm vào HRC có xuất xứ từ Việt Nam.

Các diễn biến trên đã làm dấy lên các lo ngại về thời điểm hoàn tất giai đoạn 1 của KLHDQ 2, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025, và sẽ bổ sung thêm 2,3 triệu tấn vào công suất HRC thực tế hiện tại là 2,8 triệu tấn. Các lo ngại chính bao gồm (1) tác động tiềm ẩn lên nhu cầu về sản lượng bán hàng, từ đó gây ảnh hưởng lên hiệu suất hoạt động, và (2) tác động dự kiến lên giá bán trung bình.

Quan điểm của chúng tôi: Chúng tôi cho rằng HPG và Formosa – 2 công ty sản xuất HRC trong nước duy nhất của Việt Nam – có khả năng sẽ giảm thiểu các thách thức này bằng cách chuyển trọng tâm sang thị trường trong nước hiện đang thiếu nguồn cung, với nhu cầu HRC vào khoảng 12-14 triệu tấn/năm, so với công suất tối đa hiện tại là 8-9 triệu tấn. Một rủi ro tiềm ẩn đối với quan điểm này là sự gia tăng của HRC nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc vào thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, cả HPG và Formosa đều ủng hộ việc áp thuế chống bán phá giá lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc để bảo vệ ngành công nghiệp trong nước. Theo thông tin từ truyền thông trong nước, Bộ Công Thương dự kiến kết quả sơ bộ của cuộc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu sẽ được công bố muộn nhất vào tháng 11/2024 – phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.

Định giá: Trong mô hình hiện tại của chúng tôi, chúng tôi đã tính đến một triển vọng toàn cầu thận trọng hơn đối với nhu cầu HRC bằng cách giả định rằng giai đoạn 1 của KLHDQ 2 sẽ chỉ đạt 50% công suất vào năm 2025 (so với mức hiệu suất hoạt động trên 90% trong năm đầu tiên sau khi KLHDQ 1 đi vào hoạt động), với giá bán HRC trung bình dự kiến sẽ chỉ phục hồi 3% YoY, sau khi ghi nhận mức giảm 5% YoY dự kiến trong năm 2024. Đối với lò cao thứ hai, chúng tôi giả định ngày vận hành thương mại sẽ bắt đầu vào năm 2026 và thận trọng dự báo rằng hiệu suất hoạt động sẽ đạt mức 50% trong năm hoạt động đầu tiên (tức năm 2026F).

Hình 13: Công suất sản xuất thép của HPG

Công suất thiết kế/năm (triệu tấn)	Thép xây dựng	Ống thép	HRC	Thép chuyên dụng	Tôn mạ	Kế hoạch vốn đầu tư XDCB	Tiến độ/Tình trạng
Công suất hiện hữu (không bao gồm KLHDQ)	2,8	1,3 (cuối năm 2021)			0,4		Vận hành thương mại
KLHDQ 1 – Giai đoạn 1	3,0					50 nghìn tỷ đồng	Vận hành thương mại từ tháng 12/2019
KLHDQ 1 – Giai đoạn 2			2,2-2,8				Vận hành thương mại từ tháng 11/2020
KLHDQ 2			4,6	1,0		70 nghìn tỷ đồng	Khởi công vào tháng 5/2022

Nguồn: HPG, Vietcap

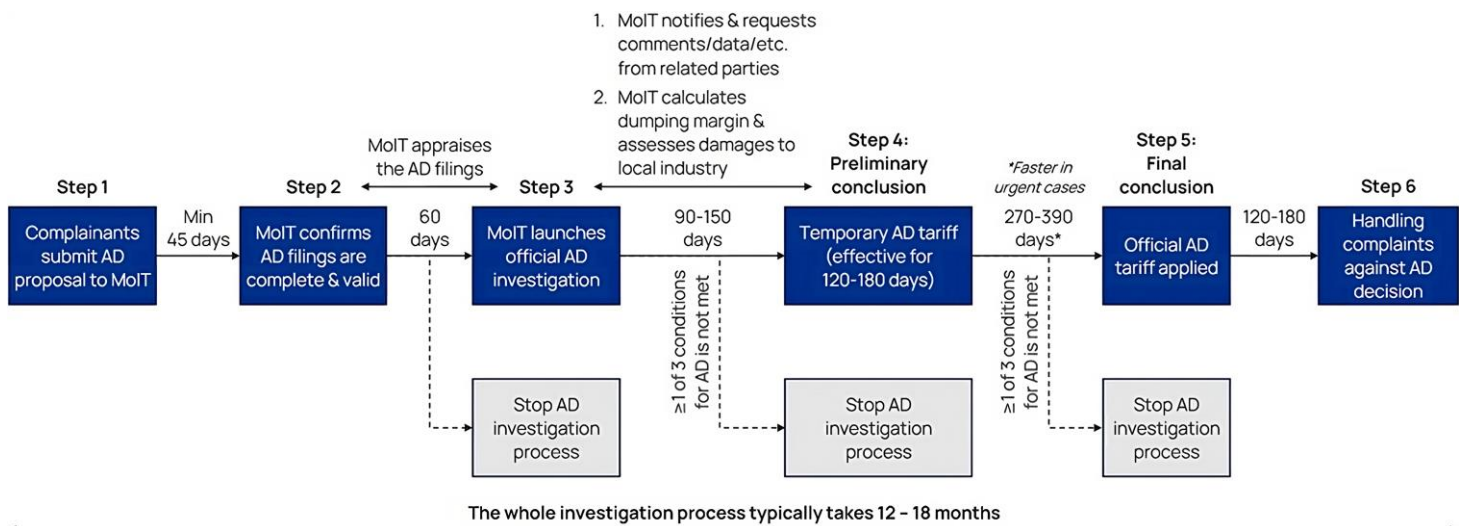
Cập nhật sơ bộ về cuộc điều tra chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu

Trong **Hình 14**, chúng tôi mô tả quy trình của một cuộc điều tra chống bán phá giá điển hình tại Việt Nam và mô tả chi tiết về sáu bước chính như dưới đây. Để biết thêm thông tin chi tiết, vui lòng tham khảo Báo cáo Quan điểm Ngành Thép ngày 09/07/2024 về [Đề xuất áp thuế chống bán phá giá đối với thép nhập khẩu vào Việt Nam](#) của chúng tôi.

- **Bước 1:** Các công ty sản xuất trong nước (nguyên đơn) nộp hồ sơ lên Bộ Công Thương để nghị áp dụng thuế chống bán phá giá.
- **Bước 2:** Bộ Công Thương xem xét hồ sơ để xác nhận tính đầy đủ và hợp lệ.
- **Bước 3:** Bộ Công Thương quyết định tổ chức cuộc điều tra chống bán phá giá hoặc chấm dứt quy trình.
- **Bước 4:** Bộ Công Thương công bố liệu có áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời hay không, thường sẽ có hiệu lực trong khoảng 120-180 ngày.
- **Bước 5:** Bộ Công Thương quyết định liệu có áp dụng thuế chống bán phá giá chính thức hay không, có thể có hiệu lực lên đến 5 năm và có thể gia hạn.
- **Bước 6:** Bộ Công Thương giải quyết mọi khiếu nại đối với quyết định chống bán phá giá cuối cùng.

Liên quan đến vụ kiện đối với HRC nhập khẩu, Bộ Công Thương đã bắt đầu một cuộc điều tra chống bán phá giá vào cuối tháng 7. Điều này có nghĩa là **vụ kiện HRC hiện đang ở giữa bước 3 và bước 4**, và đang chờ kết quả điều tra sơ bộ từ Bộ Công Thương. Theo cập nhật mới nhất, tại cuộc họp báo quý 3 vào ngày 23/10/2024, Bộ Công Thương cho biết kết quả sơ bộ dự kiến sẽ được công bố vào tháng 11/2024, theo quy định và quy trình điều tra chống bán phá giá thông thường. Nếu có bằng chứng về hành vi bán phá giá và định lượng được các tác động của hành vi này, một mức thuế chống bán phá giá tạm thời sẽ được áp dụng. Các diễn biến này nhìn chung phù hợp với dự báo hiện tại của chúng tôi.

Hình 14: Tóm tắt quy trình điều tra chống bán phá giá tại Việt Nam



Nguồn: Cục Phòng vệ thương mại (TRAV), Vietcap tóm tắt (Lưu ý: TRAV là cơ quan trực thuộc Bộ Công Thương)

Định giá

Chúng tôi tiếp tục kết hợp phương pháp Chiết khấu dòng tiền (CKDT) (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%) để đưa ra mức giá mục tiêu đối với HPG là 35.700 đồng/cổ phiếu.

Định giá dựa trên phương pháp CKDT của chúng tôi cao hơn 20% so với Báo cáo Cập nhật trước đây vì chúng tôi (1) cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang cuối năm 2025 và (2) tăng dự báo LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi thêm 2-4% mỗi năm. Việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2029 chủ yếu là do (1) dự báo doanh thu thép xây dựng tăng 8% nhờ triển vọng tích cực hơn của nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, và (2) dự báo sản lượng bán HRC tăng 7%. Những yếu tố này bù đắp cho mức giảm 35 điểm cơ bản của dự báo biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2026-2029, do chúng tôi cho rằng mức giá bán HRC trung bình thấp hơn sẽ thúc đẩy công suất của Giai đoạn 2. Chúng tôi cũng lưu ý rằng năm 2024 là một năm có dòng tiền chi ra lớn vì phải đáp ứng mức vốn đầu tư XD CB của KLHDQ2.

Định giá dựa trên phương pháp P/E của chúng tôi thấp hơn 5% so với Báo cáo cập nhật trước đây vì chúng tôi điều chỉnh giảm P/E mục tiêu của chúng tôi từ mức 18 lần xuống 15 lần. Trước đây, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu cao hơn ở mức 18 lần nhằm phản ánh sự phục hồi lợi nhuận của HPG trong các năm 2024/25 với tăng trưởng LNST sau lợi ích CBTS lần lượt ở mức 80%/27% YoY, sau 2 năm liên tiếp ghi nhận sự sụt giảm của lợi nhuận trong giai đoạn 2022-2023.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/E trung bình giai đoạn 2025-27 của HPG là 12,3 lần, tương đương với khoảng 1 độ lệch chuẩn so với mức P/E trung bình 10 năm của HPG là 8,7 lần, mà chúng tôi cho là hợp lý khi xét đến mức tăng trưởng mạnh dự kiến của LNST sau lợi ích CBTS các năm 2025/26/27 lần lượt ở mức 27%/27%/20%. Với mức giá mục tiêu mới, HPG vẫn là một cổ phiếu hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 15,1 lần so với mức CAGR cao của giai đoạn 2024-27 là 25%, đồng thời tương ứng với tỷ lệ PEG là 0,6.

Hình 15: Tổng kết định giá

(đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
CKDT	35.800	70%	25.100
P/E mục tiêu là 15,0 lần	35.400	30%	10.600
Giá mục tiêu			35.700
P/E dự báo năm 2024 tại giá mục tiêu			19,3x
P/E dự báo năm 2025 tại giá mục tiêu			15,1x
P/E dự báo năm 2026 tại giá mục tiêu			12,0x
P/E dự báo năm 2027 tại giá mục tiêu			10,0x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi đưa vốn đầu tư XD CB và đóng góp lợi nhuận dự kiến của KLHDQ 2 vào định giá của chúng tôi vì chúng tôi giả định rằng (1) số vốn đầu tư XD CB, 70 nghìn tỷ đồng, sẽ được giải ngân trong giai đoạn 2020-2025, và (2) HPG sẽ sử dụng nợ vay để cấp vốn cho 40% tổng số vốn đầu tư XD CB. Chúng tôi sử dụng mô hình CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm để phản ánh mức tăng trưởng dài hạn đến từ khoản đầu tư vào KLHDQ 2 của HPG. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng trung bình 4% cho giai đoạn chuyển tiếp từ năm 2029-2033 và sau đó áp dụng mức tăng trưởng 2% cho các năm sau cùng.

Hình 16: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD	19.964	23.818	28.300	31.696	32.992
- Thuế	-2.995	-3.573	-4.245	-4.754	-4.949
+ Khấu hao	10.029	12.400	13.000	13.600	14.200
- Vốn XDCB	-13.942	-6.000	-6.000	-6.000	-6.000
- Tăng vốn hoạt động	-9.054	-11.463	-8.560	-7.895	-4.463
Dòng tiền tự do (DTTD)	4.003	15.183	22.495	26.647	31.780
Giá trị hiện tại của DTTD	3.576	12.116	16.036	16.969	18.080
Tích lũy GTHT của DTTD	3.576	15.692	31.729	48.698	66.778

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Hệ số Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,6	15,6
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0
Nợ/vốn %	41,6	42,4
WACC %	11,9	11,9
Tốc độ tăng trưởng cuối* %	2,0	2,0

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD**	139.661
Giá trị HT của giá trị cuối**	143.712
GTHT của DTTD và giá trị cuối	283.373
Tăng: tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn	24.888
Giảm: nợ	78.698
Giá trị vốn sở hữu	229.140
Pha loãng (triệu)	6.396
Giá trị CKDT mỗi cổ phiếu (VND)	35.800

Nguồn: Vietcap (*Đối với những năm cuối sau năm 2033 **CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm)

Hình 17: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng cuối, các chỉ số còn lại không đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối %	WACC						
	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
0,5%	38.700	36.800	35.000	33.400	32.000	30.600	29.400
1,0%	39.700	37.700	35.800	34.100	32.600	31.200	29.900
1,5%	40.900	38.600	36.700	34.900	33.200	31.800	30.400
2,0%	42.100	39.700	37.600	35.700	34.000	32.400	31.000
2,5%	43.500	41.000	38.700	36.600	34.800	33.100	31.600
3,0%	45.200	42.300	39.800	37.600	35.600	33.900	32.300
3,5%	47.000	43.900	41.200	38.800	36.600	34.700	33.000

Nguồn: Vietcap

Hình 18: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng trung hạn của CKDT nhiều giai đoạn 10 năm, các chỉ số còn lại không đổi

Tốc độ tăng trưởng trung bình %	WACC						
	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
2,5%	40.300	38.100	36.100	34.300	32.700	31.200	29.800
3,0%	40.900	38.600	36.600	34.700	33.100	31.600	30.200
3,5%	41.500	39.200	37.100	35.200	33.500	32.000	30.600
4,0%	42.100	39.700	37.600	35.700	34.000	32.400	31.000
4,5%	42.700	40.300	38.100	36.200	34.400	32.800	31.400
5,0%	43.400	40.900	38.700	36.700	34.900	33.300	31.800
5,5%	44.000	41.500	39.200	37.200	35.400	33.700	32.200

Nguồn: Vietcap

Định giá theo phương pháp hệ số P/E

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm P/E mục tiêu của chúng tôi từ mức 18 lần xuống 15 lần. Chúng tôi chọn P/E mục tiêu ở mức 15 lần, với P/E trung bình giai đoạn 2025-27 của HPG là 12,3 lần – tương đương với khoảng 1 độ lệch chuẩn so với mức P/E trung bình 10 năm của HPG là 8,7 lần, trong khi tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS đã vượt qua mức 20%. Chúng tôi cho rằng HPG xứng đáng với mức định giá P/E cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ của công ty từ năm 2025-27. Với mức giá mục tiêu của chúng tôi, P/B các năm 2025/26/27 của HPG sẽ lần lượt ở mức 1,8 lần/1,6 lần/1,4 lần, so với mức trung bình 10 năm của công ty là 1,8 lần.

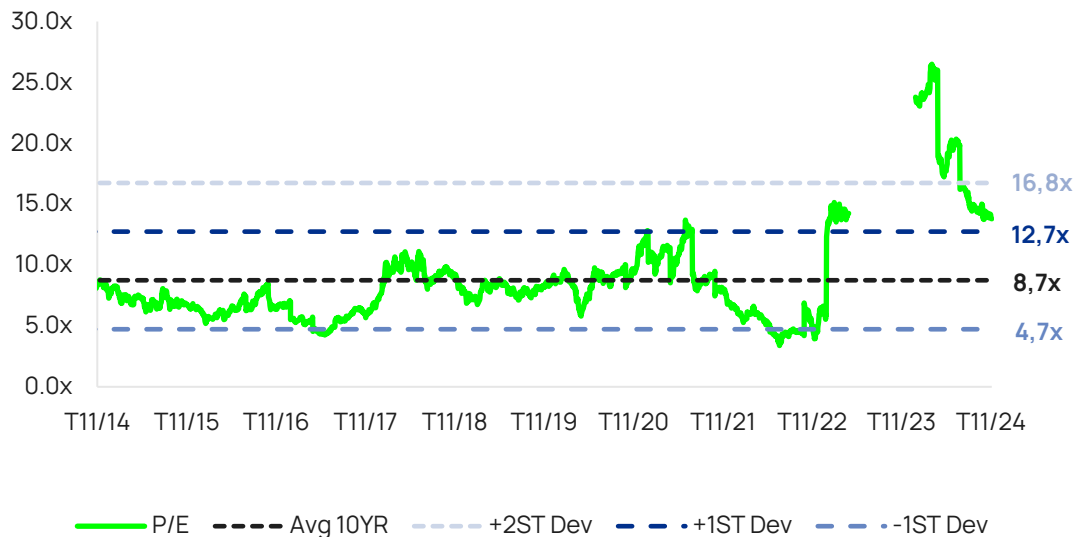
Hình 19: Định giá P/E của HPG dựa trên dự báo giai đoạn 2024-27 của chúng tôi

Năm	EPS (đồng/cp)	P/E (x)		Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS)		
		Tại giá hiện tại	Tại giá mục tiêu	(đồng/cp)	Tại giá hiện tại	Tại giá mục tiêu
2021	5.124	5,3x	7,0x	14.168	1,9x	2,5x
2022	1.280	21,1x	27,9x	15.010	1,8x	2,4x
2023	1.031	26,1x	34,6x	16.067	1,7x	2,2x
2024F	1.855	14,5x	19,3x	17.912	1,5x	2,0x
2025F	2.360	11,4x	15,1x	20.259	1,3x	1,8x
2026F	2.987	9,0x	12,0x	22.730	1,2x	1,6x
2027F	3.585	7,5x	10,0x	24.795	1,1x	1,4x

Giá hiện tại: 26.950 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu: 32.100 đồng/cổ phiếu.

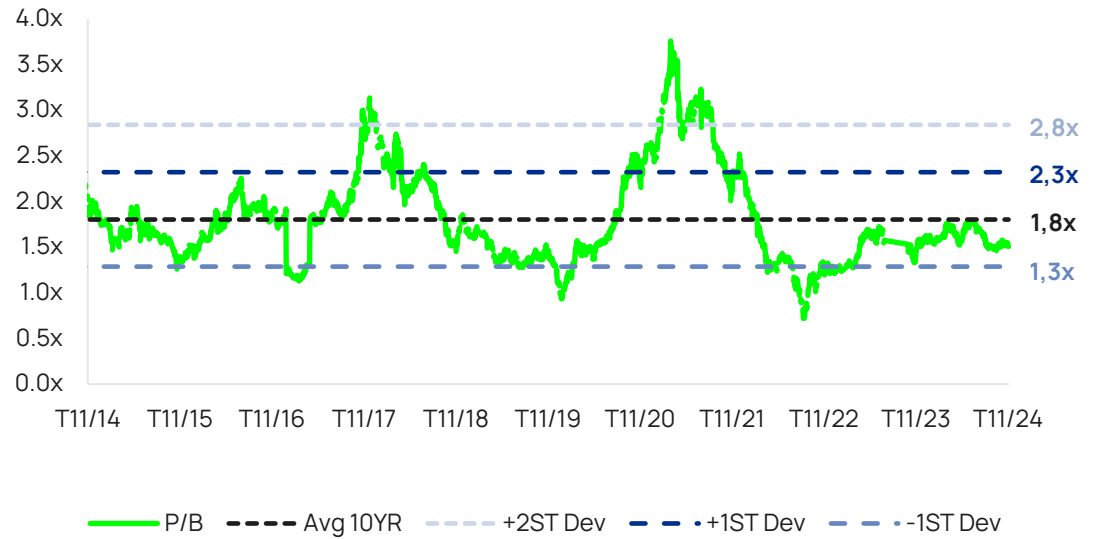
Nguồn: Vietcap

Hình 20: Diễn biến P/E của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

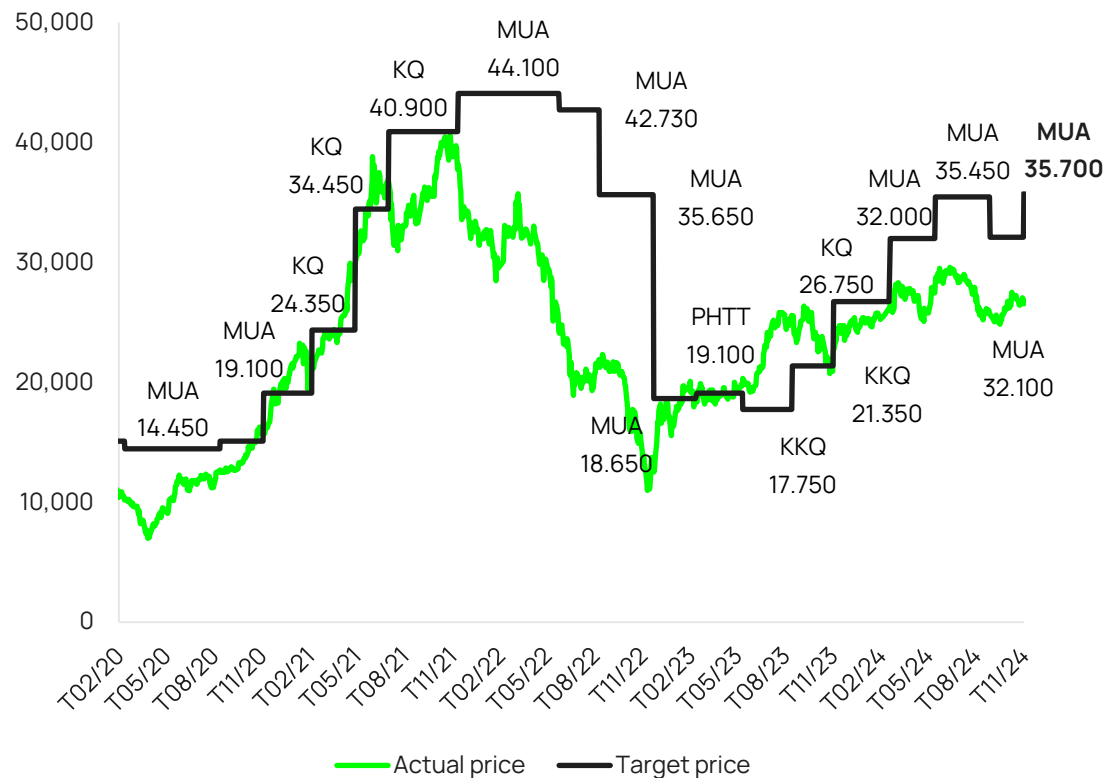
Hình 21: Diễn biến P/B của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 22: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	118.953	138.341	163.966	193.475
Giá vốn hàng bán	-106.015	-119.100	-139.259	-164.143
Lợi nhuận gộp	12.938	19.241	24.707	29.332
Chi phí bán hàng	-1.961	-2.688	-3.103	-3.579
Chi phí QLDN	-1.307	-1.383	-1.640	-1.935
LN từ HĐKD (EBIT)	9.669	15.170	19.964	23.818
Doanh thu tài chính	3.227	2.805	2.436	2.431
Chi phí tài chính	-5.245	-4.080	-4.235	-3.217
- trong đó, chi phí lãi vay	-3.585	-2.256	-2.380	-2.399
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	142	492	142	142
LN trước thuế	7.793	14.386	18.307	23.174
Thuế TNDN	-992	-2.158	-2.746	-3.476
LNST trước CĐTS	6.800	12.228	15.561	19.698
Lợi ích CĐ thiểu số	35	64	81	103
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	6.835	12.292	15.643	19.801
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	6.835	12.292	15.643	19.801
EBITDA	16.443	21.703	29.993	36.218
EPS báo cáo, VND	1.031	1.855	2.360	2.987
EPS điều chỉnh, VND	1.031	1.855	2.360	2.987
EPS pha loãng, VND	1.031	1.855	2.360	2.987
DPS báo cáo, VND	0	0	500	1.500
DPS/EPS (%)	0%	0%	21%	50%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
TT Doanh thu	-15,9%	16,3%	18,5%	18,0%
TT LN từ HĐKD	-26,1%	56,9%	31,6%	19,3%
TT LNNT	-21,5%	84,6%	27,3%	26,6%
TT EPS báo cáo	-19,4%	79,8%	27,3%	26,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	10,9%	13,9%	15,1%	15,2%
Biên LN từ HĐKD	8,1%	11,0%	12,2%	12,3%
Biên EBITDA	13,8%	15,7%	18,3%	18,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	5,7%	8,9%	9,5%	10,2%
ROE	6,9%	11,3%	12,8%	14,4%
ROA	3,8%	6,1%	7,0%	8,6%
Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	118,8	113,3	113,0	114,5
Số ngày phải thu	13,7	15,5	14,8	16,2
Số ngày phải trả	40,4	41,3	40,6	38,5
Chu kỳ luân chuyển tiền	92,1	87,5	87,3	92,2
Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,0	1,1	1,3
CS thanh toán nhanh	0,7	0,5	0,5	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,1	0,1
Nợ vay/ Tài sản	34,8%	37,4%	32,4%	26,8%
Nợ vay/ Vốn	38,9%	41,6%	36,1%	30,1%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	30,1%	50,6%	43,2%	31,2%
CS khả năng thanh toán lãi vay	3,7	7,7	9,4	10,9

Nguồn: HPG, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	12.267	13.541	7.271	7.063
Đầu tư TC ngắn hạn	22.162	10.000	10.000	10.000
Các khoản phải thu	6.000	5.778	7.522	9.670
Hàng tồn kho	34.504	39.408	46.842	56.111
TS ngắn hạn khác	7.783	9.052	10.728	12.659
Tổng TS ngắn hạn	82.716	77.778	82.363	95.503
TS cố định (nguyên giá)	134.239	175.741	189.683	195.683
- Khấu hao lũy kế	-35.548	-42.081	-52.110	-64.510
TS cố định (ròng)	98.691	133.660	137.572	131.172
Đầu tư TC dài hạn	40	40	40	40
TS dài hạn khác	6.335	6.335	6.335	6.335
Tổng TS dài hạn	105.066	140.035	143.947	137.547
Tổng Tài sản	187.783	217.813	226.310	233.051
Phải trả ngắn hạn	12.387	14.571	16.372	18.258
Nợ vay ngắn hạn	54.982	59.550	55.704	49.243
Nợ ngắn hạn khác	4.144	4.144	4.144	4.144
Tổng nợ ngắn hạn	71.513	78.265	76.220	71.645
Nợ vay dài hạn	10.399	21.944	17.554	13.165
Nợ dài hạn khác	3.034	3.034	3.034	3.034
Tổng nợ	84.946	103.243	96.807	87.844
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	58.148	63.963	63.963	63.963
Thặng dư vốn cổ phần	3.212	3.212	3.212	3.212
Lợi nhuận giữ lại	40.593	46.576	61.590	77.397
Vốn khác	818	818	818	818
Lợi ích CĐTS	66	2	-80	-183
Vốn chủ sở hữu	102.836	114.570	129.503	145.206
Tổng nguồn vốn	187.783	217.813	226.310	233.051
SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	6.396	6.396	6.396	6.396

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	8.325	12.267	13.541	7.271
LNST sau lợi ích CĐTS	6.800	12.228	15.561	19.698
Khấu hao	6.773	6.533	10.029	12.400
Thay đổi vốn lưu động	-1.470	-3.767	-9.054	-11.463
Điều chỉnh khác	-2.632	-430	-547	-693
LCTT từ HĐ kinh doanh	9.472	14.565	15.989	19.942
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-17.353	-41.502	-13.942	-6.000
Khác	4.344	12.162	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-12.801	-29.340	-13.942	-6.000
Cổ tức đã trả	-8	0	0	-3.198
Tăng (giảm) vốn	-2	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	8.233	4.568	-3.846	-6.461
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-753	11.545	-4.390	-4.388
Khác	-198	-64	-81	-103
LCTT từ HĐ tài chính	7.272	16.049	-8.317	-14.150
Lưu chuyển tiền thuần	3.943	1.273	-6.270	-208
Tiền cuối năm	12.267	13.541	7.271	7.063

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.