

KỶ VỌNG LỚN VÀO THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

05/09/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	28,200
Giá hiện tại	25,250
Tiềm năng tăng/giảm	11.7%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	6,396.3
Free float (%)	56%
Vốn hóa (tỷ VND)	161,505
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	19,996,844
Sở hữu nước ngoài (%)	23.17%
Ngày niêm yết đầu tiên	15/11/2007

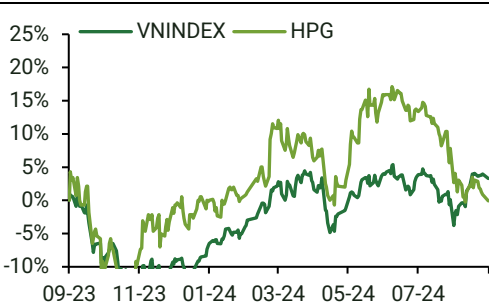
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Trần Đình Long	25.8%
Vũ Thị Hiền	6.9%
Cổ đông ngoại	23.2%
Cổ đông khác	44.1%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

TTM EPS (VND)	1,746
BVPS (VND)	16,975
Tổng nợ/VCSH (%)	67.16%
ROA (%)	5.83%
ROE (%)	10.82%
P/E	14.81
P/B	1.49
Tỷ suất cổ tức (%)	-

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU (%)



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

HPG là một trong những Tập đoàn sản xuất công nghiệp đa ngành tại Việt Nam. Khởi đầu từ một Công ty chuyên buôn bán các loại máy xây dựng từ tháng 8/1992, hiện tại HPG hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực gang thép, sản phẩm thép, điện máy gia dụng, nông nghiệp và bất động sản. HPG là doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng và ống thép lớn nhất Việt Nam với thị phần lần lượt là 34.7% và 28.27% (2023), đồng thời là DN Việt Nam duy nhất sản xuất được Thép HRC.

KHOẢ PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh – Chuyên viên
 danhnguyen@phs.vn
Nguyễn Nam Sơn – Trưởng nhóm
 sonnguyenam@phs.vn

- Động lực chính trong việc hồi phục kết quả kinh doanh của HPG trong 1H24 đến từ thép xây dựng – trong đó việc giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán thép xây dựng thành phẩm trong nước đã cải thiện mạnh biên Lợi nhuận gộp của HPG từ mức 8.7% trong 1H23 lên mức 13.4% trong 1H24.
- Kỳ vọng mảng thép xây dựng tiếp tục hồi phục trong 2H24 và Việt Nam sẽ sớm áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm HRC có xuất xứ từ Ấn Độ và Trung Quốc vào cuối 2025.
- Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 28,200VND/cổ phiếu, với tiềm năng tăng giá là 11.7% so với giá đóng cửa ngày 04/09/2024.

Cập nhật kết quả kinh doanh 1H24:

- Trong 2Q24, HPG ghi nhận doanh thu hợp nhất đạt 39,936 tỷ đồng (+10,137 tỷ đồng, +34.1% YoY). LNST cũng ghi nhận 3,320 tỷ đồng, (+1,872 tỷ đồng, +129.3% YoY).
- Lũy kế 1H24, HPG ghi nhận 71,028 tỷ đồng doanh thu (+25.3% YoY) và 6,189 tỷ đồng LNST (+238.0% YoY) – lần lượt hoàn thành 50.7% và 61.9% kế hoạch năm 2024.
- Động lực chính trong việc hồi phục kết quả kinh doanh của HPG trong 1H24 đến từ thép xây dựng – trong đó việc giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán thép xây dựng thành phẩm trong nước đã cải thiện mạnh biên Lợi nhuận gộp của HPG từ mức 8.7% trong 1H23 lên mức 13.4% trong 1H24.
- Nhìn chung, mảng thép vẫn là đóng góp chính trong hoạt động kinh doanh của HPG, chiếm tới 95.7% doanh thu & 91% LNST. Mảng nông nghiệp & bất động sản chỉ chiếm lần lượt khoảng 4.3% và 9% doanh thu và LNST của công ty và cũng không có đột biến lớn.

Luận điểm đầu tư:

- Biên lợi nhuận đã cải thiện mạnh trong 1H24; chúng tôi kỳ vọng tốc độ giảm giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ chậm lại trong 2H24 (khi các nhà sản xuất thép Trung Quốc giảm được lượng hàng tồn kho) và sẽ không gây tác động quá lớn vào việc trích lập giảm giá hàng tồn kho của HPG.
- Kỳ vọng mảng thép xây dựng tiếp tục hồi phục khi thị trường bất động sản được Kỳ vọng sẽ khởi sắc vào cuối 2024 – 2025 và các dự án đường sắt lớn sẽ được triển khai trong tương lai.
- Kỳ vọng Việt Nam sẽ sớm áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm HRC xuất xứ từ Ấn Độ và Trung Quốc vào cuối 2025.

Định giá & Khuyến nghị

- Chúng tôi dự phóng 2024, HPG sẽ ghi nhận 139.8 nghìn tỷ đồng doanh thu (+17.6% YoY) và 11.8 nghìn tỷ đồng LNST (+73.3% YoY), tương đương EPS là VND1,841/ cổ phiếu.
- Sau khi áp dụng phương pháp định giá DCF và cập nhật dự phóng theo diễn biến kết quả kinh doanh HPG trong 1H24, chúng tôi xác định giá trị nội tại hiện nay của HPG là 28,200 VND/cổ phiếu, cho thấy tiềm năng tăng giá là 11.7%.
- Lưu ý, trong mô hình định giá, chúng tôi đã bao gồm tất cả các kỳ vọng như đã trình bày trong luận điểm đầu tư.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro thị trường BĐS trong nước hồi phục chậm dẫn tới nhu cầu thép xây dựng thấp
- Rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu cũng như Trung Quốc
- Rủi ro không áp thuế được các sản phẩm HRC nhập khẩu

Chỉ tiêu tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	141,409	118,953	139,854	161,633	196,297
LNST (tỷ VND)	8,444	6,800	11,787	16,149	23,699
Biên lợi nhuận gộp (%)	11.85%	10.88%	13.65%	15.23%	16.69%
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.97%	5.72%	8.43%	9.99%	12.07%
ROA (%)	4.8%	3.8%	5.73%	7.00%	9.30%
ROE (%)	9.04%	6.84%	10.76%	13.30%	17.13%

Nguồn: BCTC HPG 2021 – 2023, PHS tổng hợp và dự phóng

Chi tiết & nhận định kết quả kinh doanh 1H24

Bảng 1: Cập nhật kết quả kinh doanh 1H24

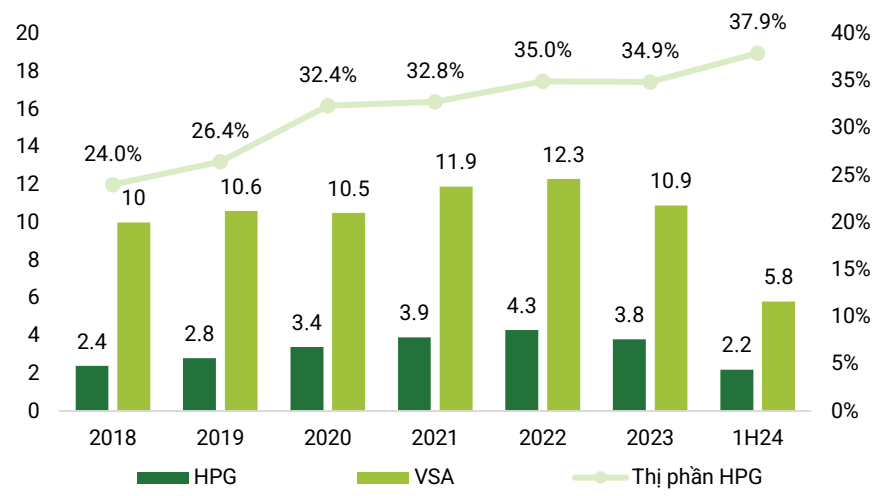
ĐVT: tỷ đồng	1H2023	1H2024	%yoy	Diễn giải
Doanh số thuần	56,085	70,408	25.5%	<ul style="list-style-type: none"> Tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG tăng mạnh trong 2Q24 với động lực chính là thép xây dựng bán trong nước. Trong khi đó, HRC giảm mạnh cả về sản lượng tiêu thụ lẫn giá bán do tình hình dư cung ở Trung Quốc dẫn đến các nhà cung cấp TQ ở VN giảm mạnh giá bán HRC.
Giá vốn hàng bán	(51,214)	(61,006)	19.1%	<ul style="list-style-type: none"> HPG công bố lợi nhuận gộp 2Q24 ở mức 13.27%, cao hơn hẳn mức 10.83% 2Q23; nhưng lại giảm nhẹ lại so với mức 13.46% của 1Q24.
Lãi gộp	4,871	9,401	93.0%	<ul style="list-style-type: none"> Trong bối cảnh HPG quản trị hàng tồn kho tốt, việc giá nguyên vật liệu đầu vào trong giai đoạn vừa qua giảm nhanh hơn giá bán thép xây dựng trong nước đã tác động tích cực tới biên lợi nhuận gộp của HPG.
Thu nhập tài chính	1,636	1,397	-14.6%	<ul style="list-style-type: none"> Việc giảm nhẹ biên lợi nhuận gộp trong 2Q24 so với 1Q24 cũng đến từ việc tăng trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong. Cụ thể, HPG đã trích lập thêm 158.8 tỷ đồng so với mức 8.12 tỷ trong 1Q24.
Chi phí tài chính	(2,672)	(2,126)	-20.4%	<ul style="list-style-type: none"> Trong 2024, HPG cũng bắt đầu hưởng lợi từ việc lãi suất cho vay giảm trong bối cảnh tổng dư nợ vay dài hạn tăng lên do đầu tư vào dự án Dung Quất GD2 và trong thời gian đầu được vốn hóa chi phí lãi vay.
Trong đó: Chi phí lãi vay	(2,018)	(1,200)	-40.6%	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí tài chính cũng giảm do giảm lỗ tỷ giá.
Chi phí bán hàng	(1,017)	(1,387)	36.4%	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí bán hàng tăng mạnh về số tuyệt đối nhưng chỉ tăng nhẹ về số tương đối trong 1H24 (1.97% sv. 1.81% YoY) do giá cước vận tải biển cho mảng xuất khẩu tăng cao nhưng tỉ trọng bán trong nước trong 2Q24 lại chiếm trọng số lớn (tăng hơn 10% từ mức 60% trong 1Q24 lên mức 66% trong 2Q).
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(612)	(707)	15.5%	<ul style="list-style-type: none"> Nhìn chung, tỉ lệ chi phí bán hàng và quản lý DN/ Doanh thu tương đối đi ngang trong 1H24 (2.97% sv. 2.90% của 1H23).
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,207	6,579	198.1%	
Thu nhập khác, ròng	27	415	1436.9%	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,234	6,994	213.1%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(403)	(806)	100.0%	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,831	6,189	238.0%	
Biên lợi nhuận gộp	8.7%	13.4%		
Biên lợi nhuận thuần	3.3%	8.8%		

Nguồn: BCTC HPG 2023 – 2024, PHS tổng hợp và phân tích

Sản lượng & thị phần thép

- Theo HPG, trong 1H24, HPG đã sản xuất 4.37 triệu tấn thép thô (+53% so với cùng kì là ~2.86 triệu tấn) – trong đó HPG đã bán được 4.31 triệu tấn, và doanh số bán hàng 2Q24 tốt hơn 1Q24.
- Cụ thể, riêng trong 2Q24, tổng sản lượng thép xây dựng và thép cán nóng (HRC) của HPG đạt khoảng 2 triệu tấn (+13 QoQ).
- Tuy nhiên, mức tăng trưởng không đồng đều giữa thép xây dựng và HRC. Trong khi sản lượng thép xây dựng 2Q24 đạt 1,27 triệu tấn (+33% QoQ, ~956 nghìn tấn) thì sản lượng thép HRC chỉ đạt 724 nghìn tấn (-10% QoQ, ~805 nghìn tấn).
- Về mặt hàng ống thép và tôn mạ, HPG đã sản xuất trong 2Q24 lần lượt là 188 nghìn tấn (+43% QoQ) và 124 nghìn tấn (+27% QoQ).

Hình 1: Sản lượng (triệu tấn) và thị phần thép (%) xây dựng của HPG và Hiệp hội thép VN (VSA) trong 2018 – 2024



Nguồn: HPG, VSA, PHS tổng hợp

Thép xây dựng là động lực tăng trưởng chính của HPG trong 2Q24 và 1H24. Trong 1H24, HPG vẫn duy trì vị thế dẫn đầu của mình với 37.9% thị phần tăng mạnh so với mức 34.9% của năm 2023.

Cũng theo HPG và VSA, thị trường thép dài trong 1H24 có những dấu hiệu tích cực cùng với tăng trưởng từ ngành xây dựng (+7.34% YoY) – dẫn đến tổng sản lượng tiêu thụ +35% YoY lên mức 2.23 triệu tấn. Tuy nhiên, theo VSA, việc cao điểm tiêu thụ rơi vào tháng 4 & 5 và có giảm lại trong tháng 6 trong bối cảnh giá bán thép xây dựng có nhiều biến động xen kẽ cũng phản ánh sự thiếu chắc chắn và ổn định trong nhu cầu thép trong nước.

Bên cạnh đó, trong bối cảnh HPG quản trị hàng tồn kho tốt, việc giá nguyên vật liệu đầu vào trong giai đoạn 1H24 giảm nhanh hơn giá bán thép xây dựng trong nước đã tác động tích cực tới biên LNG của HPG.

Trong cấu trúc giá thành sản xuất của HPG, quặng sắt, than cốc, và sắt phế phẩm chiếm lần lượt khoảng 35%, 39% và 13%. Vì vậy việc giá các nguyên vật liệu đầu vào này giảm mạnh gần đây đã tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp của HPG trong giai đoạn nửa đầu năm 2024.

Hình 2: Giá quặng (USD/ton) 62% trong 1 năm qua

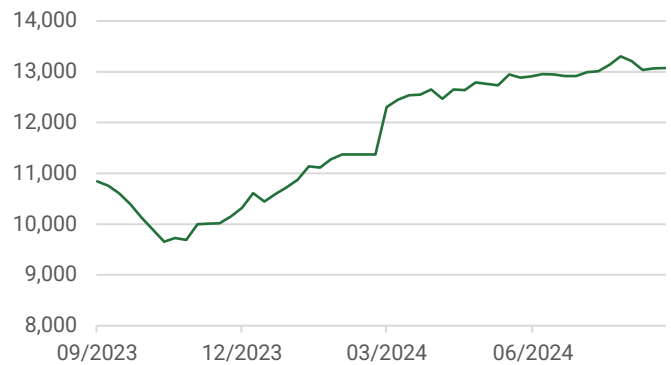

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 30/08/24

Hình 3: Giá than cốc loại 1(USD/ton) trong 1 năm qua


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 30/08/24

Hình 4: Giá thép phế (USD/ton) trong 1 năm qua

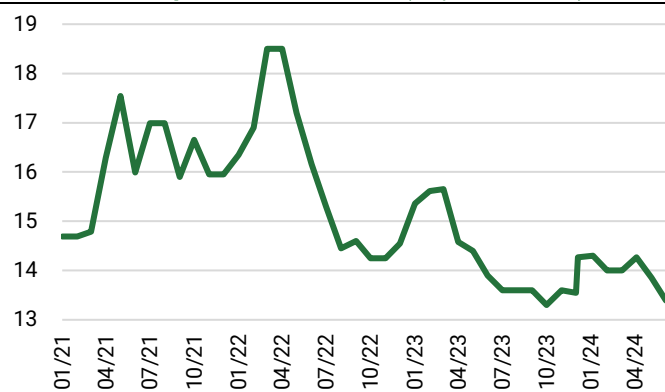

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 30/08/24

Hình 5: Tồn kho quặng sắt (10k tonnes) ở Trung Quốc


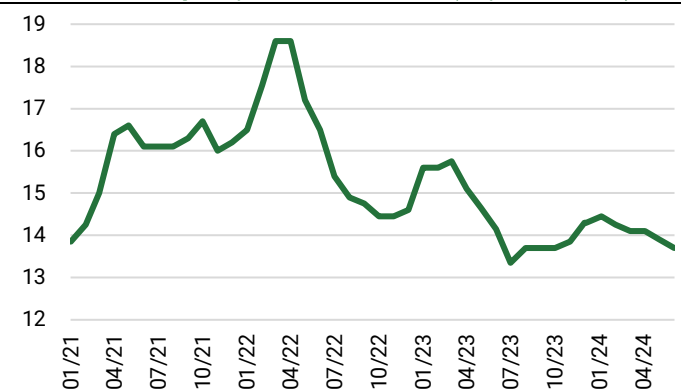
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 30/08/24

Nhìn chung giá quặng sắt 62%, than cốc và thép phế đã liên tục giảm mạnh từ đầu năm 2024. Cụ thể trong giai đoạn 1H24, giá quặng sắt 62% đã giảm 22.6% từ mức 131.8 USD/ tấn về mức 101.9 USD/ tấn và tiếp tục giảm thêm khoảng 10% từ 1H24 cho tới 8M24 về mức quanh 91 USD/ tấn. Tương tự, than cốc và thép phế cũng giảm lần lượt 22.1% và 6.1% trong 1H24 và tiếp tục giảm thêm 13.5% và 7.6% cho tới nay.

Trong khi đó, giá bán thép trong nước của HPG giảm chậm hơn hẳn, với mức giảm chỉ dưới 10%.

Hình 6: Giá thép thanh D10 – HPG (triệu VND/ tấn)


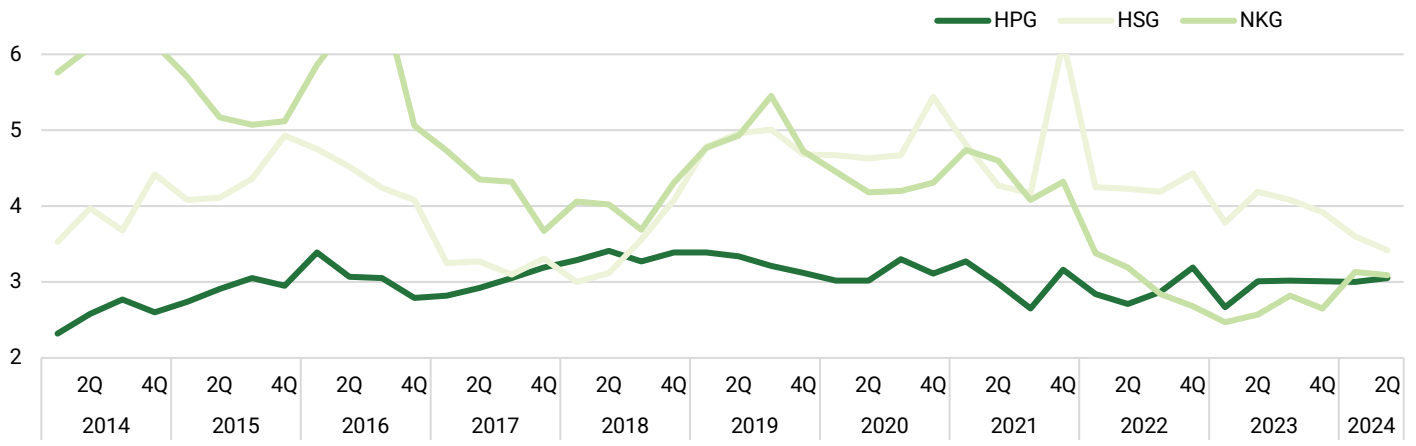
Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp, dữ liệu đến tháng 07/24

Hình 7: Giá thép cuộn CB240T – HPG (triệu VND/ tấn)


Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp, dữ liệu đến tháng 07/24

Cùng với khả năng quản trị hàng tồn kho tốt, thể hiện qua số vòng quay hàng tồn kho tương đối ổn định của HPG (2.5 – 3.5) trong 10 năm qua, chúng tôi tin rằng HPG sẽ vẫn tiếp tục duy trì khả năng ứng biến của tập đoàn trước các biến động về giá nguyên vật liệu – qua đó cũng góp phần quản trị dòng vốn lưu động và tối ưu chi phí vay ngắn hạn. Điều đó cũng sẽ giúp HPG tận dụng được cơ hội tiếp tục cải thiện biên LNG trong năm nay.

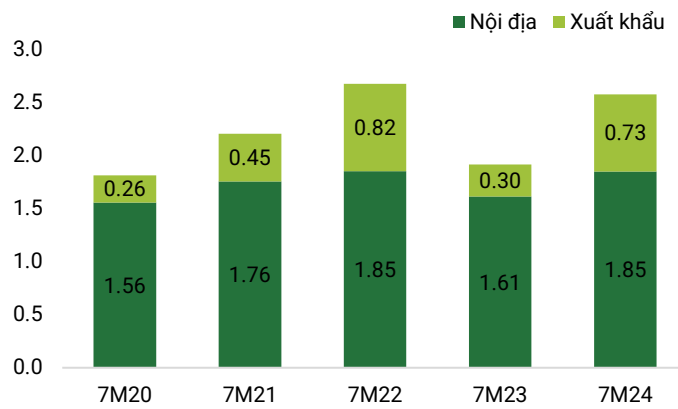
Hình 8: Số vòng quay hàng tồn kho của HPG, HSG và NKG qua các năm (1Q2014 – 2Q2024)



Nguồn: FiinPro, PHS tổng hợp

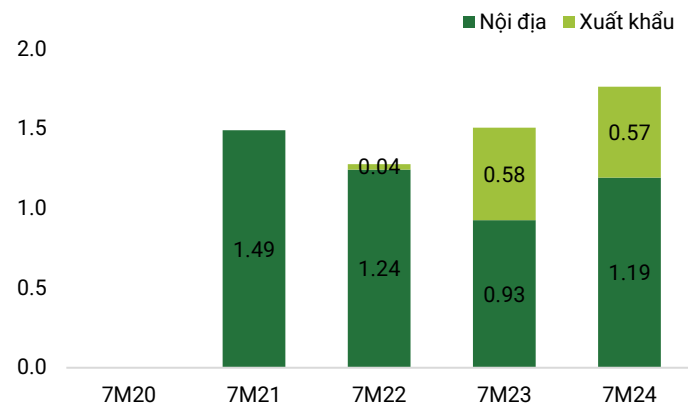
Cập nhật sản lượng bán hàng (Đơn vị: triệu tấn) của HPG trong 7M24

Hình 9: Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ 7M qua các năm



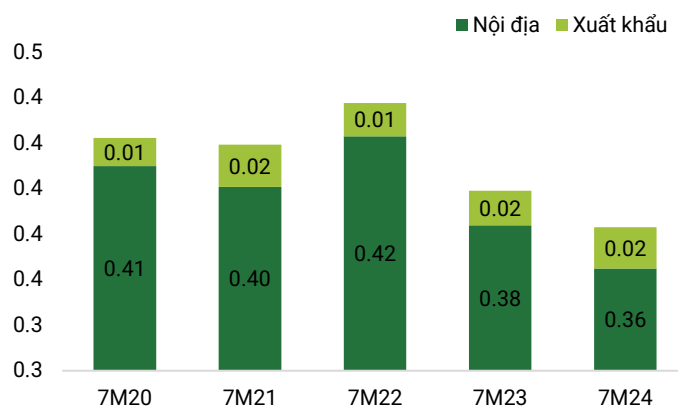
Nguồn: FiinPro, PHS tổng hợp

Hình 10: Sản lượng HRC tiêu thụ 7M qua các năm



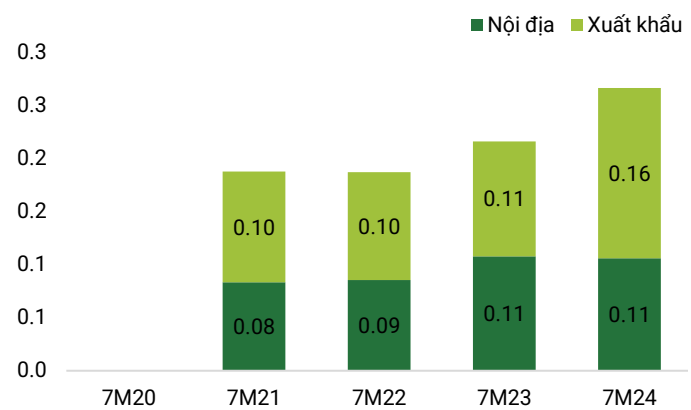
Nguồn: FiinPro, PHS tổng hợp

Hình 11: Sản lượng thép ống tiêu thụ 7M qua các năm



Nguồn: FiinPro, PHS tổng hợp

Hình 12: Sản lượng tôn mạ tiêu thụ 7M qua các năm

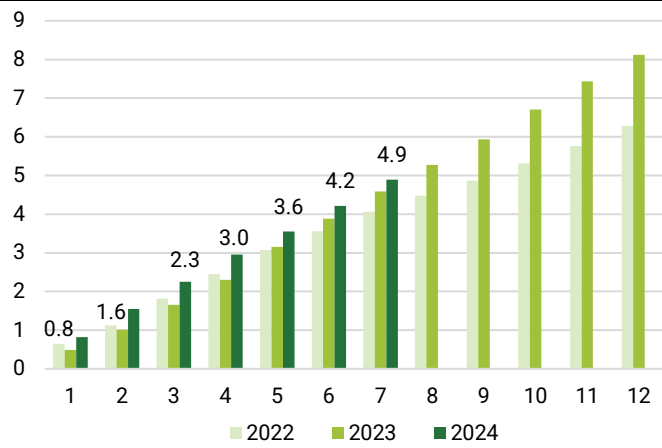


Nguồn: FiinPro, PHS tổng hợp

Tổng quan về ngành thép Việt Nam & Thế giới

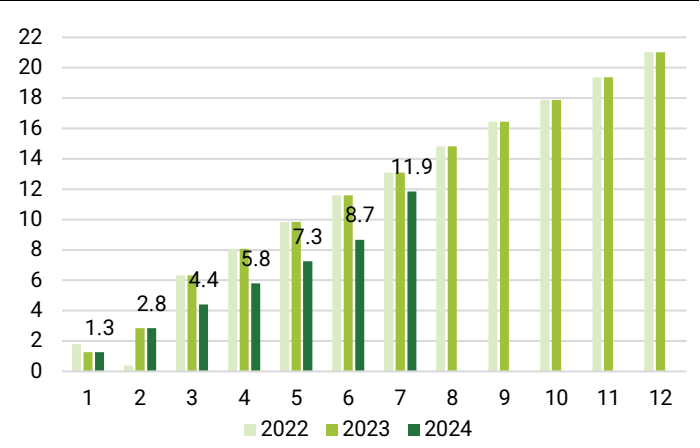
Theo VSA, tính chung 7 tháng năm 2024, sản lượng sản xuất thép nói chung đạt gần 17 triệu tấn (+9.4% YoY). Tiêu thụ thép (xuất khẩu + nội địa) đạt 16.75 triệu tấn (+14.3% YoY), trong đó, xuất khẩu đạt 4.9 triệu tấn, tăng 7% so với cùng kỳ năm 2023.

Hình 13: sản lượng xuất khẩu (triệu tấn) cộng dồn theo tháng của Việt Nam từ 2022 cho tới 7M24



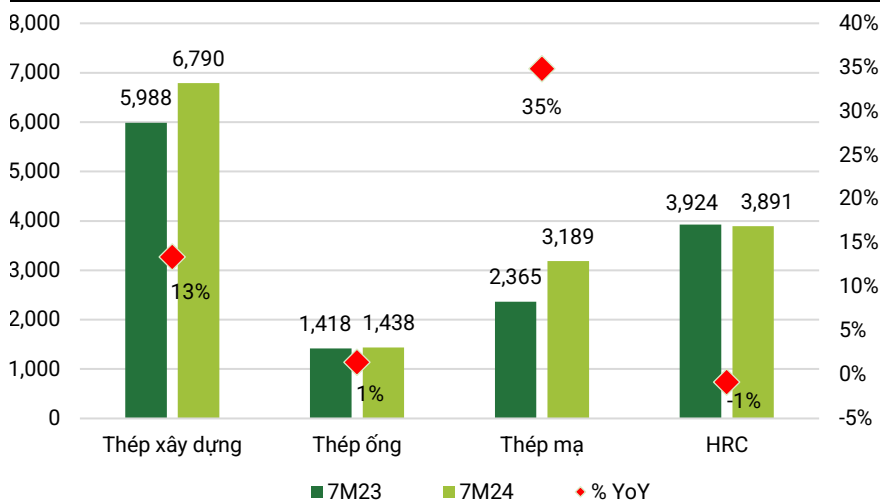
Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Hình 14: sản lượng tiêu thụ nội địa (triệu tấn) cộng dồn theo tháng của Việt Nam từ 2022 cho tới 7M24



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Hình 15: Sản lượng tiêu thụ (ngìn tấn) trong 7M24 và thay đổi so với cùng kỳ (%) của thép xây dựng, thép ống, thép mạ và HRC



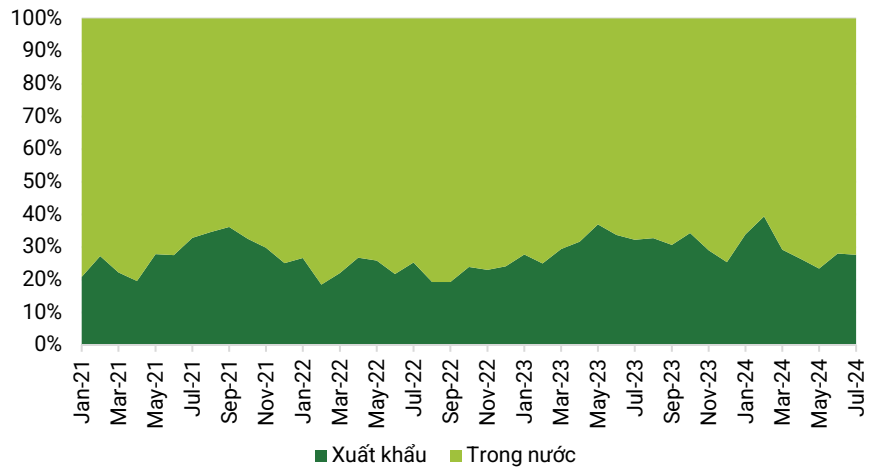
Nguồn: HPG, VSA, PHS tổng hợp

Trong đó, theo số liệu của VSA, thép xây dựng là điểm sáng đầu tiên khi tăng trưởng tốt cả về sản xuất, tiêu thụ và xuất khẩu khi tăng lần lượt khoảng 9%, 13% và 27% so với mức của 7M23.

Mảng tôn thép mạ cũng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong 7M24. Sản xuất, tiêu thụ và xuất khẩu lần lượt tăng trưởng 29%, 35% và 51% so với 7M23.

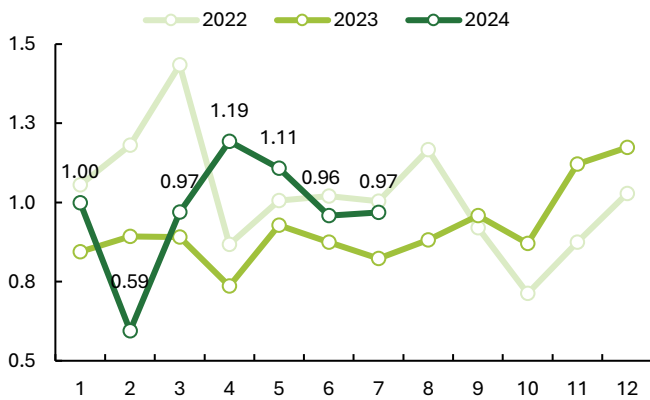
Thép cán nguội (CRC) cũng ghi nhận sản lượng tiêu thụ và xuất khẩu tăng trưởng mạnh trong 7M24 với mức tăng khoảng 40% và 13%, trong khi sản lượng sản xuất giảm khoảng 15% YoY.

Hình 16: tỉ trọng thép xuất khẩu sv. tiêu thụ trong nước (2021 – 2024)



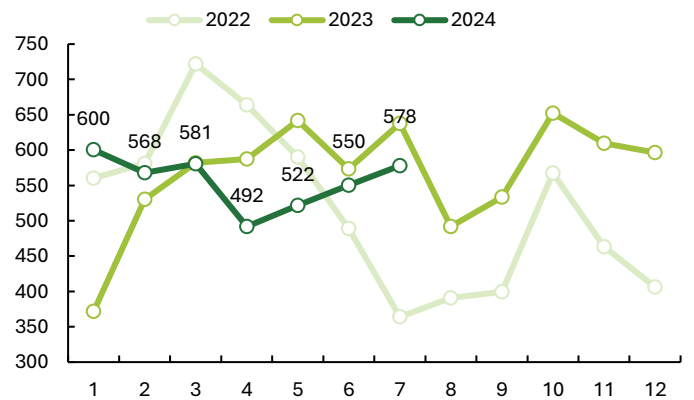
Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Hình 17: sản lượng tiêu thép xây dựng (triệu tấn) theo từng tháng (2022 – 2024)



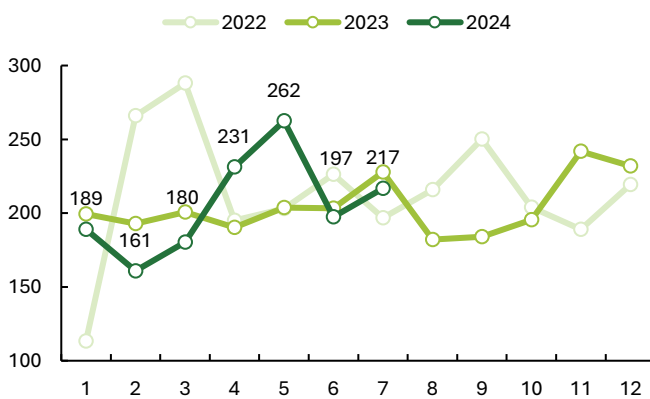
Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Hình 18: sản lượng tiêu thép HRC (nghìn tấn) theo từng tháng (2022 – 2024)



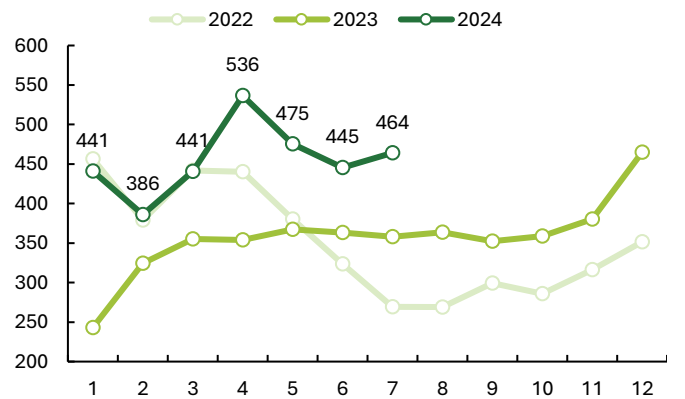
Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Hình 19: sản lượng tiêu thép ống (nghìn tấn) theo từng tháng (2022 – 2024)



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Hình 20: sản lượng tiêu thụ thép mạ (nghìn tấn) theo từng tháng (2022 – 2024)

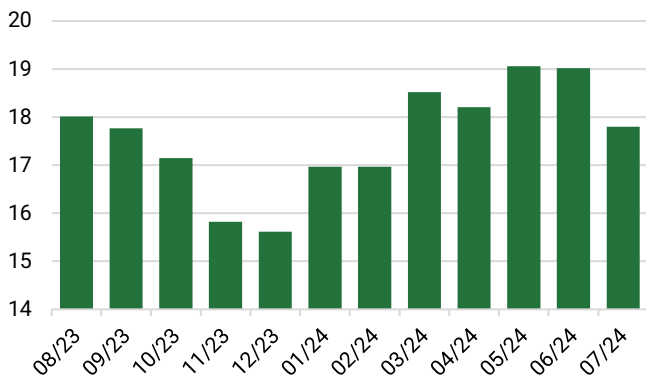


Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

Nhìn chung trong 7M24, ngoại trừ HRC, các mặt hàng thép khác đều ghi nhận sự tăng trưởng mạnh sản lượng tiêu thụ và mạnh hơn hẳn 2 năm gần đây. Tuy nhiên giá bán và cả tình hình xuất khẩu thì có xu hướng giảm trong 7M24, lí do chính là 1) dư cung bên Trung Quốc (do cầu trong nước yếu) và 2) Việt Nam thiếu các biện pháp phòng vệ cho các nhà sản xuất thép trong nước đặc biệt là đối với mặt hàng HRC (thép xây dựng nói chung đã được áp thuế bảo hộ bao gồm thuế nhập khẩu và thuế tự vệ, tổng từ 13 – 21%).

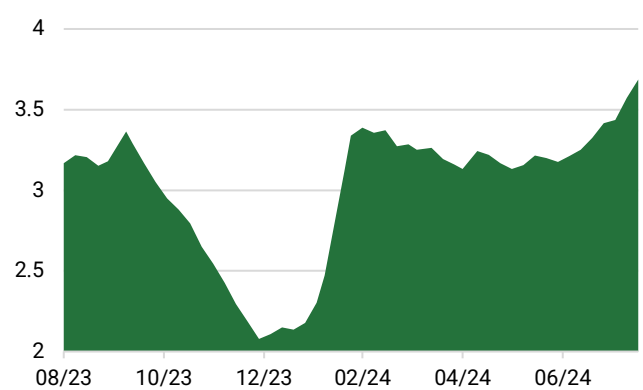
Cụ thể, trong 7M24, mặc dù tiêu thụ HRC trong nước tăng mạnh +27.3% YoY nhưng tổng sản lượng bán chỉ tương đương với 7M23 (3.89 sv. 3.92 triệu tấn), vì sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 29% YoY. Vì vậy, tỉ trọng xuất khẩu so với bán trong nước của 7M24 cũng lệch hẳn từ mức 50-50% trong 7M23 xuống còn 36-64%, tương ứng.

Hình 21: sản lượng sản xuất HRC của Trung quốc theo tháng trong 1 năm qua (triệu tấn/ tháng)



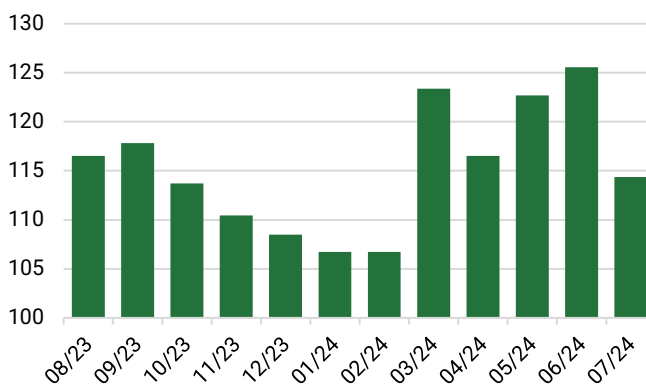
Nguồn: Bloomberg, NBS, PHS tổng hợp

Hình 22: sản lượng hàng tồn kho thép HRC tại sàn SHFE (Trung Quốc) theo từng tháng trong 1 năm qua (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, NBS, PHS tổng hợp

Hình 23: Sản lượng sản xuất thép cuộn (rolled steel) theo từng tháng trong 1 năm qua (triệu tấn/ tháng)



Nguồn: Bloomberg, NBS, PHS tổng hợp (*)

Dữ liệu tháng 1,2 là số trung bình của cả 2 tháng 1 & 2

Hình 24: Giá bán HRC trong nước của Trung Quốc trong 1 năm qua (đơn vị: USD/ tấn)



Nguồn: Bloomberg, NBS, PHS tổng hợp

Ngoài ra, theo quan sát của PHS, hàng tồn kho của thép thanh (rebar) và thép dây (wire rod) ở Trung Quốc vẫn duy trì ở mức ổn định (ngang với cùng kì năm ngoái), tuy sản lượng sản xuất có bật tăng nhẹ từ tháng 4/2024.

Cầu thép nói chung và cầu thép HRC nói riêng trong nước yếu trong khi các nhà sản xuất vẫn phải tiếp tục sản xuất là nguyên nhân chính dẫn đến việc dư cung ở Trung Quốc, qua đó gián tiếp thúc đẩy việc xuất khẩu mạnh ra thế giới đặc biệt là các nước lân cận (ASEAN) và không có nhiều biện pháp phòng vệ thương mại như Việt Nam.

Theo dữ liệu thống kê của BofA, 5 nước Đông Nam Á bao gồm Việt Nam, Thái Lan, Philippines, Indonesia và Malaysia là nhóm thị trường tiêu thụ 26% xuất khẩu thép của Trung Quốc trong năm 2023.

Bảng 2: Số liệu nhập khẩu sắt thép cả nước trong giai đoạn 2023 – 2024 (đơn vị: triệu USD, nghìn tấn)

Thời gian	Giá trị nhập khẩu	Thay đổi %YoY Lũy kế	Sản lượng nhập khẩu	Thay đổi %YoY Lũy kế	Giá nhập khẩu bình quân (USD/ tấn)
7M24	6,887	25.4%	9,411	48.0%	732
6M24	5,970	27.6%	8,226	50.1%	726
5M24	5,015	23.0%	6,919	42.5%	725
4M24	3,886	29.1%	5,373	49.3%	723
3M24	2,928	57.0%	4,089	84.7%	716
2M24	1,884	101.6%	2,653	151.3%	710
1M24	1,060	-12.5%	1,489	14.1%	712
12M23	10,430	-13.9%	13,330	13.3%	782
11M23	9,564	-17.4%	12,160	9.0%	786
10M23	8,505	-21.2%	10,646	4.5%	799
9M23	7,543	-26.1%	9,343	-3.2%	807
8M23	6,543	-30.0%	7,935	-10.3%	825
7M23	5,605	25.4%	6,646	48.0%	843

Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS thu thập

Bảng 3: Số liệu nhập khẩu sắt thép cả nước trong giai đoạn 2023 – 2024 (đơn vị: triệu USD, nghìn tấn)

Quốc gia	7M24	6M24	5M24	4M24	3M24	2M24	1M24	12M23	11M23	10M23	9M23	8M23	7M23
TỔNG CỘNG	9,411	8,226	6,919	5,373	4,089	2,653	1,489	13,330	12,160	10,646	9,343	7,935	6,646
TRUNG QUỐC	6,427	5,718	4,771	3,670	2,805	1,806	1,007	8,289	7,488	6,396	5,517	4,540	3,704
NHẬT BẢN	1,100	879	736	551	423	280	136	1,915	1,788	1,624	1,462	1,273	1,104
HÀN QUỐC	675	568	480	383	279	177	96	1,108	1,011	914	802	703	599
ĐÀI LOAN	521	453	383	328	246	154	107	747	674	606	545	491	404
ASEAN	450	379	329	251	195	131	76	724	665	592	546	486	426

Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS thu thập

Trong 7M24, Việt Nam đã nhập tổng cộng 9.4 triệu tấn thép các loại (+48% YoY) – trong đó nhập khẩu từ Trung Quốc tăng mạnh lên mức 6.4 triệu tấn (chiếm 68.2% tổng nhập khẩu và +73.5% YoY). Bên cạnh đó, giá nhập khẩu trung bình cũng giảm từ mức 843 USD/ tấn xuống còn 732 USD/ tấn (tương đương -15.2% YoY) – trong bối cảnh xuất khẩu 7M24 cũng chỉ tăng 17.7% đạt 7.5 triệu tấn so với 6.4 triệu tấn của 7M23.

Riêng mặt hàng HRC, theo Tổng cục Hải quan, Việt Nam đã nhập gần 6 triệu tấn (+32% YoY) trong 1H24 và nhập từ Trung Quốc chiếm tới 4.4 triệu tấn tăng hơn gấp đôi so với 1H23.

Điều này càng đặt ra áp lực phải sớm có biện pháp phòng vệ thương mại nhất là đối với mặt hàng HRC nếu Việt Nam muốn bảo vệ các nhà sản xuất trong nước.

Chúng tôi cũng quan sát thấy Thái Lan vừa mới tuyên bố áp thuế chống bán phá giá đối với thép cuộn cán nóng từ Trung Quốc vào đầu tháng 8 năm nay. Tháng 9 năm ngoái, Ấn Độ cũng đã bắt đầu áp thuế chống bán phá giá đối với một số loại thép nhất định từ Trung Quốc trong vòng 5 năm.

Cập nhật phòng vệ thương mại đối với thép HRC

Ngày 26/07/2024, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1985/QĐ-BCT về việc điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với một số sản phẩm thép cán nóng có xuất xứ từ Ấn Độ và Trung Quốc.

Thời hạn ra quyết định áp thuế cuối cùng là 1 năm kể từ ngày có quyết định điều tra (26/07/2025). Trong trường hợp đặc biệt, thời gian này có thể được gia hạn nhưng tổng thời gian điều tra không quá 18 tháng (chậm nhất quý 1/2026). Vì vậy, trước tình hình cấp bách như đã phân tích ở trên, chúng tôi Kỳ vọng Việt Nam sẽ sớm ban hành quyết định áp dụng biện pháp chống bán phá giá HRC vào cuối năm 2025 hoặc chậm nhất là 1Q26. Đây cũng là thời điểm Nhà máy Dung Quất Giai đoạn 2 của Hòa Phát có thể hoạt động với công suất tối đa.

Cập nhật tiến độ dự án Dung Quất GD2

Theo thông tin đại chúng, hiện tại dự án Dung Quất 2 đã hoàn thành 80% tiến độ phân kỳ 1 và 50% phân kỳ 2. Dự kiến, phân kỳ 1 sẽ hoàn thành việc lắp đặt thiết bị dây chuyền sản xuất HRC vào giữa tháng 9/2024; và sau giai đoạn chạy kiểm tra thì có thể đưa vào sản xuất vào đầu 2025. Phân kỳ 2 được dự kiến hoàn thành vào cuối 2025.

Với việc hoàn thành việc đầu tư dự án Dung Quất GD2, HPG sẽ nâng công suất sản xuất HRC của mình lên 8.6 triệu tấn/ năm (tăng thêm 5.6 triệu tấn/ năm) vào cuối 2025 – qua đó nâng tổng công suất sản xuất thép của cả tập đoàn lên mức 14 – 14.5 triệu tấn/ năm.

Tổng mức đầu tư dự kiến cho dự án Dung Quất GD2 là khoảng 85 nghìn tỷ.

Các giả định trọng yếu & định giá

Dựa vào: 1) tình hình sản xuất kinh doanh của HPG trong 1H24, 2) Kỳ vọng vào khả năng tiêu thụ thép xây dựng trong nước khi thị trường bất động sản dân dụng bắt đầu khởi sắc vào cuối 2024 đầu 2025 và 3) các dự án đường sắt lớn sẽ được triển khai trong tương lai, PHS dự phóng sản lượng bán hàng của HPG giai đoạn 2024 – 2026 như sau:

Mặt hàng (đơn vị: triệu tấn)	2023A	7M24	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3.784	2.574	4.919	5.297	5.720
Thép cán nóng	2.794	1.763	3.113	3.425	4.452
Phôi thép	0.139	0.341	0.500	0.200	0.100
Thép ống	0.683	0.384	0.786	0.825	0.841
Tôn mạ	0.329	0.266	0.428	0.449	0.458

Nguồn: PHS dự phóng

- Về giá bán trung bình trong 2024, chúng tôi điều chỉnh giảm 8.2% giá thép xây dựng, 14.2 – 15.4% cho 02 sản phẩm HRC, thép ống và -3.5% cho sản phẩm tôn mạ để phản ánh tình hình thị trường thép trong 8 tháng đầu năm 2024. Trong 2025 và 2026, chúng tôi Kỳ vọng giá bán thép trung bình sẽ tăng nhẹ lại từ 8-9% cho thép xây dựng, 4-5% cho thép HRC để phản ánh Kỳ vọng vào việc Việt Nam sẽ sớm ra quyết định áp dụng biện pháp chống bán phá giá HRC vào cuối năm 2025 hoặc chậm nhất là 1Q26.
- Các mảng kinh doanh khác của HPG chúng tôi dự phóng theo mức tăng trưởng quá khứ vì đóng góp không đáng kể vào kết quả kinh doanh của HPG (chỉ quanh 5 – 7% doanh thu và LNST hằng năm của HPG).
- Chúng tôi cũng kỳ vọng tốc độ giảm giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ chậm lại và không gây tác động quá lớn vào trích lập giảm giá hàng tồn kho.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024 – 2026

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,953	139,854	161,633	196,297
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(106,015)	(120,757)	(137,012)	(163,533)
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	12,938	19,097	24,620	32,764
Chi phí bán hàng	(2,120)	(2,666)	(1,961)	(2,797)	(2,909)	(3,533)
Chi phí QLDN	(1,324)	(1,019)	(1,307)	(1,678)	(1,776)	(1,767)
Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)	37,664	13,078	9,669	14,622	19,935	27,464
Lợi nhuận tài chính	3,071	3,744	3,173	2,947	3,354	4,900
Chi phí tài chính	(3,732)	(7,027)	(5,192)	(3,837)	(4,429)	(4,621)
Lãi/lỗ từ CT liên doanh/ liên kết	4	(1)	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	48	129	142	135	139	137
Lợi nhuận trước thuế	37,057	9,923	7,793	13,867	18,999	27,881
Lợi nhuận sau thuế	34,521	8,444	6,800	11,787	16,149	23,699

Nguồn: PHS dự phóng

WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)

WACC	12.48%
Tỉ lệ nợ (%)	35.00%
Chi phí vốn vay	10.00%
Chi phí vốn chủ (CAPM)	14.50%
Risk free rate	3.00%
Beta	1.15
Equity Risk premium	10.00%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn sau 2026: 2%

Tổng hợp chiết khấu dòng tiền FCFF

FCFF (đơn vị: tỷ VND)	2024	2025	2026
Dòng tiền HĐKD	14,204	18,244	24,211
+ chi phí lãi vay * (1 - thuế)	3,262	3,764	3,927
- Capex	(36,698)	(6,475)	(991)
FCFF	(19,232)	15,533	27,147
Hệ số chiết khấu	1.00	1.12	1.27
Dòng tiền FCFF sau chiết khấu	(19,232)	13,810	230,310
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VND)	224,888		
(-) Nợ vay (tỷ VND)	44,644		
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	180,245		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	6,396,264		
Giá trị mỗi cổ phần (VND)	28,180		

Phân tích độ nhạy

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)						
Tăng trưởng dài hạn	WACC			WACC		
	11.48%	11.98%	12.48%	12.98%	13.48%	
0.0%	28,180	25,357	23,821	22,409	21,106	19,900
0.5%	26,868	25,199	23,671	22,266	20,969	
1.0%	28,522	26,703	25,043	23,522	22,124	
1.5%	30,342	28,350	26,540	24,888	23,374	
2.0%	32,355	30,162	28,180	26,378	24,734	

Hình 25: Thống kê giao dịch theo định giá P/B của HPG trong 10 năm qua


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 28/08/2024

Với mức giá đóng cửa ngày 04/09/2024 là VND25,250/ cổ phiếu, HPG đang giao dịch tại mức định giá EV/EBITDA là 10.7x, PB là 1.49x và PE là 14.8x. Chúng tôi nhận định HPG hiện đang được giao dịch tại mức định giá tương đối cao do lợi nhuận LTM vẫn còn đang bị ảnh hưởng bởi kết quả kinh doanh không tốt của 2H23.

Rủi ro: (1) Rủi ro thị trường BĐS trong nước hồi phục chậm, (2) Rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu (3) Rủi ro không áp thuế được các sản phẩm HRC nhập khẩu.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	94,155	80,515	82,716	88,384	102,144	142,138
Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	12,252	12,186	18,994	48,978
Đầu tư tài chính ngắn hạn	18,236	26,268	22,177	22,177	22,177	22,177
Phải thu ngắn hạn	4,973	2,959	6,000	5,763	6,270	7,152
Hàng tồn kho	42,134	34,491	34,504	39,860	45,045	53,764
Tài sản ngắn hạn khác	6,340	8,472	7,783	8,397	9,657	10,066
Tài Sản Dài Hạn	84,082	89,821	105,066	135,445	135,432	129,928
Tài sản cố định	69,281	70,833	71,998	89,127	82,356	75,561
BDS Đầu tư	548	629	594	559	523	487
Chi phí xây dựng dở dang	9,699	13,363	26,099	39,072	45,537	46,519
Đầu tư tài chính dài hạn	7	1	40	40	40	40
Tài sản dài hạn khác	4,510	4,907	6,259	6,572	6,901	7,246
Lợi thế thương mại	37	88	76	76	76	76
Tổng cộng tài sản	178,236	170,336	187,783	223,829	237,576	272,066
Tổng nợ phải trả	87,456	74,223	84,946	107,582	111,066	121,857
Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	71,513	79,911	88,612	104,503
Phải trả khách hàng	23,729	11,107	12,387	14,110	16,009	19,108
Khách hàng trả tiền trước	788	861	742	801	771	786
Chi phí phải trả	773	461	477	477	477	477
Quý khen thưởng phúc lợi	1,741	1,813	1,375	1,567	1,778	2,122
Thuế và các khoản phải nộp NN	796	648	945	477	616	819
Vay ngắn hạn	43,748	46,749	54,982	61,846	68,298	80,477
Phải trả khác	1,885	747	604	632	663	713
Nợ dài hạn	13,996	11,837	13,433	27,671	22,453	17,355
Vay dài hạn	13,465	11,152	10,399	26,258	20,744	15,303
Khác	532	686	3,034	1,413	1,709	2,052
Vốn chủ sở hữu	90,781	96,113	102,836	116,247	126,510	150,209
Vốn góp	44,729	58,148	58,148	63,963	63,963	63,963
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212
Vốn khác	0	0	0	0	0	0
Các quỹ	924	835	818	818	818	818
Lợi nhuận giữ lại	41,763	33,834	40,593	48,174	58,417	82,086
Khác	-2	-21	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	155	106	66	80	100	130
Tổng nguồn vốn	178,236	170,336	187,783	223,829	237,576	272,066

(Nguồn: PHS dự phóng)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,953	139,854	161,633	196,297
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(106,015)	(120,757)	(137,012)	(163,533)
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	12,938	19,097	24,620	32,764
Chi phí bán hàng	(2,120)	(2,666)	(1,961)	(2,797)	(2,909)	(3,533)
Chi phí QLDN	(1,324)	(1,019)	(1,307)	(1,678)	(1,776)	(1,767)
Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)	37,664	13,078	9,669	14,622	19,935	27,464
Lợi nhuận tài chính	3,071	3,744	3,173	2,947	3,354	4,900
Chi phí tài chính	(3,732)	(7,027)	(5,192)	(3,837)	(4,429)	(4,621)
Lãi/lỗ từ CT liên doanh/ liên kết	4	(1)	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	48	129	142	135	139	137
Lợi nhuận trước thuế	37,057	9,923	7,793	13,867	18,999	27,881
Lợi nhuận sau thuế	34,521	8,444	6,800	11,787	16,149	23,699
LNST của cổ đông Công ty mẹ	34,478	8,484	6,835	11,773	16,129	23,669
Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	26,721	12,278	8,643	14,204	18,244	24,211
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(19,669)	(24,626)	(11,995)	(37,011)	(6,804)	(1,337)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	1,740	(1,778)	7,276	22,741	(4,632)	7,109
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8,792	(14,127)	3,924	(66)	6,808	29,984
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	12,252	12,186	18,994
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	22,488	8,345	12,248	12,186	18,994	48,978
Một số chỉ số tài chính quan trọng	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng						
Doanh thu	66.10%	-5.53%	-15.88%	17.57%	15.57%	21.45%
Lợi nhuận sau thuế	156.30%	-75.54%	-19.47%	73.33%	37.01%	46.75%
Tổng tài sản	35.53%	-4.43%	10.24%	19.20%	6.14%	14.52%
Tổng vốn chủ sở hữu	53.29%	5.87%	7.00%	13.04%	8.83%	18.73%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	27.46%	11.85%	10.88%	13.65%	15.23%	16.69%
Tỷ suất EBIT	25.16%	9.25%	8.13%	10.45%	12.33%	13.99%
Tỷ suất EBITDA	29.22%	14.02%	13.80%	15.20%	16.55%	17.48%
Tỷ suất lãi ròng	23.06%	5.97%	5.72%	8.43%	9.99%	12.07%
ROA	22.3%	4.8%	3.8%	5.73%	7.00%	9.30%
ROE	46.03%	9.04%	6.84%	10.76%	13.30%	17.13%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	13	8	19	16	15	14
Số ngày tồn kho	142	101	119	120	120	120
Số ngày phải trả	80	33	43	43	43	43
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.28	1.29	1.16	1.11	1.15	1.36
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.71	0.74	0.67	0.61	0.64	0.85
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.49	0.44	0.45	0.48	0.47	0.45
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.96	0.77	0.83	0.93	0.88	0.81
Vay ngắn hạn/VCSH	0.48	0.49	0.53	0.53	0.54	0.54
Vay dài hạn/VCSH	0.15	0.12	0.10	0.23	0.16	0.10

(Nguồn: PHS dự phóng)

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích** và **Nguyễn Nam Sơn, Trưởng nhóm Phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801