Tiêu thụ thép thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước

- Doanh thu Q4/24 đi ngang svck, doanh thu 2024 tăng 16.7% svck lên 140,561 tỷ đồng trong năm 2024, phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Lợi nhuận ròng phục hồi đáng kể 75.9% svck lên 12,020 tỷ đồng trong 2024, hoàn thành 102.1% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng KQKD tiếp tục cải thiện trong 2025 nhờ nhu cầu thép trong nước cao và triển vọng tích cực từ dự án mới.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,400 đồng/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá 21.3%, tăng 15% so với báo cáo trước đó. Chúng tôi đã thời điểm dự phóng sang đầu năm 2025 và chọn P/E mục tiêu 12x, thấp hơn mức trung bình 10 năm là 15.5x, vốn bị ảnh hưởng bởi kết quả kinh doanh kém khả quan năm 2023.

Điểm nhấn tài chính

Doanh thu thuần Q4/24 đi ngang, doanh thu thuần 2024 tăng mạnh 16.7% svck lên 140,561 tỷ đồng, hoàn thành 99.3% dự phóng. Sản lượng thép thô đầu vào tăng 30% svck, đạt 8.7 triệu tấn trong năm 2024. Tổng sản lượng tiêu thụ, bao gồm thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao và phôi thép, tăng 20% svck, đạt 8,1 triệu tấn. Mảng kinh doanh HRC cho thấy ít cải thiện hơn, động lực chính cho tăng trưởng kinh doanh năm 2024 đến từ thép dài, đặc biệt là tại các thị trường xuất khẩu.

Lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể 2.4 điểm % lên 13.3% khi giá thép giảm nhưng chi phí nguyên vật liệu giảm với tốc độ nhanh hơn.

Lợi nhuận ròng phục hồi mạnh, tăng 75.9% svck lên 12,020 tỷ đồng năm 2024, chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp cao hơn và chi phí tài chính thấp hơn.

Luận điểm đầu tư

Tiêu thụ thép được thúc đẩy bởi nhu cầu trong nước

Năm 2025, nhu cầu thép tại Việt Nam dự kiến tiếp tục tăng trưởng, thúc đẩy bởi đầu tư công mạnh mẽ vào các dự án hạ tầng như cao tốc và sân bay. Ngoài ra, nhu cầu xây dựng dân dụng tăng khi các rào cản pháp lý được tháo gỡ và môi trường kinh doanh được cải thiện cũng thúc đẩy tiêu thụ thép. HPG với công nghệ sản xuất tiên tiến và quy mô lớn sẽ có lợi thế cạnh tranh khi lựa chọn nhà thầu cho các dự án trọng điểm quốc gia.

Dung Quất 2 thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ

Dung Quất 2 tập trung vào HRC, sản phẩm được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp có tiềm năng cao tại Việt Nam như xây dựng, ô tô và năng lượng. Chúng tôi dự phóng Dung Quất 2 GĐ1 sẽ đi vào hoạt động trong Q1/25 và GĐ2 vào năm 2026, đóng góp 20%/30% tổng doanh thu trong năm 2025-2026.

Biên lợi nhuận thép cải thiện kỳ vọng giá tăng và chi phí tăng chậm hơn

Giá thép dự kiến sẽ tăng nhẹ 4% svck trong 2025 nhờ nhu cầu trong nước mạnh mẽ, tuy nhiên vẫn chịu áp lực từ thép nhập khẩu Trung Quốc. Giá nguyên liệu đầu kỳ vọng tăng chậm hơn giá bán khi nhu cầu sản xuất thép giảm tại Trung Quốc. Giá bán tăng cao hơn tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh để xác định giá mục tiêu 32,400/cp, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 21.3%.

07/02/2025

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý (VND)	32,400
Giá hiện tại (VND)	26,700
Tiềm năng tăng/giảm giá	21.3%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu cp)	6,396.3
Free float (%)	56%
Vốn hóa (tỷ VND)	168,861
KL GDTB 3 tháng (cp)	16,165,423
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	29,600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	24,850

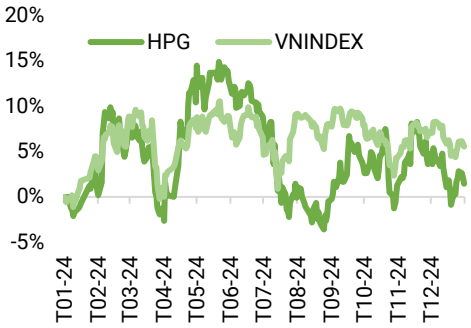
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Trần Đình Long	25.8%
Vũ Thị Hiền	6.9%
Khác	67.3%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

TTM EPS (VND)	1,905
BVPS (VND)	17,446
Tổng nợ/VCSH (%)	70.41%
ROA (%)	6.33%
ROE (%)	11.53%
P/E	14.16
P/B	1.51
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

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 T8/1992, 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.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Mai Hoa
hoanguyenmai@phs.vn

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024E	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-5.5%	-15.9%	16.7%	20.5%	12.0%
Tăng trưởng LN gộp	-59.2%	-22.8%	45.8%	29.4%	19.1%
Biên LN gộp	11.9%	10.9%	13.3%	14.6%	15.5%
Biên LN ròng	6.0%	5.7%	8.7%	8.9%	9.4%
ROE	8.8%	6.7%	10.5%	12.0%	13.0%
ROA	5.0%	3.6%	5.4%	6.2%	7.0%
D/E	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9

KQKD 2024: Biên lợi nhuận được cải thiện đáng kể

Bảng 1: KQKD 2024

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% sv quý trước	% svck	2023	2024	% svck	2024	Sv dự phóng cả năm
DT thuần	34,384	34,491	1.6%	0.3%	118,953	138,855	16.7%	139,854	99.3%
Thép	*32,539*	*31,995*	2.0%	-1.7%	111,869	129,866	*16.1%*	*131,520*	*98.7%*
Nông nghiệp	*1,566*	*2,014*	9.9%	28.6%	6,152	6,906	*12.3%*	*6,910*	*99.9%*
Bất động sản	*279*	*481*	-37.4%	72.5%	933	2,083	*123.3%*	*1,424*	*146.3%*
GVHB	29,912	30,126	3.1%	0.7%	106,015	120,358	13.5%	120,757	99.7%
LN gộp	4,472	4,365	-7.7%	-2.4%	12,938	18,498	43.0%	19,097	96.9%
Chi phí bán hàng	367	230	-68.0%	-37.2%	1,961	2,337	19.2%	2,797	83.6%
Chi phí QLDN	394	517	60.9%	31.2%	1,307	1,546	18.2%	1,678	92.1%
LN từ HĐKD	3,711	3,617	-2.0%	-2.5%	9,669	14,615	51.1%	14,622	100.0%
Doanh thu tài chính	732	701	32.6%	-4.3%	3,219	2,626	-18.4%	2,947	89.1%
Chi phí tài chính	1,127	1,015	21.9%	-10.0%	5,238	3,974	-24.1%	3,837	103.6%
LN ròng khác	69	(16)	-142.2%	-123.4%	(90)	426	-575.2%	135	315.9%
LNTT	3,385	3,287	-3.7%	-2.9%	7,793	13,693	75.7%	13,867	98.7%
LNST	2,969	2,810	-7.0%	-5.4%	6,800	12,020	76.8%	11,787	102.0%
LN ròng	2,973	2,807	-7.2%	-5.6%	6,835	12,020	75.9%	11,773	102.1%
Biên LN gộp	13.0%	12.7%	-1.3 đ %	-0.3 đ %	10.9%	13.3%	2.4 đ %	13.7%	
Biên LN ròng	8.6%	8.1%	-0.8 đ %	-0.5 đ %	5.7%	8.7%	2.9 đ %	8.4%	

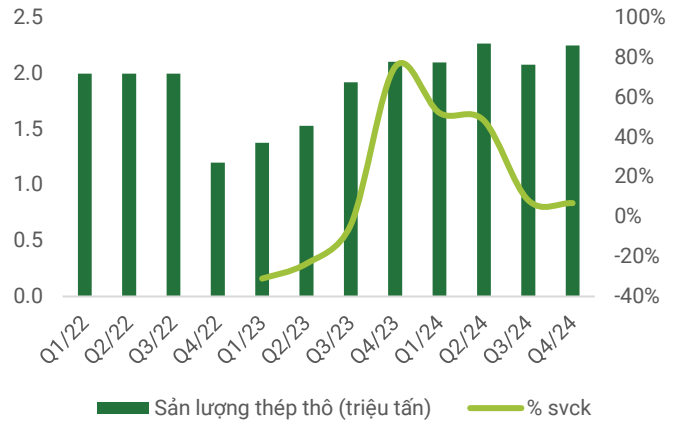
Nguồn: PHS

Doanh thu hợp nhất Q4/24 đi ngang svck, trong khi doanh thu thuần năm 2024 tăng mạnh 16.7% svck, đạt 140,561 tỷ đồng, hoàn thành 99.3% dự phóng của chúng tôi. Doanh thu tăng chủ yếu do sản lượng bán thép cải thiện, tổng sản lượng tiêu thụ, bao gồm thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao và phôi thép, tăng 20% svck, đạt 8.1 triệu tấn. Trong khi phân khúc HRC có ít cải thiện hơn khi tiêu thụ giảm, động lực chính cho tăng trưởng sản xuất năm 2024 đến từ thép dài, đặc biệt là tại các thị trường xuất khẩu bao gồm Canada, Úc, Hồng Kông, Nhật Bản, Campuchia. Sản lượng xuất khẩu thép xây dựng tăng 39.2% svck, đạt khoảng 1.15 triệu tấn.

Sản lượng thép thô đầu ra tăng 30% svck, đạt 8.7 triệu tấn trong năm 2024. HPG chủ động mở lại lò cao đạt công suất tối đa vào năm 2024 để đáp ứng điều kiện thị trường cải thiện và nhu cầu thép gia tăng. Hiệu suất sử dụng đạt 102% trong năm 2024, tăng so với mức 78.8% trong năm 2023.

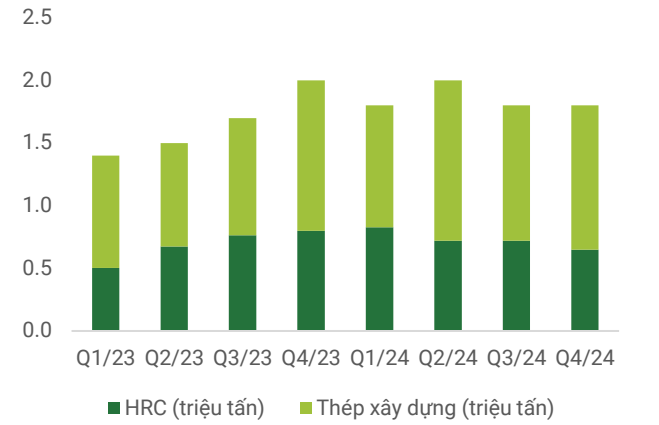
Theo HPG, nhu cầu thép dài được thúc đẩy bởi các dự án đầu tư công. Từ giữa năm, việc triển khai các dự án phát triển hạ tầng, đặc biệt là trong lĩnh vực giao thông đã tăng tốc, làm gia tăng nhu cầu trong nước đối với thép dài và thép kết cấu.

Hình 1: Sản lượng thép thô tăng 30% svck lên 8.7 triệu tấn năm 2024



Nguồn: HPG, PHS

Hình 2: Sản lượng bán HRC giảm trong 2024 do cạnh tranh gay gắt từ HRC nhập khẩu

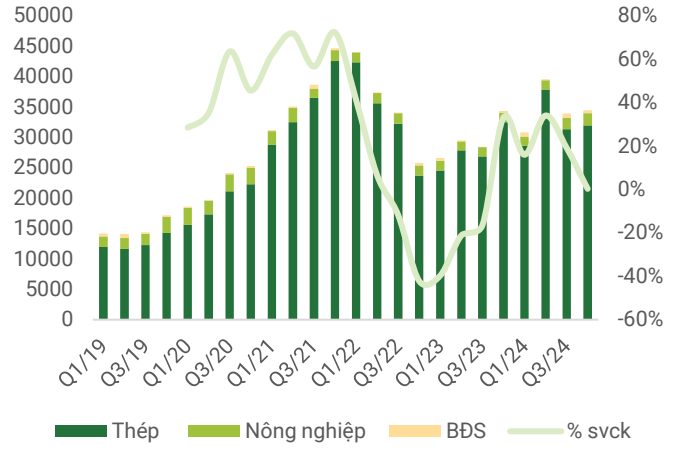


Nguồn: HPG, PHS

HRC đối mặt thách thức từ sự cạnh tranh gay gắt từ thép nhập khẩu giá rẻ. Trung Quốc, quốc gia sản xuất và tiêu thụ thép lớn nhất thế giới, chiếm hơn 55% công suất sản xuất thép toàn cầu, đã chứng kiến nhu cầu thép trì trệ. Các nhà sản xuất quốc gia này tăng cường xuất khẩu thép tồn kho giá thấp sang các quốc gia khác, trong đó có Việt Nam. Trong năm 2024, Việt Nam nhập khẩu hơn 12 triệu tấn HRC, tăng 30% svck, trong khi tiêu thụ nội địa HRC sản xuất trong nước giảm nhẹ 3% svck, xuống còn 6.58 triệu tấn. Trước tình hình cạnh tranh gay gắt với thép Trung Quốc, vào ngày 19/3/2024, HPG và Formosa Hà Tĩnh, hai nhà sản xuất HRC lớn nhất tại Việt Nam, đã nộp đơn yêu cầu điều tra chống bán phá giá (CBPG) đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ vào Việt Nam. Quá trình điều tra dự kiến kéo dài từ 12-18 tháng, với kết quả có thể được công bố trong nửa đầu năm 2025.

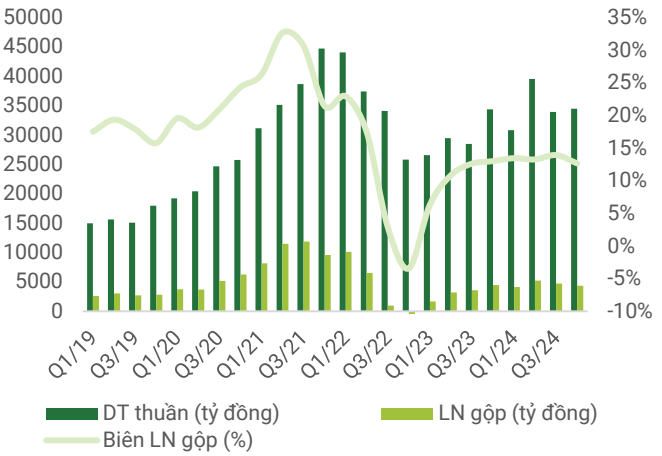
Lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể khi giá thép giảm nhưng chi phí nguyên liệu giảm mạnh hơn. Giá HRC tại Việt Nam giảm 10.7% svck và giá thép cây giảm 5% svck trong 2024, trong khi giá quặng sắt, than coke và thép phế đã giảm lần lượt 24.6%/28.4%/4.6% svck.

Hình 3: Sản lượng thép thô của HPG tăng 6.9% svck trong Q4/24 đạt 2.25 triệu tấn, lũy kế tăng 30% svck đạt 8.7 triệu tấn trong năm 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, PHS

Hình 4: Biên LN gộp giảm 1.3 điểm % xuống 12.7% trong Q4/24. Lũy kế cả năm cải thiện đáng kể 2.4 điểm % lên 13.3%



Nguồn: HPG, PHS

Lợi nhuận ròng phục hồi mạnh 75.9% svck lên 12,020 tỷ đồng năm 2024, chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp cao hơn và chi phí tài chính thấp hơn. Áp lực lỗ tỷ giá giảm khi biến động tỷ giá hạ nhiệt trong năm 2024. Lợi nhuận ròng hoàn thành 102.1% dự phóng của chúng tôi, phù hợp với kỳ vọng.

Tình hình tài chính: Đòn bẩy cao nhưng chi phí lãi vay chưa tăng

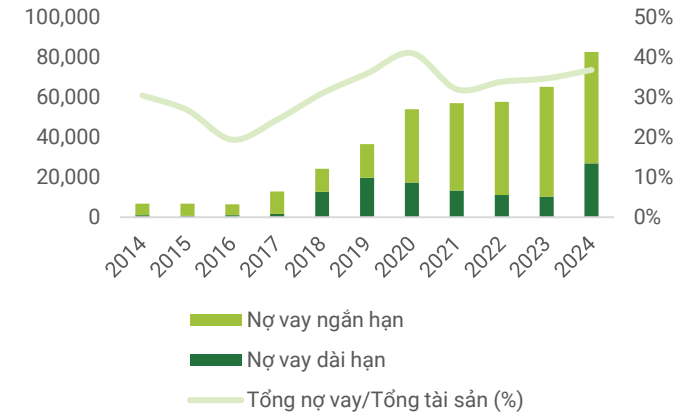
Tập trung nguồn lực tài chính cho Dung Quất 2

HPG đã giải ngân 35,479 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư trong năm 2024, trong đó phân bổ lớn nhất dành cho dự án Dung Quất 2. Đầu tư cơ bản dở dang đạt 63,655 tỷ đồng vào cuối năm 2024, trong đó hơn 60,000 tỷ đồng vào Dung Quất 2, chiếm 26.7% tổng tài sản.

Đòn bẩy tài chính đang ở mức cao

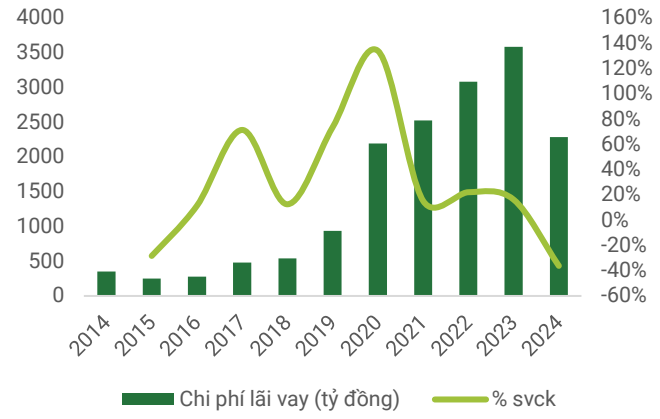
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn đạt đỉnh 82,963 tỷ đồng vào cuối năm 2024, tăng 17.500 tỷ đồng so với đầu năm. Khoản vay mới chủ yếu là vay dài hạn để đầu tư vào dự án Dung Quất 2 với lãi suất dao động từ 2.48% - 7.5%/năm, trong khi nợ vay ngắn hạn duy trì ổn định. Tỷ lệ D/E ở mức 1.0x, cao nhất kể từ giai đoạn 2019-2020 khi Dung Quất 1 đi vào hoạt động. Chi phí lãi vay có xu hướng giảm do Dung Quất 2 đang trong quá trình xây dựng, nên lãi vay chưa được ghi nhận và đang được vốn hóa.

Hình 5: Nợ vay DH đạt đỉnh, trong khi nợ vay NH giảm, phản ánh việc giải ngân cho dự án Dung Quất 2 (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, PHS

Hình 6: Chí phí lãi vay giảm trong 2024

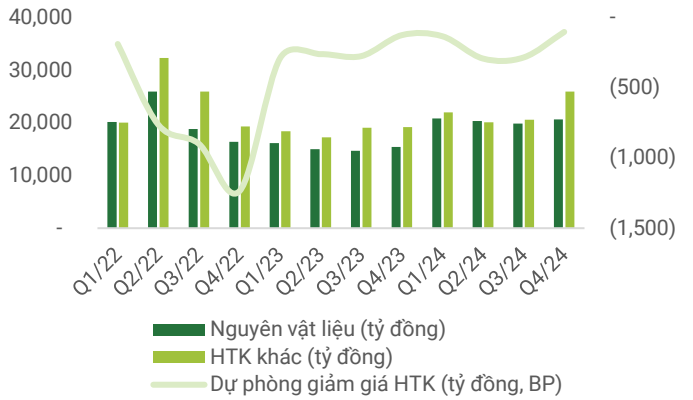


Nguồn: HPG, PHS

HPG đang quản trị hàng tồn kho khá hiệu quả

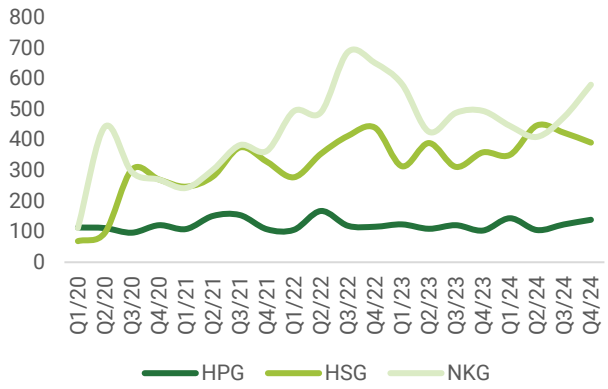
Trên BCĐKT, giá trị nguyên vật liệu tăng trong năm 2024 cho thấy HPG đang chủ động tích trữ lượng lớn hàng tồn kho giá thấp, tuy nhiên điều này không làm gia tăng nợ vay ngắn hạn của công ty cho thấy doanh nghiệp đang quản trị hàng tồn kho một cách hiệu quả. Tồn kho nguyên vật liệu giá thấp không chỉ mang lại lợi ích cho hoạt động sản xuất kinh doanh mà còn giúp giảm thiểu rủi ro liên quan đến trích lập dự phòng giảm giá trong tương lai.

Hình 7: HPG chủ động tích trữ HTK trong bối cảnh giá thấp, nhưng không làm gia tăng nợ vay ngắn hạn của doanh nghiệp



Nguồn: HPG, PHS

Hình 8: Chúng tôi nhận thấy HPG duy trì quản trị hàng tồn kho tương đối ổn định



Nguồn: HPG, PHS

Triển vọng 2025: Tăng trưởng doanh thu thúc đẩy bởi sản lượng bán

Bảng 2: Điều chỉnh dự phóng 2024-25

	2023	2024		2025			Chú thích
			% svck	Cũ	Mới	Thay đổi	
Doanh thu thuần	118,953	138,855	16.7%	161,633	167,334	3.5%	
Thép	111,869	129,866	16.1%	152,552	158,335	3.8%	Chúng tôi đã điều chỉnh tăng sản lượng bán HRC từ +10% svck lên +40% svck năm 2025. Đồng thời, chúng tôi cũng hạ dự phóng mức tăng giá thép xây dựng từ 8-9% xuống 4% svck trong năm 2025, dựa trên giả định rằng giá thép sẽ phục hồi nhẹ nhưng vẫn chịu áp lực từ thép Trung Quốc.
Nông nghiệp	6,152	6,906	12.3%	*6,859*	6,716	*-2.1%*	
Bất động sản	933	2,083	123.3%	*2,222*	2,283	*2.7%*	
LN gộp	12,938	18,498	43.0%	24,620	24,408	-0.9%	
Chi phí bán hàng	1,961	2,337	19.2%	2,909	2,810	-3.4%	
Chi phí QLDN	1,307	1,546	18.2%	1,776	1,858	4.6%	
Doanh thu tài chính	3,173	2,619	-17.5%	3,354	2,510	-25.2%	Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu tài chính dựa trên giả định về biến động tỷ giá sẽ giảm trong năm 2025.
Chi phí tài chính	5,192	3,967	-23.6%	4,429	3,967	-10.4%	Chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí tài chính khi áp lực tỷ giá giảm trong năm 2025. HPG đã tái cơ cấu các khoản vay từ ngoại tệ sang đồng nội tệ khi lãi suất tại Việt Nam đã giảm trong 2 năm qua.
LN khác ròng	142	426	200.4%	139	71	-48.6%	
LNTT	7,793	13,693	75.7%	18,999	16,977	-10.6%	
LN ròng	6,835	12,020	75.9%	16,149	14,815	-8.3%	
Biên LN gộp	10.9%	13.3%	2.4 đ %	15.2%	14.6%	-0.6 đ %	
Biên LN ròng	5.7%	8.7%	2.9 đ %	10.0%	8.9%	-1.1 đ %	

Nguồn: PHS

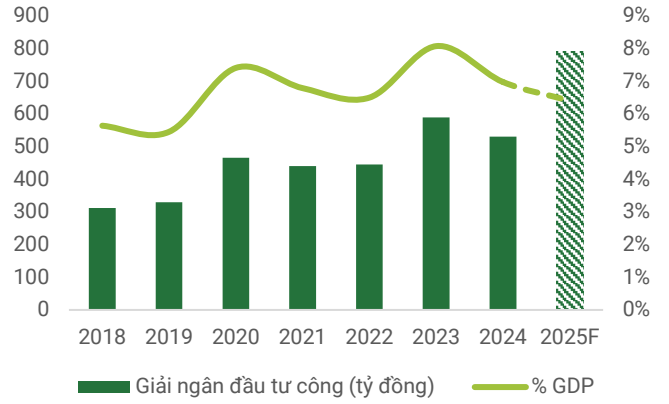
Tiêu thụ thép được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng trong nước

Thúc đẩy đầu tư công là động lực tăng trưởng tiêu thụ thép

Chính phủ đã đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng 6.5%-7% cho 2025 và 7.5%-8.5%/năm giai đoạn 2026-2030. Chúng tôi tin rằng động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ giải ngân đầu tư công, do hiện tại: (1) dư địa cho chính sách tiền tệ không còn nhiều và (2) tăng trưởng tiêu dùng nội địa còn hạn chế.

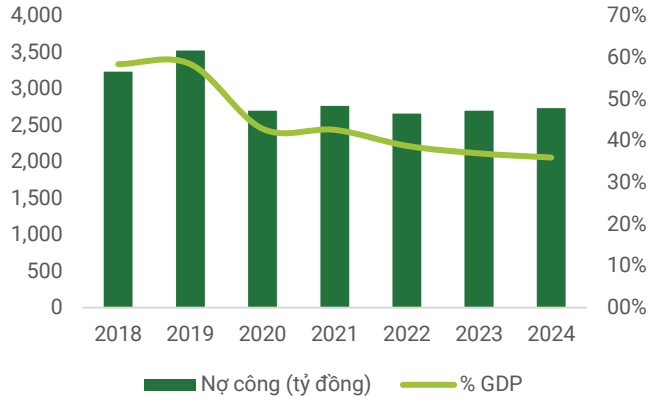
Năm 2025, năm cuối của kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025, Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch giải ngân đầu tư công kỷ lục 791 nghìn tỷ đồng, tương đương 6.4% GDP. Khoản đầu tư lớn này dự kiến sẽ thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu xây dựng trong nước và ngành thép là một trong những ngành sẽ được hưởng lợi.

Hình 10: Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch giải ngân đầu tư công kỷ lục 791 nghìn tỷ đồng, tương đương 6.4% GDP năm 2025



Nguồn: GSO

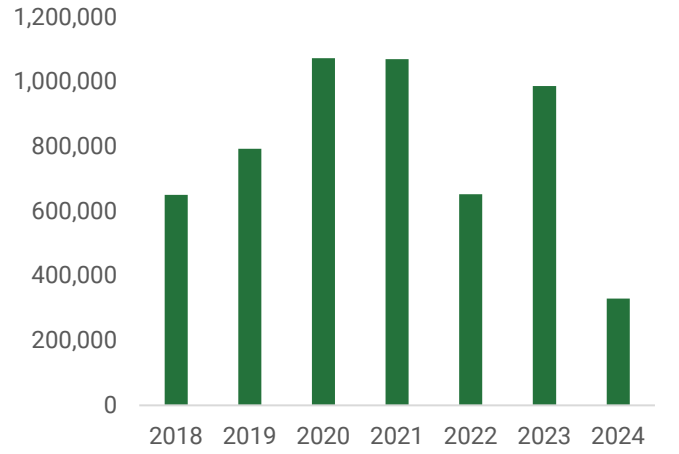
Hình 11: Tỷ lệ Nợ công/GDP duy trì ở mức thấp so với các năm trước



Nguồn: GSO

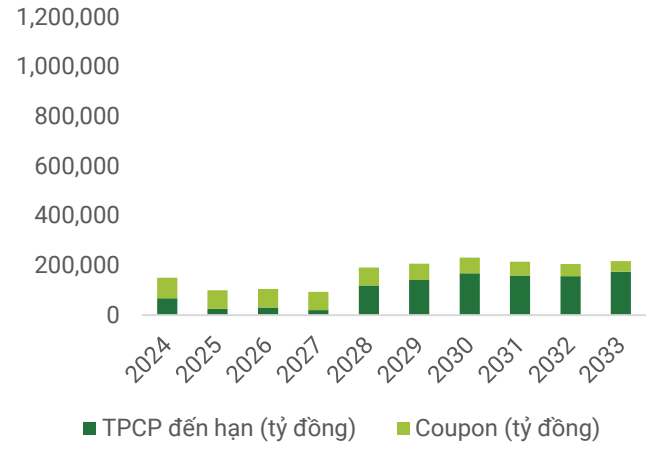
Chúng tôi tin rằng Chính phủ hoàn toàn có khả năng giải ngân số vốn đầu tư công trên nhờ ngân sách dồi dào và tỷ lệ nợ công/GDP hiện đang ở mức thấp so với các năm trước. Trái phiếu Chính phủ đáo hạn bao gồm cả gốc và lãi, dự kiến 113 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027, thấp hơn so với lượng phát hành mới cho thấy áp lực đáo hạn vừa phải. Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), đến cuối năm 2024, thặng dư ngân sách nhà nước đạt 206.7 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, Kho bạc Nhà nước cũng cho biết hơn 1.000 nghìn tỷ đồng đang tồn quỹ chờ giải ngân.

Hình 12: Giá trị TPCP phát hành từ 2028-24 (tỷ đồng)



Nguồn: SBV

Hình 13: Lượng TP đáo hạn và lãi suất dự kiến 113 nghìn tỷ đồng/năm trong 2025-27



Nguồn: SBV

Chính phủ cũng thể hiện quyết tâm mạnh mẽ trong việc hoàn thành các dự án trọng điểm quốc gia trong 2025-26. Các luật sửa đổi nhằm tháo gỡ khó khăn và thu hút vốn từ các tổ chức ngoài chính phủ có hiệu lực từ đầu năm cũng góp phần đẩy nhanh việc giải vốn.

Bảng 3: Một số luật đã được sửa đổi để thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng, nhằm cải thiện hiệu quả đầu tư công, nâng cao môi trường kinh doanh và tạo điều kiện cho sự phát triển của các ngành trọng điểm

Luật	Ngày có hiệu lực	Đẩy nhanh việc giải ngân vốn
Luật Đầu tư công sửa đổi	01/01/2025	**Đơn giản hóa thủ tục hành chính** **Nâng cao hiệu quả giải ngân**: Cải thiện vai trò và trách nhiệm của các cơ quan chức năng trong việc quản lý và giải ngân đầu tư công ở cấp địa phương
Sửa đổi Luật Đầu tư dưới hình thức Hợp tác công tư (PPP)	15/01/2025	**Tăng cường sự tham gia của khu vực tư nhân:** Tăng cường sự tham gia của khu vực tư nhân: cung cấp thêm các ưu đãi và bảo vệ cho các nhà đầu tư tư nhân, đảm bảo rằng họ có thể kỳ vọng vào lợi nhuận hợp lý từ khoản đầu tư của mình trong khi đóng góp vào sự phát triển của đất nước

Nguồn: PHS tổng hợp

Các dự án trọng điểm quốc gia dự kiến sẽ hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026, thúc đẩy nhu cầu thép trong nước. Ngoài ra, dự án đường sắt cao tốc Bắc - Nam dự kiến khởi công vào năm 2026, cũng tạo ra động lực tăng trưởng cho ngành thép trong trung hạn. Chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành 3.000 km đường cao tốc vào năm 2025 và 5.000 km vào cuối năm 2030.

Bảng 4: Những dự án trọng điểm của quốc gia kỳ vọng hoàn thành trong 2025-26

Các dự án	TMĐT (tỷ đồng)	Bắt đầu xây dựng	Dự kiến hoành thành
Sân bay Quốc tế Long Thành GĐ1	109,112	2022	2025
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75,378	2023	2026
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85,813	2023	2025
Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	78,227	2023	2026

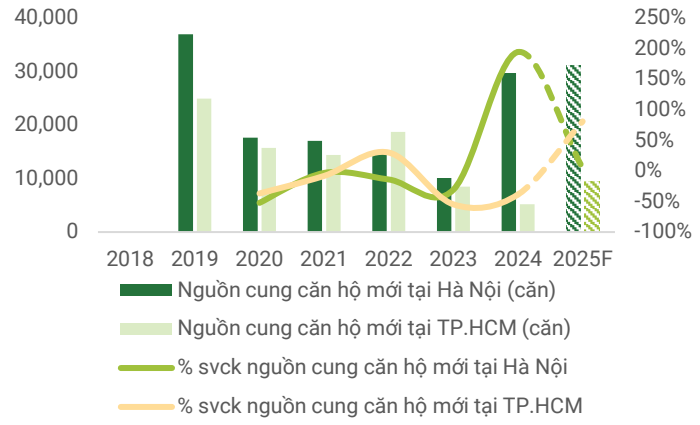
Nguồn: PHS tổng hợp

Chúng tôi tin rằng HPG sẽ hưởng lợi từ sự phát triển cơ sở hạ tầng trong nước nhờ là doanh nghiệp nội địa có công nghệ tiên tiến và quy mô sản xuất lớn. Chính phủ có xu hướng ưu tiên sử dụng thép sản xuất trong nước cho việc xây dựng các dự án quốc gia nếu đáp ứng được các yêu cầu về chất lượng vì (1) việc bảo trì và sửa chữa sau này sẽ thuận tiện hơn và (2) giảm áp lực lên tỷ giá USD/VND.

Nhu cầu xây dựng nhà ở cũng thúc đẩy tiêu thụ thép

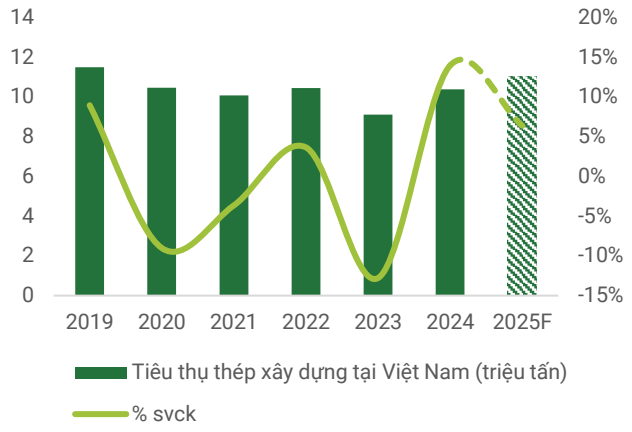
Nguồn cung bất động sản dự kiến sẽ tăng tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh, góp phần thúc đẩy tiêu thụ thép. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ sẽ tăng nhẹ tại Hà Nội và cải thiện đáng kể tại TP.HCM trong năm 2025 nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi khi các rào cản pháp lý được tháo gỡ. Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) dự phóng tiêu thụ thép tại Việt Nam tăng 6.4% svck, đạt 21.6 triệu tấn trong năm 2025.

Hình 14: Theo CBRE, nguồn cung căn hộ sẽ tăng nhẹ tại Hà Nội và cải thiện đáng kể tại TP.HCM trong năm 2025



Nguồn: CBRE

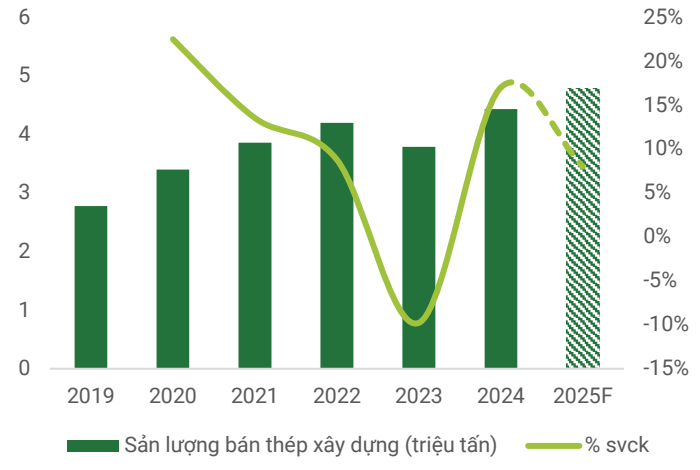
Hình 15: VSA dự phóng tiêu thụ thép tại Việt Nam tăng 6.4% svck, đạt 21,6 triệu tấn trong năm 2025



Nguồn: VSA, PHS

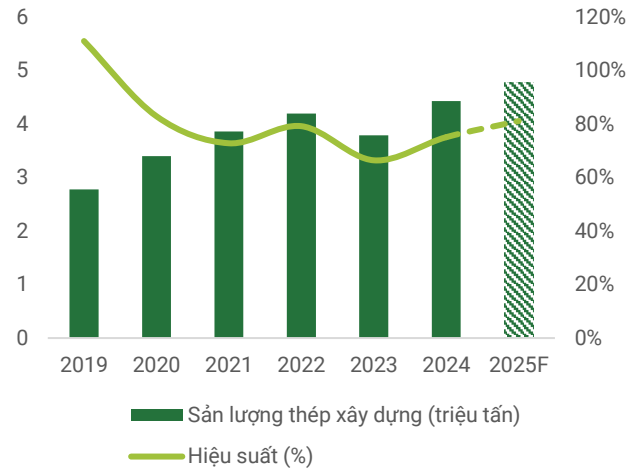
Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xây dựng nhà ở sẽ tăng 10% svck trong năm 2025, và sản lượng bán thép xây dựng của HPG sẽ tăng 8% svck, đạt 4.7 triệu tấn, tương đương 81% công suất sản xuất.

Hình 16: Chúng tôi dự phóng sản lượng bán thép xây dựng sẽ tăng 8% svck, đạt 4.7 triệu tấn …



Nguồn: HPG, PHS

Hình 17: … tương đương 81% tổng công suất năm 2025



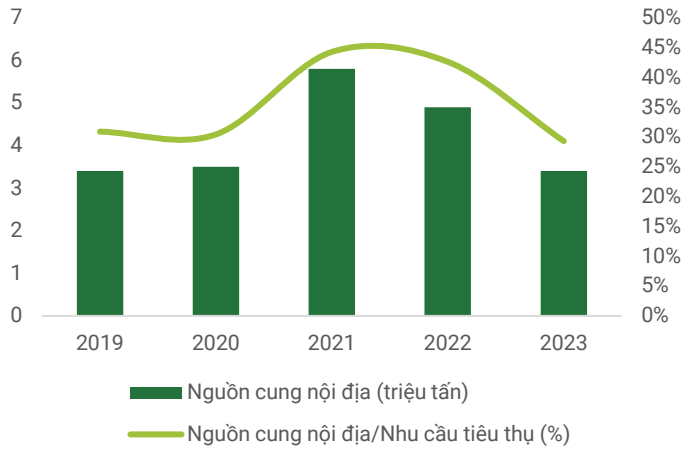
Nguồn: HPG, PHS

Dung Quất 2 thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ

Tiềm năng lớn của Dung Quất 2

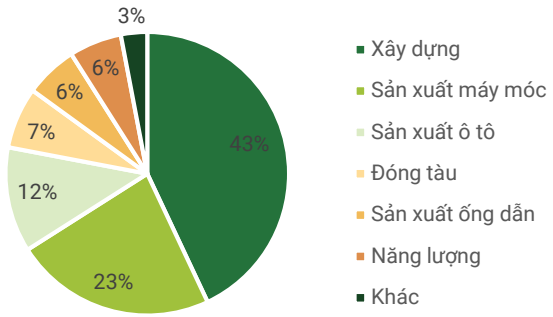
Dự án Dung Quất giai đoạn 2 tập trung vào sản phẩm HRC, sản phẩm được kỳ vọng sẽ có tiềm năng lớn nhờ (1) đáp ứng được nhu cầu thiếu hụt trong nước và (2) được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp hứa hẹn có tiềm năng tăng trưởng cao tại Việt Nam.

Hình 18: Sản xuất trong nước chỉ đáp ứng 30% nhu cầu tiêu thụ HRC tại Việt Nam



Nguồn: VSA

Hình 19: HRC được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao



Nguồn: PHS tổng hợp

Ngoài ra, sản phẩm HRC từ Dung Quất 2 có khả năng sẽ được hưởng lợi nếu thuế chống bán phá giá (CBPG) được áp dụng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng HRC được áp thuế CBPG sẽ thấp hơn các sản phẩm thép khác như tôn mạ, ống thép và thép xây dựng do HRC là nguyên liệu đầu vào quan trọng cho nhiều ngành công nghiệp quan trọng ngoài ngành xây dựng như ô tô và năng lượng, các ngành đang được thúc đẩy để phát triển mạnh mẽ tại Việt Nam, việc áp thuế có thể khiến chi phí đầu vào gia tăng.

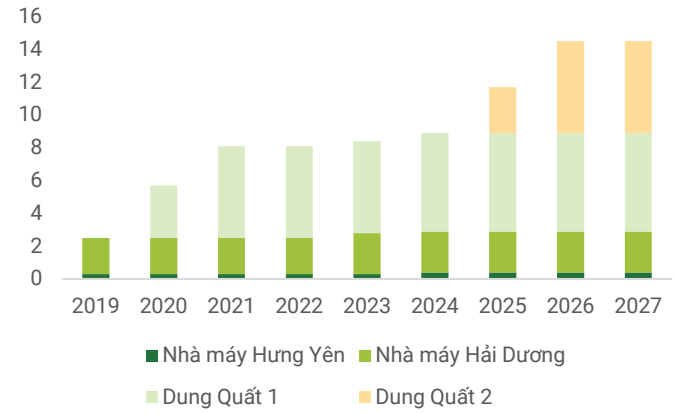
Bảng 5: Các cuộc điều tra CBPG đang được tiến hành tại Việt Nam

Loại thép	Mã vụ việc	Thời gian điều tra	Quốc gia khởi xướng	Sản phẩm của quốc gia bị điều tra
HRC	AD20	26/07/2024-26/07/2025	Việt Nam	Ấn Độ, Trung Quốc
Tôn mạ	AD19	14/06/2024-14/06/2025	Việt Nam	Trung Quốc, Hàn Quốc

Nguồn: VSA

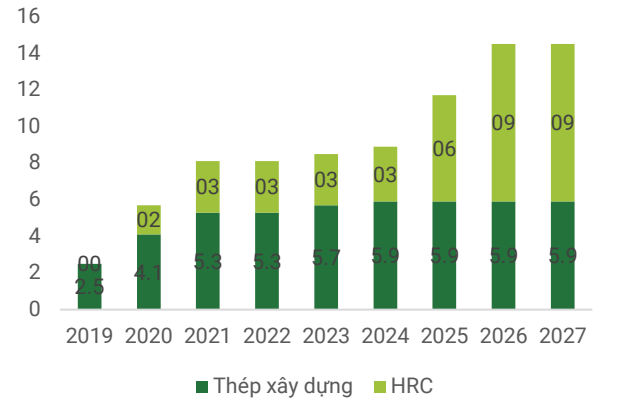
Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giả định rằng thuế CBPG đối với HRC sẽ được phê duyệt vào trong nửa đầu 2025, do tình trạng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tràn lan, xuất khẩu thép năm 2025 của Trung Quốc dự kiến tiếp tục mạnh mẽ khi nhu cầu tiêu thụ nội địa thu hẹp bởi thị trường bất động sản đình trệ trong 2025.

Hình 20: Công suất thiết kế các nhà máy của Hòa Phát



Nguồn: HPG

Hình 21: Công suất thiết kế theo sản phẩm của Hòa Phát



Nguồn: HPG

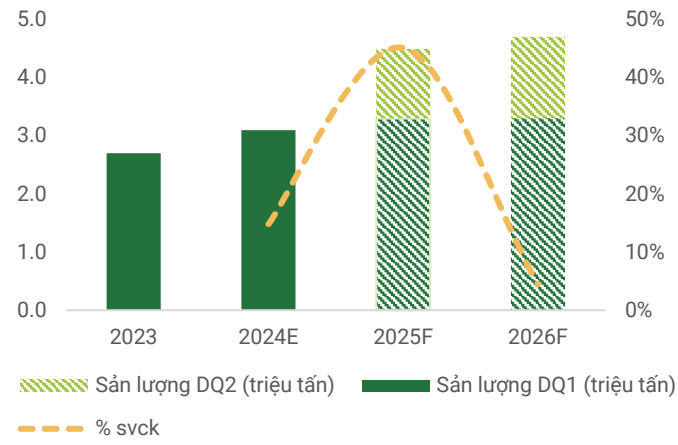
Tiến độ của dự án phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

Dung Quất 2 đã hoàn thành việc lắp đặt các dây chuyền sản xuất chính cho Giai đoạn 1 và đạt 50% tiến độ xây dựng cho Giai đoạn 2. Lò cao đầu tiên dự kiến sẽ đi vào hoạt động thương mại trong Q1/25 và lò cao thứ hai sẽ vào vận hành trong Q1/26. Tiến độ của dự án phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.

Kỳ vọng vọng Dung Quất 2 thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ

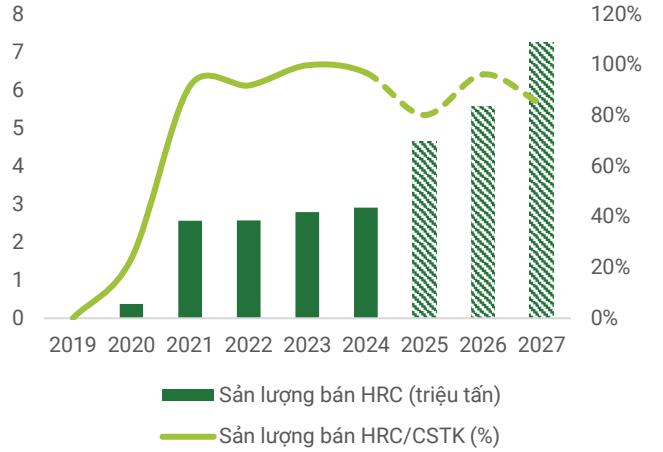
Chúng tôi ước tính Dung Quất 2 sẽ đạt hiệu suất 46%/36% trong năm 2025/2026. Dự phóng sản lượng bán HRC sẽ tăng mạnh 60% svck, đạt 4.8 triệu tấn, tương đương 84% công suất thiết kế trong năm 2025.

Hình 22: Chúng tôi dự phóng sản lượng bán HRC tăng 60% svck, đạt 4.8 triệu tấn, …



Nguồn: HPG, PHS

Hình 23: … tương đương 84% công suất thiết kế năm 2025



Nguồn: HPG, PHS

Áp lực tài chính sẽ tăng trong 2025 khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động

Hiện nay khi Dung Quất 2 chưa đi vào hoạt động, chi phí lãi vay đang được vốn hóa, nên chưa gây áp lực lớn lên lợi nhuận của doanh nghiệp. Năm 2025, khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động, chi phí lãi vay và khấu hao sẽ được ghi nhận. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao trên mỗi tấn HRC sẽ tương đương với mức chi phí khấu hao khi Dung Quất 1 đi vào hoạt động vào năm

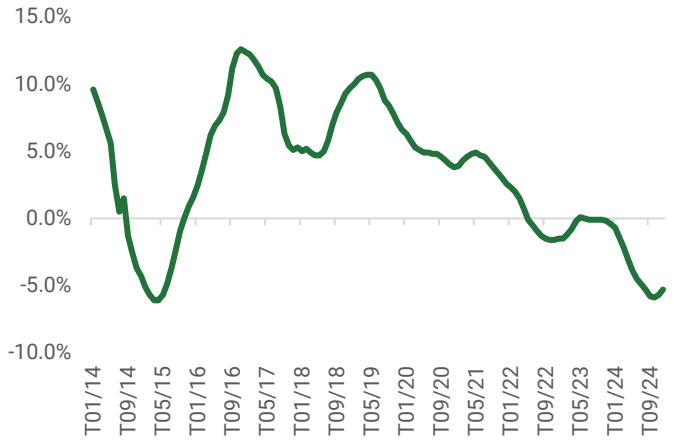
2020. Chúng tôi ước tính biên LN gộp sẽ tiếp tục cải thiện 1.4 điểm % svck, nhưng biên LN ròng sẽ đi ngang trong năm 2025.

Biên LN mảng thép cải thiện nhờ giá bán tăng và chi phí tăng chậm hơn

Giá bán cải thiện nhẹ khi tiếp tục chịu áp lực từ thép nhập khẩu Trung Quốc

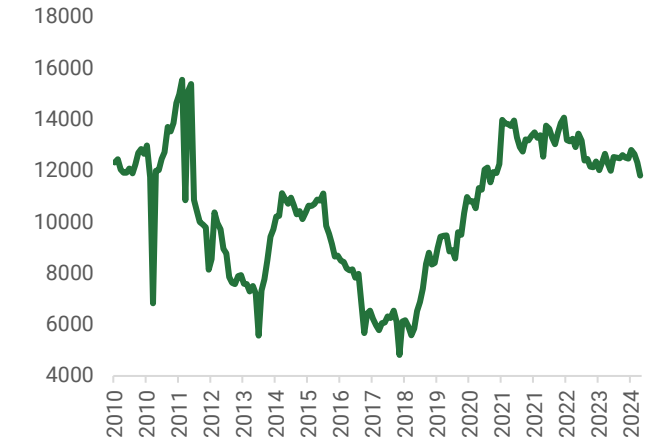
Chúng tôi kỳ vọng giá thép cải thiện nhẹ 4% svck nhờ nhu cầu xây dung trong nước cao. Tuy nhiên, giá thép vẫn chịu áp lực từ thép nhập khẩu Trung Quốc khi các nhà sản xuất sẽ vẫn đẩy mạnh xuất khẩu khi nhu cầu thép tại quốc gia này dự kiến giảm trong 2025.

Hình 24: Giá nhà tại Trung Quốc tiếp tục giảm bất chất các biện pháp kích cầu từ chính phủ



Nguồn: Bloomberg

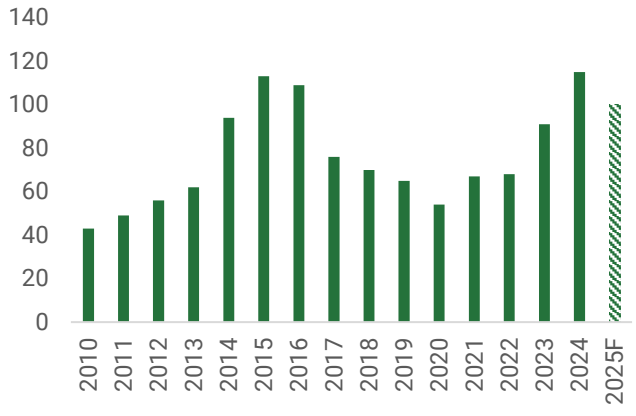
Hình 25: Tồn kho bất động sản duy trì ở mức cao tại Bắc Kinh, Trung Quốc (1,000 m2)



Nguồn: Bloomberg

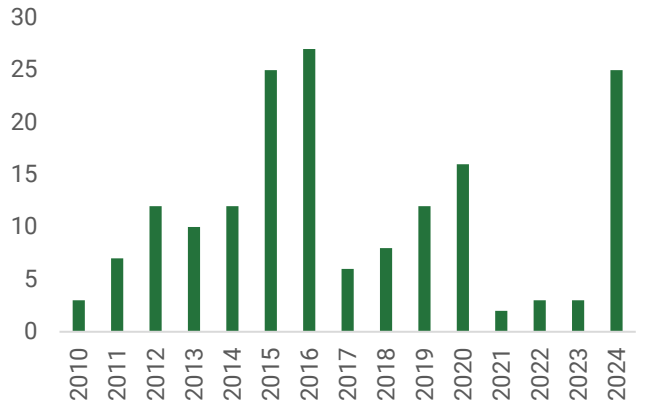
Chúng tôi cho rằng thị trường bất động ở tại Trung Quốc khó phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025 do dư nợ lớn và lợi nhuận chạm đáy. Giá nhà tại Trung Quốc giảm về mức thấp kỷ lục khiến cho các nhà phát triển bất động sản gặp khó khăn trong việc triển khai các dự án mới. MySteel dự báo sản lượng thép thô của Trung Quốc sẽ giảm 1.3% svck đạt 990 triệu tấn trong năm 2025. Theo dự báo của các chuyên gia, Trung Quốc có khả năng xuất khẩu khoảng 90-100 triệu tấn thép trong năm 2025.

Hình 26: Trung Quốc có khả năng xuất khẩu khoảng 90-100 triệu tấn thép trong năm 2025 (triệu tấn)



Nguồn: Bộ Thương mại và TCHQ Trung Quốc

Hình 27: Các vụ điều tra CBPG với thép Trung Quốc qua các năm. Kỳ vọng khi các biện pháp CBPG được áp dụng giá thép toàn cầu sẽ tăng



Nguồn: Bộ Thương mại và TCHQ Trung Quốc

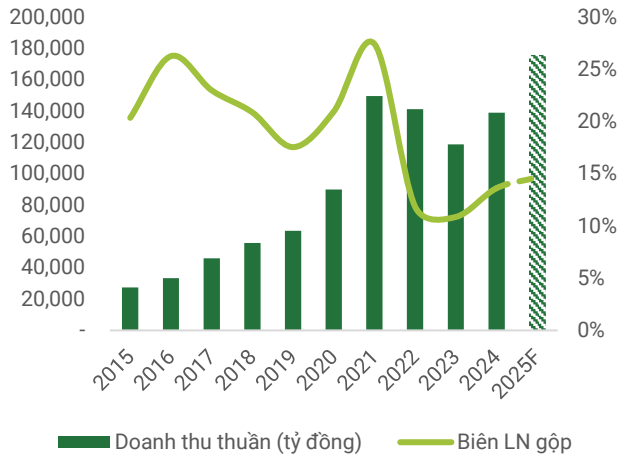
Biên LN gộp cải thiện

Giá quặng sắt, than coke và thép phế đã giảm đáng kể lần lượt 24.6%/28.4%/4.6% svck trong 2024, mức giảm này nhiều hơn so với sự giảm của giá thép. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách giữa giá bán và chi phí nguyên liệu sẽ vẫn duy trì trong 2025. Lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhiều hơn nữa khi giá bán thép tăng, trong khi giá nguyên liệu có xu hướng tăng chậm hơn hoặc giảm do nhu cầu sản xuất thép yếu tại Trung Quốc.

Hình 28: Giá quặng sắt, than coke và thép phế đã giảm đáng kể lần lượt 24.6%/28.4%/4.6% svck trong 2024

Nguồn: Bloomberg

Hình 29: Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của HPG cải thiện lên 14.6% năm 2025 từ 13.3% năm 2024



Nguồn: HPG, PHS

Định giá: Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,400 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 21.3%

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh để xác định giá mục tiêu. Chúng tôi đã điều chỉnh giá mục tiêu tăng 15% nhờ dự phóng EPS cao hơn trong 2025 và các thay đổi trong giả định WACC. Chúng tôi cũng đã điều chỉnh thời điểm định giá sang đầu năm 2025 và duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,400 đồng, tiềm năng tăng giá 21.3%.

HPG hiện đang được giao dịch với P/E trượt là 13.8x. Chúng tôi lựa chọn P/E mục tiêu là 12x, vẫn thấp hơn mức trung bình 10 năm là 15.5x, do chịu ảnh hưởng từ kết quả kinh doanh yếu trong năm 2023.

Bảng 6: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng (%)	Giá trung bình theo tỷ trọng (VND)
FCFF	34,147	50%	17,073
P/E (P/E mục tiêu 12x)	30,574	50%	15,287
Giá trung bình			32,360
Giá mục tiêu (làm tròn)			32,400

Nguồn: PHS

Bảng 7: Giả định WACC

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro thị trường	9.5%
Chi phí VCSH	14.1%
Chi phí nợ vay	5.5%
Nợ/(Nợ+VCSH)	48.2%
Thuế (ước tính)	12.7%
WACC	9.63%
Tiềm năng tăng trưởng dài hạn	2.0%

Nguồn: PHS

Bảng 8: Phương pháp FCFF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
LNST	14,815	17,623	21,264	23,322	25,273	27,322
Cộng: Khấu hao	9,786	11,029	11,100	11,191	11,268	11,320
Trừ: Đầu tư TSCĐ	2,659	15,810	1,010	1,208	1,208	1,208
Cộng: Chi phí lãi vay*(1-thuế)	2,896	3,722	3,967	4,166	4,327	4,451
Trừ: Thay đổi VLĐ	4,614	10,321	13,718	18,368	17,812	19,504
FCFF (trước điều chỉnh)	20,225	6,244	21,603	19,103	21,849	22,382
Số kỳ chiết khấu	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
Hệ số chiết khấu	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.58
Giá trị hiện tại của FCFF	18,449	5,195	16,397	13,226	13,798	12,893
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	79,958					
Giá trị cuối cùng	299,287					
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	172,409					
Giá trị doanh nghiệp	252,367					
Tiền và Đầu tư ngắn hạn	24,888					
Nợ	78,698					
Giá trị VCSH	198,557					
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân	5,814,785,700					
Giá hợp lý/cp	34,147					

Nguồn: PHS

Hình 27: HPG hiện đang giao dịch với P/E trượt 13.8x, thấp hơn mức trung bình của 10

Nguồn: Bloomberg

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ đồng

Báo cáo KQKD	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
DT thuần	141,409	118,953	138,855	167,334	187,361
GVHB	(124,646)	(106,015)	(120,358)	(142,926)	(158,296)
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	18,498	24,408	29,065
Chi phí bán hàng	(2,666)	(1,961)	(2,337)	(2,810)	(3,147)
Chi phí QLDN	(1,019)	(1,307)	(1,546)	(1,858)	(2,081)
Lợi nhuận từ HĐKD	3,744	3,173	2,619	2,510	2,810
Lợi nhuận tài chính	(7,027)	(5,192)	(3,967)	(5,343)	(6,531)
Chi phí tài chính	9,923	7,793	13,693	16,977	20,195
Lợi nhuận trước thuế	8,444	6,800	12,020	14,815	17,623
Lợi nhuận sau thuế	8,484	6,835	12,020	14,815	17,623
BCĐKT	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**
Tài Sản Ngắn Hạn	**80,515**	**82,716**	**87,079**	**109,907**	**133,875**
Tiền và tương đương tiền	8,325	12,252	6,888	33,096	31,487
Đầu tư tài chính ngắn hạn	26,268	22,177	18,975	11,113	30,392
Phải thu ngắn hạn	9,893	10,702	7,622	12,278	13,529
Hàng tồn kho	34,491	34,504	46,521	46,276	51,253
Tài sản ngắn hạn khác	1,538	3,081	7,073	7,144	7,215
Tài Sản Dài Hạn	**89,821**	**105,066**	**137,411**	**128,744**	**117,452**
Phải thu dài hạn	894	1,881	950	876	884
Tài sản cố định	70,833	71,998	67,428	94,267	83,959
Bất động sản đầu tư	629	594	560	530	496
Chi phí xây dựng dở dang	13,363	26,099	63,749	28,567	27,511
Đầu tư tài chính dài hạn	1	40	137	137	137
Tài sản dài hạn khác	4,100	4,454	4,587	4,368	4,466
Lợi thế thương mại	88	76	64	64	64
Total Assets	**170,336**	**187,783**	**224,490**	**238,652**	**251,328**
Nợ phải trả	**74,227**	**84,946**	**109,842**	**114,955**	**115,860**
Nợ ngắn hạn	62,385	71,513	75,503	92,903	99,670
Nợ dài hạn	11,841	13,433	15,081	18,522	13,253
Vốn chủ sở hữu	**96,007**	**102,771**	**112,923**	**120,169**	**131,707**
Vốn góp	58,148	58,148	58,148	58,148	58,148
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	66	66	66	66
Tổng nguồn vốn	**170,340**	**187,783**	**224,490**	**238,652**	**251,328**

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	12,278	8,643	7,027	29,897	12,662
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(24,626)	(11,995)	(30,143)	(1,123)	(11,637)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,778)	7,276	17,752	(2,565)	(2,634)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(14,127)	3,924	(5,365)	26,208	(1,609)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	22,471	8,325	12,252	6,888	33,096
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	**8,325**	**12,252**	**6,888**	**33,096**	**31,487**
Chỉ số tài chính	**2022A**	**2023A**	**2024A**	**2025F**	**2026F**
Tăng trưởng					
Doanh thu	-5.5%	-15.9%	17.0%	20.2%	12.0%
Lợi nhuận sau thuế	-75.4%	-19.4%	75.9%	23.3%	19.0%
Tổng tài sản	-4.4%	10.2%	19.5%	6.3%	5.3%
Tổng vốn chủ sở hữu	5.9%	7.0%	11.3%	8.1%	9.5%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	11.9%	10.9%	13.3%	14.6%	15.5%
Tỷ suất EBIT	9.2%	9.6%	11.5%	12.1%	13.1%
Tỷ suất EBITDA	13.9%	15.2%	16.9%	18.0%	18.9%
Tỷ suất lãi ròng	6.0%	5.7%	8.7%	8.9%	9.4%
ROA	5.0%	3.6%	5.4%	6.2%	7.0%
ROE	8.8%	6.7%	10.5%	12.0%	13.0%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	10	14	14	14	14
Số ngày tồn kho	112	119	119	119	119
Số ngày phải trả	51	40	50	47	46
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.2	0.7	1.2	1.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.6	0.2	0.7	0.8
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
Vay ngắn hạn/VCSH	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
Vay dài hạn/VCSH	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1

(Nguồn: PHS)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Thị Mai Hoa, Chuyên viên 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

Khuyến nghị Mua: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

Khuyến nghị Gia tăng tỷ trọng: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

Khuyến nghị Giữ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

Khuyến nghị Giảm tỷ trọng: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ, từ 0% đến -10%.

Khuyến nghị Bán: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%

Không được xếp hạng: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© 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
Phone: (84-28) 5 413 5479 **Fax:** (84-28) 5 413 5472
Customer Service: 1900 25 23 58 **Call Center:** (84-28) 5 413 5488
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn **Web:** www.phs.vn

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
Phone: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3
Tầng 4, D&D Tower
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận 3, TP.HCM

Phone: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

PGD Phú Mỹ Hưng
Tòa nhà CR2-08
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, TP.HCM
Phone: (+84-28) 5 413 5478
Fax: (+84-28) 5 413 5473

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

Phone: (+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 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

Quý Khách hàng vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này