

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

- Lợi nhuận ròng Q2/2024 tăng 129% svck và 16% so với quý trước nhờ tăng trưởng sản lượng. Lợi nhuận ròng 6T/2024 tăng 238% svck, hoàn thành 47% dự báo cả năm 2024 của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng cả năm 2024 đạt 11,864 tỷ đồng (+74% svck) nhờ tăng trưởng sản lượng và cải thiện biên lợi nhuận gộp (LNG). Lợi nhuận ròng dự phóng năm 2025/26 tăng trưởng 51%/31% svck với sự đóng góp của dự án Dung Quất 2 (DQ2) và việc áp thuế chống bán phá giá (CBPG).
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho HPG với giá mục tiêu 33,500 đồng/cp.

### Sự tăng trưởng sản lượng là động lực chính cho KQKD Q2/2024

Trong Q2/2024, doanh thu đạt 39,936 tỷ đồng (+34% svck, +28% so với quý trước) nhờ sự cải thiện nhu cầu. Về sản lượng sản xuất, HPG đạt 2,490 nghìn tấn, nhờ sản lượng thép xây dựng tăng 62% svck. Nguyên liệu đầu vào giảm mạnh hơn giá bán tác động tích cực lên biên LNG, đạt 13% (+2 điểm % svck). Giá quặng sắt và than giảm 5% và 8% svck trong khi giá thép xây dựng giảm 4% svck. Chi phí tài chính đạt 1,065 tỷ đồng (-21% svck) nhờ lãi suất thấp. Do đó, lợi nhuận ròng của HPG Q2/2024 đạt 3,320 tỷ đồng (+129% svck, +16% so với quý trước). Lợi nhuận ròng nửa đầu năm 2024 tăng 238% svck, và hoàn thành 47% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Lợi nhuận ròng cả năm kỳ vọng tăng 74% svck nhờ cải thiện sản lượng, lợi nhuận ròng 2025-26 sẽ tăng 51%/31% svck nhờ thuế CBPG và Dung Quất 2

Trong 2024, lợi nhuận ròng đạt 11,864 tỷ đồng (+74% svck) do tăng doanh thu (+12% svck) và biên LNG (+3% svck). Kỳ vọng năm 2025-2026, với sự đóng góp của DQ2 và thuế CBPG, tổng sản lượng có thể đạt 9.9/12.5 triệu tấn (+19%/24% svck) nhờ tăng trưởng sản xuất thép HRC đạt 51%/55% svck, từ đó doanh thu tăng 24%/32% svck. Ngoài ra, giá bán tăng mạnh hơn nguyên liệu đầu vào giúp cải thiện biên LNG, có thể đạt 15.6% (+1.6đ%) và 15.5% (-0.1đ% svck) trong năm 2025-2026. Như vậy, lợi nhuận ròng năm 2025-2026 có thể đạt 18,035/23,577 tỷ đồng (+51%/31% svck).

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 33,500 đồng/cp

Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu HPG cho mục tiêu dài hạn do các yếu tố tiêu cực đã phản ánh hầu hết vào giá cổ phiếu. Từ Q4/2024, chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ cải thiện nhờ áp lực giảm dần từ phía thép Trung Quốc. Ngoài ra, việc áp thuế CBPG và vận hành DQ2 là những điểm sáng thúc đẩy lợi nhuận ròng của HPG trong năm 2025-26. Vì thế, chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 33,500 đồng/cp, tăng 33% thông qua hai phương pháp định giá FCFF và P/B (WACC: 11.6%). Rủi ro đầu tư bao gồm (1) giá thép Trung Quốc tiếp tục giảm và (2) ngành bất động sản kém khả quan.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	118,953	132,638	166,735	219,776
Lợi nhuận ròng (LNR)	6,835	11,864	18,035	23,577
Tăng trưởng doanh thu	-15.9%	11.5%	25.7%	31.8%
Tăng trưởng LNR	-23.1%	73.6%	51.0%	31.2%
Biên LNG	10.9%	13.9%	15.6%	15.5%
EBITDA	15.2%	17.8%	20.2%	18.5%
ROAE	6.9%	11.5%	17.0%	21.3%
ROAA	3.8%	6.1%	8.8%	11.0%
EPS (VND/share)	1,175	2,040	2,820	3,042
BVPS (VND/share)	17,674	16,132	16,952	17,638

Nguồn: HPG, MBS Research dự phóng

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND 33,500

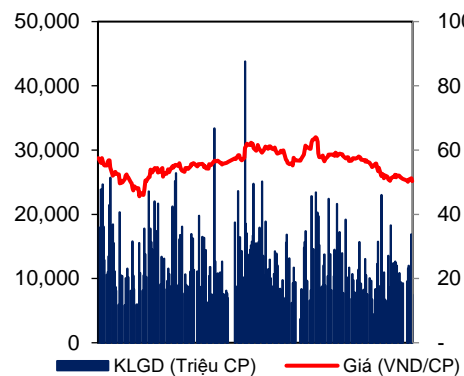
Tiềm năng tăng giá

33%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm 10% EPS trong năm 2024 và tăng 9% EPS trong năm 2025

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá trị trường (VND)	25,150
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,000
Vốn hóa (Tỷ đồng)	160,860
P/E (TTM)	14.5
P/B	1.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	25.8%
Nước ngoài	23.7%
Khác	51.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

### Luận điểm đầu tư & Định giá

#### Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng và thép HRC sẽ cải thiện từ năm 2025 khi áp lực từ thép Trung Quốc giảm dần do cắt giảm sản lượng.
- Thuế CBPG đối với thép HRC giúp thu hẹp giữa giá thép Việt nam và Trung Quốc, từ đó HPG có thể lấy lại thị phần.
- DQ2 dự kiến đi vào hoạt động từ Q2/25 và nâng mức sản lượng HRC trong giai đoạn 2025 - 2027 hơn gấp đôi so với sản lượng hiện tại.
- Lợi nhuận ròng trong cả năm 2024-25 có thể tăng 74%/51% svck do tăng sản lượng và cải thiện biên LNG. Trong năm 2026, với sự đóng góp của 3 tấn thép HRC, lợi nhuận ròng có thể đạt 23,576 tỷ đồng (+31% svck).

#### Định giá

Chúng tôi áp dụng 02 phương pháp định giá FCFF và P/B với HPG và đưa ra giá trị hợp lý là 33,500 đồng/cp (bằng với giá mục tiêu trước đó). Chúng tôi duy trì giá mục tiêu khi xem xét giảm 10% EPS cả năm 2024 do áp lực từ thép Trung Quốc nhưng tăng 9% EPS năm 2025 nhờ áp thuế CBPG.

Chúng tôi duy trì P/B ở mức 2.1x để định giá HPG. Mức P/B dựa trên trung bình P/B của doanh nghiệp trong giai đoạn hồi phục của ngành thép trong 2 chu kỳ gần đây. Vì thế, trong bối cảnh ngành thép hồi phục, định giá này phù hợp với doanh nghiệp trong giai đoạn đầu của chu kỳ phát triển.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Trọng số	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	33,200
P/B (P/B mục tiêu 2024 = 2.1x)	50%	33,900
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>33,500</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: FCFF dự phóng

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	11,876	18,039	23,564	37,041	34,097
Chi phí không bằng tiền	7,475	9,966	10,942	11,510	12,685
Chi phí lãi vay sau thuế	2,868	2,206	2,810	2,790	2,716
Đầu tư tài sản cố định	9,299	34,398	13,187	3,878	17,080
Vốn lưu động	(372)	(2,348)	(2,703)	(11,777)	12,183
FCFF	13,292	(1,839)	26,832	59,239	20,235

Hình 3: Định giá FCFF

(+) Giá trị hiện tại FCFF giai đoạn 2024-2028	Tỷ đồng	89,306
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	155,585
(+) Tiền & tương đương tiền	Tỷ đồng	22,656
(-) Nợ vay	Tỷ đồng	73,940
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ đồng	197,608
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cp	5.81
Giá cổ phiếu	VNĐ	33,200

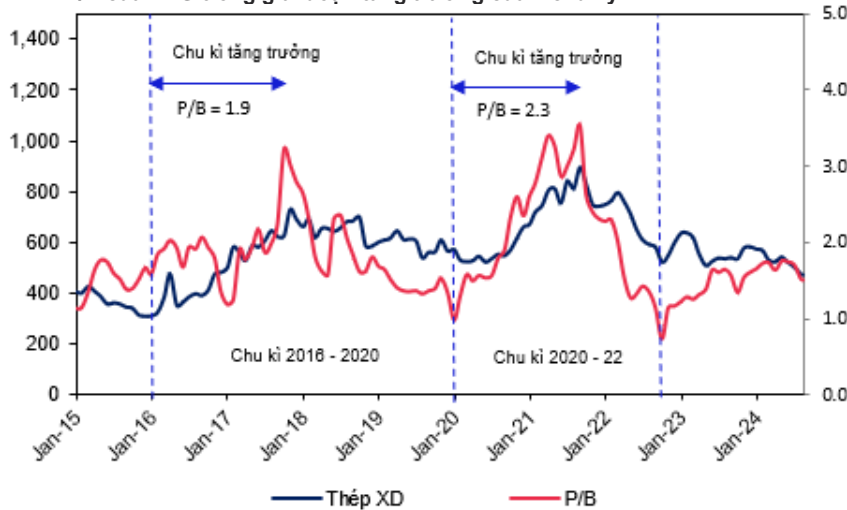
**Chi phí vốn**

Lợi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.20
Phần bù rủi ro	9.6%
Chi phí vốn	13.1%

**WACC và mức tăng trưởng dài hạn**

Chi phí vốn nợ	12.0%
Thuế	20.0%
WACC	11.2%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Hình 4: P/B của HPG trong giai đoạn tăng trưởng của 2 chu kỳ



Nguồn: FinproX, MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

	Mã cổ phiếu	(Triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	6,660	23.4	13.5	1.7	1.6	3.8%	6.6%	7.2%	12.5%
Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	610	130.2	23.8	1.3	0.2	0.5%	3.4%	1.2%	4.5%
Tập đoàn Nam Kim	NKG VN	270	50.1	25.1	1.2	1.1	0.9%	3.2%	3.11	7.3%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	110	18.3	9.5	1.3	1.5	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
Nippon Steel	5401 JP Equity	19,800	19.8	16.8	0.6	0.5	12.1%	11.8%	18.1%	17.6%
Valin Steel Group	000932 CH Equity	4,750	13.2	19.3	0.9	0.9	5.6%	6.3%	8.9%	9.6%
Kobe Steel	5406 JP Equity	4,100	8.8	8.2	0.7	0.08	7.7%	7.5%	8.5%	8.3%
<b>Trung bình</b>		<b>5,186</b>	<b>37.6</b>	<b>16.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.7%</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Rủi ro đầu tư**

- (1) Thị trường Trung Quốc tiếp tục đi xuống tới năm 2025 sẽ ảnh hưởng đến giá thị trường nội địa.
- (2) Nguồn cung bất động sản không phục hồi như kỳ vọng.

**Sản lượng hồi phục là động lực chính cho KQKD Q2/2024**

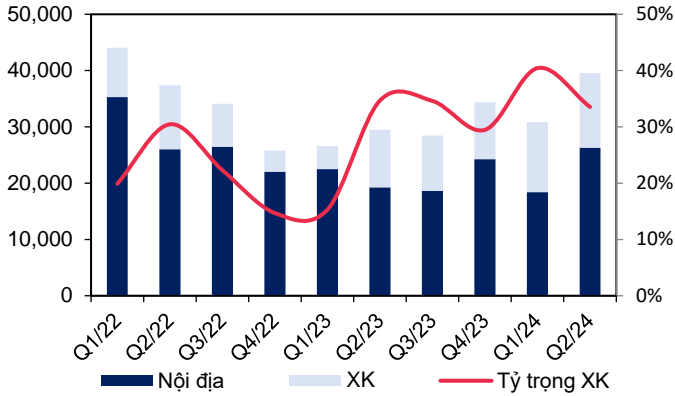
**6T/2024: Tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp**

Hình 6: Kết quả hoạt động kinh doanh

Chỉ số KQKD	Q2/24	Svck (%)	So với quý trước (%)	6T/2024	Svck (%)	So với dự báo trước	Đánh giá
<b>Sản lượng (Nghìn tấn)</b>	2,490	38%	9%	<b>4,704</b>	38%	56%	Sản lượng tăng svck do tăng sản lượng thép xây dựng
<b>Bao gồm:</b>							
- Thép xây dựng	1,271	62%	33%	2,227	35%	55%	Sản lượng thép xây dựng tăng đáng kể do sự phục hồi của ngành xây dựng. Cung cầu hệ tăng trưởng mạnh 176% svck, đã ảnh hưởng tích cực đến ngành xây dựng. Tiêu thụ thép HRC giảm nhẹ do (1) nhu cầu thấp hơn từ các đối tác xuất khẩu và (2) cạnh tranh với thép Trung Quốc rẻ hơn.
- Thép HRC	723	-1%	-10%	1,527	26%	51%	
<b>Giá (USD/tấn)</b>							
- Thép xây dựng	560	-4%	-2%	568	-6%	96%	Giá thép xây dựng giảm nhằm cạnh tranh với áp lực từ thép Trung Quốc. Giá HRC giảm do (1) Giá HRC toàn cầu giảm vì nhu cầu thấp từ Trung Quốc và (2) sự cạnh tranh từ thép HRC nhập khẩu
- Thép HRC	540	-10%	-7%	570	-10%	86%	
<b>Doanh thu</b>	39,936	34%	28%	70,407	26%	50%	Doanh thu Q2/2024 tăng 34% svck chủ yếu do sản lượng tăng trưởng, mặc dù giá thép xây dựng và HRC giảm.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	5,247	64%	26%	9,401	89%	46%	
Biên LNG	13%	2đ %	0.2đ %	13%	4đ %	-1đ %	Biên LNG tăng 2% do giá nguyên vật liệu giảm nhiều hơn so với giá bán. Trong 2Q/24, giá than và quặng giảm lần lượt 10% và 8% svck, trong khi giá thép xây dựng chỉ giảm nhẹ 4% svck.
Thu nhập tài chính	645	-13%	-14%	1,397	-15%	40%	
Chi phí tài chính	1,065	-21%	0.5%	2125	-20%	37%	
- Chi phí lãi vay	564	-45%	-11%	1,200	-41%	30%	Chi phí tài chính giảm do lãi suất thấp hơn
<b>Chi phí bán hàng</b>	746	38%	17%	<b>1,386</b>	36%	65%	Chi phí tăng 38% svck do tăng chi phí vận chuyển
<b>Chi phí QLDN</b>	390	18%	23%	707	15%	48%	
%Chi phí SG&A/ doanh thu	3%	0.3đ %	-0.1đ %	3%	0.1%	0.4đ %	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	3,733	119%	14%	6,994	213%	48%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3,320</b>	<b>129%</b>	<b>16%</b>	<b>6,188</b>	<b>238%</b>	<b>47%</b>	Lợi nhuận ròng tăng mạnh 129% svck từ nền thấp, nhờ (1) sản lượng cải thiện 38% svck, (2) biên LNG tăng lên 12% (2% svck) và giảm áp lực từ chi phí tài chính. Lợi nhuận ròng 6T/2024 đạt kỳ vọng của chúng tôi

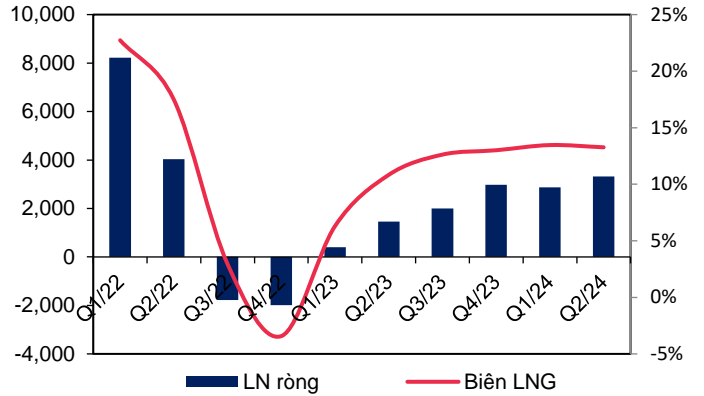
Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 7: Doanh thu của HPG trong 2022 – 2024 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 8: Biên LNG và lợi nhuận ròng của HPG (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: HPG, MBS Research

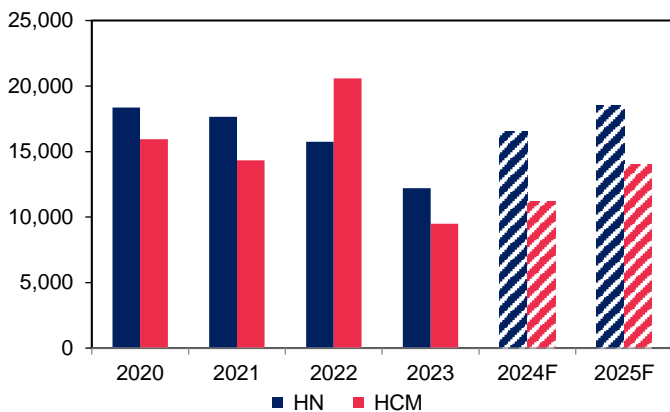
**Việc áp dụng thuế CBPG và Dung Quất 2 (DQ2) đi vào hoạt động là động lực mạnh mẽ cho tăng trưởng lợi nhuận ròng trong 2024-26F**

**Thép xây dựng: Sản lượng và giá phục hồi từ nền thấp trong năm 2024, giai đoạn tăng trưởng có thể bắt đầu từ năm 2025**

*Sản lượng có thể tăng trưởng 8%/3% trong 2024-25 và duy trì trong 2026*

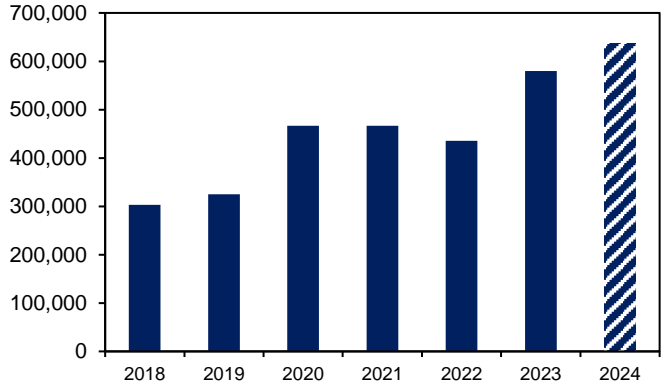
Theo VSA, sự phục hồi của nhu cầu nội địa sẽ là điểm sáng cho ngành thép trong năm 2024. Tổng sản lượng dự kiến sẽ đạt 8,3 triệu tấn (+8% svck) nhờ vào những tín hiệu tích cực từ hai ngành tiêu thụ thép xây dựng chính là Xây dựng (66%) và đầu tư công (14%):

Hình 9: Thị trường nhà ở tại HN và HCM (Đơn vị: Căn)



Nguồn: CBRE, MBS Research

Hình 10: Giải ngân vốn đầu tư công dự kiến trong 2024 (đơn vị: tỷ đồng)

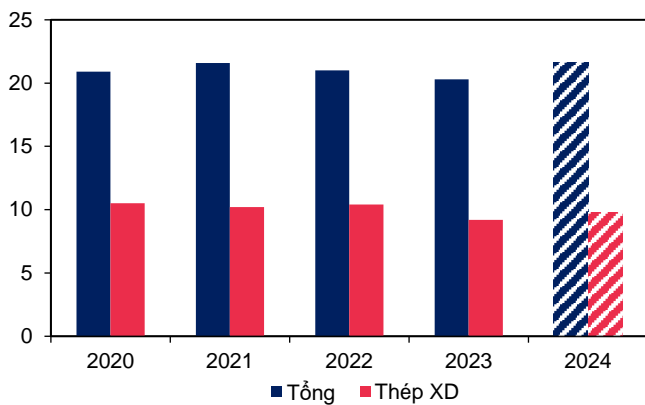


Nguồn: GSO, MBS Research

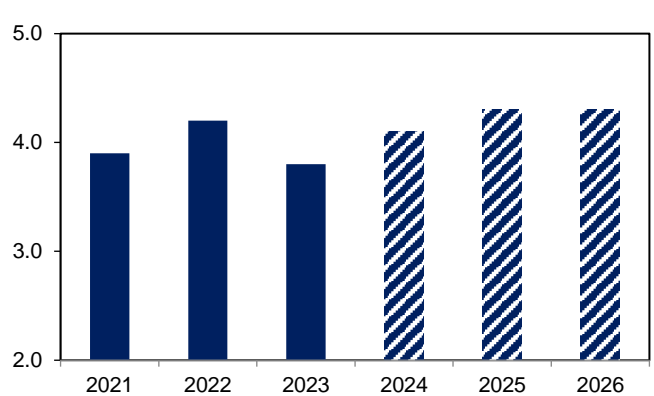
- Thị trường nhà ở được dự báo sẽ hồi phục từ nền thấp năm 2023 do tháo gỡ vướng mắc pháp lý và nhu cầu hồi phục. Các luật và nghị định như Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) đã được ban hành nhằm giải quyết các vấn đề như giải phóng mặt bằng, bồi thường và định giá. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh sẽ tăng lần lượt 30% và 20% svck. Vì vậy, sự tăng trưởng của nguồn cung bất động sản sẽ là động lực chính cho nhu cầu thép trong năm 2024.

- Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công tiếp tục tăng 12%, trị giá 638 nghìn tỷ đồng khi Chính phủ tập trung đẩy mạnh xây dựng hạ tầng giao thông để phục vụ phát triển kinh tế. Một số dự án trọng điểm là cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành,... dự kiến được đẩy nhanh và hoàn thành theo kế hoạch giai đoạn 2025 - 2028. Sự đẩy mạnh xây dựng hạ tầng (chiếm 14% nhu cầu thép) sẽ giúp tăng trưởng nhu cầu thép xây dựng trong năm 2025.

Với tín hiệu phục hồi của thị trường bất động sản và đầu tư công, tiêu thụ thép xây dựng được dự báo tăng 8% lên gần 4.1 triệu tấn trong năm 2024. Chúng tôi dự phóng sản lượng thép xây dựng có thể đạt mức tăng trưởng 3% svck và đạt 4.2 triệu tấn trong 2025. Trong 2026, chúng tôi dự phóng sản lượng thép xây dựng có thể duy trì nền cao nhờ nhu cầu tích cực.

**Hình 11: Tiêu thụ thép xây dựng nội địa (Đơn vị: Triệu tấn)**


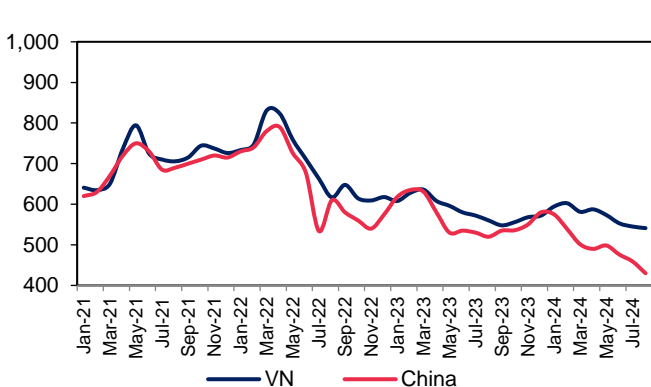
Nguồn: VSA, MBS Research

**Hình 12: Sản lượng thép xây dựng của HPG (Đơn vị: Triệu tấn)**


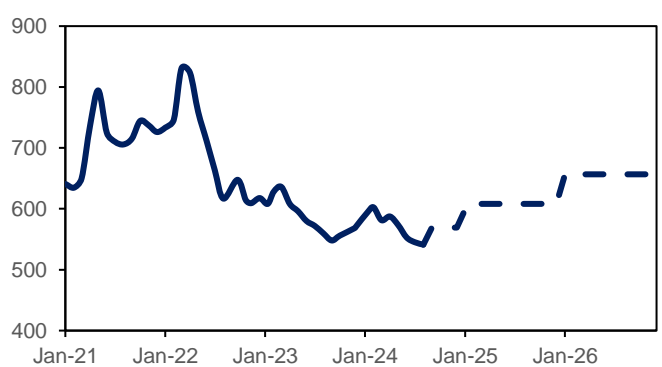
Nguồn: HPG, MBS Research

Giá thép xây dựng có thể hồi phục nhẹ 4% trong năm 2024. Trong giai đoạn 2025 – 2026, giá dự kiến tăng 7% - 8% svck.

Tình trạng dư cung và nhu cầu yếu là nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm của thép Trung Quốc. Giá thép xây dựng và thép HRC đã ghi nhận mức thấp nhất trong 5 năm, lần lượt giảm 24% và 21% so với đầu năm. Về nhu cầu, suy thoái của bất động sản ngày càng trầm trọng hơn, bất chấp nhiều chính sách kích thích từ Chính phủ. Vào tháng 7/2024, giá nhà tại Trung Quốc giảm xuống mức thấp nhất trong 9 năm với mức giảm 5% (cao hơn mức giảm 4.5% của tháng 6). Chúng tôi dự báo rằng khủng hoảng bất động sản sẽ tiếp tục kéo dài đến cuối năm 2024 và tiềm năng tăng giá thép phụ thuộc vào nguồn cung khi các nhà máy thép tham gia cắt giảm sản xuất.

**Hình 13: Giá thép xây dựng của VN và Trung Quốc (Đơn vị: USD/Tấn)**


Nguồn: HPG, MBS Research

**Hình 14: Dự phóng giá thép xây dựng VN 2024-26 (Đơn vị: USD/Tấn)**


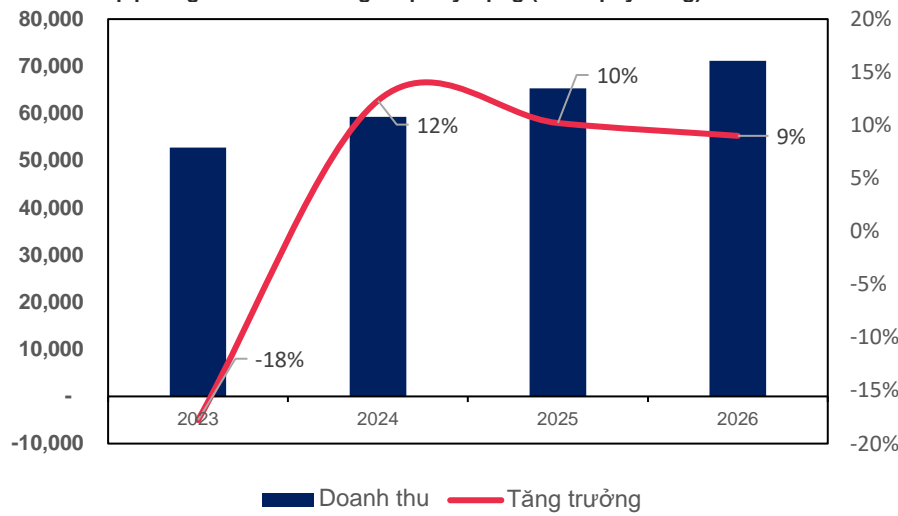
Nguồn: HPG, MBS Research



Theo Reuters, chính phủ Trung Quốc đã hoãn việc phê duyệt các dự án thép mới sử dụng than từ năm 2024 để bảo vệ môi trường và hạn chế nguồn cung mới. Bên cạnh đó, các tỉnh sản xuất thép lớn như Hà Bắc và Giang Tô đã cắt giảm 20% - 30% sản lượng khi lợi nhuận gộp đạt mức âm 4% (thấp nhất trong 5 năm qua). Do đó, sản lượng thép của Trung Quốc trong tháng 7 giảm 9% svck.

Trái ngược với Trung Quốc, thép Việt Nam được hỗ trợ bởi triển vọng của ngành bất động sản. Sự tăng trưởng nguồn cung nhà ở và đầu tư công đã thúc đẩy sự phục hồi của thép xây dựng. Chúng tôi dự báo thép xây dựng Việt Nam sẽ tăng trưởng tích cực từ Q4/2024 khi áp lực từ thép Trung Quốc được giảm thiểu. Theo ước tính của chúng tôi, giá thép xây dựng có thể đạt trung bình 571 USD/tấn (+4% svck) do áp lực từ thép Trung Quốc trong 6T/2024. Trong giai đoạn 2025 - 2026, chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng có thể tăng 7% và 8% để đạt 608 USD và 657 USD/tấn.

**Hình 16: Dự phóng doanh thu mảng thép xây dựng (Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: HPG, MBS Research

Trong năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu từ thép xây dựng sẽ đạt 59.243 tỷ đồng (+12% svck), được thúc đẩy bởi sự phục hồi của sản lượng (+8% svck) và giá (+4% svck). Trong giai đoạn 2025-2026, doanh thu có thể tăng 10% và 9% svck nhờ vào sự tăng giá thép xây dựng và sản lượng đạt mức cao.

**VỀ HRC: Sản lượng dự kiến tăng 6% svck và giá giảm 7% năm 2024.**

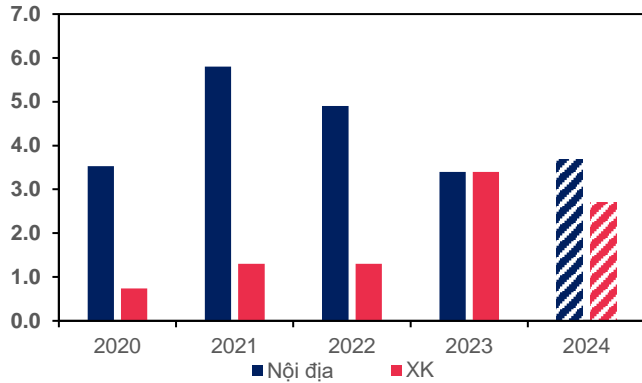
**Trong 2025-26, sản lượng và giá có thể tăng mạnh nhờ vào Dung Quất 2.**

*Chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC sẽ tăng 6% svck năm 2024, và trong giai đoạn 2025-2026, sản lượng có thể tăng 51%/55% nhờ chiếm được thị phần nội địa và sự đóng góp từ Dung Quất 2.*

Chúng tôi dự báo tiêu thụ nội địa sẽ là nhân tố chính đóng góp vào tăng trưởng sản lượng HRC, trong khi nhu cầu yếu tại EU là do sự phục hồi của các ngành chính như xây dựng và ô tô chậm hơn dự kiến. Trong 7T/2024, khối lượng xuất khẩu HRC giảm 28% svck. Về thị trường nội địa, sản xuất HRC đang chịu áp lực từ sản phẩm Trung Quốc khi thép Trung Quốc chiếm gần 70% thị phần trong 6T/2024 (so với mức trung bình 60% trong năm 2023). Chúng tôi kỳ vọng thuế CBPG sẽ có tác động tích cực đến thị phần của Hòa Phát nhờ thu hẹp khoảng cách giữa HRC Việt Nam và Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách này sẽ giảm còn 35-40 USD/tấn (thấp hơn mức trung bình 60 USD trong 6T/2024).

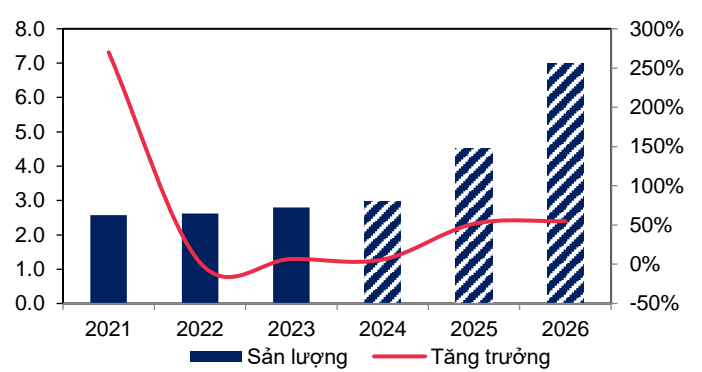
Thuế CBPG của Việt Nam là yếu tố then chốt để giành được thị phần nội địa sau khi DQ2 hoàn thành. Vào tháng 7/2024, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1985/QĐ-BCT về việc điều tra và áp dụng biện pháp CBPG đối với một số sản phẩm thép HRC Ấn Độ và Trung Quốc. Thuế dự kiến sẽ dao động từ 27%-35% cho từng loại sản phẩm. Chúng tôi tin có khả năng áp dụng thuế CBPG vì trong 6T/2024, thị phần trong nước đã bị lấn át bởi sản phẩm giá rẻ từ Ấn Độ và Trung Quốc. Thị phần của các công ty nội địa giảm từ 43% năm 2023 xuống còn 33%. Khoảng cách giá đã tăng lên 80 USD/tấn (so với mức trung bình 50 USD năm 2023), dẫn đến sự áp đảo của sản phẩm nhập khẩu.

Hình 17: Tổng tiêu thụ thép HRC tại VN (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: HPG, MBS Research

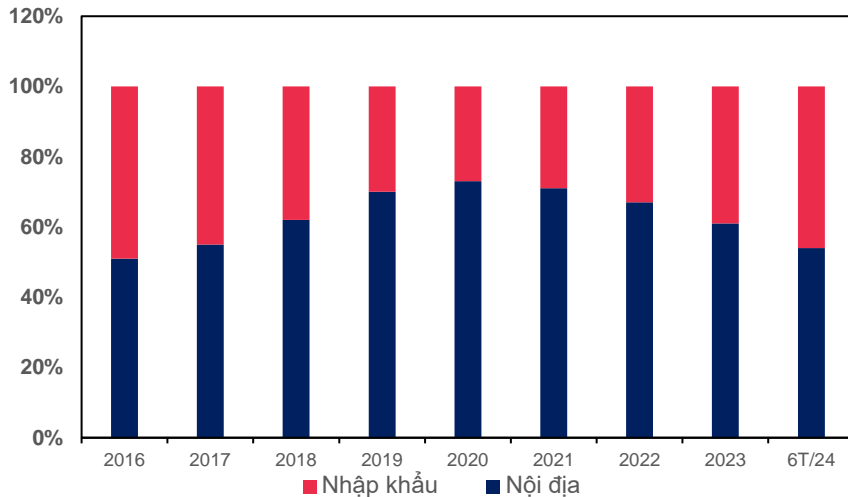
Hình 18: Sản lượng HRC của HPG (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: HPG, MBS Research

Thị phần tôn mạ (HDG) nội địa tăng từ 45% lên 65% sau 5 năm áp dụng thuế CBPG khi chênh lệch giảm về 40 USD/tấn (từ mức trung bình 65 USD). Chúng tôi dự báo, nếu áp dụng thuế CBPG, khoảng cách giá có thể giảm còn 40-50 USD/tấn và các công ty nội địa có thể giành được khoảng 50% - 60% thị phần.

Hình 19: Thị phần của tôn mạ (HDG) nội địa



Nguồn: VSA, MBS Research

Chúng tôi dự báo DQ2 sẽ đi vào vận hành từ nửa đầu năm 2025, mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho HPG. Thị trường nội địa vẫn còn nhiều dư địa để phát triển khi có thể cạnh tranh với thép Trung Quốc. Các thị trường xuất khẩu chính như ASEAN hoặc EU đang duy trì mức tăng trưởng cao, khoảng 6% svck, đây là những yếu tố tích cực cho tiêu thụ HRC. Chúng tôi kỳ vọng Dung Quất 2 sẽ đi vào hoạt động từ Q2/2025 và có thể đóng góp 1,5 triệu tấn HRC ngay trong năm đầu tiên vận hành, tổng sản lượng HRC sẽ tăng 51% svck. Đến năm 2026, chúng tôi kỳ vọng Dung Quất 2 có thể đóng góp gần 4 triệu tấn và tổng sản lượng HRC sẽ tăng 55% svck.



Hình 20: Sản lượng của DQ2

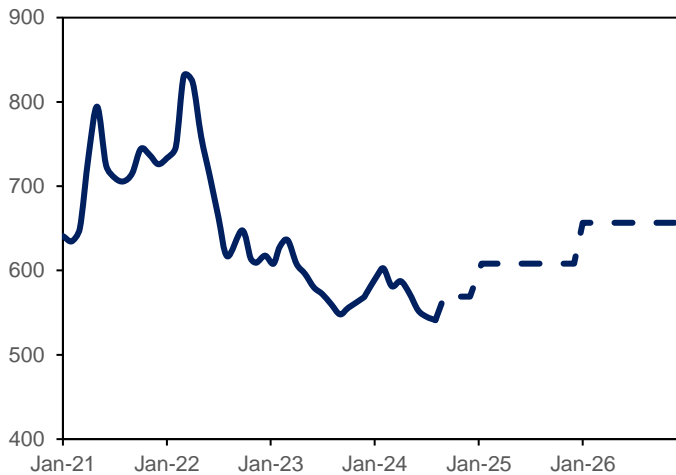
	2025	2026	2027	2028
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	85,000			
Sản lượng tối đa	5.6 triệu tấn HRC			
Sản lượng (triệu tấn)	1.5	4.0	5.0	5.6
Hiệu suất	28%	70%	90%	100%

Nguồn: HPG, MBS Research

Giá HRC dự kiến giảm 7% svck trong năm 2024 do áp lực từ Trung Quốc; trong giai đoạn 2025-2026, giá sẽ tăng trưởng 6% và 8% svck.

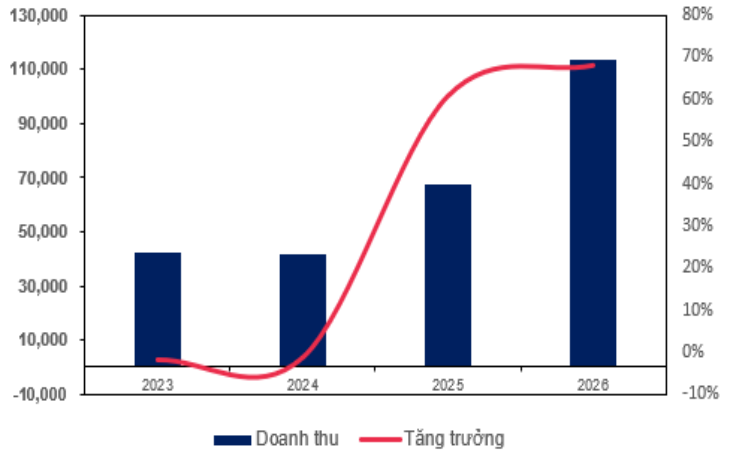
Trong năm 2024, áp lực từ Trung Quốc đã ảnh hưởng tiêu cực đến giá HRC nội địa mặc dù nhu cầu đang phục hồi. HRC nội địa phải giảm giá để duy trì thị phần, chúng tôi dự báo giá trung bình của HRC sẽ đạt 556 USD/tấn (-7% svck). Trong giai đoạn 2025-2026, nhờ vào việc áp dụng thuế CBPG, áp lực sẽ giảm bớt, và giá trung bình sẽ đạt 590 USD/tấn và 634 USD/tấn (+6% và +8% svck).

Hình 21: Giá thép HRC dự phóng trong 2024 - 2026 (Đơn vị: USD/Tấn)



Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 22: Dự phóng doanh thu mảng thép HRC (Đơn vị: tỷ đồng)

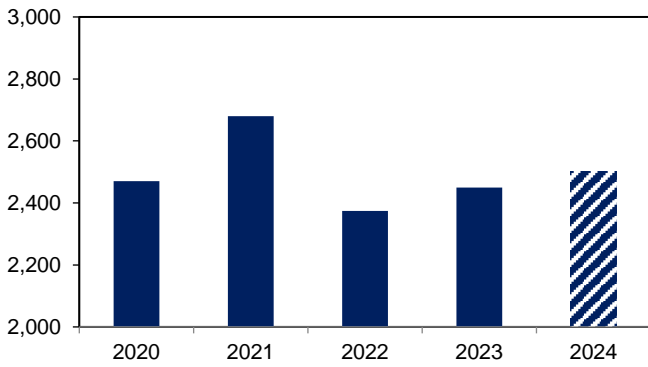


Nguồn: HPG, MBS Research

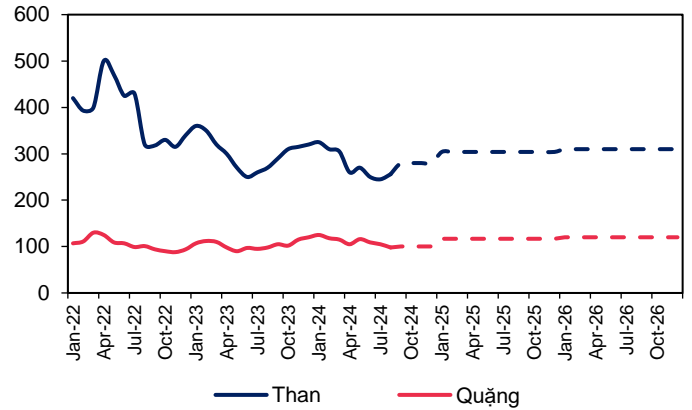
Nhìn chung, trong năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu từ HRC sẽ đạt 41.928 tỷ đồng (-2% svck) do giảm giá (-7% svck). Trong giai đoạn 2025 – 2026, doanh thu có thể tăng trưởng 61% và 68% svck nhờ vào sự tăng giá của HRC và sự gia tăng sản lượng nhờ vào sự đóng góp của Dung Quất 2.

**Giá nguyên liệu đầu vào thấp sẽ hỗ trợ cho biên lợi nhuận gộp.**

Theo đánh giá của S&P Global, nguồn cung than và quặng trên toàn cầu dự kiến sẽ ổn định trong bối cảnh các tập đoàn khai thác lớn ở Australia, Brazil và Ấn Độ tiếp tục tăng sản lượng. Hơn nữa, theo Hiệp hội Thép và Khai thác Mỏ Trung Quốc, sản lượng than và quặng tiếp tục cải thiện để ổn định giá cả và hỗ trợ sự phục hồi của ngành thép. Vì vậy, chúng tôi đánh giá rằng giá nguyên liệu có thể giảm nhẹ trước khi tăng trở lại vào năm 2025 khi ngành thép toàn cầu phục hồi, ảnh hưởng tích cực đến giá nguyên liệu.

**Hình 23: S&P Global dự báo sản lượng quặng (Đơn vị: triệu tấn)**


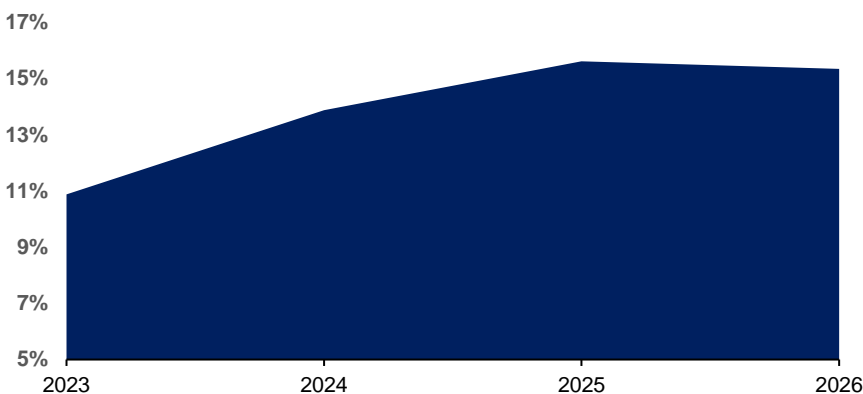
Nguồn: S&amp;P Global, MBS Research

**Hình 24: Giá than và quặng (Đơn vị: USD/tấn)**


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

- Theo Hiệp hội Thép và Khai thác Mỏ Trung Quốc, sản lượng quặng sắt toàn cầu dự kiến sẽ tăng nhẹ 2%, đạt 2,5 tỷ tấn. Nhờ nguồn cung ổn định và nhu cầu giảm đối với sản xuất thép ở Trung Quốc, giá quặng dự kiến đạt 117 USD/tấn (-4% svck) vào 2024. Đến năm 2025, giá quặng có thể tăng 2% svck, đạt 121 USD/tấn và giữ mức cao trong năm 2026.
- Theo dự báo của S&P Global, sản lượng than cốc dự kiến tăng 4% trong 2024 nhờ thời tiết ổn định ở Australia có tác động tích cực đến quá trình khai thác. Giá than dự báo giảm còn 300 USD/tấn (-7% svck) và 340 USD/tấn (+5% svck) trong năm 2024 và 2025. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo giá quặng có thể giữ ổn định và giá than có thể tăng 3% so với cùng kỳ năm trước, đạt 314 USD/tấn.

*Biên LNG dự kiến cải thiện lên 13.9% trong năm 2024 do giá nguyên vật liệu giảm. Trong 2025-2026, sự tăng giá giúp cải thiện biên LNG lên 15.6% và 15.5%.*

**Hình 25: Biên LNG dự báo của HPG trong 2024 - 2026**


Nguồn: HPG, MBS Research

Giá nguyên liệu đầu vào thấp do sản xuất yếu ở Trung Quốc và nguồn cung ổn định sẽ cải thiện biên LNG giai đoạn 2024 – 2026. Chúng tôi ước tính biên LNG có thể đạt 13,9% (+3%) nhờ vào sự giảm giá nguyên liệu nhiều hơn so với giá bán. Trong 2025-2026, sự phục hồi giá HRC và thép xây dựng có thể tăng trung bình nhiều hơn so với mức tăng của quặng và than (6% so với 3% svck), vì vậy biên LNG có thể đạt 15,6% và 15,5% sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động.

## Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2026

Hình 26: Dự báo KQKD của HPG trong giai đoạn 2024 - 2026 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số tài chính	2023	2024F	Svck (%)	So với báo cáo trước	2025F	Svck (%)	So với báo cáo trước	2026F	Svck (%)	Đánh giá
<b>Tổng sản lượng (nghìn tấn)</b>	<b>7,731</b>	<b>8,363</b>	<b>8%</b>	<b>0%</b>	<b>9,973</b>	<b>19%</b>	<b>5%</b>	<b>12,593</b>	<b>24%</b>	Điều chỉnh tăng tổng sản lượng do sự tăng trưởng của HRC
Bao gồm:										
Thép xây dựng	3,781	4,083	8%	0%	4,215	3%	-9%	4,215	0%	Giảm trong năm 2025 do nhu cầu thép xây dựng thấp hơn kỳ vọng
HRC	2,800	2,968	6%	0%	4,500	51%	25%	7,000	55%	Giữ nguyên dự báo năm 2024 vì sản lượng vẫn chịu áp lực từ thép Trung Quốc. Trong 2025-2026, điều chỉnh tăng dự báo nhờ vào thuế CBPG và sự đóng góp của DQ2 sẽ làm tăng sản lượng HRC.
Giá (USD/tấn):										
Thép xây dựng	549	571	4%	-4%	608	7%	-3%	657	8%	Điều chỉnh giảm dự báo cho 2024 – 2025 vì thép Trung Quốc giảm nhiều hơn dự báo.
HRC	598	556	-7%	-12%	590	6%	-14%	634	8%	Điều chỉnh giảm do những tác động tiêu cực của TQ
<b>Doanh thu</b>	<b>118,953</b>	<b>132,637</b>	<b>12%</b>	<b>-6%</b>	<b>166,734</b>	<b>24%</b>	<b>-2%</b>	<b>209,775</b>	<b>32%</b>	
<i>Biên LNG</i>	<i>11%</i>	<i>14%</i>	<i>+3đ%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>15.6%</i>	<i>+1.6đ%</i>	<i>-0.5đ%</i>	<i>15.5%</i>	<i>-0.1đ%</i>	Điều chỉnh giảm biên LNG vì giá đầu ra không phục hồi như dự kiến và giá nguyên liệu đầu vào đã giảm như dự báo. Tuy nhiên, biên LNG trong 2025 – 2026 vẫn duy trì ở mức cao nhờ vào sự tăng trưởng của giá.
Doanh thu tài chính	3,173	2,766	-13%	-18%	2,969	7%	-7%	2,868	-3%	
Chi phí tài chính	5,191	4,415	-15%	-20%	4,943	12%	-30%	5,147	2%	Điều chỉnh giảm dự báo do tổn thất từ tỷ giá hối đoái thấp hơn và áp lực chi phí lãi vay giảm nhờ vào lãi suất thấp hơn trong năm 2024. Trong giai đoạn 2025 – 2026, chúng tôi dự báo HPG có thể giảm nợ khi Dung Quất 2 bắt đầu sản xuất
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>3,585</i>	<i>2,757</i>	<i>-23%</i>	<i>-25%</i>	<i>3,512</i>	<i>27%</i>	<i>-15%</i>	<i>3,488</i>	<i>-2%</i>	Điều chỉnh giảm áp lực chi phí lãi vay nhờ vào lãi suất thấp và công ty đã giảm nợ ngắn hạn để quản lý hàng tồn kho.
Chi phí bán hàng	1,961	2,254	15%	-5%	2,543	11%	2%	3,370	30%	Điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2024 do chi phí vận chuyển thấp hơn. Ngược lại, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2025 – 2026 vì chi phí vận chuyển có thể tăng lên.
Chi phí QLDN	1,307	1,392	7%	-2%	1,506	6%	-3%	1,994	30%	
% SG&A/ Doanh thu	3%	3%	0.5đ%	0đ%	2.5%	-0.5đ%	-0.5đ%	2%	0đ%	
Lợi nhuận trước thuế	7,792	13,195	75%	-10%	20,109	49%	9%	26,166	37%	
Lợi nhuận ròng	6,835	11,864	74%	-10%	18,035	51%	9%	23,577	31%	Điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2024 do giá bán thép xây dựng và HRC thấp hơn dự kiến. Ngược lại, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2025 nhờ vào sản lượng cao

EPS (VND/cp)	1,176	2,040	74%	-10%	3,042	51%	9%	4,400	31%	hơn và chi phí tài chính thấp hơn dự kiến.
-----------------	-------	-------	-----	------	-------	-----	----	-------	-----	--

Nguồn: HPG, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	118,953	132,638	166,735	219,776
Giá vốn hàng bán	(106,015)	(114,236)	(140,697)	(186,039)
Lợi nhuận gộp	12,938	18,402	26,038	33,737
Chi phí quản lý DN	(1,307)	(1,393)	(1,506)	(1,994)
Chi phí bán hàng	(1,961)	(2,255)	(2,543)	(3,370)
LN từ HĐKD	9,669	14,754	21,989	28,372
EBITDA thuần	16,431	22,393	32,118	39,477
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>9,669</b>	<b>14,754</b>	<b>21,989</b>	<b>28,372</b>
Thu nhập lãi	3,173	2,767	2,970	2,868
Chi phí tài chính	(5,192)	(4,416)	(4,944)	(5,175)
Thu nhập ròng khác	142	90	95	101
TN từ các Cty LK & LD	-	-	(0)	(0)
<b>LN trước thuế</b>	<b>7,793</b>	<b>13,195</b>	<b>20,110</b>	<b>26,166</b>
Thuế TNDN	(992)	(1,320)	(2,071)	(2,602)
Lợi nhuận sau thuế	6,800	11,876	18,039	23,564
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	(12)	(4)	13
<b>Lợi nhuận ròng về công ty mẹ</b>	<b>6,835</b>	<b>11,864</b>	<b>18,035</b>	<b>23,577</b>
Chi trả cổ tức	-	(5,815)	(12,793)	(19,189)
Lợi nhuận giữ lại	6,835	6,049	5,242	4,388
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Tiền và tương đương tiền	12,252	10,306	13,536	14,454
Đầu tư ngắn hạn	22,177	12,111	17,144	22,288
Phải thu khách hàng	6,000	4,306	5,339	7,086
Hàng tồn kho	34,504	40,017	42,870	47,881
Tổng tài sản ngắn hạn	82,716	72,618	83,863	96,185
Tài sản cố định	71,803	72,746	97,178	99,334
Xây dựng cơ bản dở dang	26,083	46,799	25,502	17,124
BĐS đầu tư	594	758	813	873
Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD, LK	1,921	1,921	1,746	1,746
Phải thu dài hạn	4,454	3,535	2,932	2,859
Tổng tài sản dài hạn	105,066	125,970	128,382	122,146
<b>Tổng tài sản</b>	<b>187,783</b>	<b>198,588</b>	<b>212,245</b>	<b>218,331</b>
Vay & nợ ngắn hạn	54,982	52,430	52,897	58,599
Phải trả người bán	12,387	13,626	16,351	15,534
Phải trả ngắn hạn khác	2,522	2,672	2,896	3,176
Tổng nợ ngắn hạn	71,513	70,603	74,168	78,863
Vay & nợ dài hạn	10,399	21,511	26,011	22,636
Các khoản phải trả khác	3,034	3,211	3,557	3,947
Tổng Nợ dài hạn	13,433	24,721	29,567	26,583
<b>Tổng nợ</b>	<b>84,946</b>	<b>95,324</b>	<b>103,735</b>	<b>105,445</b>
Vốn điều lệ	58,148	63,963	63,963	63,963
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	40,593	35,088	40,330	44,719
Các quỹ thuộc VCSH	818	924	924	924
Vốn chủ sở hữu	102,771	103,186	108,428	112,816
Lợi ích cổ đông thiểu số	66	78	82	69
Tổng vốn chủ sở hữu	102,836	103,264	108,510	112,885
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>187,783</b>	<b>198,588</b>	<b>212,245</b>	<b>218,331</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	7,793	13,195	20,110	26,166
Khấu hao	6,762	7,639	10,129	11,105
CP lãi vay	3,585	(2,757)	(3,512)	(3,488)
Các khoản điều chỉnh khác	(3,235)	90	95	101
Thay đổi VLD	(6,261)	(704)	(232)	(7,544)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>8,643</b>	<b>17,462</b>	<b>26,590</b>	<b>26,340</b>
Đầu tư TSCĐ	(17,374)	(9,299)	(34,398)	(13,187)
Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	5,379	(12,853)	18,863	4,628
<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(11,995)</b>	<b>(22,152)</b>	<b>(15,535)</b>	<b>(8,559)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	7,285	8,559	4,968	2,327
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	(5,815)	(12,793)	(19,189)
<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>7,276</b>	<b>2,744</b>	<b>(7,825)</b>	<b>(16,862)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,325	12,252	10,306	13,536
LC tiền thuần trong năm	3,927	(1,946)	3,229	919
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>12,252</b>	<b>10,306</b>	<b>13,536</b>	<b>14,454</b>
<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Tăng trưởng doanh thu thuần	-15.9%	11.5%	25.7%	31.8%
Tăng trưởng EBITDA	-17.2%	36.3%	43.4%	22.9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	73.9%	152.6%	149.0%	129.0%
Tăng trưởng LN trước thuế	-21.5%	69.3%	52.4%	30.1%
Tăng trưởng LN ròng	-23.1%	73.6%	52.0%	30.7%
Tăng trưởng EPS	-36.5%	59.6%	44.9%	27.8%
Biên LN gộp	10.9%	13.9%	15.6%	15.4%
Biên EBITDA	15.2%	17.8%	20.2%	18.5%
Biên LN ròng	5.7%	8.9%	10.8%	10.7%
ROAE	6.9%	11.5%	17.0%	21.3%
ROAA	3.8%	6.1%	8.8%	11.0%
ROIC	4.1%	6.7%	9.6%	12.1%
Vòng quay tài sản	0.7	0.7	0.8	1.0
Cổ tức chi trả/LN ròng	170.1%	49.0%	70.9%	81.4%
Tổng nợ vay/VCSH	64%	72%	73%	72%
Nợ vay ròng/VCSH	52%	62%	60%	59%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	28.3%	32.0%	30.8%	30.6%
Khả năng thanh toán lãi vay	2.7	5.4	6.3	8.1
Số ngày phải thu	18.4	11.8	11.7	11.8
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	118.8	127.9	111.2	93.9
Số ngày phải trả tiền bán	42.6	43.5	42.4	30.5
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.0	1.1	1.2
Khả năng thanh toán nhanh	0.7	0.5	0.6	0.6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	0.5	0.3	0.4
<b>Định giá</b>				
EPS	1,175	1,943	2,820	3,686
BVPS	17,674	16,132	16,952	17,638
P/E	26.8	16.2	11.2	8.5
P/B	1.8	2.0	1.9	1.8

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

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

### Khuyến nghị đầu tư ngành

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

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**  
Trần Thị Khánh Hiền

**Trưởng phòng**  
Nguyễn Tiến Dũng

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**  
Ngô Quốc Hưng  
Nguyễn Phú Cường

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**  
Đinh Công Luyến  
Nguyễn Đức Hào

**Bất động sản – KCN - VLXD**  
Nguyễn Minh Đức  
Nguyễn Minh Trí  
Lê Hải Thành

**Công nghệ - Hóa chất**  
Nguyễn Đức Hào

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

**Dịch vụ - Tiêu dùng**  
Nguyễn Quỳnh Ly