

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG – HOSE)

“Bền vững chất thép”

KHẢ QUAN

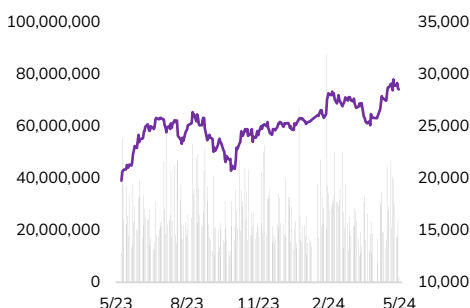
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Thép
Ngày báo cáo	: 07/06/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 29.300
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 33.500
Tỷ lệ tăng (%)	: 14,3%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 184.852
SLCPLH (CP)	: 6.396.264.270

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2022A	2023A
Tăng trưởng DTT (%)	-5,5%	-15,9%
Tăng trưởng LNST (%)	-75,4%	-19,4%
Biên LNG (%)	11,9%	10,9%
Biên LNST (%)	6,0%	5,7%
ROA (%)	4,9%	3,8%
ROE (%)	9,1%	6,9%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,60	0,64
EPS (VND/CP)	1.459	1.175
BVPS (VND/CP)	16.529	17.685

Luận điểm đầu tư

- KQKD Q1/2024 tăng trưởng mạnh mẽ so với mức nền thấp cùng kỳ. Doanh thu thuần Q1/2024 của HPG đạt 30.852 tỷ đồng (+16% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 2.871 tỷ đồng (tăng hơn 6 lần svck). Kết quả kinh doanh ấn tượng này đến từ việc sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát trong Q1/2024 tăng trưởng mạnh mẽ, đặc biệt là thép xây dựng và HRC.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng năm 2024 của HPG sẽ tích cực hơn nhờ các yếu tố sau:
 - ✓ HPG tiếp tục giữ vị thế số 1 trong ngành thép Việt Nam nhờ lợi thế quy mô, sở hữu khả năng tăng trưởng mạnh mẽ khi ngành bước vào chu kỳ phục hồi.
 - ✓ Sản lượng thép tiêu thụ có thể tiếp tục tăng nhờ sự khởi sắc của cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu.
 - ✓ Dự án Dung Quất 2 sẽ là động lực cho giai đoạn sau 2025 với khả năng đóng góp thêm khoảng 80 – 100 nghìn tỷ doanh thu mỗi năm.
 - ✓ Khởi xướng áp thuế chống bán phá giá (“CBPG”) với HRC. Việc làn sóng thép, đặc biệt là HRC từ Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam tăng mạnh có thể ảnh hưởng tới doanh nghiệp sản xuất HRC trong nước. Nếu Bộ Công Thương có kết luận áp dụng thuế CBPG với HRC nhập khẩu có thể giúp mảng HRC của HPG hưởng lợi.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của HPG năm 2024F lần lượt ở mức **139.439 tỷ đồng (+17% svck)** và **12.757 tỷ đồng (+87% svck)**, EPS 2024F đạt 1.994 đ/cp và BVPS 2024F đạt 18.072 đ/cp tương đương với P/E và P/B 2023F đạt 14,6x & 1,6x tại giá hiện tại.
- Với triển vọng của HPG, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **33.500 đ/cp** và triển vọng tăng giá 14,3%.
- **Rủi ro**
 - ✓ Thị trường bất động sản trong nước phục hồi chậm hơn so với dự kiến kéo theo tác động tới ngành xây dựng và vật liệu xây dựng.
 - ✓ Quá trình phục hồi chậm của nền kinh tế và thị trường BĐS Trung Quốc có thể ảnh hưởng tới giá thép trong nước.
 - ✓ Chiến tranh Nga – Ukraine chưa kết thúc, tỷ giá neo cao tiềm ẩn rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào.
- **Cơ hội**
 - ✓ Chính phủ đang tích cực điều hành chính sách để tháo gỡ khó khăn cho ngành bất động sản sẽ tạo điều kiện cho nhu cầu thép có thể hồi phục trở lại sớm hơn dự kiến.

- ✓ Tiến độ dự án và mức độ hấp thụ của dự án Dung Quất 2 có thể tốt hơn so với dự báo của chúng tôi.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của HPG

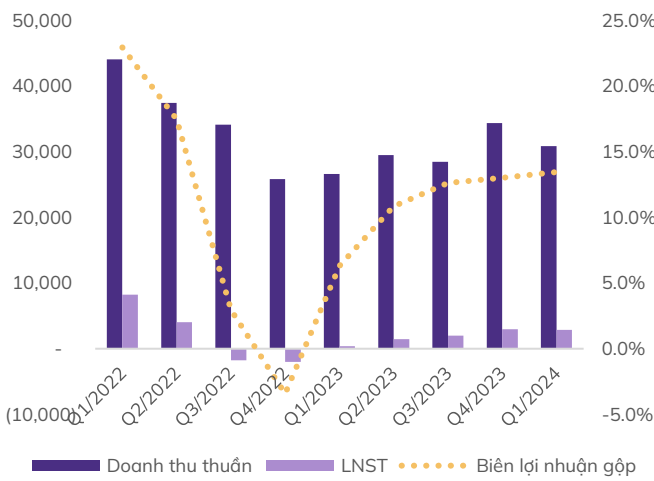
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	149.680	141.409	118.953	139.439
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	66,1%	-5,5%	-15,9%	17,2%
Lợi nhuận gộp	41.108	16.763	12.938	21.287
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	27,5%	11,9%	10,9%	15,3%
Doanh thu tài chính	3.071	3.744	3.173	2.450
Chi phí tài chính	-3.732	-7.027	-5.192	-4.048
Chi phí bán hàng	-2.120	-2.666	-1.961	-2.299
Chi phí QLDN	-1.324	-1.019	-1.307	-1.532
Lợi nhuận từ HĐKD	37.008	9.794	7.651	15.252
Lãi/Lỗ khác	48	129	142	613
Lợi nhuận trước thuế	37.057	9.923	7.793	15.865
LNST cổ đông Công ty mẹ	34.478	8.484	6.835	12.757
<i>Biên lợi nhuận sau thuế (%)</i>	23,0%	6,0%	5,7%	9,2 %
EPS (đồng/cp)	7.708	1.459	1.175	1.994
BPVS (đồng/cp)	20.296	16.529	17.685	18.072

Nguồn: HPG, ABS Research

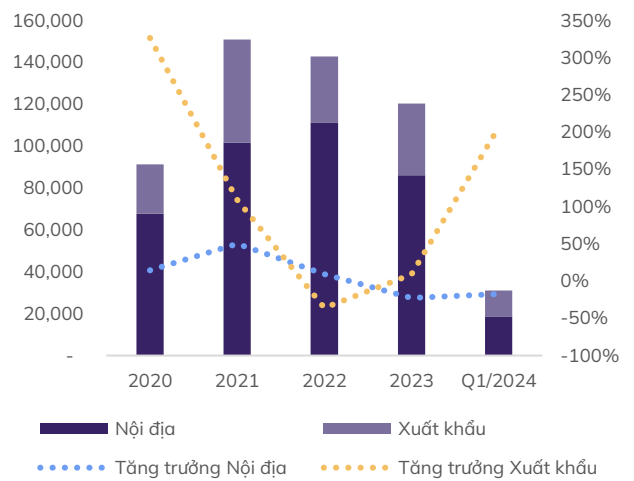
Cập nhật doanh nghiệp

- KQKD Q1/2024 tăng trưởng mạnh mẽ so với mức nền thấp cùng kỳ.** Doanh thu thuần Q1/2024 của HPG đạt 30.852 tỷ đồng (+16% svck), LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 2.871 tỷ đồng (tăng hơn 6 lần svck). Kết quả kinh doanh ấn tượng này đến từ việc sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát trong Q1/2024 tăng trưởng tích cực so với Q1/2023 khi tổng lượng tiêu thụ đạt hơn 1,9 triệu tấn (+25,1% svck), trong đó sản lượng thép xây dựng tiêu thụ đạt hơn 0,96 triệu tấn (+10% svck), thép cuộn cán nóng (HRC) tiếp tục giữ ở mức cao sau Q4/2023, khi đạt gần 0,8 triệu tấn (+67% svck). Bên cạnh đó, tôn mạ cũng đạt gần 98 nghìn tấn (+25,6% svck), chỉ có mảng ống thép sụt giảm 19% svck, đạt hơn 129 nghìn tấn. Doanh thu từ thị trường nội địa vẫn chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu của HPG, nhưng mảng xuất khẩu đang có sự tăng trưởng đáng kể trong năm 2023 cũng như Q1/2024 với các thị trường rất đa dạng với trên 30 quốc gia như Mỹ, EU, Canada, Úc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore, ...

KQKD của HPG giai đoạn 2022 – Q1/2024 (tỷ VND)

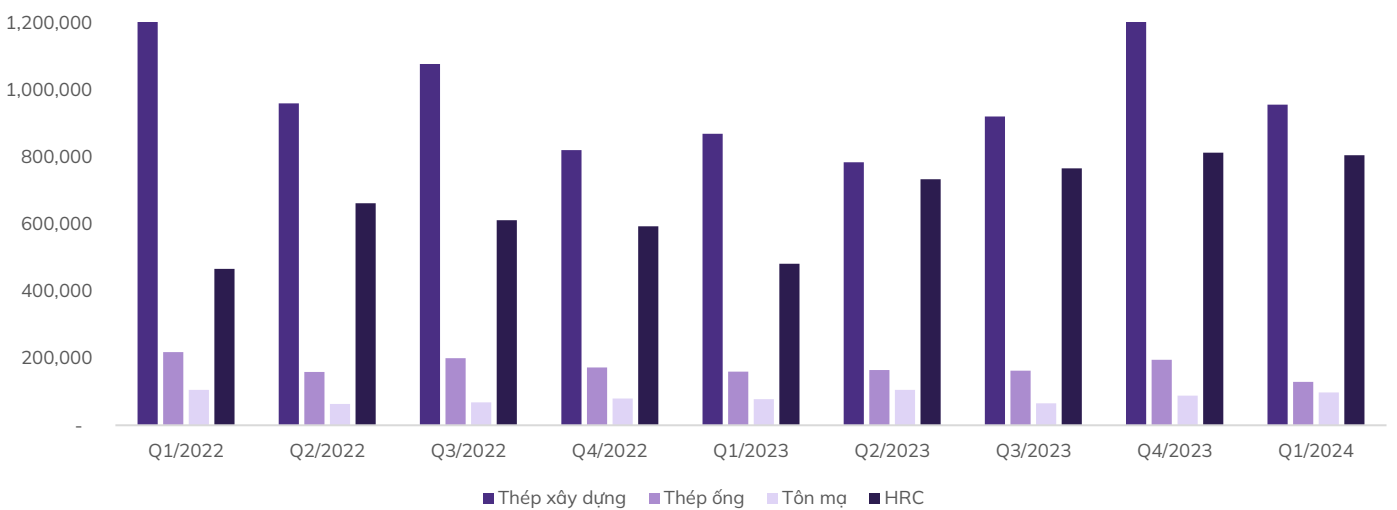


Cơ cấu doanh thu theo khu vực 2021 – Q1/2024



Nguồn: HPG, ABS Research

Sản lượng tiêu thụ thép của HPG giai đoạn 2022 – Q1/2024 (tấn)

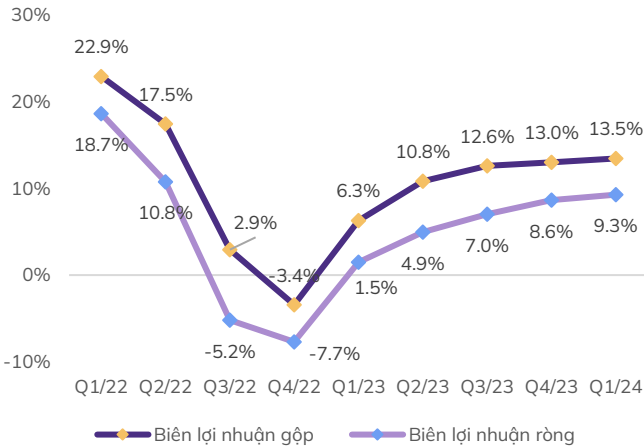


Nguồn: HPG, ABS Research

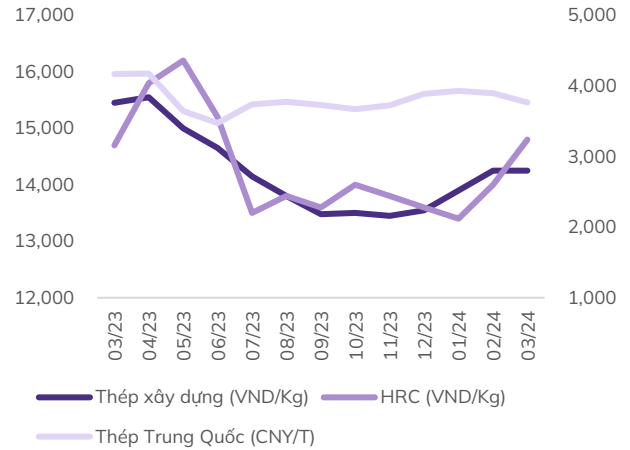
- Biên lợi nhuận gộp tiếp tục phục hồi nhờ giá vốn giảm, sản lượng tiêu thụ và giá bán tăng.** Biên lợi nhuận gộp của HPG trong Q1/2024 đạt 13,5% (tăng 50bps QoQ và 720bps svck), cải thiện đáng kể so với cùng kỳ nhờ các yếu tố:

- **Sản lượng tiêu thụ thép** tăng trưởng đáng kể so với mức nền thấp của Q1/2023 như đã đề cập phía trên, giúp doanh thu mảng thép tăng hơn 16%.
- **Giá thép tăng giúp doanh thu cải thiện.** Đối với giá thép xây dựng, giá tại thị trường Việt Nam đã tăng từ T11/2023, kéo dài đến T1/2024 và bắt đầu có một vài nhịp điều chỉnh giảm vào cuối Q1/2024 nhưng mức giá vẫn cao hơn so với thời điểm đầu năm 2024. Giá HRC của Hòa Phát đã tăng lên khá nhiều so với thời điểm đầu năm, cùng với sự ổn định trong sản lượng tiêu thụ của sản phẩm này là động lực tăng trưởng doanh thu của HPG trong Q1/2024.

Biên lợi nhuận của HPG giai đoạn Q1/2022 – Q1/2024



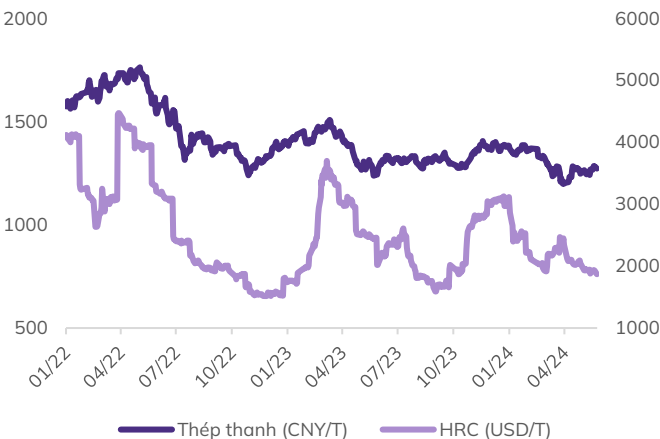
Biến động giá thép xây dựng, HRC và thép Trung Quốc



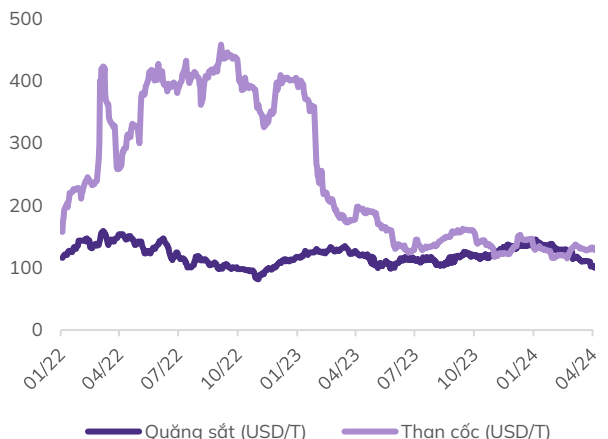
Nguồn: HPG, Trading economics, ABS Research

- **Giá vốn trên mỗi sản phẩm giảm.** Giá vốn hàng bán Q1/2024 của HPG tăng 1.786 tỷ đồng, tương đương mức tăng 7% trong khi doanh thu tăng khoảng 16% nhờ vào:
 - Quản lý hàng tồn kho hiệu quả, doanh nghiệp đã xử lý được toàn bộ lượng thành phẩm tồn kho giá cao.
 - Giá nguyên vật liệu giảm trong quý, theo số liệu của Hiệp hội Thép thế giới (WSA), tính đến cuối Q1/2024, giá các nguyên vật liệu có mức giảm từ 12 đến 30% Ytd. Giá một số nguyên liệu sản xuất thép có sự giảm mạnh như quặng sắt giảm 20,6% Ytd; than cốc tại cảng Úc giảm 16,3% Ytd (quặng sắt và than cốc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí đầu vào sản xuất, lần lượt khoảng 35% và 26%). Cũng trong Q1/2024, việc vận hành đầy đủ các lò cao cũng giúp giảm bớt gánh nặng về chi phí khấu hao trong giá thành đơn vị của sản phẩm so với thời điểm trước của Hòa Phát. Đặc biệt từ Q4/2023, khu liên hợp Dung Quất của Hòa Phát đã đạt được năng lực tự chủ hoàn toàn 100% về điện – không sử dụng điện lưới, Hòa Phát sử dụng giải pháp công nghệ thu hồi nhiệt luyện coke, khí than lò cao để phát điện, theo đó giúp hạ đáng kể chi phí năng lượng trong giá thành của các loại sản phẩm thép được sản xuất ra.

Biến động giá thép thế giới



Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào (USD/tấn)

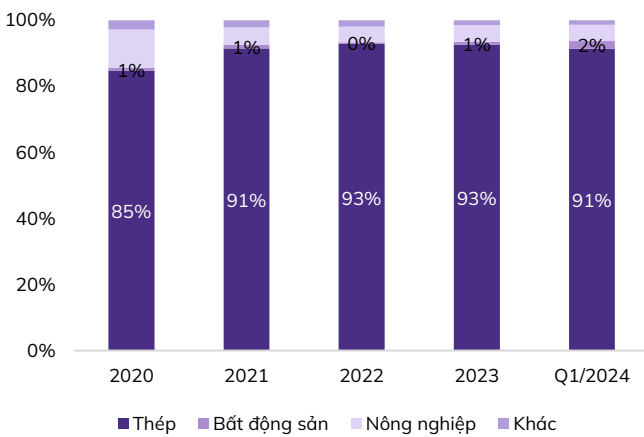


Nguồn: Trading economics, ABS Research

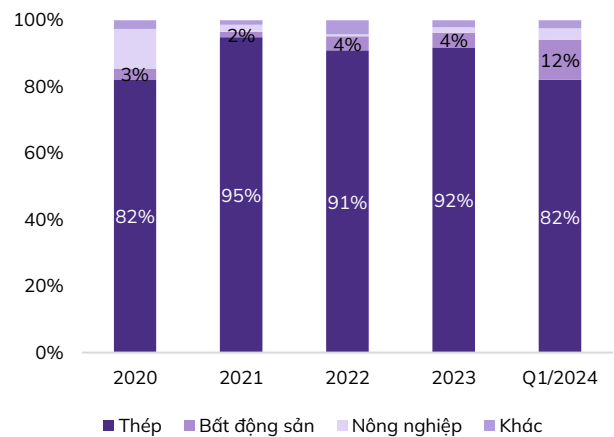
- **Thép tiếp tục là mảng chủ đạo, lợi nhuận mảng BĐS cải thiện đáng kể.**

- Trong Q1/2024, doanh thu và lợi nhuận từ mảng thép lần lượt chiếm 93% và 85% cơ cấu doanh thu, lợi nhuận. Mảng thép tiếp tục là mảng kinh doanh cốt lõi khi tỷ trọng doanh thu có xu hướng tăng từ 84% tại 2018 lên 93% tại 2022, và tiếp tục giữ mức này tới hiện tại. Dự kiến khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động, tỷ trọng doanh thu từ mảng thép sẽ tiếp tục tăng. Việc tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi sẽ giúp HPG tận dụng tối đa lợi thế về kinh nghiệm, trình độ và quy mô sẵn có để giúp đảm bảo tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, điểm yếu của chiến lược này là doanh nghiệp sẽ chịu ảnh hưởng từ tính chu kỳ lớn của ngành thép.
- Ngoài ra, trong Q1/2024, mảng BĐS của HPG có sự cải thiện đáng kể so với Q1/2023 khi lợi nhuận gộp đạt 347 tỷ đồng (+77% svck), chiếm tỷ trọng 12% trong lợi nhuận gộp của doanh nghiệp (so với tỷ trọng hàng kỳ khoảng 4%). Mảng bất động sản, Hòa Phát tiếp tục tập trung vào việc phát triển các KCN – đang sở hữu vận hành 3 KCN, bao gồm: KCN Phố Nối A (Hưng Yên) có quy mô hơn 688,94 ha, tỷ lệ lấp đầy 90%; KCN Hòa Mạc (Hà Nam) –131 ha, tỷ lệ lấp đầy 100%; KCN Yên Mỹ II (Hưng Yên) bao gồm 2 giai đoạn, giai đoạn 1 với quy mô 97,5 ha đã lấp đầy 100%. Giai đoạn 2, Hòa Phát đang đầu tư xây dựng hạ tầng giai đoạn mở rộng thêm 216ha, vốn đầu tư gần 2.700 tỷ đồng dự kiến sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng trong hoạt động BĐS của doanh nghiệp.

Cơ cấu doanh thu HPG giai đoạn 2020 – Q1/2024



Cơ cấu lợi nhuận gộp HPG giai đoạn 2020 – Q1/2024

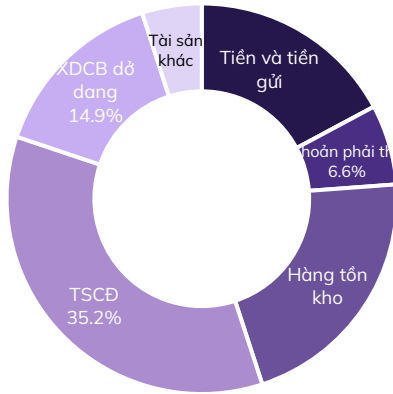


Nguồn: HPG, ABS Research

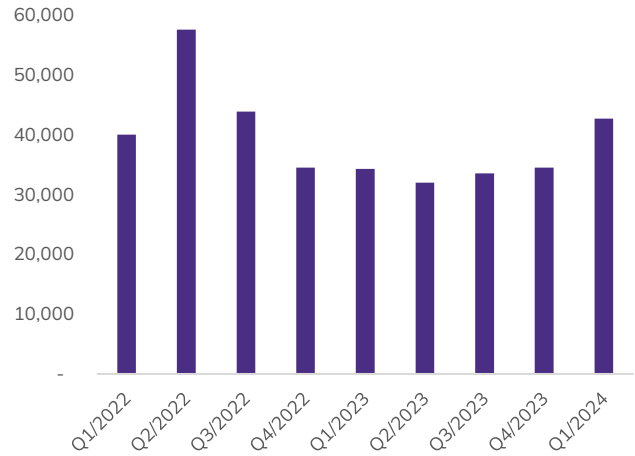
- **Cơ cấu tài sản an toàn:**

- Tại 31/03/2024, tài sản cố định của HPG đạt hơn 71 nghìn tỷ đồng (chiếm 35,2% tổng tài sản), chủ yếu là cấu phần máy móc thiết bị phục vụ sản xuất thép.
- Khoản mục xây dựng cơ bản dở dang đạt 30,1 nghìn tỷ đồng (chiếm 14,9% tổng tài sản), tăng 15,5% so với cuối năm 2023 (giá trị khoảng 26 nghìn tỷ) khi các dự án trọng điểm tiếp tục được đẩy mạnh triển khai như dự án KLH Gang thép Dung Quất 2 (26.800 tỷ, tăng 18,8% so với cuối năm 2023), dự án nhà máy sản xuất vỏ container (2.115 tỷ, tăng 15,4% so với cuối năm 2023).
- Lượng tiền (và các khoản tiền gửi) ghi nhận ở mức cao đạt hơn 34,7 nghìn tỷ đồng để sẵn sàng giải ngân cho dự án Dung Quất 2. Hệ số thanh toán tiền mặt ở mức 0,16 lần, dòng tiền thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh thường xuyên ở mức cao nhờ hoạt động kinh doanh ổn định.
- Số dư hàng tồn kho của HPG cuối Q1/2024 tăng mạnh hơn 8.200 tỷ so với cuối năm 2023 đến từ nguyên nhân (i) thành phẩm tăng phục vụ nhu cầu thị trường, (ii) lượng vật tư đã mua sắm để dùng cho hoạt động xây dựng cơ bản của dự án mới. Nếu loại trừ phần vật tư phục vụ cho xây dựng các dự án của HPG, phần nguyên vật liệu còn lại phục vụ cho hoạt động sản xuất bán hàng được duy trì ổn định, siết chặt như những quý trước. Việc quản lý chặt chẽ này giúp nâng cao khả năng ứng biến của doanh nghiệp trước biến động về giá nguyên vật liệu, đồng thời làm dịu bớt áp lực vốn lưu động và chi phí vốn vay ngắn hạn.

Cơ cấu tài sản của HPG Q1/2024



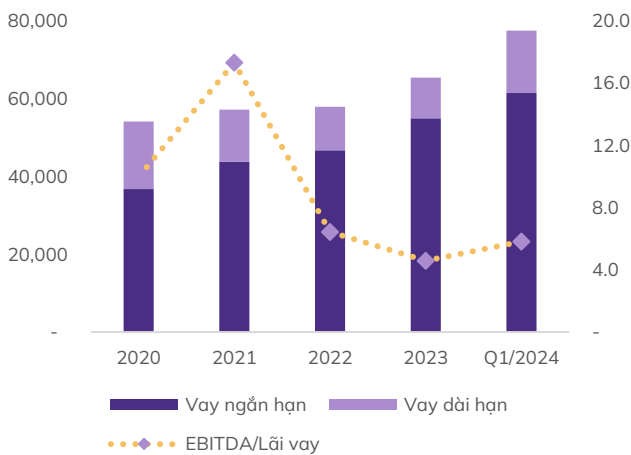
Lượng hàng tồn kho của HPG (tỷ VND)



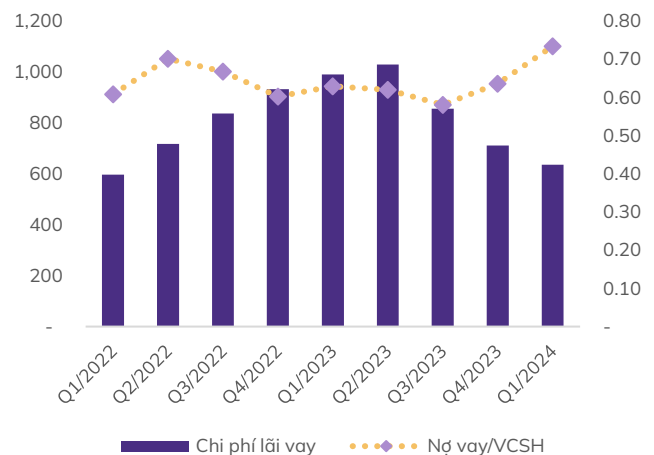
Nguồn: HPG, ABS Research

- Tỷ lệ nợ vay tăng nhưng chi phí lãi vay giảm.** Nợ vay tại thời điểm 31/03/2024 của HPG tăng 18,6% so với cuối năm 2023, đạt hơn 77,5 nghìn tỷ đồng bao gồm cả vay nợ bằng VND và USD. Cơ cấu nợ vay của doanh nghiệp tập trung chủ yếu là nợ vay ngắn hạn khi chiếm 79% tổng nợ vay, tuy nhiên đã giảm so với mức 84% cuối năm 2023. Hệ số D/E ở mức 0,73 lần, tăng mạnh so với mức 0,64 lần của năm 2023. Nợ vay của HPG tại cuối Q1/2024 tăng mạnh so với cuối năm 2023 khi doanh nghiệp tập trung huy động vốn để đầu tư cho dự án Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 2. Tuy nhiên, chi phí lãi vay Q1/2024 lại giảm ở mức thấp nhất trong 2 năm trở lại đây do doanh nghiệp đã quản trị hiệu quả các khoản vay, linh hoạt điều chỉnh cơ cấu vay ngoại tệ - giảm bớt mức độ phụ thuộc vào nguồn vốn nước ngoài trong thời điểm chi phí vốn USD cao và rủi ro tỷ giá lớn, tận dụng được nguồn vốn trong nước với lãi suất cạnh tranh hơn. Ngoài ra, việc tỷ giá USD/VND ở mức cao trong Q1/2024 khiến khoản lỗ chênh lệch tỷ giá của doanh nghiệp tăng lên, tổng ảnh hưởng khoản chênh lệch tỷ giá (bao gồm đã thực hiện và chưa thực hiện) trong kỳ là lỗ 90 tỷ đồng.

Cơ cấu nợ vay của HPG giai đoạn 2020 – Q1/2024



Chỉ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu (D/E)

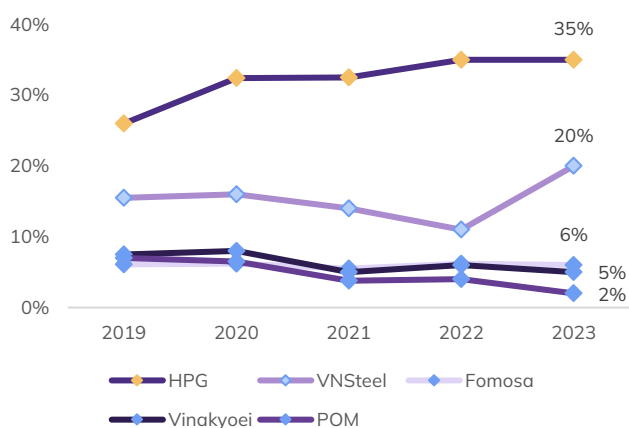


Nguồn: HPG, ABS Research

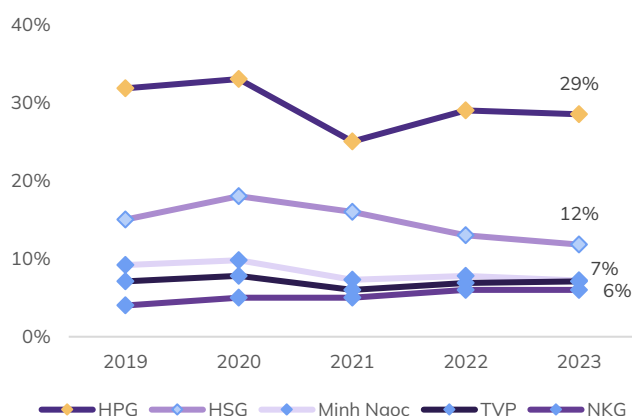
Triển vọng kinh doanh

- Chúng tôi cho rằng những khó khăn của ngành thép nói chung và HPG nói riêng đã qua đi và ngành này bước vào chu kỳ phục hồi từ năm 2024. Thị trường thép đã cho thấy tạo đáy vào Q4/2022 và đang trong xu hướng hồi phục. Dự kiến năm 2024, ngành thép trong nước sẽ hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công và các chính sách tháo gỡ khó khăn cho thị trường BĐS của Chính phủ bên cạnh sự tích cực trở lại của hoạt động xuất khẩu. HPG với vị thế doanh nghiệp đầu ngành, với quy mô tổng tài sản lên tới gần 190 nghìn tỷ và có chuỗi giá trị tương đối hoàn thiện từ chủ động nguyên vật liệu đầu vào tới khâu sản xuất ra sản phẩm cuối cùng. Vì vậy, biên lợi nhuận của HPG luôn ở mức cao so với các doanh nghiệp thép nhỏ, tạo nên lợi thế cạnh tranh về quy mô và chuỗi giá trị cho HPG. Năm 2023, thị phần thép của Hòa Phát tiếp tục dẫn đầu toàn ngành khi thép xây dựng chiếm 35% và ống thép chiếm 29%. Đây là lợi thế cạnh tranh bền vững giúp Hòa Phát tăng trưởng, đặc biệt khi ngành thép bước vào chu kỳ hồi phục thì HPG sẽ là một trong những doanh nghiệp đầu tiên hưởng lợi.

Top 5 thị phần thép xây dựng

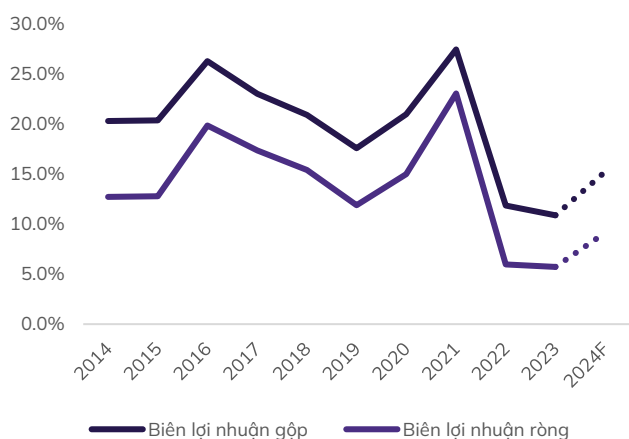


Top 5 thị phần ống thép



Nguồn: VSA, ABS Research

Biên lợi nhuận của HPG trong các chu kỳ gần đây



Lịch sử P/B của HPG trong các chu kỳ gần đây

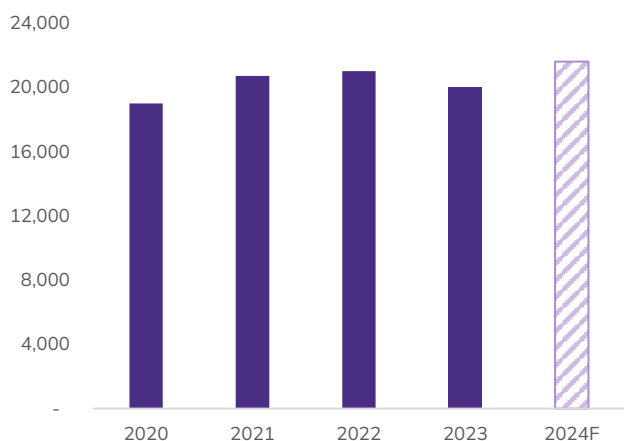


Nguồn: FiinPro, ABS Research

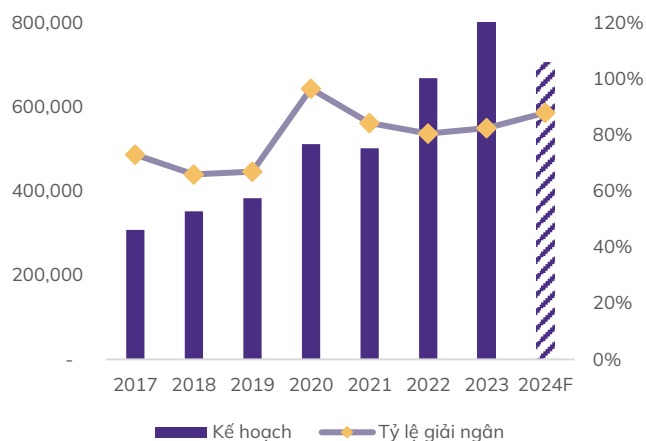
- Sản lượng tiêu thụ thép của HPG được kỳ vọng tiếp tục phục hồi.** Trong Q1/2024, sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát có sự tăng trưởng ấn tượng so với mức nền thấp của Q1/2023. Sản lượng tiêu thụ thời gian tới được kỳ vọng tiếp tục phục hồi cả ở thị trường trong nước và thị trường xuất khẩu.
 - **Đối với thị trường nội địa.** Theo dự báo của Hiệp hội Thép Việt Nam ("VSA"), sản lượng thép của thị trường trong nước năm 2024 có thể tăng 6% svck, sản lượng sản xuất có thể tăng 10% svck, tập trung chính vào thép xây dựng. Chúng tôi đánh giá, sản lượng nội địa tiếp tục tăng trưởng đến từ việc (i) ngành xây dựng phục hồi và (ii) tiếp tục tập trung giải ngân đầu tư công. Với vị thế chiếm khoảng 60% nhu cầu tiêu thụ thép, thị trường BĐS và hoạt động xây dựng dân dụng

ảnh hưởng chủ yếu đến sản lượng tiêu thụ thép nội địa. Cùng với mặt bằng lãi suất ở mức thấp, 3 bộ luật quan trọng liên quan đến thị trường BĐS là Luật Đất đai, Luật Kinh doanh Bất động sản và Luật Nhà ở đã được thông qua, đang được Quốc hội xem xét phê chuẩn thay đổi thời hạn có hiệu lực sớm hơn, từ 01/08/2024 là những nhân tố có thể giúp sớm “hâm nóng” thị trường bất động sản, kéo theo sự khởi sắc của hoạt động xây dựng. Trong năm 2024, Bộ Xây dựng đặt mục tiêu tăng trưởng của ngành từ 6,5% - 7%; còn theo dự báo của BMI (Business Monitor International) là 7,6%. Với hoạt động đầu tư công, năm 2024 tiếp tục là năm trong giai đoạn tập trung giải ngân vốn đầu tư với kế hoạch cả năm khoảng 706 nghìn tỷ đồng, trong 3 tháng đầu năm đã giải ngân được gần 90 nghìn tỷ đồng (đạt 12,96% kế hoạch, tăng 22,4% svck).

Tiêu thụ thép nội địa dự kiến (nghìn tấn)



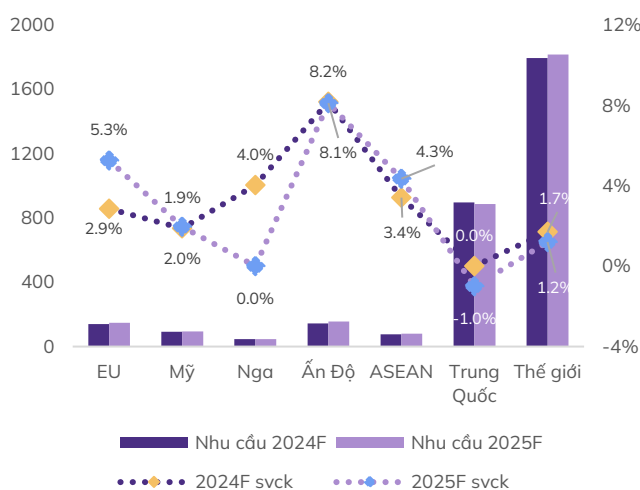
Kế hoạch và giải ngân đầu tư công (tỷ đồng)



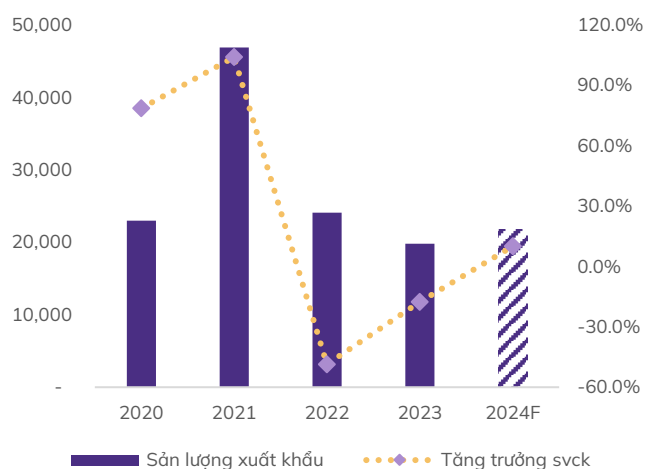
Nguồn: MOF, VSA, ABS Research

- **Đối với thị trường xuất khẩu.** Nhu cầu thép thị trường thế giới theo dự báo của Worldsteel (“WSA”) tăng 1,7% svck (1.793 triệu tấn) trong năm 2024 và tăng tiếp 1,2% vào năm 2025 (lên mức 1.815 triệu tấn). Nhu cầu cải thiện ở hầu hết các thị trường, ngoại trừ Trung Quốc chỉ tương đương ở mức thấp của 2023. Thị trường xuất khẩu của Hòa Phát rất đa dạng với trên 30 quốc gia, vùng lãnh thổ như Mỹ, Canada, Úc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore, EU, ... giúp sản lượng thép xuất khẩu tiêu thụ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2024.

Dự báo nhu cầu thép thế giới (nghìn tấn)



Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu của HPG (triệu USD)



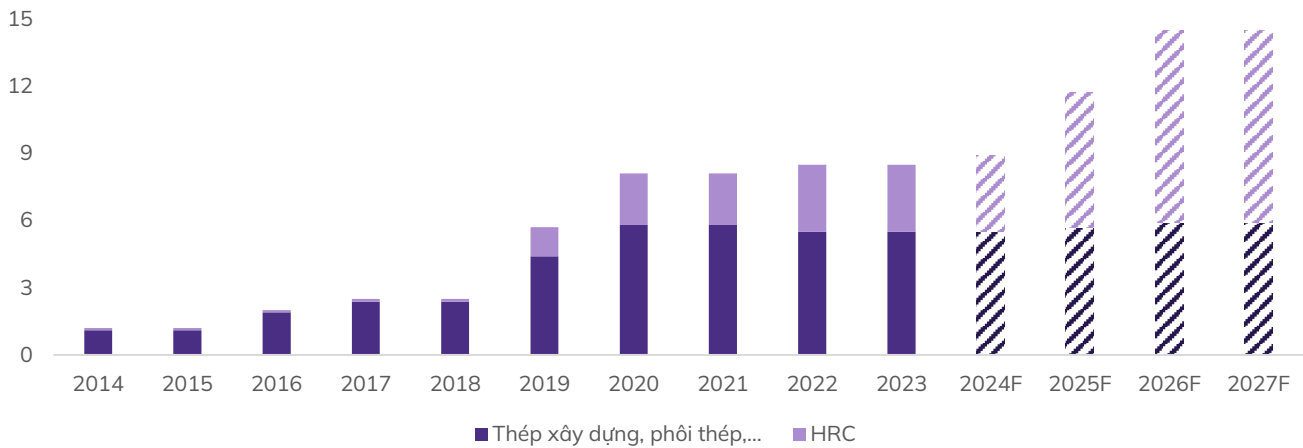
Nguồn: WSA, HPG, ABS Research

- **Dự án Dung Quất 2 sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho giai đoạn sau 2025.** Dự án Dung Quất 2 có tổng mức đầu tư 85 nghìn tỷ đồng và công suất thiết kế 5,6 triệu tấn HRC/năm (đưa tổng công suất của HPG đạt 14,5 triệu tấn thép/năm khi hoàn thành dự án). Đến đầu năm nay, dự án đã hoàn thiện khoảng 50% các hạng mục chính. Theo kế hoạch, dự án sẽ đưa

vào hoạt động phân kỳ 1 trong Q1/2025 và phân kỳ 2 trong Q4/2025. Dự án khi vận hành có thể đóng góp khoảng 80 – 100 nghìn tỷ doanh thu mỗi năm cho HPG (mất khoảng 2 năm để chạy tối đa công suất). Việc đẩy mạnh sản xuất HRC tạo lợi thế cho HPG chiếm lĩnh thị trường và đạt lợi thế theo quy mô trong bối cảnh HPG bên cạnh Formosa là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất được HRC. Nhu cầu thị trường nội địa còn rất lớn khi việc sản xuất HRC yêu cầu kỹ thuật cao, vốn đầu tư lớn, lượng nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm 45% nguồn cung HRC trên thị trường.

Ngoài ra, dự kiến trong năm 2024, HPG dự kiến đưa vào vận hành nhà máy sản xuất vỏ container. Nhà máy có tổng công suất 500.000 TEU/năm (GD1 có công suất 200.000 TEU/năm đã hoàn thành đi vào hoạt động với lô hàng xuất bán đầu tiên trong T8/2023). Với công suất này, HPG là nhà sản xuất vỏ container lớn nhất khu vực Đông Nam Á.

Công suất sản xuất thép của HPG ước tính sau khi Dự án Dung Quất 2 vận hành



Nguồn: HPG, ABS Research

- **HPG đã trình Bộ Công Thương yêu cầu áp thuế chống bán phá giá đối với HRC.** Trong T3/2024, HPG và Formosa đã nộp hồ sơ lên Cục Phòng vệ thương mại (Bộ Công Thương) để khởi xướng điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm HRC nhập khẩu (chủ yếu từ Trung Quốc và Ấn Độ) để hỗ trợ cho doanh nghiệp sản xuất thép HRC trong nước trước tình trạng lượng thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ vào Việt Nam tăng đột biến. Về quy trình xử lý hồ sơ điều tra chống bán phá giá, sau khi doanh nghiệp chuẩn bị đầy đủ hồ sơ, **trong vòng 45 ngày**, căn cứ vào kiến nghị của cơ quan điều tra, Bộ Công Thương sẽ ra quyết định về việc có khởi xướng điều tra hay không. **Thời hạn điều tra sẽ kéo dài trong khoảng 12 - 18 tháng** kể từ khi có quyết định điều tra của Bộ Công Thương. Hiện tại, hồ sơ khởi xướng điều tra của HPG đang được Bộ Công Thương yêu cầu bổ sung thêm chứng từ để đánh giá việc có quyết định khởi xướng điều tra hay không.

Các vụ việc điều tra liên quan đến phòng vệ thương mại các sản phẩm thép nhập khẩu vào Việt Nam

Năm	Sản phẩm	Thị trường
2016	Tôn màu (SG05)	Thế giới
2016	Tôn mạ (AD02)	Trung Quốc (*), Hàn Quốc
2018	Thép không gỉ cán nguội (AD01)	Trung Quốc (*), Indonesia, Malaysia, Đài Loan
2019	Thép cacbon cán nguội dạng cuộn hoặc tấm (AD08)	Trung Quốc, Hàn Quốc
2020	Thép hình chữ H (AD12)	Malaysia
2020	Tôn mạ màu (AD04)	Trung Quốc (*), Hàn Quốc
2020	Phôi thép và thép dài (SG04)	Thế giới
2020	Thép cuộn và thép dây	Thế giới
2023	Cán thép dự ứng lực (AD17)	Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan

Nguồn: VSA, ABS Research

Theo dữ liệu từ Tổng cục Hải quan, trong 4 tháng đầu năm 2024, lượng HRC nhập từ Trung Quốc trong 4T/2024 đạt 2,9 triệu tấn (gấp 2 lần svck 2023), riêng trong T4/2024, sản lượng HRC nhập từ Trung Quốc tăng mạnh với 890 nghìn tấn, gấp hơn 1,5 lần so với sản xuất nội địa. Theo đó, sự cạnh tranh sản phẩm HRC từ Trung Quốc là rất gay gắt, nếu thuế chống bán phá giá được áp dụng, sẽ là tín hiệu tích cực cho thúc đẩy tiêu thụ HRC của Hòa Phát. Trong quá khứ, biện pháp phòng vệ thương mại liên quan đến tôn mạ, thép không gỉ nhập khẩu từ Trung Quốc tại một số vụ việc như AD02 (2016), AD01 (2018), AD04 (2020) đã mang lại ảnh hưởng tích cực đến các doanh nghiệp thép trong nước.

Dự phóng KQKD 2024

- Dựa trên một số giả định chính:

- ✓ Giá bán thép của HPG dự báo tăng 3% svck trong năm 2024;
- ✓ Sản lượng tiêu thụ của HPG dự kiến đạt hơn 8,6 triệu tấn vào năm 2024 và tăng trưởng bình quân khoảng 10% tới khi Dung Quất 2 chạy tối đa công suất;
- ✓ Doanh thu của HPG sẽ tăng trưởng khoảng hơn 80 nghìn tỷ giai đoạn 2026-2027 khi nhà máy Dung Quất 2 hoạt động tối đa công suất; và
- ✓ Nhu cầu sử dụng thép thị trường Việt Nam và toàn cầu tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn.
- ✓ Về vốn điều lệ, hiện nay sau khi HPG vừa thực hiện phát hành thêm gần 581,5 triệu cổ phiếu từ nguồn vốn chủ sở hữu để nâng vốn điều lệ lên 63.960 tỷ đồng. Chúng tôi giả định vốn điều lệ các năm tới không thay đổi so với mức hiện tại.

- Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2024 của HPG lần lượt là **139.439 tỷ (+17% svck)** và **12.757 tỷ (+87% svck)**.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu HPG theo 2 phương pháp:

- ✓ Phương pháp P/E
- ✓ Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Phương pháp P/E

- ✓ EPS 2024F của HPG là 1.994 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng mức P/E hợp lý của HPG là 18.x lần, dựa trên trung bình P/E của các doanh nghiệp trong ngành đang niêm yết và lịch sử P/E của HPG.

⇒ Theo phương pháp P/E, giá cổ phiếu HPG được xác định là **35.899 đồng/cp**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

- ✓ Chi phí VCSH được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,7%. Phần bù rủi ro thị trường là 9%. Beta điều chỉnh là 1,14 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC bằng 11%.

- ✓ Theo phương pháp FCFF, giá cổ phiếu HPG được xác định là **31.102 đồng/cp**.

Chỉ tiêu	Giá định
Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)	2,7%
Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)	9,0%
Beta	1,14
Chi phí VCSH (Cost of Equity)	13,0%
WACC	11,0%
Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)	3%

Kết quả định giá

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
P/E	35.899	50%
FCFF	31.102	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu) (làm tròn)		33.500

Như vậy, giá cổ phiếu HPG hợp lý ở mức 33.500 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng 14,3% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với HPG.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Quá trình phục hồi của thị trường bất động sản chậm hơn so với dự kiến kéo theo tác động tới ngành xây dựng cũng như vật liệu xây dựng.
- ✓ Quá trình phục hồi chậm của nền kinh tế và thị trường BĐS Trung Quốc có thể ảnh hưởng tới giá thép trong nước.
- ✓ Chiến tranh Nga – Ukraine chưa kết thúc tiềm ẩn rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào. Bên cạnh đó, tỷ giá vẫn neo ở mức cao làm tăng chi phí sản xuất khi nhập khẩu.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Chính phủ đang tích cực điều hành chính sách để tháo gỡ khó khăn cho ngành bất động sản sẽ tạo điều kiện cho nhu cầu thép có thể hồi phục trở lại sớm hơn dự kiến.
- ✓ Fed và các NHTW thế giới đang trong quá trình giữ nguyên và hướng tới giảm lãi suất trong năm nay khi tỷ lệ lạm phát nằm trong kiểm soát.
- ✓ Tiến độ dự án và mức độ hấp thụ của dự án Dung Quất 2 có thể tốt hơn so với dự báo của chúng tôi.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	149.680	141.409	118.953	139.439
Giá vốn hàng bán	(108.571)	(124.646)	(106.015)	(118.152)
Lợi nhuận gộp	41.108	16.763	12.938	21.287
Doanh thu tài chính	3.071	3.744	3.173	2.450
Chi phí tài chính	(3.732)	(7.027)	(5.192)	(4.048)
Chi phí bán hàng	(2.120)	(2.666)	(1.961)	(2.299)
Chi phí QLDN	(1.324)	(1.019)	(1.307)	(1.532)
Lợi nhuận từ HKKD	37.008	9.794	7.651	15.252
Lãi/Lỗ khác	48	128,9	142,0	612,9
Lợi nhuận trước thuế	37.057	9.923	7.793	15.865
Lợi nhuận sau thuế	34.521	8.444	6.800	12.692
LNST cổ đông Công ty mẹ	34.478	8.484	6.835	12.757

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
LCT thuần từ HKKD	26.721	12.278	8.643	8.284
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(19.669)	(24.626)	(11.995)	(17.792)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	1.740	(1.778)	7.276	14.443
LCT thuần trong kỳ	8.792	(14.127)	3.924	4.935
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	13.696	22.471	8.325	12.252
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	22.471	8.325	12.252	17.187

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,28	1,29	1,16	1,11
Khả năng thanh toán nhanh	0,71	0,74	0,67	0,66
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,31	0,13	0,17	0,22
Khả năng thanh toán lãi vay	14,62	4,00	2,52	4,16
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,48	0,54	0,56	0,54
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,52	0,46	0,44	0,46
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,63	0,60	0,64	0,69
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	10,88	10,24	13,74	14,00
Số ngày phải trả	50,82	54,34	40,44	39,00
Số ngày tồn kho	115,01	112,19	118,77	108,00
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27,5%	11,9%	10,9%	15,3%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	24,7%	8,7%	7,6%	12,1%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	23,0%	6,0%	5,7%	9,1%
ROE	46,0%	9,1%	6,9%	11,7%
ROA	22,3%	4,9%	3,8%	6,3%
ROIC	23,3%	5,5%	4,1%	6,5%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	22.471	8.325	12.252	17.187
+ Đầu tư ngắn hạn	18.236	26.268	22.177	22.177
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.973	2.959	6.000	4.697
+ Hàng tồn kho	42.134	34.491	34.504	35.416
+ Tài sản ngắn hạn khác	6.340	8.472	7.783	8.472
Tài sản ngắn hạn	94.155	80.515	82.716	87.949
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản cố định	69.318	70.921	72.074	82.228
+ Bất động sản đầu tư	548	629	594	675
+ Tài sản dở dang dài hạn	9.699	13.363	26.099	39.665
+ Đầu tư dài hạn	7	1	40	0
+ Tài sản dài hạn khác	4.510	4.907	6.259	6.305
Tài sản dài hạn	84.082	89.821	105.066	128.873

Tổng Tài sản	178.236	170.336	187.783	216.822
+ Vay ngắn hạn	43.748	46.749	54.982	61.415
+ Phải trả người bán	23.729	11.107	12.387	13.056
+ Nợ ngắn hạn khác	5.983	4.530	4.144	4.858
Nợ ngắn hạn	73.459	62.385	71.513	79.329
+ Vay dài hạn	13.465	11.152	10.399	18.345
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	532	686	3.034	3.556
Nợ dài hạn	13.996	11.837	13.433	21.901
Tổng nợ phải trả	87.456	74.223	84.946	101.229
+ Vốn cổ phần	44.729	58.148	58.148	63.963
+ Thặng dư vốn cổ phần	3.212	3.212	3.212	3.212
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	41.763	33.834	40.593	47.535
+ Quỹ khác	1.076	920	884	884
Vốn chủ sở hữu	90.781	96.113	102.836	115.593
Tổng cộng nguồn vốn	178.236	170.336	187.783	216.822

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng doanh thu	66,1%	-5,5%	-15,9%	17,2%
Tăng trưởng LNNT	141,3%	-73,2%	-21,5%	103,6%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	156,3%	-75,4%	-19,4%	86,6%
Tăng trưởng EPS	89,9%	-81,1%	-19,4%	69,7%
Tăng trưởng VCSH	53,3%	5,9%	7,0%	12,4%
Tăng trưởng Tổng tài sản	35,5%	-4,4%	10,2%	15,5%

Định giá (lần)	2021	2022	2023	2024F
P/E	3,79	20,01	24,84	14,64
P/B	1,44	1,77	1,65	1,62
EV/EBITDA	3,04	8,89	10,74	7,65
EV/Sales	0,87	1,20	1,43	1,34
EPS (đồng/cp)	7.708	1.459	1.175	1.994
BVPS (đồng/cp)	20.296	16.529	17.685	18.072

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Dầu khí, Điện

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Trần Xuân Bách - Chuyên viên

Email: bach.tranxuan@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng công nghiệp, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn