

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)

Khuyến nghị

MUA

Giá đóng cửa
10/09/2024 đ25,150

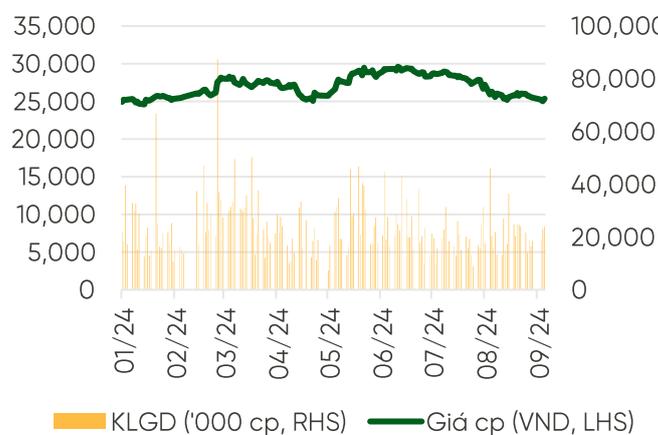
Giá mục tiêu 12T đ31,800

Lợi nhuận kỳ vọng 26,4%

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Mã giao dịch	HOSE: HPG
KLGD TB 52W (CP)	23.543.209
Khối lượng lưu hành (triệu CP)	6.396,25
Tỷ lệ free-float	55%
Vốn hóa doanh nghiệp	160.866 tỷ VNĐ
Beta	1.04

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU HPG



CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN:

Tỷ VNĐ	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	118.953	135.927	169.323	216.692
- Tăng trưởng DT	-15,9%	14,3%	24,6%	28,0%
Lợi nhuận gộp	12.938	18.635	24.168	31.512
- Tỷ suất LNG	10,9%	13,7%	14,3%	14,5%
LNTT	7.793	13.147	17.328	23.377
- Tỷ suất LNTT	6,6%	9,7%	10,2%	10,8%
Tài sản ngắn hạn	82.716	81.701	99.192	128.461
Tài sản dài hạn	105.066	129.873	158.841	149.691
Tổng tài sản	187.783	211.575	258.033	278.152
Nợ phải trả	84.946	98.226	130.939	132.478
Vốn chủ sở hữu	102.836	113.349	127.094	145.674
- Nợ vay/VCSH	0,6	0,7	0,8	0,6

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH:

- HPG ghi nhận doanh thu Q2/2024 đạt 39.556 tỷ (+34% YoY) và lợi nhuận thuần đạt 3.320 tỷ (+129% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp mỏng thép cũng cải thiện mạnh lên 12,7% từ mức 11,8% trong Quý 1.
- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 1,27 triệu tấn, tăng 62% svck 2023 nhờ vào nhu cầu phục hồi tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ HRC giảm 1% svck 2023 do hoạt động xuất khẩu suy yếu.
- Tính chung 6 tháng đầu năm, lợi nhuận sau thuế của HPG đạt 6.189 tỷ, hoàn thành 62% kế hoạch lợi nhuận năm và 54% dự phóng năm 2024 của chúng tôi

TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG kỳ vọng tăng 10% YoY trong năm 2025 nhờ vào khối lượng công việc ngành xây dựng tiếp tục được hỗ trợ ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.
- Sản lượng tiêu thụ HRC dự báo tăng 48% YoY nhờ vào thị trường nội địa với kỳ vọng thuế CBPG sản phẩm HRC Trung Quốc sẽ được ban hành vào thời điểm Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu cũng được dự báo cải thiện nhẹ khi các NHTW bắt đầu cắt giảm lãi suất.
- Giá thép được kỳ vọng đang giao dịch trong vùng đáy với dự báo áp lực giảm giá từ thép Trung Quốc sẽ yếu dần trong thời gian tới nhờ vào nhu cầu tiêu thụ được hỗ trợ bởi xây dựng hạ tầng kỹ thuật và sản xuất công nghiệp.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

Sử dụng phương pháp chiết khấu FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho HPG vào mức 31.800 VNĐ/cp, tương ứng với mức P/E forward 2025 vào khoảng 14 lần và P/B forward 2025 1,6 lần. Với mức điều chỉnh giảm 13% trong 3 tháng vừa qua, HPG đang được giao dịch ở mức chiết khấu 26% so với mức giá mục tiêu. Chúng tôi khuyến nghị MUA với HPG.

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Dương Tuấn Minh minhndt@vpbanks.com.vn

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH:

HPG công bố doanh thu Q2.2024 đạt 39.556 tỷ (+34% YoY) trong khi lợi nhuận thuần đạt 3.320 tỷ (+129% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2.2024 đạt mức 13,3%, tăng mạnh so với mức 10,8% trong cùng kỳ năm 2023. Kết quả kinh doanh tích cực chủ yếu nhờ vào: (1) sản lượng thép tiêu thụ tăng trưởng mạnh giúp nhà máy chạy ở công suất tối đa, cao hơn so với mức hiệu suất hoạt động 76% trong Q2.2023 và (2) Công ty đã có kế hoạch quản lý nhập và tồn kho nguyên vật liệu đầu vào tốt hơn trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đầu vào chính như quặng sắt và than coke không còn những biến động mạnh như giai đoạn 2022 – 2023.

Trong Q2.2024, HPG đã tiêu thụ tổng cộng 1,27 triệu tấn thép xây dựng, tăng 62% so với cùng kỳ năm 2023. Mặc dù sản lượng thép xây dựng tiêu thụ nội địa ghi nhận mức tăng trưởng mạnh (tăng 48% so với cùng kỳ 2023 và tăng 50% so với quý 1.2024), động lực tăng trưởng của thép xây dựng tiêu thụ trong Quý 2 vẫn đến nhiều hơn từ hoạt động xuất khẩu (tăng 124% so với cùng kỳ 2023). Đối với HRC, tổng sản lượng tiêu thụ trong Q2.2024 đã bắt đầu có dấu hiệu suy yếu khi điều chỉnh giảm 1% so với cùng kỳ năm 2023, đạt mức 724.000 tấn. Hoạt động tiêu thụ HRC tại thị trường nội địa ghi nhận mức phục hồi mạnh 40% so với cùng kỳ 2023 trong khi sản lượng HRC xuất khẩu đã chậm lại và suy giảm 47% so với cùng kỳ 2023.

Tại bảng Cân đối kế toán, tổng tài sản của công ty tăng 10% kể từ đầu năm, chủ yếu được đóng góp bởi mức tăng giá trị ngân cho dự án Dung Quất giai đoạn 2 trong khoản mục xây dựng cơ bản dở dang. Tính từ đầu năm 2024, xây dựng cơ bản dở dang của công ty tăng 19.280 tỷ trong khi nợ dài hạn tăng 9.280 tỷ để tài trợ cho dự án Dung Quất giai đoạn 2. Có thể thấy cơ cấu tài sản của công ty vẫn ở mức an toàn với tỷ lệ nợ vay/VCSH ở mức 0,7 mặc dù công ty đang tích cực tăng vay nợ để triển khai dự án mở rộng công suất.

Kết quả kinh doanh Quý 2 năm 2024:

Đơn vị: Tấn	Q2.2024	%YoY	%QoQ	6T.2024	%YoY
Sản lượng thép Xây dựng tiêu thụ	1.271.300	62%	33%	2.227.320	35%
- Nội địa	943.600	48%	50%	1.574.620	14%
- Xuất khẩu	327.700	124%	1%	652.700	139%
Sản lượng HRC tiêu thụ	724.000	-1%	-9%	1.518.820	25%
- Nội địa	542.100	40%	17%	1.007.000	24%
- Xuất khẩu	181.900	-47%	-45%	511.820	28%
Phôi thép	200.860	N/A	130%	288.000	660%
Tôn mạ	124.130	17%	27%	222.130	26%
Thép ống	187.690	13%	43%	318.600	-2%
Đơn vị: Tỷ đồng	Q2.2024	%YoY	%QoQ	6T.2024	%YoY
Doanh thu thuần	39.556	34%	28%	70.408	26%
Lãi gộp	5.247	64%	26%	9.401	93%
Doanh thu tài chính	645	-12%	-14%	1.397	-15%
Chi phí tài chính	(1.065)	-21%	0%	(2.126)	-20%
Chi phí bán hàng & Quản lý doanh nghiệp	(1.136)	30%	19%	(2.094)	29%
Lợi nhuận/(lỗ) trước thuế	3.733	119%	14%	6.994	213%
Lợi nhuận/(lỗ) sau thuế	3.320	129%	16%	6.189	238%

Tổng kết 6 tháng đầu năm 2024, công ty ghi nhận doanh thu đạt 70.408 tỷ (+26% svck 2023) và lợi nhuận sau thuế đạt 6.189 tỷ (+238% YoY). Kết quả này hoàn thành lần lượt 50,3% kế hoạch doanh thu và 61,9% kế hoạch lợi nhuận năm 2024 của HPG, cho thấy tình hình kinh doanh của công ty đã cải thiện hơn rất nhiều khi so sánh với % hoàn thành kế hoạch trong cùng kỳ năm 2023.

Kết quả kinh doanh 6T.2024

% Kế hoạch Doanh thu

50.3%

% Kế hoạch Lợi nhuận

61.9%

Kết quả kinh doanh 6T.2023

% Kế hoạch Doanh thu

37.8%

% Kế hoạch Lợi nhuận

22.9%

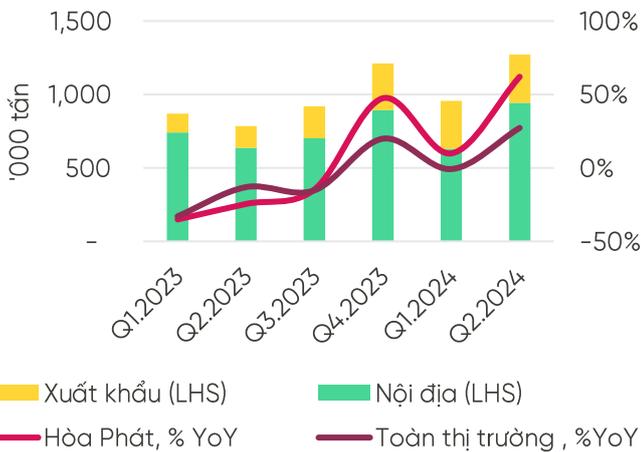
TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

Thép xây dựng: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tiếp tục vượt trội so với ngành

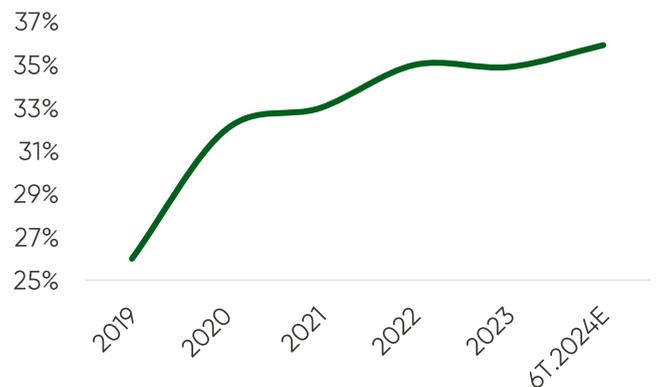
Trong quý 2 năm 2024, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ toàn thị trường theo VSA ước tính tăng khoảng 27% so với cùng kỳ (svck) năm 2023 nhờ vào nhu cầu tiêu thụ thép nội địa phục hồi mạnh mẽ và sản lượng xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng mạnh. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ thép thị trường nội địa trong quý 2 năm 2024 ước tính tăng gần 25% svck năm 2023, là mức tăng mạnh nhất kể từ quý 4 năm 2022. Chúng tôi cho rằng nhu cầu xây dựng dân dụng dần ấm lên theo thị trường bất động sản cùng nhu cầu xây dựng nhà xưởng Khu công nghiệp là 2 động lực chính cho mức tăng trưởng mạnh của thép xây dựng. Trong khi đó, sản lượng thép xây dựng xuất khẩu quý 2 năm 2024 tăng gần 40% svck năm 2023, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ từ các thị trường xuất khẩu chính trong Đông Nam Á tiếp tục duy trì tăng trưởng.

HPG đã có mức tăng trưởng sản lượng thép xây dựng tiêu thụ vượt trội so với ngành khi ghi nhận tổng sản lượng thép xây dựng tiêu thụ tăng 62% svck 2023, trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa và sản lượng xuất khẩu lần lượt tăng 48% và 124% svck năm 2023. Tuy mức tăng trưởng vượt trội này một phần được hỗ trợ bởi hiệu ứng nền thấp trong 2023, chúng tôi cho rằng động lực chính vẫn đến từ những yếu tố nội tại của doanh nghiệp bao gồm: (1) Lợi thế tối ưu hóa chi phí từ các khu liên hợp gang thép sử dụng công nghệ lò cao (2) Thương hiệu lâu đời cùng hệ thống phân phối nội địa rộng, trung bình 23 đại lý cấp 1/tỉnh, thành phố. Trong 6 tháng đầu năm 2024, chúng tôi ước tính thị phần thép xây dựng tiêu thụ nội địa của Hòa Phát vào khoảng 35,9%; tăng 1% so với năm 2023.

Sản lượng thép xây dựng của Hòa Phát

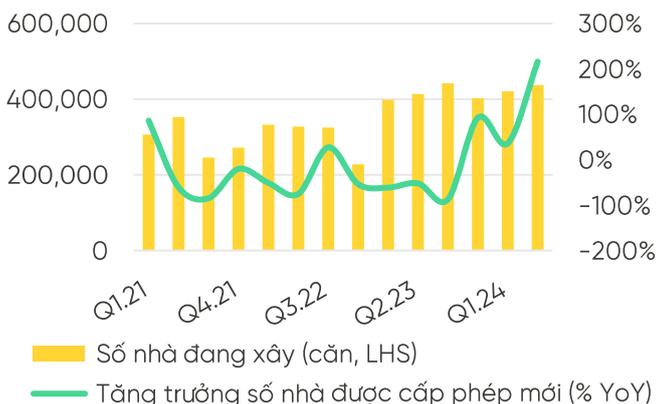


Thị phần thép xây dựng nội địa của Hòa Phát



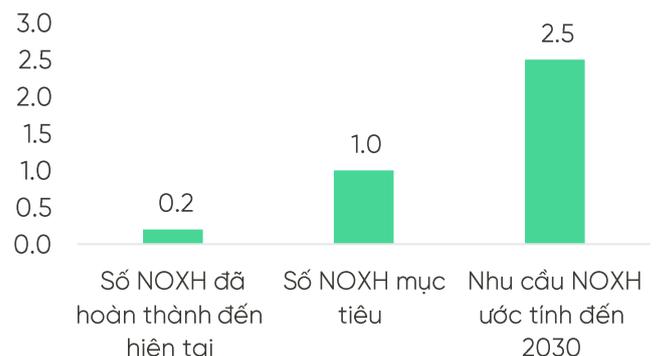
Đối với thị trường nội địa, chúng tôi hiện đang kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa của HPG tăng trưởng lần lượt 13%/10%/15% svck trong lần lượt 2024/2025/2026 nhờ vào: (1) Nhu cầu xây dựng tiếp tục tăng đối với phân khúc nhà ở thương mại trong bối cảnh các vướng mắc về thủ tục pháp lý dần được tháo gỡ nhờ vào 3 bộ luật bao gồm Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 và Luật đất đai 2024; (2) Các điều chỉnh trong Luật Nhà ở 2023 giúp lợi nhuận tổng thể dự án NOXH cao hơn và điều kiện triển khai dự án NOXH kinh hoạt hơn sẽ thúc đẩy việc triển khai xây dựng NOXH để đạt tới mục tiêu 1.000.000 căn NOXH vào năm 2030 của Thủ tướng Chính phủ; (3) Nhu cầu xây nhà xưởng tiếp tục ở mức cao với lượng vốn FDI giải ngân tại Việt Nam tiếp tục tăng.

Số nhà cấp phép mới tăng mạnh từ cuối 2023



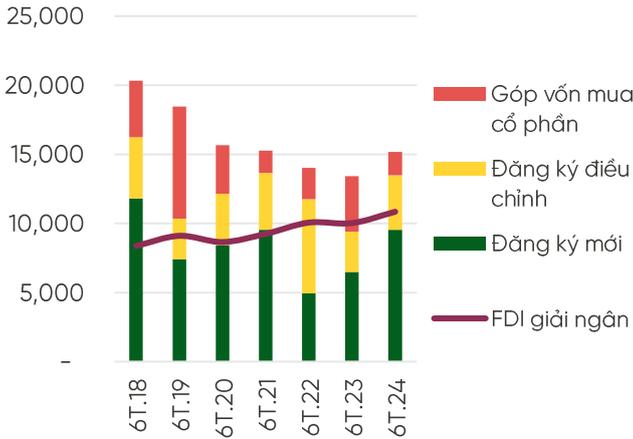
Nhu cầu xây dựng tiềm năng từ dự án NOXH

Đơn vị: triệu căn

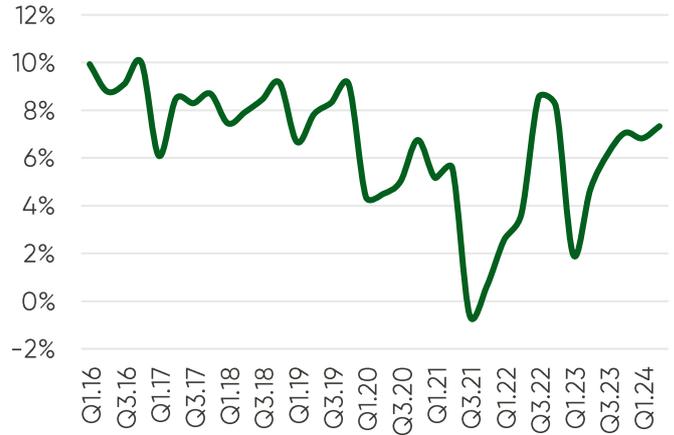


Vốn FDI giải ngân và đăng ký tiếp tục tăng

Đơn vị: Triệu USD



Tăng trưởng GDP xây dựng dẫn về mức trước dịch

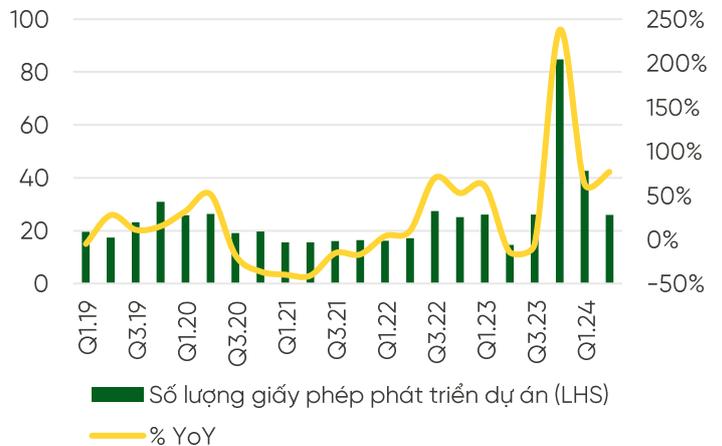


Đối với thị trường xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng tại một số thị trường xuất khẩu chính khu vực Châu Á như Malaysia, Thái Lan tiếp tục được duy trì ở mức cao do: (1) Theo Thứ trưởng Bộ Công trình Malaysia, ngành xây dựng tại Malaysia được dự phóng sẽ tiếp tục cải thiện rõ rệt trong nửa cuối 2024 và 2025 nhờ vào việc phân bổ nguồn ngân sách 180 tỷ RM từ cả khu vực chính phủ và tư nhân cho ngành xây dựng nhằm phát triển các dự án trường học, nhà ở, bệnh viện, hạ tầng, cảng; (2) Ngành xây dựng tại Thái Lan cũng được kỳ vọng sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng dân dụng sau khi Bộ Tài chính Thái Lan gần đây đã công bố các biện pháp kích thích nền kinh tế thông qua lĩnh vực bất động sản. Với kỳ vọng trên, chúng tôi hiện đang dự phóng sản lượng thép xây dựng xuất khẩu của HPG sẽ tăng trưởng 53%/10%/10% svck trong lần lượt 2024/2025/2026.

Tăng trưởng sản lượng ngành xây dựng tại Malaysia



Số lượng giấy phép phát triển dự án tại Thái Lan

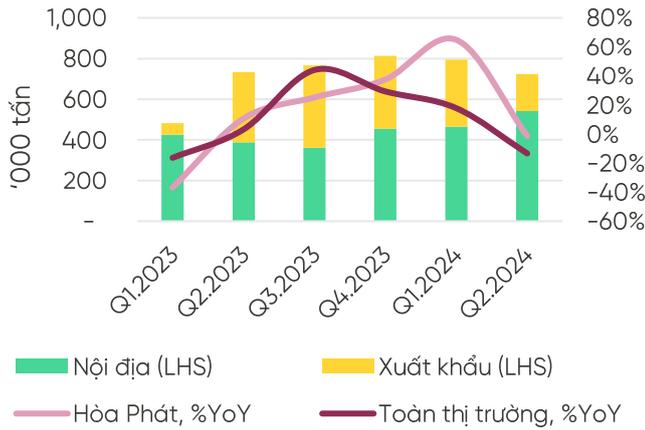


Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Hòa Phát sẽ tăng trưởng 21%/10%/14% svck trong lần lượt 2024/2025/2026. Chúng tôi cũng lưu ý Việt Nam hiện vẫn áp dụng mức thuế CBPG 6,2% với các mặt hàng thép xây dựng từ Trung Quốc cho đến 22/03/2026. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng áp thuế nhập khẩu 15% đối với các sản phẩm trên, làm giảm sức ép cạnh tranh giá với thép Trung Quốc và hỗ trợ sản lượng thép xây dựng tiêu thụ tại thị trường nội địa của các doanh nghiệp thép Việt Nam nói chung và Hòa Phát nói riêng.

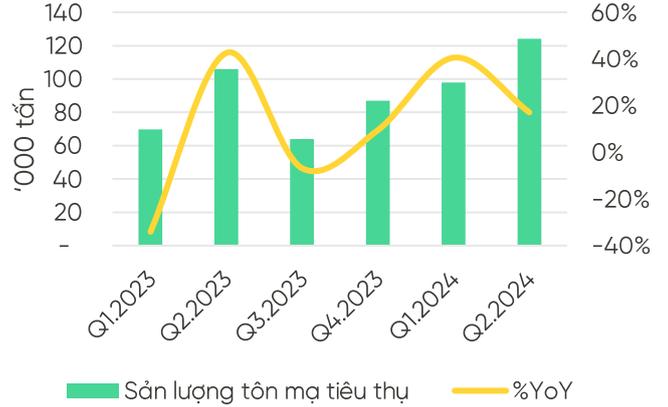
Thép HRC, tôn mạ: Kỳ vọng tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính trong các năm tiếp theo

Trong quý 2/2024, HPG đã tiêu thụ 724.000 tấn HRC (-1% svck 2023). Tăng trưởng sản lượng HRC tiêu thụ quý 2 đã bắt đầu chậm lại so với mức tăng 65% svck tại quý 1/2024, chủ yếu do sản lượng xuất khẩu quý 2 giảm mạnh -47% svck 2023. Trong khi đó, sản lượng HRC tiêu thụ nội địa tiếp tục cho thấy sự hồi phục mạnh mẽ từ mức nền thấp khi tăng trưởng 40% svck 2023. Đối với sản phẩm tôn mạ, sản lượng tiêu thụ trong quý 2 đạt 124.126 tấn (+17% svck 2023 và +27% so với Q1/2024). Có thể thấy công ty đã tập trung bán và tiêu thụ HRC cho hoạt động sản xuất tôn mạ nội địa thay vì trực tiếp xuất khẩu HRC trước tình hình tiêu thụ HRC ảm đạm bắt đầu từ cuối Q2/2024 do: (1) Nhu cầu tiêu thụ HRC tại EU và US bắt đầu yếu dần do mức lãi suất neo cao ảnh hưởng đến các ngành sản xuất công nghiệp và xây dựng dân dụng cùng (2) Hiện tượng dư cung xảy ra khi các nhà máy đã đẩy mạnh công suất hoạt động nhằm lấy thêm đơn hàng trong thời điểm cuối 2023, đầu 2024 (là thời điểm nhu cầu tiêu thụ vẫn ở mức tốt).

Sản lượng HRC tiêu thụ của HPG

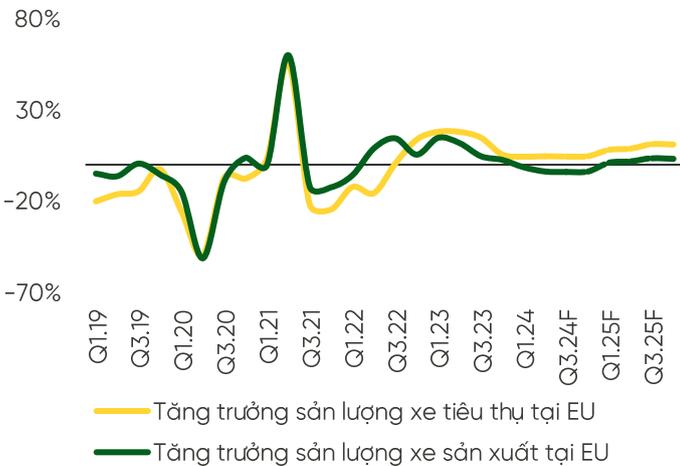


Sản lượng tôn mạ tiêu thụ của HPG

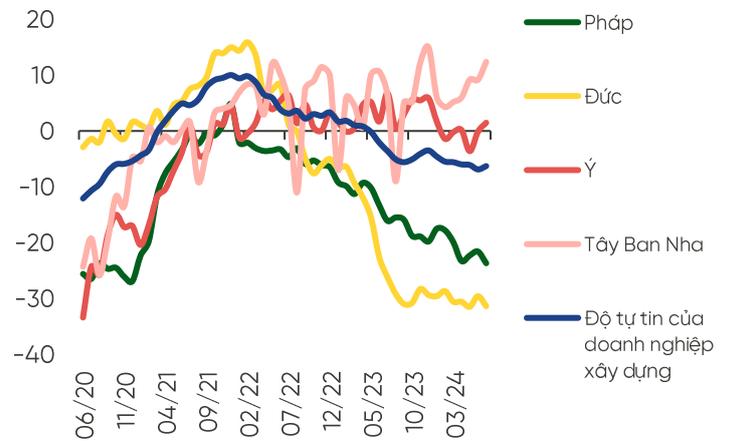


Đối với sản phẩm thép tấm nói chung (bao gồm tôn mạ và HRC), chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ vẫn sẽ yếu trong cuối năm 2024 và bắt đầu cải thiện nhẹ từ đầu năm 2025 với động lực chính đến từ (1) Ngành công nghiệp sản xuất ô tô tại EU được dự báo sẽ phục hồi nhẹ từ đầu năm 2025 cùng kỳ vọng backlog ngành xây dựng EU dần cải thiện sau khi ECB đã dùng tăng lãi suất và bắt đầu có động thái giảm lãi suất từ tháng 6; (2) Nhu cầu tiêu thụ thép tấm tại thị trường Mỹ kỳ vọng tăng nhẹ nhờ vào ngành công nghiệp ô tô và hoạt động xây nhà mới tiếp tục cải thiện trong bối cảnh FED đưa ra tín hiệu cắt giảm lãi suất và (3) Hoạt động sản xuất công nghiệp tại Việt Nam tiếp tục cho thấy tín hiệu tích cực tạo động lực thúc đẩy nhu cầu thép tấm cho lĩnh vực sản xuất máy móc thiết bị cùng hoạt động xây dựng dân dụng cải thiện thúc đẩy tiêu thụ thép trong lĩnh vực xây dựng như chúng tôi đã trình bày ở phần trên.

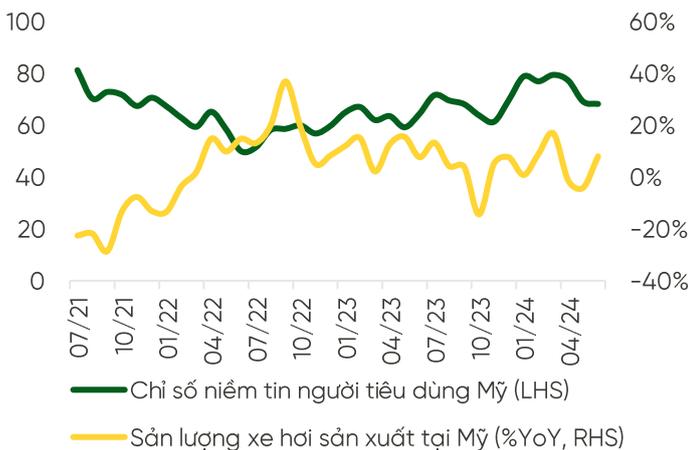
Sản lượng xe EU sản xuất được dự báo phục hồi nhẹ từ đầu năm 2025



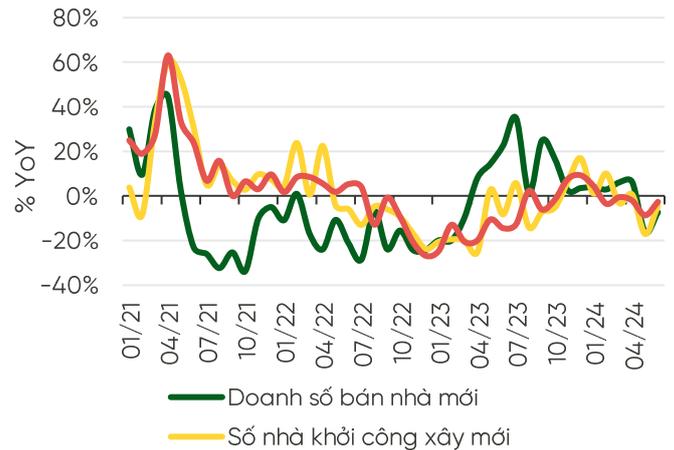
Backlog xây dựng tại EU phục hồi chậm trong khi chỉ số độ tự tin của doanh nghiệp đã ngừng giảm



Sản lượng xe con do Mỹ sản xuất kỳ vọng tăng nhẹ cùng niềm tin người tiêu dùng



Tăng trưởng số nhà khởi công xây mới tại Mỹ chứng đã giảm

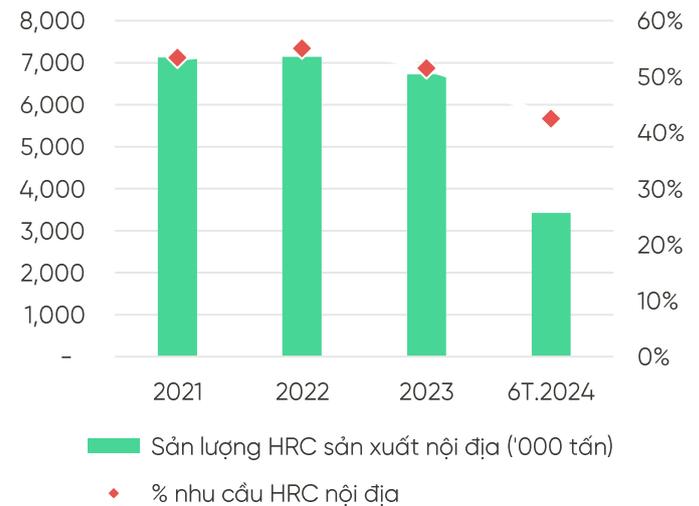


Chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ tập trung tiêu thụ HRC tại thị trường nội địa nhiều hơn trong thời gian tới do (1) Tổng sản lượng HRC sản xuất nội địa hiện nay mới chỉ đáp ứng được khoảng 52% nhu cầu tiêu thụ HRC tại Việt Nam; (2) EU (thị trường xuất khẩu HRC chính của HPG) đã khởi xướng điều tra chống bán phá giá với HRC đến từ Ai Cập, Ấn Độ, Nhật Bản, Việt Nam và khả năng cao sẽ sớm ban hành biện pháp kiểm soát chặt hơn hạn ngạch nhập khẩu HRC vào EU hiện tại; (3) Khả năng cao thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm HRC Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam sẽ được áp dụng, làm tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trong nước trước sức ép HRC giá rẻ từ Trung Quốc. Hiện tại, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ HRC của HPG sẽ đạt 8%/48%/42% svck trong lần lượt 2024/2025/2026 trong khi tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tôn mạ sẽ đạt 20%/5%/7% svck trong lần lượt 2024/2025/2026. Dự phóng tăng trưởng tiêu thụ HRC của chúng tôi đã bao gồm giả định Hòa Phát sẽ vận hành dự án Dung Quất giai đoạn 2 tại mức 50%/75% CSTK trong lần lượt 2025/2026.

Dự phóng sản lượng HRC Hòa Phát tiêu thụ



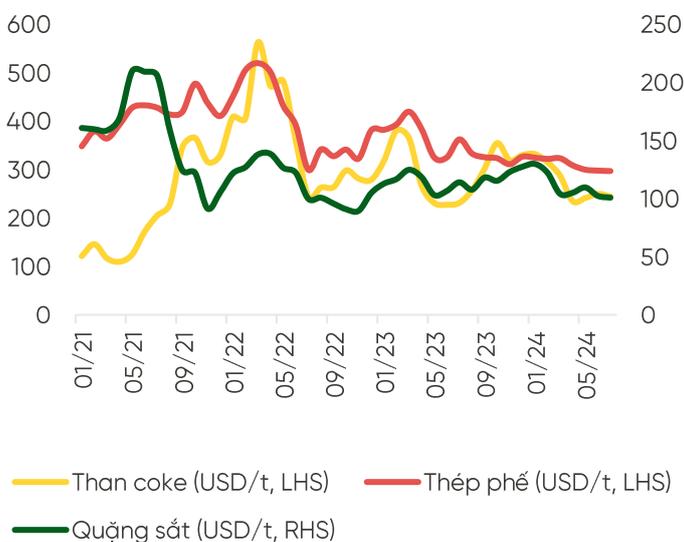
Sản lượng HRC sản xuất nội địa chỉ đáp ứng 42% nhu cầu trong 6 tháng đầu năm 2024



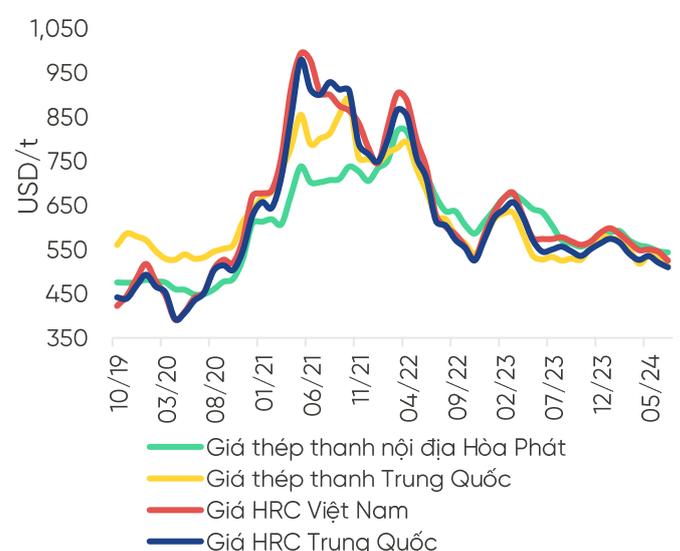
Giá thép: Kỳ vọng đã trong vùng đáy

Tính từ đầu năm 2024, giá thép xây dựng nội địa đã giảm gần 7% trong khi giá HRC giảm gần 20% do áp lực giảm giá từ các sản phẩm thép Trung Quốc. Giá quặng sắt và giá than coke cũng ghi nhận mức điều chỉnh giảm lần lượt 29% và 37% tính từ thời điểm đầu năm do nhu cầu tiêu thụ yếu. Diễn biến giá thép và nguyên vật liệu đầu vào đã khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của phần lớn các doanh nghiệp trong ngành thu hẹp trong Q2/2024. Tuy nhiên, nhờ vào việc quản trị tốt tồn kho nguyên vật liệu, Hòa Phát đã ghi nhận mức tỷ suất lợi nhuận gộp ngành thép tại Q2/2024 đạt 12,7%, cải thiện so với mức 11,8% tại Q1/2024.

Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào

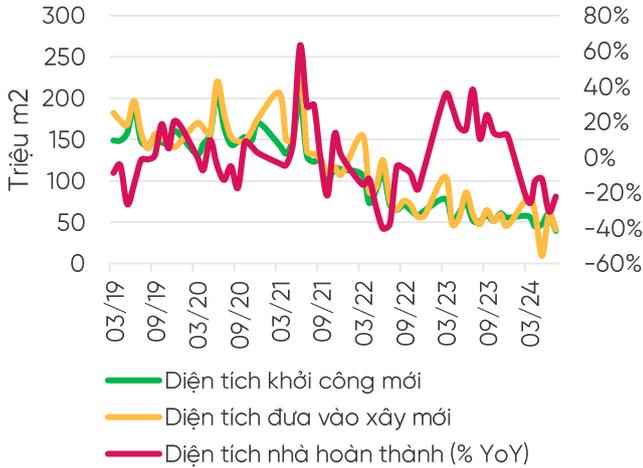


Biến động giá thép xây dựng và thép HRC

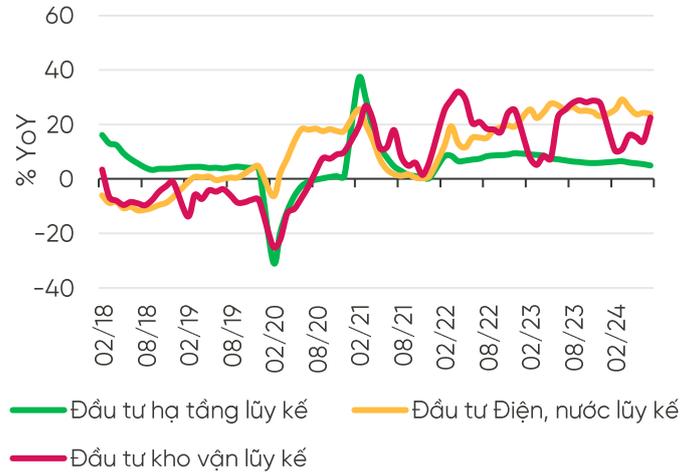


Đối với triển vọng giá thép, chúng tôi kỳ vọng áp lực giảm giá từ thép Trung Quốc sẽ yếu dần trong thời gian tới. Tuy nhu cầu tiêu thụ thép trong lĩnh vực xây dựng dân dụng tại Trung Quốc chưa có dấu hiệu hồi phục, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ tới từ các lĩnh vực: xây dựng công trình hạ tầng kỹ thuật, sản xuất máy móc thiết bị cùng sản xuất ô tô. Chúng tôi lưu ý hiện lĩnh vực xây dựng dân dụng chiếm khoảng 32% nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc. Điều này khiến chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh đầu tư vào hệ thống công trình hạ tầng kỹ thuật và duy trì tăng trưởng hoạt động sản xuất máy móc thiết bị, sản xuất ô tô sẽ hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép trong bối cảnh ngành xây dựng dân dụng vẫn chưa phục hồi.

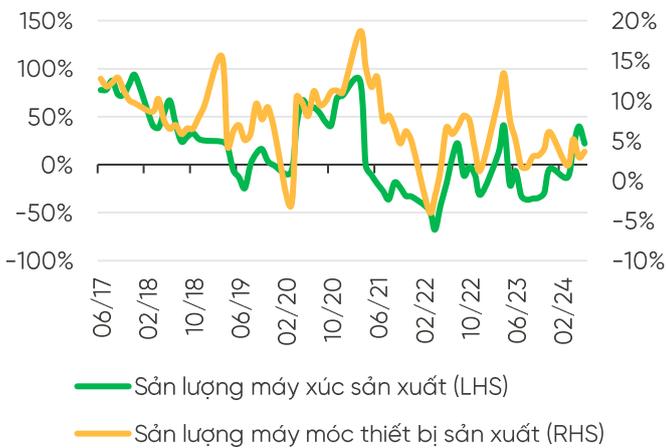
Bất động sản Trung Quốc chưa có dấu hiệu cải thiện



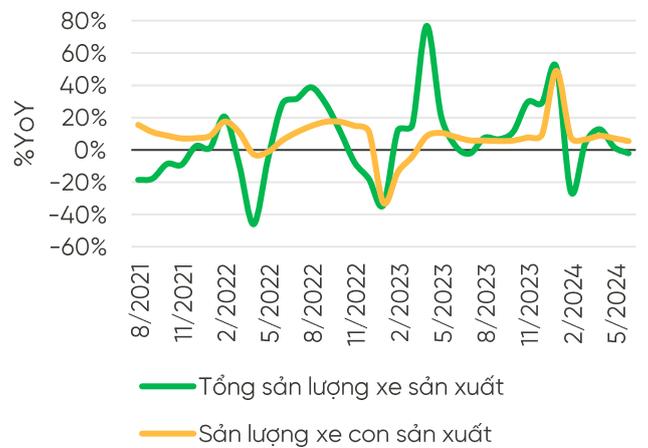
Nhu cầu xây dựng công trình hạ tầng kỹ thuật sẽ cải thiện nhờ vốn đầu tư liên tục tăng



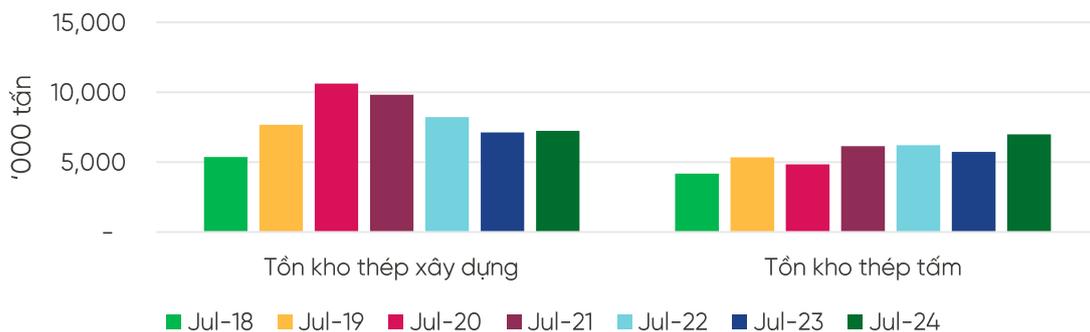
Nhu cầu thép phục vụ sản xuất máy móc thiết bị duy trì tăng trưởng



Sản lượng xe con Trung Quốc sản xuất tiếp tục tăng trưởng nhờ vào thị trường xuất khẩu



Cùng với những động lực hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép đến từ xây dựng hạ tầng và sản xuất công nghiệp, chúng tôi cũng nhận thấy tồn kho thép xây dựng tại Trung Quốc hiện đã ở mức thấp sau khi các công ty sản xuất và thương mại thép cố gắng bán tháo lượng thép xây dựng tồn kho chưa đáp ứng tiêu chuẩn mới bắt buộc áp dụng từ ngày 25/09. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng Trung Quốc hiện đã giao dịch tại vùng đáy trong biên độ 5%. Đối với HRC, chúng tôi cho rằng giá HRC có thể sẽ tiếp tục giảm do lượng tồn kho thép tấm hiện tại ở Trung Quốc đang ở mức cao, tuy nhiên mức giảm sẽ không quá mạnh, thấp hơn 8% từ mức giá HRC đang giao dịch hiện tại.



TỔNG HỢP CÁC GIẢ ĐỊNH CHÍNH CHO HÒA PHÁT:

Giả định sản lượng thép tiêu thụ:

Trong dự phóng cho 3 năm 2024/2025/2026, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ tăng trưởng 21%/10%/14% svck và sản lượng tiêu thụ ống thép sẽ tăng trưởng 0,7%/4%/5% svck nhờ vào nhu cầu xây dựng phục hồi tại thị trường nội địa và các thị trường xuất khẩu chính. Đối với HRC, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 8%/48%/42% nhờ đóng góp từ dự án Dung Quất 2 đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025 – 2026. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ tôn mạ được chúng tôi dự phóng tăng trưởng 20%/5%/7% svck với kỳ vọng tiêu thụ tại thị trường nội địa sẽ làm giảm bớt tác động từ sự suy yếu trong tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ của thị trường xuất khẩu.

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3.783.616	4.592.131	5.051.344	5.741.049
HRC	2.794.000	3.008.819	4.442.062	6.324.588
Tôn mạ	326.638	392.126	411.732	440.554
Ống thép	683.524	688.592	716.136	751.942

Giả định giá thép:

Với kỳ vọng áp lực giảm giá thép từ Trung Quốc sẽ yếu dần và nhu cầu tiêu thụ thép phục hồi ở mức chậm, chúng tôi giả định giá thép xây dựng trung bình năm 2024 của HPG sẽ giảm -2,8% svck và giá HRC Hòa Phát trung bình 2024 giảm -6,8% svck. Cho năm 2025/2026, chúng tôi giả định giá thép xây dựng Hòa Phát sẽ tăng lần lượt 3%/3% svck trong khi giá HRC sẽ tăng 3%/4% svck.

Triệu VND/tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	14.7	14.3	14.7	15.1
HRC	15.6	14.6	15.0	15.6

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ:

Dự phóng Kết quả kinh doanh:

Trong 3 năm 2024/2025/2026, chúng tôi dự phóng doanh thu của Hòa Phát sẽ tăng trưởng 14%/25%/28% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện và đạt 13,7%/14,3%/14,5% nhờ vào việc quản trị tốt tồn kho nguyên vật liệu. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận Hòa Phát sẽ tăng trưởng lần lượt 70%/32%/35% và đạt 11.554/15.232/20.548 tỷ. Với dự phóng trên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của Hòa Phát trong nửa cuối năm 2024 sẽ đạt khoảng 5.365 tỷ, tăng 8% svck 2023 nhưng giảm 13% so với nửa đầu năm 2024.

Tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	141.409	118.953	135.927	169.323	216.692
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,9%	10,9%	13,7%	14,3%	14,5%
Lợi nhuận từ HĐKD	13.078	9.669	14.641	19.427	25.445
LNST	8.444	6.800	11.554	15.232	20.548
- %YoY LNST	-75,5%	-19,5%	69,9%	31,8%	34,9%

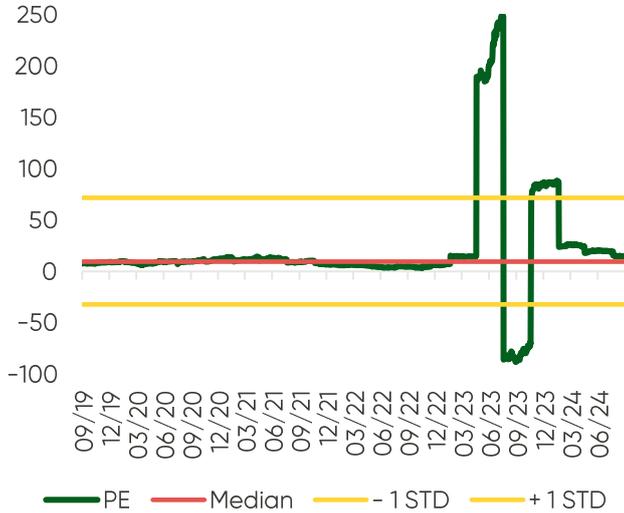
Định giá:

Chi phí VCSH	15%
Chi phí nợ	6%
WACC	11,8%
G – tăng trưởng dài hạn	2%

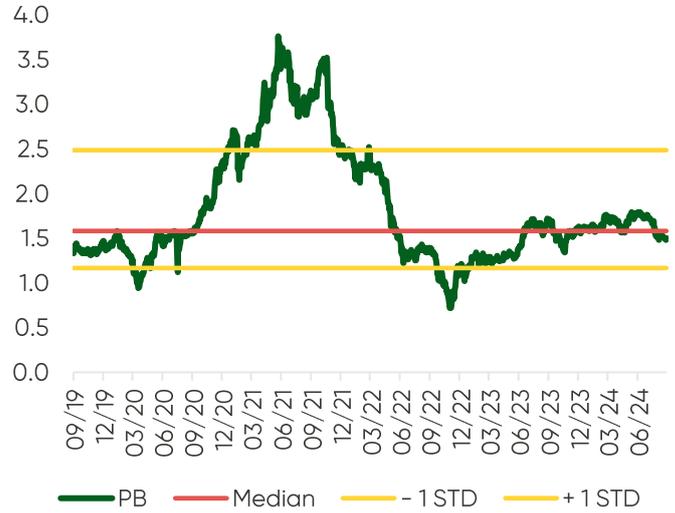
	FCFF
PV dòng tiền tự do	82.299
PV giá trị cuối cùng	166.073
Giá trị doanh nghiệp	248.372
Tiền & đầu tư	28.347
Nợ	(72.990)
Cổ đông thiểu số	(103)
Giá trị vốn chủ sở hữu	203,626
Số lượng cổ phần	6.396.250.200
Giá trị một cổ phần	31.835

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG ở mức 31.800 VND/cp (cao hơn 26% so với giá đóng cửa tại ngày 10/09/2024). Tại mức định giá này, HPG được giao dịch ở mức P/E 2025 forward 14 lần và mức P/B 2025 forward 1,6 lần.

HPG được giao dịch quanh mức P/E trung vị 9,4 lần



HPG được giao dịch quanh mức P/B trung vị 1,6 lần



Khuyến nghị:

Với kết quả định giá và luận điểm như đã trình bày trong các phần trên, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với HPG. Mức giá mục tiêu là 31.800 VND/cp với tiềm năng tăng giá 26% tính từ mức giá đóng cửa của ngày 10/09/2024. Chúng tôi cho rằng với tình hình tài chính lành mạnh cùng lợi thế cạnh tranh bền vững, Hòa Phát sẽ có vị thế tốt nhất ngành để kiểm soát rủi ro tại thời điểm ngành thép vẫn đang còn nhiều thách thức và là 1 trong các doanh nghiệp thép hưởng lợi nhiều nhất khi ngành bắt đầu chu kỳ tăng trưởng mới.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho:** Do giá nguyên vật liệu đầu vào và giá thép đều giảm mạnh sau tháng 07/2024, Hòa Phát có thể sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong 6 tháng cuối năm 2024. Trong trường hợp phải trích lập dự phòng, chúng tôi kỳ vọng mức trích lập sẽ vào khoảng 800 tỷ và khiến công ty chỉ còn ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế 10.754 tỷ trong 2024 (giảm 7% so với dự phóng hiện tại của chúng tôi nhưng vẫn tăng 58% so với 2023).
- **Thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc không được áp dụng:** Trong trường hợp Việt Nam không áp dụng biện pháp phòng vệ với HRC Trung Quốc, Hòa Phát có thể sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc tiêu thụ lượng HRC tăng thêm từ dự án Dung Quất 2. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá khả năng xảy ra rủi ro này ở mức thấp do khối lượng thép nhập từ Trung Quốc về Việt Nam tăng mạnh trong giai đoạn điều tra từ tháng 04/2023 đến hết tháng 03/2024.
- **Nhu cầu tiêu thụ thép chậm phục hồi hơn dự báo:** Chúng tôi nhận thấy Hòa Phát sẽ chịu nhiều áp lực về tài chính hơn trong trường hợp nhu cầu tiêu thụ thép chậm phục hồi hơn so với chúng tôi dự báo do công ty hiện đã gần hoàn thiện giai đoạn 1 của Dự án Dung Quất 2 và sẵn sàng đưa vào hoạt động từ đầu năm 2025. Việc nhu cầu tiêu thụ thép vẫn tiếp tục suy yếu trong thời gian mở rộng sẽ khiến lợi nhuận của Hòa Phát chịu tác động tiêu cực do chi phí khấu hao và lãi vay tăng thêm.

PHỤ LỤC 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BÁO CÁO KQKD				
Năm	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	141,409	118,953	135,927	169,323
Giá vốn	124,646	106,015	117,292	145,156
LN gộp	16,763	12,938	18,635	24,168
CP Bán hàng & Quản lý	3,685	3,269	3,994	4,741
EBIT	13,078	9,669	14,641	19,427
DT Tài chính	3,744	3,173	2,613	2,864
CP Tài chính	7,027	5,192	4,570	4,963
<i>Cp Lãi vay</i>	3,084	3,585	2,814	3,750
Lãi lỗ CTLK	-1	0	0	0
LN khác	129	142	462	0
LNTT	9,923	7,793	13,147	17,328
Thuế TNDN	1,479	992	1,593	2,097
LNST	8,444	6,800	11,554	15,232
Lợi ích CĐTS	-39	-35	-1	0
Khen thưởng phúc lợi	42	408	536	929
LNST CĐ Cty mẹ	8,484	6,835	11,554	15,232

TĂNG TRƯỞNG & BIẾN LN				
-	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-5.5%	-15.9%	14.3%	24.6%
Tăng trưởng EBIT	-65.3%	-26.1%	51.4%	32.7%
Tăng trưởng EBITDA	-54.6%	-17.2%	29.7%	35.9%
Tăng trưởng LNST Cty mẹ	-75.4%	-19.4%	69.0%	31.8%
Biên LNG	11.9%	10.9%	13.7%	14.3%
Biên EBIT	9.2%	8.1%	10.8%	11.5%
Biên EBITDA	14.0%	13.8%	15.7%	17.1%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	6.0%	5.7%	8.5%	9.0%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
LNST	8,444	6,800	11,554	15,232
Khấu hao	6,772	6,773	6,681	9,544
Điều chỉnh khác	3,904	-3,640	-5,702	-2,380
Thay đổi vốn lưu động	-6,843	-462	108	-4,435
Phải thu thương mại	-1,629	-259	-859	-2,155
Tồn kho	7,643	-13	-154	-13,462
Tài sản khác	1,064	-3,433	1,022	-104
Phải trả thương mại	-12,549	1,161	2,123	4,235
Phải trả khác	-1,372	2,082	-2,024	7,051
CFO	12,278	9,472	12,641	17,960
Capex	-17,866	-17,145	-28,946	-38,806
Đầu tư khác	-8,458	2,973	618	-741
Thu nhập đầu tư	1,698	1,371	1,724	1,451
CFI	-24,626	-12,801	-26,605	-38,096
Thay đổi vốn	479	7,283	13,180	21,428
Vay ròng	4	-2	20	19
Cổ tức	-2,261	-8	-138	-577
CFF	-1,778	7,273	13,062	20,870
LCTT Thuần	-14,127	3,944	-901	734
Tiến đầu kỳ	22,471	8,325	12,267	11,355
Điều chỉnh	-20	-1	0	0
Tiền cuối kỳ	8,325	12,267	11,366	12,089
FCFF	-2,964	-4,545	-13,832	-17,550
FCFE	-5,109	-391	-3,125	581

BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	81,701	99,192
Tiền & ĐTNH	34,593	34,429	32,776	34,251
Phải thu thương mại	8,325	8,583	9,442	11,597
Tồn kho ròng	34,491	34,504	34,658	48,120
TSNH khác	3,106	5,199	4,825	5,223
Tài sản dài hạn	89,821	105,066	129,873	158,841
TSCĐ hữu hình	70,199	71,803	67,950	97,085
TSCĐ khác	1,263	805	739	866
XDCBDD	13,363	26,083	55,361	55,361
Đầu tư tài chính	1	40	137	137
Tài sản dài hạn khác	4,995	6,335	5,687	5,392
TỔNG TÀI SẢN	170,336	187,783	211,575	258,033
NỢ PHẢI TRẢ	74,223	84,946	98,226	130,939
Nợ ngắn hạn	62,385	71,513	71,955	84,902
Phải trả thương mại	11,968	13,129	15,252	19,487
Vay ngắn hạn	46,749	54,982	53,257	59,539
Phải trả khác	3,669	3,402	3,446	5,876
Nợ dài hạn	11,837	13,433	26,271	46,038
Vay dài hạn	11,152	10,399	25,306	40,451
Phải trả dài hạn khác	686	3,034	965	5,586
VCSH	96,113	102,836	113,349	127,094
Vốn góp chủ sở hữu	61,359	61,359	63,963	63,963
Lợi nhuận giữ lại	33,834	40,593	48,484	62,210
Vốn khác	814	818	799	818
Lợi ích CĐTS	106	66	103	103
TỔNG NGUỒN VỐN	170,336	187,783	211,575	258,033

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
-	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
P/E	7.4	25	14.6	11.2
P/B	0.7	1.6	1.4	1.3
P/FCFE	(12.3)	(411.7)	(51.5)	276.7
EV/EBITDA	4.3	11.7	9.7	7.8
EV/Sales	0.6	1.6	1.5	1.3
EV/FCFF	(29.0)	(42.2)	(14.9)	(12.9)
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	9.1%	6.9%	10.7%	12.7%
ROA%	4.8%	3.8%	5.8%	6.5%
ROIC%	7.2%	5.0%	6.7%	7.5%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.3	1.2	1.1	1.2
Vay nợ/VCSH	0.6	0.6	0.7	0.8
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	1.1	1.0	0.9	0.8
Đòn bẩy tài chính	1.8	1.8	1.9	2.0
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	19 days	26 days	24 days	23 days
Số ngày tồn kho	112 days	119 days	108 days	104 days
Số ngày phải trả	53 days	43 days	44 days	44 days
Vòng quay tiền	78 days	102 days	88 days	83 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	2.6%	2.7%	1.9%	1.7%
CPTC/DTT	5.0%	4.4%	3.4%	2.9%
SG&A/DTT	2.6%	2.7%	2.9%	2.8%

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Dương Tuấn Minh

Vật liệu xây dựng & Tài nguyên cơ bản

Email: minhndt@vpbanks.com.vn