

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)

Khuyến nghị

MUA

Giá đóng cửa 21/11/2024 25,850

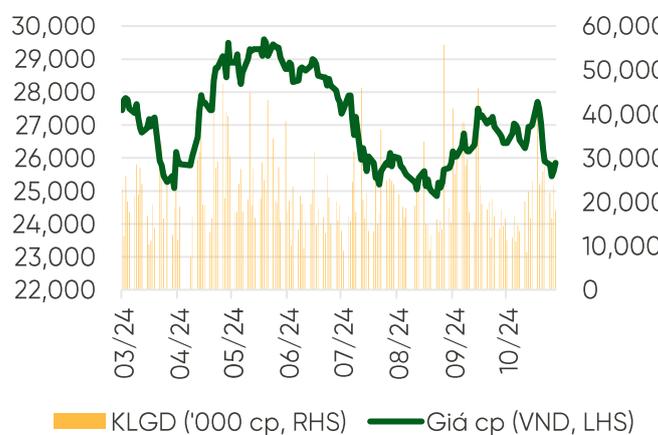
Giá mục tiêu 12T 32,650

Lợi nhuận kỳ vọng 26,3%

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Mã giao dịch	HOSE: HPG
KLGD TB 52W (CP)	22.730.642
Khối lượng lưu hành (triệu CP)	6.396,25
Tỷ lệ free-float	55%
Vốn hóa doanh nghiệp	165.983 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	141.547	189.788	226.434
- Tăng trưởng DT	-15,9%	19,0%	34,1%	19,3%
Lợi nhuận gộp	12.938	19.057	27.550	33.963
- Tỷ suất LNG	10,9%	13,5%	14,5%	15,0%
LNTT	7.793	13.872	20.332	26.328
- Tỷ suất LNTT	6,6%	9,8%	10,7%	11,6%
Tài sản ngắn hạn	82.716	83.877	108.349	149.398
Tài sản dài hạn	105.066	136.901	142.189	132.779
Tổng tài sản	187.783	220.778	250.538	282.177
Nợ phải trả	84.946	106.480	120.064	130.811
Vốn chủ sở hữu	102.836	114.298	130.474	151.366
- Nợ vay/VCSH	0,6	0,7	0,7	0,6

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH:

- HPG ghi nhận doanh thu Q3/2024 đạt 33.956 tỷ (+19% YoY) và lợi nhuận thuần đạt 3.022 tỷ (+51% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp mỏng thép trong quý 3 ước tính đạt 12%, giảm 0,7% so với mức 12,7% trong quý 2.
- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong quý 3 đạt gần 1,1 triệu tấn, tăng 19% svck 2023 nhờ vào nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng tiếp tục duy trì trạng thái tích cực tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ HRC giảm 4% svck 2023 chủ yếu vẫn do sự suy yếu của hoạt động xuất khẩu.
- Tính chung 9 tháng 2024, lợi nhuận sau thuế của HPG đạt 9.210 tỷ, hoàn thành 92% kế hoạch lợi nhuận năm và 75% dự phóng năm 2024 của chúng tôi

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG KQKD:

- Chúng tôi nâng mức sản lượng tiêu thụ HRC dự phóng trong năm 2024 đạt 3.092.827 tấn(+10,7% YoY, +2,8% so với dự phóng cũ là 3.008.819 tấn) trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu tồn đọng được dự báo vẫn duy trì trạng thái tích cực tới hết quý 2/2025.
- Sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong 2024 được dự phóng đạt 458.232 tấn(+40% YoY, +16,9% so với dự phóng cũ là 392.126 tấn). Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng do nhận thấy các thị trường xuất khẩu chính có xu hướng tăng nhập khẩu và tích trữ từ các nguồn tôn mạ giá rẻ trong bối cảnh Tân Tổng thống Mỹ Donald Trump khả năng cao sẽ ban hành quyết định tăng mức thuế vào đầu năm 2026 đối với hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ nói chung và mặt hàng thép nói riêng.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

Sử dụng phương pháp chiết khấu FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho HPG vào mức 32.650 VNĐ/cp, tương ứng với mức P/E forward 2025 vào khoảng 12 lần và P/B forward 2025 1,6 lần. HPG hiện 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 Q3.2024 đạt 33.956 tỷ (+19% YoY) trong khi lợi nhuận thuần đạt 3.022 tỷ (+51% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3.2024 đạt mức 13,9%, tăng mạnh so với mức 12,6% trong cùng kỳ năm 2023 và cao hơn 0,6% so với biên gộp tại Q2.2024. Phân tích kỹ hơn về biên lợi nhuận gộp, chúng tôi nhận thấy diễn biến tích cực của tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý 3 được hỗ trợ chủ yếu bởi mức tăng tỷ trọng doanh thu của 2 mảng nông nghiệp và bất động sản có tỷ suất lợi nhuận gộp cao. Cụ thể, doanh thu Nông nghiệp đạt 1.833 tỷ trong Q3.2024 (+21% YoY và +19% QoQ) và doanh thu mảng Bất động sản đạt 768 tỷ (gấp 11 lần doanh thu bất động sản Q3.2023 và gấp 4,7 lần doanh thu bất động sản Q2.2024). Trong khi đó, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thép trong quý 3 đạt 12%, giảm 0,7% so với biên gộp Q2.2024. Điều này khá hợp lý xét trong bối cảnh biên lợi nhuận gộp của hầu hết công ty trong ngành đều thu hẹp so với Q2.2024 do giá thép liên tục giảm và nguồn nguyên vật liệu sản xuất hầu hết đều được nhập tại vùng giá cao trong quý 2.

Trong Q3.2024, HPG đã tiêu thụ gần 1,1 triệu tấn thép xây dựng, tăng 19% so với cùng kỳ năm 2023. Mức tăng trưởng vẫn được đóng góp nhiều hơn bởi hoạt động xuất khẩu do hoạt động xây dựng tại thị trường nội địa chịu ảnh hưởng từ mưa bão. Cụ thể, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ nội địa quý 3 đạt 789.898 tấn (+12,4% YoY) trong khi sản lượng xuất khẩu quý 3 đạt 305.689 tấn (+41,5% YoY). Đối với HRC, tổng sản lượng tiêu thụ trong Q3.2024 tiếp tục sụt giảm 4% so với cùng kỳ năm 2023, đạt mức 738.028 tấn. Trong đó, sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa đạt 464.154 tấn (+28% YoY nhưng -14% QoQ do ảnh hưởng từ mùa mưa bão) và sản lượng xuất khẩu đạt 273.874 tấn (-32% YoY nhưng tăng 51% QoQ). Đối với tôn mạ, sản lượng tiêu thụ trong Q3.2024 tiếp tục tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, đạt 123.006 tấn (+89% YoY).

Tại bảng Cân đối kế toán, khoản mục xây dựng cơ bản dở dang của công ty đạt mức 55.596 tỷ (tăng 10.298 tỷ so với Q2.2024). Trong đó, xây dựng cơ bản dở dang thuộc dự án KLH gang thép Dung Quất GD2 đạt mức 52.493 tỷ, hoàn thành 80% tiến độ phân kỳ 1 của dự án. Vay nợ dài hạn đạt mức 24.518 tỷ (tăng 4.843 tỷ so với quý 2). Tỷ lệ nợ vay/VCSH hiện vẫn ở mức 0,7 và không thay đổi quá nhiều so với thời điểm quý 2.

Kết quả kinh doanh Quý 3 năm 2024:

Đơn vị: Tấn	Q3.2024	%YoY	%QoQ	9T.2024	%YoY
Sản lượng thép Xây dựng tiêu thụ	1.095.587	19%	-14%	3.322.908	29%
- Nội địa	789.898	12%	-16%	2.364.475	14%
- Xuất khẩu	305.689	42%	-7%	958.433	96%
Sản lượng HRC tiêu thụ	738.028	-4%	2%	2.256.847	14%
- Nội địa	464.154	28%	-14%	1.471.066	25%
- Xuất khẩu	273.874	-32%	51%	785.781	-2%
Phôi thép	216.792	875%	8%	288.000	738%
Tôn mạ	123.006	89%	-1%	345.132	43%
Thép ống	185.256	14%	-1%	503.848	3%
Đơn vị: Tỷ đồng	Q3.2024	%YoY	%QoQ	9T.2024	%YoY
Doanh thu thuần	33.956	19%	-14%	104.364	23%
Lãi gộp	4.731	32%	-10%	14.133	67%
Doanh thu tài chính	528	-38%	-18%	1.925	-23%
Chi phí tài chính	(833)	-42%	-22%	(2.959)	-28%
Chi phí bán hàng & Quản lý doanh nghiệp	(1.042)	19%	-8%	(3.135)	25%
Lợi nhuận/(lỗ) trước thuế	3.412	57%	-9%	10.407	136%
Lợi nhuận/(lỗ) sau thuế	3.022	51%	-9%	9.210	140%

Tổng kết 9 tháng 2024, công ty ghi nhận doanh thu đạt 104.364 tỷ (+23% svck 2023) và lợi nhuận sau thuế đạt 9.210 tỷ (+140% YoY). Kết quả này hoàn thành lần lượt 75% kế hoạch doanh thu và 92% kế hoạch lợi nhuận năm 2024 của HPG.

Kết quả kinh doanh 9T.2024

Kết quả kinh doanh 9T.2023

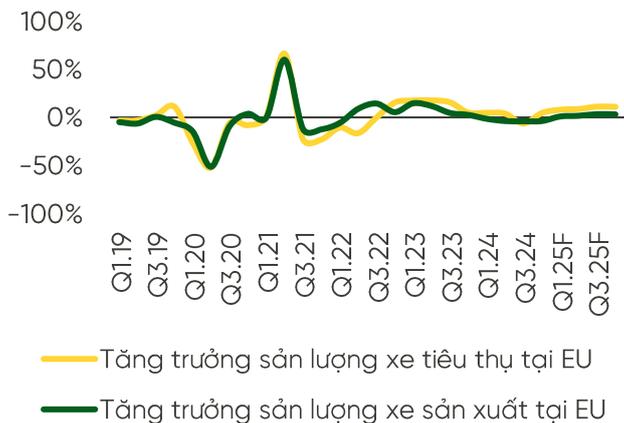

CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG KQKD:

Thép tấm: Sản lượng tiêu thụ khả năng cao sẽ duy trì trạng thái tích cực lâu hơn so với dự phóng cũ

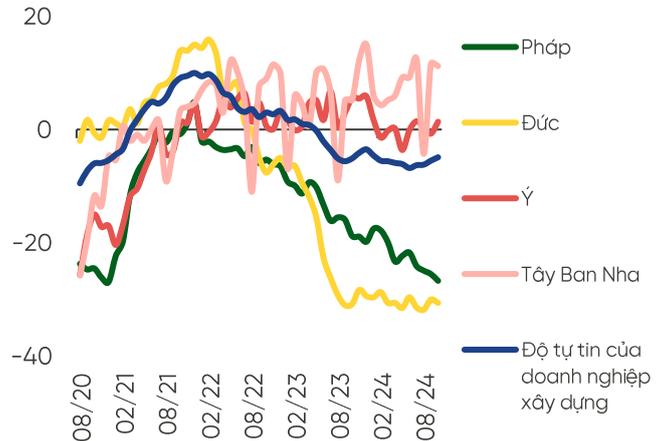
Trong báo cáo cập nhật Kết quả kinh doanh 6 tháng 2024 của HPG, chúng tôi đã dự phóng sản lượng tôn mạ tiêu thụ của HPG tăng trưởng 20%/5%/7% và sản lượng HRC tiêu thụ tăng trưởng lần lượt 8%/48%/42% trong lần lượt 2024/2025/2026. Với dự phóng trên, chúng tôi ước tính sản lượng tôn mạ tiêu thụ quý 3/2024 đạt 80.000 tấn (+25% YoY) và sản lượng HRC tiêu thụ đạt 700.000 tấn (-9% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 480.000 tấn (+33% YoY) và sản lượng xuất khẩu đạt 220.000 tấn (-46% YoY). Thực tế, sản lượng tiêu thụ tôn mạ quý 3/2024 đã đạt 123.000 tấn (+89% YoY), tốt hơn nhiều so với chúng tôi kỳ vọng. Sản lượng HRC tiêu thụ trong Q3/2024 cũng cho thấy dấu hiệu tích cực hơn kỳ vọng khi đạt mức 738.028 tấn (-4% YoY, +2%QoQ), trong đó sản lượng HRC tiêu thụ nội địa đạt 464.154 tấn (+28% YoY) và sản lượng xuất khẩu đạt 273.874 tấn (-32% YoY). Mức tăng trưởng tích cực của mảng thép tấm khá phù hợp với diễn biến của toàn ngành khi tổng sản lượng tôn mạ toàn ngành tiêu thụ trong Quý 3/2024 đạt 1.414.855 tấn (tăng 31% YoY), trong đó sản lượng tôn mạ toàn ngành xuất khẩu trong quý 3 đạt 785.422 tấn (+39% YoY).

Kết quả tiêu thụ sản phẩm tích cực hơn kỳ vọng của mảng thép tấm trong bối cảnh các chỉ báo cho nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường chính của Việt Nam như EU, Mỹ chưa có tín hiệu cải thiện đáng kể. Kết thúc quý 3/2024, chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu thụ thép tấm từ cả ngành xây dựng và sản xuất ô tô tại EU (chiếm gần 40% nhu cầu sử dụng thép tấm) vẫn còn yếu trong Quý 3/2024 trong khi nhu cầu tiêu thụ tại 2 lĩnh vực này ở thị trường Mỹ đang yếu dần.

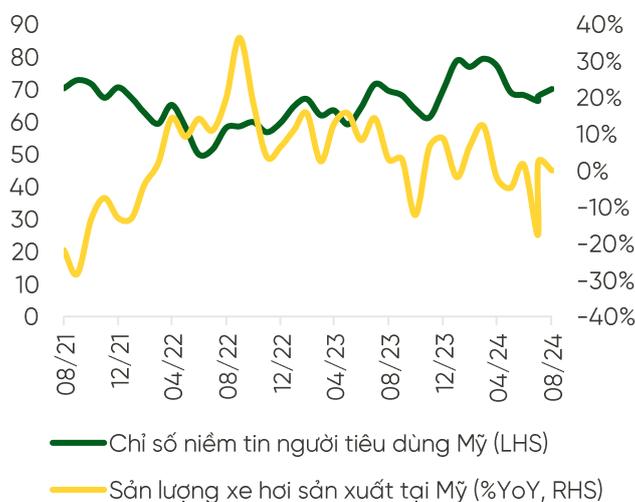
Sản lượng xe EU sản xuất tiếp tục suy giảm trong Q3.2023



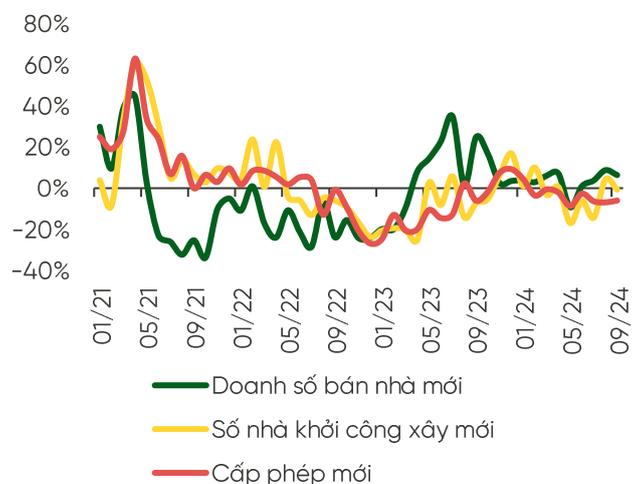
Khối lượng công việc xây dựng tại EU phục hồi chậm



Độ tự tin người tiêu dùng Mỹ cải thiện nhưng số xe sản xuất vẫn chưa tích cực



Số nhà khởi công xây mới kỳ vọng tăng trưởng yếu trong thời gian tiếp theo

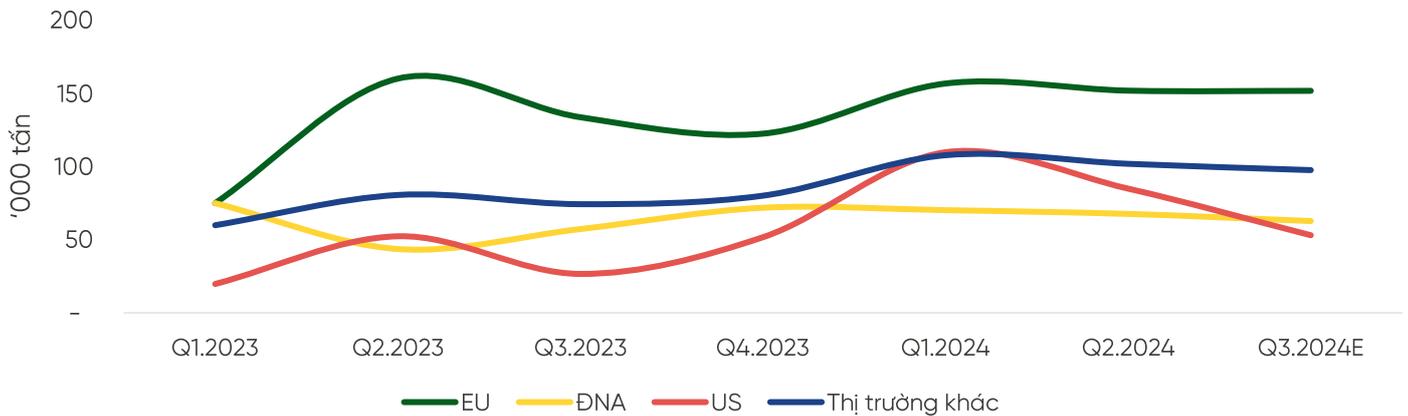


Chúng tôi cho rằng việc sản lượng bán hàng thép tấm vẫn duy trì ở ngưỡng tích cực trong bối cảnh hiện tại đến từ nhu cầu tích trữ nguồn thép tấm giá rẻ trước rủi ro các biện pháp bảo hộ đối với các sản phẩm HRC và tôn mạ khả năng cao sẽ được áp dụng lần lượt tại thị trường EU và thị trường Mỹ trong nửa đầu năm 2025. Riêng tại thị trường Mỹ, ngoài việc bị điều tra chống bán phá giá/chống trợ cấp đối với sản phẩm tôn mạ (mã vụ việc A-552-843 và C-552-844), tân tổng thống Donald Trump cũng đang có kế hoạch áp thuế 10% đối với toàn bộ hàng hóa nhập khẩu từ các thị trường khác.

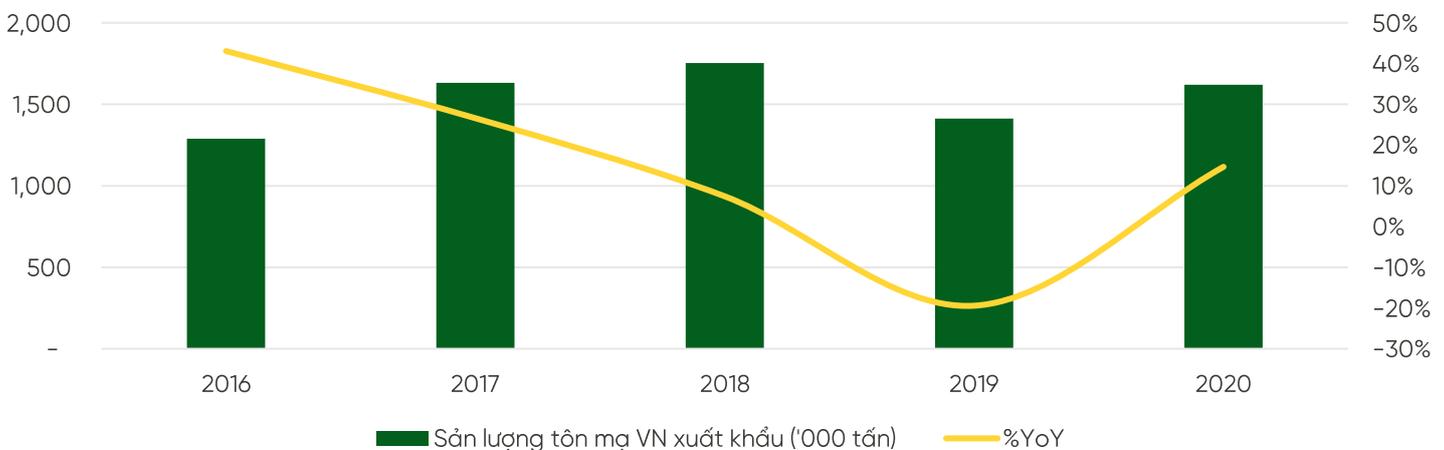
Trong giai đoạn ông Trump làm tổng thống Mỹ lần đầu từ năm 2017 đến 2021, thuế quan đối với một số loại hàng hóa nhập khẩu như tấm pin mặt trời, thép, nhôm được áp dụng sớm nhất vào năm 2018 (sau 1 năm kể từ khi tổng thống Trump nhậm chức). Trước khi một hàng thép nhập khẩu vào Mỹ bị áp thuế 25% vào tháng 3/2018, chúng tôi nhận thấy sản lượng tôn mạ xuất khẩu của Việt Nam vẫn liên tục tăng trưởng trong cả năm 2017 nhờ vào hoạt động tích trữ nguồn thép giá rẻ. Nhìn chung, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng phía Mỹ sẽ cần thời gian đánh giá tác động của các chính sách thuế. Chúng tôi kỳ vọng mức thuế đối với các sản phẩm thép nhập khẩu (nếu có) sẽ được ban hành sớm nhất vào năm 2026. Trong kịch bản này, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất khẩu tôn mạ vào Mỹ vẫn sẽ duy trì trạng thái tích cực từ thời điểm hiện tại tới hết quý 2/2025. Tuy nhiên, kịch bản xuất khẩu tôn mạ tăng trưởng mạnh trước khi áp thuế như năm 2017 theo chúng tôi sẽ không xảy ra lần nữa do thuế chống bán phá giá/chống trợ cấp đối với sản phẩm tôn mạ khả năng cao sẽ được ban hành vào quý 2/2025. Chúng tôi vẫn kỳ vọng sản lượng tôn mạ xuất khẩu toàn ngành sẽ điều chỉnh giảm trong năm 2025 nhưng chỉ ở mức 1 chữ số, thay vì mức điều chỉnh giảm trên 13% mà chúng tôi giả định trong báo cáo phát hành trước đó.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, mặc dù nhiều doanh nghiệp sản xuất thép tấm đang chuyển dần hướng xuất khẩu sang thị trường Đông Nam Á, một phần các đơn hàng này được đặt bởi các doanh nghiệp thương mại thép và đích đến cuối cùng của các sản phẩm sẽ là thị trường Mỹ hoặc Châu Âu. Vì vậy, mặc dù nhu cầu tiêu thụ thép tấm tại những thị trường Đông Nam Á chính như Malaysia được hỗ trợ bởi động lực từ ngành xây dựng, chúng tôi vẫn cho rằng đơn hàng tới các thị trường này vẫn sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực sau thời điểm các biện pháp bảo hộ được áp dụng.

Sản lượng tôn mạ xuất khẩu vào Mỹ của Hoa Sen, Nam Kim sụt giảm mạnh theo quý nhưng vẫn ở mức cao trong khi sản lượng xuất khẩu đi EU và Đông Nam Á tiếp tục neo cao



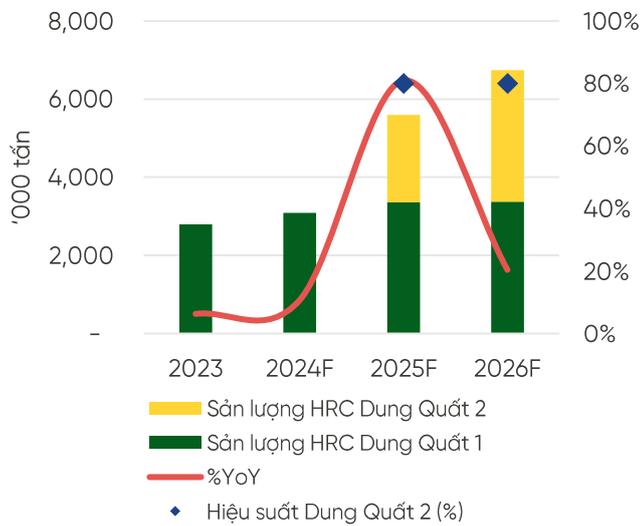
Sản lượng tôn mạ xuất khẩu tăng 27% YoY vào năm 2017 và 7% YoY vào năm 2018 trong bối cảnh Mỹ áp mức thuế 25% với sản phẩm thép vào tháng 3/2018



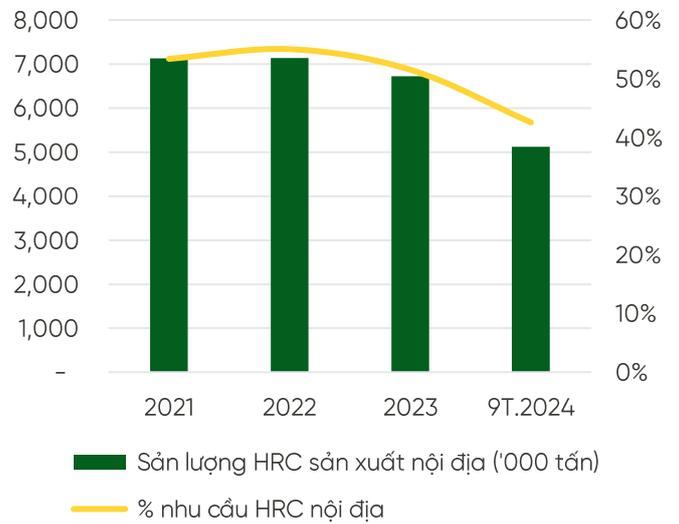
Với kỳ vọng hoạt động tiêu thụ tôn mạ tích cực hơn các dự báo trước, chúng tôi nâng dự phóng sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Hòa Phát trong năm 2024 lên 458.232 tấn (+40% YoY, +16,8% so với dự phóng cũ) và sản lượng tôn mạ HPG tiêu thụ năm 2025 đạt 467.397 tấn (+2% YoY, +13,5% so với dự phóng cũ).

Chúng tôi cũng nâng dự phóng sản lượng HRC tiêu thụ 2024/2025/2026 lên lần lượt 3.092.827/5.595.048/6.737.105 tấn, tương ứng với mức tăng trưởng từng năm lần lượt là 10,7%/80,9%/20,4% YoY và cao hơn so với số dự phóng cũ của chúng tôi lần lượt 2,8%/26%/6,5%. Tại mức dự phóng này, chúng tôi đang giả định dự án Dung Quất 2 sẽ vận hành tại mức 80%/80%/90% CSTK trong lần lượt 2025/2026/2027. Mức điều chỉnh tăng sản lượng tiêu thụ HRC đến từ (1) Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ HRC cho hoạt động sản xuất tôn mạ trong năm 2025 tích cực hơn so với dự phóng cũ và (2) Kỳ vọng thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm HRC Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam sẽ được áp dụng trong năm 2025, làm tăng khả năng cạnh tranh của sản phẩm HRC nội địa so với HRC nhập khẩu. Chúng tôi lưu ý rằng, giá bán HRC của Hòa Phát và Formosa luôn cao hơn giá HRC nhập khẩu từ Trung Quốc từ 15- 45 USD/tấn (tương ứng với mức chênh lệch 2,9% - 9% so với giá HRC Trung Quốc). Tuy nhiên, các doanh nghiệp tôn mạ vẫn sử dụng HRC sản xuất tại Việt Nam mặc dù giá cao hơn nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn về nguồn gốc xuất xứ của nguyên liệu của đơn hàng thép xuất khẩu tới các thị trường Mỹ, Mexico. Trong trường hợp thuế chống bán phá giá đối với HRC Trung Quốc được áp dụng, chúng tôi tin rằng giá bán cạnh tranh hơn sẽ khiến các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ ưu tiên sử dụng HRC nội địa cho cả các đơn hàng tới các thị trường không có tiêu chuẩn về nguồn gốc xuất xứ như Đông Nam Á, tạo động lực tăng trưởng mạnh cho sản lượng tiêu thụ HRC của Hòa Phát.

Dự phóng sản lượng HRC Hòa Phát tiêu thụ



Sản lượng HRC sản xuất nội địa chỉ đáp ứng 43% nhu cầu trong 9 tháng 2024



TỔNG HỢP CÁC ĐIỀU CHỈNH GIÁ ĐỊNH CHÍNH CHO HÒA PHÁT:

Giả định sản lượng thép tiêu thụ:

Những thay đổi trọng yếu trong giả định của chúng tôi chủ yếu tập trung vào mảng thép tấm của Hòa Phát như đã trình bày ở trên. Đối với thép xây dựng và ống thép, chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ thép xây dựng quý 3 của Hòa Phát tiếp tục tăng trưởng cao hơn so với toàn ngành ngành trong bối cảnh hoạt động xây dựng bị ảnh hưởng tạm thời do mưa bão. Vì vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với mảng thép xây dựng và chỉ cập nhật sản lượng quý 3 vào mô hình định giá. Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định về tốc độ tăng trưởng sản lượng thép xây dựng trong các năm sau. Các chênh lệch bé giữa giả định cũ và giả định mới của chúng tôi đối với mảng thép xây dựng chủ yếu phát sinh từ việc cập nhật sản lượng tiêu thụ quý 3 vào dự phóng cả năm 2024.

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3.783.616	4.626.972	5.043.399	5.729.165
% Thay đổi so với dự phóng cũ	N/A	0,76%	-0,16%	-0,21%
HRC	2.794.000	3.092.827	5.595.048	6.737.105
% Thay đổi so với dự phóng cũ	N/A	2,79%	25,96%	6,52%
Tôn mạ	327.638	458.232	467.397	444.027
% Thay đổi so với dự phóng cũ	N/A	16,9%	13,5%	0,8%
Ống thép	683.524	700.798	735.838	772.630
% Thay đổi so với dự phóng cũ	N/A	1,77%	2,75%	2,75%

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 19%/34%/19% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện và đạt 13,5%/14,5%/15% 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 80%/46%/29% và đạt 12.232/17.872/23.143 tỷ. Với dự phóng trên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của Hòa Phát trong Q4.2024 sẽ đạt khoảng 3.022 tỷ, tăng 2% svck 2023 và đi ngang so với Q3.2024.

Tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	141.409	118.953	141.547	189.788	226.434
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,9%	10,9%	13,5%	14,5%	15%
Lợi nhuận từ HĐKD	13.078	9.669	15.104	22.236	27.623
LNST	8.444	6.800	12.232	17.872	23.143
- %YoY LNST	-75,5%	-19,5%	80%	46%	29,5%

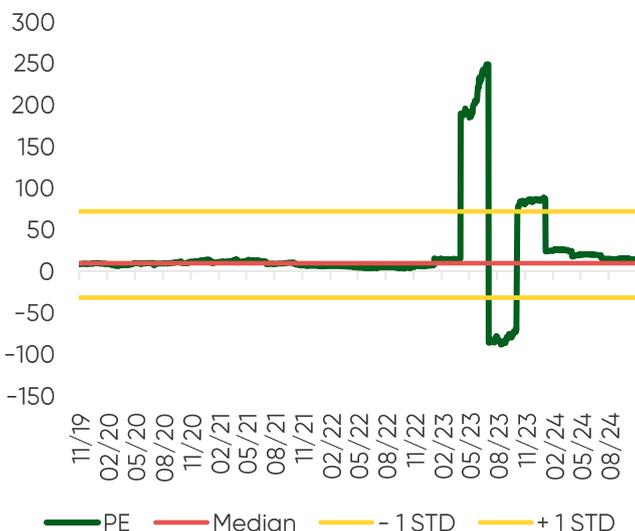
Định giá:

Chi phí VCSH	15%
Chi phí nợ	6%
WACC	11,7%
G – tăng trưởng dài hạn	2%

	FCFF
PV dòng tiền tự do	105.472
PV giá trị cuối cùng	157.343
Giá trị doanh nghiệp	262.815
Tiền & đầu tư	24.888
Nợ	(78.698)
Cổ đồng thiểu số	(189)
Giá trị vốn chủ sở hữu	208,815
Số lượng cổ phần	6.396.250.200
Giá trị một cổ phần	32.647

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG ở mức 32.650 VND/cp (cao hơn 26% so với giá đóng cửa tại ngày 21/11/2024). Tại mức định giá này, HPG được giao dịch ở mức P/E 2025 forward 12,4 lần và mức P/B 2025 forward 1,6 lần.

HPG được giao dịch quanh mức P/E trung vị 5 năm 9,7 lần



HPG được giao dịch quanh mức P/B trung vị 5 năm 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 32.650 VND/cp với tiềm năng tăng giá 26% tính từ mức giá đóng cửa ngày 21/11/2024. 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:

- **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 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 hồi phục 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	141,547	189,788
Giá vốn	124,646	106,015	122,489	162,238
LN gộp	16,763	12,938	19,057	27,550
CP Bán hàng & Quản lý	3,685	3,269	3,953	5,314
EBIT	13,078	9,669	15,104	22,236
DT Tài chính	3,744	3,173	2,516	3,037
CP Tài chính	7,027	5,192	4,217	4,941
<i> Cp Lãi vay</i>	3,084	3,585	2,646	3,581
Lãi lỗ CTLK	-1	0	0	0
LN khác	129	142	469	0
LNTT	9,923	7,793	13,872	20,332
Thuế TNDN	1,479	992	1,640	2,460
LNST	8,444	6,800	12,232	17,872
Lợi ích CĐTS	-39	-35	-4	0
Khen thưởng phúc lợi	42	408	302	1,090
LNST CĐ Cty mẹ	8,484	6,835	12,236	17,872

TĂNG TRƯỞNG & BIẾN LN				
-	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	-5.5%	-15.9%	19.0%	34.1%
Tăng trưởng EBIT	-65.3%	-26.1%	56.2%	47.2%
Tăng trưởng EBITDA	-54.6%	-17.2%	33.3%	44.6%
Tăng trưởng LNST Cty mẹ	-75.4%	-19.4%	79.0%	46.1%
Biên LNG	11.9%	10.9%	13.5%	14.5%
Biên EBIT	9.2%	8.1%	10.7%	11.7%
Biên EBITDA	14.0%	13.8%	15.5%	16.7%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	6.0%	5.7%	8.6%	9.4%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
LNST	8,444	6,800	12,232	17,872
Khấu hao	6,772	6,773	6,817	9,465
Điều chỉnh khác	3,904	-3,640	-6,297	-2,564
Thay đổi vốn lưu động	-6,843	-462	-2,851	-6,145
Phải thu thương mại	-1,629	-259	-1,604	-2,812
Tồn kho	7,643	-13	-3,250	-16,028
Tài sản khác	1,064	-3,433	193	-558
Phải trả thương mại	-12,549	1,161	3,486	5,165
Phải trả khác	-1,372	2,082	-1,677	8,089
CFO	12,278	9,472	9,902	18,628
Capex	-17,866	-17,145	-34,903	-14,844
Đầu tư khác	-8,458	2,973	531	-741
Thu nhập đầu tư	1,698	1,371	1,876	1,474
CFI	-24,626	-12,801	-32,495	-14,111
Thay đổi vốn	479	7,283	19,726	330
Vay ròng	4	-2	111	19
Cổ tức	-2,261	-8	-184	-625
CFF	-1,778	7,273	19,652	-276
LCTT Thuần	-14,127	3,944	-2,941	4,241
Tiền đầu kỳ	22,471	8,325	12,267	9,309
Điều chỉnh	-20	-1	0	0
Tiền cuối kỳ	8,325	12,267	9,327	13,550
FCFF	-2,964	-4,545	-22,668	6,932
FCFE	-5,109	-391	-5,275	4,114

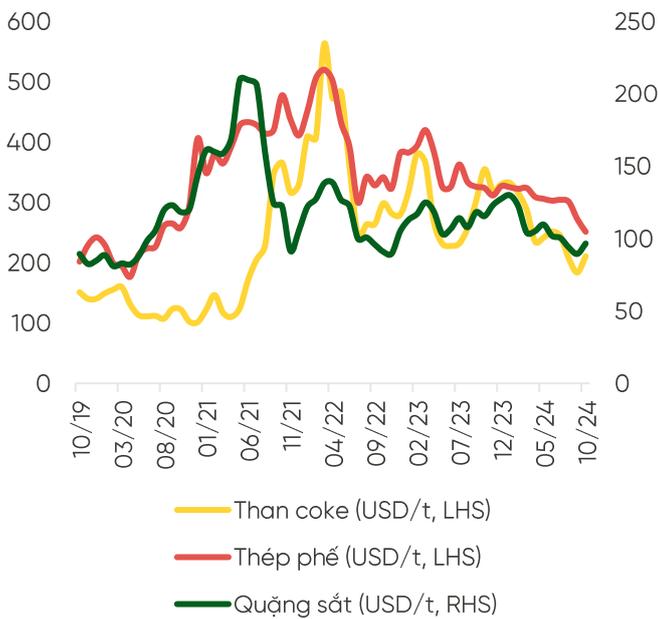
BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	83,877	108,349
Tiền & ĐTNH	34,593	34,429	30,730	35,712
Phải thu thương mại	8,325	8,583	10,187	12,999
Tồn kho ròng	34,491	34,504	37,755	53,783
TSNH khác	3,106	5,199	5,206	5,855
Tài sản dài hạn	89,821	105,066	136,901	142,189
TSCĐ hữu hình	70,199	71,803	67,312	96,527
TSCĐ khác	1,263	805	741	887
XDCBDD	13,363	26,083	62,576	38,594
Đầu tư tài chính	1	40	137	137
Tài sản dài hạn khác	4,995	6,335	6,135	6,044
TỔNG TÀI SẢN	170,336	187,783	220,778	250,538
NỢ PHẢI TRẢ	74,223	84,946	106,480	120,064
Nợ ngắn hạn	62,385	71,513	77,179	80,666
Phải trả thương mại	11,968	13,129	16,615	21,780
Vay ngắn hạn	46,749	54,982	56,846	52,300
Phải trả khác	3,669	3,402	3,718	6,586
Nợ dài hạn	11,837	13,433	29,301	39,397
Vay dài hạn	11,152	10,399	28,260	33,136
Phải trả dài hạn khác	686	3,034	1,041	6,261
VCSH	96,113	102,836	114,298	130,474
Vốn góp chủ sở hữu	61,359	61,359	63,963	63,963
Lợi nhuận giữ lại	33,834	40,593	49,349	65,505
Vốn khác	814	818	799	818
Lợi ích CĐTS	106	66	188	188
TỔNG NGUỒN VỐN	170,336	187,783	220,778	250,538

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
-	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ số định giá				
P/E	7.4	25.7	13.9	9.9
P/B	0.7	1.6	1.4	1.3
P/FCFE	(12.3)	(423.2)	(31.3)	40.2
EV/EBITDA	4.3	11.9	10.0	6.8
EV/Sales	0.6	1.7	1.6	1.1
EV/FCFF	(29.0)	(43.2)	(9.7)	31.0
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	9.1%	6.9%	11.3%	14.6%
ROA%	4.8%	3.8%	6.0%	7.6%
ROIC%	7.2%	5.0%	6.7%	9.1%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.3	1.2	1.1	1.3
Vay nợ/VCSH	0.6	0.6	0.7	0.7
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	1.1	1.0	0.9	1.0
Đòn bẩy tài chính	1.8	1.8	1.9	1.9
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	19 days	26 days	24 days	22 days
Số ngày tồn kho	112 days	119 days	108 days	103 days
Số ngày phải trả	53 days	43 days	44 days	43 days
Vòng quay tiền	78 days	102 days	88 days	82 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	2.6%	2.7%	1.8%	1.6%
CPTC/DTT	5.0%	4.4%	3.0%	2.6%
SG&A/DTT	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%

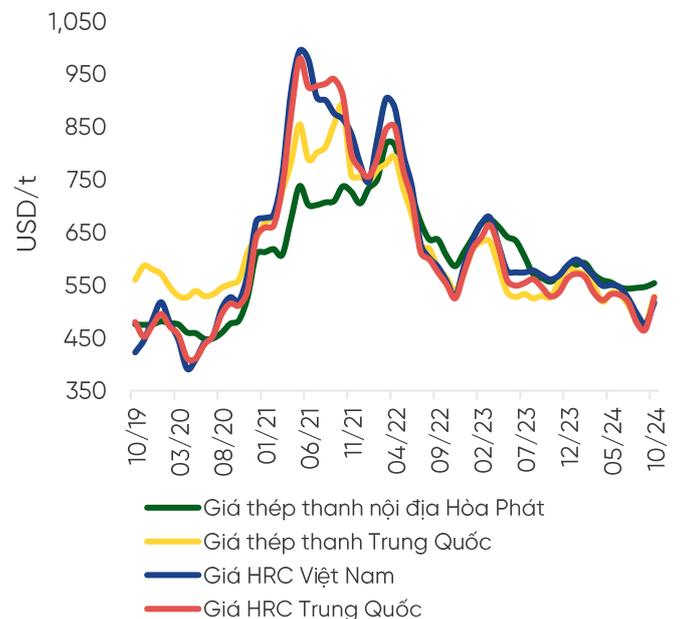
PHỤ LỤC 2: Cập nhật giá thép và tồn kho thép Trung Quốc

- Sau khi hồi phục mạnh vào cuối tháng 9, giá thép xây dựng Việt Nam chỉ còn giảm khoảng 1% trong khi giá HRC giảm 14% khi so với thời điểm đầu năm. Giá thép xây dựng Trung Quốc hiện cũng chỉ còn giảm khoảng -7% tính từ đầu năm.
- Giá than coke, quặng sắt thậm chí đã điều chỉnh giảm mạnh hơn. Tính từ đầu năm 2024 tới cuối tháng 10, giá quặng sắt hiện đã giảm 28% trong khi giá than coke đã giảm 37,6%. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc vẫn đang ở mức yếu.
- Tồn kho thép xây dựng cuối tháng 10 tại Trung Quốc hiện đã giảm về mức thấp nhất trong 7 năm gần nhất sau khi hoạt động bán tháo lượng thép tồn kho chưa đáp ứng tiêu chuẩn mới diễn ra. Trong khi đó, tồn kho thép tấm cuối tháng 10/2024 đã có dấu hiệu điều chỉnh giảm so với cùng kỳ năm 2023 và so với tháng 9/2024. Chúng tôi kỳ vọng giá thép hiện đã giao dịch trong vùng đáy và sẽ biến động trong biên độ 5%.

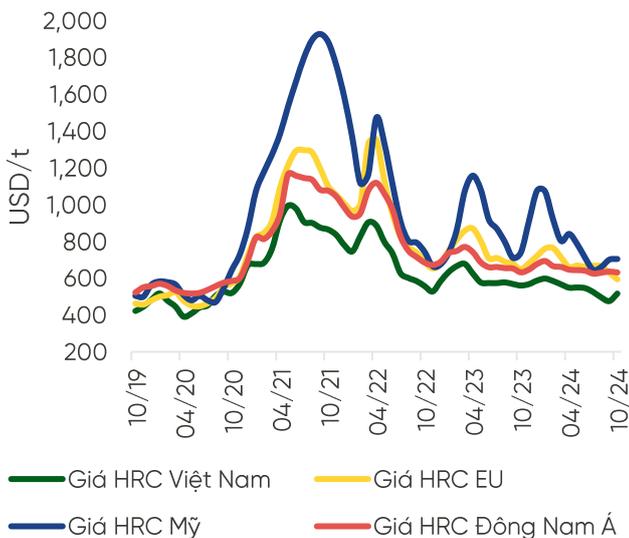
Giá quặng sắt và than coke hồi phục lần lượt 8% và 15% so với tháng 9



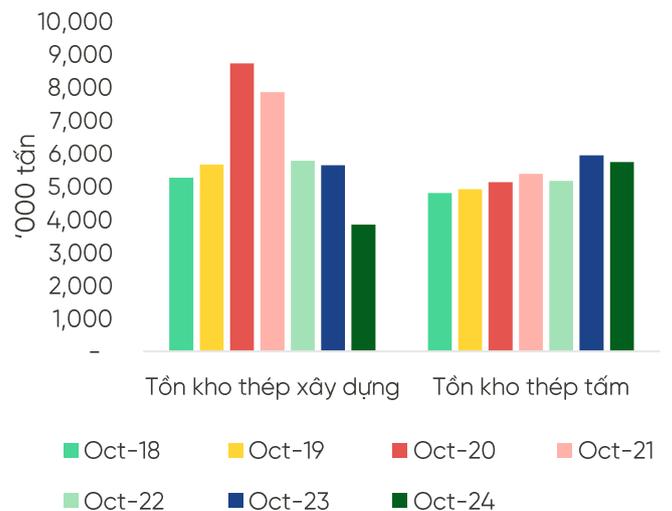
Giá thép xây dựng Trung Quốc hồi phục 16% từ mức đáy gần nhất



Chênh lệch giá HRC dẫn được nới rộng tại một số thị trường



Tồn kho thép xây dựng đã giảm về vùng thấp nhất 7 năm, tồn kho thép tấm bắt đầu giảm



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