

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Bloomberg Code (HPG.VN) | Reuters Code (HPG.HM)

[Việt Nam / Thép]

MUA

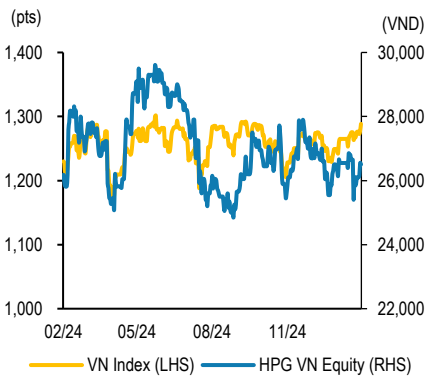
Báo cáo cập nhật

Giá mục tiêu (12 tháng) **34,300 VND**
 Giá hiện tại (19/02/2025) **26,500 VND**
Suất sinh lời (%) **29%**

VNINDEX	1,289
HNXINDEX	237.79
Vốn hóa (tỷ VND)	169,501
SLCP lưu hành (triệu CP)	6,396
Tỷ do giao dịch (triệu CP)	3,586
52-tuần cao/thấp (VND)	29,950/24,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	17.43
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	434

Cổ đông lớn (%)	Trần Đình Long	26.08%
	Dragon Capital	7.65%

Điện động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.1	2.5	-0.2
So với VN-Index (%)	-2.8	0.4	-5.4



Nguồn: Bloomberg

Lê Thiên Hương

☎ (84-28) 6299-8004
 ✉ huong.lt1@shinhan.com

Lý Bùi - Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029
 ✉ ly.btt@shinhan.com



Tăng trưởng từ nội lực

Cập nhật định giá với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,300 đồng

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) là một trong những doanh nghiệp ngành thép hàng đầu Việt Nam, nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thép xây dựng (38%) và ống thép (27%). Bằng phương pháp định giá P/E và DCF với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50%, chúng tôi định giá cập nhật đối với cổ phiếu HPG ở mức giá **34,300 đồng** tương ứng với mức sinh lời **29%**. Chúng tôi kỳ vọng HPG duy trì vị thế dẫn đầu dựa trên bối cảnh phục hồi của ngành thép trong năm 2025.

Cập nhật KQKD quý 4/2024

Quý 4/2024, HPG đạt doanh thu 35,232 tỷ đồng (+3% QoQ, +1% YoY), LNST đạt 2,809 tỷ đồng (-7% QoQ, -5% YoY). Lũy kế cả năm 2024, HPG đã đạt tổng doanh thu 138,855 tỷ đồng (+17% YoY), và LNST 12,020 tỷ đồng (+77% YoY), hoàn thành kế hoạch doanh thu và vượt 20% kế hoạch lợi nhuận năm. Trong đó, sản lượng bán hàng thép thành phẩm bao gồm thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao và phôi thép cải thiện so với cùng kỳ, đạt 8.1 triệu tấn (+20% YoY). Tuy nhiên, sản lượng thép HRC chỉ tăng nhẹ, đạt 2.93 triệu tấn (+5% YoY) do đối mặt với áp lực cạnh tranh từ lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc (12 triệu tấn, +30% YoY). Biên LN gộp năm 2024 đạt 13.3%, tăng 2.4 điểm % so với năm trước nhờ (1) giá đầu vào giảm nhanh hơn so với giá đầu ra (quặng sắt: -24.6% YoY; than cốc: -28.4 YoY; thép phế: -4.6% YoY; Nội địa giá HRC: -10.7% YoY; thép cây: -5% YoY), (2) Mảng nông nghiệp (tỷ trọng 5% doanh thu và 8% lợi nhuận của tập đoàn) thuận lợi nhờ giá heo ổn định và sản lượng gia tăng (doanh thu tăng 12% YoY và LNST tăng 418% YoY).

Động lực từ Dung Quất 2 và quyết định thuế chống bán phá giá HRC trong năm 2025

Mảng thép: Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép của Hòa Phát sẽ đạt 10.6 triệu tấn (+30% YoY) với động lực từ: (1) Dung Quất 2 đi vào hoạt động và quyết định thuế chống bán phá giá HRC kỳ vọng được ban hành; (2) Thị trường Bất động sản nội địa hồi phục; (3) Đầu tư công được đẩy mạnh. Ngoài ra, triển vọng giá thép đi lên và giá nguyên vật liệu giảm nhẹ sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận. Từ đó, BLNG của Hòa Phát có thể đạt 14.4% trong năm 2025. Song, chúng tôi đánh giá áp lực từ thép Trung Quốc và chính sách thuế quan của Mỹ là 2 rủi ro hiện hữu có thể làm ảnh hưởng đến giá thép.

Cập nhật tiến độ dự án Dung Quất 2: hoàn thiện việc lắp đặt thiết bị và chạy thử lò cao ở phân kỳ 1 và 50% phân kỳ 2, dự kiến sẽ đóng góp khoảng 1.4 triệu tấn thép trong năm 2025.

Mảng nông nghiệp: dự kiến tiếp tục tăng trưởng ổn định trong năm 2025. BLNG duy trì mức 13-14% trong bối cảnh giá thịt heo có thể tăng và giá ngũ cốc đầu vào giảm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt 172,785 tỷ (+24.4% YoY) và 14,589 (+21.3% YoY) trong năm 2025.

Rủi ro: (1) Rủi ro biến động giá thép và giá than cốc; (2) Rủi ro thị trường Bất động sản nội địa phục hồi chậm; (3) Rủi ro thị trường Bất động sản Trung Quốc suy yếu; (4) Rủi ro cạnh tranh với thép giá rẻ đến từ Trung Quốc; (5) Rủi ro xuất khẩu qua Mỹ và Châu Âu.

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	118,953	138,855	172,785	212,905	237,323
LN từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	16,009	24,737	28,860
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	6,800	12,020	14,589	22,454	25,826
EPS (đồng)	1,117	1,879	2,078	2,906	3,038
BPS (đồng)	17,674	17,878	20,211	22,131	23,980
OPM (%)	6.4	9.6	9.3	11.6	12.2
NPM (%)	5.7	8.7	8.4	10.5	10.9
ROE (%)	6.6	10.5	10.3	13.1	12.6
PER (x)	23.8	13.5	12.2	8.7	8.4
PBR(x)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	11.9	15.3	7.0	5.2	4.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Cập nhật về Thuế nhập khẩu của Mỹ đối với thép và nhôm và Tác động đến Hòa Phát

Cập nhật về Thuế nhập khẩu Mỹ của đối với thép và nhôm

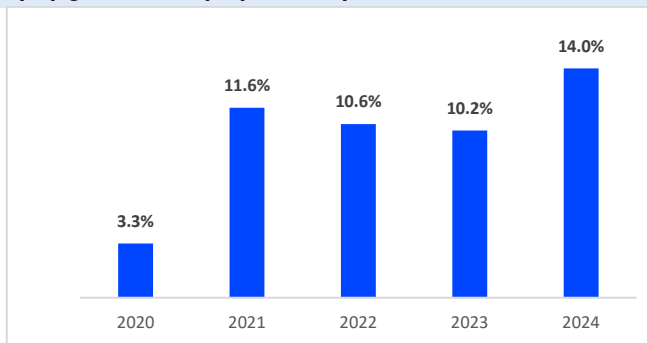
Vào ngày 10/2/2025, Tổng thống Mỹ Donald Trump đã ký sắc lệnh áp thuế 25% đối với tất cả các mặt hàng thép và nhôm nhập khẩu vào Mỹ, không có ngoại lệ hay miễn trừ. Mức thuế này sẽ có hiệu lực từ ngày 4/3/2025. Đây là phần mở rộng của thuế Mục 232 được ban hành vào năm 2018 bởi ông Trump:

Tiêu chí	Thuế Mục 232 (2018)	Thuế nhập khẩu mới (2025)
Mức thuế suất	25% đối với thép, 10% đối với nhôm	25% cho cả thép và nhôm
Đối tượng áp thuế	Hầu hết các nước nhưng có miễn trừ hoặc hạn ngạch cho một số nước (Canada, Mexico, EU, Hàn Quốc, Argentina, Brazil, Australia)	Không có miễn trừ, áp dụng cho tất cả các quốc gia
Phạm vi tác động	Một số nước không được miễn trừ, giúp giảm tác động tiêu cực đến chuỗi cung ứng	Tác động mạnh hơn vì không có ngoại lệ, bao trùm tất cả nguồn nhập khẩu
Hiệu lực	Từ tháng 3/2018	Dự kiến có hiệu lực từ 4/3/2025

Đánh giá tác động

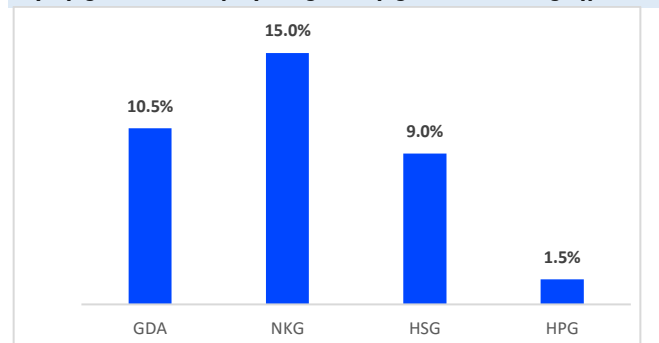
Đối với Việt Nam, mặt hàng thép nhập khẩu vào Mỹ đã bị đánh thuế 25% theo Mục 232 kể từ tháng 3/2018. Trong năm 2024, tỷ trọng thép Việt Nam xuất khẩu đi Mỹ chỉ chiếm tỷ trọng 14% tổng sản lượng. Với riêng HPG, tỷ trọng thép xuất khẩu sang Mỹ chỉ chiếm 1.5% tổng sản lượng bán hàng; nên không bị tác động lớn bởi chính sách thuế quan mới này.

Tỷ trọng xuất khẩu thép Việt Nam đi Mỹ



Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng xuất khẩu thép Mỹ/ tổng sản lượng của các doanh nghiệp lớn



Nguồn: Tổng cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Trước đây, các đồng minh của Mỹ được miễn trừ thuế này bao gồm Argentina, Brazil, Canada, EU, Hàn Quốc, Nhật Bản và Vương quốc Anh. Thời điểm hiện tại, sự cạnh tranh trở nên công bằng hơn khi tất cả các nhà sản xuất phải đối mặt với cùng một mức thuế. Về sản lượng, chúng tôi cho rằng chính sách thuế mới này sẽ tạo cơ hội xuất khẩu trực tiếp sang Mỹ cho HPG và các khách hàng của công ty (NKG, HSG và GDA).

Tuy nhiên, về giá, việc Mỹ áp thuế 25% cho thép nhập khẩu từ tất cả các quốc gia có thể khiến mặt hàng thép đối mặt với rủi ro giảm giá bởi: (1) Mỹ là nước nhập khẩu thép lớn nhất thế giới, việc áp thuế lên toàn bộ thép nhập khẩu để bảo vệ thép nội địa gây ảnh hưởng đến tổng nhu cầu của thép; (2) Các nhà sản xuất thép từ các quốc gia bị ảnh hưởng tìm kiếm các điểm thay thế, khiến giá cả cạnh tranh hơn tại các thị trường ngoài Mỹ.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2024 và dự phóng 2025

Khoản mục	2024 (Tỷ đồng)	%YoY	2025F (Tỷ đồng)	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	138,855	+17%	172,785	+24%	Doanh thu năm 2024 ghi nhận tăng 17% YoY, hoàn thành 100% dự phóng của chúng tôi. Động lực đến từ sản lượng tăng (+20% YoY), trong khi giá thép xây dựng giảm so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán thép của HPG đạt 10.5 triệu tấn (+24% YoY) và giá thép tăng 4% trong năm 2025, đóng góp cho đà tăng trưởng của doanh thu.
Sản lượng (ngàn tấn)					
<i>Thép xây dựng</i>	4,482	18%	4,930	10%	Sản lượng thép xây dựng 2024 phục hồi tốt tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Chúng tôi dự báo sản lượng bán mặt hàng thép xây dựng sẽ tăng trưởng 10% YoY trong năm 2025 nhờ thị trường BĐS dân dụng hồi phục và Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công.
<i>HRC</i>	2,925	5%	4,325	48%	Sản lượng tăng trưởng nhẹ 5% YoY năm qua do cạnh tranh với thép Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam (12 triệu tấn, +30% YoY). Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng sản lượng HRC sẽ tăng trưởng 48% YoY với động lực từ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động và thuế CBPG đối với HRC được ban hành.
<i>Ống thép</i>	707	4%	742	5%	
<i>Tôn mạ</i>	446	32%	557	25%	
Lợi nhuận gộp	18,498	43%	24,812	34%	Trong 2024, giá quặng sắt và than cốc đã giảm lần lượt 24.6% và 28.4%, trong khi giá thép HRC và thép xây dựng chỉ giảm lần lượt 10.7% và 5%. Điều này giúp BLNG của doanh nghiệp cải thiện từ mức 10.9% trong năm 2023 lên 13.3% trong năm 2024. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá thép tăng nhẹ 4% YoY trong khi giá NVL giảm nhẹ; từ đó BLNG của HPG có thể đạt 14.4% trong năm 2025.
Biên lợi nhuận gộp	13.3%		14.4%		
Chi phí bán hàng và quản lý	3,883	19%	4,549	17%	
Lợi nhuận từ HĐKD	13,267	73%	16,009	21%	
LNTT	13,693	76%	16,578	21%	
LNST	12,020	76%	14,589	21%	

Định giá và Khuyến nghị

Định giá cập nhật với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,300 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá cập nhật với CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 34,300 đồng tương ứng với mức tăng 29%. Đối với tầm nhìn trong 12 tháng tới, HPG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- (1) “Ông trùm” thép Việt Nam và triển vọng dự án Dung Quất 2 vận hành trong năm 2025;
- (2) Cú “huých” từ thị trường Bất động sản dân dụng và Đầu tư công;
- (3) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tận dụng chi phí đầu vào thấp;
- (4) Khởi xướng thuế chống bán phá giá với thép HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ giúp gia tăng sản lượng bán hàng trong nước.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
P/E	50%	33,000
FCFF	50%	35,600
Giá mục tiêu		34,300
Giá hiện tại (19/02/2025)		26,500
Tỷ suất sinh lời		29%

Source: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.51
Beta	1.11
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Chi phí sử dụng vốn	12.38%
Chi phí nợ	7.05%
WACC	10.91%

Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3.1% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HPG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HPG được định giá ở mức 35,600 đồng.

Mô hình định giá FCFF					
Đơn vị: tỷ VND	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN ròng	14,589	22,454	25,826	27,953	30,887
Cộng: Lãi vay sau thuế	6,126	7,163	7,098	6,430	6,070
Cộng: Khấu hao	11,097	10,101	10,178	9,790	8,488
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	3,626	11,236	6,334	5,781	3,864
Trừ: Vốn đầu tư	12,115	6,926	6,695	6,916	6,903
Dòng tiền tự do (FCFF)	16,070	21,556	30,073	31,475	34,678
Tỷ lệ chiết khấu	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	14,489	17,522	22,039	20,797	20,658
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	189,256				
Giá trị doanh nghiệp	284,762				
Trừ: Nợ vay	82,962				
Cộng: Số dư tiền	25,861				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	6.396				
Giá mục tiêu (VND) (làm tròn)	35,600				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phương pháp P/E

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các công thép trong và ngoài nước. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của HPG ở 15.8x. Kết hợp cùng EPS 2025 dự phóng ở mức 2,078 đồng, giá mục tiêu của HPG được định giá ở mức 33,035 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Quốc gia	PE	Vốn hóa (tỷ USD)	Tăng trưởng doanh thu (%)	Tăng trưởng EPS TTM (%)	ROA (%)	ROE (%)
Hoa Sen	Việt Nam	11.60	0.534	24.08	1,606	4.9	7.58
Nam Kim	Việt Nam	7.60	0.237	21.73	174	3.52	8.02
Baoshan Iron & Steel	Trung Quốc	15.55	21.739	(6.53)	(-64.39)	2.63	5.59
Beijing Shougang Co Ltd	Trung Quốc	25.90	3.313	(8.56)	n.a	1.40	2.85
Jindal Stainless Ltd	Ấn Độ	12.40	6.730	8.54	(5.45)	14.23	22.42
Steel Authority of India	Ấn Độ	13.70	6.651	0.75	40.80	4.86	3.97
TA Chen Stainless pipe	Taiwan	16.00	3.208	(10.20)	(76.36)	4.3	7.35
Western Superconducting Techno	Trung Quốc	24.40	4.297	24.43	58.04	7.35	13.84
Trung bình			15.8x				
Trung vị			14.6x				
P/E trung bình 5 năm			14.7x				
P/E mục tiêu			15.8x				
EPS mục tiêu			2,078				
Giá mục tiêu			33,035				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

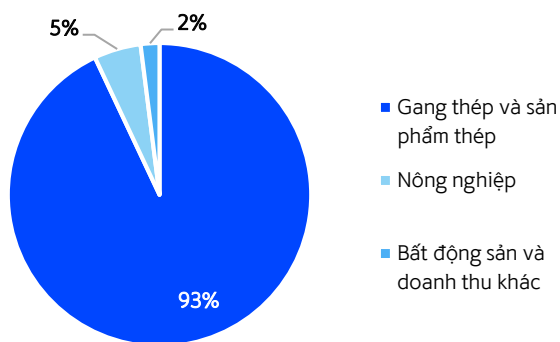
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

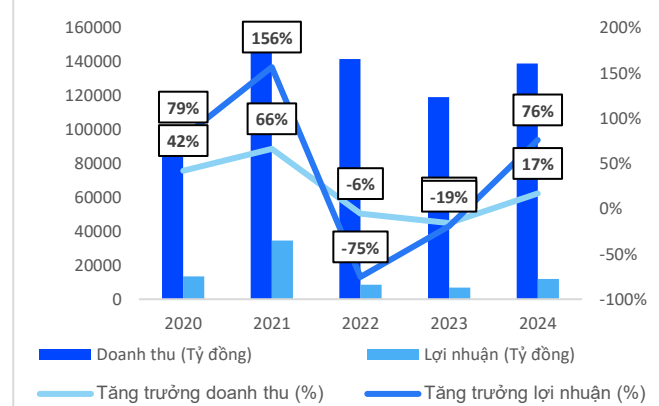
Tập đoàn Hòa Phát được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như nội thất, ống thép, thép xây dựng, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Ngày 15/11/2007, Hòa Phát chính thức niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mã chứng khoán HPG.

Hiện nay, tập đoàn hoạt động trong 05 lĩnh vực: **Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng), Sản phẩm thép (gồm Ống thép, tôn mạ, thép rút dây, thép dự ứng lực), Nông nghiệp, Bất động sản và điện máy gia dụng.** Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Hòa Phát là Thép, đóng góp trên 90% doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn. Với công suất trung bình 8.5 triệu tấn thép thô/năm, Hòa Phát đang nắm giữ top 1 thị phần Việt Nam về thép xây dựng và ống thép, top 10 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam và nằm trong 15 công ty thép có mức vốn hóa lớn nhất trong ngành thép thế giới.

Cơ cấu doanh thu Hòa Phát năm 2024 (%)

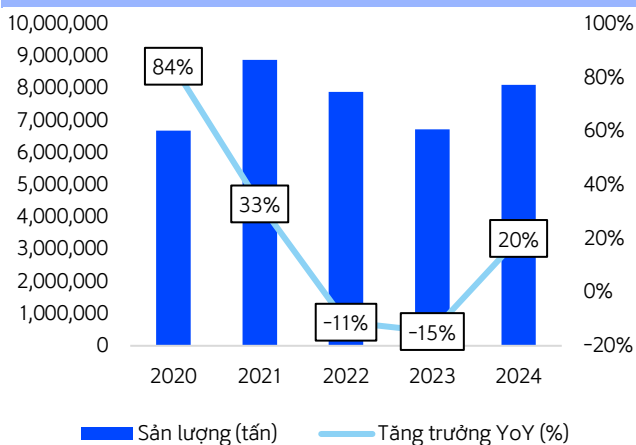


Doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát 2020-2024 (Tỷ đồng)

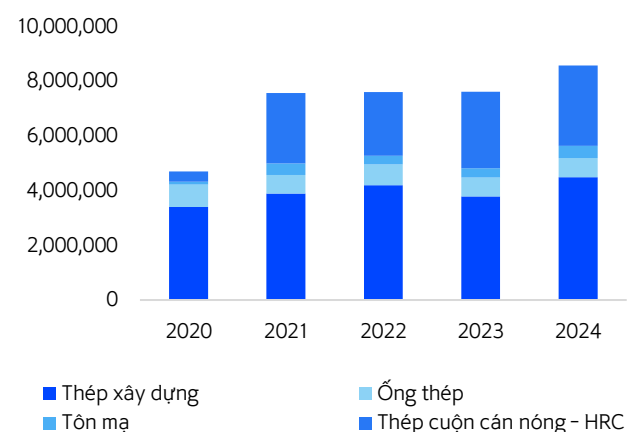


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng bán hàng Hòa Phát 2020 – 2024 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm 2019-2024 (tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

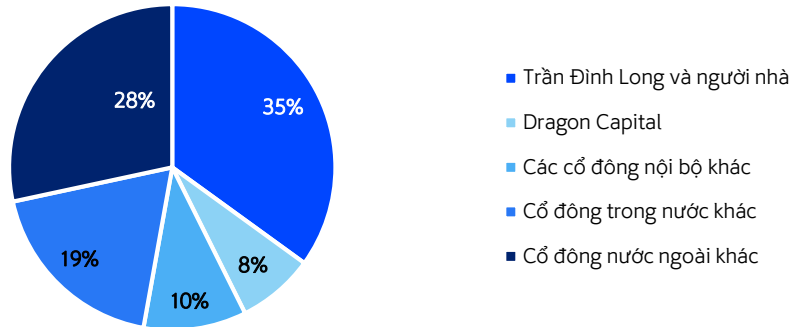
Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng - HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ. Trong đó, đóng góp lớn nhất là thép xây dựng (50%) và thép cuộn cán nóng - HRC (37%).

Sản lượng bán hàng của thép Hòa Phát cũng có sự tăng trưởng đáng kể. Trong vòng 5 năm, sản lượng thép của Hòa Phát đã tăng trưởng từ 6.7 triệu tấn trong năm 2020 lên 8.1 triệu tấn vào năm 2024.

1. Cơ cấu cổ đông

Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành của HPG tại ngày 19/02/2025 là gần 6.4 tỷ cổ phiếu. Trong đó, tổng tỷ lệ sở hữu của ông Trần Đình Long – chủ tịch HĐQT HPG và người nhà chiếm 35%. Ngoài ra, quỹ Dragon Capital nắm giữ 8%, các cổ đông nội bộ khác nắm 10%, còn lại là các cổ đông trong nước và nước ngoài khác.

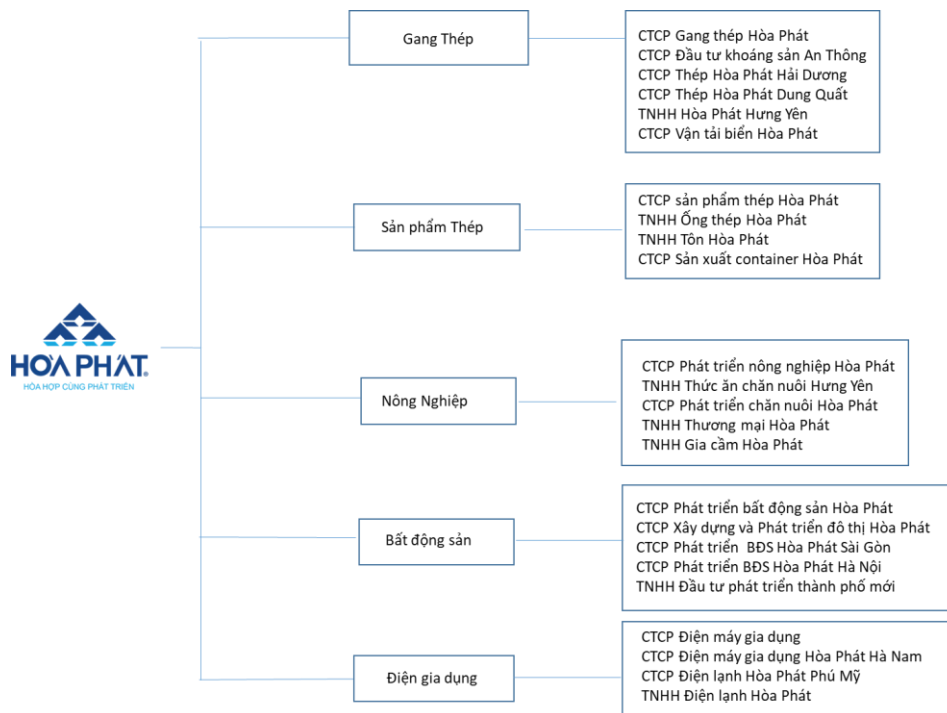
Cơ cấu cổ đông Hòa Phát (%)



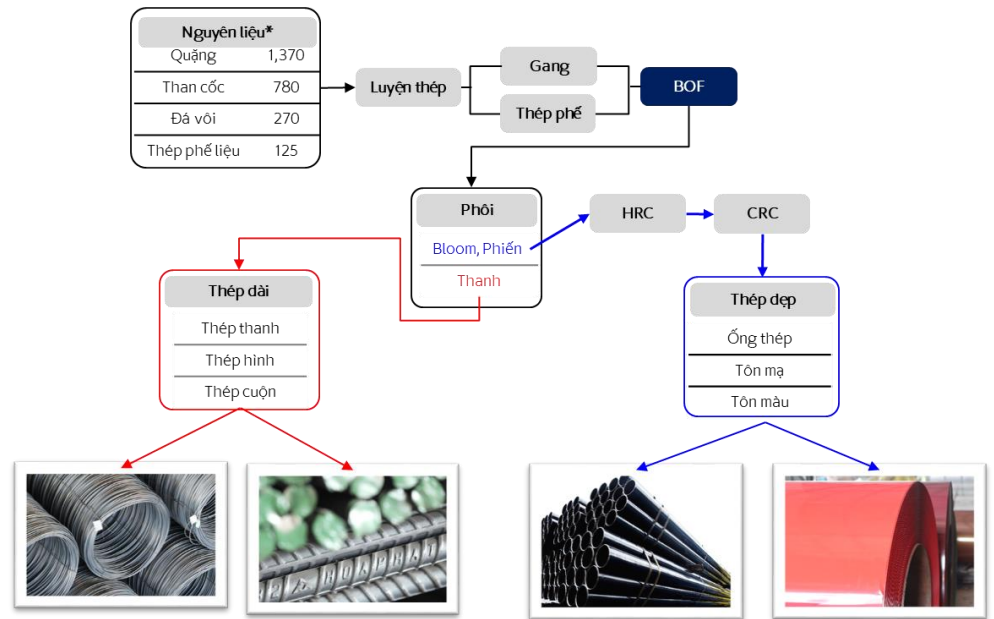
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

2. Cơ cấu tổ chức

Hoạt động kinh doanh của HPG gồm 5 mảng: **Gang Thép, Sản phẩm thép, Nông Nghiệp, Bất động sản, Điện gia dụng**. HPG sở hữu tổng cộng 24 công ty con với nhiều lĩnh vực khác nhau.



3. Chuỗi giá trị mảng Thép

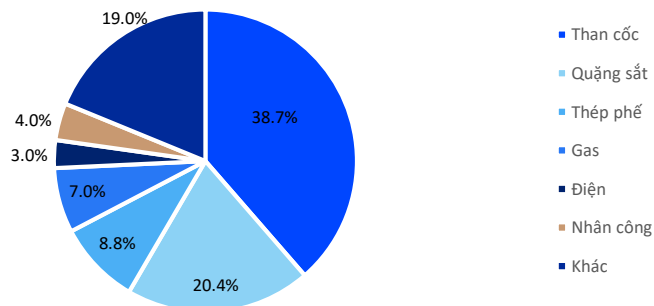


(*) Đơn vị: tấn

3.1. Đầu vào:

Than cốc, quặng sắt và thép phế là 3 thành phần chính trong giá thành sản xuất thép của HPG. Doanh nghiệp sử dụng công nghệ lò cao để luyện gang và lò thổi oxy (BOF) để luyện thép. Trong năm 2024, than cốc (38.7%), quặng sắt (20.4%), và thép phế (8.8%) chiếm tỷ trọng 67.9% chi phí luyện ra 1 tấn thép theo công nghệ lò BOF.

Cơ cấu chi phí của mảng thép Hòa Phát (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

3.2. Sản xuất:

HPG sử dụng công nghệ sản xuất thép chu trình tuần hoàn, khép kín hiện đại của Châu Âu, với các công đoạn chính gồm có: Tinh luyện nguyên liệu thô (thiêu kết, vè viên quặng sắt + luyện than cốc) -> Lò cao-> Lò thổi -> Đúc phôi -> Cán thép. Với công suất thiết kế tính đến năm 2024 là 8.5 triệu tấn thép thô/năm, HPG hoạt động sản xuất thép tập trung tại 3 tỉnh Hải Dương, Hưng Yên và Quảng Ngãi.

Doanh nghiệp đang đẩy mạnh kế hoạch mở rộng mảng Gang thép khi xây dựng thêm nhà máy Hòa Phát Dung Quất 2, dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2025 và nâng công suất thép thô của Hòa Phát lên 14.5 triệu tấn thép thô/năm.

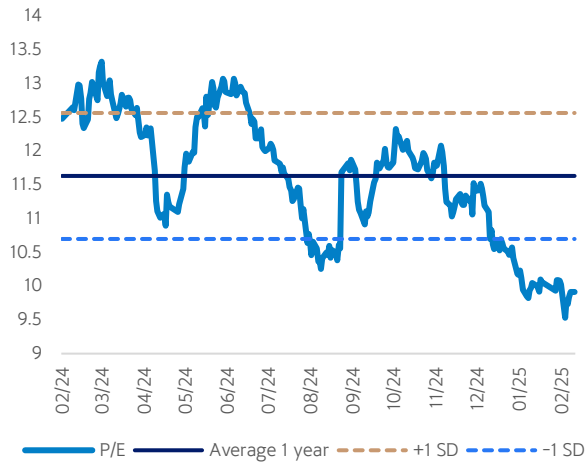
3.3. Đầu ra:

Danh mục sản phẩm của HPG phong phú hơn các doanh nghiệp khác trên thị trường. Đầu ra mảng thép của HPG gồm có kinh doanh phôi thép và các sản phẩm sau cán gồm có **thép xây dựng, thép đặc biệt (dây rút đen, dây rút mạ kẽm,...), thép HRC, ống thép và tôn mạ**. Tại Việt Nam, duy nhất HPG có năng lực sản xuất các sản phẩm thép đặc biệt như thép dự ứng lực (PC Bar và PC strand), thép dây mạ kẽm, vỏ container, phục vụ xuất khẩu tới các thị trường khó tính như EU, Mỹ, Canada,...



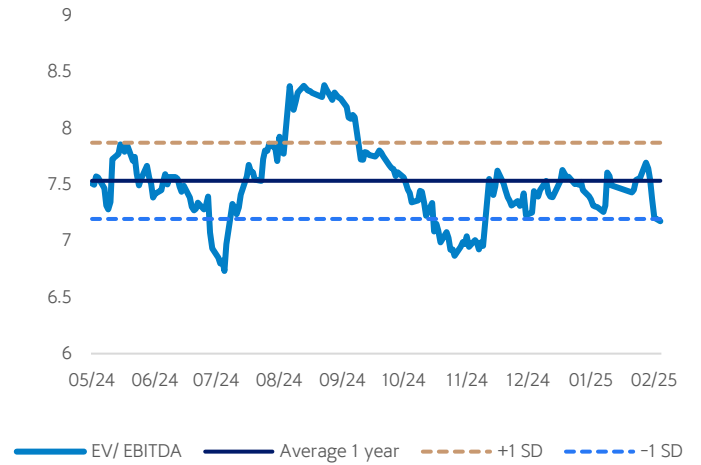
Mặc dù trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm của thị trường thép trong nước và thế giới, thị phần HPG không chỉ giữ vững mà còn liên tục tăng trưởng. Tính đến hết năm 2024, **HPG cung cấp lần lượt 38% và 27% nhu cầu thép xây dựng và ống thép trong nước.**

P/E 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA 1 năm qua

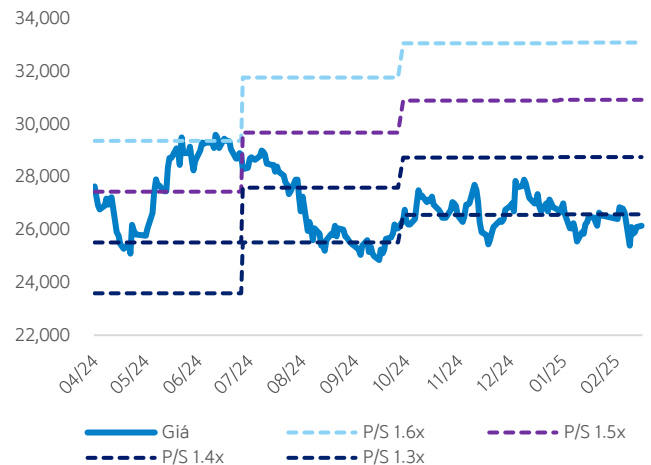


P/B 1 năm qua

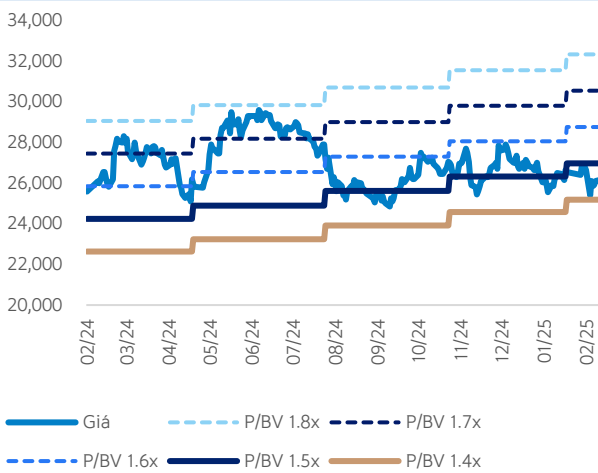


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S

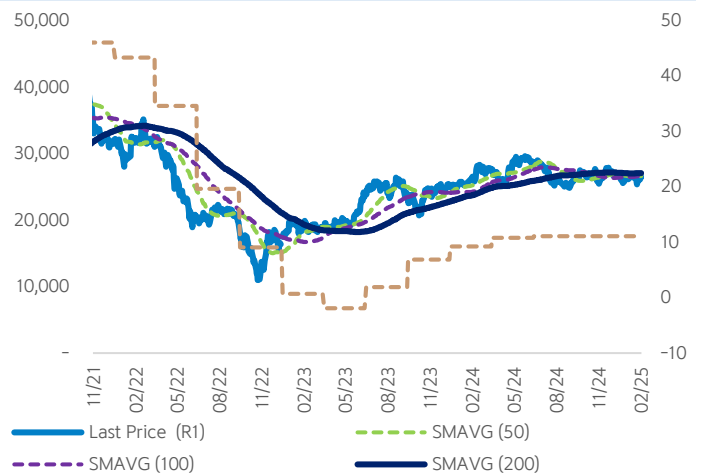


Giá với các mức P/B

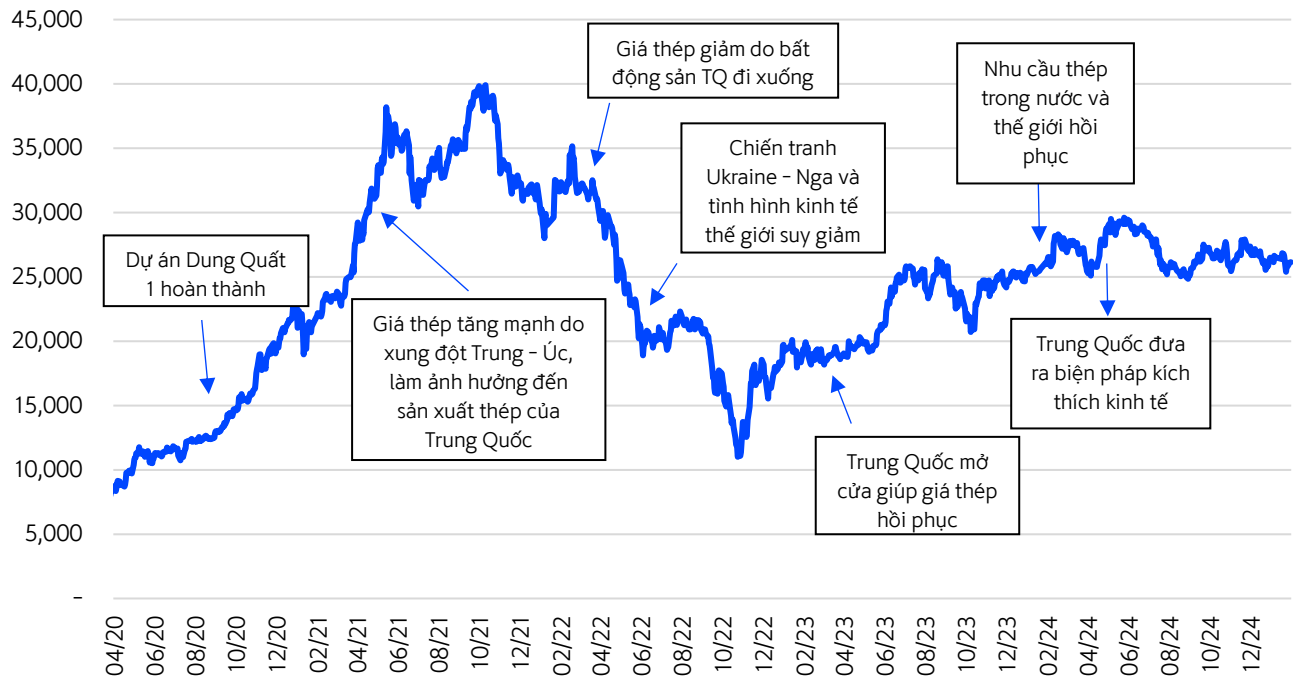


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE và đường trung bình 5 năm qua



Những sự kiện quan trọng của HPG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro biến động giá thép và giá than cốc

Biến động giá thép có tác động to lớn đến giá bán của Hòa Phát. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu chiếm từ 20% – 30% tổng doanh thu, giá bán thép của Hòa Phát chịu ảnh hưởng bởi diễn biến giá thép trong nước và thế giới. Giá than cốc tác động trực tiếp đến chi phí đầu vào của Hòa Phát qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của Hòa Phát.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 30% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép.

Rủi ro tình hình thị trường Bất động sản tại Trung Quốc

Việt Nam hiện tại đang nhập khẩu một lượng lớn thép Trung Quốc (đặc biệt là sản phẩm thép cuộn cán nóng – HRC). Thị trường bất động sản của Trung Quốc diễn biến bất ổn sẽ khiến giá thép nước này neo ở mức thấp, ảnh hưởng đến giá thép nội địa của Việt Nam.

Rủi ro xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu

Ủy ban Châu Âu (EC) đã ban hành quyết định điều tra thuế chống bán phá giá với thép nhập khẩu đến hết tháng 6/2026, đồng thời áp dụng hạn ngạch 15% đối với thép nhập khẩu từ nước khác (tương đương với 142 nghìn tấn/quý đối với Việt Nam). Ngoài ra, EC cũng đã nhận được yêu cầu điều tra chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu HRC từ Việt Nam. Nếu thuế này được áp dụng, HPG phải giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường Châu Âu. Ngoài ra, Mỹ đã áp thuế 25% lên các sản phẩm thép nhập khẩu theo Mục 232 từ năm 2018. Trong năm 2025, xu hướng bảo hộ thương mại trên toàn cầu tiếp tục gia tăng. Điều này tạo ra rào cản lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu thép, bao gồm Hòa Phát, khi tiếp cận thị trường xuất khẩu.

Rủi ro cạnh tranh với thép giá rẻ đến từ Trung Quốc

Như số liệu đã đề cập đến trong báo cáo, nhập khẩu thép Trung Quốc vào Việt Nam tăng mạnh trong năm 2024, trong khi giá nhập khẩu lại giảm do tình trạng thừa cung nghiêm trọng tại nước này. Nếu vấn đề này không được khắc phục bằng các biện pháp bảo hộ, giá thép nội địa sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng, tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép trong nước.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tổng tài sản	187,783	224,490	254,454	303,783	343,208
Tài sản ngắn hạn	82,716	87,079	113,044	165,918	208,975
Tiền và tương đương tiền	12,252	6,888	23,392	58,016	88,504
Đầu tư TC ngắn hạn	22,177	18,975	28,454	35,061	39,082
Các khoản phải thu	10,702	7,622	13,126	13,852	15,882
Hàng tồn kho	34,504	46,521	44,876	55,712	62,521
Tài sản dài hạn	105,066	137,411	138,197	135,022	131,539
Tài sản cố định	71,787	67,244	106,650	127,765	124,420
Đầu tư dài hạn	40	137	88	88	88
Tài sản dài hạn khác	4,454	4,587	4,587	4,587	4,587
Tổng nợ	84,946	109,842	112,151	132,367	138,887
Nợ ngắn hạn	71,513	75,503	81,499	104,909	117,985
Khoản phải trả	16,532	19,621	15,983	15,986	18,016
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	54,982	55,883	65,516	88,923	99,969
Khác	4,144	5,511	5,658	7,145	7,635
Nợ dài hạn	13,433	34,339	30,652	27,458	20,902
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	10,399	27,080	23,393	20,200	13,643
Khác	3,034	7,258	7,258	7,258	7,258
Vốn chủ sở hữu	102,836	114,647	142,303	171,415	204,321
Vốn góp chủ sở hữu	58,148	63,963	70,359	77,395	85,134
Thặng dư vốn	3,212	0	3,212	3,212	3,212
Vốn khác	41,411	50,392	68,633	90,675	115,806
Lợi nhuận giữ lại	40,593	49,576	67,814	89,856	114,988
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	66	293	100	135	169
*Nợ vay	65,381	82,963	88,909	109,123	113,612
*Nợ ròng (tiền)	30,952	57,101	37,063	16,046	(13,973)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	8,643	7,027	20,353	19,216	27,325
Lợi nhuận ròng	6,800	12,020	14,589	22,454	25,826
Khấu hao TSCĐ	6,359	0	11,097	10,101	10,178
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,928)	(1,256)	(1,707)	(2,104)	(2,345)
Thay đổi vốn lưu động	(2,151)	-	(3,626)	(11,236)	(6,334)
Thay đổi khác	(437)	(3,737)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(11,995)	(30,143)	(19,839)	(11,429)	(8,371)
Thay đổi tài sản cố định	(7,947)	-	(48,795)	(29,113)	(4,488)
Thay đổi tài sản đầu tư	-	-	(9,431)	(6,607)	(4,021)
Khác	(4,048)	(30,143)	38,387	24,291	138
Tiền từ HĐ tài chính	7,276	17,752	15,991	26,837	11,534
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	6,396	7,036	7,739
Tiền đi vay/(trả) nợ	7,276	17,752	5,946	20,214	4,489
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-	-	3,649	(413)	(695)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	3,924	(5,365)	16,504	34,624	30,488
Tổng tiền đầu năm	8,325	12,252	6,888	23,392	58,016
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	12,252	6,888	23,392	58,016	88,504

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	118,953	138,855	172,785	212,905	237,323
Tăng trưởng (%)	-15.9	16.7	24.4	23.2	11.5
Giá vốn hàng bán	(106,015)	(120,358)	(147,973)	(177,303)	(197,610)
Lợi nhuận gộp	12,938	18,498	24,812	35,602	39,713
Biên lợi nhuận gộp (%)	10.9	13.3	14.4	16.7	16.7
Chi phí BH & QLDN	(3,269)	(3,883)	(4,549)	(5,742)	(6,487)
LN từ HĐKD	7,651	13,267	16,009	24,737	28,860
Tăng trưởng (%)	(0.2)	0.7	0.2	0.5	0.2
Biên LN từ HĐKD (%)	6.4	9.6	9.3	11.6	12.2
LN khác	(1,876)	(921)	(3,970)	(4,767)	(4,046)
Thu nhập tài chính	3,173	2,619	3,193	3,451	3,738
Chi phí tài chính	(5,192)	(3,967)	(7,447)	(8,574)	(8,104)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(3,585)	(2,287)	(5,373)	(6,283)	(6,226)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	142	426	284	355	320
LNTT	5,774	12,346	12,039	19,971	24,815
Thuế TNDN	81	(1,248)	(1,989)	(2,994)	(3,674)
LNST	6,800	12,020	14,589	22,454	25,826
Tăng trưởng (%)	(19.5)	76.8	21.4	53.9	15.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.7	8.7	8.4	10.5	10.9
LNST cổ đông công ty mẹ	6,835	12,020	14,624	22,489	25,861
Lợi ích CDS	(35)	0	(35)	(35)	(35)
LN trước thuế và lãi vay	11,378	15,981	21,951	31,731	35,726
Tăng trưởng (%)	(12.5)	40.5	37.4	44.6	12.6
Biên LN (%)	9.6	11.5	12.7	14.9	15.1
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	17,736	15,981	33,048	41,832	45,904
Tăng trưởng (%)	(9.1)	(9.9)	106.8	26.6	9.7
Biên LN (%)	14.9	11.5	19.1	19.6	19.3

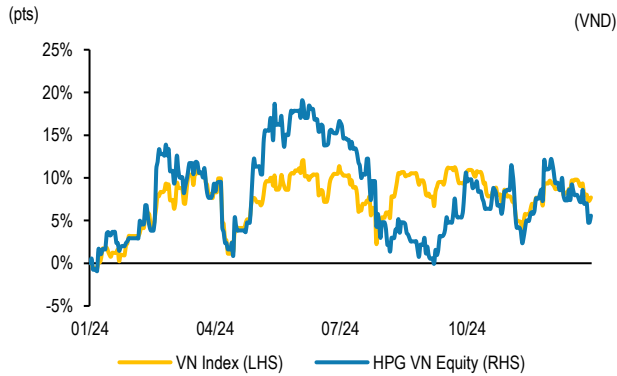
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (đồng)	1,117	1,879	2,078	2,906	3,038
BPS (đồng)	17,674	17,878	20,211	22,131	23,980
PER (x)	23.8	13.5	12.2	8.7	0.0
PBR (x)	1.6	1.4	1.3	1.1	0.0
EV/EBITDA (x)	11.9	15.3	7.0	5.2	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	0	5	5	5
Lãi cổ tức (%)	0.0	0.0	5.0	5.0	6.0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	14.9	11.5	19.1	19.6	19.3
Biên LN từ HĐKD (%)	6.4	9.6	9.3	11.6	12.2
Biên LNST (%)	5.7	8.7	8.4	10.5	10.9
ROA (%)	3.6	5.4	5.7	7.4	7.5
ROE (%)	6.6	10.48	10.3	13.1	12.6
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	63.6	72.4	62.5	63.7	55.6
Nợ vay ròng/EBITDA (%)	174.5	357.3	112.2	38.4	(30.4)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	48.1	34.3	63.6	88.7	108.1
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	3.2	7.0	4.1	5.1	5.7
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	36.0	34.8	25.8	16.4	14.8
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	118.8	122.9	112.7	103.5	109.2
Số ngày khoản phải thu (ngày)	31.6	24.1	21.9	23.1	22.9

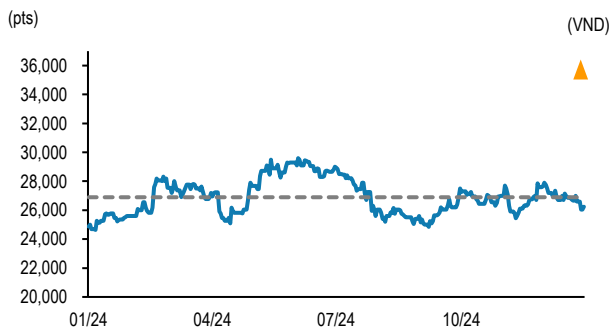
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
28/08/2024 (BC lần đầu)	MUA	34,000	35.46	14.19/66.46
12/11/2024 (BC cập nhật)	MUA	37,400	32.63	28.20/35.30
19/02/2025 (BC cập nhật)	MUA	34,300	27.50	14.50/38.60

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: **Huong Le**

Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HPG VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ◆ **United States:** This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ **All Other Jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang Street,
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000