

Vài nét về doanh nghiệp

HPG là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất thép tôn lớn nhất cả nước (chiếm hơn 30% thị phần thép xây dựng năm 2022) với chuỗi giá trị khá hoàn thiện từ khai thác quặng đến các sản phẩm cuối cùng được sử dụng rộng rãi trong nhu cầu xây dựng nhà ở, nhà xưởng, công trình hạ tầng.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	38.000
Tiềm năng tăng giá	43%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	43%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Vật liệu xây dựng
Thị giá (21/02/2025)	26.45
Biến động 1 năm	19.8 – 29.0
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	17.974.700
Vốn hóa (Tỷ đồng)	173.000
P/E	13.x
P/B	1.5x
%NN sở hữu	21.58%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
HPG	1%	3%	4%
VNindex	4%	4%	4%

Chuyên viên phân tích

Vũ Thế Duyệt, CFA

vtduyet@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TĂNG TỐC

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** từ báo cáo triển vọng năm 2025 với HPG và nâng giá mục tiêu lên **38.000 đồng/cp** dựa trên bối cảnh phục hồi của ngành thép trong năm tới và thông tin tích cực tới từ thuế chống bán phá giá HRC Trung Quốc được đưa ra.

CẬP NHẬT KQKD: Trong Q4.2024, DT đạt khoảng 33.596 tỷ đồng (-18% yoy) và LNST đạt 2.807 tỷ đồng (-6% yoy, -7% qoq). Sản lượng sản xuất, tiêu thụ của HPG hụt hơi so với Q3.2024 mặc dù bước vào mùa tiêu thụ cao điểm cuối năm. Cụ thể, trong quý 4, doanh số thép xây dựng đạt 1,16 triệu tấn (-4% yoy, +6% qoq), ống thép đạt 204 ngàn tấn (+5% yoy, +11% qoq), và HRC đạt 656 ngàn tấn (-19% yoy, -11% qoq). Có thể thấy rằng doanh số sụt giảm mạnh trong Q4.2024 do mặt hàng HRC cho thấy tiêu thụ rất kém và thép xây dựng không thể tăng trưởng thêm do đã hoạt động hết công suất.

Doanh thu sụt giảm mạnh tuy nhiên LNST giảm nhẹ chủ yếu do LNST mảng nông nghiệp và BĐS tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, trong khi đó mảng thép tiếp tục cho thấy sự hụt hơi.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Động lực từ đại dự án Dung Quất 2 và thuế Chống bán phá giá HRC được thông qua

Hiện tại dự án Dung Quất 2 của HPG đã đi tới những bước cuối cùng để có thể đi vào hoạt động chính thức, hiện tại dự án đang dừng lại ở mức chạy thử và chờ thuế CBPG chính thức đưa ra. Sau khi dự án hoàn thành và hoạt động hết công suất sau 2-3 năm, quy mô doanh thu của tập đoàn có thể duy trì ở mức 175.000-200.000 tỷ đồng/năm với LNST ước tính khoảng 20.000 tỷ đồng-25.000 tỷ đồng.

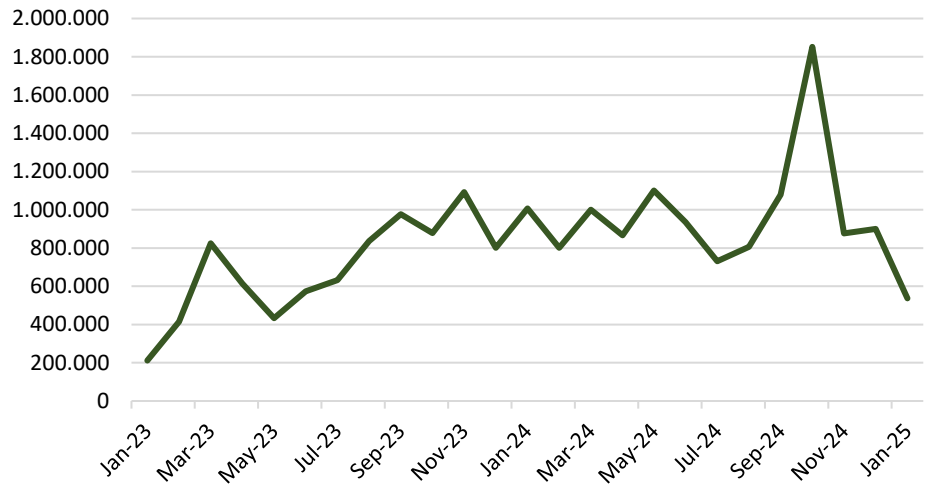
Tại ngày 21/2/2025, Bộ Công Thương đã chính thức thông báo áp dụng thuế CBPG tạm thời với thép HRC Trung Quốc với mức thuế trong khoảng từ 19,38% tới 27,83% với thời gian có hiệu lực sau 15 ngày và áp dụng tạm thời trong 120 ngày. Với mức thuế này, chúng tôi cho rằng thép Trung Quốc khó có thể cạnh tranh với HPG. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực lớn giúp thúc đẩy mạnh mẽ sản lượng tiêu thụ của Dung Quất 2 và là thông tin tích cực đối với kỳ vọng giá cổ phiếu.

Ngành thép nội địa duy trì tiêu thụ rất tích cực nhờ giải ngân ĐTC và dân dụng phục hồi. Tiêu thụ nội địa bứt phá cạnh tranh với hàng TQ.

Thị trường bất động sản trong nước sau nhiều chính sách hỗ trợ của chính phủ và mặt bằng lãi suất thấp đã có dấu hiệu phục hồi đáng kể so với giai đoạn đóng băng trước đó. Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép nội địa có mức hồi phục tương ứng khá tốt trong Q4.2024. Ngoài ra, HPG với vị thế là nhà sản xuất thép số 1 Việt Nam tiếp tục gia tăng thị phần lên 38%. Tiêu thụ thép xây dựng, ống thép của HPG gắn liền với xây dựng trong nước và dự kiến tiếp tục duy trì tốt.

Điểm tích cực đến từ việc thép HRC Trung Quốc đã có dấu hiệu giảm xuất khẩu vào VN trong trong tháng 1.2025, cụ thể, mức xuất khẩu thép vào Việt Nam chỉ đạt 537 nghìn tấn, giảm so với mặt bằng 800 nghìn đến 1 triệu tấn thép mỗi tháng trước đó. Điều này giúp cho sản lượng tiêu thụ HRC nội địa khởi sắc trong bối cảnh xuất khẩu hụt hơi.

Sản lượng nhập khẩu thép Trung Quốc của Việt Nam



Nguồn: Tổng cục hải quan

Triển vọng giá thép thế giới tạo đáy và bắt đầu chu kỳ đi lên

Triển vọng lãi suất hạ trên toàn thế giới giúp kích thích thị trường nhà ở tại các quốc gia đối tác chủ lực của Việt Nam như Mỹ, Châu Âu, ASEAN. Điều này tiếp tục là bàn đạp cho thị trường xuất khẩu thép thuận lợi và duy trì được mức sản lượng tốt trong các quý tiếp theo. Ngoài ra, yếu tố thay đổi lớn tới nhu cầu thép toàn thế giới tới từ Trung Quốc sau biện pháp kích thích lớn nhất từ đại dịch. Chúng tôi cho rằng, nhu cầu cho ngành thép Trung Quốc đã tạo đáy và có nhiều động lực phục hồi và kích thích giá thép tăng trong năm tới.

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	141.409	118.953	138.855	150.093	185.150
LNST	8.444	6.800	12.020	16.350	21.315
Tăng trưởng DT	-5,53%	-15,88%	16,73%	8,09%	23,36%
Tăng trưởng LNST	-75,54%	-19,46%	76,75%	36,02%	30,37%
TS LN gộp (%)	11,85%	10,88%	13,32%	16,00%	19,33%
ROE – TTM (%)	10,87%	6,84%	11,05%	13,64%	15,95%
EPS - TTM (đồng)	1.326	1.069	1.879	2.556	3.332

Dự báo và định giá

Trước những thay đổi đáng kể về chính sách mới tại Trung Quốc cùng sự ấm lên của thị trường BĐS nội địa và thông tin tích cực từ thuế CBPG sớm hơn dự kiến, chúng tôi điều chỉnh nâng dự phóng lợi nhuận của HPG cho năm 2025F/26F lần lượt đạt 16.350 và 21.5315 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng tiềm năng cải thiện lợi nhuận có thể tốt hơn nữa trong kịch bản giá thép hồi phục mạnh hơn dự kiến.

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **38.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 10x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 14.9% theo CAPM ($R_f = 3\%$, Risk premium = 11%, $\beta = 1.1$)

Chi phí vay = 8%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 12.3%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	16.350	21.315	24.610	35.899
Khấu hao	7.418	15.858	15.988	15.650
Thay đổi WC	(490)	(13.084)	5.933	(2.866)
CAPEX	(24.246)	(14.601)	(5.655)	(5.744)
Chi phí lãi vay	3.833	8.034	6.910	6.436
FCFF	2.099	15.915	46.404	48.087
Tổng giá trị doanh nghiệp				373.876
Trừ: Vay nợ ròng				74.211
Giá trị VCSH				299.665
Số lượng CPLH (tr.cp)				6.396.250.200
Định giá				47.000

Thông số tính toán: P/E

Trung bình/trung vị ngành: 11x

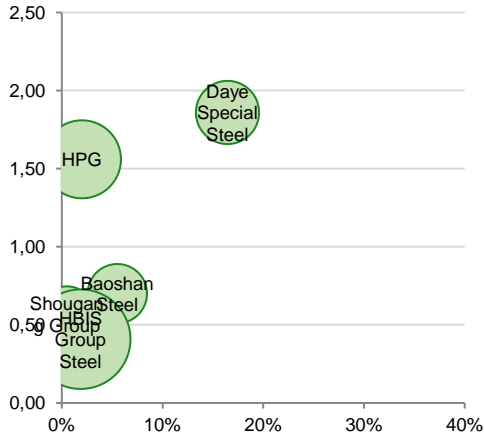
(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

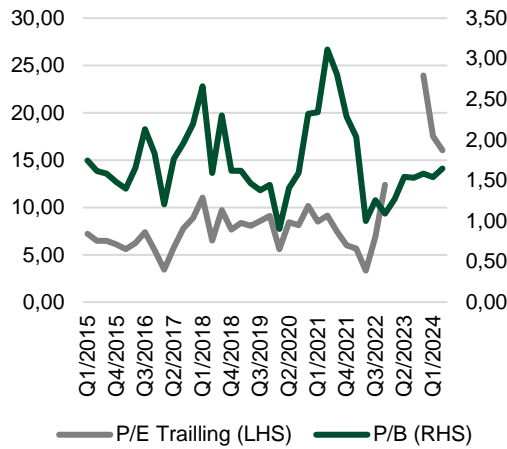
Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	16.350
P/E áp dụng (trung bình/trung vị/lịch sử)	11x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	180.000
Số lượng CPLH (tr.cp)	6.396.250.200
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28.000

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

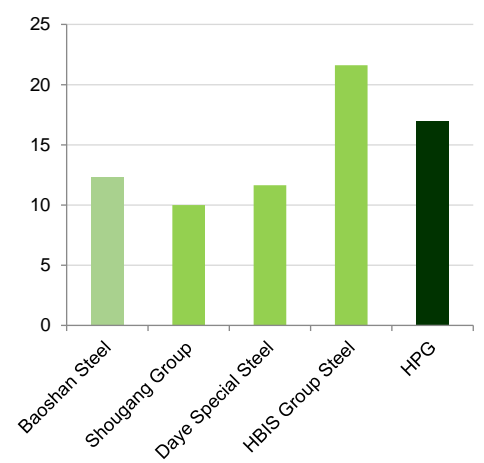
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá của HPG

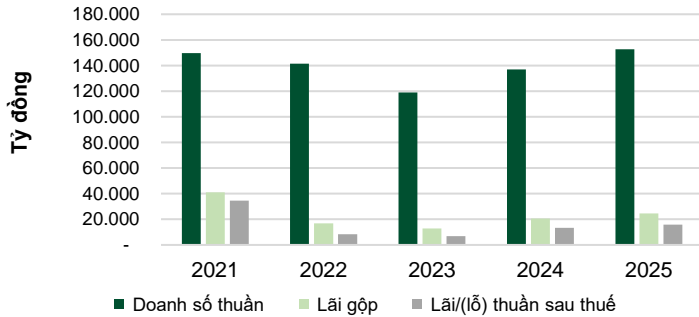


P/E ngành

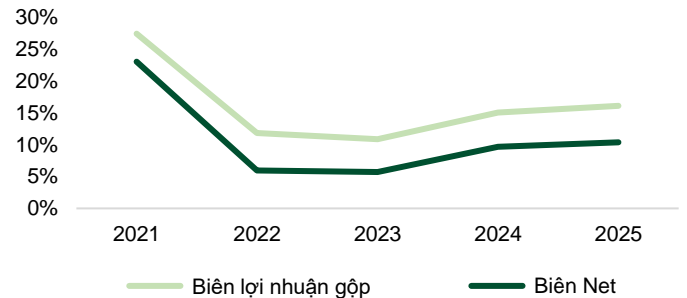


KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận

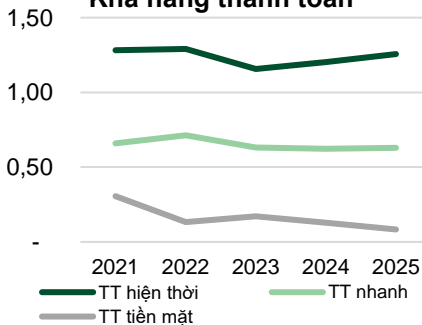


Biên lợi nhuận

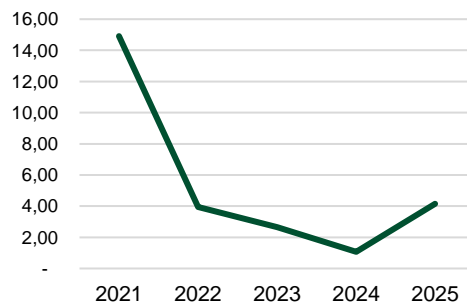


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

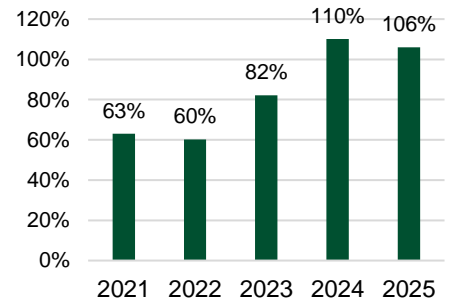
Khả năng thanh toán



Tỷ lệ bao phủ lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Doanh thu	90,119	149,680	141,409	118,953	138.855	150.093
GVHB	(71,214)	(108,571)	(124,645)	(106,015)	(120.358)	(118.143)
Lợi nhuận gộp	18,905	41,108	16,763	12,938	18.498	31.950
Chi phí bán hàng	(1,094)	(2,120)	(2,666)	(1,961)	(2.337)	(2.702)
Chi phí QLDN	(690)	(1,324)	(1,019)	(1,307)	(1.546)	(1.650)
EBIT	17,120	37,664	13,078	9,669	14.615	27.599
Doanh thu tài chính	991	3,071	3,743	3,173	2.619	3.652
Chi phí tài chính	(2,824)	(3,732)	(7,026)	(5,192)	(3.967)	(6.085)
Lợi nhuận khác	66	48	129	142	(733)	50
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	2	4	-	-	-	-
LNTT	15,355	37,057	9,923	7,793	13.693	25.217
Chi phí thuế TNDN	(1,849)	(2,536)	(523)	(992)	92	(3.026)
LNST	13,506	34,521	8,444	6,800	12.020	16.350
Lợi ích của cổ đông thiểu số	67	43	(39)	(35)	0	-
LNST cổ đông công ty mẹ	13,439	34,478	8,483	6,835	12.020	16.350
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2,311	7,166	1,459	1,175	1.879	2.556

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
Tiền và các khoản tương đương tiền	13,001	22,471	8,325	12,267	6.888	17.432
Các khoản đầu tư ngắn hạn	8,822	18,236	26,268	22,162	18.975	21.013
Các khoản phải thu	6,125	7,663	9,893	10,702	7.622	12.336
Hàng tồn kho	26,287	42,134	34,491	34,504	46.521	38.842
Tài sản ngắn hạn khác	2,566	3,650	1,538	3,081	7.073	3.182
Tài sản ngắn hạn	56,800	94,155	80,515	82,716	87.079	92.806
Tài sản cố định	65,562	69,281	70,833	72,014	67.428	75.773
Các khoản đầu tư dài hạn	171	7	1	40	137	50
Tài sản dài hạn khác	1,862	3,738	4,100	4,454	4.587	4.503
Tài sản dài hạn	74,711	84,082	89,821	105,066	137.411	165.620
TỔNG TÀI SẢN	131,511	178,236	170,336	187,783	224.490	258.426
Các khoản phải trả	10,916	23,729	11,107	12,387	14.110	16.184
Vay nợ ngắn hạn	36,798	43,748	46,749	54,982	55.883	47.257
Nợ ngắn hạn khác	4,261	5,983	4,530	4,144	5.511	4.410
Nợ ngắn hạn	51,975	73,459	62,385	71,513	75.503	67.852
Vay nợ dài hạn	17,343	13,465	11,152	10,399	27.080	65.399
Nợ dài hạn khác	2,973	532	686	3,034	7.258	57
Nợ dài hạn	20,316	13,996	11,837	13,433	34.339	65.456
NỢ PHẢI TRẢ	72,292	87,456	74,223	84,946	109.842	133.307
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	59,220	90,781	96,113	79,608	114.647	125.119
Lợi nhuận chưa phân phối	21,783	41,763	33,834	17,170	49.576	59.861
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	59,220	90,781	96,113	79,608	114.647	125.119
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	155	106	155	293	263
TỔNG NGUỒN VỐN	131,511	178,236	170,336	164,554	224.490	258.426

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	9,004	26,721	12,192	9,472	7.027	9.862
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(16,605)	(19,669)	(24,712)	(12,801)	1.277	(25.813)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	16,051	1,740	(1,617)	7,273	-	26.495
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	8,450	8,792	(14,137)	3,944	(5.365)	10.544
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4,545	13,696	22,471	8,325	12.252	6.888
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	13,001	22,471	8,325	12,267	6.888	17.432

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị Chi tiết

MUA Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 06 tháng tới

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 06 tháng tới

BÁN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 06 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Vũ Thế Duyệt

Chuyên viên phân tích

vtduyet@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>