

Mua vào (giữ nguyên)

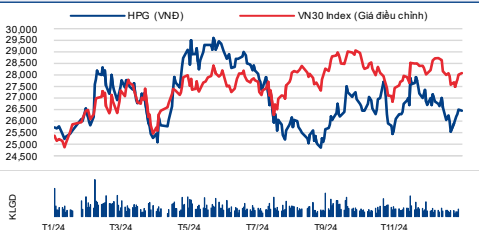
Giá mục tiêu: VNĐ36,800 (từ VNĐ38,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/1/2025)	26,450
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,850-29,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,417
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	169,181
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,681
Slg CP lưu hành (tr.đv)	6,396
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	3,134
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,700
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.4%
Tỷ lệ freefloat	54.1%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (26.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.94)	(1.86)	4.66
So với chỉ số	(0.87)	1.55	(5.81)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2024F	1,792	1,855	(3.4)
2025F	2,406	2,360	2.0
2026F	3,109	2,987	4.1

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Năm 2025: Chuyển biến tích cực cho chu kỳ tăng trưởng mới

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG nhưng giảm 5% giá mục tiêu xuống 37.900đ (tiềm năng tăng giá: 39%) sau khi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận.
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 được điều chỉnh giảm bình quân 3% do sản lượng thép xây dựng giảm. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 77% – cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 dự kiến đạt 2.853 tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ và giảm 6% so với quý trước) – sau đó tăng trưởng lần lượt 34% và 29% trong năm 2025-2026 (tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 45%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn so với VN Index 2%, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,1 lần – mức định giá hấp dẫn nhờ Việt Nam đang tập trung giải ngân vốn đầu tư công.

Sự kiện: Dự báo lợi nhuận Q4/2024

Trong Q4/2024, tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG đạt 2,32 triệu tấn, giảm 3% so với cùng kỳ và giảm 2% so với quý trước do sản lượng tiêu thụ HRC và thép xây dựng thấp hơn dự báo (giảm lần lượt 19% và 4% so với cùng kỳ). Sản lượng tiêu thụ giảm trong tháng 11 và 12 có thể do (1) các đại lý tăng cường tích trữ hàng tồn kho trong tháng 10 nên cần thời gian để tiêu thụ sản phẩm, (2) giá thép giảm trong 2 tháng cuối cùng của năm 2024 và (3) cùng với ảnh hưởng từ việc Tết Nguyên Đán đến sớm trong năm nay, tác động đến tâm lý người tiêu dùng. Dựa trên những dữ liệu này, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 2.853 tỷ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ và giảm 6% so với quý trước.

Tác động: Giảm bình quân 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024, HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần xuống 12,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 77%) do sản lượng tiêu thụ giảm khi nhu cầu trong tháng 11 và 12 giảm. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm nhẹ lần lượt 3,7% và 2,8% dự báo lợi nhuận thuần. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần trong 2 năm tăng lần lượt 34% (lên 16.200 tỷ đồng) và 29% (lên 20.935 tỷ đồng). Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 45,2%. Dự báo EPS mới thấp hơn 3% so với bình quân dự báo thị trường cho năm 2024 nhưng cao hơn lần lượt 2% và 4% cho năm 2025-2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 3 tháng qua (mặc dù diễn biến tích cực hơn so với VN Index 2%), HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 11,1 lần. Cổ phiếu có P/B dự phóng năm 2025 là 1,3 lần, thấp hơn bình quân 10 năm ở mức 1,8 lần. Nhằm phản ánh những thay đổi nhỏ trong dự báo lợi nhuận, HSC giảm 5% giá mục tiêu xuống còn 36.800đ. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 39%.

Chúng tôi tin rằng HPG đang chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong năm 2025, nhờ công suất sản xuất HRC được mở rộng và chính sách đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ. Khả năng áp thuế chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, dự kiến trong Q1/2025, sẽ trở thành động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho giá cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/1.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	19,893	16,443	21,154	29,230	37,539
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,484	6,835	12,066	16,200	20,935
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,792	2,406	3,109
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	16,511	17,674	18,266	20,173	22,282
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.91	11.2	10.6	7.88	5.94
P/E ĐC (lần)	19.1	23.7	14.8	11.0	8.51
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.89	3.78	5.67
P/B (lần)	1.60	1.50	1.45	1.31	1.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	60.5	34.3	29.2
ROAE (%)	9.09	6.88	11.0	13.2	15.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Công suất mới + đẩy mạnh đầu tư công = Mua vào mạnh

Phân kỳ đầu tiên của dự án Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất Giai đoạn 2 (DQSC Giai đoạn 2) dự kiến sẽ chính thức đi vào hoạt động vào đầu năm 2025, bổ sung thêm 2,8 triệu tấn công suất sản xuất thép hằng năm của HPG lên 11,7 triệu tấn thép, tăng 31,5%. Phân kỳ thứ 2 của dự án DQSC Giai đoạn 2, dự kiến sẽ bổ sung thêm 2,8 triệu tấn công suất sản xuất mỗi năm trong năm 2026, được kỳ vọng sẽ đưa HPG vào nhóm 28 nhà sản xuất thép lớn nhất trên toàn cầu. Nhu cầu được dự báo sẽ tăng mạnh trong 3 đến 5 năm tới, nhờ hoạt động đầu tư công của Chính phủ và sự phục hồi của thị trường BĐS. HPG đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ đà tăng trưởng này, nhờ công suất sản xuất được mở rộng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào mạnh đối với HPG và giá mục tiêu là 36.800đ (tiềm năng tăng giá: 39%).

Dự báo lợi nhuận Q4/2024

Sản lượng tiêu thụ Q4/2024 kém khả quan

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, HPG bán ra 2,32 triệu tấn thép thành phẩm trong Q4/2024, giảm 3% so với cùng kỳ và giảm 2% so với quý trước do nhiều nguyên nhân:

- Hành vi bán phá giá HRC của Trung Quốc ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ tại thị trường Việt Nam, trong đó có sản lượng tiêu thụ của HPG. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan Việt Nam, cả nước nhập khẩu 12 triệu tấn HRC trong năm 2024, tăng 31% so với cùng kỳ (tỷ lệ sản lượng HRC nhập khẩu/sản xuất trong nước được ghi nhận ở mức 177%, cao hơn so với mức 143% trong năm 2023). Kết quả là, sản lượng tiêu thụ HRC của HPG giảm mạnh 19% so với cùng kỳ và giảm 11% so với quý trước xuống chỉ còn 655.955 tấn trong Q4/2024, dẫn đến sản lượng tiêu thụ HRC năm 2024 ở mức 2,92 triệu tấn, tăng 5% so với cùng kỳ.
- Giá thép giảm trong tháng 11 và 12/2024, nên các đại lý phân phối ngừng đặt đơn hàng mới trong khi tích cực giải phóng lượng hàng tồn kho đã được tích trữ mạnh mẽ trong tháng 10/2024. Động thái này đã ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong Q4/2024, giảm 4% so với cùng kỳ nhưng tăng 6% so với quý trước đạt 1,16 triệu tấn. Theo đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2024 đạt 4,48 triệu tấn, tăng 18% so với cùng kỳ.
- Trong Q4/2024, HPG bán tổng cộng 200.774 tấn phôi thép, tăng 148% so với cùng kỳ nhưng giảm 7% so với quý trước, dẫn đến sản lượng tiêu thụ phôi thép cả năm 2024 là 706.574 tấn, tăng 410% so với cùng kỳ.
- Liên quan đến phân khúc sản phẩm hạ nguồn, HPG bán 204.194 tấn ống thép (tăng 4% so với cùng kỳ và 10% so với quý trước), đẩy sản lượng tiêu thụ cả năm 2024 tăng 3% so với cùng kỳ lên 706.547 tấn. Đối với sản phẩm tôn mạ, HPG bán 101.890 tấn trong quý, tăng 15% so với cùng kỳ nhưng giảm 17% so với quý trước. Theo đó sản lượng tiêu thụ tôn mạ năm 2024 đạt 446.647 tấn, tăng 36% so với cùng kỳ.

Mặc dù quý 4 là quý cao điểm của hoạt động bán hàng, nhưng năm nay nhu cầu lại thấp hơn so với quý trước đó. Đây chủ yếu là kết quả của hành vi bán phá giá thép Trung Quốc và Tết Nguyên Đán đến sớm (rơi vào tháng 1/2025, so với tháng 2/2024), nên các nhà phân phối hạn chế tối đa hoạt động nhập thêm hàng trong tháng 12.

Bảng 1: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q4/2024, HPG

Sản lượng tiêu thụ Q4/2024 kém tích cực chủ yếu do việc Trung Quốc bán phá giá HRC

Tấn	T12/24	So với cùng kỳ	So với tháng trước	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	So với cùng kỳ
Sản phẩm thượng nguồn	612,000	-19.6%	2.8%	2,015,909	-4.3%	-1.7%	8,113,653	20.7%
Thép xây dựng	384,000	-17.1%	19.4%	1,159,180	-4.4%	5.8%	4,482,598	18.3%
Phôi thép	18,000	-37.3%	-64.0%	200,774	147.7%	-7.4%	706,574	409.6%
HRC	210,000	-22.1%	-6.0%	655,955	-19.3%	-11.2%	2,924,481	4.6%
Ông thép	60,000	-12.5%	0.7%	204,194	3.7%	10.4%	706,547	3.2%
Tôn mạ	22,000	-10.0%	-39.7%	101,890	15.1%	-16.9%	446,647	35.7%
Tổng sản lượng tiêu thụ	694,000	-18.8%	0.4%	2,321,993	-2.9%	-1.6%	9,266,847	19.8%
Sản lượng thép thô	730,000	12.7%	-0.5%	2,193,396	16.0%	5.6%	8,638,834	28.8%

Nguồn: VSA, HSC

Giá bán bình quân giảm trong Q4/2024

Theo quan sát của chúng tôi, giá HRC của HPG trong Q4/2024 có vẻ thấp, giảm 10% so với cùng kỳ và 7% so với quý trước xuống chỉ còn 526 USD/tấn đa phần do hoạt động bán phá giá thép Trung Quốc tại thị trường Việt Nam. Trong khi đó, nhờ có biện pháp bảo hộ hiệu quả, giá thép xây dựng đa phần không đổi ở mức 13.750đ/kg, giảm 1% so với cùng kỳ nhưng tăng 1% so với quý trước.

Dựa trên giả định nguyên liệu đầu vào dự trữ đủ dùng trong 2 tháng sản xuất và dự kiến chi phí đầu vào trong Q4/2024 sẽ có mối tương quan với giá bán bình quân, tỷ suất lợi nhuận được dự báo sẽ duy trì ở mức ổn định. Tuy nhiên, sau tháng 10/2024, giá than cốc và quặng sắt giảm lần lượt 20% và 15%, cho thấy chi phí đầu vào tiếp tục giảm trong Q1/2025. Do đó, tùy thuộc vào việc giá bán ổn định ở mức hiện tại, tỷ suất lợi nhuận được dự báo sẽ bắt đầu cải thiện từ Q1/2025.

Bảng 2: Giá bán bình quân theo dòng sản phẩm, HPG

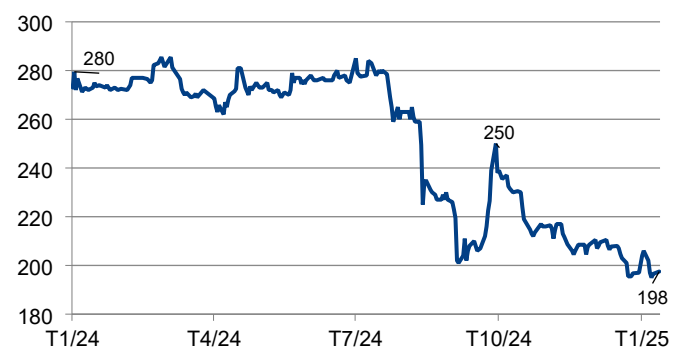
Giá HRC thấp, do các hoạt động bán phá giá của Trung Quốc

	Q4/23	Q3/24	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
Thép xây dựng (VND/kg)	13,870	13,626	13,750	-0.9%	0.9%	14,489	13,979	-3.5%
HRC (USD/tấn)	583	566	526	-9.8%	-7.1%	612	575	-6.1%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 3: Giá than cốc (USD/tấn), Úc

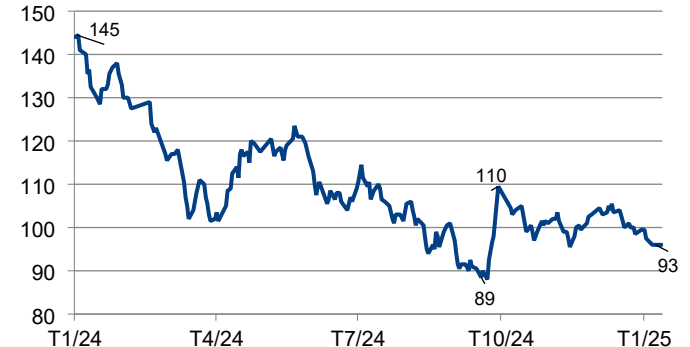
Than cốc hiện đang được giao dịch ở mức dưới 200USD/tấn, giảm 20% kể từ T10/2024



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 4: Giá quặng sắt 62% Fe (USD/tấn), Úc

Quặng sắt hiện đang được giao dịch ở mức 93USD/tấn, giảm 15% kể từ T10/2024



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 5: Ước tính lợi nhuận Q4/2024, HPG

Chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần Q4/2024 sẽ đạt 2.853 tỷ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ và 6% so với quý trước do sản lượng tiêu thụ sụt giảm

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	34,384	33,956	32,355	-5.90%	-4.72%	118,953	136,719	14.9%
Lợi nhuận thuần	2,973	3,023	2,853	-4.02%	-5.61%	6,835	12,066	76.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.6%	8.9%	8.8%	+0.2 ppts	-0.1 ppts	5.7%	8.8%	+3.1 ppts

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận Q4/2024

Dựa trên các giả định trên, HSC dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 2.853 tỷ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ và 6% so với quý trước, trên doanh thu 32,4 nghìn tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ và 5% so với quý trước). Tỷ suất lợi nhuận thuần được dự báo ở mức 8,8%, so với 8,6% và 8,9% lần lượt trong Q4/2023 và Q3/2024.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026

HSC giảm nhẹ lần lượt 3,7% và 2,8% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhằm phản ánh việc giảm giả định giá bán bình quân và tỷ giá USD/VND tăng. Việc tăng giả định sản lượng tiêu thụ HRC được bù trừ bởi việc giảm giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng.

Dự báo lợi nhuận mới và cũ của chúng tôi được trình bày trong Bảng 6; các giả định chính được trình bày ở phần bên dưới. Dựa trên những giả định này, chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2025 đạt 170 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 24% và lợi nhuận thuần đạt 16,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 34%. Cho năm 2026, chúng tôi giả định doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 211 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24%) và 21 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%). Chúng tôi giả định số lượng cổ phiếu đang lưu hành không đổi và EPS năm 2025-2026 dự báo đạt lần lượt 2.406đ/3.109đ và 1.792đ trong năm 2024.

Sản lượng tiêu thụ: Cho năm 2025, HSC giảm dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng xuống còn 5 triệu tấn, tăng 11% so với cùng kỳ (so với 13,8% trước đó) do sản lượng tiêu thụ ghi nhận trong tháng 11-12/2024 thấp hơn dự báo. Trong khi đó, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ HRC tăng 60% so với cùng kỳ lên 4,7 triệu tấn trong năm 2025. Cho năm 2026, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng lần lượt 9,3% và 45% lên 5,4 triệu tấn và 6,8 triệu tấn (Bảng 7-8).

Bảng 6: Dự báo cũ và mới, HPG

Chúng tôi hạ bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-1026

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	138,918	165,806	206,536	136,719	169,992	210,935	-1.6%	2.5%	2.1%	14.9%	24.3%	24.1%
Lợi nhuận thuần	12,441	16,826	21,533	12,066	16,200	20,935	-3.0%	-3.7%	-2.8%	76.5%	34.3%	29.2%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giả định sản lượng tiêu thụ, HPG

HSC hạ dự báo sản lượng thép xây dựng trong khi nâng dự báo sản lượng HRC

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3,787,853	4,482,598	4,977,304	5,439,029
Phôi thép	138,650	706,574	250,000	0
HRC	2,796,037	2,924,481	4,679,170	6,784,796
Ống thép	684,680	706,547	777,202	854,922
Tôn mạ	329,236	446,647	513,644	565,008

Nguồn: HSC

Bảng 8: Giả định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, HPG

Giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC sẽ tăng trưởng lần lượt là 11% và 60% trong năm 2025

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-11.3%	18.3%	11.0%	9.3%
Phôi thép	-51.8%	409.6%	-64.6%	-100.0%
HRC	6.3%	4.6%	60.0%	45.0%
Ống thép	-8.6%	3.2%	10.0%	10.0%
Tôn mạ	0.4%	35.7%	15.0%	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Giả định giá bán bình quân, HPG

Dự báo giá bán bình quân sẽ tăng không đáng kể...

Triệu đồng/tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	14.6	14.1	14.2	14.5
HRC	15.7	14.4	14.6	14.9

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định tăng trưởng giá bán bình quân, HPG

...với tốc độ tăng là 1% năm 2025 và 2% năm 2026

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-13.7%	-3.6%	1.0%	2.0%
HRC	-11.0%	-8.0%	1.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HPG

Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện trong giai đoạn 2025-2026 nhờ công suất hoạt động tăng và chi phí đầu vào giảm

	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	13.6%	15.0%	15.4%
Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	2.7%	3.1%	2.9%	2.8%
Tỷ suất LNTT	6.6%	10.0%	10.5%	10.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.7%	8.8%	9.5%	9.9%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Giả định HRC, HPG

Chúng tôi đưa ra giả định các nhà máy của HPG sẽ hoạt động 100% công suất trong giai đoạn 1 và 61% công suất trong phân kỳ 1 của dự án DQSC giai đoạn 2, dẫn đến công suất bình quân năm 2025 đạt 81%

Tấn	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng tiêu thụ HRC	2,924,481	4,679,170	6,784,796	8,141,755	8,670,969
Tăng trưởng	4.6%	60.0%	45.0%	20.0%	6.5%
DQSC giai đoạn 1	2,924,481	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
DQSC giai đoạn 1	0	1,679,170	3,784,796	5,141,755	5,670,969
Công suất HRC	3,000,000	5,800,000	8,600,000	8,600,000	8,600,000
Hiệu suất HRC	97.5%	80.7%	78.9%	94.7%	100.8%

Nguồn: HSC

Giá bán bình quân: Do thị trường Trung Quốc suy yếu trong thời gian dài, HSC dự báo giá bán bình quân năm 2025-2026 sẽ tăng khiêm tốn lần lượt ở mức 1% và 2% mỗi năm (so với mức giảm 4% đối với thép xây dựng và 8% đối với HRC trong năm 2024 (Bảng 9-10)).

Tỷ suất lợi nhuận: HSC giả định tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ mở rộng trong giai đoạn 2025-2026 (Bảng 11), nhờ công suất hoạt động tại các nhà máy đang ở mức cao và chi phí đầu vào thấp. Theo đó, chúng tôi giả định giá quặng sắt và than cốc sẽ giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2025 xuống còn 91,3 USD/tấn và 220 USD/tấn nhưng không đổi trong năm 2026.

Mặc dù chi phí khấu hao trong năm 2025-2026 cao, chúng tôi cho rằng công suất hoạt động nhà máy cao tại DQSC Giai đoạn 2 sẽ tích cực hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận trong năm 2025-2026 nhờ sản xuất thêm sản phẩm HRC (Bảng 12). Nhìn chung, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025-2026 sẽ đạt lần lượt 15% và 15,4%, cao hơn dự báo 13,6% cho năm 2024.

Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sẽ giảm trong năm 2025-2026 lần lượt xuống mức 2,9% và 2,8%, từ mức 3,1% được dự báo cho năm 2024, do hoạt động xuất khẩu giảm.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Nhằm phản ánh việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận, HSC giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 36.800đ (tiềm năng tăng giá: 39%) trong khi giữ nguyên các giả định định giá đầu vào.

Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 11,6%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% và hệ số beta 1,4 lần (theo Bloomberg). Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 2%.

Bảng 13: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HPG

HSC dự báo dòng tiền thuần của HPG sẽ cải thiện từ năm 2026 trở đi, khi kết thúc giải ngân cho nhà máy DQSC giai đoạn 2

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	12,066	16,200	20,935	29,727	35,680
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	1,960	3,149	4,453	4,125	3,796
+ Khấu hao	6,648	8,676	10,842	11,169	11,283
- Thay đổi vốn lưu động	(10,524)	(9,945)	(16,125)	(16,325)	(18,258)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(35,847)	(16,579)	856	(3,404)	(2,013)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	(25,698)	1,502	20,961	25,292	30,489

Nguồn: HSC

Bảng 14: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HPG

Giữ nguyên giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ ở mức lần lượt là 14,1% và 6,2%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.4
Chi phí vốn CSH	14.1%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	11.6%
Chi phí nợ sau thuế	6.2%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Tính toán WACC, HPG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC không đổi ở mức 11,6%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	67.8%
Nợ / Tổng nguồn vốn	32.2%
WACC	11.6%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá DCF, HPG

HSC hạ giá mục tiêu 5% xuống còn 36.800đ

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(25,698)	1,502	20,961	25,292	30,489
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)					2.0%
Giá trị dài hạn					325,054
Dòng tiền tương lai	(25,698)	1,502	20,961	25,292	355,543
Giá trị hiện tại	(25,698)	1,502	18,788	20,319	256,025
Giá trị của doanh nghiệp		296,634			
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028F		62,564			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		234,070			
Trừ: Tổng nợ		(94,676)			
Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn		33,610			
Giá trị của vốn CSH		235,568			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)		6,396.3			
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)		36,829			

Nguồn: HSC

Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), HPG

Kịch bản cơ sở của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
1.0%		36,057	34,499	33,041	31,675	30,391
1.5%		38,144	36,435	34,841	33,352	31,956
2.0%		40,466	38,581	36,829	35,198	33,675
2.5%		43,065	40,972	39,036	37,240	35,570
3.0%		45,993	43,655	41,501	39,512	37,669

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 3 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm 10,8 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 11,1 lần (Biểu đồ 18-19). Trong khi đó, so với các đối thủ cạnh tranh trong nước, HPG – một trong những công ty đầu ngành – đang giao dịch với định giá thấp hơn HSG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 21.500đ) nhưng cũng có mức giá cao hơn NKG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu: 17.528đ) (Bảng 20). HSC cho rằng cổ phiếu HPG xứng đáng được giao

dịch với mức định giá cao hơn so với bình quân quá khứ nhờ có triển vọng tươi sáng, với lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 45,2%. Trong khi đó, so với các công ty cùng ngành, chúng tôi tin rằng HPG xứng đáng được giao dịch với mức giá cao hơn nhờ vị thế dẫn đầu và quy mô kinh doanh lớn nhất tại thị trường Việt Nam.

Chúng tôi tin rằng HPG đang chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong năm 2025, nhờ công suất sản xuất HRC được mở rộng và chính sách đẩy mạnh giải ngân đầu tư công của Chính phủ. Khả năng áp thuế chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, dự kiến trong Q1/2025, sẽ trở thành động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu.

Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10.8 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG

... thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 11,1 lần



Nguồn: HSC

Bảng 20: So sánh định giá với các công ty cùng ngành tại Việt Nam

HPG đang được giao dịch với mức định giá cao hơn các công ty cùng ngành nhờ vị thế và quy mô dẫn đầu thị trường Việt Nam

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	2025 P/E	2026 P/E	2025 EV/EBITDA	2026 EV/EBITDA	2025 P/B
HPG	6,680	11.0	8.5	7.9	5.9	1.3
HSG	427	12.8	8.5	8.0	6.3	1.0
NKG	183	6.8	5.2	6.2	5.4	0.6

Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	141,409	118,953	136,719	169,992	210,935
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	18,650	25,454	32,571
Chi phí BH&QL	(3,685)	(3,269)	(4,170)	(4,930)	(5,906)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	13,078	9,669	14,480	20,525	26,665
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,335)	(2,811)	(4,020)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.07)	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	129	142	479	85.0	105
LN TT	9,923	7,793	13,624	17,799	22,750
Chi phí thuế TNDN	(1,479)	(992)	(1,560)	(1,602)	(1,820)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39.1	34.7	2.37	3.18	4.11
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,484	6,835	12,066	16,200	20,935
Lợi nhuận thuần ĐC	8,059	6,493	11,463	15,390	19,888
EBITDA ĐC	19,893	16,443	21,154	29,230	37,539
EPS (đồng)	1,459	1,175	1,886	2,533	3,273
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,792	2,406	3,109
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	8,325	12,267	9,384	16,611	13,890
Đầu tư ngắn hạn	26,268	22,162	15,039	16,999	21,094
Phải thu khách hàng	9,893	10,702	10,938	15,299	21,094
Hàng tồn kho	34,491	34,504	39,648	50,148	63,281
Các tài sản ngắn hạn khác	1,538	3,081	6,836	8,500	10,547
Tổng tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	81,845	107,557	129,905
TSCĐ hữu hình	83,562	97,886	127,089	134,971	123,250
TSCĐ vô hình	634	211	208	229	252
Bất động sản đầu tư	629	594	567	538	506
Đầu tư dài hạn	0	40.0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0.70	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,995	6,335	7,152	8,019	9,930
Tổng tài sản dài hạn	89,821	105,066	135,017	143,758	133,938
Tổng cộng tài sản	170,336	187,783	216,861	251,314	263,842
Nợ ngắn hạn	46,749	54,982	54,688	59,497	63,281
Phải trả người bán	11,107	12,387	10,938	16,999	21,094
Nợ ngắn hạn khác	3,020	2,457	2,266	2,312	2,486
Tổng nợ ngắn hạn	62,385	71,513	69,830	81,219	89,852
Nợ dài hạn	11,152	10,399	24,306	35,179	25,585
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	31.2	30.0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	597	2,948	5,825	5,827	5,828
Tổng nợ dài hạn	11,780	13,378	30,131	41,006	31,413
Tổng nợ phải trả	74,223	84,946	99,961	122,225	121,266
Vốn chủ sở hữu	96,007	102,771	116,837	129,029	142,520
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	65.8	63.4	60.2	56.1
Tổng vốn chủ sở hữu	96,113	102,836	116,900	129,089	142,577
Tổng nợ phải trả và VCSH	170,336	187,783	216,861	251,314	263,842
BVPS (đ)	16,511	17,674	18,266	20,173	22,282
Nợ thuần*/(tiền mặt)	49,576	53,114	69,610	78,065	74,975

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	13,078	9,669	14,480	20,525	26,665
Khấu hao	(6,814)	(6,773)	(6,674)	(8,705)	(10,874)
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,335)	(2,811)	(4,020)
Thuế TNDN đã nộp	(1,242)	(560)	(1,560)	(1,602)	(1,820)
Thay đổi vốn lưu động	(5,765)	(6,243)	(7,588)	(26,504)	(30,535)
Khác	(3,777)	(3,753)	(2,085)	(3,731)	(5,095)
LCT thuần từ HĐKD	12,192	9,472	12,135	854	4,928
Đầu tư TS dài hạn	(17,966)	(17,353)	(35,847)	(16,579)	856
Góp vốn & đầu tư	(53,800)	(38,417)	7,026	(1,993)	(4,135)
Thanh lý	47,055	42,969	111	159	135
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(24,712)	(12,801)	(28,711)	(18,413)	(3,145)
Cổ tức trả cho CSH	(2,247)	(8.01)	(3,198)	(6,396)	(9,594)
Thu từ phát hành CP	4.08	(1.64)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	626	7,283	16,890	31,183	5,090
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,617)	7,273	13,692	24,787	(4,505)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,471	8,325	12,267	9,384	16,611
LCT thuần trong kỳ	(14,137)	3,944	(2,884)	7,227	(2,721)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(9.64)	(0.73)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,325	12,267	9,384	16,611	13,890
Dòng tiền tự do	(5,774)	(7,881)	(23,712)	(15,725)	5,784

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.9	10.9	13.6	15.0	15.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	13.8	15.5	17.2	17.8
Tỷ suất LNT (%)	6.00	5.75	8.83	9.53	9.92
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.9	12.7	11.4	9.00	8.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.53)	(15.9)	14.9	24.3	24.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(54.5)	(17.3)	28.7	38.2	28.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(75.4)	(19.4)	76.5	34.3	29.2
Tăng trưởng EPS (%)	(81.1)	(19.4)	60.5	34.3	29.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	60.5	34.3	29.2
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	26.5	39.5	45.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.09	6.88	11.0	13.2	15.4
ROACE (%)	12.3	8.62	11.0	12.9	15.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.81	0.66	0.68	0.73	0.82
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.93	0.98	0.84	0.04	0.18
Số ngày tồn kho	101	119	123	127	129
Số ngày phải thu	29.0	36.8	33.8	38.6	43.2
Số ngày phải trả	32.5	42.6	33.8	42.9	43.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	52.4	60.3	61.3	53.5
Nợ/tài sản (%)	34.5	35.2	36.8	38.1	34.2
EBIT/lãi vay (lần)	3.98	4.79	10.8	7.30	6.63
Nợ/EBITDA (lần)	2.95	4.02	3.77	3.28	2.40
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.29	1.16	1.17	1.32	1.45
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.25	1.55	1.64	1.35	1.06
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.91	11.2	10.6	7.88	5.94
P/E (lần)	18.1	22.5	14.0	10.4	8.08
P/E ĐC (lần)	19.1	23.7	14.8	11.0	8.51
P/B (lần)	1.60	1.50	1.45	1.31	1.19
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.89	3.78	5.67

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn