

Báo cáo lần đầu

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)



MỤC LỤC

Phần I: Tổng quan về doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành và phát triển
2. Cơ cấu tổ chức và cơ cấu cổ đông
3. Lĩnh vực hoạt động
4. Chuỗi giá trị hoạt động sản xuất thép của Hòa Phát
5. Khả năng cạnh tranh và quy mô sản xuất

Phần II: Tổng quan về hoạt động sản xuất và kinh doanh thép

Phần III: Tình hình tài chính của doanh nghiệp

Phần IV: Luận điểm đầu tư

Phần V: Dự phóng kết quả kinh doanh & định giá

Phần VI: Phụ lục

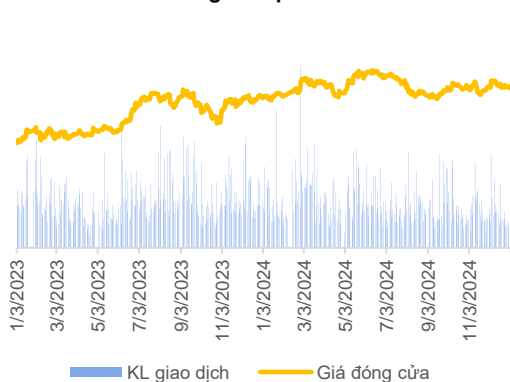
Giá hiện tại: 25,900 VND

Giá kỳ vọng: 33,800 VND **(+30.5%)**

Khuyến nghị: MUA

Mã cổ phiếu	HPG
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	29,600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	24,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	165,662.88
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	21,725,549
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	6,396.25
Beta	1.23
P/E	13.60
P/B	1.54

Diễn biến giá cổ phiếu HPG



HPG – PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG NHỜ TĂNG NĂNG LỰC SẢN XUẤT

CTCP Tập đoàn Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Khởi đầu với lĩnh vực buôn bán các loại máy xây dựng từ tháng 08/1992, Hòa Phát lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực Nội thất, Ống thép, Thép, Điện lạnh, Bất động sản và Chăn nuôi. Ngày 15/11/2007, Hòa Phát chính thức niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mã chứng khoán HPG.

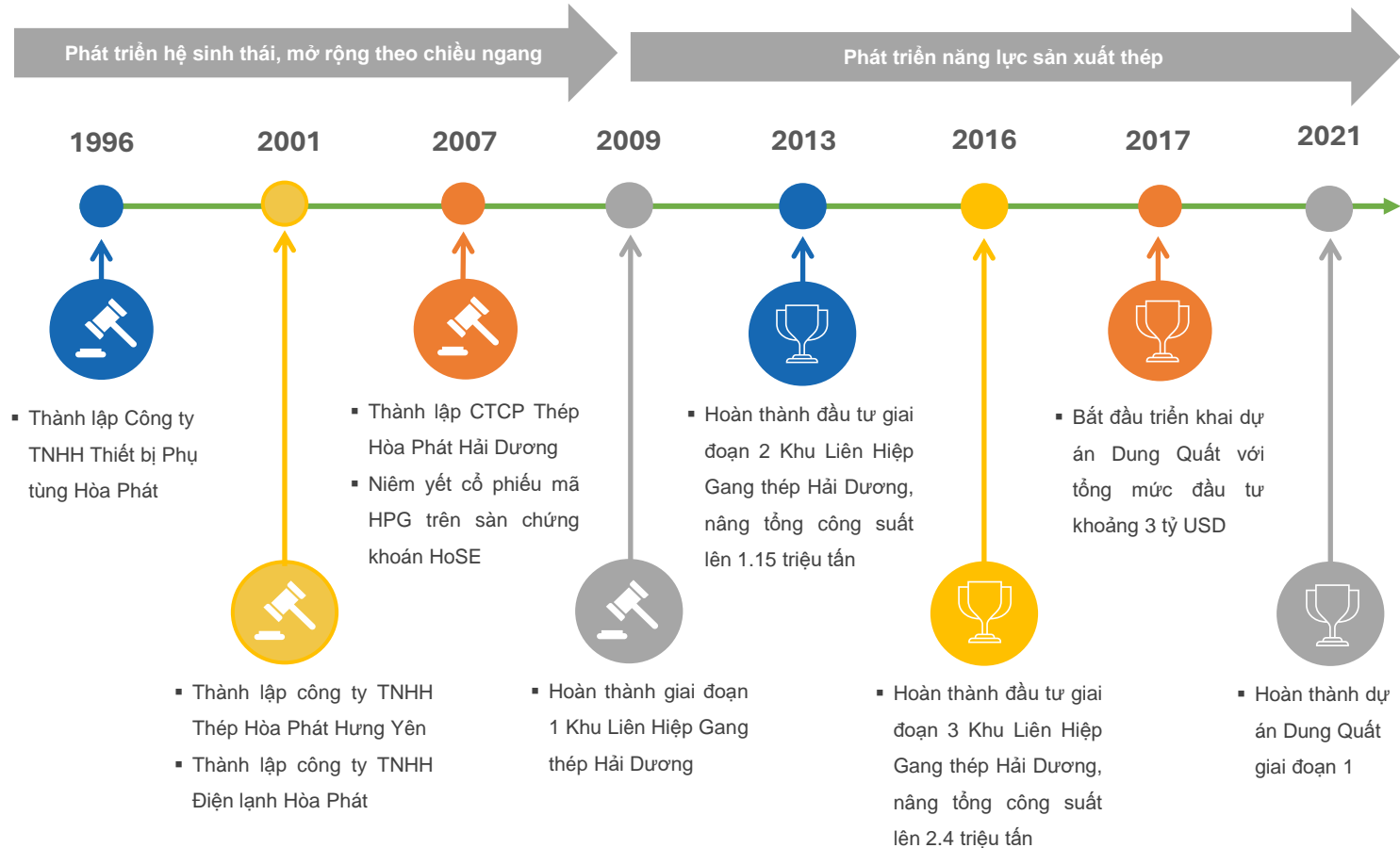
Luận điểm đầu tư:

- **Triển vọng ngắn và trung hạn:** Thị trường bất động sản nội địa hồi phục là điều kiện đủ để tăng cầu sử dụng thép trong thời gian tới. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá bán thép trong giai đoạn tới có sự hồi phục nhẹ do ảnh hưởng từ các gói kích thích tài khóa nhằm hỗ trợ thị trường bất động sản từ Chính phủ Trung Quốc. Dù nợ vay dài hạn tăng cao 221.4% svck, cơ cấu nợ của Hòa Phát vẫn đảm bảo, khả năng thanh toán ở mức cao với tỷ lệ đòn bẩy chỉ ở mức 37.2%, thấp hơn một vài doanh nghiệp khác cùng ngành.
- **Triển vọng dài hạn:** Năng lực sản xuất thép vượt trội là yếu tố cốt lõi giúp triển vọng kinh doanh của Hòa Phát tốt lên trong dài hạn. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng Hòa Phát sẽ trúng thầu dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam trong năm 2025-2027, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong 5-10 năm tới.
- **Định giá:** Hiện P/E của Hòa Phát đang ở mức 13.60. Chúng tôi đánh giá đây là mức định giá khá thấp trong bối cảnh triển vọng của doanh nghiệp trung và dài hạn tương đối khả quan.

Yếu tố cần theo dõi:

- Hiệu quả của gói kích thích kinh tế của Trung Quốc
- Sản lượng nhập khẩu và giá thép Trung Quốc; Kết quả điều tra chống bán phá giá thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ

Lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp

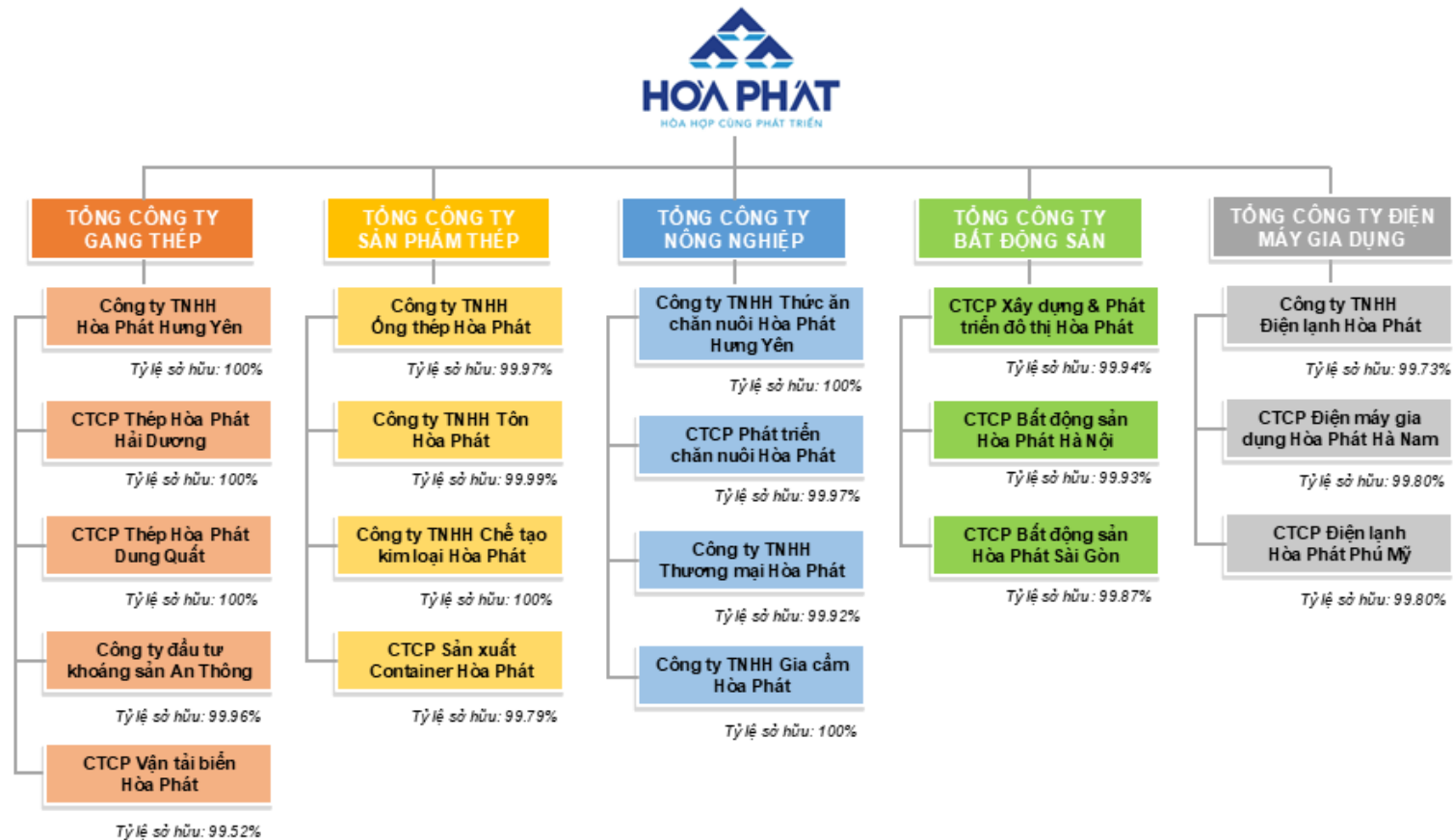


Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

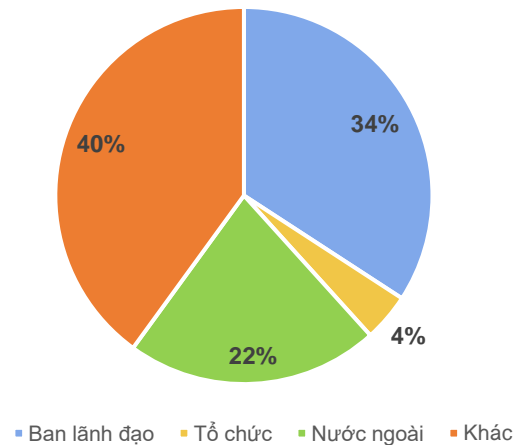
Cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp

Khối lượng cổ phiếu hiện lưu hành của HPG là khoảng 6.4 tỷ cổ phiếu. Cơ cấu sở hữu của HPG tập trung với khoảng 35% cổ phiếu do gia đình chủ tịch Trần Đình Long nắm giữ, khoảng 8% sở hữu thuộc về các lãnh đạo cấp cao khác. Tổng tỷ lệ sở hữu của các quỹ đầu tư chiếm khoảng 36%.

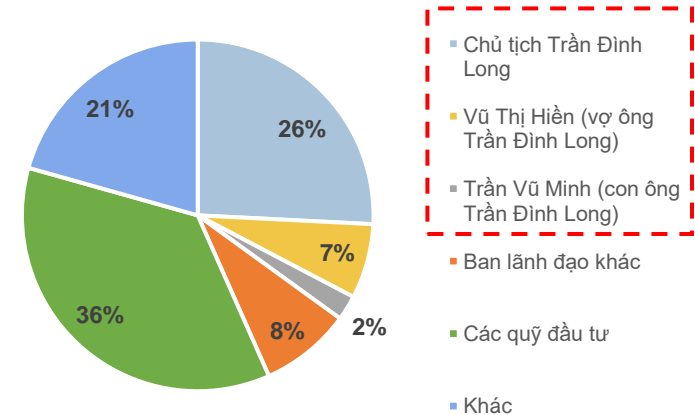
Cổ đông lớn của Hòa Phát hiện chỉ có hai người là Chủ tịch Trần Đình Long và vợ chủ tịch – bà Vũ Thị Hiền.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu sở hữu của HPG phân theo nhóm cổ đông



Cơ cấu thành phần cổ đông



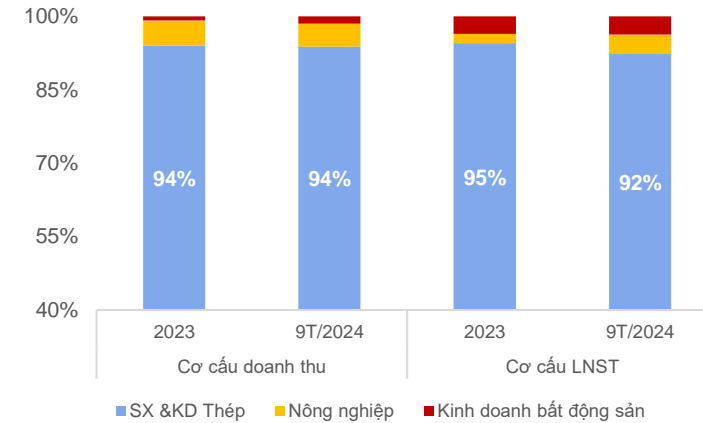
Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

Lĩnh vực hoạt động trọng tâm: 94% doanh thu đến từ sản xuất và kinh doanh thép

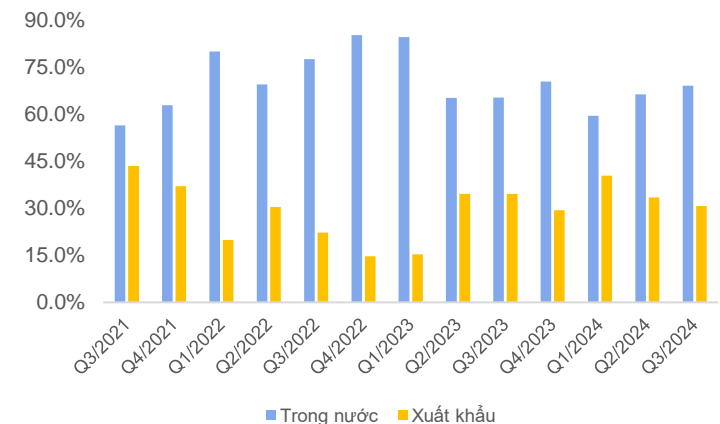
Dù hoạt động kinh doanh của Hòa Phát mở rộng ra nhiều lĩnh vực bao gồm kinh doanh thép (thép xây dựng, thép HRC, ống thép, tôn mạ và container), chăn nuôi nông nghiệp (gia súc và gia cầm), và kinh doanh bất động sản, Hòa Phát vẫn duy trì tốt hoạt động kinh doanh cốt lõi - sản xuất và kinh doanh thép và các sản phẩm từ thép - với tỷ trọng chiếm 94% tổng doanh thu của toàn tập đoàn trong năm 2023 và 9 tháng đầu năm 2024.

Về cơ cấu doanh thu theo thị trường, trong nửa đầu năm 2024 cho thấy mức tăng vượt trội đến từ hoạt động xuất khẩu thép và sản phẩm từ thép (+118.2% ave svck), từ Q3/2024, mức tăng từ hoạt động xuất khẩu giảm tốc (+6.1% svck) khiến tỷ trọng trên tổng doanh thu suy giảm do nhu cầu từ thị trường nội địa phục hồi rõ rệt hơn. Chúng tôi cho rằng trong quý 4/2024 và năm 2025, doanh thu của Hòa Phát sẽ tiếp tục được kéo bởi thị trường nội địa.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG



Cơ cấu doanh thu theo thị trường



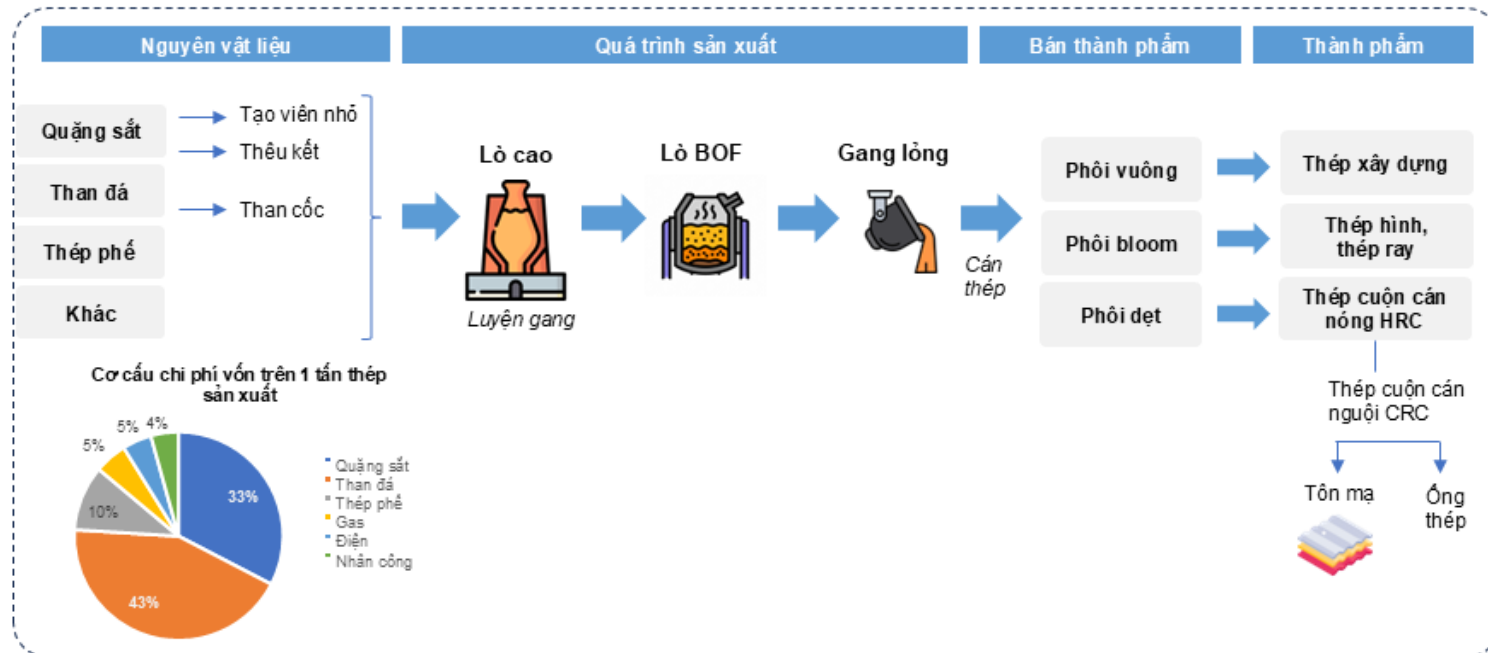
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Chuỗi giá trị sản xuất thép của Hòa Phát: phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu

Hòa Phát là một trong ba doanh nghiệp niêm yết trong nước (TIS, CBI) sử dụng công nghệ lò BOF để sản xuất thép. Đối với lò BOF, nguyên vật liệu sử dụng chủ yếu là quặng sắt và than đá. Một số nguyên vật liệu khác được sử dụng trong quá trình sản xuất bao gồm, đá vôi, thép phế, dolomit,...

- Quặng sắt: chủ yếu nhập khẩu từ Úc và Brazil – Đây là hai quốc gia xuất khẩu quặng sắt lớn nhất thế giới với tỷ trọng xuất khẩu lần lượt là 56.4% và 19%.
- Than đá, than cốc: Trung Quốc hiện là quốc gia sản xuất than cốc lớn nhất thế giới, đồng thời cũng là quốc gia nhập khẩu nhiều than cốc nhất. Chính vì vậy, nhu cầu sản xuất và tiêu thụ từ thị trường Trung Quốc tác động mạnh tới diễn biến giá của thị trường than cốc toàn cầu.
- Thép phế: chủ yếu nhập khẩu từ Nhật Bản và châu Âu.

Chuỗi giá trị khép kín của Hòa Phát



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Khả năng cạnh tranh cao trong ngành nhờ công suất lớn, thép Trung Quốc nhập khẩu vẫn là mối lo trong thời gian tới

Dù có lợi thế về năng lực sản xuất khi sử dụng công nghệ lò BOF (Basic Oxygen Furnace), chúng tôi cho rằng Hòa Phát có thể sẽ vướng phải một số rào cản nhất định khi xuất khẩu thép và các sản phẩm thép sang thị trường châu Âu trong thời gian tới do ảnh hưởng của hạn ngạch CBAM và xu thế thúc đẩy, khuyến khích doanh nghiệp ESG toàn cầu.

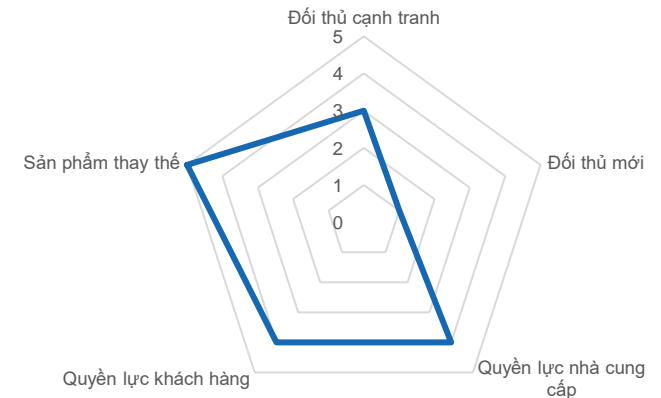
Với rào cản gia nhập ngành lớn do vốn đầu tư cao, kết hợp với vị thế hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất thép trong nước hiện tại, chúng tôi cho rằng nguy cơ từ đối thủ mới và đối thủ cạnh tranh hiện tại với Hòa Phát ở mức trung bình - thấp.

Tuy nhiên, vấn đề của doanh nghiệp nằm ở nhà cung cấp, phân phối tới khách hàng và các sản phẩm thay thế do hiện tại giá trị nhập khẩu thép giá rẻ từ Trung Quốc lớn, chiếm khoảng 63.4% tổng giá trị nhập khẩu thép trong 11 tháng đầu năm 2024.

So sánh hiệu quả hoạt động lò BOF và EAF

Các chỉ tiêu	Lò BOF	Lò EAF
Vốn đầu tư ban đầu	Cao, trung bình khoảng \$1,100/tấn thép	Thấp hơn, trung bình \$300/tấn thép
Nguyên liệu đầu vào chủ yếu	Quặng sắt, than cốc	Thép phế, điện
Mức tiêu thụ điện	Thấp	Cao
Công suất thiết kế	Lớn (100-300 tấn/mê sản xuất)	Thấp (30-150 tấn/mê sản xuất)
Mức độ ô nhiễm môi trường	Cao do sử dụng than đá	Thấp hơn
Chi phí khác	Chi phí khởi tạo sản xuất lớn, thường chạy hết công suất	Chi phí khởi tạo thấp, linh hoạt
Công năng	Sản xuất thép hàng loạt, quy mô lớn	Sản xuất thép hợp kim, tái chế phế liệu

Áp lực cạnh tranh của HPG theo mô hình 5 forces



Nguồn: Tổng cục Hải quan, NHSV Research

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

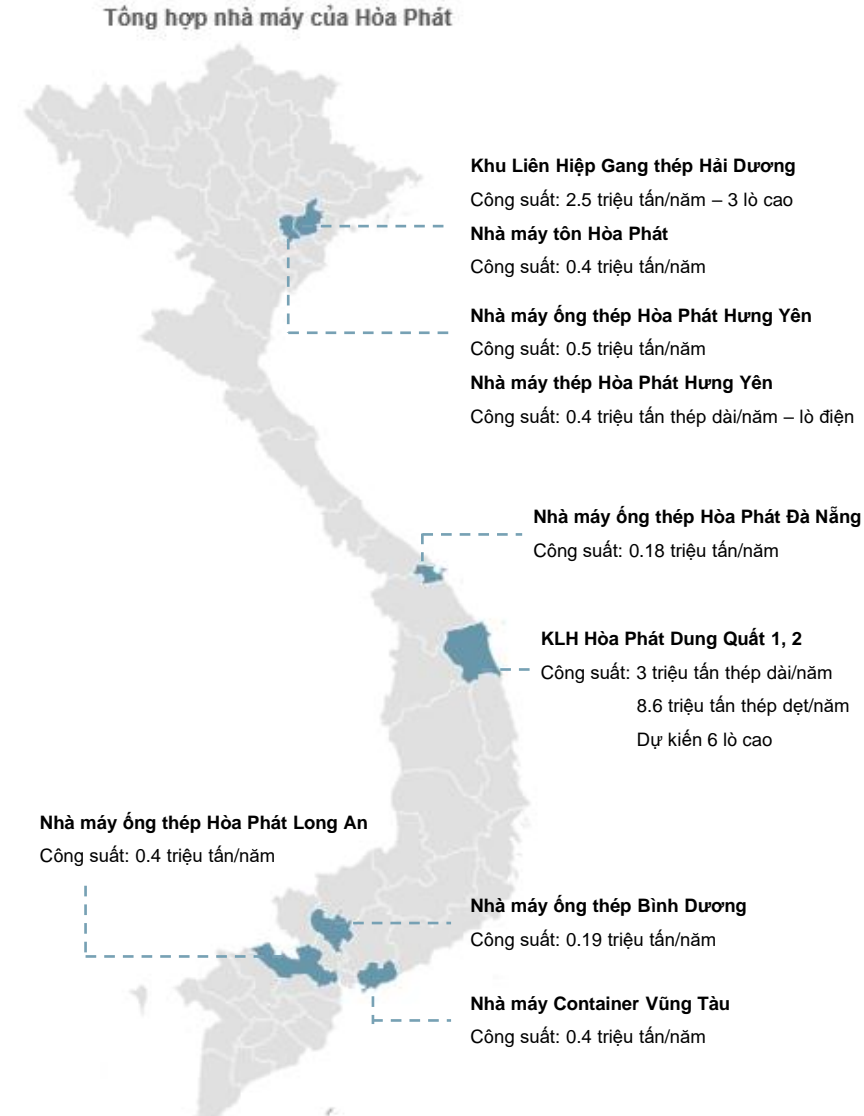
Quy mô sản xuất tăng trưởng CAGR đạt 13.9% từ 2020 - 2023

Đến cuối năm 2023, với công suất sản xuất thép thô đạt mức 8.5 triệu tấn/năm, Hòa Phát là nhà sản xuất thép lớn nhất khu vực Đông Nam Á. Ước tính đến cuối 2024, công suất sản xuất thép thô của Hòa Phát tăng nhẹ lên mức 8.9 triệu tấn thép/năm nhờ ghi nhận gia tăng từ nhà máy Dung Quất 2.

Dự kiến đến hết năm 2025, tổng công suất sản xuất thép thô của Hòa Phát tăng lên mức 14.5 triệu tấn/năm, trong đó có khoảng 8.6 triệu tấn là thép HRC, còn lại là thép xây dựng.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc xây dựng nhà máy tại các vị trí gần sông, biển cũng là một lợi thế của Hòa Phát so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ dễ dàng triển khai hoạt động giao thương, cũng như vận chuyển hàng hóa và nguyên vật liệu.

Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research

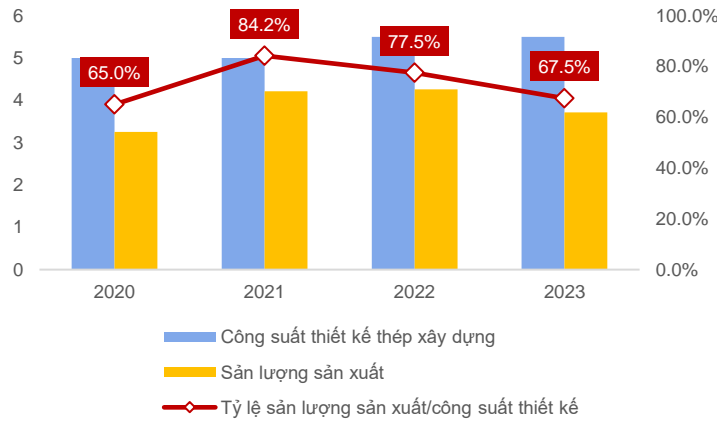


I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

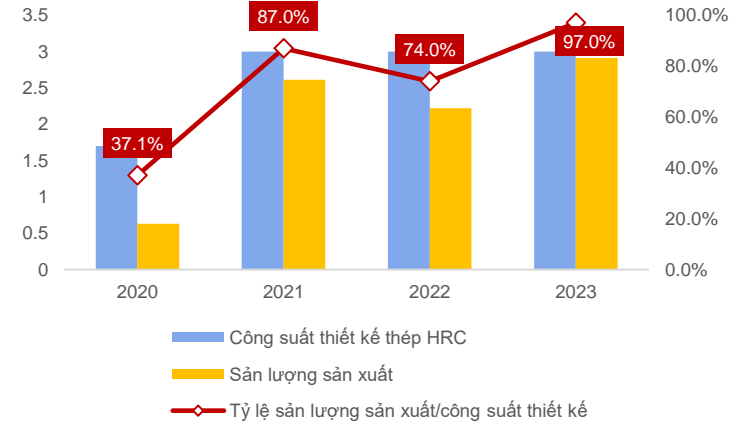
Đánh giá tổng quan hiệu quả vận hành và bán hàng thép thô của Hòa Phát

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

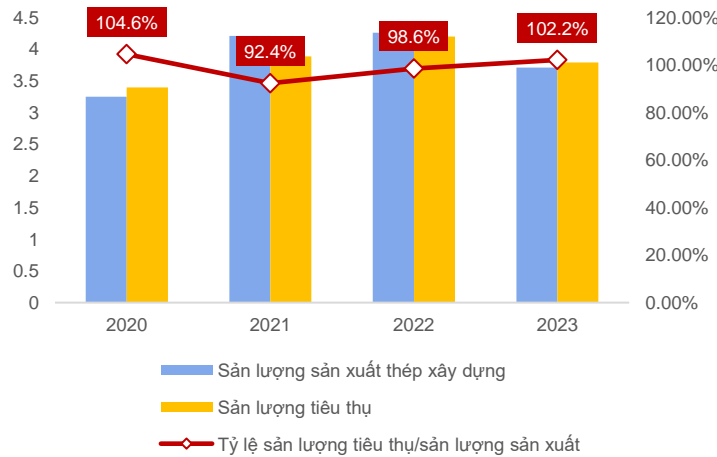
Hiệu quả vận hành nhà máy thép xây dựng HPG



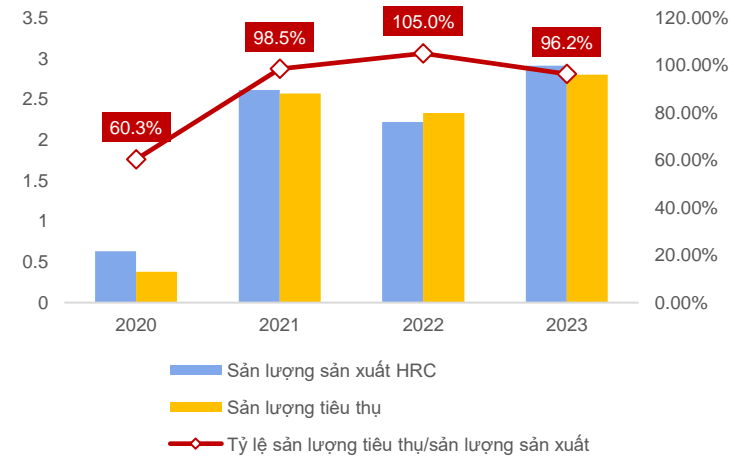
Hiệu quả vận hành nhà máy thép HRC của HPG



Hiệu quả bán hàng thép xây dựng HPG

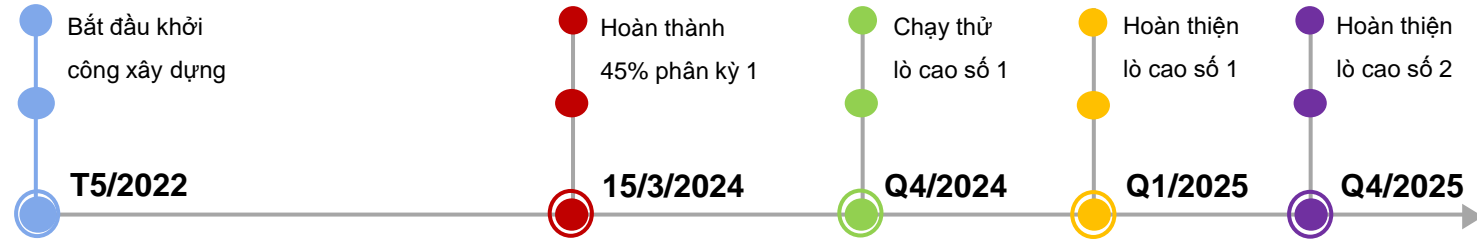


Hiệu quả bán hàng thép HRC HPG



Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, Fiiipro, NHSV Research tổng hợp

Tiến trình xây dựng nhà máy Dung Quất 2: Bám sát tiến độ mục tiêu



Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

Kể từ năm 2022, Hòa Phát bắt đầu triển khai dự án Dung Quất 2 với tổng mức đầu tư là 85,000 tỷ đồng, chia thành hai giai đoạn tương ứng với hai lò cao. Tổng công suất thiết kế của toàn dự án là 5.6 triệu tấn thép HRC/năm với thể tích mỗi lò đạt $2,500 m^3$, cao hơn nhiều so với thể tích mỗi lò của dự án Dung Quất 1 ($1,080 m^3/lò$)

Hiện nay, tiến trình triển khai xây dựng Khu liên hợp Gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 hiện vẫn đi đúng tiến độ được đề ra vào kỳ Đại hội cổ đông 2024. Dự kiến lò cao số 1 của dự án sẽ chính thức đi vào hoạt động vào quý 1/2025, lò cao số 2 hiện đã đạt khoảng trên 50% tiến độ, sẽ được hoàn thiện và đi vào hoạt động vào quý 4/2025. Theo thông tin từ phía công ty, ước tính đến hết năm 2024, Hòa Phát đã giải ngân được khoảng 85% tổng số vốn đầu tư kể từ khi bắt đầu khởi công dự án, và dự kiến sẽ phân bổ số còn lại trong hai năm 2025 và 2026.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng hợp các dòng sản phẩm chủ lực của Hòa Phát



PHÔI THÉP

Công dụng: dùng để sản xuất thép xây dựng các loại



THÉP CUỘN

Công dụng: dùng cho các công trình xây dựng (lót nền, làm cầu thang,...)



THÉP THANH

Công dụng: dùng để tạo khung sườn công trình



THÉP CUỘN CÁN NÓNG

Công dụng: dùng cho sản xuất tôn mạ, thép tấm, đóng tàu, cơ khí, làm vỏ khung ô tô,...



THÉP ĐẶC BIỆT

Công dụng (dự ứng lực): dùng để làm bê tông cốt thép cấp ứng lực, làm cầu đường, thủy lợi,...



SẢN PHẨM LIÊN QUAN

Công dụng: Chất phụ gia phát sinh trong quá trình luyện thép

Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Đầu vào: Giá nguyên vật liệu giảm mạnh trong năm 2024...

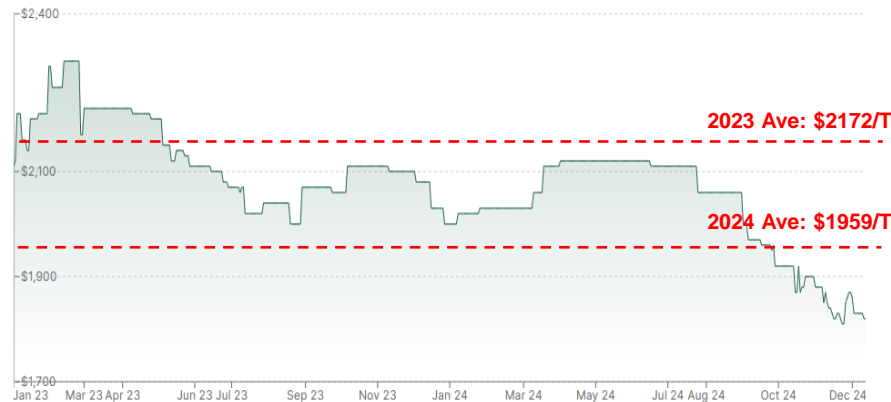
Giá quặng sắt hiện tại giảm 26.3% so với mức đỉnh đầu năm 2024, trung bình giá giảm khoảng 5% svck



Trung bình giá nguyên liệu than đá, than cốc giảm khoảng 17.5% svck



Trung bình giá thép phế thị trường châu Âu 2024 giảm khoảng 9.8% svck



Nguồn: TradingEconomics, Metaloop, NHSV Research

Từ đầu năm đến nay, giá nguyên liệu đầu vào sản xuất chính vẫn duy trì đà giảm chủ yếu do lượng cung vượt cầu yếu. Cụ thể, giá quặng sắt, giá than và giá thép phế hiện tại giảm lần lượt khoảng 26.3%, 14.6%, và 10.3% so với đầu năm.

Ước tính trong năm 2024, trung bình giá một số nguyên liệu đầu vào chính trong sản xuất thép giảm 10.2% so với cùng kỳ.

II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

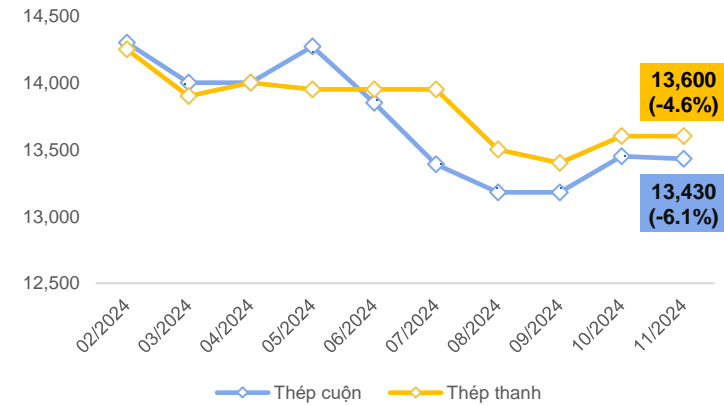
... hỗ trợ biên lợi nhuận tăng so với cùng kỳ

Việc giá nguyên vật liệu tiếp tục giảm sâu trong năm 2023 - 2024 đã hỗ trợ mạnh mẽ biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép. Cụ thể, bất chấp giá thép giảm, biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất và kinh doanh thép của Hòa Phát tăng tốt lên mức 19.7% vào quý 2 nhờ trung bình giá nguyên liệu đầu vào giảm sâu hơn mức giảm của giá thép ước tính khoảng 6%.

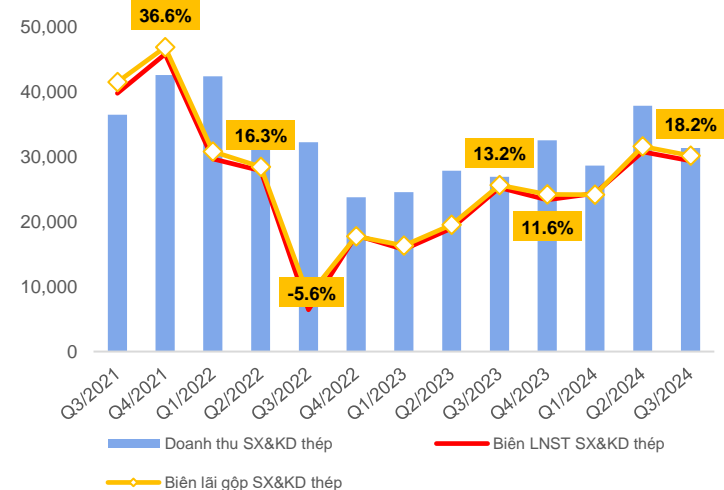
Chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu đầu vào trong ngắn hạn vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp do (1) thị trường bất động sản Trung Quốc dự kiến khó phục hồi nhanh do niềm tin và nhu cầu tiêu dùng của người dân ở mức thấp (theo *Will China's Policy stimulus be enough?* của Goldman Sachs), (2) nhu cầu sản xuất thép tại Trung Quốc sụt giảm vào các tháng cuối năm do điều kiện thời tiết bất lợi, (3) dư cung một vài nguyên vật liệu chủ chốt như than đá, than cốc và thép phế. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát vẫn duy trì triển vọng tích cực trong ngắn hạn – đầu 2025 - do giá vốn hàng tồn kho thấp.

Nguồn: Fiinpro, Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

Giá thép thanh và thép cuộn của Hòa Phát giảm so với đầu năm (VND/kg)



Doanh thu và biên lợi nhuận mảng sản xuất và kinh doanh thép



II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

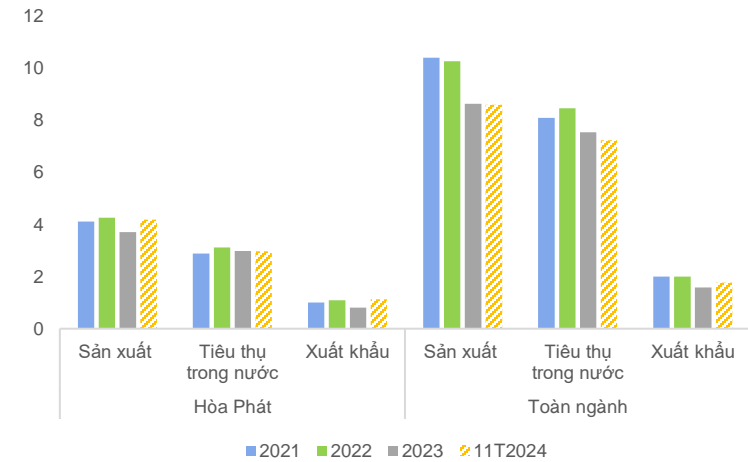
Thép xây dựng Hòa Phát dẫn đầu về thị phần trong nước và xuất khẩu

Năng lực sản xuất không ngừng cải thiện nhờ tích cực gia tăng đầu tư công nghệ sản xuất và xây dựng nhà máy, trong nhiều năm liền Hòa Phát luôn duy trì vị thế số 1 mảng sản xuất thép thô và thép xây dựng. Thị phần bán hàng thép xây dựng trong nước và thị phần xuất khẩu lần lượt là 39.5% và 51% vào năm 2023 - cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành Formosa với thị phần xuất khẩu đạt khoảng 15%.

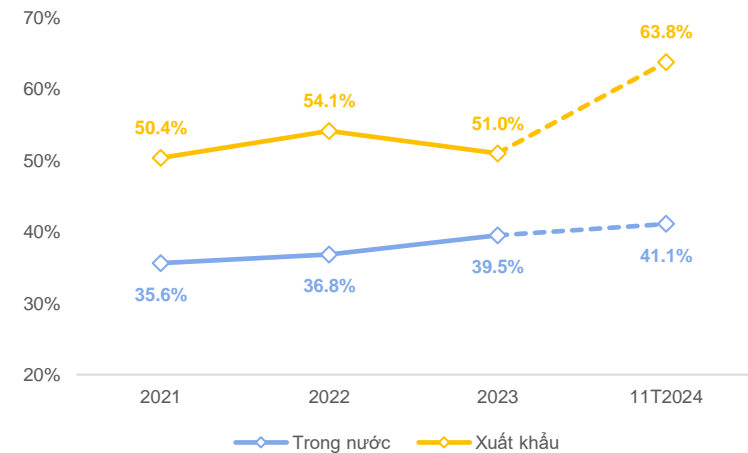
Các thị trường xuất khẩu chính của Hòa Phát bao gồm Liên minh châu Âu, Hoa Kỳ, các quốc gia thuộc ASEAN. Trong năm 2024, Hòa Phát cũng tích cực mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước châu Phi nhằm tối ưu hóa hoạt động bán hàng, giảm sự phụ thuộc vào thị trường châu Âu và Mỹ.

Nguồn: Fiinpro, Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ thép xây dựng
(Đơn vị: triệu tấn)



Thị phần thép xây dựng Hòa Phát



II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

Giá thép xây dựng bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi giá thép Trung Quốc

Với 16.2 triệu tấn sắt thép nhập khẩu từ Trung Quốc trong 11 tháng đầu năm 2024, tương đương 63.41% tổng giá trị nhập khẩu sắt thép, và tương đương 66.01% tổng sản lượng sản xuất của trong nước, thép giá rẻ từ Trung Quốc có tác động lớn tới giá bán thép và các sản phẩm từ sắt thép của các doanh nghiệp nội địa như Hòa Phát.

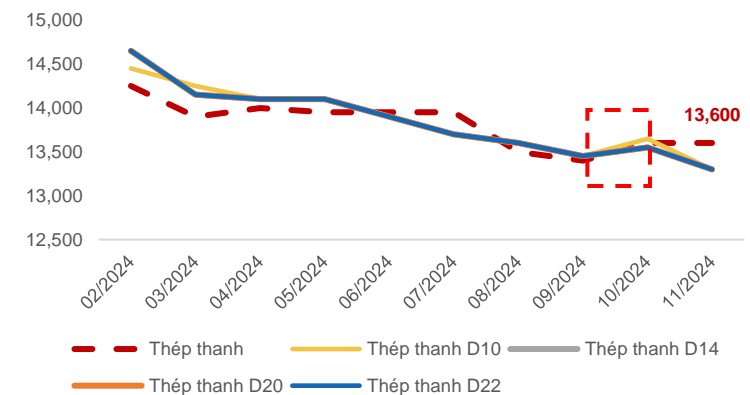
Cụ thể, từ đầu năm đến tháng 9/2024, chịu tác động từ giá thép Trung Quốc giảm mạnh (25.5%) và sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tăng cao (+37.8% svck), Hòa Phát đã liên tục điều chỉnh giảm giá bán khoảng 6%, cùng nhịp với đà giảm giá thép của Trung Quốc. Sau khi Chính phủ Trung Quốc đưa ra các gói kích thích tài khóa và tiền tệ, hỗ trợ thị trường bất động sản, giá thép Hòa Phát tăng nhẹ 1.5% rồi giao động ngang.

Nguồn: TradingEconomics, Fiiipro, NHSV Research tổng hợp

Giá thép Trung Quốc từ đầu năm tới nay (CNY/T)



Giá thép xây dựng của Hòa Phát có sự tương đồng với giá thép Trung Quốc (VND/kg)



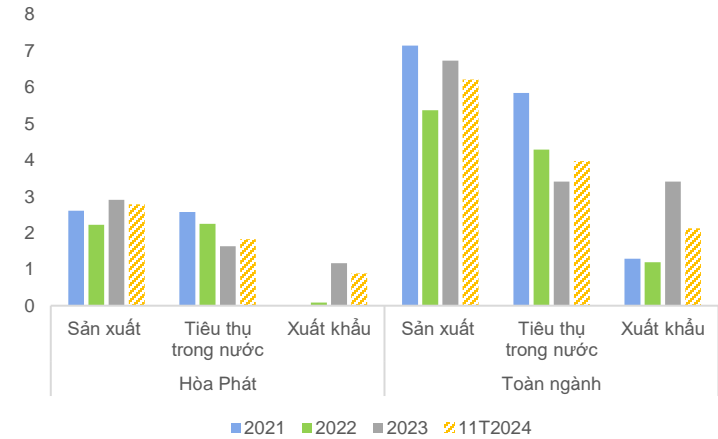
II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

Thị phần thép HRC đứng thứ 2 toàn ngành, giá thép HRC ở mức thấp

Hòa Phát bắt đầu sản xuất HRC vào năm 2020 song đã phát triển được năng lực sản xuất đáng nể. Tính lũy kế 11 tháng đầu năm 2024, sản lượng sản xuất thép HRC của Hòa Phát đạt 2.8 triệu tấn, tương đương 44.8% sản lượng toàn ngành. Thị phần tiêu thụ HRC trong nước của Hòa Phát trong 2024 giảm nhẹ so với cùng kỳ, xuống mức 46.1% chủ yếu do doanh nghiệp tập trung đẩy mạnh xuất khẩu, kéo thị phần xuất khẩu HRC của Hòa Phát tăng từ 34.2% năm 2023 lên mức 41.7% trong 11 tháng 2024.

Giá thép HRC Trung Quốc giao động ở mức thấp trong quý 4, là nguy cơ với giá bán HRC nội địa sau đợt tăng nóng vào cuối tháng 9.

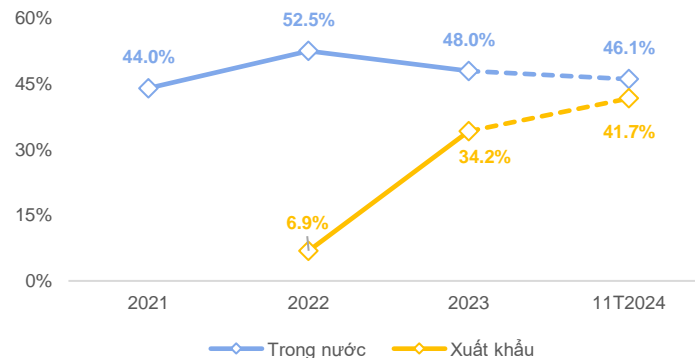
Sản lượng sản xuất và tiêu thụ HRC (triệu tấn)



Giá thép HRC Trung Quốc giao động ở mức thấp (CNY/T)



Thị phần thép HRC của Hòa Phát



Nguồn: Fiinpro, MacroMicro, NHSV Research tổng hợp

II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

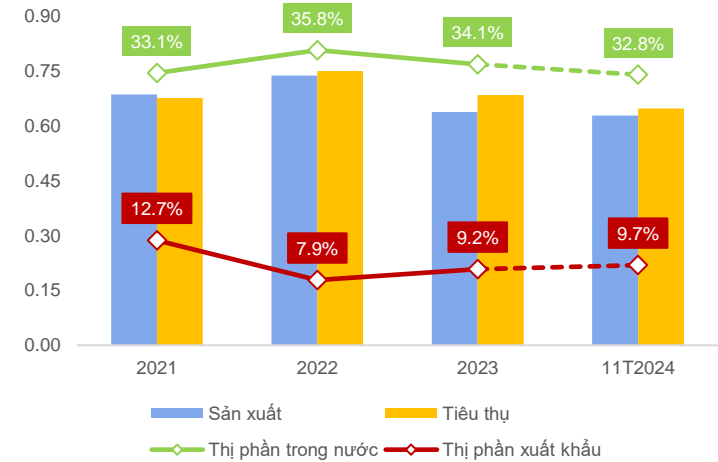
Ông thép Hòa Phát tiếp tục giữ thị phần số 1 về tiêu thụ, tôn mạ thuộc top 5

Ông thép Hòa Phát: sản lượng sản xuất và tiêu thụ ống thép đạt mức lần lượt là 628 nghìn tấn (+2.1% svck) và 647 nghìn tấn (+5.2% svck) trong 11 tháng năm 2024. Dự kiến tổng sản lượng tiêu thụ ống thép Hòa Phát trong năm nay sẽ tăng nhẹ so với cùng kỳ do thị trường bất động sản nội địa phục hồi. Thị phần tiêu thụ trong nước ống thép Hòa Phát đang có xu hướng giảm nhẹ kể từ 2023 song Hòa Phát vẫn là doanh nghiệp đứng đầu về thị phần ống thép.

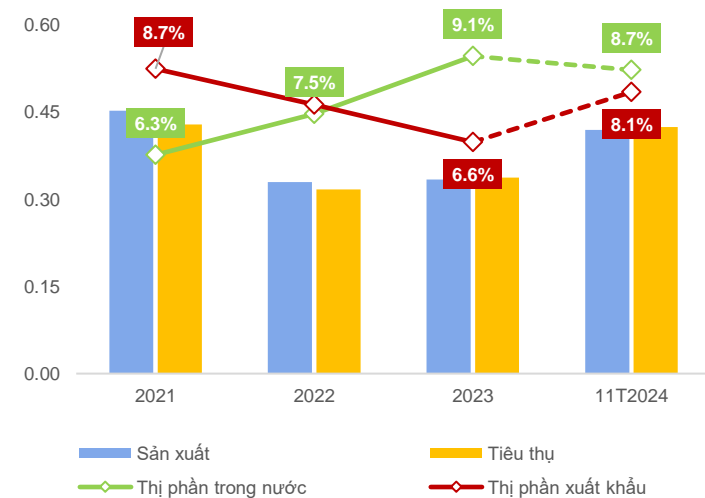
Tôn mạ Hòa Phát: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tôn mạ trong 11 tháng 2024 tăng tốt, đạt lần lượt ở mức 420 nghìn tấn (+37.7% svck) và 425 nghìn tấn (+35.8% svck) chủ yếu nhờ hoạt động xuất khẩu được đẩy mạnh. Dự kiến hoạt động xuất khẩu tôn mạ vẫn tiếp tục là điểm nhấn trong quý 4/2024. Ngoài ra, dù mảng sản xuất và kinh doanh tôn mạ trong nước của Hòa Phát được “hưởng lợi” một phần sau khi Bộ Công thương áp thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc, chúng tôi cho rằng tác động của kết quả trên không ảnh hưởng nhiều tới hoạt động kinh doanh của Hòa Phát do kinh doanh tôn mạ không phải mảng trọng yếu của Tập đoàn.

Nguồn: Fiinpro, Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

Sản lượng và thị phần ống thép HPG (Đơn vị: triệu tấn, %)



Sản lượng và thị phần tôn mạ HPG (Đơn vị: triệu tấn, %)



II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

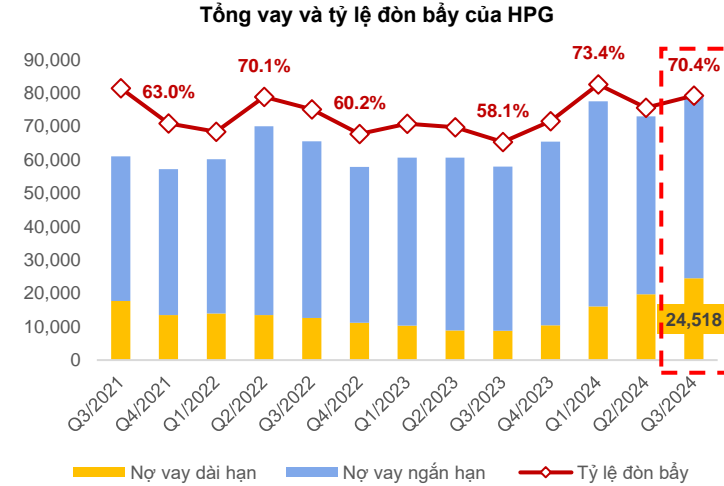
Tình hình tài chính doanh nghiệp: Nợ vay dài hạn và chi phí bán hàng tăng cao

Nợ vay dài hạn tăng trong giai đoạn thực hiện siêu dự án:

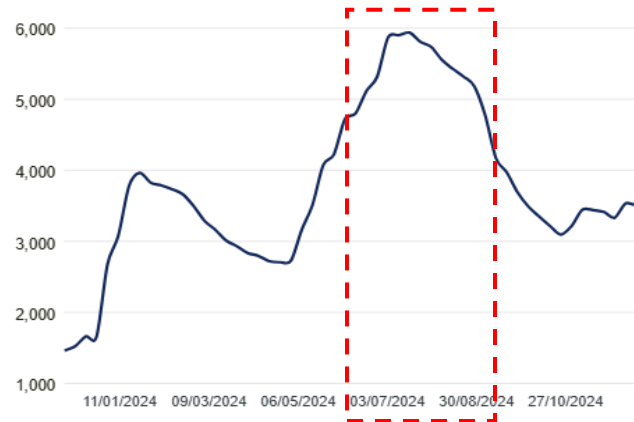
Nợ vay dài hạn của HPG tăng 180.1% so với cùng kỳ do doanh nghiệp đang đẩy mạnh các công đoạn cuối của giai đoạn 1 trong dự án Dung Quất 2 và đang song song thực hiện giai đoạn 2, dự kiến hoàn thành vào cuối năm tới.

Chi phí bán hàng tăng trong bối cảnh giá cước tăng cao:

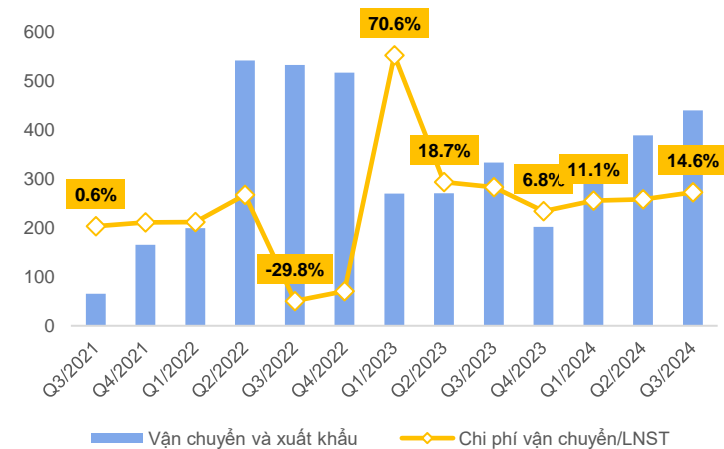
Chi phí vận chuyển và xuất khẩu của HPG đạt mức 440.1 tỷ đồng trong quý 3/2024, tăng 31.9% so với cùng kỳ chủ yếu do giá cước tăng mạnh, đạt đỉnh trong quý 3, ăn mòn biên lợi nhuận của nhiều doanh nghiệp xuất khẩu.



Giá cước thế giới lập đỉnh trong 2024 (USD/40ft)



Chi phí vận chuyển tăng cao trong 2024 (Đơn vị: Tỷ đồng, %)



Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, Drewry, NHSV Research tổng hợp

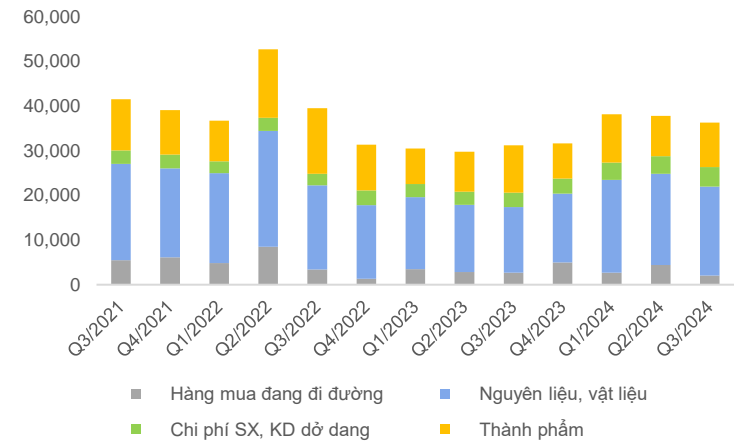
III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

Hàng tồn kho duy trì ở mức cao, là dấu hiệu tốt để tăng biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu 2025

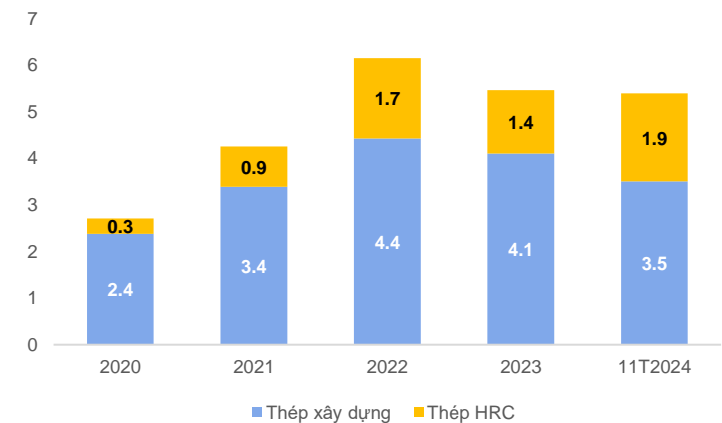
Trong quý 3/2024, tổng giá trị hàng tồn kho tăng nhẹ 0.06% so với quý trước, tương đương tăng 19.8% so với cùng kỳ. Trong đó, dù tổng công suất sản xuất thép và các sản phẩm từ thép tăng 16.1% so với cùng kỳ sau khi doanh nghiệp khôi phục lại hoạt động của 4/7 lò cao, giá trị thành phẩm giảm 5.8% so với cùng kỳ chủ yếu do sản lượng bán hàng tốt hơn trong năm 2024 và giá bán thép giảm. Giá trị tồn kho nguyên vật liệu tăng 35.4% so với cùng kỳ nhằm đón đầu xu hướng phục hồi trong năm tới.

Từ đó, trong trường hợp Hòa Phát vẫn duy trì lượng lớn hàng tồn kho ở cuối quý 4/2024, chúng tôi dự kiến trong nửa đầu 2025, biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát sẽ tăng nhẹ.

Cơ cấu giá trị hàng tồn kho của HPG (Đơn vị: tỷ đồng)



Sản lượng hàng tồn kho (Đơn vị: triệu tấn)



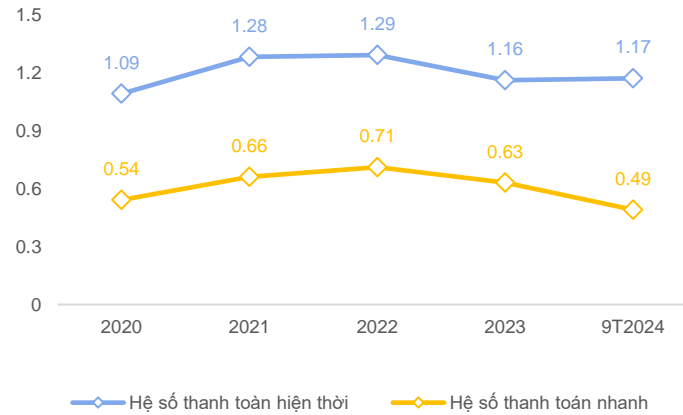
Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, Finpro, NHSV Research tổng hợp

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

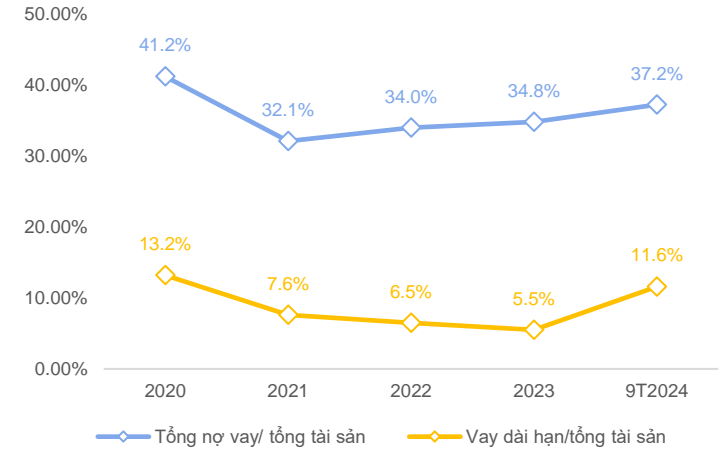
Tổng hợp một vài chỉ số tài chính khác của doanh nghiệp

III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP

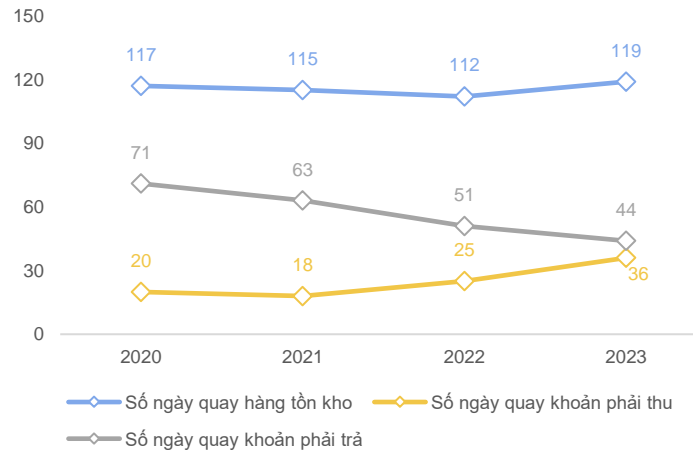
Chỉ số về khả năng thanh khoản



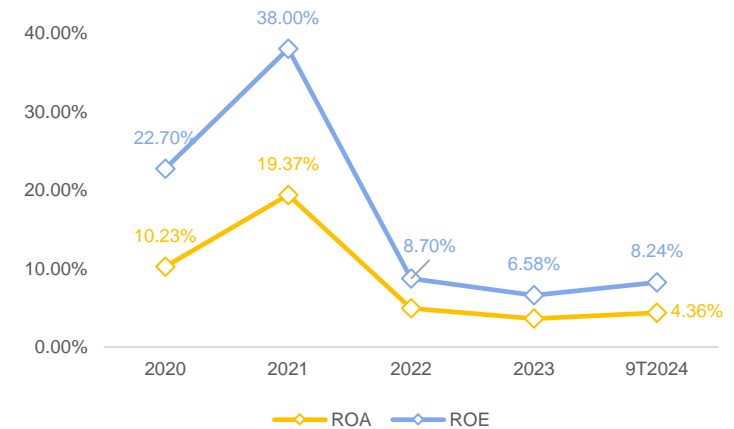
Chỉ số về cơ cấu nguồn vốn



Chỉ số hiệu suất hoạt động



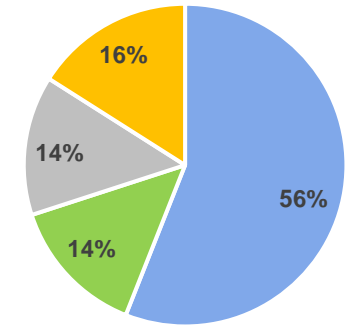
Chỉ số hiệu quả hoạt động



Triển vọng mảng thép xây dựng: Thị trường bất động sản trong nước phục hồi

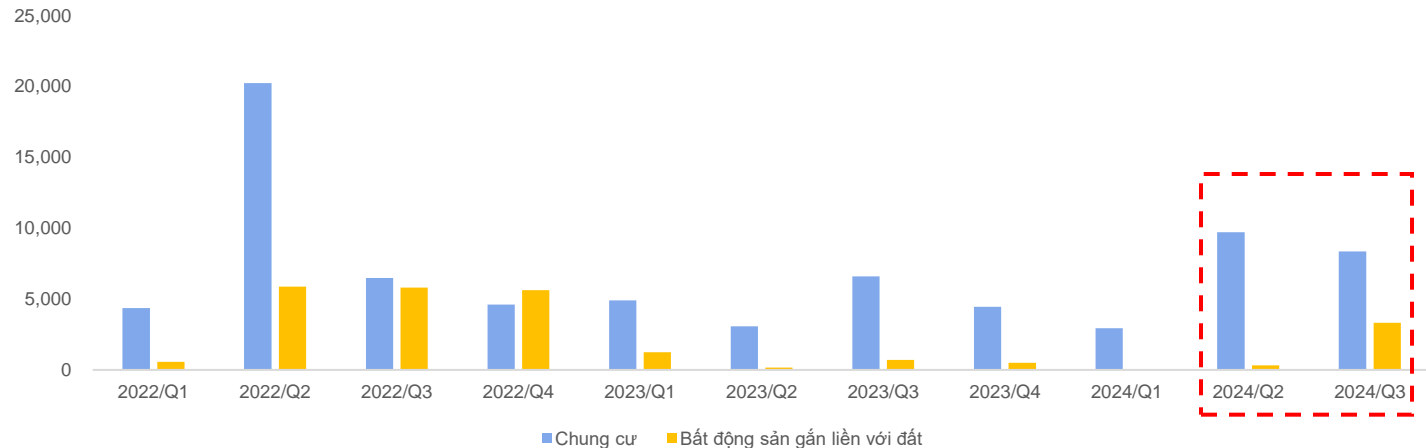
Nguồn cung bất động sản chung cư và bất động sản gắn liền với đất phục hồi từ quý 2/2024 sau một năm 2023 trầm lắng. Dự kiến trong năm 2025, thị trường bất động sản nội địa duy trì đà hồi phục nhờ (1) tăng cường tín dụng, (2) ảnh hưởng tích cực từ Luật Đất đai sửa đổi, và (3) Chính phủ tiếp tục đẩy mạnh vốn đầu tư công nhằm gia tăng sức cạnh tranh, thu hút vốn FDI chảy từ Trung Quốc. Từ đó, nhu cầu sử dụng thép trong năm 2025 dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì tích cực.

Cơ cấu tiêu thụ thép theo nhu cầu



- Xây dựng dân dụng
- Xây dựng công nghiệp
- Xây dựng hạ tầng
- Xuất khẩu

Nguồn cung bất động sản phục hồi từ quý 2/2024 (Đơn vị: căn)



Nguồn: VSA, CBRE, NHSV Research tổng hợp

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam: liệu có là cơ hội?

Vào ngày 30/11/2024, Quốc hội đã chính thức thông qua Nghị quyết chủ trương đầu tư dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam, được chia làm 3 giai đoạn. Điểm đầu của dự án là ga Ngọc Hồi (Hà Nội) và điểm cuối là ga Thủ Thiêm (TP.HCM). Một số thông số quan trọng khác của dự án được trình bày như sau:

- Thời gian thực hiện: 10 năm (2025-2035)
- Tốc độ thiết kế dự kiến: 350km/h
- Chiều dài tuyến: 1,541 km
- Số vốn đầu tư: 1,713 triệu tỷ đồng (~67 tỷ USD)
- Khổ đường ray: 1,435mm
- Khối lượng thép cần cho dự án: ~ 6 triệu tấn

Theo bảng phân loại độ khó về kỹ thuật sản xuất thép, thép ray cho tàu cao tốc xếp thứ hai về yêu cầu kỹ thuật và chất lượng sản phẩm do yêu cầu về độ sạch cao của thép, khả năng thoát cacbon thấp nhất, chất lượng bề mặt tốt, và độ dao động cường độ kép thấp,...

Hiện nay, dù công nghệ sản xuất thép của Hòa Phát đa phần là dành cho thép xây dựng với kỹ thuật đơn giản, song doanh nghiệp đã có triển khai hoạt động nghiên cứu kỹ thuật, công nghệ sản xuất trong 2-3 năm qua. Từ đó, **chúng tôi tin rằng Hòa Phát có thể làm chủ được công nghệ sản xuất thép ray và cung cấp đủ 6 triệu tấn thép ray chất lượng cao và thép chịu ứng lực cường độ cao cho siêu dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam.**

3 giai đoạn của dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam



Tuyến đường sắt tốc độ cao Bắc Nam



Nguồn: Nghị quyết số 172/2024/QH15, NHSV Research tổng hợp

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng mảng thép HRC: Bao giờ mới đánh thuế thép nhập khẩu?

Tháng 3/2024: Hòa Phát và Formosa Hà Tĩnh đã nộp hồ sơ lên Cục Phòng vệ Thương mại (Bộ Công Thương) đề nghị điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ.



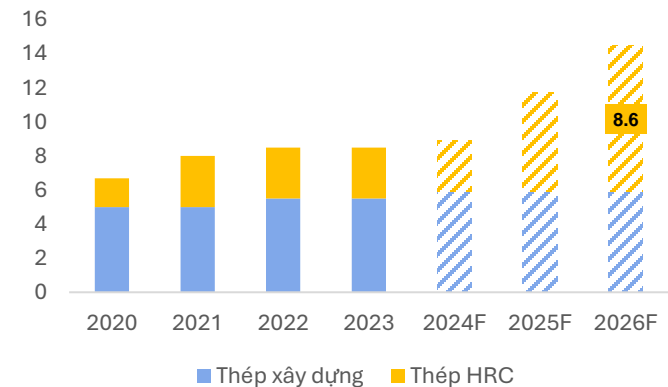
Ngày 26/7: Bộ Công Thương quyết định tiến hành điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá với một số sản phẩm thép cuộn cán nóng nhập khẩu từ Ấn Độ và Trung Quốc

Có thể Bộ Công thương sẽ không đánh thuế nhập khẩu HRC...: Hiện nay vẫn chưa có kết quả cuối cùng của Bộ Công thương về quá trình điều tra chống bán phá giá đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng Bộ Công thương sẽ áp thuế nhập khẩu chống bán phá giá lên hai thị trường trên là trung bình thấp. Nguyên nhân củng cố cho luận điểm trên là do chênh lệch cung cầu. Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ thép của người Việt đạt khoảng 13.7 triệu tấn trong năm 2023, trong khi tổng sản lượng sản xuất HRC của HPG và Formosa chỉ đạt 6.7 triệu, tương đương 49% tổng cầu. Trong trường hợp đánh thuế nhập khẩu lên thép HRC Ấn Độ và Trung Quốc, HPG và Formosa sẽ là hai doanh nghiệp độc quyền sản xuất HRC, giá thép HRC nội địa tăng lên sẽ khiến nhiều doanh nghiệp hạ nguồn chịu thiệt hại.

...song triển vọng thép HRC của HPG vẫn còn dài phía trước.

Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn đưa ra triển vọng tích cực đối với mảng sản xuất và kinh doanh thép HRC của Hòa Phát do năng lực sản xuất HRC của Hòa Phát dự kiến sẽ đạt mức 8.6 triệu tấn/năm, tương đương khoảng 63.7% tổng cầu sau khi hoàn thành dự án Dung Quất 2 vào cuối năm 2025. Từ đó, dự kiến thị phần HRC của Hòa Phát sẽ còn tăng trong trung và dài hạn. Ngoài ra, việc vươn xa trong quy mô và năng lực cũng là một lợi thế nhằm gia tăng sức cạnh tranh của HPG đối với các sản phẩm thép HRC giá rẻ từ Trung Quốc.

Năng lực sản xuất thép dự kiến của HPG (triệu tấn)



Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, NHSV Research tổng hợp

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng hợp phòng vệ thương mại quốc tế đối với các sản phẩm thép có trong danh mục sản phẩm của Hòa Phát

Ngày	Nội dung	Bên yêu cầu	Ngày đưa ra kết luận cuối cùng	Ảnh hưởng
10/10/2024	Malaysia khởi xướng điều tra chống bán phá giá đối với mặt hàng thép dây từ Trung Quốc, Indonesia, Việt Nam	Công ty thép Southern Steel Berhad - Malaysia	N/a	Đang theo dõi...
25/09/2024	Hoa Kỳ điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp với thép CORE nhập khẩu từ Việt Nam	Hoa Kỳ	N/a	Đang theo dõi...
14/08/2024	Ấn Độ điều tra chống bán phá giá đối với thép cuộn cán nóng của Việt Nam	JSW Steel Limited and ArcelorMittal Nippon Steel India Limited	N/a	Đang theo dõi...
08/08/2024	EU khởi xướng điều tra chống bán phá giá thép cán nóng có xuất xứ từ Ai Cập, Ấn Độ, Nhật Bản, Việt Nam	Hiệp hội châu Âu	N/a	Trong trường hợp bị đánh thuế CBPG lên sản phẩm thép cuộn cán nóng, hoạt động xuất khẩu với thép HRC có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do EU là một trong những thị trường trọng điểm của Hòa Phát
08/03/2024	CBSA (Canada) khởi xướng điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá với mặt hàng dây thép có xuất xứ từ Trung Quốc, Ai Cập, Việt Nam	Ivaco Rolling Mills 2004 LP - Canada	13/09/2024	Mức thuế đối với hai công ty con của Hòa Phát – Hòa Phát Dung Quất và Hòa Phát Hải Dương – lần lượt là 17.7% và 13.5%

Nguồn: Cục Phòng vệ Thương mại, NHSV Research tổng hợp

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

V. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH & ĐỊNH GIÁ

Chi tiêu	2022	2023	2024 E	2025 F	Ghi chú
Doanh thu thuần	141,409	118,953	138,296	155,564	Dự kiến doanh thu thuần tăng 16.3% chủ yếu do sự phục hồi từ thị trường bất động sản khiến nhu cầu thép xây dựng nội địa
Doanh thu sản xuất và kinh doanh thép	134,011	111,869	129,496	147,291	tăng dù giá thép giảm. Dự kiến trong 2025, doanh thu thuần từ mảng bán thép tăng tích cực hơn về cả lượng và giá
Giá vốn hàng bán	(124,646)	(106,015)	(114,825)	(130,000)	Giá vốn hàng bán dự kiến tăng trong 2025 do nhu cầu sản xuất thép tăng khiến giá nguyên vật liệu tăng nhẹ
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	23,471	25,564	
Chi phí bán hàng	(2,666)	(1,961)	(2,766)	(3,111)	Chi phí bán hàng tăng trong 2024 do gia tăng sản xuất và giá cước ở mức cao.
Chi phí QLDN	(1,019)	(1,307)	(1,520)	(1,710)	Chi phí quản lý doanh nghiệp dự kiến tăng khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào vận hành
Lợi nhuận sau thuế	8,446	6,800	15,155	16,559	
Tổng tài sản	170,336	187,783	219,107	224,818	Tổng tài sản tăng cao chủ yếu đến từ khoản mục tài sản cố định
Tổng nợ	74,223	84,946	101,118	90,841	Nợ vay tăng trong giai đoạn triển khai dự án Dung Quất 2
Vốn chủ sở hữu	96,113	102,837	118,067	134,167	
EPS (VND/CP)	1,642	1,169	2,699	2,614	
EBITDA	19,838	16,431	26,267	27,798	
Tăng trưởng doanh thu	-5.5%	-15.9%	16.3%	12.5%	
Biên lợi nhuận gộp	11.9%	10.9%	17.0%	16.4%	
Biên lợi nhuận	6.0%	5.7%	11.0%	10.6%	
ROE	8.8%	6.6%	12.8%	12.3%	
ROA	5.0%	3.6%	6.9%	7.4%	

Giá mục tiêu của HPG là 33,800 đồng/cp, upside +30.5% từ mức 25,900 đồng/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của Tập đoàn Hòa Phát (HPG) với giá mục tiêu là khoảng **33,800 đồng/cổ phiếu** (+30.5% từ mức giá 25,900 đồng/cổ phiếu ngày 13/01/2025) bằng việc sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và P/E với tỷ trọng 70-30.

STT	Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá
1	P/E	30%	37,800
2	FCFF	70%	32,100
Trung bình giá			33,800

Chiết khấu FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	12.3%
Ước tính tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	236,330
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	34,429
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	65,381
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ VNĐ)	35
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	205,413
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	6,396
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	~32,100

V. DỰ PHÓNG
KẾT QUẢ KINH
DOANH &
ĐỊNH GIÁ

Dự phóng báo cáo tài chính Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

BÁO CÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần	118,953	138,296	155,564
Giá vốn bán hàng	(106,015)	(114,825)	(130,000)
Lợi nhuận gộp	12,938	23,471	25,564
Chi phí bán hàng	(1,961)	(2,766)	(3,111)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,307)	(1,520)	(1,710)
Lợi nhuận thuần HĐKD	9,669	19,185	20,743
Thu nhập tài chính	3,173	3,718	3,921
Chi phí tài chính	(5,192)	(5,445)	(5,611)
Thu nhập khác	772	814	819
Chi phí khác	(630)	(687)	(658)
Thu nhập từ công ty liên doanh liên kết	-	-	-
Thu nhập trước thuế	7,793	17,584	19,214
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(992)	(2,430)	(2,655)
Lợi nhuận sau thuế	6,800	15,155	16,559
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	(35)	(76)	(109)
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ	6,766	15,079	16,450

CHỈ SỐ CHÍNH VỀ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

	2023	2024E	2025F
Biên lợi nhuận gộp	10.9%	17.0%	16.4%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	8.1%	13.9%	13.3%
Biên lợi nhuận sau thuế	5.7%	11.0%	10.6%
YoY doanh thu thuần	-15.9%	16.3%	12.5%
YoY lợi nhuận sau thuế	19.5%	122.9%	9.3%
Vòng quay hàng tồn kho	3.1 x	2.8 x	3.1 x
Nợ vay dài hạn/tổng tài sản	5.5%	11.3%	8.8%
Tổng nợ vay/ tổng tài sản	34.8%	38.5%	32.5%
ROA	3.62%	6.92%	7.4%
ROE	6.61%	12.84%	12.3%
EPS	1,169	2,699	2,614
BVPS	17,685	18,459	19,069

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2023	2024E	2025F
Tổng tài sản	187,783	219,107	224,818
Tài sản ngắn hạn	82,716	89,462	94,137
Tiền, tương đương tiền và ĐTNH	34,429	34,574	38,891
Các khoản phải thu	10,702	10,798	10,229
Hàng tồn kho	34,505	41,009	41,936
Tài sản lưu động khác	3,081	3,081	3,081
Tài sản dài hạn	105,066	129,645	130,682
Các khoản phải thu dài hạn	1,881	1,881	1,881
Tài sản cố định	71,998	66,903	94,476
Bất động sản đầu tư	594	558	522
Tài sản dở dang dài hạn	26,099	55,849	29,349
Đầu tư tài chính dài hạn	40	-	-
Tài sản dài hạn khác	4,454	4,454	4,454
Tổng nguồn vốn	187,783	219,107	224,818
Nợ ngắn hạn	71,514	75,510	70,192
Phải trả người bán	12,388	10,970	11,120
Chi phí phải trả ngắn hạn	477	561	477
Vay ngắn hạn	54,982	59,551	53,338
Nợ ngắn hạn khác	3,667	4,429	5,257
Nợ dài hạn	13,433	25,530	20,459
Vay dài hạn	10,399	24,820	19,749
Nợ dài hạn khác	709	709	709
Phải trả người bán dài hạn	2,324	-	-
Vốn chủ sở hữu	102,837	118,067	134,167
Vốn cổ phần	58,148	63,963	70,359
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212
Quỹ đầu tư phát triển	818	1,449	1,185
Lãi chưa phân phối	40,593	49,302	59,160
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	66	142	251



Trụ sở chính

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.