

**Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG)**

**Trung lập (từ Khả quan)**

**Thép**

Giá hiện tại	VND26.900
Cao/thấp nhất 52 tuần	VND29.600/24.182
Giá mục tiêu	VND29.200
Giá mục tiêu trước đó	VND30.000
Consensus	-13,5%
Tiềm năng tăng giá	8,6%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	8,6%

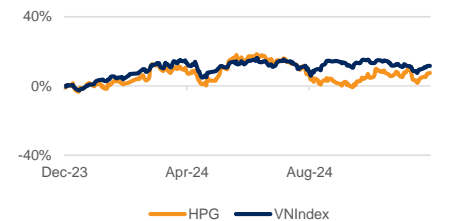
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	6.750,6
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	19,7
Sở hữu NN còn lại (tr USD)	1.853,0
Số CP lưu hành (tr)	6.396,3
Số CP sau pha loãng (tr)	6.396,3

	HPG	Ngành	VNI
P/E trượt	13,9x	13,9x	13,1x
P/B hiện tại	1,5x	0,9x	1,7x
ROA	3,8%	2,5%	2,1%
ROE	11,5%	3,7%	12,5%

\*dữ liệu ngày 4/12/2024

**Diễn biến giá cổ phiếu**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Cổ phiếu phổ thông	1,3%	5,5%	10,0%
Tương quan index	-0,3%	-2,5%	13,5%

**Vốn chủ sở hữu**

Trần Đình Long	26,1%
Vũ Thị Hiền	7,3%
Khác	66,6%

**Tổng quan doanh nghiệp**

HPG là doanh nghiệp sản xuất thép lớn nhất và tích hợp toàn diện chuỗi sản xuất duy nhất tại Việt Nam, được biết đến rộng rãi với danh mục sản phẩm thép chất lượng cao như thép xây dựng, HRC và ống thép. Công ty có lợi thế về quy mô sản xuất cũng như vị trí gần cảng tại Dung Quất. Ngoài sản xuất thép, HPG cũng hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và nông nghiệp có tiềm năng tăng trưởng tốt.

**Chuyên viên phân tích**



**Nguyễn Quỳnh Phương**

phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

**Giá thép thế giới sẽ tiếp tục gặp khó khăn**

- Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ KHẢ QUAN sang TRUNG LẬP với tiềm năng tăng giá 9%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 3% về 29.200 VNĐ trong khi giá cổ phiếu đã tăng 7% từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi kì vọng lợi nhuận ròng sẽ đạt tỉ lệ tăng trưởng kép hàng năm 21% trong hai năm tới khi sản lượng HRC tăng nhờ đóng góp từ Dung Quất 2.
- Chúng tôi hạ mức giá mục tiêu theo P/B và P/E mục tiêu về lần lượt 1,4x và 13,0x bởi kì vọng giá thép thế giới sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn.

**Điểm nhấn tài chính**

- HPG đã giải ngân 52.500 tỷ đồng cho dự án Dung Quất 2 với 24.000 tỷ đồng đến từ nợ dài hạn. Tổng đầu tư tài sản cố định cho dự án là 70.000 tỷ đồng với khoảng 50% nguồn vốn đến từ vay nợ.
- Doanh thu Q3/24 tăng 19% svck, đạt 34.000 tỷ đồng nhờ doanh thu thép tăng 17% và tổng doanh thu bất động sản và nông nghiệp tăng mạnh 64% (đóng góp 8% vào tổng doanh thu Q3/24).
- Lợi nhuận ròng Q3/24 tăng mạnh 51% svck lên 3.000 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng 2024, lợi nhuận ròng tăng 139% từ nền thấp của năm ngoái, đạt 76% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Luân điểm đầu tư**

**Giá thép thế giới sẽ gặp khó khăn do thị trường BDS Trung Quốc suy yếu**

Việc chính phủ Trung Quốc mong muốn chuyển dịch động lực tăng trưởng kinh tế khỏi lĩnh vực bất động sản tạo cơ sở để chúng tôi tin rằng khả năng chính phủ Trung Quốc tiếp tục bơm tiền vào lĩnh vực này là thấp. Đồng thời, Mỹ đã đưa ra các cáo buộc về việc Canada và Mexico đang đóng vai trò là cửa sau vào thị trường Mỹ của hàng giá rẻ từ Trung Quốc. Nếu Tổng thống đắc cử Donald Trump áp thuế nhập khẩu lên hàng nhập từ Canada, Mexico và Trung Quốc, các nhà sản xuất thép Trung Quốc nhiều khả năng sẽ giảm xuất khẩu sang các nước này. Khi đó, các công ty này có thể sẽ chuyển hướng xuất khẩu qua các khu vực khác như ASEAN và Ấn Độ, dẫn đến một lượng lớn thép Trung Quốc đi vào Việt Nam, tiếp tục làm tệ đi một xu hướng vốn đã đáng lo ngại.

**Áp thuế lên thép nhập khẩu, nếu thực hiện có thể hỗ trợ thị trường trong nước**

Dựa trên quan điểm giá thép sẽ tiếp tục gặp áp lực, chúng tôi cho rằng việc áp thuế lên thép nhập khẩu nếu thực hiện sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp thép trong nước cạnh tranh với mức giá giai đoạn khủng hoảng của thép từ Trung Quốc.

**Sản lượng bán thép sẽ tăng 21% trong 2025 khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động**

Trong năm 2025, ban lãnh đạo kì vọng Dung Quất 2 khởi động lò cao đầu tiên và vận hành với hiệu suất 60%, theo đó, chúng tôi kì vọng sản lượng bán hàng sẽ tăng trưởng 21% khi doanh số HRC tăng 55% đạt 4,6 triệu tấn.

**Định giá doanh nghiệp có thể tiếp tục giảm trong bối cảnh giá thép kì vọng giảm**

Xu hướng của giá thép thường có sự đồng pha hơn với xu hướng của các chỉ số định giá so với tăng trưởng lợi nhuận. Do đó, dù chúng tôi kì vọng lợi nhuận ròng của HPG tăng 21% trong hai năm tới, định giá doanh nghiệp khả năng sẽ tiếp tục bị hạ xuống khi giá thép được kì vọng sẽ tiếp tục gặp khó khăn.

Chỉ số tài chính	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-16%	15%	12%	14%
Biên LN góp	11%	14%	15%	14%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.835	12.167	14.624	17.689
Tăng trưởng LN ròng	-19%	78%	20%	21%
Biên LN ròng	6%	9%	10%	10%
P/E	24,6	13,5	11,7	9,6
P/B	1,6	1,5	1,3	1,2
ROAE	7%	12%	13%	14%
Nợ/VCSH ròng	0,3	0,4	0,4	0,2

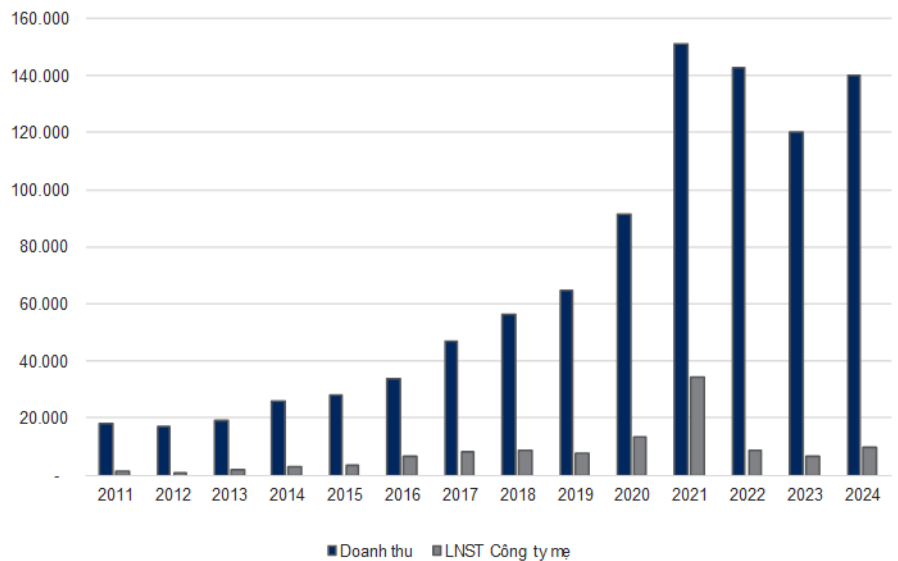
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam. Hiện nay, Tập đoàn hoạt động trong 5 lĩnh vực: Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng) – Sản phẩm thép (ống thép, thép mạ kẽm, thép dây cán nóng, vỏ container và thép dự ứng lực) – Nông nghiệp – Bất động sản – Điện máy gia dụng.

Sản xuất thép là lĩnh vực cốt lõi, chiếm tỷ trọng 90% doanh thu và lợi nhuận của Tập đoàn. Với công suất trên 8,5 triệu tấn thép thô/năm, Hòa Phát là nhà sản xuất thép lớn nhất khu vực Đông Nam Á. Tập đoàn nắm giữ thị phần số 1 Việt Nam về thép xây dựng, ống thép, top 5 nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam.

**Hình 1: Doanh thu & LNST HPG (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tính đến nay, Hòa Phát đang vận hành 2 nhà máy thức ăn chăn nuôi tại Hưng Yên và Đồng Nai với tổng công suất đạt gần 600.000 tấn/năm. Công ty đầu tư phát triển đa dạng các dòng sản phẩm phù hợp cho gia súc – gia cầm, mạng lưới khách hàng rộng khắp các tỉnh miền Bắc – Trung – Nam.

Về bất động sản khu công nghiệp (KCN), Hòa Phát hiện sở hữu và vận hành 3 KCN, bao gồm: KCN Phố Nối A có quy mô 688 ha (Hưng Yên), KCN Hòa Mạc – 131 ha (Hà Nam), KCN Yên Mỹ II – 313 ha (Hưng Yên). Tổng quỹ đất KCN được phê duyệt quy hoạch là 1.133 ha.

**Hình 2: Tình hình đầu tư các dự án lớn**

Mảng	Dự án chính	Địa điểm chính	Tổng vốn đầu tư	Tiến độ dự án
Thép	Khu liên hợp Dung Quất 2	Quảng Ngãi	85 nghìn tỷ đồng	Khởi công từ 2022, dự kiến đi vào hoạt động năm 2025
Container	Nhà máy sản xuất Container	Bà Rịa - Vũng Tàu	3 nghìn tỷ đồng	Đang dần đi vào hoạt động
Bất động sản	Dự án Khu đô thị Bắc Phố Nối	Hưng Yên	6,5 nghìn tỷ đồng	Chuẩn bị thủ tục pháp lý
Phức hợp	Thép, Cảng, BĐS Khu công nghiệp	Phú Yên	120 nghìn tỷ đồng	Đã ký biên bản ghi nhớ về nghiên cứu đầu tư

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD Q3/24: Mảng thép xây dựng phục hồi từ mức thấp

Hình 3: KQKD Q3/24

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/23	svck	9T24	9T23	svck	Dự phóng 2024	9T24 sv dự phóng 2024
Doanh thu	33.956	28.484	19%	105.329	85.126	24%	137.580	76,6%
Thép	31.355	26.900	17%	98.713	79.851	24%	127.105	77,7%
Nông nghiệp	1.833	1.519	21%	5.511	4.622	19%	7.188	76,7%
Bất động sản	768	64	1100%	1.601	654	145%	2.000	80,1%
Lợi nhuận gộp	4.731	3.595	32%	14.133	8.466	67%	18.664	75,7%
Chi phí BH&QLDN	(1.042)	(879)	19%	(3.135)	(2.508)	25%	(4.079)	76,9%
Thu nhập tài chính ròng	(304)	(588)	-48%	(1.033)	(1.623)	-36%	(1.585)	65,2%
LN trước thuế	3.412	2.174	57%	10.407	4.408	136%	13.644	76,3%
LN ròng	3.023	2.005	51%	9.213	3.862	139%	12.167	75,7%
Biên LN gộp	13,8%	12,5%	1,3 điểm %	13,4%	9,9%	3,5 điểm %	14,7%	
Biên LN thuần	8,8%	7,0%	1,8 điểm %	8,7%	4,5%	4,2 điểm %	9,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

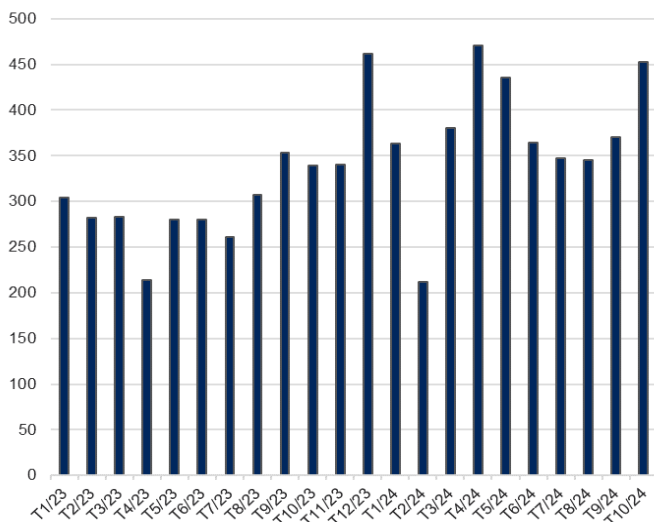
### Thép xây dựng thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bán thép 9T24 lên 29% svck

Trong Q3/24 doanh số thép thô tăng 17% svck, đạt khoảng 2 triệu tấn khi doanh số thép, không bao gồm doanh số HRC nội bộ, tăng 15% svck lên 2,04 triệu tấn.

Trong 9T24, doanh số thép thô tăng 32% svck đạt 6,1 triệu tấn trong lúc doanh số thép tăng 29% svck đạt 6,2 triệu tấn.

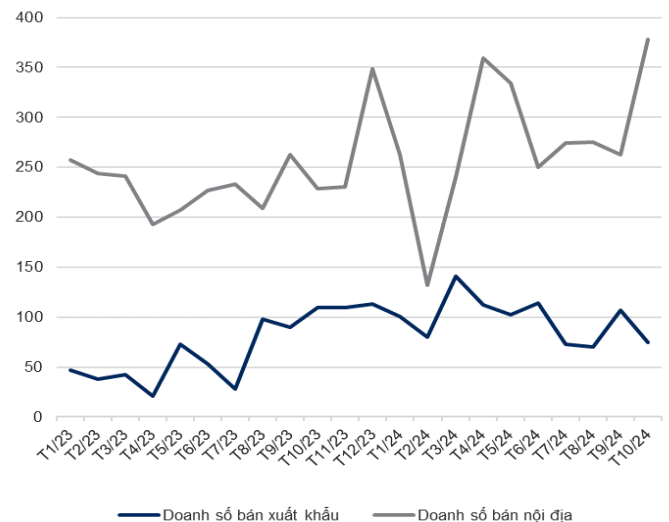
Theo ban lãnh đạo, HPG tiếp tục dẫn đầu thị trường với thị phần thép xây dựng đạt 38% và thị phần ống thép đạt 27%.

Hình 4: Doanh số thép xây dựng theo tháng (nghìn tấn)



Nguồn: Fiingroup

Hình 5: Doanh số thép xây dựng theo kênh bán (nghìn tấn)

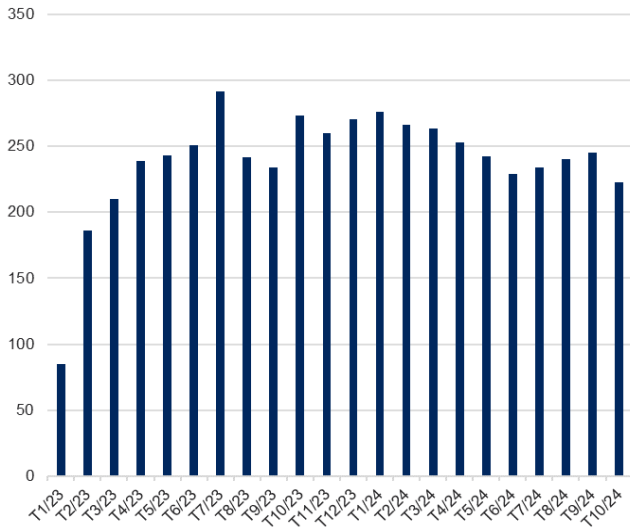


Nguồn: Fiingroup

Doanh số thép xây dựng 9T24 tăng 29% svck, dẫn dắt bởi mức tăng 84% của xuất khẩu và 16% của nội địa nhờ vào sự phục hồi của hoạt động xây dựng.

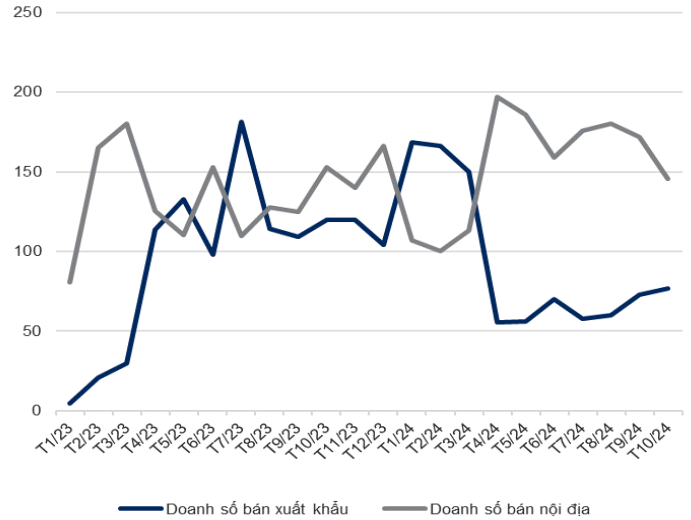
Doanh số HRC 9T24 tăng 15% svck, đến từ mức tăng 20% của nội địa và 6% của xuất khẩu. Tuy nhiên, xét theo quý, sau mức tăng trưởng mạnh của Q1/24, doanh số HRC giảm 1,3%/6% svck trong hai quý gần nhất, khả năng là do sự gia tăng cạnh tranh trong thị trường HRC khi Trung Quốc đẩy bán thép trên toàn cầu.

**Hình 6: Doanh số HRC theo tháng (nghìn tấn)**



Nguồn: Fiingroup

**Hình 1: Doanh số HRC theo kênh bán (nghìn tấn)**



Nguồn: Fiingroup

**Biên EBITDA lõi Q3/24 duy trì svck và tăng nhẹ sv quý trước**

Biên EBITDA lõi Q3/24 duy trì ở mức 16% dù biên EBITDA lõi mảng thép giảm nhẹ nhờ vào tăng trưởng của biên EBITDA mảng nông nghiệp lên 23%.

**Lãi suất giảm kéo theo chi phí lãi vay giảm**

Nợ ngắn hạn của doanh nghiệp duy trì ở mức ổn định qua các quý trong khi nợ dài hạn tăng lên 24.000 tỷ đồng để hỗ trợ dự án Dung Quất 2. Tuy nhiên, chi phí lãi vay giảm khả năng do mặt bằng lãi suất giảm.

**Tiến độ của khu liên hợp gang thép Dung Quất 2**

HPG gần như đã hoàn thành toàn bộ giai đoạn 1 và đạt tiến độ 50% cho giai đoạn 2, tái khẳng định kế hoạch ra mắt sản phẩm đầu tiên của khu liên hợp vào cuối năm nay.

Công ty đã đầu tư 52.500 tỷ đồng vào dự án Dung Quất 2, với 24.000 tỷ đồng đến từ vay nợ dài hạn. Tổng đầu tư tài sản cố định cho dự án là 70.000 tỷ đồng với khoảng 50% đến từ nợ vay. Theo đó, chúng tôi dự kiến HPG sẽ cần phải giải ngân thêm 18.000 tỷ đồng trong năm 2025 để hoàn thiện dự án.

**Hình 8: Bảng cân đối kế toán: HPG tiếp tục giải ngân cho tổ hợp Dung Quất 2**

Tỷ đồng	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Tiền + Đầu tư ngắn hạn	35.289	36.101	29.654	34.429	34.700	28.347	24.888
Thời gian thu hồi khoản phải thu	35	44	44	35	33	30	25
Thời gian xử lý hàng tồn kho	109	109	116	117	131	131	122
Thời gian thanh toán khoản phải trả	40	45	43	40	46	48	39
Đầu tư TSCĐ	(2.819)	(2.799)	(4.361)	(7.374)	(14.798)	(4.039)	(9.402)
Khấu hao	1.648	1.662	1.722	1.741	1.722	1.730	1.771
Tài sản cố định đang dở	14.405	16.615	16.465	26.083	30.175	45.361	55.690
Tài sản cố định	69.945	68.934	72.782	72.014	71.016	70.075	68.476
Nợ ròng/VCSH	0,26	0,25	0,28	0,30	0,41	0,41	0,48

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng 2024-2026: Tăng trưởng lợi nhuận ròng 20% đến từ tăng trưởng doanh số HRC

Hình 9: Dự phóng KQKD 2024-2026

Tỷ đồng	Mới				Cũ			% Thay đổi		
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu	118.953	136.294	152.487	173.939	134.794	150.987	172.439	1%	1%	1%
Thép	111.869	127.105	144.601	165.886	125.605	143.101	164.386	1%	1%	1%
Bất động sản	933	2.000	1.187	1.373	2.000	1.187	1.373	0%	0%	0%
Nông nghiệp	6.151	7.188	6.699	6.679	7.188	6.699	6.679	0%	0%	0%
Doanh thu svck	-16%	15%	12%	14%	13%	12%	14%	9%	-1%	-1%
Thép		14%	14%	15%	12%	14%	15%	11%	-1%	-1%
Bất động sản		114%	-41%	16%	114%	-41%	16%	0%	0%	0%
Nông nghiệp		17%	-7%	0%	16,9%	-7%	0%	0%	0%	0%
Lợi nhuận gộp	12.938	18.808	22.174	24.956	19.545	24.158	25.866	-4%	-8%	-4%
Thép	11.889	17.377	20.334	23.588	18.841	20.177	23.375	-8%	1%	1%
Bất động sản	685	469	1.137	649	469	950	649	0%	20%	0%
Nông nghiệp	364	962	702	718	899	737	802	7%	-5%	-10%
Biên LN gộp	11%	14%	15%	14%	15%	16%	15%	-5%	-9%	-4%
Thép	11%	14%	14%	14%	15%	14%	14,2%	-9%	0%	0%
Bất động sản	73%	23%	96%	47%	23%	80%	47,3%	0%	20%	0%
Nông nghiệp	6%	13%	10%	11%	13%	11%	12,0%	7%	-5%	-10%
Chi phí BH&QLDN	(3.269)	(4.079)	(4.066)	(4.605)	(3.900)	(4.100)	(4.690)	5%	-1%	-2%
Chi phí BH&QLDN/ Doanh thu	-2,7%	-3,0%	-2,7%	-2,6%	-2,9%	-2,7%	-2,7%	3%	-2%	-3%
Thu nhập tài chính ròng	(2.018)	(1.585)	(1.958)	(862)	(1.651)	(2.100)	(862)	-4%	-7%	0%
LN trước thuế	7.793	13.144	16.150	19.489	13.650	16.540	19.530	-4%	-2%	0%
LN ròng	6.835	12.167	14.624	17.689	12.357	15.202	18.210	-2%	-4%	-3%
LN ròng svck	-	78%	20%	21%	81%	23%	20%	-3%	-12%	6%
Biên LN ròng	6%	9%	10%	10%	9%	10%	11%			

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Các giả định chính của ngành thép

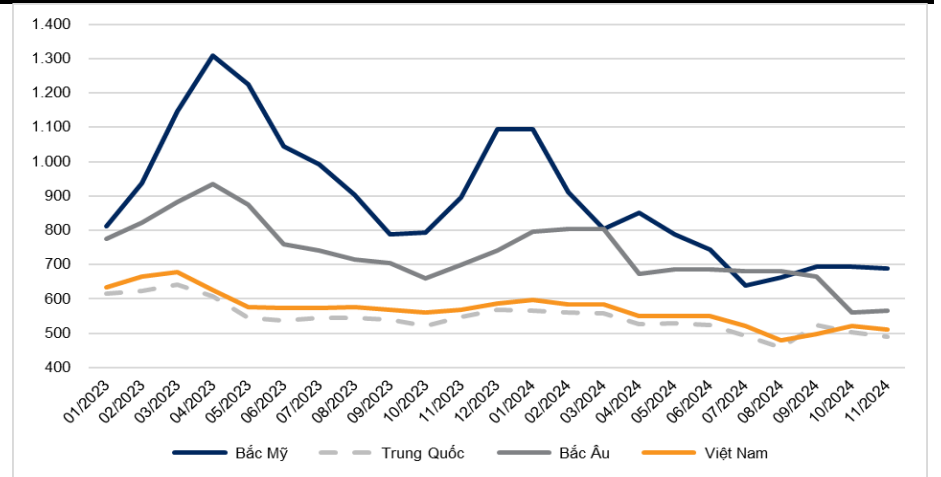
	2023	2024	2025	2026
Doanh số (nghìn tấn)				
Thép thanh	3.780	4.532	4.700	4.600
Phôi thép	144	690	600	600
Thép ống	685	709	700	700
Thép mạ kẽm	329	489	480	480
HRC	2.796	2.970	4.650	6.330
Doanh số ròng	7.023	8.375	10.133	11.713
svck				
Thép thanh		20%	4%	-2%
Phôi thép		379%	-13%	0%
Thép ống		4%	-1%	0%
Thép mạ kẽm		49%	-2%	0%
HRC		6%	57%	36%
Doanh số ròng		19%	21%	16%
Giá bán trung bình (VNĐ)	15.209	14.541	13.487	13.487
svck		-4,4%	-7,3%	0,0%
EBITDA lõi	13%	15%	17%	17%
Biên LN ròng	6%	9%	10%	10%
LN ròng svck		78%	20%	21%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Giá thép thế giới tiếp tục gặp khó khăn do thị trường xây dựng bất động sản Trung Quốc suy yếu và nguy cơ áp thuế nhập khẩu lên Trung Quốc và các nước lân cận của Mỹ bởi chính quyền Trump**

Việc dư thừa nguồn cung đã đẩy giá giao ngay của HRC Trung Quốc xuống 465USD/tấn, tương ứng mức giảm -9% sv tháng trước và -20% tính từ đầu năm, thấp hơn mức giá trước Covid-19. Tại Việt Nam, giá HRC vận động theo xu hướng của giá tại Trung Quốc, trong khi đó, giá thép xây dựng trong nước giao dịch ổn định hơn với mức giảm -4% sv tháng trước và -5% tính từ đầu năm.

**Hình 11: Biến động giá HRC (USD/tấn)**

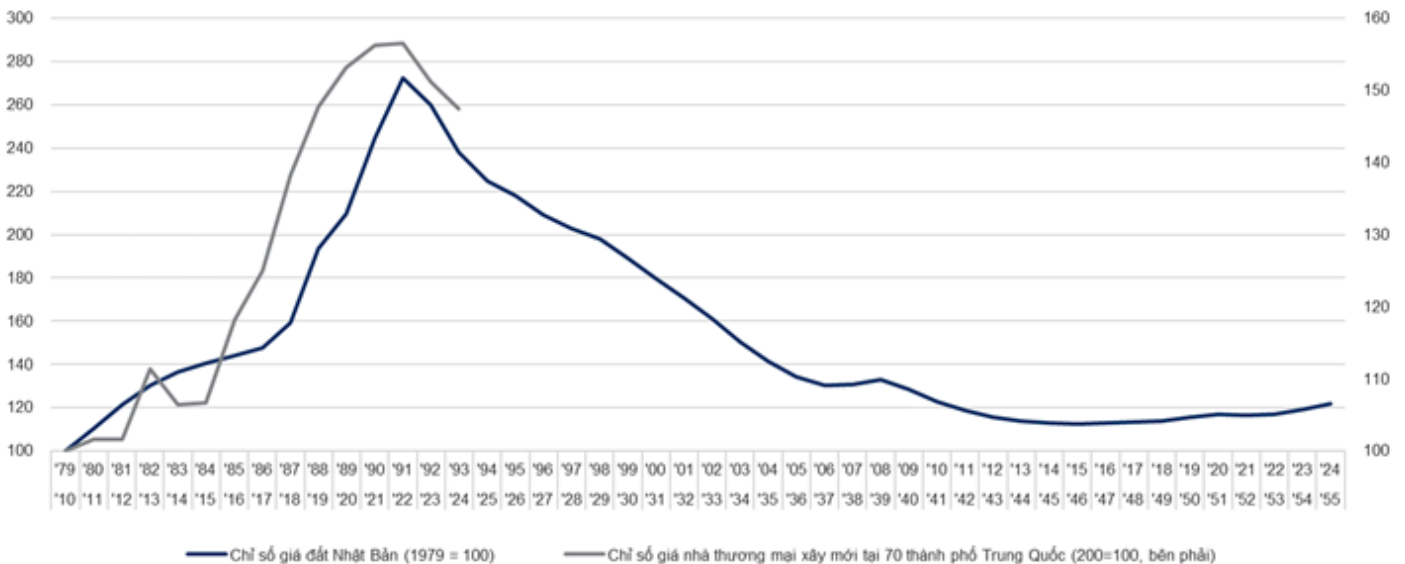


Nguồn: VNDIRECT Research

**Thị trường xây dựng BĐS Trung Quốc khả năng sẽ tiếp tục suy yếu**

Trung Quốc đại diện cho 50% tổng nhu cầu thép toàn cầu và nhu cầu này đã gia tăng mạnh mẽ trong thập kỉ trước khi Trung Quốc thúc đẩy hoạt động xây dựng trong thị trường nhà ở và cơ sở hạ tầng công cộng. Từ góc độ nhu cầu sử dụng, 50% nhu cầu thép đến từ thị trường BĐS và cơ sở hạ tầng, 20% đến từ đồ gia dụng và đồ điện tử, 20% đến từ máy móc cơ khí và 10% đến từ ngành công nghiệp ô tô. Do đó, chúng tôi đặc biệt chú ý đến thị trường BĐS Trung Quốc để xây dựng quan điểm về triển vọng giá thép.

**Hình 12: Chỉ số giá đất Nhật Bản so với chỉ số giá căn hộ tại Trung Quốc**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Giá nhà ở Trung Quốc tăng vọt trong nhiều thập kỷ rồi giảm trong ba năm qua khiến chúng tôi nghĩ đến vấn đề của thị trường bất động sản Nhật Bản 30 năm trước.

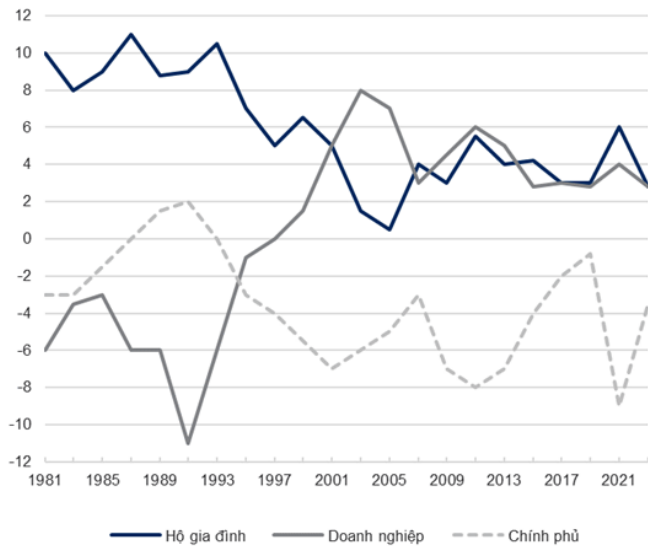
Giá bất động sản Nhật Bản tăng vọt năm lần từ năm 1980 đến đỉnh điểm vào năm 1990 rồi giảm mạnh trong 25 năm tiếp theo cho đến khoảng năm 2014. Bong bóng bất động sản ở Nhật Bản bắt đầu từ năm 1980 khi khu vực doanh nghiệp tư nhân tăng vay nợ để đầu tư vào bất động sản thương mại, thể hiện qua tỷ lệ thâm hụt tài chính ròng tăng cao so với GDP doanh nghiệp (Hình 13). Sau bong bóng năm 1990, cả hộ gia đình và doanh nghiệp tư nhân Nhật Bản đều thực hiện các hành động giảm đòn bẩy quyết liệt thông qua trả nợ, thể hiện qua việc thặng dư tài chính ròng giảm trong 25 năm. Ngay cả khi BOJ hạ lãi suất xuống 0%, niềm tin người tiêu dùng và khu vực tư nhân vẫn không có sự cải thiện và tiêu dùng vẫn ở mức thấp. Chính phủ Nhật Bản đã phải vay lượng lớn nợ để chi tiêu công nhằm ngăn kinh tế rơi vào suy thoái. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Nhật Bản không gặp phải vấn đề già hóa dân số cho đến những năm 2000.

Ở phía Trung Quốc, khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp tư nhân đã bắt đầu giảm đòn bẩy từ năm 2015, chính phủ Trung Quốc đã phải bù đắp bằng việc vay nợ để đầu tư mạnh vào năng lượng mặt trời, xe điện, nhà máy thép và cơ sở hạ tầng công cộng. Do đó, nền kinh tế Trung Quốc và ngành bất động sản vẫn tăng mạnh cho đến khoảng năm 2021 khi các nhà phát triển bất động sản sụp đổ do các quy định thắt chặt nợ, để lại nhiều công trình xây dựng chưa hoàn thành. Điều này khiến khu vực hộ gia đình, vốn đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid phải cắt giảm chi tiêu và tập trung trả nợ. Hiện tại hàng chục triệu đơn vị nhà ở của Trung Quốc không bán được và nhiều căn hộ bỏ hoang. Chính phủ Trung Quốc hiện không chỉ phải đối mặt với niềm tin người tiêu dùng đang xấu đi mà còn phải đối mặt với sự suy giảm dân số, tình trạng già hóa và những căng thẳng thương mại gia tăng từ các nền kinh tế phát triển đối với sản phẩm Trung Quốc. Và cho đến nay, các giải pháp của chính quyền trung ương Trung Quốc như hạ lãi suất, giảm tiền đặt cọc, bơm thêm hàng nghìn tỷ Nhân dân tệ từ vay nợ hoặc yêu cầu chính quyền địa phương mua lại những ngôi nhà chưa bán được vẫn chưa cho thấy bất kỳ tác động đáng kể nào.

Do đó, nếu chính phủ Trung Quốc không mở rộng chính sách tài khóa thông qua gia tăng lượng lớn vay nợ để đầu tư vào các dự án sản xuất đem lại hiệu quả kinh tế, chúng tôi cho rằng nền kinh tế Trung Quốc đứng trước nguy cơ xảy ra một cuộc khủng hoảng tương tự như Nhật Bản đã trải qua nhiều thập kỷ trước: giảm phát và tăng trưởng trì trệ sau khi bong bóng bất động sản nước này vỡ vào đầu những năm 1990.

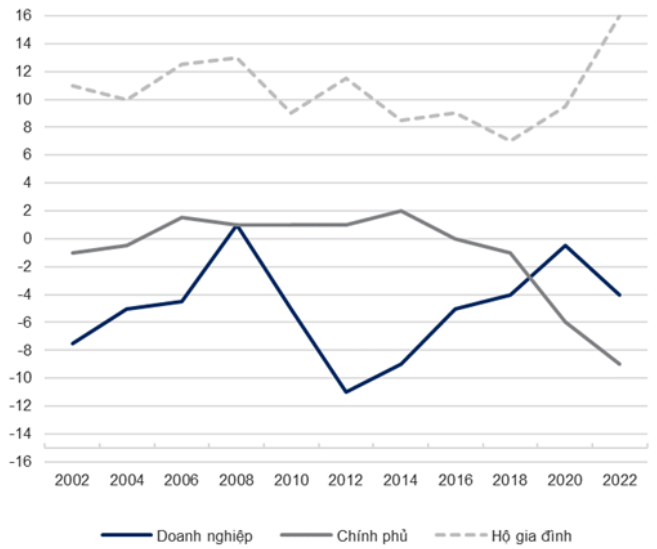
Việc chính phủ Trung Quốc mong muốn chuyển dịch động lực tăng trưởng kinh tế khỏi lĩnh vực bất động sản tạo cơ sở để chúng tôi tin rằng khả năng chính phủ Trung Quốc tiếp tục bơm tiền vào lĩnh vực này là thấp. Dù nếu chính phủ Trung Quốc tìm ra được các cơ hội đầu tư đem lại hiệu quả kinh tế để thúc đẩy tăng trưởng GDP, điều này vẫn không thể bù lại được suy giảm trong nhu cầu thép nội địa gây ra bởi sự suy giảm trong đầu tư vào lĩnh vực BĐS, ngành tiêu thụ nhiều thép nhất. Do đó, chúng tôi kì vọng giá bán thép của Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm trong năm 2025.

**Hình 13: Thặng dư/thâm hụt tài chính theo khu vực ở Nhật Bản kể từ năm 1981 (% GDP danh nghĩa)**



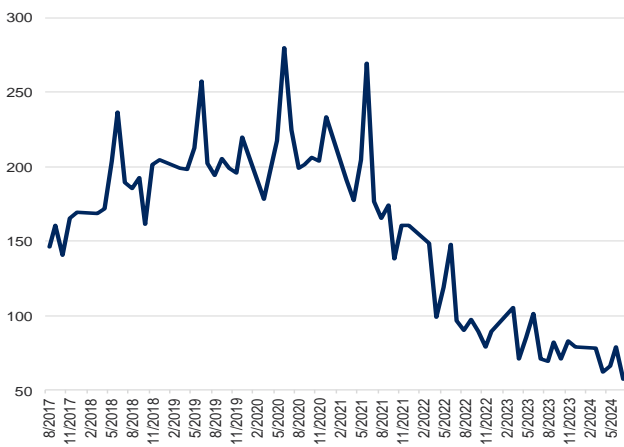
Nguồn: Nomura Research

**Hình 14: Thặng dư/ thâm hụt tài chính theo khu vực ở Trung Quốc kể từ năm 2002 (% GDP danh nghĩa)**



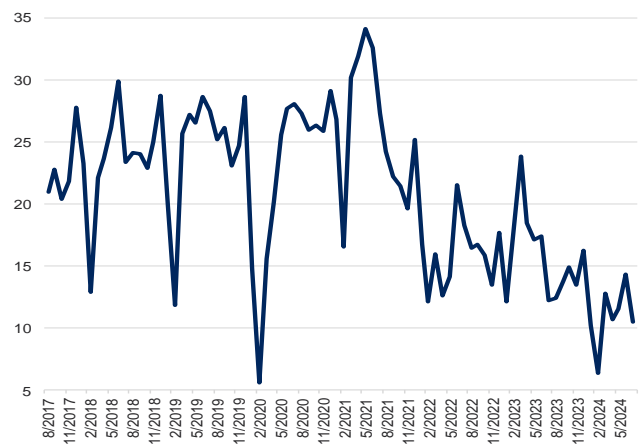
Nguồn: Nomura Research

**Hình 15: Diện tích sàn của nhà (sản lượng/ triệu m2)**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 16: Sản lượng bán hàng của Trung Quốc theo diện tích sàn xây dựng (triệu m2) – sản lượng bán hàng trong 30 thành phố chính**

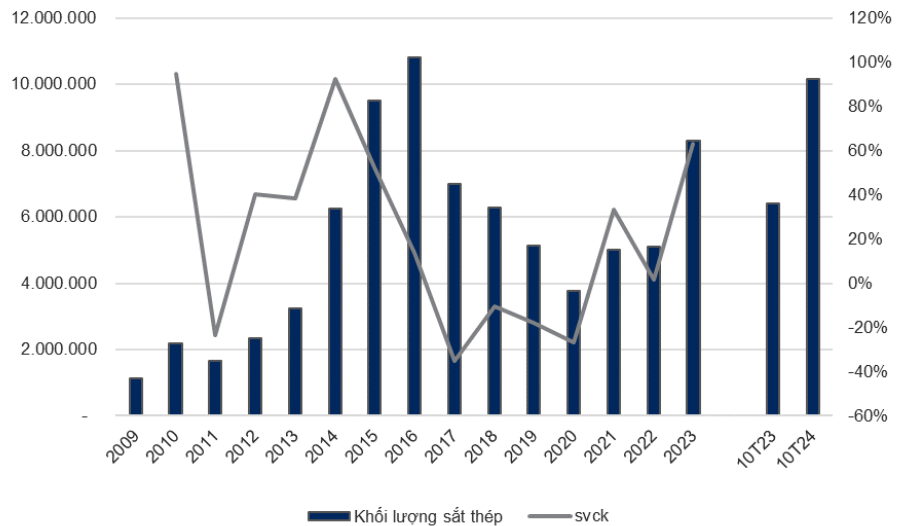


Nguồn: Bloomberg

## Nguy cơ áp thuế nhập khẩu lên Trung Quốc và các nước lân cận của Mỹ bởi chính quyền Trump

Thép nhập khẩu từ Trung Quốc đã tràn vào thị trường Việt Nam, với khối lượng bán 10T24 tăng 60% svck lên 10 triệu tấn.

**Hình 17: Khối lượng sắt thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam (tấn)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Tổng thống đắc cử Mỹ Donald Trump đã phát biểu gần đây rằng ông sẽ áp thuế suất 25% lên toàn bộ hàng nhập khẩu từ Canada và Mexico và thêm 10% thuế lên hàng hóa Trung Quốc. Ông cáo buộc các nước trên cho phép nhập cư trái phép và vận chuyển thuốc gây nghiện.

Trong năm 2023, Mỹ nhập khẩu 25,6 triệu tấn thép với Canada, Mexico và Brazil là ba nguồn cung ứng lớn nhất chiếm lần lượt 24%, 15% và 14% tổng thép nhập khẩu vào Mỹ. Cùng lúc, việc cả hai chính quyền Biden và Trump cùng cáo buộc các nước này đóng vai trò là trung chuyển của thép giá rẻ từ Trung Quốc đi đến Mỹ thể hiện đây là quan điểm thống nhất của Washington.

Nếu việc áp thuế xảy ra, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất thép Trung Quốc sẽ giảm xuất khẩu sang Canada, Mexico và Mỹ đồng thời chuyển dịch lượng thép này khỏi các khu vực Bắc Mỹ và Mỹ Latinh đến các khu vực như ASEAN và Ấn Độ, nơi nhu cầu tiêu thụ thép nội địa vẫn đang tăng trưởng vững chắc. Nếu không có thêm các biện pháp bảo hộ thị trường thép nội địa đến từ chính phủ, lượng thép nhập khẩu tràn vào Việt Nam sẽ tiếp tục tệ hơn.

Tuy nhiên, chúng ta sẽ cần có thông tin rõ ràng hơn do tuyên bố của Trump không giải thích cụ thể cách mà mức thuế đề nghị này sẽ hoạt động trong khuôn khổ của Mục 232 Đạo luật Thương mại mở rộng hiện hành liên quan đến mặt hàng thép và nhôm đã được áp dụng trong kì tổng thống đầu tiên của ông năm 2018. Canada, Mexico và một số nước khác vẫn đang nằm trong nhóm loại trừ và không phải chịu thuế của Mục 232, trong khi đó, các nước khác được gỡ bỏ thuế quan và thay vào đó là một mức hạn ngạch. Hơn nữa, việc Mỹ áp thuế lên hàng hóa nhập khẩu từ Canada và Mexico là hành động vi phạm Hiệp định Thương mại USMCA (US-Mexico-Canada Agreement), cũng đồng thời có hiệu lực trong kì tổng thống đầu tiên của Trump vào 2020.

**Các lệnh áp thuế chống bán phá giá của Bộ Công Thương Việt Nam nếu được áp dụng khả năng sẽ chỉ hỗ trợ ngành thép trong nước khỏi áp lực từ thép Trung Quốc**

Hình 18: Các cuộc điều tra trước đây của ngành thép do Bộ Công Thương Việt Nam tiến hành

STT Mã	Sản phẩm	Bên khởi xướng	Quốc gia bị điều tra	Tình trạng hiện tại	Thông báo điều tra/ Rà soát định kỳ; cuối kỳ	Thông báo giải pháp tạm thời	Áp thuế chính thức	Thời gian đợi (đợt 1)	Thời gian đợi (đợt 2)	Thời gian áp thuế	Thuế nhập khẩu	Thuế CBPG/Tự Vệ chính thức	
1	AD01	CRC	Posco VNT, Inox Hoà Bình	Trung Quốc, Malaysia, Đài Loan	Đã hết hạn	7/2/2013	12/25/2013	9/5/2014	176	254	5	0-10%	3%-37%
	ER01.AD 01		Trung Quốc, Indonexia, Malaysia, Đài Loan	Còn hiệu lực	10/2/2018		10/21/2019			5			
2	AD02	Tôn mạ kẽm	NKG, GDA, Tôn Phương Nam, Thép Trung Quốc Sumikin	Trung Quốc, Hàn Quốc	Đã hết hạn	3/3/2016	9/1/2016	3/30/2017	182	210	5		3-38%
3	AD03	Thép chữ H		Trung Quốc	Đã hết hạn	10/5/2016	3/21/2017	8/21/2017	167	153	5		20%-29%
	ER01.AD 03			Trung Quốc	Còn hiệu lực	10/13/2021		8/19/2022			5		
4	AD04	Một số loại tôn mạ	NKG, Tôn Phương Nam, Đại Thiên Lộc, TVP	Trung Quốc, Hàn Quốc	Đã hết hạn	10/15/2018	6/18/2019	10/24/2019	246	128	5		2.5%-34%
	AR01.AD 04			Trung Quốc, Hàn Quốc	Còn hiệu lực			4/20/2021				Cho đến khi có thông báo tiếp theo	
5	AD08	CRC		Trung Quốc	Còn hiệu lực	9/3/2019		12/21/2020		475	5		4%-25%
6	AD12	Thép chữ H		Malayxia	Còn hiệu lực	8/24/2020	4/2/2021	8/18/2021	221	138			10,64%
7	SG04	Phôi và thép dài		Toàn cầu	Đã hết hạn	12/25/2015	3/7/2016	7/18/2016	73	133	4		Phôi: 23,3%, Thép dài 14,2%, Mỗi năm giảm 2%, Sau năm 2020 0%
	ER02.SG 04	Thép dài		Toàn cầu	Còn hiệu lực	11/4/2022		3/21/2023			3	15%	6%
8	SG05	Tôn mạ kẽm		Toàn cầu	Đã hết hạn	7/6/2016		6/15/2017			3		Trung bình tối đa 420.000 tấn mỗi năm, thuế Tự vệ 19% áp dụng cho số lượng vượt quá mức này
9	AD17	Thanh thép PC		Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Chờ phê duyệt	7/5/2023							
10	AD19	Tôn mạ kẽm	HSG, NKG, GDA, Tôn Phương Nam, Thép Trung Quốc & Thép Nippon	Trung Quốc, Hàn Quốc	Chờ phê duyệt	6/14/2024							
11	AD20	HRC	HPG, Formosa	Ấn Độ, Trung Quốc	Chờ phê duyệt	7/26/2024							

Nguồn: VNDIRECT Research, Cơ quan phòng vệ thương mại Việt Nam

Thép Trung Quốc đã thu hút nhiều sự chú ý của Chính phủ Việt Nam:

1. Bộ Công Thương đang điều tra thép mạ kẽm (tôn mạ) để quyết định liệu có thực hiện áp thuế chống bán phá giá đối với một số loại thép mạ kẽm của Trung Quốc và Hàn Quốc. Nếu được thực hiện, tất cả các nhà sản xuất thép mạ kẽm sẽ là bên hưởng lợi, bao gồm HSG, NKG, HPG và GDA. Chúng tôi cho rằng khả năng cao sẽ xảy ra vì Việt Nam dư cung tôn mạ và cơ quan phòng vệ thương mại của Việt Nam đã từng áp dụng thuế tự vệ và thuế chống bán phá giá đối với thép mạ kẽm nhập khẩu vào năm 2016 khi cũng đang xảy ra khủng hoảng thép của Trung Quốc.

2. Bộ Công Thương đang điều tra HRC nhập khẩu từ một số công ty Trung Quốc và Ấn Độ, và kết quả có thể sẽ mất ba đến năm tháng để hoàn tất. Theo những gì chúng tôi quan sát, tất cả các vụ điều tra thép trước đây đều được kết luận với mức áp dụng thuế chống phá giá/tự vệ nhưng tác động sẽ khác nhau tùy vào thời điểm áp thuế và quy mô. Tuy nhiên, trường hợp này không đơn giản do Việt Nam hiện đang thiếu nguồn cung HRC trong nước. Chúng tôi nghĩ rằng việc áp thuế lên HRC nhập khẩu nếu xảy ra sẽ chỉ bắt đầu khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động, bù đắp khoản thiếu hụt nguồn cung HRC từ Việt Nam và sẽ chỉ áp dụng cho một số mã HRC có phạm vi giá thấp hơn nhiều so với giá trong nước hoặc ở một số lượng vượt quá mức khối lượng nhập khẩu cũ thể do cơ quan có thẩm quyền quyết định.

Dựa trên quan điểm rằng giá thép sẽ tiếp tục gặp áp lực, chúng tôi cho rằng các biện pháp áp thuế tự vệ nếu được áp dụng sẽ hỗ trợ ngành thép trong nước khỏi áp lực từ thép Trung Quốc.

Các vụ điều tra trước cho thấy Cục phòng vệ thương mại Việt Nam mất trung bình 180 ngày để áp dụng thông báo thuế AD/SG tạm thời và 150 ngày kể từ thời điểm thông báo thuế tạm thời đó để công bố mức thuế chính thức và mức thuế chính thức này có thể được điều chỉnh so với mức thuế tạm thời. Nếu mức thuế chính thức thấp hơn mức thuế tạm thời, nhà nhập khẩu sẽ được hoàn lại khoản chênh lệch. Mặt khác, nếu mức thuế chính thức vượt quá mức thuế tạm thời, nhà nhập khẩu không phải trả thêm số tiền chênh lệch. Chúng tôi kỳ vọng rằng kết quả của những trường hợp điều tra hiện tại sẽ được công bố vào đầu 2025.

Trên thị trường quốc tế, Ủy ban Châu Âu đã đặt hạn ngạch mới 15% đối với nhập khẩu HRC từ một số quốc gia, bao gồm cả Việt Nam. Ngoài ra, Ủy ban Châu Âu gần đây đã xác nhận rằng họ đã có tất cả các hồ sơ cần thiết để quyết định có nên bắt đầu điều tra HRC nhập khẩu từ Việt Nam hay không, bao gồm cả HPG và Formosa. Thị trường Châu Âu chỉ chiếm 3-11% tổng doanh thu của HPG trong hai năm qua. Nếu chúng ta giả định tỷ lệ này với Formosa, một nhà xuất khẩu HRC khác có trụ sở tại Việt Nam, thì cả hai nhà sản xuất HRC đều sẽ cố gắng đẩy hàng qua các nước khác hoặc bán nhiều hơn tại Việt Nam, do đó, ảnh hưởng của quyết định của Ủy ban Châu Âu sẽ có tác động không lớn đến HPG.

Về thông tin Việt Nam dỡ bỏ thuế chống bán phá giá lên mặt hàng thép cuộn cán nguội, loại thép dùng trong sản xuất thép không rỉ, thông tin này không gây ảnh hưởng đến HPG hoặc các nhà sản xuất thép mạ kẽm bởi các doanh nghiệp này không hoạt động trong chuỗi sản xuất thép không rỉ.

**Sản lượng bán thép sẽ tăng 21% trong 2025 khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động**

Chúng tôi dự phóng sản lượng bán ròng tăng 19% trong năm 2024 nhờ vào việc thép xây dựng và phôi thép phục hồi từ nền thấp của 2023. Trong năm 2025, với việc lò cao đầu tiên của Dung Quất 2 đi vào hoạt động ở 60% công suất như dự kiến của ban lãnh đạo, chúng tôi kì vọng sản lượng bán thép sẽ tăng trưởng 21% khi doanh số HRC tăng 55% đạt 4,6 triệu tấn.

**Hình 19: Kì vọng của ban lãnh đạo HPG về tiến độ của dự án Dung Quất 2**

	Dung Quất 2	2025	2026	2027	2028
Hiệu suất vận hành (%)	Lò cao 1	60%	80%	100%	100%
	Lò cao 2		40%	80%	100%
Đóng góp vào doanh số (nghìn tấn)	Lò cao 1	1.680	2.240	2.800	2.800
	Lò cao 2		1.120	2.240	2.800
	Tổng	1.680	3.360	5.040	5.600

Nguồn: HPG

Dự án khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 đại diện cho một bước tiến quan trọng của HPG, cho phép công ty tập trung nhiều hơn vào sản xuất HRC cho các ứng dụng chuyên biệt trong các lĩnh vực có nhu cầu cao như ô tô, đóng tàu, kỹ thuật cơ khí, cấu trúc neo thép và thiết bị điện tử. Khu liên hợp đem lại các ưu thế sau:

**Tác động môi trường:** Khu liên hợp chứa hai lò cao lớn gấp 2,3 lần so với Dung Quất 1. Cải tiến này giúp giảm khí thải carbon và nâng cao chất lượng thép tổng thể. Lượng khí thải thấp hơn góp phần vào tăng tính bền vững của môi trường trong khi vẫn đáp ứng các tiêu chuẩn quy định nghiêm ngặt.

**Hiệu quả chi phí:** Sự gia tăng hiệu quả hoạt động của Dung Quất 2 sẽ giúp giảm chi phí đầu vào. Quy trình sản xuất thép tại đây chỉ cần 320 kg than cốc cho mỗi tấn thép, giảm từ 360 kg của Dung Quất 1. Cải tiến hiệu suất này giúp hạ chi phí sản xuất và tăng cường khả năng cạnh tranh.

**Lợi thế quy mô:** Quy mô lớn hơn của Dung Quất 2 đem lại cải thiện trong các chỉ tiêu sản xuất. Nhà máy yêu cầu số lượng lao động thấp hơn cho mỗi tấn thép sản xuất so với Dung Quất 1, chỉ cần khoảng 6,000 công nhân thay vì 11,000 như Dung Quất 1 cần.

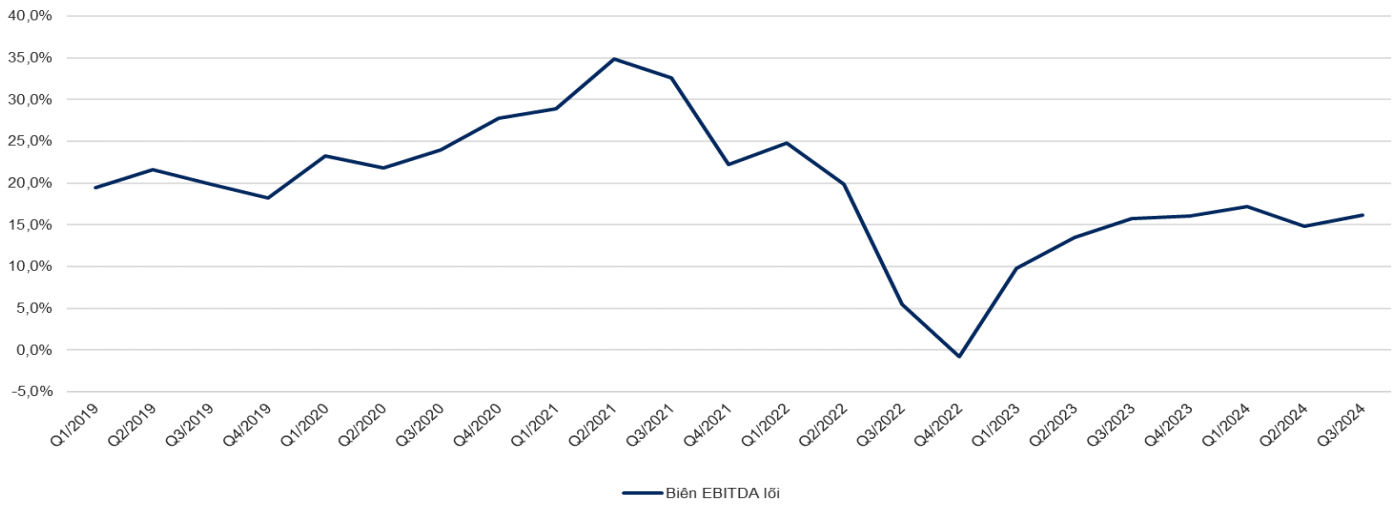
**Hình 20: Siêu dự án khu liên hợp Dung Quất tại khu công nghiệp Dung Quất, Quảng Ngãi**



Nguồn: Báo Quảng Ngãi

Chi phí đầu vào giảm mạnh hơn giá bán sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận

Hình 21: Biên EBITDA lõi của HPG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

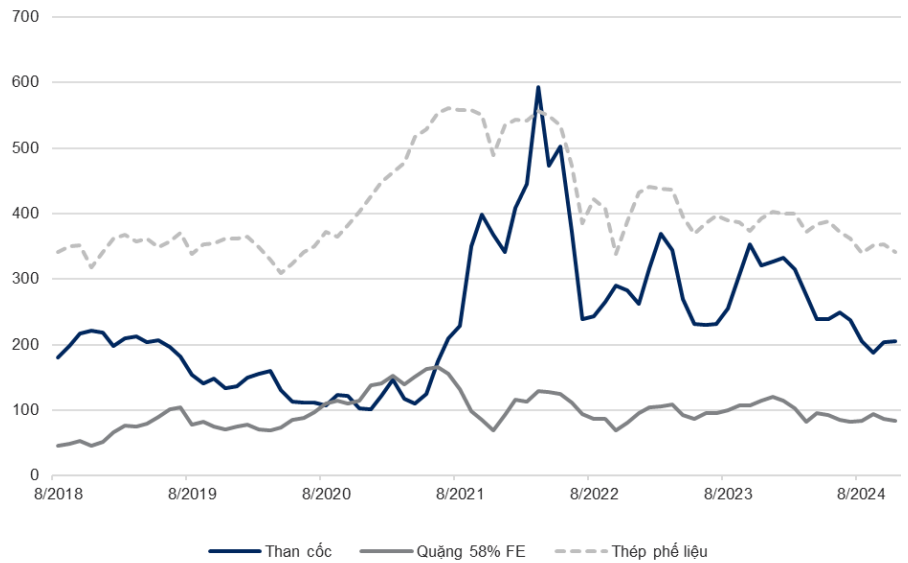
Biên EBITDA lõi của HPG đã giao động trong khoảng từ 15-16% trong bốn quý gần nhất, mở rộng từ dưới 10% của đầu 2023 dù giá thép trung bình giảm. Nguyên nhân do mức giảm nặng hơn của nguyên liệu đầu vào khi giá than cốc đã giảm 14% và giá thép phế liệu đã giảm 10% tính từ đầu năm.

**Chúng tôi kì vọng giá nguyên liệu sẽ tiếp tục giảm do gia tăng nguồn cung từ Úc và giá thép suy yếu**

Trong lúc Trung Quốc, quốc gia đóng góp 76% tổng nhập khẩu quặng sắt toàn cầu đang chuẩn bị cho sự suy giảm trong nhu cầu thép, Úc và Brazil, đóng góp 79% xuất khẩu quặng thép toàn cầu, sẽ tiếp tục tăng trưởng lượng xuất khẩu 3,1% mỗi năm cho tới 2026 theo như dự báo của cục Công nghiệp Khoa học và Tài Nguyên Úc. Đây là kết quả của việc gia tăng các dự án khai khoáng mới của ngành khai khoáng Úc và việc mở rộng mạnh trong sản xuất của các nhà cung cấp từ Brazil như Vale và CSN.

Úc đóng góp 52% vào tổng xuất khẩu than cốc toàn thế giới. Giá than cốc đã cho thấy sự giao động mạnh kể từ lúc xảy ra dịch Covid-19. Đầu năm 2024, giá than cốc đã tăng mạnh do gián đoạn chuỗi cung ứng và tắc nghẽn cầu cảng tạo ra bởi ảnh hưởng của bão Jasper và Kirrily. Giá sau đó giảm khi tác động của thời tiết và gián đoạn vận chuyển qua đi, từ mức cao 333 USD/tấn vào tháng 1 xuống 183 USD/tấn vào tháng 9, 2024 (-45% tính từ đầu năm). Đến 2025, chúng tôi kì vọng giá than cốc sẽ neo tại vùng giá này dù dự báo của chúng tôi chịu ảnh hưởng của rủi ro tăng giá đến từ thời tiết và căng thẳng chính trị.

**Hình 22 Giá nguyên liệu đầu vào chủ chốt (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 23: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận dự phóng 2025**

		460	500	540	580	620	Giá bán TB (USD/tấn)
Hiệu suất vận hành lò cao 1 của Dung Quất 2 (%)	40%	7.861	10.556	13.250	15.945	18.640	
	50%	8.042	10.989	13.937	16.885	19.832	
	60%	8.223	11.423	14.624	17.824	21.025	
	70%	8.403	11.857	15.310	18.764	22.217	
	80%	8.584	12.291	15.997	19.704	23.410	
	90%	8.765	12.725	16.684	20.643	24.603	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

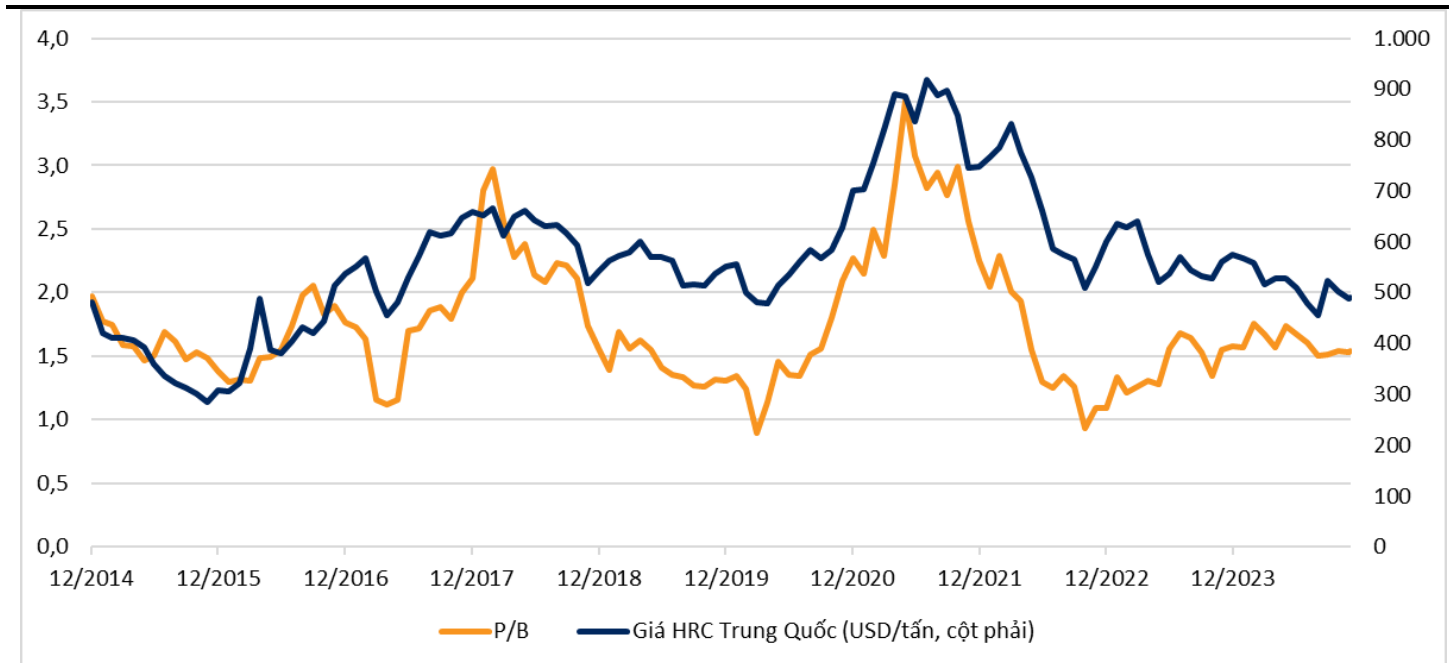
## Định giá: Hạ khuyến nghị xuống duy trì với mức giá mục tiêu 29.200 đồng

Hình 24: Định giá thường vận động chung với xu hướng giá thép

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Từ đầu 2024
HPG so với VNI (TC: Tham chiếu)	Hơn TC	Thua TC	Hơn TC	Hơn TC	Ngang TC	Thua TC	Hơn TC	Hơn TC	Thua TC	Hơn TC	Thua TC
Hiệu suất LN cp HPG	52%	-15%	75%	74%	-8%	-1%	115%	52%	-49%	55%	5%
Tăng trưởng LN của HPG	61%	11%	89%	21%	7%	-12%	79%	156%	-75%	-19%	78%
Bị hạ định giá hay không?	Hạ định giá	Hạ định giá	Hạ định giá		Hạ định giá			Hạ định giá			Hạ định giá
Phân tích tăng trưởng LN											
Giá bán thép Việt Nam (Triệu đồng)	12.726	10.618	9.557	11.170	10.500	10.000	14.000	17.093	17.884	15.209	14.541
Biên lợi nhuận gộp HPG	21%	21%	29%	25%	23%	19%	24%	29%	14%	14%	16%
Doanh số bán HPG (nghìn tấn)	1.000	1.400	1.800	2.200	2.400	2.775	6.521	7.883	7.603	7.023	8.375
Lợi nhuận HPG (tỷ đồng)	3.144	3.485	6.602	8.007	8.573	7.527	13.450	34.478	8.484	6.835	12.167
Svck											
Xu hướng giá thép	-6%	-17%	-10%	17%	-6%	-5%	40%	22%	5%	-15%	-4%
Tăng trưởng biên LN gộp HPG	3%	0%	8%	-3%	-2%	-4%	5%	5%	-15%	0%	2%
Tăng trưởng doanh số bán HPG	43%	40%	29%	22%	9%	16%	135%	21%	-4%	-8%	19%
Tăng trưởng lợi nhuận HPG	61%	11%	89%	21%	7%	-12%	79%	156%	-75%	-19%	78%
Yếu tố thúc đẩy doanh thu chính	Doanh số	Doanh số	Doanh số	Doanh số	Doanh số	Doanh số	Doanh số + giá thép	Doanh số + giá thép	Giá thép	Biên LN	Doanh số

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Định giá P/B của HPG thường vận động chung với xu hướng giá thép



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tính từ đầu năm, lợi nhuận ròng của HPG đã tăng 78% svck khi hệ số định giá đã giảm về 13,0x cho P/E và 1,5x cho P/B từ 19,0x P/E và 1,7x P/B vào cuối 2023.

Tăng trưởng thu nhập của HPG được thúc đẩy bởi ba yếu tố chính: Sản lượng bán thép, biên EBITDA và giá thép.

Sản lượng bán của HPG tăng 8 năm trong 10 năm gần nhất trừ 2022 và 2023 do không có sự gia tăng trong quy mô sản xuất. Đây là yếu tố quyết định lợi nhuận lớn nhất và HPG luôn có kế hoạch mở rộng khả năng sản xuất thép.

Mức tăng giảm các biên lợi nhuận của HPG thường nằm trong khoảng +/-3% do HPG thường quản lý tồn kho hiệu quả trừ năm 2022 khi công ty mua hàng tồn kho với mức giá cao vào nửa đầu 2022.

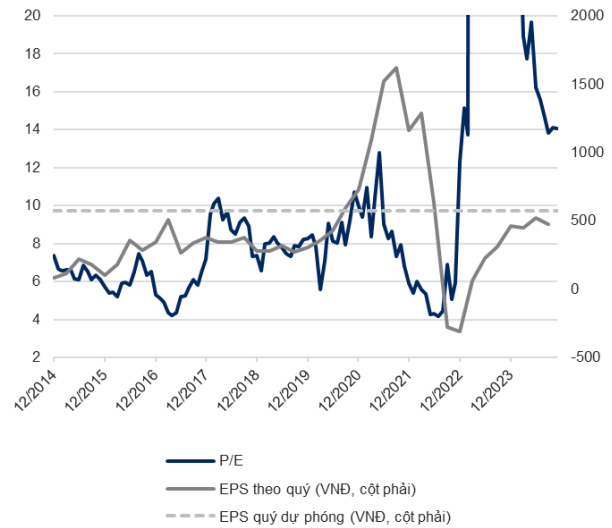
Giá bán thép có mức giao động mạnh do phụ thuộc vào giá bán thép Trung Quốc và nằm ngoài khả năng kiểm soát của HPG. Giá bán thép thường vận động cùng xu hướng với các hệ số định giá hơn là tăng trưởng lợi nhuận. Do đó, dù chúng tôi kì vọng lợi nhuận ròng của HPG sẽ tăng trưởng 20% trong hai năm tới, định giá có thể sẽ tiếp tục bị hạ khi giá thép vẫn còn suy yếu.

Hình 26: P/B và ROE trượt



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: P/E và EPS theo Quý



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu (x)	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu theo tỷ trọng
P/E	13,0x	29.900	33%	9.967
P/B	1,4x	28.420	33%	9.473
DCF		29.200	33%	9.733
Giá mục tiêu				29.200
Tiềm năng tăng giá				8,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Chi phí vốn cổ phần và WACC

Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Phản bù rủi ro thị trường	7,8%
Beta	1,1
Chi phí vốn	11,3%
Chi phí nợ vay (sau thuế)	6,4%
VCSH (tỷ đồng)	172.059
Vay nợ ròng (Tỷ đồng)	53.811
VCSH/(Nợ + VCSH)	76,2%
Nợ/(Nợ + VCSH)	23,8%
WACC	10,1%
Tốc độ tăng trưởng liên tục	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chi phí vốn chủ sở hữu trong mô hình DCF của chúng tôi sử dụng phần bù rủi ro vốn là 7,8% dựa trên mô hình [NYU Stern](#) với lãi suất phi rủi ro là 2,7%, tương ứng với lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm vào ngày 30 tháng 9.

**Hình 30: Định giá DCF (tỷ đồng)**

Dòng tiền tự do không có đòn bẩy							
	Thực tế		Dự phóng				
Năm tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28
Doanh thu	141.409	118.953	136.294	152.487	173.939	196.896	204.170
% tăng trưởng			14,6%	11,9%	14,1%	13,2%	3,7%
EBITDA	23.722	19.758	24.226	27.939	31.536	34.768	36.061
% biên lợi nhuận	16,8%	16,6%	17,8%	18,3%	18,1%	17,7%	17,7%
EBIT	16.950	12.984	17.258	19.662	21.959	23.891	25.184
% biên lợi nhuận	12,0%	10,9%	12,7%	12,9%	12,6%	12,1%	12,3%
Thuế	3.390	2.597	3.452	3.932	4.392	4.778	5.037
Thuế suất	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế	13.560	10.387	13.807	15.729	17.567	19.113	20.148
Khấu hao tài sản hữu hình + vô hình	6.772	6.774	6.968	8.277	9.577	10.877	10.877
Thay đổi vốn lưu động		(1.470)	(9.248)	(4.652)	(6.488)	5.557	5.768
Chi phí đầu tư TSCĐ	(17.888)	(17.353)	(30.000)	(18.000)	(3.000)	(15.000)	(15.000)
% Doanh thu	12,6%	14,6%	22,0%	11,8%	1,7%	7,6%	7,3%
Dòng tiền tự do không có đòn bẩy (UFCF)			(18.473)	1.354	17.656	20.546	21.792
Vốn lưu động	30.285	31.756	41.004	45.656	52.144	46.588	40.820
% Doanh thu	21,4%	26,7%	30,1%	29,9%	30,0%	23,7%	20,0%
Giá trị hiện tại của UFCF (Tính theo ngày 13/11/2024)							
		Ngày định giá	Năm 1 (còn lại)	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5
Ngày phân bổ dòng tiền		03/12/2024	17/12/2024	01/07/2025	01/07/2026	01/07/2027	01/07/2028
UFCF còn lại của năm	7,8%		(1.437)	1.354	17.656	20.546	21.792
Giá trị hiện tại của UFCF			(1.432)	1.281	15.169	16.031	15.438
Giá trị cuối cùng - Theo phương pháp dòng tiền đều vô hạn							
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)	2%						
Dòng tiền tự do năm 2029 [2028 FCF x (1+g)]	22.228						
Giá trị cuối cùng tại năm 2028	273.831						
Giá trị cuối cùng chiết khấu về hiện tại	193.992						
Giá trị hiện tại của dòng tiền tính đến 2028	46.487						
Giá trị doanh nghiệp (TEV)	240.479						
Giá trị cuối cùng theo % của TEV	80,7%						
Dòng tiền tính đến 2028 theo % của TEV	19,3%						
Giá trị cuối cùng tại 2028/EBITDA	7,6x						
Định giá							
	Dòng tiền đều vô hạn						
Giá trị doanh nghiệp	240.479						
Nợ ròng	53.811						
Giá trị vốn chủ sở hữu	186.669						
Số lượng cổ phiếu lưu hành	6.396						
Giá trị VCSH/Cổ phiếu (đồng)	29.200						

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Định giá P/B

P/B	2025
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	129.626
P/B mục tiêu (x)	1,4x
SLCP lưu hành (triệu cp)	6.396
Giá trị sổ sách/ Cổ phiếu (đồng)	20.300
Giá mục tiêu (đồng)	28.420
ROE	13%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Định giá P/E

P/E	2025
LNST Công ty mẹ (tỷ đồng)	14.624
EPS (đồng)	2.300
Tăng trưởng EPS	20,9%
P/E mục tiêu (x)	13x
SLCP lưu hành (triệu cp)	6.396
Giá mục tiêu (đồng)	29.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: So sánh cùng ngành

Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa	Nợ ròng /VCSH	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA ROE trượt P/B hiện tại P/E Trượt			
					(Triệu USD)	(%)	(x)	(%)
HSG VN EQUITY	Hoa Sen Group	Việt Nam	465	43,4	12,7	4,7	1,1	22,9
NKG VN EQUITY	Nam Kim Steel JSC	Việt Nam	201	68,1	10,3	8,0	0,9	11,3
VGS VN EQUITY	Vietnam Germany Steel Pipe JSC	Việt Nam	71	72,4	28,4	6,2	1,8	29,5
GDA VN EQUITY	Ton Dong A Corp	Việt Nam	122	69,0	8,3	8,0	0,9	10,9
600569 CH Equity	Anyang Iron & Steel Inc	Trung Quốc	745	195,7		(54,9)	1,4	
600569 CH Equity	Anyang Iron & Steel Inc	Trung Quốc	745	195,7		(54,9)	1,4	
600019 CH Equity	Baoshan Iron & Steel Co Ltd	Trung Quốc	20.068	4,6		4,8	0,7	15,3
2002 TT Equity	China Steel Corp	Đài Loan	10.518	67,1	17,5	1,3	1,1	85,2
600894 CH Equity	Guangzhou Guangri Stock Co Ltd	Trung Quốc	1.489	(44,2)		9,1	1,2	13,2
000709 CH Equity	Hesteel Co Ltd	Trung Quốc	3.164	181,7		1,9	0,5	27,1
000932 CH Equity	Hunan Valin Steel Co Ltd	Trung Quốc	4.153	56,8		5,2	0,6	11,0
004020 KS Equity	Hyundai Steel Co	Hàn Quốc	2.102	34,6	7,6	(1,0)	0,2	
600010 CH Equity	Inner Mongolia BaoTou Steel Union	Trung Quốc	12.083	77,0		(0,9)	1,7	
5411 JP Equity	JFE Holdings Inc	Nhật Bản	7.225	62,5	7,4	5,3	0,4	8,4
5406 JP Equity	Kobe Steel Ltd	Nhật Bản	4.049	55,1	4,7	8,1	0,6	7,1
601003 CH Equity	Liuzhou Iron & Steel Co Ltd	Trung Quốc	1.085	129,2		(9,0)	0,9	
600808 CH Equity	Maanshan Iron & Steel Co Ltd	Trung Quốc	2.217	77,5		(8,6)	0,7	
600282 CH Equity	Nanjing Iron & Steel Co Ltd	Trung Quốc	3.511	81,0		8,5	1,0	11,5
5401 JP Equity	Nippon Steel Corp	Nhật Bản	21.730	41,9	6,4	9,8	0,6	5,8
005490 KS Equity	POSCO Holdings Inc	Hàn Quốc	17.479	15,0	7,3	2,4	0,4	17,0
000629 CH Equity	Pangang Group Vanadium Titanium	Trung Quốc	3.653	(11,3)		3,1	2,1	69,9
600022 CH Equity	Shandong Iron and Steel Co Ltd	Trung Quốc	2.183	55,6		(7,4)	0,8	
697 HK Equity	Shoucheng Holdings Ltd	Hồng Kông	899	(18,2)	21,9	3,7	0,7	19,0
600782 CH Equity	Xinyu Iron & Steel Co Ltd	Trung Quốc	1.670	39,0		(2,1)	0,5	
<b>Trung bình</b>			<b>5.067,8</b>	<b>64,5</b>	<b>12,0</b>	<b>(2,0)</b>	<b>0,9</b>	<b>22,8</b>
<b>Trung vị</b>			<b>2.200</b>	<b>60</b>	<b>8,3</b>	<b>3,4</b>	<b>0,8</b>	<b>14,3</b>
HPG VN EQUITY	Hoa Phat Group JSC	Việt Nam	6.658	30,1	10,3	11,5	1,5	13,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Rủi ro giảm giá:**

- Giá bán thép thấp hơn dự kiến và điều tra chống bán phá giá kéo dài từ những nước đích đến xuất khẩu tác động xấu đến tâm lý thị trường.
- Nhu cầu tiêu thụ thép thấp hơn dự kiến do phục hồi thị trường bất động sản trì trệ.
- Trì hoãn trong thời gian khởi động Dung Quất 2.
- Giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến do gia tăng căng thẳng chính trị và thời tiết khắc nghiệt làm gián đoạn chuỗi cung ứng.

**Báo cáo kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	63.658	90.119	149.680	141.409	118.953	136.294	152.487
Chi phí hàng bán	-52.473	-71.214	-108.571	-124.646	-106.015	-117.485	-130.313
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11.185</b>	<b>18.904</b>	<b>41.108</b>	<b>16.763</b>	<b>12.938</b>	<b>18.808</b>	<b>22.174</b>
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-569	-690	-1.324	-1.019	-1.307	-1.631	-1.626
Chi phí bán hàng	-873	-1.091	-2.120	-2.666	-1.961	-2.448	-2.440
<b>EBIT</b>	<b>9.743</b>	<b>17.123</b>	<b>37.664</b>	<b>13.078</b>	<b>9.669</b>	<b>14.729</b>	<b>18.108</b>
EBITDA	9.915	17.311	37.873	13.269	9.839	14.901	18.229
Khấu hao tài sản hữu hình + vô hình	172	188	209	191	170	172	121
Lợi nhuận tài chính	471	1.005	3.071	3.744	3.173	2.029	1.454
Chi phí tài chính	-1.182	-2.837	-3.732	-7.027	-5.192	-3.614	-3.412
Thu nhập ròng khác	-592	-589	-748	-743	-630	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>8.440</b>	<b>14.701</b>	<b>36.256</b>	<b>9.052</b>	<b>7.021</b>	<b>13.144</b>	<b>16.150</b>
Thuế	-1.518	-1.851	-2.536	-1.479	-992	-1.476	-1.626
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.922</b>	<b>12.850</b>	<b>33.720</b>	<b>7.573</b>	<b>6.028</b>	<b>11.668</b>	<b>14.524</b>
LNST cho công ty mẹ	7.527	13.450	34.478	8.484	6.835	12.167	14.624

**Bảng cân đối kê toán**

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền và tương đương tiền	4.545	13.001	22.471	8.325	12.267	5.836	8.000
Đầu tư ngắn hạn	1.374	8.822	18.236	26.268	22.162	22.162	22.162
Khoản phải thu	3.561	6.125	7.662	9.893	10.702	11.358	12.707
Hàng tồn kho	19.412	26.287	42.134	34.491	34.504	39.162	43.438
Tài sản ngắn hạn khác	1.544	2.566	3.650	1.538	3.081	6.815	7.624
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>30.437</b>	<b>56.800</b>	<b>94.154</b>	<b>80.515</b>	<b>82.716</b>	<b>85.332</b>	<b>93.931</b>
Tài sản cố định	31.249	65.562	69.281	70.833	72.014	67.046	88.769
Tổng đầu tư	38.058	6.983	10.573	13.993	26.717	54.717	42.717
Tài sản dài hạn khác	2.032	2.167	4.228	4.995	6.335	6.335	6.335
<b>Tổng tài sản</b>	<b>101.776</b>	<b>131.511</b>	<b>178.236</b>	<b>170.336</b>	<b>187.783</b>	<b>213.430</b>	<b>231.752</b>
<b>Vay &amp; nợ ngắn hạn</b>	<b>16.838</b>	<b>36.798</b>	<b>43.748</b>	<b>46.749</b>	<b>54.982</b>	<b>53.665</b>	<b>55.580</b>
Phải trả người bán	7.507	10.916	23.729	11.107	12.387	11.749	13.031
Nợ ngắn hạn khác	2.639	4.261	5.983	4.530	4.144	4.582	5.082
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>26.984</b>	<b>51.975</b>	<b>73.459</b>	<b>62.385</b>	<b>71.513</b>	<b>69.995</b>	<b>73.693</b>
Vay & nợ dài hạn	19.842	17.343	13.465	11.152	10.399	25.399	25.399
Các khoản phải trả khác	7.163	2.973	532	686	3.034	3.034	3.034
Vốn điều lệ	30.822	36.344	47.941	61.359	61.359	63.963	63.963
LN giữ lại	16.801	22.727	42.685	34.648	41.411	50.975	65.599
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>47.787</b>	<b>59.220</b>	<b>90.780</b>	<b>96.113</b>	<b>102.836</b>	<b>115.002</b>	<b>129.626</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>101.776</b>	<b>131.511</b>	<b>178.236</b>	<b>170.336</b>	<b>187.783</b>	<b>213.430</b>	<b>231.752</b>

## Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>LN trước thuế</b>	<b>9.097</b>	<b>15.355</b>	<b>37.057</b>	<b>9.923</b>	<b>7.793</b>	<b>13.644</b>	<b>16.250</b>
Khấu hao	2.593	4.799	6.087	6.772	6.773	6.968	8.277
Chi phí lãi vay	937	2.207	2.526	3.084	3.585	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	(268)	(446)	(1.126)	(487)	(1.876)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(4.644)	(12.911)	(17.077)	(7.014)	(6.803)	(10.724)	(6.278)
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>7.715</b>	<b>9.004</b>	<b>27.466</b>	<b>12.278</b>	<b>9.472</b>	<b>9.888</b>	<b>18.249</b>
Đầu tư TSCĐ	(20.825)	(9.370)	(12.116)	(17.888)	(17.353)	(30.000)	(18.000)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	27	36	66	22	208	0	0
Các khoản khác	2.734	(7.270)	(8.354)	(6.760)	4.344	0	0
<b>LC tiền thuần từ HĐĐT</b>	<b>(18.064)</b>	<b>(16.605)</b>	<b>(20.404)</b>	<b>(24.626)</b>	<b>(12.801)</b>	<b>(30.000)</b>	<b>(18.000)</b>
Thu từ FH CP, nhận góp VCSH	0	3	11	4	1	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	(2)	0	0
Vay nợ ròng	12.391	17.468	3.423	479	7.283	13.683	1.915
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(13)	(1.419)	(1.704)	(2.261)	(8)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>12.378</b>	<b>16.051</b>	<b>1.729</b>	<b>(1.778)</b>	<b>7.273</b>	<b>13.681</b>	<b>1.915</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.516	4.545	13.696	22.471	8.325	12.267	5.836
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>2.029</b>	<b>8.456</b>	<b>8.775</b>	<b>(14.147)</b>	<b>3.943</b>	<b>(6.431)</b>	<b>2.164</b>
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>4.545</b>	<b>13.001</b>	<b>22.471</b>	<b>8.325</b>	<b>12.267</b>	<b>5.836</b>	<b>8.000</b>

## Chỉ số tài chính

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Nhóm chỉ số tăng trưởng</b>							
Doanh thu	14,0%	41,6%	66,1%	-5,5%	-15,9%	14,6%	11,9%
Chi phí hàng bán	-4,2%	69,0%	117,5%	-59,2%	-22,8%	45,4%	17,9%
Lợi nhuận hoạt động	-10,3%	69,3%	142,0%	-73,5%	-21,9%	71,8%	22,9%
EBIT	-5,2%	77,0%	124,2%	-58,4%	-23,4%	32,9%	13,9%
EBITDA	-2,0%	78,8%	104,0%	-49,4%	-16,7%	22,6%	15,3%
EBT	-9,7%	68,8%	141,3%	-73,2%	-21,5%	75,1%	19,1%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	-12,2%	78,7%	156,3%	-75,4%	-19,4%	78,0%	20,2%
<b>Nhóm chỉ số biên lợi nhuận</b>							
Biên lợi nhuận gộp	17,6%	21,0%	27,5%	11,9%	10,9%	13,8%	14,5%
Biên lợi nhuận hoạt động	14,2%	17,0%	24,7%	6,9%	6,4%	9,6%	10,6%
Biên EBITDA	20,2%	25,5%	31,3%	16,8%	16,6%	17,8%	18,3%
Biên EBIT	16,1%	20,2%	27,3%	12,0%	10,9%	12,7%	12,9%
Biên lợi nhuận ròng	11,9%	15,0%	23,1%	6,0%	5,7%	8,9%	9,6%
Biên LNST công ty mẹ	11,8%	14,9%	23,0%	6,0%	5,7%	8,9%	9,6%
Thuế suất	16,7%	12,1%	6,8%	14,9%	12,7%	10,8%	10,0%
Biên chi phí bán hàng	1,4%	1,2%	1,4%	1,9%	1,6%	1,8%	1,6%
Biên chi phí QLDN	0,9%	0,8%	0,9%	0,7%	1,1%	1,2%	1,1%
<b>Nhóm chỉ số lợi nhuận</b>							
ROE	19,0%	28,0%	58,0%	9,0%	7,0%	12,0%	13,0%
Gánh nặng thuế	83,3%	87,9%	93,2%	85,1%	87,3%	89,2%	90,0%
ROA	8,4%	11,6%	22,3%	4,8%	3,8%	6,1%	6,6%
<b>Nhóm chỉ số hiệu quả hoạt động</b>							
Thời gian thu hồi khoản phải thu	19	20	17	23	32	30	30
Thời gian xử lý hàng tồn kho	117	117	115	112	119	122	122
Thời gian thanh toán khoản phải trả	51	43	51	54	40	37	37

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### KHUNG KHUYẾN NGHỊ

#### Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.

*Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.*

#### Xếp hạng ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Steven Woo – Trưởng Phòng

Email: [le.canthu@vndirect.com.vn](mailto:le.canthu@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên phân tích

Email: [phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn](mailto:phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>