

**CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)**

**Ngành**

**THÉP**

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TIẾP TỤC KHỞI SẮC TRONG QUÝ 4, NHƯNG QUÁ TRÌNH PHỤC HỒI VẪN CÒN NHỮNG THỬ THÁCH TRONG NĂM 2024**

**KHUYẾN NGHỊ**

**MUA**

Giá hiện tại (22/02/2024)

28,400

**Giá mục tiêu**

**34,550**

Upside

21.7%

**Chỉ tiêu chính (tỷ đồng)**

|                         | 2022           | 2023           |
|-------------------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>  | <b>141,609</b> | <b>120,624</b> |
| Lợi nhuận gộp           | <b>16,763</b>  | <b>12,938</b>  |
| EBITDA                  | 19,801         | 18,192         |
| <b>LN ròng (tỷ VND)</b> | <b>8,444</b>   | <b>6,800</b>   |
| <b>Biên EBITDA</b>      | <b>14.0%</b>   | <b>15.3%</b>   |
| EPS (VND)               | 1,459          | 511            |
| BVPS (VND)              | 16,511         | 16,981         |
| ROE (%)                 | 9.0%           | 3.0%           |
| ROA (%)                 | 4.9%           | 1.6%           |

**Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng mạnh so với cùng kỳ.** Trong quý 4 HPG có sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng lần lượt 31.8% YoY và 40.9% YoY, nhờ được hưởng lợi từ việc các đại lý nhập hàng tồn kho. Việc đóng 1 lò cao trong quý 4 khiến sản lượng sản xuất trong quý này giảm nhẹ so với quý 3.

**Thị phần cải thiện đáng kể trong năm 2023.** HPG vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu đối với sản phẩm thép xây dựng và ống thép với thị phần lần lượt là 34.7% và 28.1%, đồng thời cải thiện thị phần tiêu thụ HRC lên 41.1%.

**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp trong quý 4 tăng mạnh so với quý trước.** Trong khi doanh thu tăng do sản lượng và giá bán đều được cải thiện, biên lợi nhuận gộp được cải thiện do hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho.

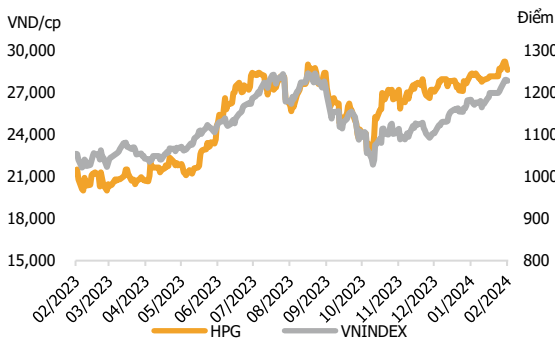
**Cả năm 2023,** doanh thu HPG đạt 118,953 tỷ đồng (- 15.9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 6,800 tỷ đồng, lợi nhuận EBITDA đạt 18,192 tỷ đồng, biên EBITDA đạt 15.3% (năm 2022 đạt 14.0%).

**Triển vọng doanh nghiệp năm 2024:**

- **Sản lượng tiêu thụ nội địa tiếp tục gặp khó, chờ cơ hội từ xuất khẩu.** Chúng tôi cho rằng sức tiêu thụ trong nước vẫn đang cải thiện sau giai đoạn khủng hoảng, nhưng sự tăng trưởng là tương đối khiêm tốn do sự trầm lắng của thị trường BĐS dân dụng. Cơ hội tới từ các thị trường xuất khẩu vẫn rất tiềm năng trong năm tới nhờ: (1) Thép Trung Quốc đang có nguy cơ bị áp thuế 25% từ EU; (2) chênh lệch giá bán thép giữa Việt Nam và EU cũng như Mỹ; và (3) ngành thép Trung Quốc vẫn đang yếu tạo cơ hội xuất khẩu sang các nước khác trong khu vực ASEAN.
- **Giá thép vẫn còn khó lường, nguyên vật liệu đầu vào kỳ vọng giảm giá trong năm 2024.** Giá thép bán ra phụ thuộc lớn vào tình hình tiêu thụ trên thị trường, trong bối cảnh ngành BĐS chưa hồi phục thì biến động về giá thép tương đối khó dự đoán trong năm tới. Trong khi đó chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá quặng và giá than sẽ giảm trong năm 2024 sau khi tăng mạnh trong nửa cuối năm 2023.
- **Biên lợi nhuận gộp cải thiện.** Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của HPG trong năm 2024 là 14.8% (năm 2023 đạt 10.7%).

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 12 tháng là 34,550 VND/cổ phiếu (Upside 21.7%).

**Diễn biến giá cổ phiếu**



**Cổ đông lớn (cập nhật đến 22/02/2023)**

|                |       |
|----------------|-------|
| Trần Đình Long | 25.8% |
| Vũ Thị Hiền    | 6.9%  |

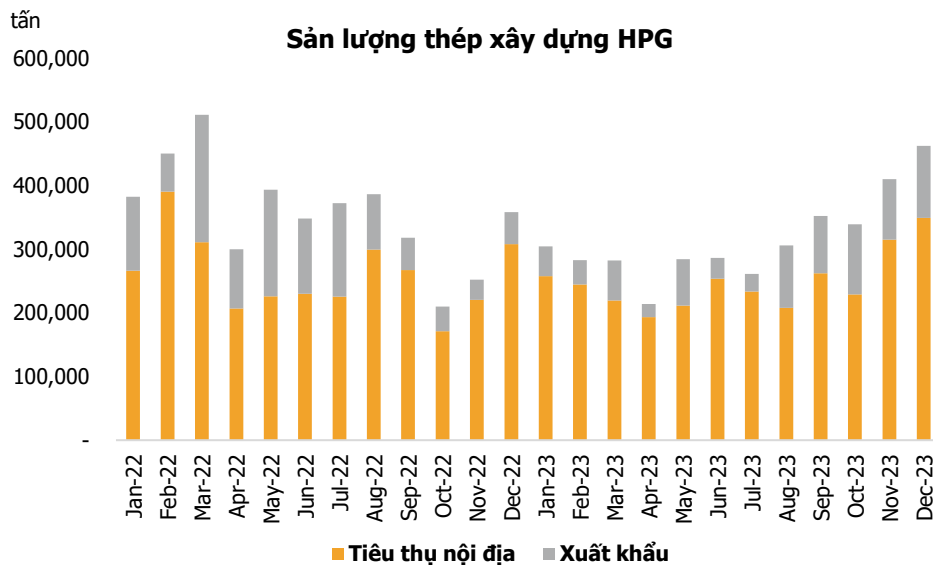
**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

**Đồng Việt Dũng**

**dungdv@psi.vn**

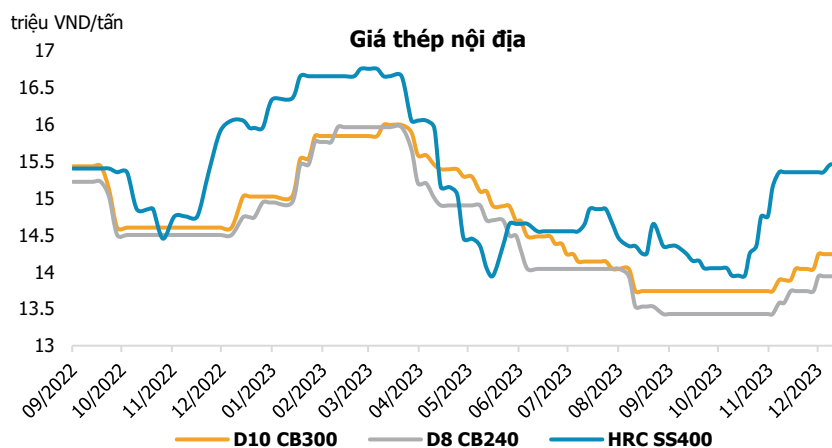
**1. Tình hình sản lượng quý 4/2023**

- **Sản lượng sản xuất thép đạt 1.21 triệu tấn (+ 31.8% YoY)**, cho thấy doanh nghiệp đang tận dụng mùa cao điểm của ngành xây dựng, đồng thời việc duy trì sản xuất cũng nhằm bù đắp cho giai đoạn nghỉ Tết sắp tới. Trong quý cuối năm, mức sản lượng đã giảm 3.3% so với quý 3/2023, khi HPG đã tạm ngừng hoạt động 1 lò cao ở KLH Hòa Phát Hải Dương để phục vụ đại tu, bảo dưỡng. Tổng sản lượng sản xuất thép thô cả năm của HPG đạt hơn 6.7 triệu tấn (- 8.2% YoY).
- **Sản lượng bán hàng các mặt hàng thép 2.1 triệu tấn trong quý 4 (+ 23.1% QoQ, + 40.9% YoY)**. Trong đó tiêu thụ thép xây dựng nội địa đạt 893 ngàn tấn, + 27% QoQ, cho thấy khả năng tiêu thụ nội địa tiếp tục được cải thiện, **chủ yếu HPG đã đẩy mạnh bán hàng thông qua các kênh phân phối**. Tuy nhiên, xu hướng này không thật sự bền vững trong bối cảnh ngành Xây dựng và BĐS chưa thể hồi phục trở lại do nhu cầu tiêu thụ thấp và các vướng mắc về pháp lý. **Tổng sản lượng tiêu thụ hai mặt hàng thép lần lượt đạt 3.78 triệu tấn (- 11.6% YoY) và 2.79 triệu tấn (+ 4.5% YoY)**.



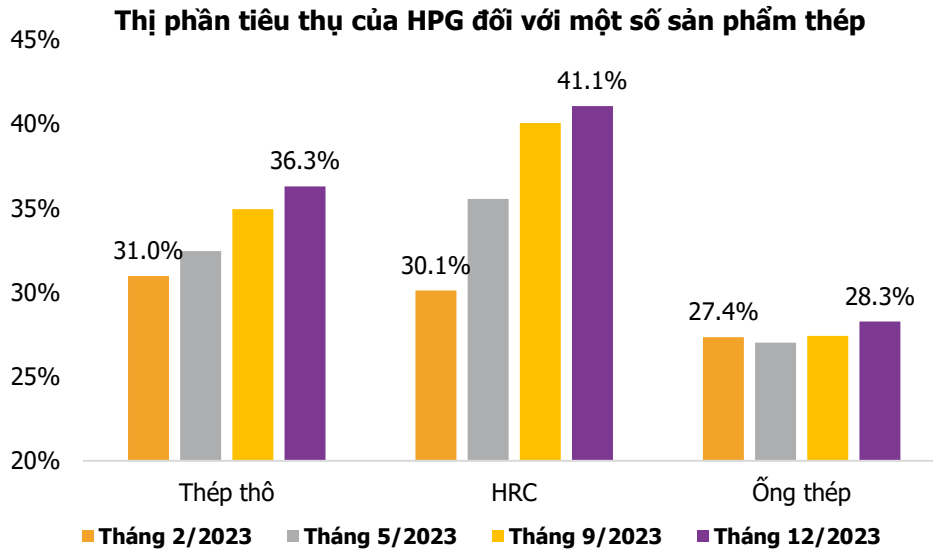
Nguồn: HPG, VSA

- **Giá thép tăng trước áp lực từ chi phí nguyên vật liệu đầu vào.** Các doanh nghiệp thép bắt đầu điều chỉnh tăng giá bán thép kể từ đầu tháng 11, trong đó có HPG. Các biện pháp kiểm soát sản lượng sản xuất thép tại Trung Quốc khiến nguồn cung thép được thắt chặt, hỗ trợ tích cực vào giá quặng sắt và than cốc. Giá quặng sắt tăng 49% kể từ đầu tháng 8 cho tới cuối năm, vượt mốc \$140/tấn khi bước vào năm 2024. Thêm vào đó, những gói hỗ trợ kích thích nền kinh tế tại nước này đặc biệt đối với lĩnh vực Bất động sản cũng khiến cho tâm lý thị trường trở nên ổn định hơn.

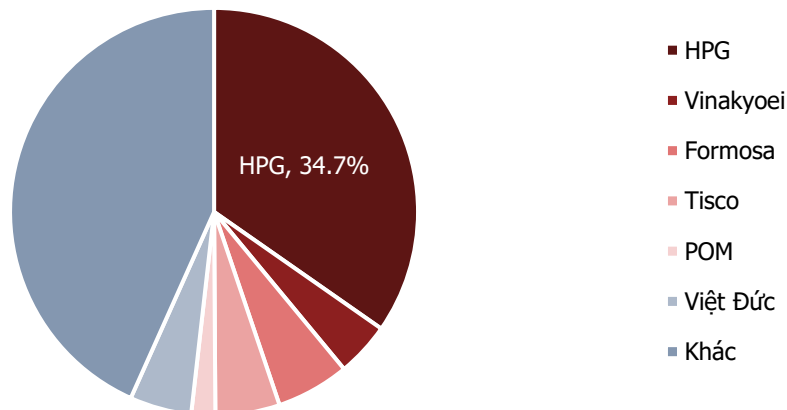


Nguồn: Steelonline, giathepton

- **Thị phần cải thiện đáng kể.** Nhìn chung, giai đoạn khó khăn của cả thị trường thép nói chung trong năm 2023 là cơ hội để HPG cải thiện thị phần của mình, đặc biệt là với các mặt hàng chủ lực. Đối với mặt hàng **thép xây dựng**, HPG vẫn giữ vững vị trí đầu ngành với thị phần 34.7%. Với lực đẩy từ xuất khẩu, **HRC** của HPG đã gia tăng thị phần lên mức 41.1%. Trong khi đó sản phẩm **ống thép** của HPG cũng có vị thế dẫn đầu thị trường tương đối vững chắc với thị phần đạt 28.3%.



**Thị phần thép xây dựng tại Việt Nam**

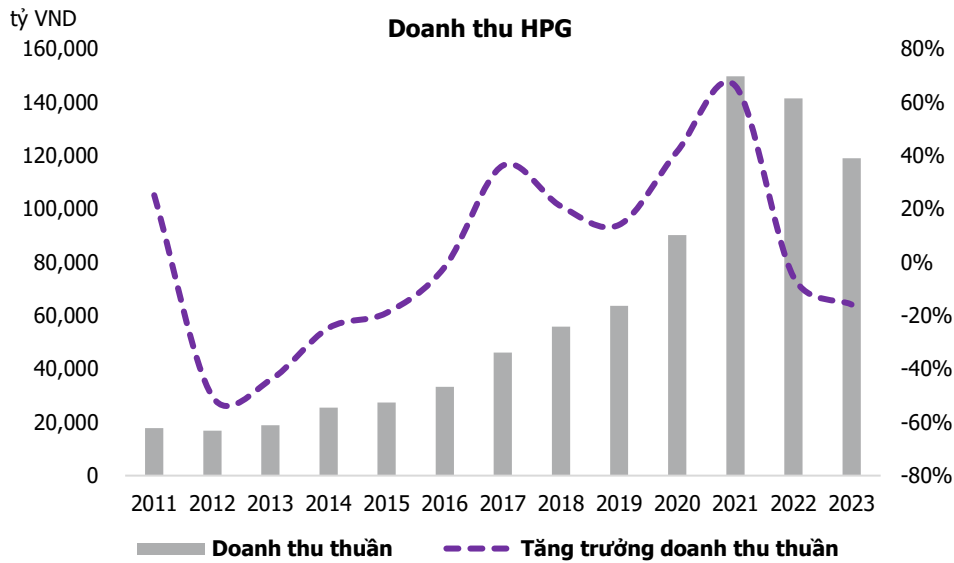


Nguồn: VSA

## 2. KQKD & Tình hình tài chính HPG năm 2024

### 2.1. Kết quả kinh doanh

- **Doanh thu quý 4 tăng mạnh.** HPG ghi nhận doanh thu thuần trong quý 4 đạt 34,384 tỷ đồng, tăng 33.4% so với cùng kỳ năm ngoái và tăng 20.7% so với quý trước, khi ghi nhận xu hướng tăng về cả sản lượng tiêu thụ và giá bán. Lũy kế cả năm, HPG có tổng doanh thu thuần đạt 118,953 tỷ đồng, giảm 15.9% so với năm 2022, một kết quả phản ánh đúng với tình hình khó khăn của cả ngành Thép nội địa trong năm nay. Năm 2023 ghi nhận năm thứ hai liên tiếp doanh thu HPG giảm, thể hiện tính chu kỳ rất rõ ràng của ngành Thép sau giai đoạn tăng trưởng 2017 – 2021, đặc biệt là hai năm 2020 và 2021.



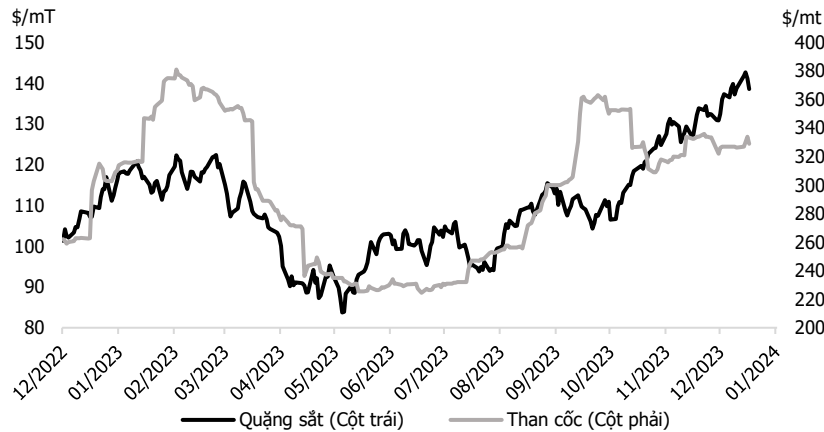
Nguồn: BCTC HPG, PSI tổng hợp

- **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho.** Trong quý 4, HPG có biên lợi nhuận gộp đạt 4,471.6 tỷ đồng (cùng kỳ năm ngoái lở 885.2 tỷ đồng), đạt biên 13%. Công ty đã hạch toán một khoản hoàn nhập hàng tồn kho trị giá 149.5 tỷ đồng, qua đó làm gia tăng lợi nhuận của công ty (Biên lợi nhuận gộp sẽ đạt 12.6%, tương đương với quý trước nếu không có khoản hoàn nhập này). **Cả năm 2023, HPG có tổng lợi nhuận gộp đạt 12,938 tỷ đồng (- 22.8% YoY), đạt biên 10.9%**, là mức thấp nhất kể từ năm 2007. Trong khi đó, biên EBITDA năm 2023 đạt 15.3%, cao hơn so với năm ngoái (14%). Chỉ số này tiếp tục cho thấy HPG có khả năng kiểm soát các chi phí đầu vào, trong bối cảnh giá quặng sắt và than cốc chịu nhiều biến động. Vị thế doanh nghiệp đầu ngành giúp HPG có thể chủ động trong việc điều khiển giá bán ra trước những áp lực từ giá nguyên vật liệu.
- **Chi phí lãi vay giảm mạnh.** Lãi vay của HPG trong quý 4 đạt 710.9 tỷ đồng (- 23.8% YoY, - 16.9% QoQ). Lãi suất trong nước đã được điều chỉnh giảm nhiều lần trong năm 2023 và bắt đầu thấm dần vào các khoản vay của các doanh nghiệp. Về phần chênh lệch tỷ giá, các biến động về tỷ giá VND/USD đã giúp HPG ghi nhận mức chênh lệch ròng là dương 60 tỷ đồng. Chi phí tài chính tổng cộng đạt 1,127.4 tỷ đồng (- 33.2% YoY, -21.6% QoQ), giúp lợi nhuận kinh doanh của HPG trong quý này cải thiện đáng kể, đạt 3,316 tỷ đồng (cùng kỳ năm ngoái lở 2,091 tỷ đồng), biên LN kinh doanh đạt 9.6%.
- **Lợi nhuận sau thuế HPG đạt 6,800 tỷ đồng (- 19.5% YoY), biên lợi nhuận sau thuế đạt 5.7%**, là mức thấp nhất kể từ năm 2007.

### 3. Triển vọng HPG trong năm 2024

- **Tiêu thụ nội địa được dự báo chưa thể tăng trưởng mạnh mẽ trong năm tới.** Chúng tôi cho rằng sức tiêu thụ trong nước vẫn đang cải thiện sau giai đoạn khủng hoảng, nhưng sự tăng trưởng là tương đối khiêm tốn. Sự trầm lắng của thị trường BĐS dân dụng được dự đoán sẽ duy trì ít nhất cho tới cuối năm 2024, với kỳ vọng Luật Đất đai sửa đổi có thể được thông qua vào cuối quý 2/2024. Trong đó, việc triển khai các dự án Đầu tư công là lực đẩy chính cho việc tiêu thụ thép trong năm tới, nhưng việc giải ngân vốn cho các dự án này vẫn còn rất nhiều vướng mắc.
- **Hoạt động xuất khẩu tiếp tục có nhiều cơ hội.** Giá bán thép HRC tại Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp so với mặt bằng giá tại nhiều khu vực như Mỹ, châu Âu (Italy), do đó việc có được đơn hàng xuất khẩu HRC sang các thị trường này sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận cũng như thị phần cho HPG. Các thị trường này cũng đang lên kế hoạch áp thuế lên tới 25% đối với một số mặt hàng thép của Trung Quốc, tạo cơ hội xuất khẩu cho các doanh nghiệp tại các nước khác trong đó có Việt Nam. Ngoài ra, thị trường thép tại Trung Quốc vẫn đang suy yếu và chưa thể phục hồi khiến các hoạt động xuất khẩu thép từ nước này tới các nước ASEAN trở nên khá im ắng trong năm 2023, mở ra dư địa xuất khẩu cho các doanh nghiệp thép Việt Nam trong đó có HPG tới thị trường này.

- **Giá bán thép sẽ tiếp tục biến động trong năm 2024.** Áp lực từ chi phí nguyên vật liệu có thể khiến các nhà máy tăng giá bán thép. Ngành thép thế giới cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi trong năm tới, đặc biệt là tại Trung Quốc sau những động thái hỗ trợ tích cực cho ngành BĐS. Tuy nhiên, đà tăng này sẽ gặp nhiều thử thách bởi nhu cầu tiêu thụ thép vẫn còn nhiều rủi ro, bởi ngành BĐS chưa thể phục hồi trong ngắn hạn.
- **Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng tiếp tục cải thiện.** Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận gộp của HPG sẽ được cải thiện lên mức 14.8% (năm 2023 đạt 10.7%). Giá quặng sắt trong thời gian tới được dự báo giảm xuống sau khi đạt đỉnh \$140/tấn và chúng tôi kỳ vọng giá quặng sẽ đi ngang quanh ngưỡng \$120/tấn trong năm 2024. Giá than cốc cũng được dự báo sẽ tiết giảm sau khi nhiều đơn vị cung cấp, đặc biệt là ở Trung Quốc đã thông báo về kế hoạch thắt chặt nguồn cung sản phẩm của họ.



Nguồn: Bloomberg

#### 4. Định giá cổ phiếu HPG

| Đơn vị: tỷ đồng                     | 2024E          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|-------------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Lợi nhuận sau thuế                  | 12,873         | 22,024        | 23,118        | 31,000        | 40,760        |
| (+) Khấu hao                        | 8,393          | 8,928         | 9,070         | 7,367         | 6,896         |
| (-) Đầu tư                          | 9,989          | 20,637        | 16,090        | 30,357        | 11,459        |
| (-) Thay đổi vốn lưu động           | (409)          | (4,605)       | (5,534)       | 11            | 9,553         |
| <b>FCFF</b>                         | <b>15,246</b>  | <b>19,190</b> | <b>26,423</b> | <b>12,883</b> | <b>32,144</b> |
| (+) Giá trị cuối cùng đã chiết khấu | 204,969        |               |               |               |               |
| <b>Giá trị doanh nghiệp</b>         | <b>283,280</b> |               |               |               |               |
| Nợ                                  | 65,381         |               |               |               |               |
| Tiền & tương đương                  | 17,089         |               |               |               |               |
| Số lượng cổ phiếu                   | 5,814,785,700  |               |               |               |               |
| <b>Giá cổ phiếu (VND)</b>           | <b>34,550</b>  |               |               |               |               |
| <b>Tỷ lệ chiết khấu</b>             |                |               |               |               |               |
| Beta                                | 1.317          |               |               |               |               |
| Lãi suất phi rủi ro                 | 2.30%          |               |               |               |               |
| Phần bù rủi ro                      | 9.00%          |               |               |               |               |
| <b>Chi phí vốn chủ</b>              | <b>14.15%</b>  |               |               |               |               |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b>          | <b>5.00%</b>   |               |               |               |               |
| <b>WACC</b>                         | <b>10.01%</b>  |               |               |               |               |

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 12 tháng là 34,550 VND/cổ phiếu (Upside 21.7%).



**LIÊN HỆ**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: [www.psi.vn](http://www.psi.vn)

**Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,

Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-8) 3914 6789

Fax: (84-8) 3914 6969

**Chi nhánh TP. Vũng Tàu**

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.

Vũng Tàu

Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26

Fax: (84-64) 625 4521

**Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong,

Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338

Fax: (84-511) 389 9339

**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.