

# Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

## Triển vọng tích cực, chờ đợi giá thép

13/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**HPG hoàn thành 120% kế hoạch 2024**

HPG ghi nhận doanh thu, LNST công ty mẹ 2024 đạt 138,855/12,020 tỷ VND (tăng 17%/76% YoY). Động lực chính tới từ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 13% YoY và (2) biên lãi gộp tăng 245bps so với cùng kỳ nhờ chi phí đầu vào suy giảm

**Ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 27%/23% nhờ nhu cầu trong nước hồi phục**

Chúng tôi duy trì quan điểm về sự cải thiện của nhu cầu tiêu thụ nội địa, được thúc đẩy bởi (1) sự hồi phục của thị trường Bất động sản và (2) nhu cầu gia tăng từ các dự án đầu tư công. Bên cạnh đó, việc AD20 được thông qua và thuế CBPG với HRC Trung Quốc được áp dụng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ kế hoạch sản xuất của HPG sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động

**Biên lãi gộp ước tính đạt 15.2%/16.0% trong 2025/2026**

KBSV ước tính biên lãi gộp của HPG tăng 184/80bps so với cùng kỳ nhờ (1) sản lượng tiêu thụ chuyển dịch về thị trường nội địa (biên lãi gộp cao hơn so với xuất khẩu), (2) kỳ vọng giá thép trong nước tăng 2%/5% YoY, (3) biên lãi gộp có thể được cải thiện nếu giá quặng sắt, than cốc suy giảm do nhu cầu yếu tại Trung Quốc

**Giai đoạn 2 của Dung Quất 2 sẽ đi vào hoạt động từ 1Q2026**

Hiện tại, lò cao số 1 tại Dung Quất 2 đã đi vào hoạt động và sẽ bắt đầu đóng góp vào sản lượng từ 1Q2025 và lò cao số 2 sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ 1Q2026. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, kế hoạch sản xuất của HRC của HPG trong 2025-2026 ước tính đạt lần lượt 4.4/6.6 triệu tấn.

**Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 35,600 VND/cổ phiếu**

KBSV khuyến nghị MUA với HPG, định giá hợp lý ở mức 35,600/cổ phiếu, tăng 3% so với mức định giá trong báo cáo kỳ trước. So với mức giá đóng cửa ngày 12/03/2025, mức lợi nhuận kỳ vọng ở mức 28.1%.

## MUA duy trì

| Giá mục tiêu                              | VND 35,600 |
|-------------------------------------------|------------|
| Tăng/giảm (%)                             | 28.1%      |
| Giá hiện tại (12/03/2025)                 | VND 27,800 |
| Giá mục tiêu đồng thuận                   | VND 34,100 |
| Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD) | 178.5/7.0  |

### Dữ liệu giao dịch

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng       | 56.1%      |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD) | 509.4/20.0 |
| Sở hữu nước ngoài (%)              | 27.5%      |
| Cổ đông lớn                        |            |
| Trần Đình Long và gia đình         | 34.9%      |

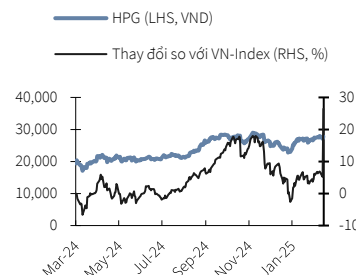
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M  | 3M   | 6M   | 12M  |
|-----------|-----|------|------|------|
| Tuyệt đối | 6.5 | -0.4 | 10.5 | 1.3  |
| Tương đối | 1.3 | -5.3 | 4.2  | -5.9 |

### Dự phóng KQKD & định giá

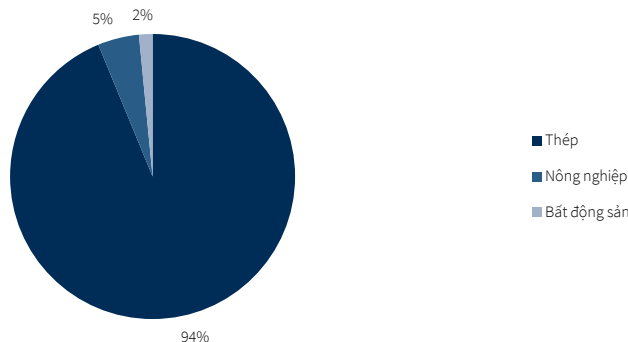
| FY-end                               | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh số thuần (tỷ VND)              | 118,953 | 138,855 | 165,661 | 204,551 |
| Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)            | 7,651   | 13,267  | 18,598  | 25,165  |
| Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND) | 6,835   | 12,020  | 16,338  | 22,145  |
| EPS (VND)                            | 1,175   | 1,879   | 2,554   | 3,462   |
| Tăng trưởng EPS (%)                  | -19%    | 60%     | 36%     | 36%     |
| P/E (x)                              | 23.8    | 14.2    | 13.6    | 10.0    |
| P/B (x)                              | 1.6     | 1.5     | 1.7     | 1.5     |
| ROE (%)                              | 7%      | 11%     | 13%     | 16%     |
| Tỷ suất cổ tức (%)                   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cấu trúc doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

HPG là doanh nghiệp đa ngành, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất gang thép, chiếm thị phần số 1 trong lĩnh vực sản xuất thép xây dựng, thép ống nội địa. HPG cũng là 1 trong 2 doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam có thể sản xuất thép cuộn cán nóng với công suất hiện tại đạt 3 triệu tấn/năm.

## Điểm nhấn đầu tư

**Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tăng 27%/23% YoY trong 2025-2026.** Động lực chính tới từ (1) thị trường Bất động sản hồi phục và (2) nhu cầu gia tăng tại các dự án đầu tư công tới hạn bàn giao. Bên cạnh đó, (3) thuế CBPG HRC Trung Quốc đã được phê duyệt trong tháng 02/2025 được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện sản xuất cho Dung Quất 2 sau khi đi vào hoạt động.

**Kỳ vọng giá thép trung bình tăng 2%/5% YoY trong 2025/2026.** KBSV ước tính biên lãi gộp của HPG đạt 15.2%/16.0% trong 2025/2026 nhờ (1) nhu cầu tập trung về thị trường trong nước (có biên lãi gộp cao hơn so với xuất khẩu), (2) giá thép nội địa hồi phục, (3) biên lợi nhuận có thể cải thiện nếu chi phí đầu vào suy giảm

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

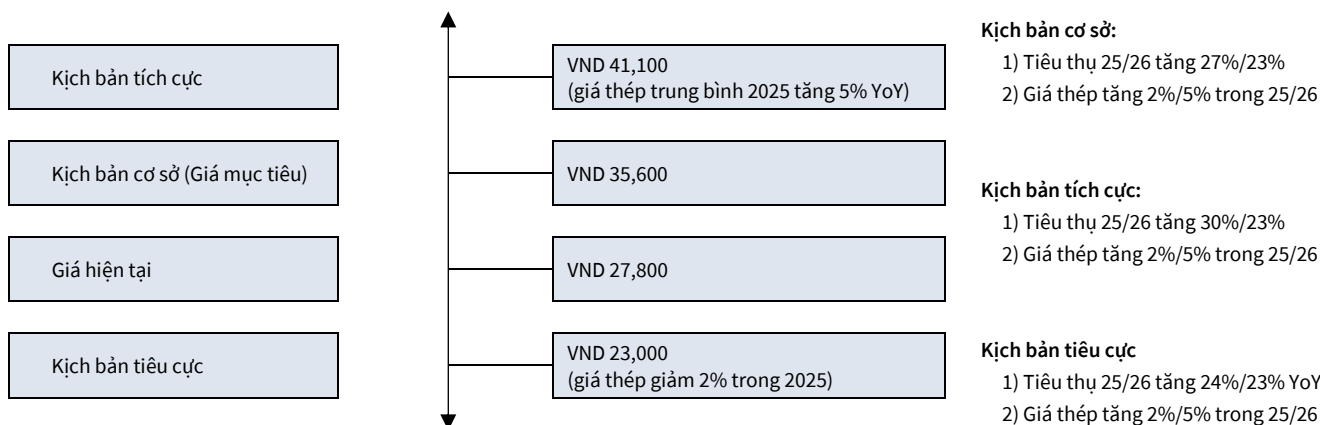
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (tỷ VND)        | Dự phóng của KBSV |         | Thay đổi với kỳ trước |       | Dự phóng đồng thuận* |         | Chênh lệch |       |
|-----------------|-------------------|---------|-----------------------|-------|----------------------|---------|------------|-------|
|                 | 2025E             | 2026E   | 2025E                 | 2026E | 2025E                | 2026E   | 2025E      | 2026E |
| Doanh thu       | 165,661           | 204,551 | 2.6%                  | -     | 167,720              | 208,084 | -1.2%      | -1.7% |
| EBIT            | 20,472            | 26,914  | 2.6%                  | -     | 20,063               | 25,968  | 2.0%       | 3.6%  |
| LNST công ty mẹ | 16,338            | 22,145  | 5.9%                  | -     | 16,446               | 21,349  | -1.2%      | 3.5%  |

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



## Cập nhật Kết quả Kinh doanh

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả Kinh doanh**

| (tỷ VND)                               | 4Q2023        | 4Q2024        | +/-%YoY    | 2023           | 2024           | +/-%YoY    | Chú thích                                                                                                                              |
|----------------------------------------|---------------|---------------|------------|----------------|----------------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                       | <b>34,384</b> | <b>34,491</b> | <b>0%</b>  | <b>118,953</b> | <b>138,855</b> | <b>17%</b> |                                                                                                                                        |
| Thép                                   | 32,539        | 31,995        | -2%        | 111,869        | 129,866        | 16%        | Sản lượng tiêu thụ 2024 tăng 13% YoY                                                                                                   |
| Nông nghiệp                            | 1,566         | 2,014         | 29%        | 6,152          | 6,907          | 12%        |                                                                                                                                        |
| Bất động sản                           | 279           | 481           | 73%        | 933            | 2,082          | 123%       | Bàn giao, cho thuê đất tại KCN Phố Nối A (Hưng Yên) và KCN Yên Mỹ II (Hưng Yên)                                                        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>4,472</b>  | <b>4,365</b>  | <b>-2%</b> | <b>12,938</b>  | <b>18,498</b>  | <b>43%</b> |                                                                                                                                        |
| Biên lợi nhuận gộp                     | 13.0%         | 12.7%         | -35 bps    | 10.9%          | 13.3%          | 245 bps    | Biên lãi gộp mảng thép 2024 tăng xấp xỉ 170bps YoY                                                                                     |
| Thu nhập tài chính                     | 732           | 701           | -4%        | 3,173          | 2,619          | -17%       |                                                                                                                                        |
| Chi phí tài chính                      | -1,127        | -1,015        | -10%       | -5,192         | -3,967         | -24%       | Chi phí lãi vay 2024 giảm 36% YoY nhờ (1) mặt bằng lãi suất thấp và (2) vốn hóa chi phí lãi vay đầu tư Dung Quất 2 vào tài sản cố định |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK            | 0             | 0             |            | 0              | 0              |            |                                                                                                                                        |
| SG&A                                   | -761          | -748          | -2%        | -3,269         | -3,883         | 19%        | Chi phí vận chuyển và xuất khẩu 2024 tăng 17% YoY                                                                                      |
| <b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>3,316</b>  | <b>3,303</b>  | <b>0%</b>  | <b>7,651</b>   | <b>13,267</b>  | <b>73%</b> |                                                                                                                                        |
| Thu nhập khác                          | 69            | -16           | -123%      | 142            | 426            | 200%       |                                                                                                                                        |
| Lợi nhuận trước thuế                   | 3,385         | 3,287         | -3%        | 7,793          | 13,693         | 76%        |                                                                                                                                        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>              | <b>2,969</b>  | <b>2,810</b>  | <b>-5%</b> | <b>6,800</b>   | <b>12,020</b>  | <b>77%</b> | <b>Hoàn thành 120% kế hoạch</b>                                                                                                        |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                 | <b>2,973</b>  | <b>2,807</b>  | <b>-6%</b> | <b>6,835</b>   | <b>12,020</b>  | <b>76%</b> |                                                                                                                                        |
| Biên LNST                              | 8.6%          | 8.1%          | -51 bps    | 5.7%           | 8.7%           | 291 bps    |                                                                                                                                        |

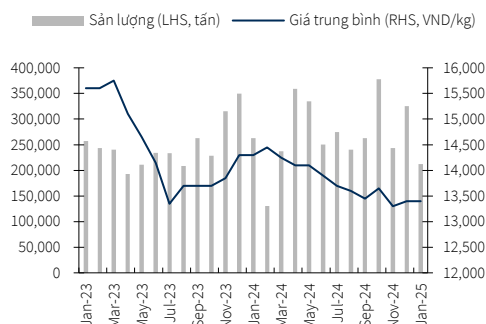
Nguồn: HPG, KBSV

**Bảng 2. Sản lượng tiêu thụ của HPG**

| (tấn)              | 4Q2023           | 4Q2024           | +/-%YoY    | 2023             | 2024             | +/-%YoY    | Chú thích                     |
|--------------------|------------------|------------------|------------|------------------|------------------|------------|-------------------------------|
| Thép xây dựng      | 1,212,796        | 1,159,301        | -4%        | 3,785,819        | 4,482,719        | 18%        | Tiêu thụ nội địa tăng 11% YoY |
| Thép cuộn cán nóng | 813,133          | 656,611          | -19%       | 2,795,123        | 2,925,137        | 5%         | Tiêu thụ nội địa tăng 24% YoY |
| Tôn mạ             | 88,554           | 101,654          | 15%        | 329,417          | 446,411          | 36%        |                               |
| Thép ống           | 195,995          | 204,585          | 4%         | 682,947          | 706,938          | 4%         |                               |
| <b>Tổng</b>        | <b>2,310,478</b> | <b>2,122,151</b> | <b>-8%</b> | <b>7,593,306</b> | <b>8,561,205</b> | <b>13%</b> |                               |

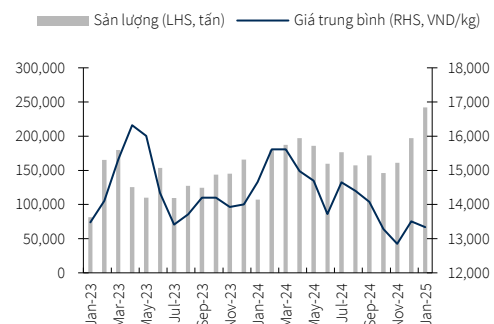
Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

**Biểu đồ 3. Sản lượng tiêu thụ và giá thép xây dựng của HPG**



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

**Biểu đồ 4. Sản lượng tiêu thụ và giá HRC của HPG**



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

### Áp thuế chống bán phá giá tạm thời với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc

Bộ Công thương đã ra quyết định áp thuế chống bán phá giá (CBPG) tạm thời với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc (AD20), mức thuế áp dụng 19.4% - 27.8%. Theo thống kê của chúng tôi, sản lượng nhập khẩu 2024 (đã loại trừ sản lượng lẫn tránh thuế) đạt 12.8 triệu tấn (+30% YoY), chủ yếu do tâm lý đầu cơ của các nhà phân phối trước nguy cơ AD20 được phê duyệt. Giả định rằng nhu cầu tiêu thụ 2025 đạt mức trung bình của giai đoạn 2022 – 2023 là 13.1 triệu tấn, nhu cầu nhập khẩu HRC trong năm ước tính đạt 7.5 triệu tấn (-41% YoY). Ngược lại, sản lượng tiêu thụ nội địa trong 2025 ước tính đạt 5.6 triệu tấn (+27% YoY). Chúng tôi cho rằng đây là cơ sở vững chắc giúp HPG có thể đạt kế hoạch về sản lượng sản xuất HRC là 4.2 triệu tấn trong 2025.

Theo ước tính của chúng tôi, năng lực sản xuất HRC nội địa dự phóng sẽ đảm bảo 103% nhu cầu tiêu thụ trong nước vào năm 2026 (Bảng 5). Tuy nhiên, dựa trên kế hoạch vận hành của HPG, tỷ lệ cung/cầu nội địa ước tính đạt 71% trong 2026. Chúng tôi cho rằng dư địa gia tăng sản lượng của HPG trong thời gian tới còn rất nhiều, đây sẽ là động lực tăng trưởng chính của HPG trong dài hạn.

### Nhu cầu trong nước tiếp tục cải thiện, tạo động lực thúc đẩy sản lượng tiêu thụ

Chúng tôi duy trì quan điểm về sự cải thiện nhu cầu tiêu thụ trong nước, với hai động lực chính bao gồm (1) sự hồi phục của thị trường Bất động sản và (2) nhu cầu tiêu thụ từ lĩnh vực đầu tư công gia tăng (chi tiết xem tại [báo cáo gần nhất](#)). Bên cạnh đó, với xu hướng bảo vệ ngành sản xuất trong nước và gia tăng áp dụng các biện pháp chống bán phá giá, chúng tôi cho rằng HPG sẽ được hưởng lợi nhờ thị phần lớn với thép xây dựng, HRC nội địa (ước tính đạt 40%/46% trong 2024). KBSV ước tính tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, HRC của HPG đạt 9.4/11.5 triệu tấn trong 2025/2026 (tăng 27%/23% YoY)

**Bảng 5. Giả định và dự phóng tiêu thụ HRC nội địa trong 2025-2026**

| (triệu tấn, %)                            | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | Giả định/Chú thích                           |
|-------------------------------------------|------|------|------|-------|-------|----------------------------------------------|
| Công suất                                 | 8.5  | 8.5  | 8.5  | 11.3  | 14.1  |                                              |
| HPG                                       | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 5.8   | 8.6   |                                              |
| FHS                                       | 5.5  | 5.5  | 5.5  | 5.5   | 5.5   |                                              |
| Sản lượng sản xuất                        | 5.4  | 6.7  | 6.8  | 8.3   | 10.3  |                                              |
| HPG                                       | 2.2  | 2.9  | 3.0  | 4.2   | 6.0   | Dựa trên kế hoạch vận hành của HPG           |
| FHS                                       | 3.1  | 3.8  | 3.8  | 4.1   | 4.3   | Sản lượng tăng 10%/5% YoY trong 2025/2026    |
| Tiêu thụ trong nước (Nhập khẩu + Nội địa) | 13.1 | 13.2 | 17.2 | 13.2  | 14.5  | Tiêu thụ 2025F bằng 2023, 2026F tăng 10% YoY |
| Nhập khẩu                                 | 8.8  | 9.8  | 12.8 | 7.5   | 7.5   |                                              |
| Xuất khẩu                                 | 1.2  | 3.4  | 2.2  | 2.4   | 3.0   |                                              |
| Nội địa                                   | 4.3  | 3.4  | 4.4  | 5.6   | 7.0   |                                              |
| Công suất sản xuất nội địa                | 63%  | 79%  | 80%  | 73%   | 73%   |                                              |
| HPG                                       | 74%  | 97%  | 101% | 72%   | 70%   |                                              |
| FHS                                       | 57%  | 69%  | 68%  | 75%   | 79%   |                                              |
| Kênh bán                                  | 100% | 100% | 100% | 100%  | 100%  | Tỷ trọng xuất khẩu/nội địa chiếm 30%/70%     |
| Xuất khẩu                                 | 22%  | 50%  | 33%  | 30%   | 30%   |                                              |
| Nội địa                                   | 78%  | 50%  | 67%  | 70%   | 70%   |                                              |
| Tiêu thụ/Sản xuất của HPG, FHS            | 102% | 101% | 97%  | 97%   | 97%   | Giả định tiêu thụ/sản xuất 2025/2026 đạt 97% |
| Cung/cầu trong nước                       | 41%  | 51%  | 40%  | 63%   | 71%   |                                              |
| Tiêu thụ trong nước/Công suất trong nước  | 154% | 156% | 203% | 117%  | 103%  |                                              |

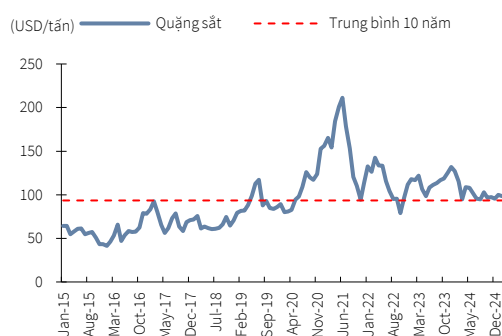
Nguồn: FiinProX, KBSV

### Kỳ vọng giá thép trung bình đi ngang so với cùng kỳ 2024, biên lãi gộp có sự cải thiện nhẹ

Giá HRC có xu hướng tăng nhờ kỳ vọng nhu cầu nội địa gia tăng sau khi Bộ Công thương áp dụng thuế CBPG tạm thời với HRC Trung Quốc. Trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ hồi phục, chúng tôi kỳ vọng giá HRC có xu hướng tăng nhẹ trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng giá thép vẫn có thể gặp áp lực điều chỉnh do chi phí đầu vào suy giảm. Cụ thể, nhu cầu tiêu thụ quặng sắt, than cốc tại Trung Quốc được dự báo suy giảm trong 2025 do nhu cầu tiêu thụ yếu và Chính phủ lên kế hoạch giảm cung trong năm.

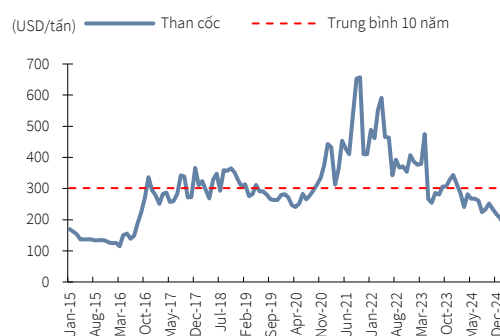
KBSV kỳ vọng giá thép nội địa tăng trung bình 2%/5% YoY trong 2025/2026 và dự phóng biên lãi gộp của HPG đạt lần lượt 15%/16%. Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp tăng 184/80 bps nhờ (1) xu hướng dịch chuyển kênh tiêu thụ về thị trường trong nước (có biên lãi gộp cao hơn so với xuất khẩu). Bên cạnh đó, (2) trong trường hợp chi phí đầu vào suy giảm, biên lãi gộp của HPG sẽ được hưởng lợi.

**Biểu đồ 6. Diễn biến giá quặng sắt 62% trong 10 năm**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 7. Diễn biến giá than cốc Trung Quốc trong 10 năm**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

### Dung Quất 2 hoạt động và đóng góp vào doanh thu của HPG từ 1Q2025

Giai đoạn 1 của Dung Quất 2 đã đi vào chạy thử và vận hành trong 2025, trong khi đó, tiến độ của giai đoạn 2 hiện tại đạt 50%. Theo kế hoạch của Ban lãnh đạo, năng lực sản xuất HRC của HPG dự kiến đạt 4.4/6.6 triệu tấn trong 2025/2026. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ HRC của HPG đạt 4.5/6.5 triệu tấn trong 2025/2026 (+54%/43% YoY).

**Bảng 8. Kế hoạch vận hành Dung Quất 2 của HPG**

|                   | Đơn vị    | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------------------|-----------|------|-------|-------|
| Công suất         | Triệu tấn | 3.0  | 5.8   | 8.6   |
| Dung Quất 1       | Triệu tấn | 3.0  | 3.0   | 3.0   |
| Dung Quất 2.1     | Triệu tấn | 0.0  | 2.8   | 2.8   |
| Dung Quất 2.2     | Triệu tấn | 0.0  | 0.0   | 2.8   |
| Kế hoạch vận hành | %         | 100% | 76%   | 77%   |
| Dung Quất 1       | %         | 100% | 100%  | 100%  |
| Dung Quất 2.1     | %         | 0%   | 50%   | 80%   |
| Dung Quất 2.2     | %         | 0%   | 0%    | 50%   |
| Kế hoạch sản xuất | Triệu tấn | 3.0  | 4.4   | 6.6   |
| Dung Quất 1       | Triệu tấn | 3.0  | 3.0   | 3.0   |
| Dung Quất 2.1     | Triệu tấn | 0.0  | 1.4   | 2.2   |
| Dung Quất 2.2     | Triệu tấn | 0.0  | 0.0   | 1.4   |

Nguồn: HPG, KBSV

## Dự phóng Kết quả Kinh doanh

**Bảng 8. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

| (tỷ VND)                               | 2024           | 2025           | +/-%YoY    | 2026           | +/-%YoY    | Chú thích                                                                                                                                        |
|----------------------------------------|----------------|----------------|------------|----------------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu</b>                       | <b>138,855</b> | <b>165,661</b> | <b>19%</b> | <b>204,551</b> | <b>23%</b> | <b>Tiêu thụ tăng 27%/23% YoY trong 2025-2026</b>                                                                                                 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>18,498</b>  | <b>25,110</b>  | <b>36%</b> | <b>32,641</b>  | <b>30%</b> |                                                                                                                                                  |
| Biên lợi nhuận gộp                     | 13.3%          | 15.2%          | 184 bps    | 16.0%          | 80 bps     | Kỳ vọng giá thép tăng 2%/5% YoY trong 2025/2026, sản lượng tiêu thụ tập trung về thị trường trong nước với biên lãi gộp cao hơn so với xuất khẩu |
| Lãi tiền gửi                           | 1,206          | 1,057          | -12%       | 1,444          | 37%        |                                                                                                                                                  |
| Chi phí lãi vay                        | -2,287         | -2,695         | 18%        | -3,193         | 18%        | Dừng vốn hóa chi phí lãi vay thuộc Dung Quất 2                                                                                                   |
| Lãi/lỗ tỷ giá, khác                    | -312           | -235           | -25%       | 0              | -100%      |                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận từ công ty LD, LK            | 0              | 0              |            | 0              |            |                                                                                                                                                  |
| SG&A                                   | -3,883         | -4,639         | 19%        | -5,727         | 23%        | Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng khi Dung Quất 2 đi vào vận hành                                                                                |
| <b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>13,267</b>  | <b>18,598</b>  | <b>40%</b> | <b>25,165</b>  | <b>35%</b> |                                                                                                                                                  |
| Thu nhập khác                          | 426            | 0              | -100%      | 0              |            |                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận trước thuế                   | 13,693         | 18,598         | 36%        | 25,165         | 35%        |                                                                                                                                                  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>              | <b>12,020</b>  | <b>16,338</b>  | <b>36%</b> | <b>22,145</b>  | <b>36%</b> |                                                                                                                                                  |
| <b>LNST công ty mẹ</b>                 | <b>12,020</b>  | <b>16,338</b>  | <b>36%</b> | <b>22,145</b>  | <b>36%</b> |                                                                                                                                                  |
| Biên LNST                              | 8.7%           | 9.9%           | 121 bps    | 10.8%          | 96 bps     |                                                                                                                                                  |

Nguồn: HPG, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 35,600 VND/cổ phiếu**

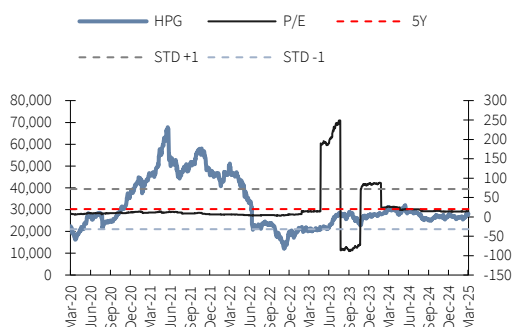
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA, PER mục tiêu và xác định giá trị hợp lý của HPG là 35,600 VND/cổ phiếu (tăng 3% so với định giá kỳ trước). Nguyên nhân dẫn tới sự điều chỉnh này là nhờ (1) dự phóng LNST cổ đông công ty mẹ 2025 tăng 5.6% so với kỳ đánh giá gần nhất và (2) nâng hệ số mục tiêu của phương pháp EV/EBITDA lên 10x (so với 9x trong kỳ trước) để phản ánh tiềm năng tăng trưởng sản lượng sản xuất từ Dung Quất 2 sau khi AD20 được phê duyệt.

**Bảng 12. Tổng hợp định giá**

| Phương pháp  | Hệ số mục tiêu | Định giá | Tỷ trọng | Giá mục tiêu |
|--------------|----------------|----------|----------|--------------|
| EV/EBITDA    | 10             | 38,300   | 50%      | 19,150       |
| P/E          | 13             | 33,000   | 50%      | 16,500       |
| Giá mục tiêu |                |          |          | 35,600       |

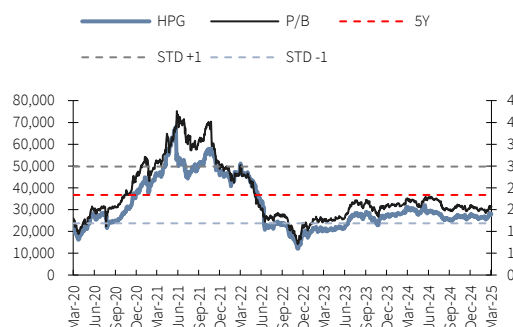
Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 13. PER của HPG**



Nguồn: FiinProX, KBSV

**Biểu đồ 14. PBR của HPG**



Nguồn: FiinProX, KBSV

## HPG – Bảng tóm tắt KQKD và dự phóng 2023A – 2026F

| Báo cáo Kết quả HKKD<br>(Tỷ VND)<br>(Báo cáo chuẩn)          |             |             |             |             | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VND)<br>(Báo cáo chuẩn) |                |                |                |                |
|--------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                              | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        |                                                     | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           |
| Doanh số thuần                                               | 118,953     | 138,855     | 165,661     | 204,551     | <b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>                            | 187,783        | 224,490        | 238,415        | 262,886        |
| Giá vốn hàng bán                                             | -106,015    | -120,358    | -140,551    | -171,910    | <b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>                             | 82,716         | 87,079         | 95,999         | 125,224        |
| Lãi gộp                                                      | 12,938      | 18,498      | 25,110      | 32,641      | Tiền và tương đương tiền                            | 12,252         | 6,888          | 5,478          | 25,315         |
| Thu nhập tài chính                                           | 3,173       | 2,619       | 1,057       | 1,444       | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn                       | 22,177         | 18,975         | 18,975         | 18,975         |
| Chi phí tài chính                                            | -5,192      | -3,967      | -2,930      | -3,193      | Các khoản phải thu                                  | 10,702         | 7,622          | 10,600         | 13,128         |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                    | -3,585      | -2,287      | -2,695      | -3,193      | Hàng tồn kho, ròng                                  | 34,504         | 46,521         | 53,873         | 60,734         |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                 | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>                              | 105,066        | 137,411        | 142,416        | 137,662        |
| Chi phí bán hàng                                             | -1,961      | -2,337      | -2,792      | -3,448      | Phải thu dài hạn                                    | 1,881          | 950            | 950            | 950            |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                 | -1,307      | -1,546      | -1,846      | -2,280      | Tài sản cố định                                     | 71,998         | 67,428         | 96,605         | 120,207        |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                             | 7,651       | 13,267      | 18,598      | 25,165      | Tài sản dở dang dài hạn                             | 26,099         | 63,749         | 39,613         | 11,291         |
| Thu nhập khác                                                | 772         | 1,160       | 0           | 0           | Đầu tư dài hạn                                      | 40             | 137            | 137            | 137            |
| Chi phí khác                                                 | -630        | -733        | 0           | 0           | Lợi thế thương mại                                  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Thu nhập khác, ròng                                          | 142         | 426         | 0           | 0           | <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>                                  | 84,946         | 109,842        | 107,429        | 109,754        |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                               | 0           | 0           | 0           | 0           | Nợ ngắn hạn                                         | 71,513         | 75,503         | 80,091         | 85,916         |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                                     | 7,793       | 13,693      | 18,598      | 25,165      | Phải trả người bán                                  | 12,387         | 14,110         | 16,812         | 19,289         |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                           | -992        | -1,673      | -2,260      | -3,020      | Người mua trả tiền trước                            | 54,982         | 55,883         | 57,194         | 60,029         |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                                      | 6,800       | 12,020      | 16,338      | 22,145      | Vay ngắn hạn                                        | 4,144          | 5,511          | 6,085          | 6,597          |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                 | -35         | 0           | 0           | 0           | Nợ dài hạn                                          | 13,433         | 34,339         | 27,339         | 23,839         |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ                         | 6,835       | 12,020      | 16,338      | 22,145      | Phải trả nhà cung cấp dài hạn                       | 2,324          | 6,005          | 6,005          | 6,005          |
|                                                              |             |             |             |             | Vay dài hạn                                         | 10,399         | 27,080         | 20,080         | 16,580         |
|                                                              |             |             |             |             | Phải trả dài hạn khác                               | 709            | 1,253          | 1,253          | 1,253          |
| <b>Chỉ số hoạt động</b>                                      | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> | <b>2026</b> | <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>                               | <b>102,836</b> | <b>114,647</b> | <b>130,986</b> | <b>153,131</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                        | 10.9%       | 13.3%       | 15.2%       | 16.0%       | Vốn góp                                             | 58,148         | 63,963         | 63,963         | 63,963         |
| Tỷ suất EBITDA                                               | 12.5%       | 14.8%       | 15.6%       | 16.8%       | Thặng dư vốn cổ phần                                | 3,212          | 0              | 0              | 0              |
| Tỷ suất EBIT                                                 | 6.8%        | 9.8%        | 11.4%       | 12.3%       | Quỹ khác                                            | 818            | 816            | 816            | 816            |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                 | 6.6%        | 9.9%        | 11.2%       | 12.3%       | Lãi chưa phân phối                                  | 40,593         | 49,576         | 65,915         | 88,060         |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD                                     | 6.4%        | 9.6%        | 11.2%       | 12.3%       | Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác                  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                      | 5.7%        | 8.7%        | 9.9%        | 10.8%       | Lợi ích cổ đông không kiểm soát                     | 66             | 293            | 293            | 293            |
|                                                              |             |             |             |             |                                                     |                |                |                |                |
| <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br/>(Tỷ VND)</b>               |             |             |             |             | <b>Chỉ số chính<br/>(x, %, VND)</b>                 |                |                |                |                |
|                                                              | 2023        | 2024        | 2025        | 2026        |                                                     | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           |
| Lãi trước thuế                                               | 7,793       | 13,694      | 18,598      | 25,165      | <b>Chỉ số định giá</b>                              |                |                |                |                |
| Khấu hao TSCĐ                                                | 6,774       | 6,973       | 6,945       | 9,132       | P/E                                                 | 23.8           | 14.2           | 13.6           | 10.0           |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                 | -1,928      | -1,256      | 0           | 0           | P/E pha loãng                                       | 23.8           | 14.2           | 13.6           | 10.0           |
| Chi phí lãi vay                                              | 3,585       | 2,287       | 2,695       | 3,193       | P/B                                                 | 1.6            | 1.5            | 1.7            | 1.5            |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                   | 15,421      | 21,808      | 28,238      | 37,489      | P/S                                                 | 1.4            | 1.2            | 1.3            | 1.1            |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                               | -5,602      | -2,155      | -2,978      | -2,527      | P/Tangible Book                                     | 2.3            | 2.5            | 2.3            | 1.8            |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho                                     | 1,026       | -10,760     | -7,352      | -6,861      | P/Cash Flow                                         | 18.8           | 24.3           | 13.7           | 8.9            |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                               | 2,610       | 2,406       | 2,702       | 2,478       | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA                         | 13.1           | 11.4           | 10.7           | 7.6            |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                | -88         | -220        | 0           | 0           | Giá trị doanh nghiệp/EBIT                           | 22.3           | 16.9           | 14.3           | 10.2           |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác        | -4,724      | -4,052      | -4,381      | -5,700      |                                                     |                |                |                |                |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 8,643       | 7,027       | 16,229      | 24,879      | <b>Hiệu quả quản lý</b>                             |                |                |                |                |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác         | -17,374     | -35,479     | -11,950     | -4,377      | ROE%                                                | 7%             | 11%            | 13%            | 16%            |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                    | 206         | 831         | 0           | 0           | ROA%                                                | 4%             | 6%             | 7%             | 9%             |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                             | -39,804     | -29,094     | 0           | 0           | ROIC%                                               | 4%             | 7%             | 8%             | 10%            |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ         | 43,280      | 32,063      | 0           | 0           | <b>Cấu trúc tài chính</b>                           |                |                |                |                |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                             | 0           | 0           | 0           | 0           | Tỷ suất thanh toán tiền mặt                         | 0.2            | 0.1            | 0.1            | 0.3            |
| Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác   | -526        | 258         | 0           | 0           | Tỷ suất thanh toán nhanh                            | 0.6            | 0.4            | 0.4            | 0.7            |
| Cố tức và tiền lãi nhận được                                 | 2,222       | 1,277       | 0           | 0           | Tỷ suất thanh toán hiện thời                        | 1.2            | 1.2            | 1.2            | 1.5            |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư                  | -11,995     | -30,143     | -11,950     | -4,377      | Vốn vay dài hạn/Vốn CSH                             | 0.1            | 0.2            | 0.2            | 0.1            |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp                    | 1           | 233         | 0           | 0           | Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản                        | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 0.1            |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                   | -2          | 0           | 0           | 0           | Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH                            | 0.5            | 0.5            | 0.4            | 0.4            |
| Tiền thu được các khoản đi vay                               | 127,233     | 174,423     | 0           | 0           | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản                       | 0.3            | 0.2            | 0.2            | 0.2            |
| Trần trả các khoản đi vay                                    | -119,948    | -156,899    | -5,689      | -665        | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH                            | 0.2            | 0.2            | 0.2            | 0.2            |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính                    | 0           | 0           | 0           | 0           | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản                       | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 0.1            |
| Cố tức đã trả                                                | -8          | -5          | 0           | 0           | Tổng công nợ/Vốn CSH                                | 0.2            | 0.2            | 0.2            | 0.2            |
| Tiền lãi đã nhận                                             | 0           | 0           | 0           | 0           | Tổng công nợ/Tổng Tài sản                           | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 0.1            |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                    | 7,276       | 17,752      | -5,689      | -665        | <b>Chỉ số hoạt động</b>                             |                |                |                |                |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                               | 3,924       | -5,365      | -1,410      | 19,837      | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng                 | 18.2           | 17.2           | 15.4           | 16.7           |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                              | 8,325       | 12,252      | 6,888       | 5,478       | Hệ số quay vòng HTK                                 | 2.8            | 3.0            | 2.9            | 2.9            |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                             | 12,252      | 6,888       | 5,478       | 25,315      | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp               | 9.1            | 9.5            | 8.9            | 10.0           |

Nguồn: KBSV



KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Khối phân tích**

research@kbsec.com.vn

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**

binhnx@kbsec.com.vn

**Tài chính****Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**

linhpp@kbsec.com.vn

**Hàng tiêu dùng****Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnhd@kbsec.com.vn

**Bất động sản****Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích**

trangnt6@kbsec.com.vn

**Công nghiệp & Vật liệu****Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**

nguyennd1@kbsec.com.vn

**Vĩ mô & Chiến lược****Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**

tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**

thuannd@kbsec.com.vn

**Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ****Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

**Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích**

anhnv3@kbsec.com.vn

**Bộ phận Hỗ trợ****Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.