

KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG) THỜI ĐIỂM XẤU NHẤT ĐÃ QUA. HƯỚNG TỚI PHỤC HỒI

Giá hiện tại:	21,500	Ngày viết báo cáo:	06/04/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	5,815	TRẦN ĐÌNH LONG	26.1%
Giá mục tiêu mới:	25,000	Vốn hóa (tỷ VND)	5,267	VŨ THỊ HIỀN	7.3%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ)	510	VOF INVESTMENT LIMITED	3.7%
Tiềm năng tăng giá	16%	Sở hữu nước ngoài	23.66%	VINA CAPITAL VN OPP FUND	3.6%

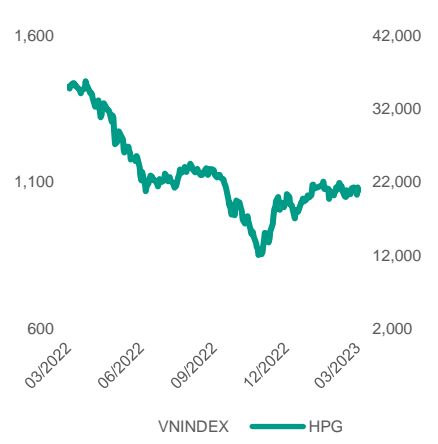
Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2023 là **25,000 VNĐ/CP** (Upside +16% so với giá đóng cửa ngày 5/4/2023), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.3x -1.4x. Với phương pháp P/B, BSC đánh giá từ quan điểm ngành thép đang ở đáy chu kỳ suy thoái. Tuy nhiên, **(1)** Thời điểm xấu nhất đối với HPG đã qua, **(2)** Vị thế đầu ngành thép và sẽ gia tăng trong 2024-2025 nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động, **(3)** HPG có chất lượng quản trị doanh nghiệp rất tốt.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Định giá phù hợp để mua cho dài hạn: Theo dõi giai đoạn 2009-2023, P/B của HPG dao động từ 0.6x – 3.5x. Hiện tại, HPG đang giao dịch với P/B FWD 2023 = 1.1x, thuộc vùng định giá cận đáy của chu kỳ ngành thép, phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 134,005 tỷ VND (-5% yoy), NPATMI = 9,184 tỷ VND (+8% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,579 VND/CP, P/E FWD 2023 = 13x, P/B FWD 2023 = 1.1x dựa trên các giả định chính như sau:

- Sản lượng đi ngang, giá bán thép xây dựng/tôn mạ -6-8% yoy, giá HRC -18% yoy.
- Biên lợi nhuận gộp +0.4 điểm% do kỳ vọng giá nguyên vật liệu ít biến động hơn trong năm 2023.
- Chi phí lãi vay +18% yoy do (1) mặt bằng lãi suất tăng, (2) nợ vay ngắn dài hạn + 6% yoy để đầu tư dự án Dung Quất.

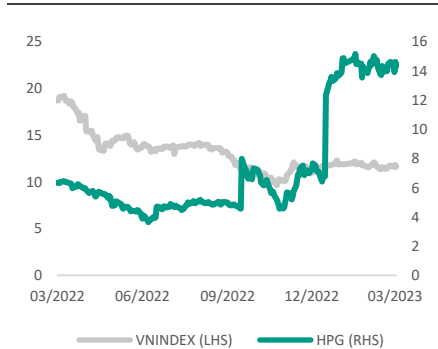
TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2023

- Đối với triển vọng kinh doanh năm 2023, BSC kỳ vọng (1) sản lượng phục hồi kể từ 2H.2023, (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ +0.4 điểm % nhờ giá nguyên vật liệu ít biến động hơn.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- KQKD Quý 1.2023 của HPG sẽ khả quan hơn nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện trong bối cảnh hàng tồn kho giá cao đã được xử lý một phần.

Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer
PE (x)	4.5	13	13	12
PB (x)	1.7	1.1	1.2	1.2
PS (x)	1.65	1.05	0.8	1.4
ROE (%)	23%	38%	9%	11%
ROA (%)	10%	19%	5%	6%

KQKD	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	90,119	149,680	141,409	134,005
Lợi nhuận gộp	18,904	41,108	16,763	16,469
NPATMI	13,450	34,478	8,484	9,184
EPS	4,060	7,708	1,459	1,579
Tăng trưởng EPS	49%	90%	-81%	8%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4.2022 & TRIỂN VỌNG QUÝ 1.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của HPG trong Quý 1.2023

BC KQKD	Q4.2021	Q4.2022	% QoQ	% YoY	2021	2022	% YoY	Nhận xét của BSC
Doanh thu thuần	44,711	25,826	-24%	-42%	149,680	141,409	-6%	<p>Kết thúc năm 2022, HPG ghi nhận doanh thu thuần = 141,409 tỷ VNĐ (-6% yoy), NPATMI = 8,484 tỷ VNĐ (-75% yoy). Trong đó:</p> <ul style="list-style-type: none"> Doanh thu giảm -6% yoy do sản lượng giảm -7% yoy; Biên lợi nhuận gộp đạt 12%, giảm 16 điểm % so với năm 2021 do giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh. Chi phí lãi vay +22% yoy do (1) mặt bằng lãi suất tăng, (2) dư nợ vay dài hạn tăng Chi phí tài chính +91% yoy do ghi nhận lỗ tỷ giá trong Quý 3.2022. <p>Đánh giá chung: Lợi nhuận HPG giảm mạnh (-75% yoy) do (1) biên lợi nhuận gộp giảm 16 điểm %, (2) lỗ từ chênh lệch tỷ giá.</p>
Thép	42,598	23,738	-35%	-44%	140,395	138,250	-2%	
Nông nghiệp	1,781	1,690	8%	-5%	7,966	6,583	-17%	
Bất động sản	332	398	-35%	20%	1,319	1,151	-13%	
Giá vốn	(35,123)	(26,711)	-19%	-24%	(108,571)	(124,646)	15%	
Lãi gộp	9,587	(885)	-188%	-109%	41,108	16,763	-59%	
DTTC	857	1,541	74%	80%	3,081	3,858	25%	
CPTC	(1,184)	(1,688)	-27%	43%	(3,741)	(7,141)	91%	
Trong đó: Lãi vay	(630)	(933)	11%	48%	(2,526)	(3,084)	22%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(711)	(716)	13%	1%	(2,120)	(2,666)	26%	
CP QLDN	(509)	(343)	17%	-33%	(1,324)	(1,019)	-23%	
Lãi từ HĐKD								
Thu nhập khác, ròng	(2)	13	-75%	-768%	48	129	167%	
EBT								
Thuế TNDN	(619)	80	-116%	-113%	(2,536)	(1,479)	-42%	
NPAT	7,419	(1,999)	12%	-127%	34,521	8,444	-76%	
Lợi ích CĐTS	(8)	(7)	-38%	-10%	43	(39)	-191%	
NPATMI	7,427	(1,992)	12%	-127%	34,478	8,484	-75%	
Sản lượng (tấn)								
Tổng sản lượng	2,529,437	1,754,486	-11%	-31%	8,843,134	8,182,478	-7%	
Thép xây dựng	1,092,104	820,740	-24%	-25%	3,889,683	4,198,408	8%	
Phôi thép	474,894	88,809	292%	-81%	1,278,883	287,505	-78%	
Thép ống	177,448	172,234	-14%	-3%	675,364	749,297	11%	
Tôn mạ	155,710	79,459	16%	-49%	428,785	317,384	-26%	
HRC/CRC	629,281	593,244	-3%	-6%	2,570,419	2,629,884	2%	
Giá bán (VNĐ/kg)								
Bình quân (DT/SL)	16,841	13,530	-27%	-20%	15,876	16,896	6%	
Thép xây dựng	18,348	16,080	-7%	-12%	17,728	17,931	1%	
Thép ống	26,667	21,100	-9%	-21%	23,800	24,200	2%	
Tôn mạ	31,000	29,600	-3%	-5%	28,550	31,417	10%	
HRC/CRC	810	582	-26%	-28%	823	740	-10%	
Biên lợi nhuận gộp	21%	-3%	-6%	-25%	27%	12%	-16%	
Biên lợi nhuận ròng	17%	-8%	-3%	-24%	23%	6%	-17%	

Nguồn: HPG

QUÝ 1.2023 - KHẢ QUAN HƠN NHỜ HÀNG TỒN KHO GIÁ CAO ĐÃ XỬ LÝ MỘT PHẦN, DÙ NHU CẦU VẮN YẾU

1. Trong Quý 1.2023, nhu cầu tiêu thụ vẫn sẽ yếu do thị trường bất động sản chững lại. Trong Quý 4.2022, tổng sản lượng tiêu thụ thép đạt 1.75 triệu tấn (-11% QoQ). Trong đó:

- Thép xây dựng (-7% QoQ);
- Thép ống (-14% QoQ);
 - HRC/CRC (-3% QoQ).

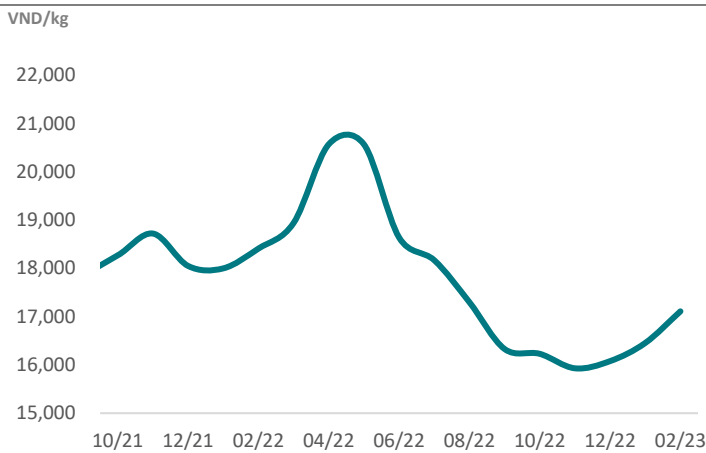
So với Quý 3.2022, sản lượng trong Quý 4 giảm 11% QoQ do ảnh hưởng bởi Bất động sản trong nước. Tại T3.2023, chưa có tín hiệu cải thiện nào về thị trường Bất động sản. Do vậy, BSC cho rằng nhu cầu vắn yếu trong Quý 1.2023, và ước tính sản lượng trong Quý 1.2023 = 1.6 triệu tấn (-4% QoQ).

2. Giá niêm yết tăng trong Quý 1.2023, sẽ phản ánh vào KQDK Quý 2.2023. Nhìn lại Quý 4.2022, giá bán thép vẫn trong xu hướng giảm do nhu cầu yếu kể trên. **Sang Quý 1.2023, giá thép niêm yết phục hồi nhờ (1)** nguồn cung thép vẫn hạn chế, **(2)** Chi phí đầu tăng kéo theo các doanh nghiệp thép phải tăng giá bán. ([Chi tiết tham khảo Báo cáo HSG](#)). Tính tới T3, giá niêm yết thép xây dựng, thép ống, tôn mạ, HRC đã +6%/+6%/+6%/+11% ytd. **BSC kỳ vọng xu hướng tăng giá thép sẽ kéo dài sang đến giữa Quý 2.2023**, nhờ nhu cầu Bất động sản từ Trung Quốc đang hồi phục và đang bước vào mùa cao điểm.

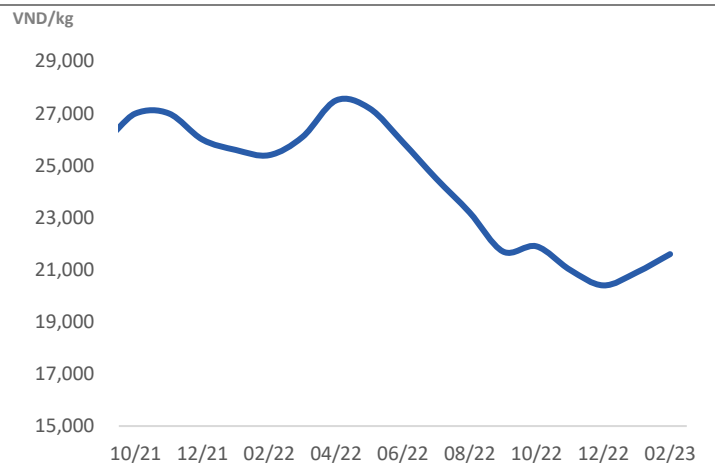
BSC cho rằng việc giá thép tăng sẽ phản ánh mạnh hơn vào KQDK Quý 2.2023 do **(1)** đợt tăng giá thép Việt Nam rơi vào sau Tết Nguyên đán, và **(2)** các hợp đồng thường đặt trước 2 tháng. Trong Quý 1.2023, BSC dự báo giá thép xây dựng trung bình HPG = 14,300 VNĐ/kg (-2% QoQ, -22% yoy), HRC = 578 USD/tấn (-1% QoQ, -30% yoy).

3. Biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 6-7% trong Quý 1.2023. Trong Q4.2022, biên lợi nhuận gộp giảm 6 điểm % so với Q3.2022, chủ yếu do chịu ảnh hưởng bởi chi phí đầu vào cao từ giai đoạn trước đó. **Sang Quý 1.2023, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 6-7%** nhờ **(1)** hàng tồn kho giá cao cơ bản đã được xử lý trước đó, **(2)** giá nguyên vật liệu đầu vào đã ổn định hơn từ Tháng 8 – Tháng 12.2022 là cơ sở để HPG giảm giá vốn hàng tồn kho.

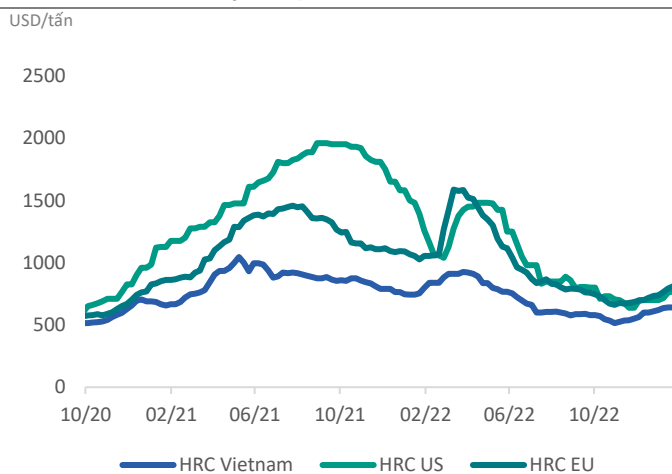
Hình 2: Giá thép xây dựng +6% ytd – tại T3.2023



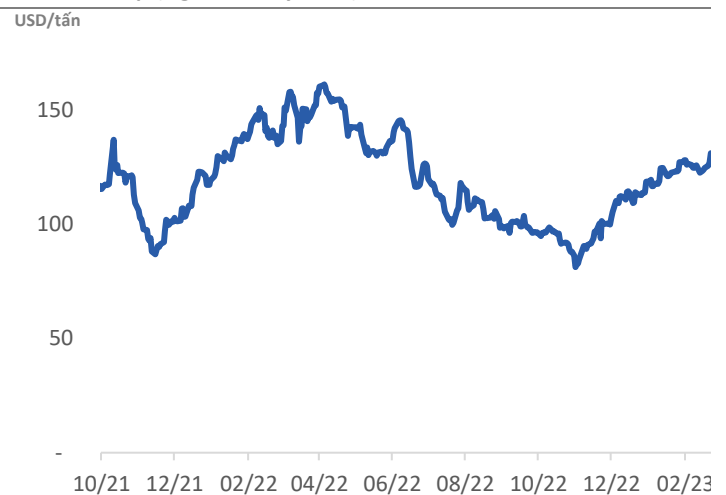
Hình 3: Giá thép ống +6% ytd – tại T3.2023



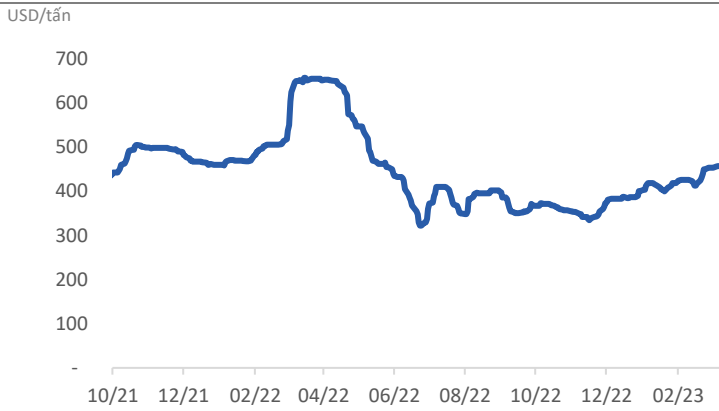
Hình 4: Giá HRC +11% ytd – tại T3.2023



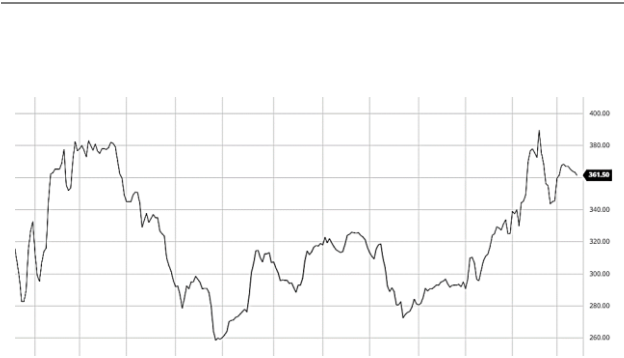
Hình 5: Giá quặng sắt + 9% ytd – tại T3.2023



Hình 6: Giá thép phế liệu +14% ytd – tại T3.2023



Hình 7: Giá than +21% ytd – tại T3.2023



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

KQKD QUÝ 1.2023 - BẮT ĐẦU GHI NHẬN LÃI TỪ THÁNG 3.2023

KQKD Quý 1.2023 của HPG sẽ khả quan hơn nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện trong bối cảnh hàng tồn kho giá cao đã được xử lý một phần. HPG đã ghi nhận lãi trở lại vào Tháng 3. BSC dự báo lợi nhuận kinh doanh của HPG lãi nhẹ 0-300 tỷ VNĐ trong Quý 1.2023. Với kịch bản tích cực nhất, BSC kỳ vọng HPG sẽ ghi nhận mức lãi nhẹ (~250 tỷ VNĐ), dựa trên giả định chính bao gồm: Sản lượng tiêu thụ = 1.6 triệu tấn (-4% QoQ), giá thép xây dựng = 14,300 VNĐ/kg (-2% QoQ), HRC = 578 USD/tấn (-1% QoQ), biên lợi nhuận gộp = 6-7%.

Hình 8: Dự báo kết quả kinh doanh trong Quý 1.2023

KQKD	Q4.2022	Q1.2023F	% QoQ
Doanh thu thuần	25,826	24,300	-7%
Lợi nhuận gộp NPAT	(885)	1,729	
	(1,999)	250	
Biên lợi nhuận gộp	-3.4%	7%	
Biên lợi nhuận ròng	-7.7%	1%	

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 9: Giả định dự báo kết quả kinh doanh Quý 1.2023

Giả định	Q4.2022	Q1.2023F	% QoQ	Ước tính
Sản lượng (tấn)	1,665,677	1,606,000	-4%	BSC dự báo sản lượng thép trong Quý 1.2023 = 1.6 triệu tấn (-4% QoQ) dựa trên giả định <ul style="list-style-type: none"> Sản lượng 2T = 0.9 triệu tấn, và Sản lượng tháng 3 = 0.56 triệu tấn, gần như tương đương so với bình quân/tháng trong Q4.2022-2T.2023 do thị trường bất động sản chững lại.
Thép xây dựng	820,740	868,000	6%	
Thép ống	172,234	160,000	-7%	
Tôn mạ	79,459	70,000	-12%	
HRC/CRC	593,244	482,000	-19%	
Phôi thép	88,809	26,000	-71%	
Giá bán (VNĐ/kg)				BSC dự báo giá thép xây dựng trung bình HPG = 14,300 VNĐ/kg (-2% QoQ), HRC = 578 USD/tấn (-1% QoQ). Giá thép dự báo giảm -1-2% QoQ. Nguyên nhân đến từ việc (1) đợt tăng giá thép rơi chủ yếu vào sau Tết, (2) các hợp đồng bán hàng thường được ký trước 2 tháng, do vậy, sẽ phản ánh mạnh hơn vào Quý 2.2023.
Thép xây dựng	14,600	14,308	-2%	
Thép ống	21,154	20,731	-2%	
Tôn mạ	27,676	27,123	-2%	
HRC/CRC (USD/tấn)	584	578	-1%	
Phôi thép	12,410	12,162	-2%	
Giá nguyên vật liệu (USD/tấn)				BSC dự báo giá quặng sắt = 125 USD/tấn (-4% QoQ), giá than cốc = 358 USD/tấn (-16% QoQ), giá thép phế = 401 USD/tấn (-19% QoQ), dựa trên giả định tương đối thận trọng về độ trễ thành phẩm 8 tháng.
Quặng sắt	130	125	-4%	
Than cốc	425	358	-16%	
Thép phế	494	401	-19%	

Nguồn: BSC Research dự báo

CẬP NHẬT THÔNG TIN QUAN TRỌNG ĐHCĐ NĂM 2023 – MỞ LẠI Lò CAO TRONG T4-T5

- Tiến độ dự án Dung Quất 2 – Đi đúng tiến độ:** HPG đã ký kết xong hợp đồng với các nhà thầu xây dựng, đang trong giai đoạn thi công. Dự án dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2024, đóng góp thêm 80,000 tỷ VNĐ – 100,000 tỷ VNĐ vào tổng doanh thu của HPG.
→ **BSC đánh giá dự án Dung Quất 2 vẫn đang đi đúng tiến độ HPG đề ra.**
- Tiến độ mở lại lò:** HPG dự kiến mở thêm 1 lò cao trong Tháng 4, và kỳ vọng mở thêm 2 lò nữa vào tháng 5 do hàng tồn kho thành phẩm của HPG đang ở mức thấp.
→ **BSC đánh giá thời điểm xấu nhất đối với HPG đã qua (Chi tiết phần II).** Trong các quý tới, BSC cho rằng sản lượng thép thô của HPG có thể duy trì ở mức 500,000 tấn/tháng (tương đương với Quý 1.2023). Do đó, việc mở thêm 1 lò cao vào Tháng 4 và 1 lò cao nữa vào tháng 5 là tương đối hợp lý. Việc mở thêm lò cao cuối cùng sẽ phụ thuộc rất nhiều vào nhu cầu thị trường.

Danh sách lò của HPG	Tình trạng hoạt động tại Tháng 3.2023	Công suất/tháng			
		5/8 lò hoạt động (Tại T3.2023)	6/8 lò hoạt động (Dự kiến tại T4.2023)	7/8 lò hoạt động	8/8 lò hoạt động
EAF - Hưng Yên	Đang hoạt động	33,333	33,333	33,333	33,333
BOF 1,2,3 - Hải Dương	Đang hoạt động	183,333	183,333	183,333	183,333
BOF 1,2 Dung Quất 1	½ lò đang hoạt động, dự kiến mở 1 lò còn lại vào Tháng 4	100,000	200,000	200,000	200,000
BOF 3,4 Dung Quất 1	100% đóng lò, dự kiến mở lại vào tháng 5	-	-	100,000	200,000
Tổng công suất (H=100%)		316,667	416,667	516,667	616,667

* BSC giả định các lò cao của HPG hoạt động 100%. Tuy nhiên, trong thực tế, các lò có thể hoạt động vượt công suất từ 110-120%.

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023

Đối với triển vọng kinh doanh năm 2023, BSC kỳ vọng (1) nhu cầu tiêu thụ sẽ phục hồi kể từ 2H.2023, (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ +0.4 điểm % nhờ giá nguyên vật liệu ít biến động hơn.

1. BSC dự báo sản lượng tiêu thụ của HPG = 7.9 triệu tấn (-4% yoy), dựa trên cơ sở:

- BSC cho rằng nhu cầu tiêu thụ vẫn yếu trong Quý 1** – do (i) kinh tế toàn cầu chậm lại, (ii) ngành bất động sản chững lại.
- BSC kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sẽ quay trở lại từ nửa sau Quý 2.** Trong đó:
 - Đối với tiêu thụ nội địa, BSC kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi nhờ **(1)** Các chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản được thông qua, **(2)** Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công. Tại Tháng 3.2023, theo khảo sát của BSC, một số dự án Bất động sản của VHM, Masterise, . . đã quay trở lại và thi công. Tuy nhiên, BSC cho rằng tốc độ phục hồi sẽ tương đối chậm do thị trường bất động sản cần thời gian để tái cấu trúc dự án.
 - Đối với xuất khẩu, BSC kỳ vọng **(1)** nhu cầu thép từ các quốc gia Châu Á sẽ quay trở lại trong 2H.2023. **(2)** Nguồn cung thép vẫn khá hạn chế khi Trung Quốc vẫn tiếp tục duy trì chính sách giảm phát thải trong năm 2023. BSC kỳ vọng điều này sẽ giúp hoạt động xuất khẩu thép của HPG sẽ cải thiện trong 2H.2023.

Với kịch bản kể trên, BSC dự báo sản lượng thép tiêu thụ HPG = 8.2 triệu tấn (+0% yoy), trong đó: thép xây dựng +5% yoy, HRC – 7% yoy, thép ống -2% yoy, tôn mạ - 2% yoy. Chi tiết dự báo như sau:

Hình 10: Dự báo sản lượng thép của HPG trong năm 2023

Sản lượng thép	Sản lượng dự báo					% YoY	Giả định tăng trưởng QoQ			
	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	Tổng		Q1F	Q2F	Q3F	Q4F
Tổng tiêu thụ	1,606,000	1,906,300	2,229,220	2,534,955	8,276,475	0%	-4%	19%	17%	14%
Thép xây dựng	868,000	988,000	1,168,000	1,399,636	4,423,636	5%	6%	14%	18%	20%
Thép ống	160,000	172,800	198,720	201,080	732,600	-2%	-7%	8%	15%	1%
Tôn mạ	70,000	73,500	77,000	89,100	309,600	-2%	-12%	5%	5%	16%
HRC/CRC	482,000	582,000	682,000	692,947	2,438,947	-7%	-19%	21%	17%	2%
Phôi thép	26,000	90,000	103,500	152,192	371,692	1%				

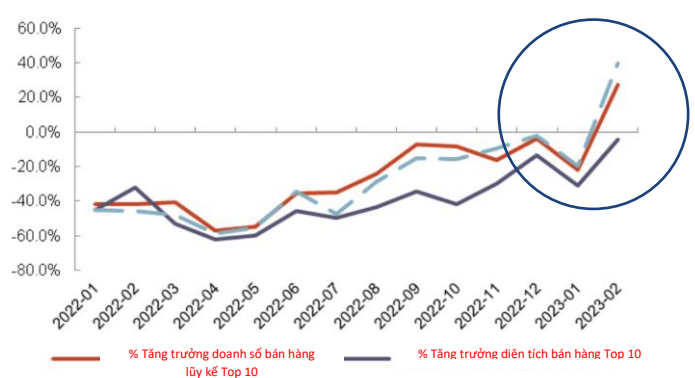
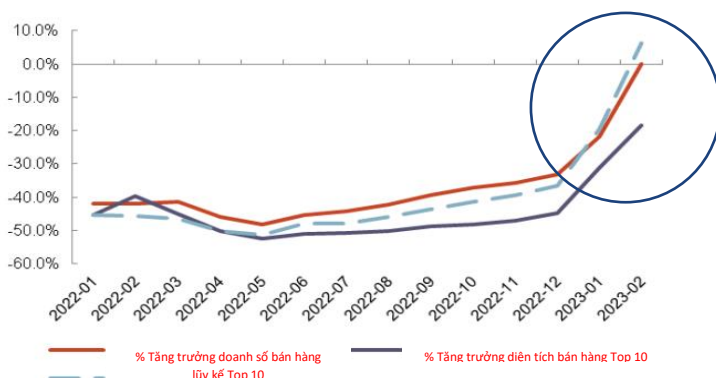
*BSC giả định sản lượng thép tiêu thụ sẽ + 17-18% QoQ trong Quý 3- Quý 4 nhờ nhu cầu quay trở lại. BSC giả định 1 lò cao sẽ mở lại vào Tháng 4, 2 lò cao còn lại mở vào T5 và T7.2023.

2. BSC dự báo giá thép xây dựng/tôn mạ/ống thép/HRC sẽ giảm -8% yoy/-6% yoy/-6% yoy/-18% yoy do mức nền cao trong năm 2023, dựa trên cơ sở:

- Trong Quý 1 tới giữa Quý 2, BSC dự báo giá thép sẽ tăng do chi phí đầu vào tăng. ([Chi tiết tham khảo Báo cáo HSG](#)).
- Sang Quý 3-Quý 4, BSC kỳ vọng giá thép sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ. Điều này dựa trên cơ sở BSC cho rằng nhu cầu từ thị trường Châu Á, đặc biệt là Trung Quốc, quay trở lại, là điều kiện giúp cho giá thép cân bằng hơn. Cụ thể, tại T2.2023, BSC nhận thấy các tín hiệu tích cực về Bất động sản Trung Quốc như: **(1)** đã có >50% trong số 290 dự án bất động sản khảo sát bị tạm dừng trước đây đã được tái khởi động, **(2)** doanh thu của Top 10 Công ty Bất động sản lớn tại Trung Quốc đã tăng trưởng trở lại so với cùng kỳ. Do đó, BSC kỳ vọng giá thép ít biến động hơn trong 2H.2023.

Hình 11: Doanh số bán hàng lũy kế của Top 10 Bất động sản

Hình 12: Doanh số bán hàng theo tháng của Top 10 Bất động sản



3. **Biên lợi nhuận gộp dự báo sẽ cải thiện nhẹ +0.4 điểm % nhờ giá nguyên vật liệu ít biến động hơn trong năm 2023.** Trong năm 2022, giá nguyên vật liệu giảm mạnh chủ yếu đến từ việc nhu cầu thép từ Trung Quốc và các nền kinh tế lớn giảm đột ngột. Sang năm 2023, BSC kỳ vọng với việc nhu cầu quay trở lại, sẽ giúp giá thép và giá nguyên vật liệu đầu vào ngành thép nói chung cân bằng hơn ([Như đã phân tích kể trên](#)).

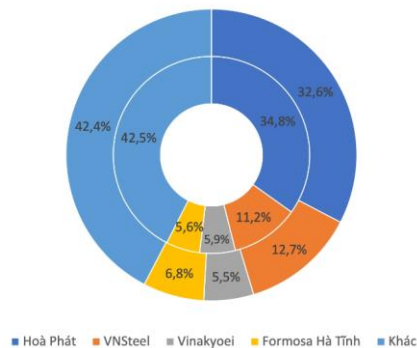
ĐỊNH GIÁ PHÙ HỢP ĐỂ TÍCH LŨY TRONG DÀI HẠN

Theo dõi giai đoạn 2009-2023, P/B của HPG dao động từ 0.6x – 3.5x. **HPG đang giao dịch với P/B FWD 2023 = 1.2x, thuộc vùng định giá thấp của chu kỳ ngành thép.** BSC cho rằng P/B hiện tại phù hợp để mua cho dài hạn với việc (1) Thời điểm xấu nhất đối với HPG đã qua, (2) Vị thế đầu ngành thép của HPG, (3) HPG có chất lượng quản trị doanh nghiệp rất tốt.

1. Thời điểm xấu nhất đối với HPG đã qua ([Như đã phân tích kể trên](#)).
2. Vị thế đầu ngành thép – chiếm $\approx 30\%$ thị phần trong năm 2022 và sẽ gia tăng 35-40% trong 2024-2025 nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Cụ thể, HPG đang sở hữu 7 lò cao, 1 lò điện tại Hưng Yên, Hải Dương, Dung Quất 1, với tổng công suất = 7.5-9 triệu tấn thép thô/năm – chiếm 35-40% cả nước. Trong năm 2024- 2025, BSC dự báo quy mô của HPG sẽ tăng +50%, lên 13-15 triệu tấn thép thô/năm – chiếm 40-45% cả nước nhờ dự án Dung Quất 2 đi vào hoạt động.
3. HPG có chiến lược quản trị doanh nghiệp rất tốt. BSC đánh giá cao đội ngũ Ban lãnh đạo của HPG về (i) tầm nhìn phát triển, và (ii) chiến lược quản trị hàng tồn kho tốt. Trong giai đoạn giá thép suy thoái như năm 2022, HPG là một trong những doanh nghiệp đã chủ động/ quyết liệt cắt giảm công suất – đóng 4 lò cao tại Hải Dương và Dung Quất.

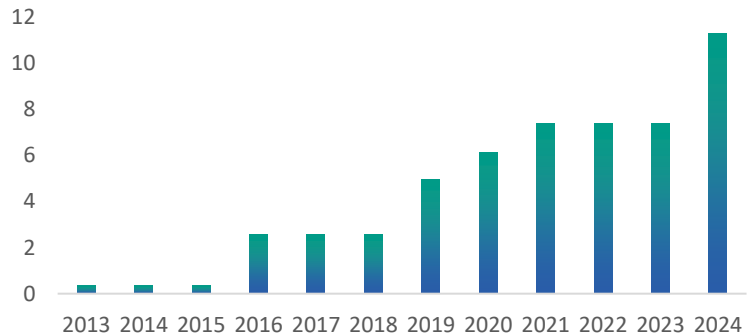
Hình 13: Thị phần thép xây dựng của HPG = 33%, dẫn đầu ngành thép

Vòng trong: 2021, Vòng ngoài: 2022



Hình 14: Công suất nhà máy của HPG sẽ + 50% sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động

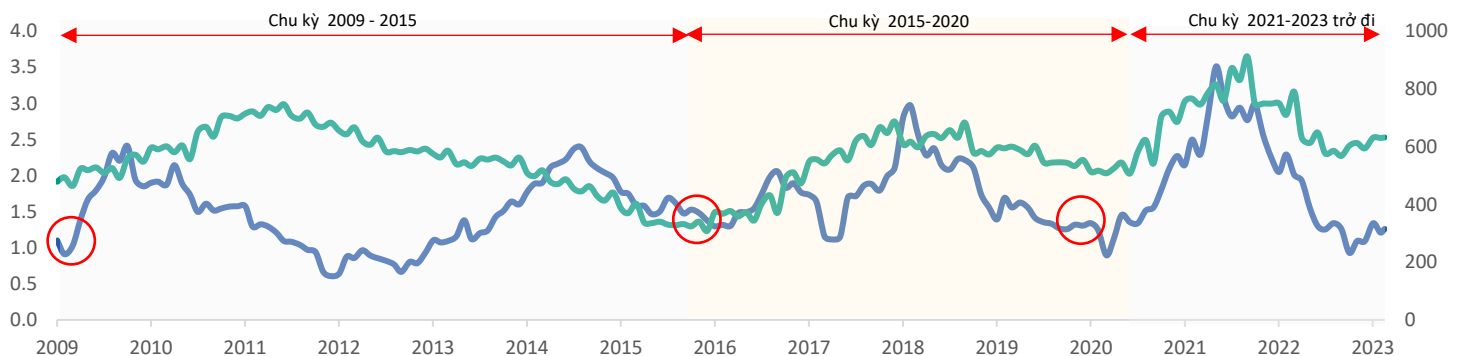
Triệu tấn thép thô/năm



Nguồn: BSC Research tổng hợp, dự báo

Hình 15: Định giá P/B của HPG từ 2009 -2023

Cột trái: P/B HPG, Cột phải: Giá HRC



III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2023, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 134,005 tỷ VND (-5% yoy), NPATMI = 9,184 tỷ VND (+8% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,579 VND/CP, P/E FWD 2023 = 13x, P/B FWD 2023 = 1.1x dựa trên các giả định chính như sau:

Hình 16: Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

KQKD	2020	2021	2022	2023F	% YoY 2022	% YoY 2023	Giả định chính
Doanh thu thuần	90,119	149,680	141,409	134,005	-6%	-5%	Doanh thu = 134,005 tỷ VND (-5% yoy) dựa trên giả định sản lượng đi ngang giá bán thép xây dựng/tôn mạ -6-8% yoy, giá HRC -18% yoy.
Giá vốn	(71,214)	(108,571)	(124,646)	(117,537)	15%	-6%	
Lợi nhuận gộp	18,904	41,108	16,763	16,469	-59%	-2%	Biên lợi nhuận gộp +0.4 điểm% do kỳ vọng giá nguyên vật liệu ít biến động hơn trong năm 2023.
CP BH	1,005	3,071	3,744	2,997	22%	-20%	Chi phí lãi vay +18% yoy do (1) mặt bằng lãi suất tăng, (2) nợ vay ngắn dài hạn + 6% yoy để đầu tư dự án Dung Quất.
CP QLDN	(2,837)	(3,732)	(7,027)	(5,137)	88%	-27%	
Lãi từ HĐKD	(2,192)	(2,526)	(3,084)	(3,624)	22%	18%	Chi phí tài chính khác giả định chiếm 1% doanh thu, giảm 1.7 điểm % do kỳ vọng tỷ giá ít biến động hơn.
Doanh thu tài chính	2	4	(1)	-	-124%	-100%	
Chi phí tài chính	(1,091)	(2,120)	(2,666)	(2,412)	26%	-10%	Tỷ trọng chi phí SG&A/doanh thu giữ ổn định.
Trong đó: CP Lãi vay	(690)	(1,324)	(1,019)	(1,206)	-23%	18%	
Lợi nhuận từ CTLK	15,292	37,008	9,794	10,711	-74%	9%	Giả định của BSC: Tiến độ mở 3 lò cao còn lại của HPG rơi vào Tháng 4/Tháng 6/Tháng 8.
Lãi/lỗ khác	65	48	129	43	167%	-66%	
LNTT	15,357	37,057	9,923	10,754	-73%	8%	
Thuế TNDN	(1,851)	(2,536)	(1,479)	(1,613)	-42%	9%	
NPAT	13,506	34,521	8,444	9,141	-76%	8%	
CĐTS	56	43	(39)	(42)	-191%	8%	
NPATMI	13,450	34,478	8,484	9,184	-75%	8%	
Giả định							
Doanh thu	90,117	149,680	141,409	134,005	-6%	-5%	
Sản xuất thép	76,341	140,395	136,468	128,681	-3%	-6%	
Nông nghiệp	13,050	7,966	4,401	4,621	-45%	5%	
Bất động sản	726	1,319	540	703	-59%	30%	
Biên lợi nhuận gộp	21%	27.5%	11.9%	12.3%	-16%	+0.4%	
Sản lượng (tấn)	6,293,506	6,740,335	8,264,450	8,276,475	23%	0%	
Phôi thép	1,773,026	297,109	369,477	371,692	24%	1%	
Thép xây dựng	3,400,404	3,889,683	4,198,408	4,423,636	8%	5%	
Ống thép	821,840	675,364	749,297	732,600	11%	-2%	
Tôn mạ	160,000	428,785	317,384	309,600	-26%	-2%	
HRC	138,236	1,449,394	2,629,884	2,438,947	81%	-7%	
Giá bán (VND/kg)							
Thép xây dựng	10,920	15,863	16,900	15,548	7%	-8%	
Ống thép	20,894	22,529	22,755	21,389	1%	-6%	
Tôn mạ	21,000	25,357	25,611	24,074	1%	-6%	
HRC	13,357	17,716	15,929	13,066	-10%	-18%	
Giá NVL (USD/tấn)							
Quặng sắt	105	155	120	118	-23%	-2%	
Than cốc	135	225	370	320	65%	-14%	
Thép phế	280	491	445	405	-9%	-9%	

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2023 là **25,000 VNĐ/CP** (Upside 16% so với giá đóng cửa ngày 5/4/2023), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.3-1.4x – tương đương mức định giá vùng cận đáy của HPG. Phương pháp định giá P/B phù hợp với việc HPG Với phương pháp P/B, BSC đánh giá từ quan điểm ngành thép đang ở đáy chu kỳ suy thoái. Tuy nhiên, **(1)** Thời điểm xấu nhất đối với HPG đã qua, **(2)** Vị thế đầu ngành thép và sẽ gia tăng trong 2024-2025 nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động, **(3)** HPG có chất lượng quản trị doanh nghiệp rất tốt.

Định giá phù hợp để mua cho dài hạn: Theo dõi giai đoạn 2009-2023, P/B của HPG dao động từ 0.6x – 3.5x. Hiện tại, HPG đang giao dịch với P/B FWD 2023 = 1.1x, thuộc vùng định giá cận đáy của chu kỳ ngành thép, phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

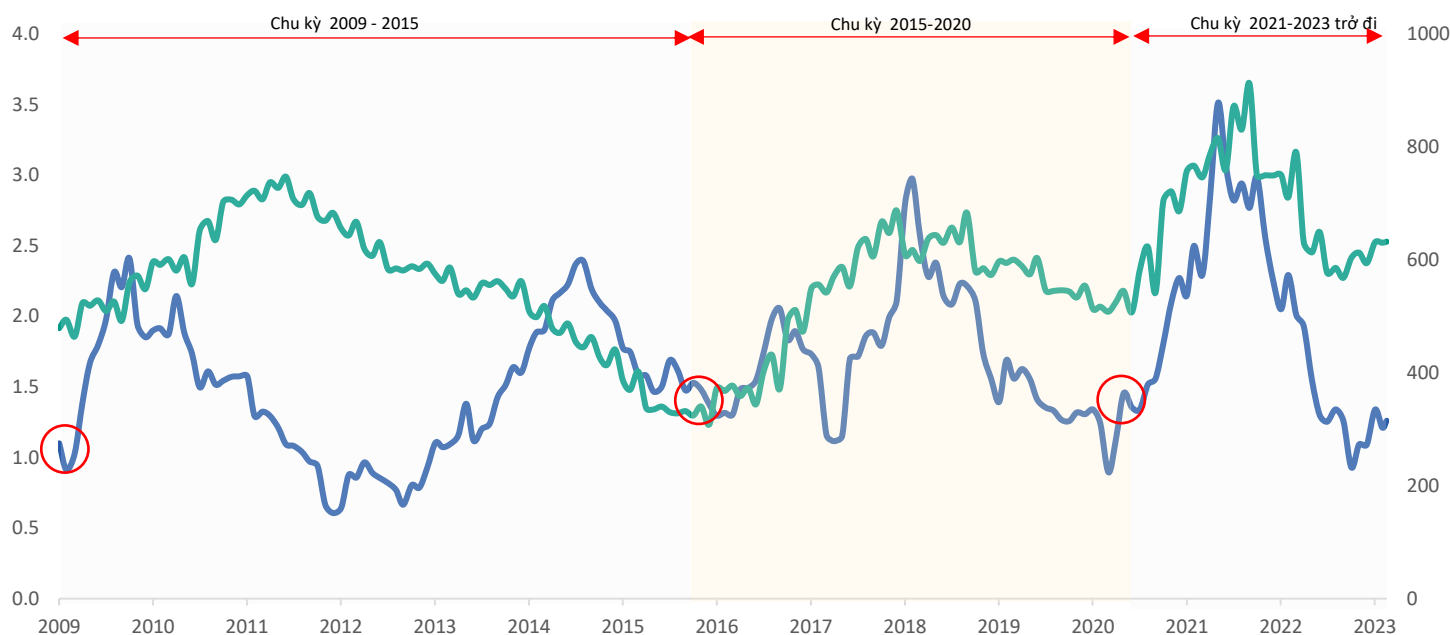
Hình 17: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	
Phương pháp PB – Giá trị hợp lý	
BVPS FW 2023	18,019
P/B mục tiêu	1.3x-1.4x
Giá trị cổ phiếu (VNĐ/cổ phiếu)	25,000

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

Hình 18: Định giá P/B của HPG từ 2009 -2023

Cột trái: P/B HPG, Cột phải: Giá HRC USD/tấn



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	90,119	149,680	141,409	134,005
Giá vốn hàng bán	(71,214)	(108,571)	(124,646)	(117,537)
Lợi nhuận gộp	18,904	41,108	16,763	16,469
Thu nhập tài chính	1,005	3,071	3,744	2,997
Chi phí tài chính	(2,837)	(3,732)	(7,027)	(5,137)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(2,192)	(2,526)	(3,084)	(3,624)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	2	4	(1)	-
Chi phí BH	(1,091)	(2,120)	(2,666)	(2,412)
Chi phí QLDN	(690)	(1,324)	(1,019)	(1,206)
Lãi từ HĐKD	15,292	37,008	9,794	10,711
Thu nhập khác, ròng	65	48	129	43
LNTT	15,357	37,057	9,923	10,754
Thuế TNDN	(1,851)	(2,536)	(1,479)	(1,613)
LNST	13,506	34,521	8,444	9,141
Lợi ích CĐKKS	56	43	(39)	(42)
LNST Công ty mẹ	13,450	34,478	8,484	9,184
EPS	4,060	7,708	1,459	1,579

CĐKT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	13,696	22,471	8,325	7,770
Đầu tư ngắn hạn	8,127	18,236	26,268	20,000
Phải thu ngắn hạn	6,125	7,663	9,893	9,375
Hàng tồn kho	26,287	42,134	34,491	35,181
TS ngắn hạn khác	2,513	3,650	1,538	1,457
TS ngắn hạn	56,747	94,155	80,515	73,783
Phải thu dài hạn	305	809	894	848
TSCĐ nguyên giá	82,960	91,644	99,721	101,421
Khấu hao	(17,398)	(22,364)	(28,888)	(35,706)
TSĐT nguyên giá	682	699	860	629
Khấu hao	(118)	(151)	(231)	(231)
TS dở dang dài hạn	6,247	9,699	13,363	43,334
ĐT dài hạn	171	7	1	1
TS dài hạn khác	1,915	3,738	4,100	3,886
TS dài hạn	74,764	84,082	89,821	114,182
Tổng TS	131,511	178,236	170,336	187,965
Nợ phải trả	15,177	29,712	15,637	14,905
Vay ngắn hạn	36,798	43,748	46,749	51,283
Tổng Nợ ngắn hạn	51,975	73,459	62,385	66,188
Vay dài hạn	17,343	13,465	11,152	16,883
Nợ dài hạn khác	2,973	532	686	96
Tổng Nợ dài hạn	20,316	13,996	11,837	16,979
Tổng Nợ phải trả	72,292	87,456	74,223	83,168
Vốn góp	33,133	44,729	58,148	58,148
Thặng dư vốn	3,212	3,212	3,212	3,212
Vốn chủ khác	934	922	814	814
Lãi chưa phân phối	21,792	41,763	33,834	42,560
Lợi ích CĐTS	149	155	106	63
Tổng VCSH	59,220	90,781	96,113	104,797
Tổng nguồn vốn	131,511	178,236	170,336	187,965

LCTT (Tỷ VND)	2020	2021	2022F	2023F
(Lỗ)/LNTT	15,357	37,057	9,923	10,754
Khấu hao và phân bổ	4,776	6,083	6,814	6,818
Thay đổi vốn lưu động	(6,272)	(11,552)	(1,954)	(1,150)
Điều chỉnh khác	(2,273)	(4,866)	(2,592)	(3,412)
LCTT từ HĐKD	11,587	26,721	12,192	13,010
Tiền chi mua TSCĐ	(11,881)	(11,572)	(17,953)	(31,440)
Đầu tư khác	(6,614)	(8,097)	(6,759)	8,067
LCTT từ HĐĐT	(18,495)	(19,669)	(24,712)	(23,373)
Tiền chi trả cổ tức	(1,419)	(1,693)	(2,247)	(457)
Tiền từ vay ròng	17,470	3,423	626	10,266
Tiền thu khác	3	11	4	-
LCTT từ HĐTC	16,054	1,740	(1,617)	9,809
Dòng tiền đầu kỳ	4,545	13,696	22,471	8,325
Tiền trong kì	9,146	8,792	(14,137)	(555)
Dòng tiền cuối kỳ	13,696	22,471	8,325	7,770

Chỉ số	2020	2021	2022F	2023F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.1	1.3	1.3	1.1
Hố TT nhanh	0.5	0.7	0.7	0.6
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	55%	49%	44%	44%
Hố Nợ/VCSH	122%	96%	77%	79%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	135	142	101	109
Số ngày phải thu ngắn hạn	25	19	26	26
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	21%	27%	12%	12%
Lợi nhuận LNST	15%	23%	6%	7%
ROE	23%	38%	9%	9%
ROA	10%	19%	5%	5%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	42%	66%	-6%	-5%
Tăng trưởng EBIT	75%	126%	-67%	11%
Tăng trưởng LNTT	69%	141%	-73%	8%
Tăng trưởng EPS	49%	90%	-81%	8%
SLCP lưu hành (triệu)	2,761	3,313	4,473	5,815
BVPS	17,873	20,296	16,529	18,023

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

