

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND54.000

Giá mục tiêu

VND68.500

Tỷ suất cổ tức

0,62%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Thép

Ngày 12/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:13 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 6,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng dự phóng EPS năm 2021-23 lên 12,1%-17%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	58.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.351
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.347.527tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	251.826
Free float (%)	27
P/E trượt (x)	7,6
P/B hiện tại (x)	2,9

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

Đón chờ cơ hội từ Dung Quất 2

- HPG ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng quý 3/2021 tăng 174% svck lên 10.352 tỷ đồng nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của sản lượng và giá bán thép.
- Chúng tôi nâng dự phóng EPS 2021-23 lên 12,1-17,0% nhờ giá bán thép cao hơn và điều chỉnh giả định giá nguyên liệu đầu vào.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 68.500 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2021 (KQKD 9T21) tốt hơn kỳ vọng

HPG đã công bố KQKD quý 3/2021 (Q3/21) ấn tượng, với doanh thu và LN ròng tăng trưởng 57%/174% svck đạt lần lượt 38.674 tỷ đồng/10.352 tỷ đồng, nhờ (1) tổng sản lượng tiêu thụ thép tăng 9% svck và (2) trung bình giá bán thép xây dựng/HRC tăng 51%/82% svck. Biên LN gộp (BLNG) Q3/21 đạt 30,7%, tăng đáng kể từ mức 20,9% của cùng kỳ năm ngoái và giảm nhẹ từ 32,7% của Q2/21. Lũy kế 9T21, HPG ghi nhận 104.969 tỷ đồng doanh thu (+68% svck) và 27.051 tỷ đồng LN ròng (+207% svck), tương đương 88,7% dự phóng cả năm.

Diễn biến giá cổ phiếu đang phản ánh những bất lợi trong ngắn hạn

Mức tăng giá của giá cổ phiếu HPG trong 1 tháng qua đang thấp hơn đáng kể sv VNINDEX khi KQKD 9T21 đã được phản ánh vào giá. Giá thép toàn cầu đã giảm mạnh từ tháng 9/2021 trong khi giá than tăng dốc Q3/21 lại tăng cao (+120% svck, +86% sv quý trước) đã làm tăng lo ngại về BLNG của HPG trong vài quý tới. Sau năm 2021 thành công rực rỡ, chúng tôi ước tính LN ròng của HPG năm 2022 sẽ giảm 11,3% svck, trước khi tăng nhẹ 2,0% svck trong năm 2023. HPG sẽ quay trở lại đà tăng trưởng 2 chữ số từ năm 2024 khi Khu liên hợp Dung Quất 2 (KLHDQ 2) bắt đầu đóng góp vào KQKD của công ty.

Chúng tôi tự tin về triển vọng dài hạn của HPG

KLHDQ 2 (tổng công suất 5,6 triệu tấn) sẽ được khởi công từ đầu năm tới với thời gian xây dựng 36 tháng. HPG kỳ vọng sẽ nâng công suất sản xuất thép thô lên 14,6 triệu tấn/năm từ năm 2024, tăng 66% sv hiện nay. Chúng tôi dự phóng HPG sẽ đạt mức tăng trưởng kép doanh thu và LN ròng lần lượt 12%/9% trong giai đoạn 2022-25 nhờ nhu cầu xây dựng mạnh mẽ. Trong trung hạn, chúng tôi nhận thấy các động lực tăng giá bao gồm (1) đóng góp tốt hơn của mỏ quặng sắt mới, (2) KQKD tốt hơn của các mảng kinh doanh mới (sản xuất container và điện máy gia dụng) và (3) kế hoạch mua cổ phiếu quỹ.

Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 68.500 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu của HPG lên 68.500 đồng/cp nhằm phản ánh mức EPS dự phóng năm 2022-23 cao hơn và chuyển năm cơ sở sang 2022. HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng là 7,6x, thấp hơn sv mức trung bình của Top 20 doanh nghiệp thép có vốn hóa lớn nhất là 7,9x. Chúng tôi tin rằng HPG xứng đáng được trả mức định giá cao hơn nhờ khả năng sinh lời vượt trội. Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	90.119	152.028	150.450	149.841
Tăng trưởng DT thuần	41,6%	68,7%	(1,0%)	(0,4%)
Biên lợi nhuận gộp	21,0%	28,2%	25,9%	26,3%
Biên EBITDA	24,4%	31,3%	29,6%	31,5%
LN ròng (tỷ)	13.450	35.674	31.639	32.260
Tăng trưởng LN ròng	78,7%	165,2%	(11,3%)	2,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	78,7%	165,2%	(11,3%)	2,0%
EPS cơ bản	3.007	7.975	7.073	7.212
EPS điều chỉnh	2.754	7.416	6.577	6.706
BVPS	13.206	20.775	27.337	34.046
ROAE	25,2%	46,9%	29,4%	23,5%

ĐÓN CHỜ CƠ HỘI TỪ DUNG QUẤT 2

Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 68.500 đồng/cp

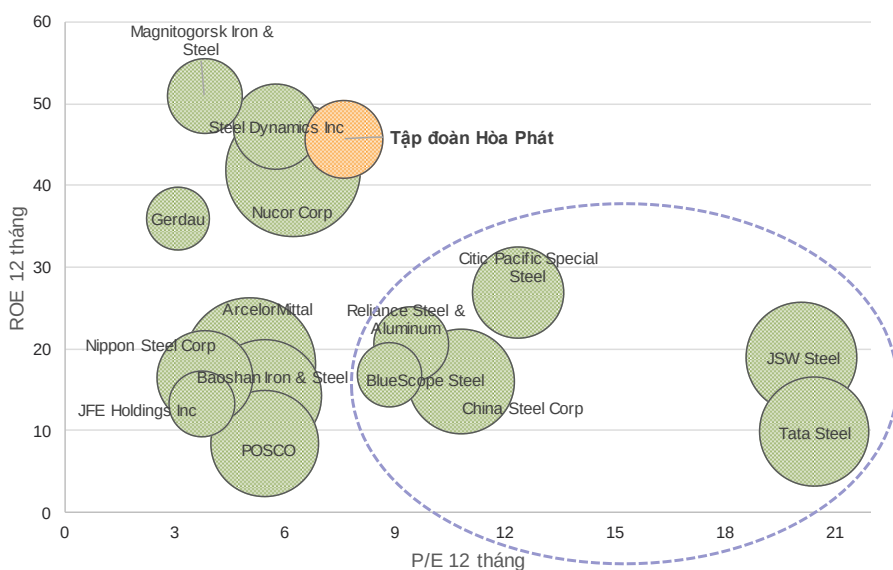
Chúng tôi tăng giá mục tiêu của HPG lên 68.500 đồng/cp nhằm phản ánh mức EPS dự phóng năm 2022-23 cao hơn và chuyển năm cơ sở sang 2022. Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2022 và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. Trong đó, định giá DCF tăng 12,7% sv mô hình trước đó với EPS 2022-23 cao hơn.

Các gói kích thích sau COVID-19 được kỳ vọng sẽ sớm được công bố nhằm giúp nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng việc Chính phủ đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công vào đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ giúp tăng nhu cầu thép xây dựng nội địa trong năm 2022-23. Nhờ sở hữu thị phần thép lớn nhất, HPG sẽ được hưởng lợi chính từ xu hướng này.

Các động lực giúp HPG có thể được đánh giá lại trong thời gian tới là:

- (1) HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng là 7,6x, thấp hơn sv mức trung bình của TOP20 doanh nghiệp thép có vốn hóa lớn nhất là 7,9x. Chúng tôi tin rằng HPG xứng đáng được trả mức định giá cao hơn nhờ khả năng sinh lời vượt trội (ROE 12 tháng là 45,6%, cao hơn mức 23,0% của trung bình các doanh nghiệp trong ngành).

Hình 1: Định giá của HPG đang rẻ hơn đáng kể sv TOP20 công ty thép có vốn hóa lớn nhất thế giới dù hiệu suất sinh lời vượt trội



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, SỐ LIỆU NGÀY 11/11/2021

- (2) KLHDQ 2 sẽ khởi công xây dựng vào đầu năm 2022 và bắt đầu đóng góp vào KQKD của HPG từ năm 2024. Chúng tôi ước tính LN ròng năm 2024 sẽ tăng mức 40.500 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng kép 13,2% trong giai đoạn 2022-24.
- (3) Bảng cân đối kế toán lành mạnh với nguồn tiền dồi dào: Tại thời điểm cuối Q3/21, tổng tiền và khoản tương đương tiền của HPG đạt 34,8 nghìn tỷ đồng, chiếm 19,7% tổng tài sản của công ty. Nhằm duy trì ROE cao trước khi KLHDQ 2 đi vào hoạt động, chúng tôi tin rằng HPG sẽ tận dụng lượng tiền mặt lớn này để thực hiện chiến lược mở rộng theo chiều dọc với nhiều ngành công nghiệp mới (sản xuất container, mua mỏ khoáng sản mới, mở rộng mảng điện máy và tăng quỹ đất bất động sản). Tuy nhiên, vì thiếu thông tin về các dự án này nên chúng tôi chưa

đưa bổ sung vào mô hình dự phóng. Ban lãnh đạo HPG cũng đang xem xét khả năng mua lại cổ phiếu quỹ để gia tăng mức EPS hiện tại.

Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép thấp hơn dự kiến.

Hình 1: Các giả định chính của mô hình định giá DCF

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP-10 năm)	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%
Beta	1,1
Chi phí vốn	15,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	5,0%
WACC	11,6%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	184.938
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	158.537
Giá trị doanh nghiệp	343.475
Trừ: tổng nợ	60.050
Cộng: tiền và tương đương tiền	35.625
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	207
Giá trị cổ phần	318.843
SLCP đang lưu hành	4.473
Giá trị mỗi cổ phiếu	71.283

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Phương pháp định giá so sánh P/E

EPS 2022	6.577
P/E bình quân ngành	6,6
Premium	56,3%
P/E mục tiêu	10,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	65.772

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	71.283	50%	35.641
P/E	65.772	50%	32.886
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			68.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá ht	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	tr.USD	2021F	2022F	EPS 3 năm	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Các doanh nghiệp thép trong khu vực												
JSW Steel	JSTL IN	667,6	21.644	6,8	8,4	23,0	2,4	1,9	5,4	6,0	37,7	24,4
Tata Steel	TATA IN	1.310,9	21.152	4,6	7,4	35,6	1,5	1,2	3,8	5,2	34,8	17,9
Nippon Steel Corp	5401 JP	1.896,0	15.833	4,1	5,7	na	0,6	0,5	4,7	5,7	14,9	9,0
Hindalco Industries	HNDL IN	361,4	13.677	9,4	8,8	0,7	1,3	1,2	6,0	5,9	15,1	13,7
JFE Holding Inc	5411 JP	1.459,0	7.861	3,4	4,7	na	0,5	0,4	4,7	5,6	14,2	8,3
Bluescope Steel Ltd	BSL AU	21,3	7.550	3,9	6,7	64,8	1,0	0,9	2,4	3,7	28,4	13,5
NMDC	NMDC IN	144,9	5.696	4,8	6,6	28,4	1,2	1,1	3,2	4,4	26,7	17,5
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	402,6	5.508	4,6	6,2	na	1,0	0,9	3,2	4,1	23,4	14,3
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	3,8	5.476	4,0	4,0	-15,6	0,6	0,5	2,7	2,7	15,9	14,8
Trung bình			10.890	4,9	6,3	22,8	1,0	0,9	4,0	4,8	22,0	14,1
Trung vị			7.706	4,4	6,4	25,7	1,0	0,9	4,1	4,9	19,7	14,0
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	54.000	10.700	7.3	8.2	17.8	2.6	2.0	6.9	7.2	46.9	29.4

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, SỐ LIỆU NGÀY 11/11/2021

Tóm tắt KQKD Q3/21: Mảng HRC bứt phá mạnh mẽ cả sản lượng và biên lợi nhuận

Hình 5: Tóm tắt KQKD Q3/21

	Quý 3/2021	Quý 3/2020	svck	9T/2021	9T/2020	svck	% sv dự báo cả năm	Nhận xét
Doanh thu thuần	38.674	24.686	56,7%	104.969	64.340	63,1%	68,3%	
Thép	36.497	21.127	72,7%	97.796	55.049	77,7%	68,5%	HPG đã bán 4,6 triệu tấn thép trong 9T21, phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Tuy nhiên, doanh thu mảng thép 9T21 chỉ tương đương 68,5% dự phóng cả năm do sản lượng tiêu thụ thấp hơn của ống thép & tôn mạ (giá bán cao) và sản lượng tiêu thụ cao hơn của phôi thép (giá bán thấp).
Nông nghiệp	1.568	2.791	-43,8%	6.185	7.834	-21,1%	61,0%	Doanh thu mảng nông nghiệp quý 3/2021 giảm mạnh 43,8% svck xuống 1.568 tỷ đồng chủ yếu do giá bán lợn giảm 40% svck.
Bất động sản	609	193	215,7%	988	549	80,0%	123,8%	
Lợi nhuận gộp	11.861	5.169	129,5%	31.521	12.638	149,4%	82,6%	
Biên LNG	30,7%	20,9%	9,7 đ %	30,0%	19,6%	10,4 đ %	5,2 đ %	Cao hơn dự phóng của chúng tôi nhờ biên LNG của tất cả các sản phẩm thép đều tăng mạnh svck. HRC là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận quý 3/2021 sv quý trước đó, với giá bán tăng 25%, cao hơn 16% sv dự phóng của chúng tôi.
Chi phí BH&QLDN	819	462	77,3%	2.224	1.287	72,8%	72,4%	
EBITDA	11.597	5.889	96,9%	32.817	14.762	122,3%	78,7%	
Chi phí lãi vay	675	541	24,8%	1.896	1.545	22,7%	72,7%	
LNTT	10.979	4.272	157,0%	29.018	10.025	189,5%	86,6%	
LN ròng	10.352	3.773	174,4%	27.051	8.801	207,4%	88,7%	Cao hơn dự phóng của chúng tôi.
Biên LN ròng	26,8%	15,3%	11,5 đ %	25,8%	13,7%	12,1 đ %	5,9 đ %	
Biên EBITDA	30,0%	23,9%	6,1 đ %	31,3%	22,9%	8,3 đ %	4,1 đ %	
Chi phí BH&QLDN/DTT	2,1%	1,9%	0,2 đ %	2,1%	2,0%	0,1 đ %	0,1 đ %	
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	2.022.402	1.852.866	9,1%	6.320.339	4.600.020	37,4%	72,8%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Thép xây dựng	959.447	974.080	-1,5%	2.797.567	2.486.999	12,5%	72,3%	
Phôi thép	218.871	509.000	-57,0%	810.643	1.339.010	-39,5%	95,6%	
Ống thép	122.667	221.978	-44,7%	497.916	569.078	-12,5%	59,4%	
Tôn mạ	113.123	47.808	136,6%	273.075	104.933	160,2%	69,7%	
HRC	608.294	100.000	508,3%	1.941.138	100.000	1841,1%	71,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

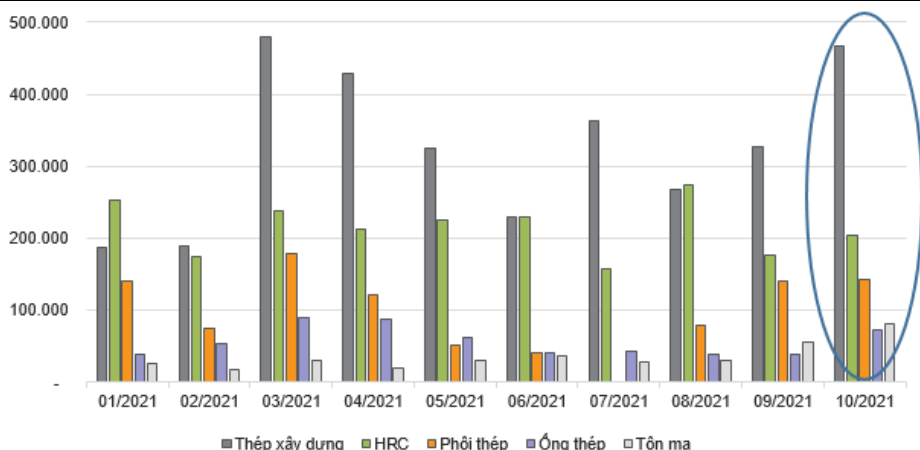
Sản lượng tiêu thụ được cải thiện nhờ nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng Việt Nam trong Q3/21 đã giảm 20% svck xuống 2,1 triệu tấn. Chúng tôi cho rằng nhu cầu thép xây dựng Q3/21 yếu đến chủ yếu bởi (1) sự bùng phát trở lại của đại dịch COVID-19 từ cuối tháng 4/2021 khiến hầu hết các dự án xây dựng phải tạm dừng thi công theo Chỉ thị 16 và (2) mùa mưa đến sớm hơn tại miền Nam ảnh hưởng đến các hoạt động xây dựng.

Đi theo xu hướng đó, HPG đã bán 959.447 tấn thép xây dựng (-1,5% svck), 218.871 tấn phôi thép (-57,0% svck), 122.667 tấn ống thép (-44,5% svck) trong Q3/21. Trong khi đó, tôn mạ và HRC lại ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng ấn tượng lần lượt là 136,6%/508,3% svck nhờ nhu cầu lớn tại các thị trường xuất khẩu và mức cơ sở thấp của năm ngoái.

Tình hình bán hàng của HPG trong tháng 10 đã cho thấy sự phục hồi nhanh chóng nhờ các biện pháp nới lỏng giãn cách xã hội trên toàn quốc. Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ thép trong tháng 10 đã tăng 75% svck/31% sv tháng trước đó. Lũy kế 10T21, tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG đạt 7,3 triệu tấn (+44% svck), tương đương 84,2% dự phóng năm 2021 của chúng tôi.

Hình 6: Tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG tháng 10 tăng 31% so với tháng trước (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HIỆP HỘI THÉP VIỆT NAM

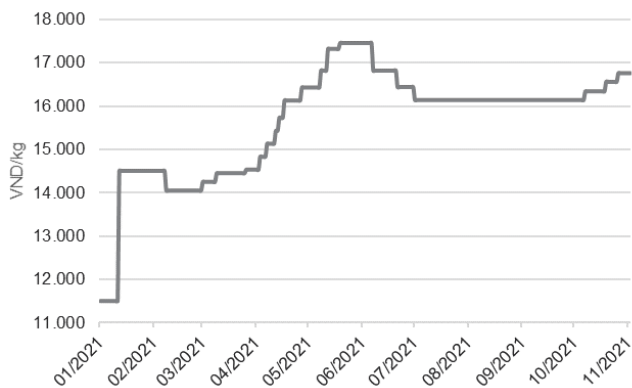
Biên LNG vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2022-23

Giá bán thép xây dựng của HPG tăng 3 lần trong tháng 10

Trong tháng 10, HPG đã 3 lần điều chỉnh giá bán thép xây dựng với tổng mức tăng 3,9% (+600 đồng/kg). Chúng tôi cho rằng việc giá bán thép xây dựng tăng trở lại chủ yếu nhờ (1) nhu cầu bị dồn nén khi các biện pháp giãn cách xã hội được nới lỏng và (2) các đại lý thường có xu hướng tăng tích trữ hàng tồn kho trong giai đoạn giá thép tăng.

Trung bình 10T21, bình quân giá bán thép xây dựng HPG đạt 15.700 đồng/kg (+42% svck), cao hơn 7% sv dự báo cả năm của chúng tôi. Do đó, chúng tôi tăng dự phóng giá bán thép xây dựng trung bình năm 2021 của HPG lên 15.200 đồng/tấn, cao hơn 4% sv mức 14.600 đồng/tấn trước đó. Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm giá thép xây dựng sẽ giảm dần về mức trung bình trong dài hạn. Tuy nhiên, nhu cầu thép đang hồi phục mạnh mẽ sau giãn cách sẽ khiến xu hướng giảm giá này chậm lại sv dự kiến. Giá bán thép xây dựng bình quân năm 2022 sẽ đạt 14.000 đồng/kg, tăng 4% sv dự phóng trước đó. Trong giai đoạn 2023-24, giá thép xây dựng sẽ tiếp tục giảm xuống 13.300 đồng-13.000 đồng/kg, tương ứng giảm 5%-2% svck.

Giá bán thép xây dựng HPG



Nguồn: HPG

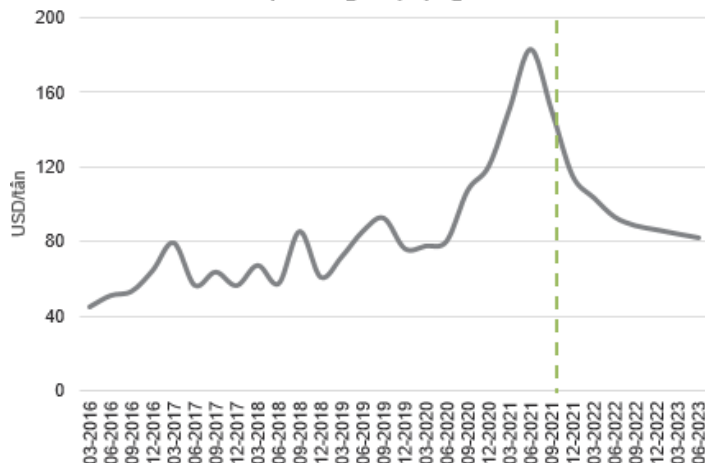
Nhu cầu thép yếu tại Trung Quốc khiến giá quặng sắt lao dốc

Sau khi ghi nhận mức cao kỷ lục trong quý 2/2021, giá quặng sắt đã quay đầu giảm đáng kể và giao dịch quanh mức 100 USD/tấn trong đầu tháng 11. Trung bình giá quặng sắt 62% giao ngay tại các cảng Trung Quốc trong tháng 10 đã thấp hơn khoảng 45% sv mức đỉnh được thiết lập trong tháng 5. Đà giảm giá này phản ánh sản lượng thép thấp hơn tại Trung Quốc kể từ tháng 6 và kỳ vọng của thị trường về mức sản xuất khiêm tốn trong nửa cuối năm 2021.

Trung Quốc đang mạnh tay giải quyết tình trạng giá bất động sản tăng cao trong những tháng gần đây, các biện pháp đang làm hạ nhiệt sự bùng nổ của hoạt động xây dựng dân dụng. Bên cạnh đó, quốc gia này cũng đã phát đi mục tiêu cắt giảm phát thải, đảm bảo chất lượng không khí cho Thế vận hội mùa đông (diễn ra tại Bắc Kinh vào tháng 2/2022). Các tỉnh phía Bắc đã bị yêu cầu hạn chế sản xuất đến cuối tháng 3/2022. Tác động của các chính sách này đang làm giảm nhu cầu thép trong lĩnh vực xây dựng Trung Quốc (thường chiếm 50-60% nhu cầu thép) những tháng gần đây. Nguồn cung từ các mỏ quặng sắt tại Australia và Brazil cũng được dự báo sẽ tăng trong quý cuối năm. Do đó, triển vọng về một đợt hồi phục trong ngắn hạn của giá quặng sắt là không mấy sáng sủa.

Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Úc (DISR), trung bình giá quặng sắt năm 2021 được dự báo đạt 150 USD/tấn (+43% svck), trước khi giảm xuống dưới 100 USD/tấn vào cuối năm 2022.

Dự báo giá quặng sắt



Nguồn: DISR DỰ PHÓNG

Sản lượng thép thế giới hồi phục đẩy giá than cốc lên cao

Giá than cốc đã đạt đỉnh mới trong những tháng gần đây, do nguồn cung thiếu hụt khi sản xuất công nghiệp toàn cầu hồi phục. Giá than cốc của Australia đang giao dịch ở mức 372 USD/tấn, tăng 267% so với cuối năm 2020. Việc chuyển hướng than của Australia từ Trung Quốc sang các thị trường khác hiện đã hoàn tất, với tình trạng dư thừa nguồn cung trước đây của Australia phần lớn đã được giảm bớt.

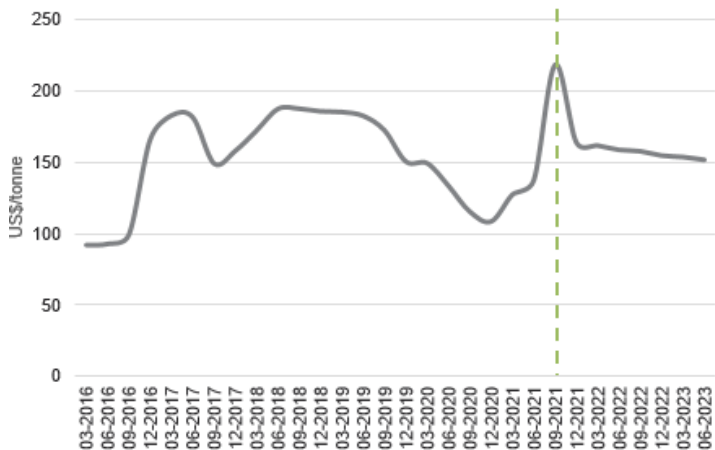
Giá than cốc được dự báo sẽ tiếp tục biến động trong quý cuối năm 2021. Các hiện tượng thời tiết xấu trong mùa thu làm gián đoạn việc vận chuyển than cốc từ Queensland chính là động lực tăng giá đáng kể nhất. Trong ngắn hạn, áp lực tăng giá trên diện rộng có thể sẽ tiếp diễn khi hoạt động sản xuất thép trên toàn cầu tiếp tục hồi phục mạnh mẽ. DISR dự báo trung bình giá than luyện cốc sẽ giảm từ 162 USD/tấn (+30% svck) vào năm 2021 xuống còn 159 USD/tấn vào năm 2022 và 152 USD/tấn vào năm 2023.

Ở chiều ngược lại, khả năng cắt giảm nguồn cung thép của Trung Quốc vẫn sẽ là rủi ro giảm giá than cốc. Bất kỳ sự cắt giảm nào như vậy đều có thể gây ra áp lực về giá đối với than cốc bên ngoài Australia, qua đó giảm mức chênh lệch giá và tạo điều kiện tái cân bằng chi phí sản xuất thép giữa Trung Quốc và các quốc gia khác.

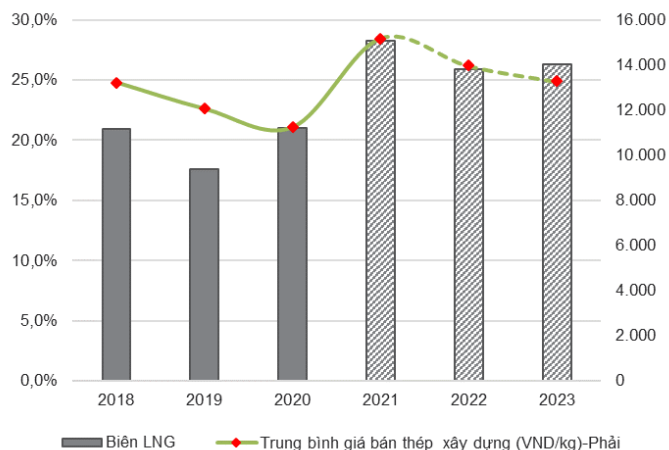
Biên LNG vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2022-23

Trong 9T21, HPG ghi nhận biên LNG là 30%, tăng mạnh 10,4 điểm % svck. Chúng tôi kỳ vọng biên LNG của HPG cả năm 2021 sẽ đạt 28,2% do giá bán HRC Q4/21 được dự báo sẽ giảm 7% sv quý trước. Trong năm 2022-23, chúng tôi dự phóng biên LNG của HPG sẽ giảm nhưng vẫn ở mức cao lần lượt là 25,9%-26,2%, nhờ (1) tỷ trọng thấp hơn của phôi thép (với biên LNG thấp) trong tổng sản lượng tiêu thụ thép trong năm 2022-23; và (2) giá quặng sắt - chiếm khoảng 30-35% chi phí đầu vào - sẽ giảm mạnh 38% svck trong năm 2022. Những lý do này sẽ bù đắp một phần cho (1) giá bán thép xây dựng giảm 5% svck và (2) giá than cốc tăng 14% svck năm 2022.

Dự báo giá than cốc



Nguồn: DISR DỰ PHỎNG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH ƯỚC TÍNH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Biến động của giá quặng sắt và than cốc

Giá hàng hóa		Giá hiện tại	Biến động giá hàng hóa so với			VNDS giá định			DISR dự phóng		
			Tháng trước	Quý trước	Năm trước	2021	2022	Dài hạn	2021	2022	Dài hạn
Quặng sắt 62% Fe	USD/tấn	99,5	-17,4%	-44,5%	-15,3%	150	95	80	150	93	81
Than cốc	USD/tấn	371,5	-1,2%	71,6%	223,0%	165	160	155	163	159	150

Source: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DISR

Thay đổi dự phóng năm 2021-23 phản ánh giá bán thép tốt hơn và giá quặng sắt giảm

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng năm 2021-23 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			% thay đổi		
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	153.629	151.639	151.907	152.028	150.450	149.841	-1,0%	-0,8%	-1,4%
Thép	142.206	135.203	133.071	141.942	136.624	133.427	-0,2%	1,1%	0,3%
LN gộp	38.144	35.950	36.592	42.905	39.015	39.468	12,5%	8,5%	7,9%
Biên LNG	24,8%	23,7%	24,1%	28,2%	25,9%	26,3%	3,4 đ %	2,2 đ %	2,3 đ %
CPBH&QLDN	3.073	3.033	3.038	3.041	3.009	2.997	-1,0%	-0,8%	-1,4%
EBITDA	41.718	41.890	46.320	45.265	42.550	45.304	8,5%	1,6%	-2,2%
Chi phí lãi vay	2.607	2.637	2.372	2.541	2.506	2.087	-2,5%	-5,0%	-12,0%
LN Trước thuế	33.494	30.894	31.715	38.858	34.744	35.494	16,0%	12,5%	11,9%
Lợi nhuận sau thuế	30.496	28.049	28.766	35.674	31.639	32.260	17,0%	12,8%	12,1%
Biên LNST	19,9%	18,5%	18,9%	23,5%	21,0%	21,5%	3,6 đ %	2,5 đ %	2,6 đ %
Biên EBITDA	27,2%	22,3%	30,5%	29,8%	28,3%	30,2%	2,6 đ %	6,0 đ %	-0,3 đ %
CPBH&QLDN/DTT	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0 đ %	0,0 đ %	0,0 đ %
EPS (đồng)	6.189	5.686	5.824	7.416	6.577	6.706	19,8%	15,7%	15,1%
Sản lượng (tấn)	8.681	8.936	9.182	8.648	8.881	9.170	-0,4%	-0,6%	-0,1%
Thép xây dựng	3.871	4.545	5.055	4.002	4.587	5.055	3,4%	0,9%	0,0%
Phôi thép	848	430	228	1.029	440	228	21,3%	2,4%	0,0%
Ống thép	838	880	924	699	768	807	-16,7%	-12,7%	-12,7%
Tôn mạ	392	396	396	392	396	396	0,0%	0,0%	0,0%
HRC	2.732	2.686	2.580	2.526	2.690	2.685	-7,5%	0,2%	4,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thay đổi giả định sản lượng tiêu thụ thép năm 2021-23 như sau:

- Điều chỉnh tăng 3% sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2021 phản ánh KQKD tốt hơn trong 10T21. Trong năm 2022-23, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG sẽ tăng trưởng kép 12,4% nhờ: (1) tăng tốc phát triển hạ tầng nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công; (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại từ năm 2022 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn; và (3) là nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam, HPG sẽ được hưởng lợi chính từ nhu cầu thép tăng thêm.
- Điều chỉnh tăng 21% sản lượng tiêu thụ phôi thép năm 2021 nhờ hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ sang Trung Quốc. Việc thiếu hụt nguồn cung tạm thời tại Trung Quốc do thiếu điện đã mở ra cơ hội xuất khẩu phôi thép vào thị trường này cho HPG những tháng gần đây. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục được duy trì cho đến Q4/21. Bên cạnh đó, HPG đang chạy thử nhà máy cán thép xây dựng số 3 (tại KLHDQ) và sẽ đưa vào vận hành thương mại trong năm nay. Điều đó có nghĩa là hoạt động sản xuất phôi thép của công ty sẽ giảm dần trong thời gian nhà máy cán mới đi vào hoạt động. Với hạn chế về công suất, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ phôi thép trong năm 2022-23 sẽ giảm lần lượt xuống 0,4 triệu tấn (-57% svck) và 0,2 triệu tấn (-48% svck).
- Điều chỉnh giảm 17% sản lượng tiêu thụ ống thép năm 2021 phản ánh KQKD 10T21 kém. Chúng tôi kỳ vọng mảng ống thép sẽ phục hồi mạnh mẽ 10% và 5% svck lên 768.000 tấn và 807.000 tấn trong hai năm tới nhờ nhu cầu gia tăng sau Covid-19.

- Điều chỉnh giảm 8% sản lượng tiêu thụ HRC năm 2021 do sản lượng ống thép thấp đã tác động tiêu cực đến nhu cầu HRC. Trong năm 2022, chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng sản lượng tiêu thụ HRC là 2,7 triệu tấn (+7% svck).
- Chúng tôi giữ nguyên dự phóng về sản lượng tiêu thụ tôn mạ.

PHỤ LỤC

Mua mới mỏ khoáng sản tại Australia

HPG đã mua lại mỏ quặng sắt Roper Valley tại Northern Territory (NT) từ một doanh nghiệp của UAE (Al Rawda Resources), theo một thỏa thuận được ký kết vào tháng 2/2021. Mỏ quặng sắt này có trữ lượng khoảng 320 triệu tấn và công suất khai thác 4 triệu tấn/năm, theo HPG.

Theo ban lãnh đạo HPG, mỏ quặng sắt đang chuẩn bị các bước để đưa vào khai thác. Do đó, sản lượng quặng sắt năm 2022 sẽ chỉ đạt khoảng 100.000-200.000 tấn, thấp hơn so với ước tính trước đó của chúng tôi là 3 triệu tấn.

HPG cũng đang đàm phán với chủ bán mỏ tiềm năng khác ở Australia. Công ty đang đặt mục tiêu mua thêm các mỏ trong tương lai để tăng nguồn tự cung lên ít nhất 50% nhu cầu quặng sắt, tương đương 10 triệu tấn mỗi năm.

Cập nhật kinh doanh container

HPG có kế hoạch sản xuất 500,000 TEU container/năm nhằm tham gia vào chuỗi giá trị ngành vận tải, vốn đang bị thiếu hụt nguồn cung container do chịu ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.

Hiện tại, nhà máy container đầu tiên đang được xây dựng tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu. Công suất của nhà máy là 180.000-200.000 TEU/năm và dự kiến sẽ đi vào hoạt động thương mại vào Q2/22.

Vỏ container yêu cầu sức chịu đựng với thời tiết và trọng tải nặng tốt, được sản xuất từ thép SPA-H (một sản phẩm của HRC). Theo ước tính của ContainerXchange, nguyên liệu thép chiếm khoảng 55% giá thành sản xuất container. Do đó, ban lãnh đạo HPG tin rằng sản phẩm container của công ty có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp sản xuất hàng đầu khác nhờ việc chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào. Bên cạnh đó, nhà máy sản xuất container đầu tiên này khi hoạt động tối đa công suất sẽ cần khoảng 350.000 tấn HRC/năm, đảm bảo đầu ra cho sản phẩm HRC trong tương lai.

Tuy nhiên, do thiếu thông tin từ dự án này, chúng tôi chưa đưa mảng sản xuất container vào mô hình dự phóng.

Mở rộng quỹ đất mới

HPG hiện đang sở hữu 6 dự án BĐS khu công nghiệp với tổng diện tích 1.135ha. Trong đó, UBND tỉnh Hưng Yên mới đây đã chấp thuận HPG làm nhà đầu tư dự án KCN Yên Mỹ II mở rộng (216ha) và Phố Nối A mở rộng 2 (92,5 ha).

Tại mảng BĐS nhà ở, sau khi không có dự án lớn nào được triển khai trong năm 2020-21, HPG sẽ ra mắt dự án khu đô thị Phố Nối trong năm 2022-23 (tổng vốn đầu tư 4.000 tỷ đồng).

Ngày 28/05, UBND tỉnh Cần Thơ cũng đã chấp thuận cho HPG tiến hành khảo sát 3 dự án BĐS dân cư với tổng quỹ đất hơn 540ha, gồm 88,2ha ở Cái Răng; 6,24ha tại Ninh Kiều và 452ha tại Bình Thủy. HPG sẽ có 6 tháng để khảo sát, bắt đầu từ ngày 06/05 cho 2 dự án đầu tiên và từ ngày 27/05 cho dự án lớn nhất. Bên cạnh việc mua đất nền, HPG đang xem xét thực hiện các giao dịch M&A để đẩy nhanh việc mua lại quỹ đất. Ban lãnh đạo HPG kỳ vọng mảng BĐS sẽ đóng góp nhiều hơn vào LN ròng công ty từ năm 2023 trở đi.

Vì đây là giai đoạn đầu HPG mở rộng sang mảng BĐS và thiếu thông tin chi tiết, nên chúng tôi chưa đưa các dự án BĐS mới vào mô hình dự phóng. Đây sẽ là động lực tăng giá đối với dự báo của chúng tôi.

Hình 10: Kế hoạch phát triển bất động sản của HPG

Dự án	Quy mô (ha)	Thời điểm mở bán	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Ghi chú
BĐS Khu công nghiệp	1.135			
Phổ Nối A	392	2004	100%	
Hòa Mạc	131	2008	100%	
Phổ Nối A mở rộng 1	205	2010	85%	
Yên Mỹ II	98	2015	100%	
Phổ Nối A mở rộng 2	93	2021		Dự kiến cho thuê từ cuối năm 2021
Yên Mỹ II mở rộng	216	2021		Dự kiến cho thuê từ cuối năm 2021
BĐS dân cư	808			
Phổ Nối	262			Đang xây dựng, dự kiến mở bán trong năm 2022-23
Cái Răng	88			Các thủ tục pháp lý đang được hoàn thiện
Ninh Kiều	6			Các thủ tục pháp lý đang được hoàn thiện
Bình Thủy	452			Các thủ tục pháp lý đang được hoàn thiện

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mở rộng đầu tư vào mảng điện máy gia dụng

Ngày 22/09, HPG đã thành lập Tổng công ty Điện máy gia dụng Hòa Phát với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng. Tỷ lệ góp vốn của HPG là 99,9% và công ty sẽ chuyên về các sản phẩm điện lạnh và hàng gia dụng này.

HPG hiện đang sản xuất các sản phẩm làm lạnh như tủ đông và máy điều hòa, bán dưới thương hiệu Funiki. Ngoài tủ đông và máy điều hòa, công ty hiện có kế hoạch mở rộng danh mục sản phẩm này sang các mặt hàng điện gia dụng như máy lọc không khí, máy lọc nước, quạt hơi nước và các sản phẩm liên quan khác. Danh mục sản phẩm cuối cùng đang được xem xét.

Theo Chủ tịch Trần Đình Long, HPG đặt mục tiêu doanh thu từ hoạt động kinh doanh là 1 tỷ USD vào năm 2030 và trở thành nhà sản xuất thiết bị gia dụng lớn nhất cả nước. Công ty sẽ tập trung vào các sản phẩm bao gồm điều hòa không khí, tủ lạnh, máy lọc nước và máy giặt, với 50% sản lượng dành cho xuất khẩu.

Như vậy sau khi tái cấu trúc, HPG hiện hoạt động trong 5 lĩnh vực bao gồm Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng); Sản phẩm thép (ống thép, tôn mạ, thép rút dây, thép dự ứng lực); Nông nghiệp; Bất động sản và Điện máy gia dụng.

Hình 11: Cơ cấu tổ chức của HPG kể từ tháng 9 năm 2021

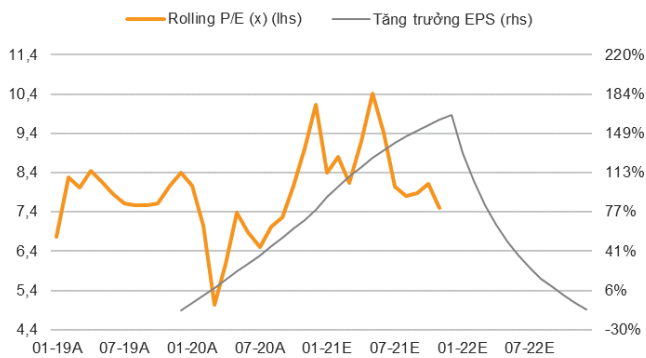


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



HPG đã thành công với các sản phẩm làm lạnh như tủ đông và máy điều hòa, bán dưới thương hiệu Funiki

Định giá

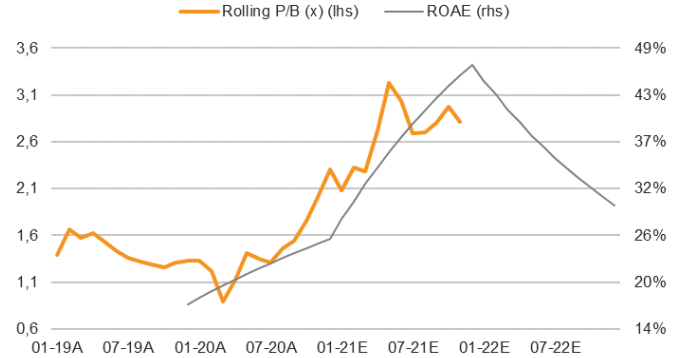


Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	152.028	150.450	149.841
Giá vốn hàng bán	(109.123)	(111.435)	(110.373)
Chi phí quản lý DN	(1.824)	(1.805)	(1.798)
Chi phí bán hàng	(1.216)	(1.204)	(1.199)
LN hoạt động thuần	39.864	36.006	36.471
EBITDA thuần	46.015	43.337	46.163
Chi phí khấu hao	(6.150)	(7.331)	(9.692)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	39.864	36.006	36.471
Thu nhập lãi	2.377	2.123	2.136
Chi phí tài chính	(4.146)	(4.139)	(4.014)
Thu nhập ròng khác	760	752	899
TN từ các Cty LK & LD	2	2	2
LN trước thuế	38.858	34.744	35.494
Thuế	(3.125)	(3.041)	(3.163)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(59)	(65)	(71)
LN ròng	35.674	31.639	32.260
Thu nhập trên vốn	35.674	31.639	32.260
Cổ tức phổ thông	(2.236)	(2.236)	(2.236)
LN giữ lại	33.437	29.402	30.024

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	13.682	15.045	14.235
Đầu tư ngắn hạn	21.943	21.943	21.943
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.829	11.129	10.647
Hàng tồn kho	46.340	46.711	44.626
Các tài sản ngắn hạn khác	3.801	3.761	3.746
Tổng tài sản ngắn hạn	96.595	98.589	95.197
Tài sản cố định	81.173	102.125	120.716
Tổng đầu tư	171	171	171
Tài sản dài hạn khác	3.745	3.706	3.691
Tổng tài sản	181.684	204.592	219.775
Vay & nợ ngắn hạn	42.325	30.743	13.286
Phải trả người bán	22.422	22.898	19.517
Nợ ngắn hạn khác	4.561	4.514	5.572
Tổng nợ ngắn hạn	69.308	58.154	38.375
Vay & nợ dài hạn	17.725	22.382	27.276
Các khoản phải trả khác	1.520	1.504	1.498
Vốn điều lệ và	44.729	44.729	44.729
LN giữ lại	43.633	73.036	103.059
Vốn chủ sở hữu	92.923	122.278	152.284
Lợi ích cổ đông thiểu số	207	272	343
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	181.684	204.592	219.775



Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	38.858	34.744	35.494
Khấu hao	6.169	7.350	9.711
Thuế đã nộp	(3.125)	(3.041)	(3.163)
Các khoản điều chỉnh khác	(463)	(503)	(524)
Thay đổi VLĐ	(14.226)	(1.566)	1.070
LC tiền thuần HKKD	27.214	36.983	42.589
Đầu tư TSCĐ	(15.000)	(28.333)	(28.333)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(13.816)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(28.816)	(28.333)	(28.333)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.825	(5.051)	(12.829)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.236)	(2.236)	(2.236)
LC tiền thuần HĐTC	1.589	(7.288)	(15.066)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13.696	13.682	15.045
LC tiền thuần trong năm	(14)	1.362	(810)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13.682	15.045	14.235

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	23,5%	21,0%	21,5%
Vòng quay TS	0,97	0,78	0,71
ROAA	22,8%	16,4%	15,2%
Đòn bẩy tài chính	2,06	1,79	1,55
ROAE	46,9%	29,4%	23,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	26,0	27,0	25,9
Số ngày nắm giữ HTK	155,0	153,0	147,6
Số ngày phải trả tiền bán	75,0	75,0	64,5
Vòng quay TSCĐ	1,98	1,64	1,34
ROIC	23,3%	18,0%	16,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,7	2,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,9	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,9
Vòng quay tiền	106,0	105,0	109,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	68,7%	(1,0%)	(0,4%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	132,8%	(9,7%)	1,3%
Tăng trưởng LN ròng	165,2%	(11,3%)	2,0%
Tăng trưởng EPS	165,2%	(11,3%)	2,0%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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