

CTCP Tập đoàn Hòa Phát - HPG

Khả quan

Kỳ vọng bước ngoặt trong Q3/23

Giá mục tiêu (12 tháng)

Thép | CẬP NHẬT

VND24,400

Consensus*: Mua:9 Giữ:4 Bán:0

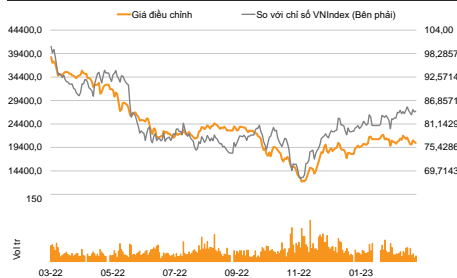
Giá mục tiêu / Consensus: 17,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm 25,3%/11,5% dự phóng EPS 2023-24

Khuyến nghị trước đó	Khả quan
Giá mục tiêu trước đó	VND20.900
Giá thị trường	VND20.850
Cao nhất 52 tuần (VND)	38.674
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.100
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	495.664
Thị giá vốn (tỷ VND)	119.785
Free float	55%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	13,9
P/B hiện tại (x)	1,2

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

- HPG ghi nhận lỗ lợi nhuận (LN) ròng quý thứ 2 liên tiếp với 1.992 tỷ đồng trong Q4/22 do nhu cầu thép yếu và biên LN gộp âm. Lũy kế cả năm 2022, LN ròng của công ty giảm mạnh 75,4% svck.
- Chúng tôi tin rằng LN ròng của HPG sẽ có khởi đầu chậm trong đầu năm trước khi bước ngoặt tăng trưởng sẽ tới từ Q3/23 nhờ hiệu ứng mức nền thấp của năm trước đó, biên LN gộp phục hồi và giảm lỗ chi phí tài chính.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 24.400 đồng/cp.

Giá bán thép tăng chậm hơn giá nguyên vật liệu đầu vào trong bối cảnh nhu cầu thép trong nước yếu và chi phí tăng đẩy giá hàng hóa toàn cầu

Kể từ giữa tháng 12/2022, HPG đã có 6 lần điều chỉnh tăng giá bán thép xây dựng, với tổng mức tăng 9,1% (+1.360 đồng/kg). Xu hướng này chủ yếu được thúc đẩy bởi sự phục hồi của giá nguyên liệu đầu vào và giá bán thép tại Trung Quốc cao hơn, thay vì việc nhu cầu nội địa được cải thiện. Giá bán thép nội địa cũng ghi nhận mức tăng chậm hơn đáng kể so với nguyên liệu đầu vào (quặng sắt, than cốc) kể từ đầu năm. Theo diễn biến của giá hàng hóa giao ngay, chúng tôi ước tính biên EBITDA của HPG trong Q1/23 thấp hơn 1,8 điểm % so với Q4/22.

Những điểm chính trong kế hoạch kinh doanh HPG năm 2023: LN sau thuế giảm 5,7% svck

Theo kế hoạch của ban lãnh đạo, doanh thu và LNST của HPG năm 2023 sẽ lần lượt là 150.000 tỷ đồng (+6,1% svck) và 8.000 tỷ đồng (-5,7% svck). Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh này đã được đưa ra trên quan điểm thận trọng của ban lãnh đạo HPG, đặc biệt trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào biến động và nhu cầu thép yếu như hiện nay. Do kết quả kinh doanh kém khả quan trong năm 2022 và chi phí đầu tư lớn trong năm 2023-24 cho Khu liên hợp gang thép Dung Quất giai đoạn 2, HPG cũng sẽ không trả cổ tức tiền mặt trong năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN ròng sẽ được cải thiện trong Q3/23

Chúng tôi cho rằng LN ròng của HPG vẫn sẽ ghi nhận ở mức thấp trong nửa đầu năm 2023, trước khi tăng trưởng tích cực trở lại từ Q3/23 nhờ (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng trở lại từ mức thấp của nửa cuối năm 2022, (2) biên LN gộp được cải thiện khi giá nguyên liệu đầu vào giảm và dự phóng giảm giá hàng tồn kho thấp hơn và (3) cải thiện lỗ ròng chi phí tài chính khi lỗ tỷ giá giảm mạnh. Do đó, LN ròng năm 2023-24 sẽ tăng trưởng lần lượt 22,2%-41,9% svck lên 10.366-14.711 tỷ đồng, theo dự phóng của chúng tôi.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 24.400 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh tăng 17% giá mục tiêu lên 24.400 đồng/cp nhờ điều chỉnh P/B mục tiêu tăng 30% khi tâm lý của thị trường đối với cổ phiếu thép được cải thiện trong bối cảnh giá thép tăng. HPG hiện đang được giao dịch ở mức P/E 2023-24 lần lượt là 12,0x-8,7x, không quá hấp dẫn để đầu tư ngắn hạn – mặc dù điều này là không bất ngờ khi ngành thép đang ở chu kỳ khó khăn. Chúng tôi cho rằng HPG đang trong giai đoạn khó khăn nhất của chu kỳ kinh doanh và dữ liệu gần đây cho thấy tốc độ phục hồi đang khá chậm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưa thích HPG cho đầu tư dài hạn nhờ vị thế, thị phần dẫn đầu cũng như sở hữu đội ngũ quản lý chất lượng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	149.680	141.409	136.850	152.743
Tăng trưởng DT thuần	66,1%	(5,5%)	(3,2%)	11,6%
Biên lợi nhuận gộp	27,5%	11,9%	12,9%	15,3%
Biên EBITDA	29,8%	13,8%	15,6%	17,8%
LN ròng (tỷ)	34.478	8.484	10.366	14.711
Tăng trưởng LN ròng	156,3%	(75,4%)	22,2%	41,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	156,3%	(75,4%)	22,2%	41,9%
EPS cơ bản	5.929	1.459	1.783	2.530
EPS điều chỉnh	5.734	1.264	1.693	2.339
BVPS	15.585	16.511	18.271	20.379
ROAE	46,1%	9,1%	10,3%	13,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kỳ vọng bước ngoặt trong Q3/23

Tóm tắt KQKD Q4/22: nhu cầu yếu, chi phí đầu vào tăng cao

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q4/22

tỷ đồng	Q4/22	Q4/21	% svck	2022	2021	% svck	% sv dự báo cả năm	Nhận xét
Tổng doanh thu	25.826	38.674	-33,2%	141.409	149.680	-5,5%	98,5%	
Thép	23.738	42.598	-44,3%	134.011	140.394	-4,5%	99,3%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Nông nghiệp	1.690	1.781	-5,1%	6.757	7.965	-15,2%	97,2%	
Bất động sản	398	332	19,7%	641	1.320	-51,5%	41,0%	
Lợi nhuận gộp	(885)	9.587	NA	16.763	41.108	-59,2%	83,7%	
Biên lợi nhuận gộp	-3,4%	24,8%	-28,2 đ %	11,9%	27,5%	-15,6 đ %	-2,1 đ %	Biên lợi nhuận gộp Q4/22 của HPG chỉ đạt mức -3,4%. Đây là quý thứ 2 trong lịch sử và là lần đầu tiên công ty ghi nhận mức âm biên lợi nhuận gộp kể từ Q4/2008. Kết quả kinh doanh âm đậm này đến chủ yếu do (1) tiếp tục chịu ảnh hưởng của chi phí giá nguyên vật liệu đầu vào cao (bao gồm giá quặng sắt, than cốc), (2) trích lập giảm giá hàng tồn kho Q4/22 là 433 tỷ đồng và (3) hiệu suất vận hành thấp của các nhà máy khiến tăng chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản xuất.
CPBH & QLDN	1.059	1.220	-13,2%	3.685	3.444	7,0%	107,7%	
Chi phí BH&QLDN/DTT	4,1%	3,2%	0,9 đ %	2,6%	2,3%	0,3 đ %	0,2 đ %	Cao hơn dự phóng của chúng tôi do HPG đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép xây dựng trong Q4/22 với chi phí vận chuyển cao hơn so với việc bán hàng tại nội địa.
EBITDA	(222)	9.930	NA	19.893	43.747	-54,5%	87,1%	
Biên EBITDA	-0,9%	25,7%	-26,5 đ %	14,1%	29,2%	-15,2 đ %	-1,8 đ %	
Chi phí lãi vay	933	630	48,2%	3.084	2.526	22,1%	99,5%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Lợi nhuận trước thuế	(2.079)	8.038	NA	9.923	37.057	-73,2%	80,1%	
Lợi nhuận ròng	(1.992)	7.427	NA	8.484	34.478	-75,4%	75,7%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Biên lợi nhuận ròng	-7,7%	19,2%	-26,9 đ %	6,0%	23,0%	-17,0 đ %	-1,8 đ %	
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	1.746.486	2.529.437	-31,0%	8.263.151	8.843.134	-6,6%	101,6%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Thép xây dựng	820.740	1.092.104	-24,8%	4.269.314	3.889.683	9,8%	103,3%	
Phôi thép	80.809	474.894	-83,0%	287.505	1.278.883	-77,5%	118,6%	
Óng thép	172.234	177.448	-2,9%	749.297	675.364	10,9%	99,1%	
Tôn mạ	79.459	155.710	-49,0%	327.151	428.785	-23,7%	101,7%	
HRC	593.244	629.281	-5,7%	2.629.884	2.570.419	2,3%	98,2%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặc dù sản lượng tiêu thụ và doanh thu mảng thép của HPG phù hợp với dự phóng của chúng tôi, LN ròng năm 2022 chỉ tương đương 75% dự phóng cả năm. LN ròng thấp hơn đáng kể kỳ vọng chủ yếu do (1) giá quặng sắt cao hơn 7% so với dự phóng và (2) trích lập giảm giá hàng tồn kho và chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp cao hơn dự phóng.

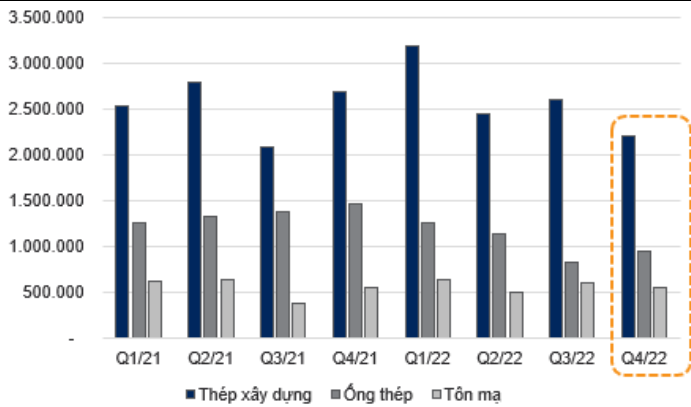
Triển vọng ngành thép 2023: giải ngân vốn đầu tư công mạnh mẽ sẽ bù đắp phần nào nhu cầu yếu từ lĩnh vực bất động sản dân dụng

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép xây dựng Việt Nam giảm 9% svck trong năm 2023

Thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam đã hạ nhiệt kể từ Q2/22 do sự kiện bất giữ một số nhà lãnh đạo doanh nghiệp BĐS lớn (vi phạm quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp), lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Ngành thép trong nước cũng đang chịu tác động từ những khó khăn như: (1) giá nguyên liệu đầu vào cao (bao gồm than cốc và thép phế) và (2) nhu cầu thép toàn cầu sụt giảm, gây khó khăn cho hoạt động xuất khẩu của các doanh nghiệp thép Việt Nam. Kết quả là tổng sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam (bao gồm thép xây dựng, ống thép và tôn mạ) đã giảm mạnh xuống mức 3,7 triệu tấn trong

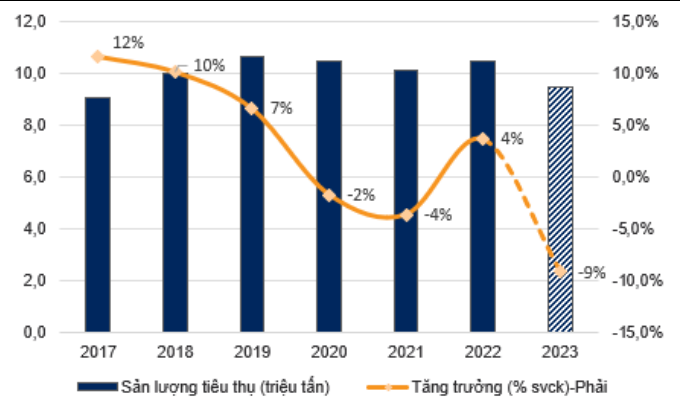
Q4/22 (-21% svck và -8,3% sv quý trước đó), theo dữ liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA).

Hình 2: Tổng sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam trong Q4/22 giảm xuống chỉ còn 3,7 triệu tấn (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 3: Dự phóng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ tăng trưởng âm trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

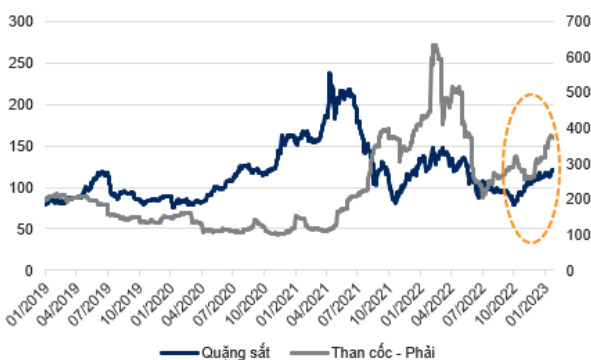
Chúng tôi cho rằng nhu cầu ảm đạm kéo dài của lĩnh vực xây dựng dân dụng nội địa sẽ tác động đáng kể đối với nhu cầu vật liệu xây dựng trong năm 2023. Do đó, mặc dù giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong những quý tới, chúng tôi dự báo tổng nhu cầu thép trong nước sẽ tăng trưởng âm một chữ số vào năm 2023. Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam trong năm 2023 sẽ giảm 9,2% svck xuống mức 9,5 triệu tấn.

Đà tăng hiện tại của giá thép là không bền vững do nhu cầu yếu

Kể từ giữa tháng 12/2022, HPG đã có 6 lần điều chỉnh tăng giá bán thép xây dựng, với tổng mức tăng 9,1% (+1.360 đồng/kg). Đối với sản phẩm HRC, giá chào bán cho lô hàng tháng 3 của HPG là 670 USD/tấn, tăng 22% sv đầu năm. Chúng tôi cho rằng đà tăng của giá bán thép đến chủ yếu do chi phí đầu vào tăng cao khi giá quặng sắt – than cốc – thép phế đã tăng lần lượt 10,2%-28,5%-10% kể từ đầu năm.

Chúng tôi tin rằng đà tăng hiện tại của giá bán thép tại cả Trung Quốc và Việt Nam là không bền vững do nhu cầu thép yếu sẽ diễn ra kéo dài. Chúng tôi dự phóng trung bình giá bán thép xây dựng và HRC năm 2023 của HPG sẽ đạt lần lượt 15,956 triệu đồng/tấn và 640 USD/tấn, thấp hơn 2,4%-4,5% so với giá giao ngay hiện nay.

Hình 4: Giá than cốc và quặng sắt tăng mạnh sau khi Trung Quốc thông báo mở cửa lại nền kinh tế (USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 5: Giá bán thép tăng tác động tích cực đến giá cổ phiếu HPG



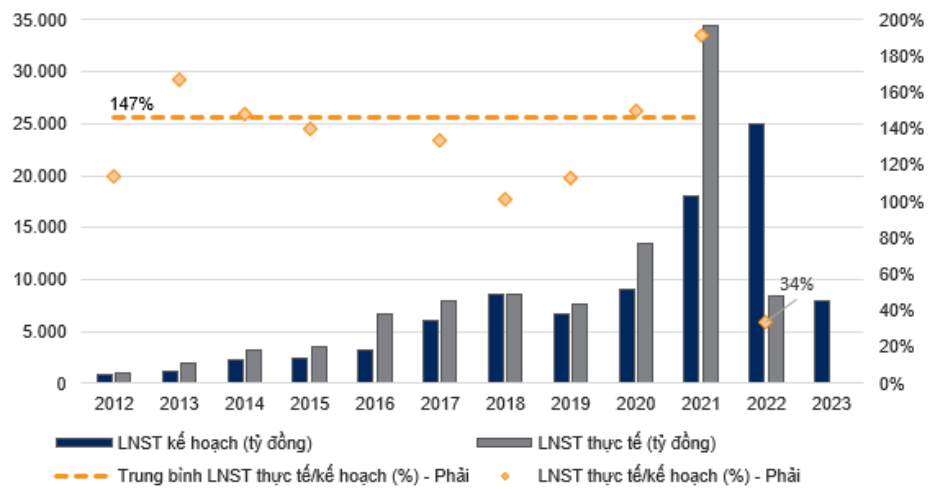
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2023-24 của HPG

Kế hoạch của ban lãnh đạo: LNST năm 2023 sẽ giảm 5,7% svck

Theo kế hoạch của ban lãnh đạo, doanh thu và LNST của HPG năm 2023 sẽ lần lượt là 150.000 tỷ đồng (+6,1% svck) và 8.000 tỷ đồng (-5,7% svck), thấp hơn 42,3% so với dự phóng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi cũng lưu ý rằng 2022 là năm đầu tiên sau 10 năm, HPG không hoàn thành kế hoạch LNST được Đại hội cổ đông giao. Trong giai đoạn 2012-21, HPG thường xuyên vượt kế hoạch LNST với mức trung bình là 47%. Do đó, chúng tôi tin rằng kế hoạch kinh doanh năm 2023 đã được lập trên cơ sở thận trọng của ban lãnh đạo công ty, đặc biệt trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào biến động và nhu cầu thép yếu như hiện nay. Kết quả kinh doanh kém khả quan trong năm 2022 và chi phí đầu tư lớn trong năm 2023-24 cho Khu liên hợp gang thép Dung Quất giai đoạn 2, HPG cũng sẽ không trả cổ tức tiến mặt trong năm 2023.

Hình 6: Trung bình lợi nhuận sau thuế thực tế của HPG trong giai đoạn 2012-21 vượt 47% so với kế hoạch ĐHCĐ đề ra (tỷ đồng)



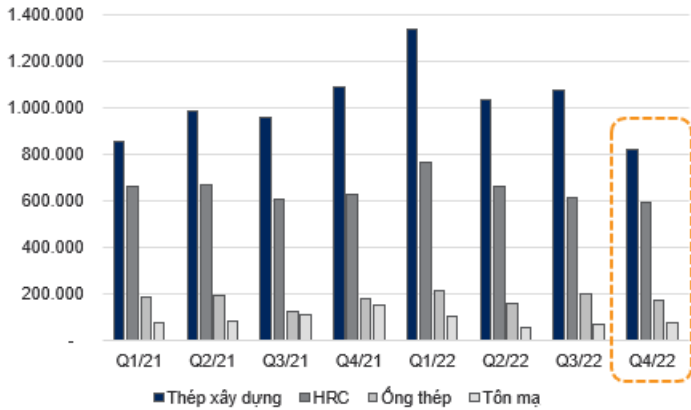
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ thép năm 2023 của HPG sẽ giảm 8% svck trước khi phục hồi mạnh 15% svck trong năm 2024

Đi theo xu hướng của ngành thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ của HPG trong Q4/22 chỉ đạt 1,75 triệu tấn, giảm 31% svck và 12% sv quý trước đó. Trong đó, mức bán hàng ghi nhận giảm ở tất cả các nhóm sản phẩm, cụ thể là thép xây dựng (-24,9% svck), HRC (-5,9% svck), tôn mạ (-49% svck) và ống thép (-2,9% svck).

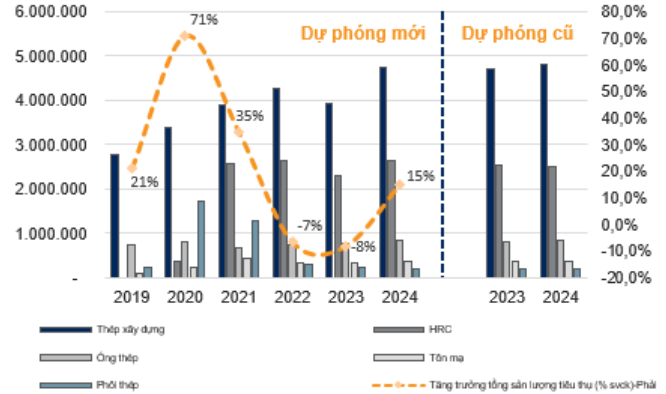
Mặc dù tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG năm 2022 là vượt trội so với toàn ngành và phù hợp với dự phóng trước đó của chúng tôi, chúng tôi vẫn điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng bán hàng trong năm 2023 xuống 3,9 triệu tấn (-8,3% svck) và thấp hơn 16,8% sv dự phóng trước đó.

Hình 7: Tổng sản lượng tiêu thụ thép HPG trong Q4/22 ghi nhận giảm mạnh ở tất cả các sản phẩm (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 11,3%/5,4% dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ thép HPG năm 2023-24 (tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các lò cao được kỳ vọng sẽ vận hành trở lại trong Q2/23

HPG mới chỉ vận hành trở lại một/bốn lò cao tại Hải Dương từ 27/12/2022. Mặc dù vậy, sản lượng sản xuất của công ty vẫn ghi nhận mức thấp trong 2 tháng đầu năm 2023 với tổng sản lượng chỉ đạt 809 nghìn tấn (-42% svck).

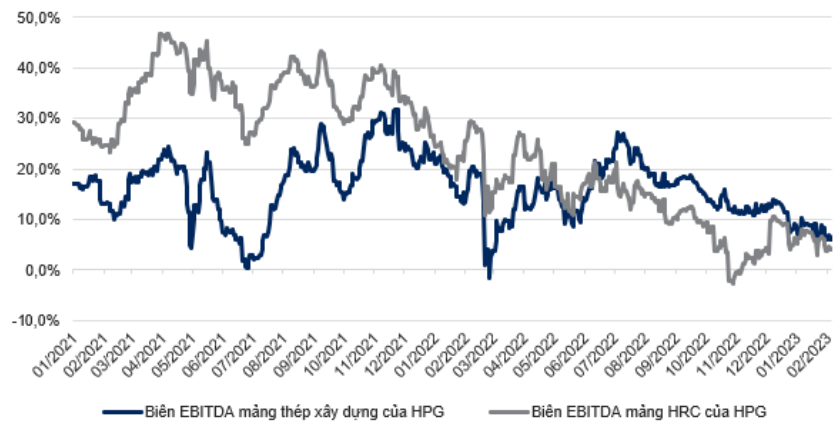
Thời điểm hiện tại, công ty hiện vẫn còn 3 lò cao đang đóng và chưa có kế hoạch cụ thể cho việc vận hành trở lại. Điều này cũng đồng nghĩa với việc nhu cầu kỳ vọng trong ngắn hạn đối với các sản phẩm thép vẫn thấp. Chúng tôi kỳ vọng 3 lò cao còn lại sẽ bắt đầu hoạt động trở lại từ tháng 5/2023 và tăng dần hiệu suất hoạt động lên 90% kể từ tháng 9/2023. Do đó, sản lượng sản xuất thép thô của HPG năm 2023 sẽ đạt 7,16 triệu tấn (-5% svck), theo dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN ròng sẽ được cải thiện trong Q3/23

Kết quả kinh doanh kém hơn kỳ vọng trong Q4/22 do chi phí nguyên liệu đầu vào cao. Chúng tôi đang thận trọng hơn đối với LN ròng ngắn hạn của HPG trong Q1/23. Chúng tôi cho rằng LN ròng của HPG vẫn sẽ ghi nhận ở mức thấp trong nửa đầu năm 2023, trước khi tăng trưởng tích cực trở lại từ Q3/23 nhờ (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng trở lại từ mức thấp của nửa cuối năm 2022, (2) biên LN gộp được cải thiện khi giá nguyên liệu đầu vào giảm và dự phóng giảm giá hàng tồn kho thấp hơn và (3) cải thiện lỗ ròng chi phí tài chính khi lỗ tỷ giá giảm mạnh.

Theo diễn biến của giá hàng hóa giao ngay (bao gồm giá thép, quặng sắt, than cốc và thép phế), chúng tôi ước tính biên EBITDA của HPG trong Q1/23 thấp hơn 1,8 điểm % so với Q4/22. Với nhu cầu yếu, chúng tôi lo ngại về khả năng chuyển rủi ro tăng giá nguyên liệu đầu vào của HPG sang phía người tiêu dùng cuối cùng. Bên cạnh đó, hiệu suất vận hành nhà máy thấp trong nửa đầu năm 2023 cũng sẽ tác động tới biên lợi nhuận của công ty. Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng của công ty có thể vẫn sẽ âm trong Q1/23.

Hình 9: Dự phóng của chúng tôi đối với biên EBITDA của HPG dựa trên giá giao ngay của các hàng hóa



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Thay đổi dự phóng 2023-24

Hình 10: Điều chỉnh dự phóng năm 2023-24 (tỷ đồng)

tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi		Nhận xét
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Tổng doanh thu	145.880	160.144	136.850	152.743	-6,2%	-4,6%	
Thép	136.817	148.757	128.067	141.688	-6,4%	-4,8%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng trung bình giá bán thép xây dựng năm 2023-24 lên lần lượt 15,9-14,8 triệu đồng/tấn, tăng 12% so với dự phóng trước đó, phản ánh đã phục hồi của giá thép gần đây. Tuy nhiên, dự phóng doanh thu mảng thép vẫn sẽ giảm 6,4%-4,8% so với dự phóng trước đó do tổng sản lượng tiêu thụ giảm 11,3%-5,4%.
Nông nghiệp	7.764	9.399	7.764	9.399	0,0%	0,0%	
Bất động sản	1.299	1.988	1.019	1.657	-21,6%	-16,7%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu mảng bất động sản trong năm 2023-24 do dự án khu công nghiệp Yên Mỹ 2 mở rộng sẽ ghi nhận doanh thu kể từ cuối 2024, chậm hơn so với dự phóng trước đó là cuối 2023.
Lợi nhuận gộp	21.331	25.287	17.588	23.371	-17,5%	-7,6%	
Biên lợi nhuận gộp	14,6%	15,8%	12,9%	15,3%	-1,8 đ %	-0,5 đ %	Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 1,8-0,5 điểm % dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2023-24 do (1) giá quặng sắt cao hơn 26%-18%, (2) trong bối cảnh nhu cầu yếu, chúng tôi lo ngại khả năng chuyển đổi rủi ro tăng giá nguyên vật liệu đầu vào của HPG sang người mua cuối và (3) hiệu suất vận hành thấp của các nhà máy trong nửa đầu năm 2023 sẽ làm tăng chi phí khấu hao trên từng sản phẩm sản xuất.
CPBH & QLDN	3.333	3.659	3.284	3.666	-1,5%	0,2%	
<i>Chi phí BH&QLDN/DTT</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>0,1 đ %</i>	<i>0,1 đ %</i>	
EBITDA	24.320	29.911	21.131	27.632	-13,1%	-7,6%	
<i>Biên EBITDA</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,1%</i>	<i>15,4%</i>	<i>18,1%</i>	<i>0,1 đ %</i>	<i>1,0 đ %</i>	
Chi phí lãi vay	3.192	3.115	3.037	2.993	-4,8%	-3,9%	
Lợi nhuận trước thuế	15.260	18.353	11.469	16.245	-24,8%	-11,5%	
Lợi nhuận ròng	13.869	16.619	10.366	14.711	-25,3%	-11,5%	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,6%</i>	<i>-1,9 đ %</i>	<i>-0,7 đ %</i>	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	8.563	9.437	7.600	8.928	-11,3%	-5,4%	
Thép xây dựng	4.704	4.821	3.913	4.732	-16,8%	-1,8%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng do nhu cầu yếu của thị trường bất động sản nội địa.
Phôi thép	189	198	241	207	27,5%	4,6%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng sản lượng tiêu thụ phôi thép nhờ Trung Quốc - thị trường xuất khẩu phôi thép chính của HPG mới đây đã mở cửa lại nền kinh tế.
Ống thép	794	834	787	826	-0,9%	-0,9%	
Tôn mạ	354	361	344	350	-2,9%	-2,9%	
HRC	2.522	3.223	2.315	2.813	-8,2%	-12,7%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 24.400 đồng/cp

Tăng giá mục tiêu cho 1 năm tới là 24.400 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp 2 phương pháp với tỉ trọng bằng nhau là định giá DCF trong dự báo 10 năm và định giá P/B. Trong mô hình định giá P/B, chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu cho giá trị sổ sách 2023 là 1,3 lần, cao hơn 30% so với giả định trước đó nhờ tâm lý của thị trường đối với ngành thép đã được cải thiện trong bối cảnh giá thép tăng. Mức P/B mục tiêu mới của chúng tôi tương đương với mức P/B của các công ty cùng ngành với mức sinh lời tương đương trong khu vực.

Hình 11: Các giả định chính của mô hình định giá DCF

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP-10 năm)	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%
Beta	1,2
Chi phí vốn	17,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	6,0%
WACC	13,4%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	93.725
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	75.103
Giá trị doanh nghiệp	168.828
Trừ: tổng nợ	57.900
Cộng: tiền và tương đương tiền	34.593
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	155
Giá trị cổ phần	145.366
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5.815
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	24.999

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Phương pháp định giá so sánh P/B

Giá trị sổ sách 2023 (đồng)	18.271
P/B bình quân ngành	1,3
Premium	0,0%
P/B mục tiêu	1,3
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	23.753

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 13: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	24.999	50%	12.500
P/B	23.753	50%	11.876
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			24.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá ht	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng		P/B		(x)		ROE (%)	
		Nội tệ	tr.USD	2023	2024	EPS 3 năm (%)	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Các doanh nghiệp thép trong khu vực													
Tata Steel	TATA IN	105,7	15.788	11,8	9,3	147,8	1,1	1,0	6,5	6,1	9,8	11,0	
Hindalco Industries	HNDL IN	361,4	11.389	9,1	8,5	63,9	1,1	0,9	6,1	5,7	12,0	11,3	
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	581,7	7.255	12,4	9,9	na	1,5	1,3	6,6	5,8	12,5	13,7	
NMDC	NMDC IN	114,1	4.089	6,9	6,3	36,3	1,5	1,4	4,5	4,1	20,0	23,6	
<i>Trung bình</i>			9.630,3	10,1	8,5	82,7	1,3	1,2	5,9	5,4	13,6	14,9	
<i>Trung vị</i>			9.322,0	10,5	8,9	63,9	1,3	1,2	6,3	5,8	12,3	12,5	
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	20.850	5.125	12,3	8,9	48,2	1,1	1,0	10,1	9,0	10,3	13,1	

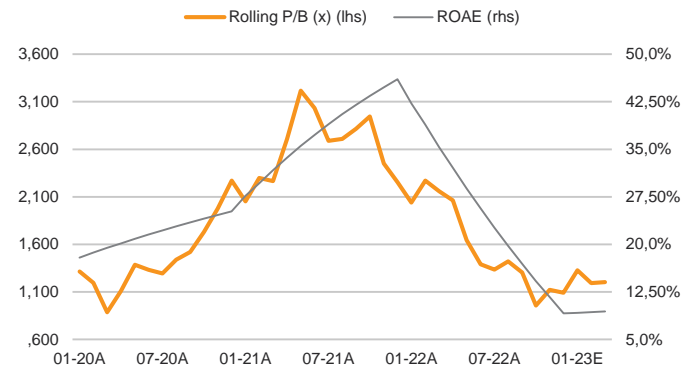
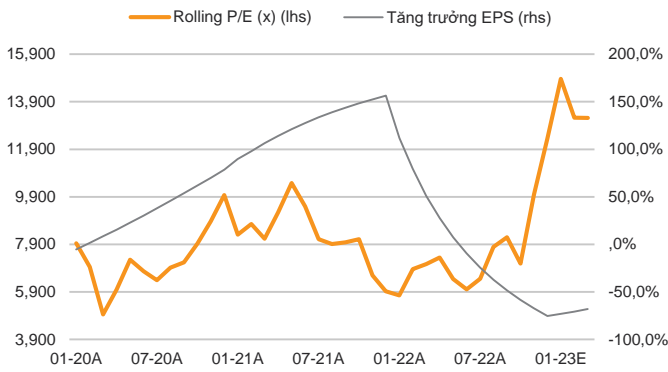
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 06/03/2023

Giá cổ phiếu HPG đã tăng mạnh 67% trong 4 tháng gần nhất, vượt trội so với VNINDEX (+12,4%) nhờ giá bán thép tăng và Trung Quốc mở cửa lại nền kinh tế. HPG hiện đang được giao dịch ở mức P/E 2023-24 lần lượt là 12.0x-8.7x, không quá hấp dẫn để đầu tư ngắn hạn – mặc dù điều này là không bất ngờ khi ngành thép đang ở chu kỳ khó khăn. Chúng tôi cho rằng HPG đang trong giai đoạn khó khăn nhất của chu kỳ kinh doanh và dữ liệu gần đây cho thấy tốc độ phục hồi đang khá chậm.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưu tiên HPG cho đầu tư dài hạn nhờ (1) vị thế hàng đầu của HPG trong ngành thép Đông Nam Á sẽ giúp công ty hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng mạnh mẽ ở cả mảng dân dụng và cơ sở hạ tầng, (2) bảng cân đối kế toán lành mạnh của công ty với lượng tiền mặt dồi dào sẽ giúp HPG có thể gia tăng thị phần trong giai đoạn giá thép giảm và (3) KLHDQ 2 sẽ giúp HPG tăng công suất sản xuất thép thô lên 14,6 triệu tấn/năm từ năm 2025, tăng 66% so với hiện nay. Bên cạnh đó, thép cuộn cán nóng (HRC) - sản phẩm đầu ra chính của KLHDQ 2, vẫn đang đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn cung tại thị trường nội địa và phụ thuộc vào xuất khẩu, do đó những lo ngại về tình trạng dư cung thép của HPG trong giai đoạn 2025-30 là thấp, theo quan điểm của chúng tôi.

Động lực tăng giá là các dự án mới (dự án nhôm, bất động sản và thiết bị gia dụng) để phát triển chuỗi giá trị. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) chính sách tiền tệ thắt chặt tại Việt Nam khiến lãi vay cao hơn kỳ vọng và (2) giá USD tăng mạnh hơn kỳ vọng.

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	141.409	136.850	152.743
Giá vốn hàng bán	(124.646)	(119.263)	(129.373)
Chi phí quản lý DN	(2.666)	(2.190)	(2.444)
Chi phí bán hàng	(1.019)	(1.095)	(1.222)
LN hoạt động thuần	13.078	14.303	19.705
EBITDA thuần	19.573	21.102	27.603
Chi phí khấu hao	(6.495)	(6.798)	(7.898)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	13.078	14.303	19.705
Thu nhập lãi	3.744	1.914	1.912
Chi phí tài chính	(7.770)	(5.501)	(6.848)
Thu nhập ròng khác	872	753	1.478
TN từ các Cty LK & LD	(1)	(1)	(1)
LN trước thuế	9.923	11.469	16.245
Thuế	(1.479)	(1.052)	(1.480)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	(50)	(55)
LN ròng	8.484	10.366	14.711
Thu nhập trên vốn	8.484	10.366	14.711
Cổ tức phổ thông	(2.247)	0	(2.907)
LN giữ lại	6.236	10.366	11.803

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	8.325	5.474	7.551
Đầu tư ngắn hạn	26.268	26.268	26.268
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.893	10.498	10.074
Hàng tồn kho	34.491	36.596	38.989
Các tài sản ngắn hạn khác	1.538	1.488	1.661
Tổng tài sản ngắn hạn	80.515	80.324	84.544
Tài sản cố định	84.825	108.543	147.035
Tổng đầu tư	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	4.995	4.834	5.395
Tổng tài sản	170.336	193.702	236.975
Vay & nợ ngắn hạn	46.749	41.475	55.909
Phải trả người bán	11.107	11.436	11.342
Nợ ngắn hạn khác	4.530	5.500	6.089
Tổng nợ ngắn hạn	62.385	58.410	73.341
Vay & nợ dài hạn	11.152	28.228	44.183
Các khoản phải trả khác	686	663	740
Vốn điều lệ và	58.148	58.148	58.148
LN giữ lại	33.834	44.200	56.004
Vốn chủ sở hữu	96.007	106.244	118.500
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	155	210
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	170.336	193.702	236.975

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	9.923	11.469	16.245
Khấu hao	6.524	6.828	7.928
Thuế đã nộp	(1.479)	(1.052)	(1.480)
Các khoản điều chỉnh khác	(946)	(1.072)	(1.211)
Thay đổi VLĐ	7.597	1.489	(3.723)
LC tiền thuần HKĐK	21.621	17.661	17.759
Đầu tư TSCĐ	(11.615)	(30.000)	(45.000)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(8.032)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	6	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(19.641)	(30.000)	(45.000)
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	(13.879)	9.488	32.225
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.247)	0	(2.907)
LC tiền thuần HĐTC	(16.126)	9.488	29.318
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22.471	8.325	5.474
LC tiền thuần trong năm	(14.147)	(2.851)	2.077
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8.325	5.474	7.551

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	6,0%	7,6%	9,6%
Vòng quay TS	0,81	0,75	0,71
ROAA	4,9%	5,7%	6,8%
Đòn bẩy tài chính	1,87	1,80	1,92
ROAE	9,1%	10,3%	13,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	25,5	28,0	24,1
Số ngày nắm giữ HTK	101,0	112,0	110,3
Số ngày phải trả tiền bán	32,5	35,0	32,1
Vòng quay TSCĐ	1,72	1,42	1,20
ROIC	5,5%	5,9%	6,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,4	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,5
Vòng quay tiền	94,0	105,0	102,4
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	(5,5%)	(3,2%)	11,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(65,3%)	9,4%	37,8%
Tăng trưởng LN ròng	(75,4%)	22,2%	41,9%
Tăng trưởng EPS	(75,4%)	22,2%	41,9%

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 cao cấp

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>