

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND48.400	VND62.600	1,0%	KHẢ QUAN	THÉP

Ngày 13/08/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

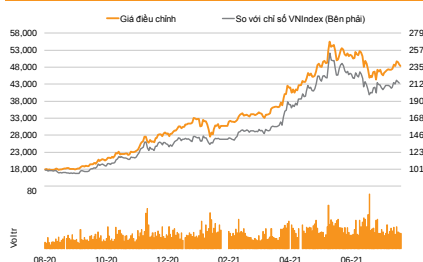
Consensus*: Mua:13 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 16,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng dự phóng EPS năm 2021-23 thêm 13,2%-34,2%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	55.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.719
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.446.404tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	218,950
Free float (%)	27
P/E trượt (x)	8,7
P/B hiện tại (x)	3,0

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

www.vndirect.com.vn

Cùng cổ vị thế dẫn đầu

- HPG ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng quý 2/2021 tăng vọt 354% svck lên 9.721 tỷ đồng nhờ sản lượng và giá bán thép tăng mạnh.
- Chúng tôi nâng giả định giá bán thép và đưa mô quặng sắt mới vào mô hình định giá, qua đó tăng 13,2%-34,2% dự phóng EPS 2021-23.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 62.600 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2021 (6T21) tốt hơn kỳ vọng

HPG đã công bố kết quả kinh doanh quý 2/2021 ấn tượng, với doanh thu và LN ròng tăng lần lượt 72% svck/354% svck lên 35.188 tỷ đồng/9.721 tỷ đồng, nhờ vào (1) tổng sản lượng tiêu thụ thép tăng 42% svck và (2) trung bình giá bán thép xây dựng tăng 40% svck. Biên LN gộp (BLNG) Q2/21 đạt 32,7%, vượt trội sv mức 26,2% của Q1/21 và 18,1% của Q2/20. Lũy kế 6T21, HPG ghi nhận 66.295 tỷ đồng doanh thu (+67% svck) và 16.670 tỷ đồng LN ròng (+232% svck), tương đương 73,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Mỏ quặng sắt mới giúp HPG giảm phụ thuộc nguồn nguyên liệu đầu vào

Trong tháng 5/2021, HPG đã mua lại thành công mỏ quặng sắt Roper Valley (RVIM) - công suất 4 triệu tấn/năm. Cùng với cụm mỏ trước đó tại Hà Giang, tổng công suất sản xuất quặng sắt của HPG đã tăng lên mức 4,8 triệu tấn/năm, đáp ứng khoảng 30% nhu cầu công ty. Chúng tôi kỳ vọng mỏ quặng sắt mới sẽ vận hành ở mức 75% công suất thiết kế, đóng góp khoảng 5% vào LN trước thuế (LNTT) của HPG năm 2022 (~ 1.530 tỷ đồng). Công ty cũng có kế hoạch mua thêm mỏ quặng sắt và than cốc trong thời gian tới.

Thay đổi dự phóng 2021-23

Chúng tôi kỳ vọng giá thép thanh thế giới sẽ giảm dần về mức trung bình dài hạn khoảng 600 USD/tấn. Giá thép xây dựng nội địa được kỳ vọng sẽ đạt bình quân 14,6 triệu đồng/tấn (+28% svck) trong năm 2021, trước khi giảm xuống dưới mức 13,5 triệu đồng/tấn tại thời điểm cuối năm 2022 trong bối cảnh Chính phủ đang nỗ lực kiềm chế giá thép. Chúng tôi điều chỉnh tăng 34,2% LN ròng của HPG năm 2021 lên 30.496 tỷ đồng (+126,7% svck) dựa trên mức tăng 3,8% của doanh thu lên 153.629 tỷ đồng (+70,5% svck) và giả định BLNG cao hơn 4,5 điểm %. LN ròng năm 2022-23 cũng được điều chỉnh tăng tăng 16,1%/13,2% lên lần lượt 28.049 tỷ đồng/28.766 tỷ đồng nhờ phản ánh mỏ quặng sắt mới vào mô hình định giá.

Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 62.600 đồng/cp

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 2021 và 2) mô hình định giá DCF 10 năm. Giá cổ phiếu HPG đã giảm 13% trong 2 tháng qua, giúp định giá của công ty trở nên hấp dẫn hơn. Tiềm năng tăng giá là hiệu quả của các mảng kinh doanh mới (sản xuất vỏ container và mua mỏ khoáng sản) nhằm phát triển chuỗi giá trị. 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	153.629	151.639	151.907
Tăng trưởng DT thuần	41,6%	70,5%	(1,3%)	0,2%
Biên lợi nhuận gộp	21,0%	24,8%	23,7%	24,1%
Biên EBITDA	24,4%	28,3%	28,6%	30,4%
LN ròng (tỷ)	13.450	30.496	28.049	28.766
Tăng trưởng LN ròng	78,7%	126,7%	(8,0%)	2,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	78,7%	126,7%	(8,0%)	2,6%
EPS cơ bản	3.007	6.818	6.271	6.431
EPS điều chỉnh	2.754	6.189	5.686	5.824
BVPS	13.206	19.628	25.385	31.318
ROAE	25,2%	41,5%	27,9%	22,7%

Nguồn: VND RESEARCH

CÙNG CỐ VỊ THẾ DẪN ĐẦU

Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 62.600 đồng/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu của HPG lên 62.600 đồng/cp nhằm phản ánh (1) mức EPS dự phóng giai đoạn 2021–23 cao hơn và (2) bổ sung mô RVIM vào mô hình dự phóng. 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 2021 và (2) mô hình định giá DCF 10 năm.

Giá cổ phiếu HPG đã giảm 13% trong 2 tháng qua do chịu tác động bởi những thông tin tiêu cực như (1) nhu cầu thép xây dựng nội địa trong tháng 5-6/2021 yếu do ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 và (2) giá bán thép xây dựng đã giảm liên tiếp 3 lần trong tháng 6-7/2021 với tổng mức giảm 8% kể từ vùng đỉnh hồi giữa tháng 5. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dịch bệnh sẽ dần được kiểm soát trong Q3/21 và Chính phủ sẽ đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công từ Q4/21. Với việc sở hữu thị phần thép xây dựng lớn nhất, HPG sẽ được hưởng lợi chính từ xu hướng này.

Chúng tôi cũng đánh giá lạc quan về các kế hoạch mở rộng theo chiều sâu của HPG như việc mua lại hai tàu chở hàng cỡ lớn và mỏ quặng sắt tại Australia. Những khoản đầu tư này sẽ giúp cho BLNG của công ty trong nửa cuối năm 2021 và 2022 sẽ không bị giảm quá sâu từ mức đỉnh trong 6T21. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với HPG.

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%
Phân bổ rủi ro	11,0%
Beta	1,1
Chi phí vốn	15,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	5,0%
WACC	11,4%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	146.662
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	159.480
Giá trị doanh nghiệp	306.142
Trừ: tổng nợ	58.096
Cộng: tiền và tương đương tiền	35.038
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	210
Giá trị cổ phần	282.874
SLCP đang lưu hành	4.473
Giá trị mỗi cổ phiếu	63.241

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

EPS 2021	6.189
P/E bình quân ngành	6,4
Premium	56,3%
P/E mục tiêu	10,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	61.888

Source: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	63.241	50%	31.621
P/E	61.888	50%	30.944
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			62.600

Source: VNDIRECT RESEARCH

HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 2021 là 7,8 lần, cao hơn sv mức trung vị P/E 2021 của các doanh nghiệp trong khu vực là 6,4 lần. Mặc dù sở hữu quy mô công suất nhỏ hơn, nhưng chúng tôi cho rằng HPG xứng được trả mức định giá cao hơn sv các công ty trong khu vực nhờ khả năng sinh lời vượt trội (ROE năm 2021 là 41,5%, cao hơn mức 14,9% của trung vị ngành) và triển vọng tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ trong năm 2021 (+127% svck), dựa trên dự phóng của chúng tôi.

Hình 4: So sánh với 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	745,0	24.249	8,6	10,4	23,0	2,8	2,3	6,1	6,9	34,8	23,2
Tata Steel	TATA IN	1.429,2	23.176	6,1	9,3	35,6	1,7	1,5	4,6	6,2	31,7	16,6
Hindalco Industries	HNDL IN	361,4	13.166	9,7	9,3	0,7	1,3	1,2	6,2	6,2	14,0	12,9
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	421,6	5.790	5,8	7,6	58,5	1,1	1,0	3,7	4,6	21,2	13,3
NMDC	NMDC IN	171,6	6.770	5,7	7,7	26,5	1,4	1,3	3,9	5,4	26,5	17,5
Nippon Steel Corp	5401 JP	1.896,0	18.907	6,7	7,5	na	0,7	0,6	5,7	6,4	10,5	8,3
JFE Holding Inc	5411 JP	1.513,0	8.422	5,6	6,1	na	0,5	0,5	5,6	5,9	8,3	7,8
Bluescope Steel Ltd	BSL AU	21,3	9.212	11,0	7,0	7,1	1,8	1,5	6,0	4,4	15,8	22,3
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	5,0	7.088	7,1	6,7	-15,6	0,8	0,7	4,4	4,2	12,0	12,1
Trung bình			12.258	7,2	7,8	19,4	1,2	1,1	5,1	5,6	18,1	14,0
Trung vị			8.817	6,4	7,5	23,0	1,2	1,1	5,5	5,8	14,9	13,1
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	48.400	9.493	7,8	8,5	17,8	2,5	1,9	6,6	6,5	41,5	27,9

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, SỐ LIỆU NGÀY 12/08/2021

Tiềm năng tăng giá là hiệu quả của các mảng kinh doanh mới (sản xuất vỏ container và mua mỏ khoáng sản) nhằm phát triển chuỗi giá trị. Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép thấp hơn dự kiến.

Tóm tắt KQKD quý 2/2021: LN ròng bút phá nhờ BLNG mở rộng

Hình 1: Tóm tắt KQKD quý 2/2021

	Quý 2/2021	Quý 2/2020	svck	6T21	6T20	svck	% sv dự báo cả năm Nhận xét
Doanh thu thuần	35.118	20.422	72,0%	66.295	39.655	67,2%	44,8%
Thép	32.496	18.056	80,0%	61.300	33.921	80,7%	46,5%
Nông nghiệp	2.369	2.263	4,7%	4.617	5.043	-8,4%	33,5%
Bất động sản	253	103	145,2%	378	356	6,3%	24,8%
Lợi nhuận gộp	11.477	3.706	209,7%	19.660	7.469	163,2%	65,2%
Biên LNG	32,7%	18,1%	14,5 đ %	29,7%	18,8%	10,8 đ %	9,3 đ %
Chi phí BH&QLDN	785	415	89,3%	1.405	826	70,2%	48,0%
EBITDA	12.203	4.430	175,5%	21.220	8.874	139,1%	59,2%
Chi phí lãi vay	600	523	14,6%	1.221	1.004	21,6%	61,7%
LNTT	10.349	3.096	234,3%	18.040	5.753	213,6%	70,4%
LN ròng	9.721	2.743	254,4%	16.699	5.028	232,1%	73,5%
Biên LN ròng	27,7%	13,4%	14,3 đ %	25,2%	12,7%	12,5 đ %	9,8 đ %
Biên EBITDA	34,7%	21,7%	13,1 đ %	32,0%	22,4%	9,6 đ %	7,8 đ %
Chi phí BH&QLDN/DTT	2,2%	2,0%	0,2 đ %	2,1%	2,1%	0,0 đ %	0,1 đ %
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	2.133.842	1.500.102	42,2%	4.297.949	2.747.326	56,4%	49,5%
Thép xây dựng	983.086	780.404	26,0%	1.838.132	1.512.837	21,5%	44,9%
Phôi thép	205.641	483.263	-57,4%	591.772	830.263	-28,7%	55,6%
Ống thép	191.237	202.200	-5,4%	375.249	347.100	8,1%	40,8%
HRC	86.306	34.235	152,1%	159.952	57.126	180,0%	53,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

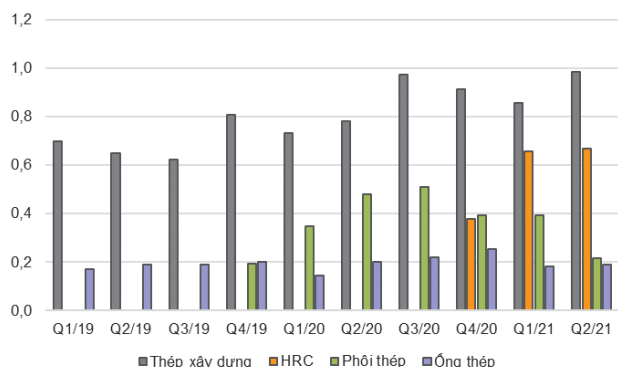
Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG đã tăng 21,5% svck trong 6T21 (~1,8 triệu tấn), vượt trội sv mức tăng 8,7% svck của toàn ngành (~5,3 triệu tấn). Do đó, thị phần thép xây dựng của HPG đã tăng lên mức 34,6% trong 6T21 từ mức chỉ 32,5% trong năm 2020.

Trong khi đó, HPG đã bán 0,4 triệu tấn ống thép trong 6T21, tăng 8,1% svck, nhưng thấp hơn mức tăng 12,1% svck của toàn ngành. Kết quả là thị phần ống thép của HPG trong 6T21 là 30%, thấp hơn sv mức 31,6% trong năm 2020.

Sản lượng tiêu thụ thép cuộn cán nóng (HRC) đạt 1,3 triệu tấn trong 6T21 (công ty không bán HRC trong 6T20), trong khi sản lượng tiêu thụ phôi thép giảm 55%

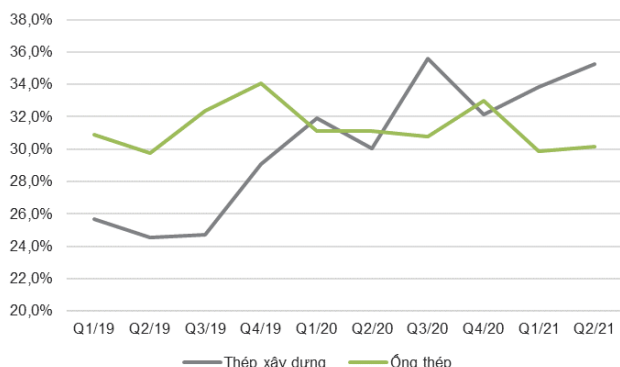
svck xuống 0,2 triệu tấn do HPG tập trung sản xuất các sản phẩm thép có BLNG cao hơn (bao gồm thép xây dựng và HRC).

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép HPG (triệu tấn)



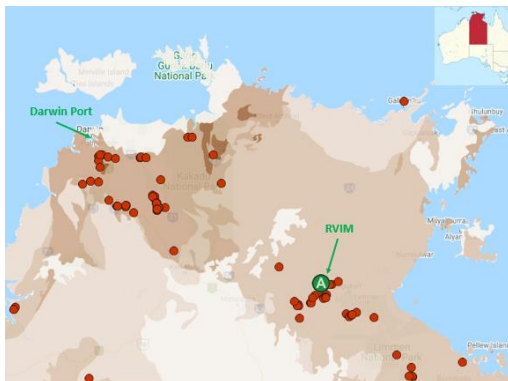
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Thị phần của HPG theo quý



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Mỏ quặng sắt Roper Valley (RVIM)



RVIM là dự án đầu tiên nằm trong kế hoạch tự chủ ít nhất 50% nhu cầu quặng sắt (~10 triệu tấn/năm) của HPG thông qua việc sở hữu các mỏ tại Australia.

Chúng tôi cho rằng việc mua lại RVIM sẽ giúp HPG củng cố vị thế của mình sv các nhà sản xuất thép trong khu vực

HPG đã mua lại RVIM 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. Các chủ sở hữu trước đây đã phải vật lộn để duy trì hoạt động sản xuất với chi phí tương đối cao.

Al Rawda đã sở hữu RVIM từ năm 2016. Năm 2018, công ty đã nộp đơn xin chính quyền NT cấp phép mở lại mỏ khai thác (thông qua công ty con tại Australia là Northern Territory Iron Ore). Tuy nhiên điều này đã không xảy ra.

Chủ sở hữu trước đó của mỏ là Sherwin Iron – một trong những công ty khai thác quặng sắt nhỏ đầu tiên tại Australia. RVIM khi đi vào hoạt động vào tháng 7/2014 đã được ước tính có trữ lượng khoảng 488 triệu tấn và Sherwin đã dự báo rằng mỏ có tiềm năng cung cấp 81 triệu tấn quặng 57% Fe.

Chi phí vận hành mỏ ở Australia hiện tại đã thấp hơn nhiều sv năm 2014, mặc dù đã bắt đầu tăng trở lại khi đại dịch Covid-19 khiến các mỏ gặp khó khăn trong việc thu hút nguồn lao động chất lượng cao. Giá quặng sắt cũng đang ở mức cao kỉ lục giúp hàng loạt dự án có thể quay trở lại sản xuất.

HPG cũng đang tìm mua các mỏ than cốc tại Australia nhằm tự chủ nguồn nguyên liệu sản xuất thép quan trọng này. Trong khi các mỏ quặng sắt tại Australia hiện đang được định giá ở mức cao thì một số mỏ than cốc lại đang được rao bán trên thị trường như mỏ BHP Mitsui (Queensland), một số mỏ vùng Illawarra (New South Wales). Nguyên nhân chính là giá than cốc đang yếu hơn do chịu ảnh hưởng bởi lệnh cấm nhập khẩu than Australia của Trung Quốc.

TRIỂN VỌNG NĂM 2021-23: HƯỞNG LỢI TỪ VIỆC ĐẨY MẠNH PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong quý 3/2021 sẽ chịu ảnh hưởng bởi làn sóng Covid-19 lần thứ 4

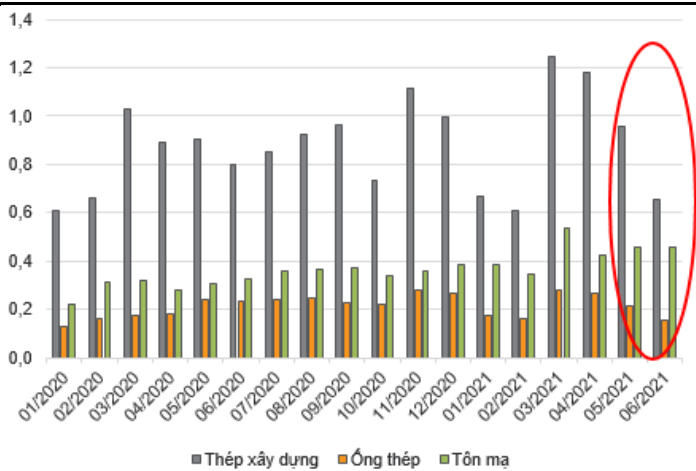
Trong những tháng trở lại đây, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam đã giảm dần từ mức đỉnh lịch sử 1,25 triệu tấn trong tháng 3/2021 xuống còn lần lượt 1,18-1,0-0,7 triệu tấn trong các tháng 4-5-6/2021.

Chúng tôi cho rằng nhu cầu thép xây dựng yếu trong những tháng gần đây là do đại dịch Covid-19 bùng phát tại Việt Nam từ cuối tháng 4. Bên cạnh đó, mùa

mưa đến sớm hơn thường lệ tại miền Nam và giá thép xây dựng điều chỉnh giảm trong tháng 6 đã khiến các nhà phân phối hạn chế đặt hàng và giảm dự trữ hàng tồn kho.

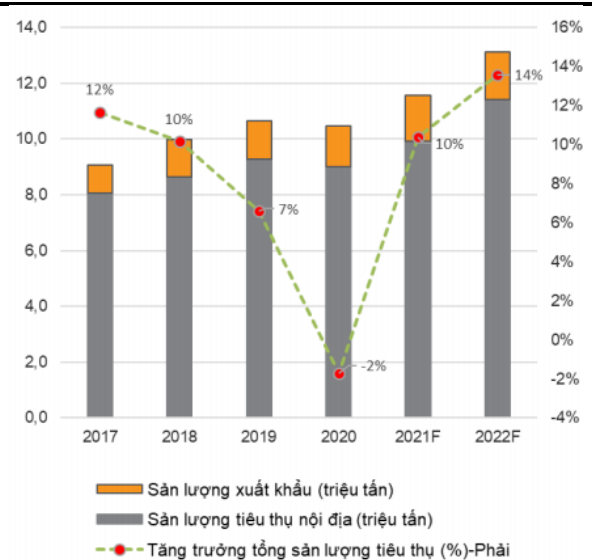
Theo Chỉ thị 16, hầu hết các dự án xây dựng đều đã bị tạm dừng thi công từ đầu tháng 7/2021. Điều này đã ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu đối với các sản phẩm thép nội địa (đặc biệt là thép xây dựng và ống thép) trong quý 3/2021. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dịch bệnh sẽ dần được kiểm soát nhờ các kế hoạch tiêm chủng của chính phủ và nhu cầu thép sẽ hồi phục mạnh mẽ từ quý 4/2021. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam sẽ tăng trưởng 14% svck, được hỗ trợ bởi (1) tăng tốc phát triển hạ tầng nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công và (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại trong năm 2022 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn.

Hình 4: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép tại Việt Nam giảm mạnh svck trong tháng 6/2021 (triệu tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 5: Thép xây dựng: kỳ vọng tăng trưởng kép sản lượng tiêu thụ đạt 12% trong giai đoạn 2021-22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng sản lượng tiêu thụ thép của HPG trong năm 2021-23

Do ảnh hưởng tiêu cực từ Covid-19, chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép của HPG năm 2021 xuống lần lượt 3,9 triệu tấn và 0,8 triệu tấn, giảm 5,4% và 9% sv dự phóng trước đó. Tuy nhiên, tổng sản lượng tiêu thụ thép của công ty vẫn sẽ duy trì ở mức 8,7 triệu tấn trong năm 2021 do xuất khẩu tôn mạ và các đơn đặt hàng HRC tiếp tục mạnh mẽ. Nhờ dây chuyền sản xuất linh hoạt và công nghệ hiện đại, HPG cũng có thể lựa chọn sản xuất thép xây dựng hay HRC tại Khu liên hợp Dung Quất (theo một tỷ lệ nhất định).

Hình 6: Thay đổi dự phóng sản lượng tiêu thụ thép của HPG (nghìn tấn)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			% thay đổi			Ghi chú
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
Thép xây dựng	4.093	4.491	4.941	3.871	4.545	5.055	-5,4%	1,2%	2,3%	Chúng tôi tăng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong giai đoạn 2022-23 nhờ (1) HPG tập trung vào bán thép thành phẩm với BLNG cao hơn thay vì bán phôi thép, (2) Khu liên hợp Hải Dương đã mở rộng công suất thêm 30% lên 2,5 triệu tấn vào đầu năm 2021 và (3) nhu cầu thép xây dựng nội địa mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng.
Phôi thép	1.064	722	268	848	430	228	-20,3%	-40,5%	-14,9%	HPG đang chạy thử nhà máy cán thép xây dựng số 3 (tại Khu liên hợp Dung Quất) 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.
Ông thép	920	966	1.015	838	880	924	-9,0%	-9,0%	-9,0%	
Tôn mạ	300	315	330	392	396	396	30,6%	25,6%	19,9%	
HRC	2.306	2.334	2.301	2.732	2.686	2.580	18,5%	15,1%	12,1%	HPG sẽ đẩy mạnh sản xuất HRC trong bối cảnh nhu cầu thép xây dựng yếu trong quý 3/2021. Trong giai đoạn 2022-23, chúng tôi giảm tỷ lệ HRC được sử dụng nội bộ xuống 14% từ mức 23% của dự báo trước đó.
Tổng	8.683	8.828	8.855	8.681	8.936	9.182	0,0%	1,2%	3,7%	

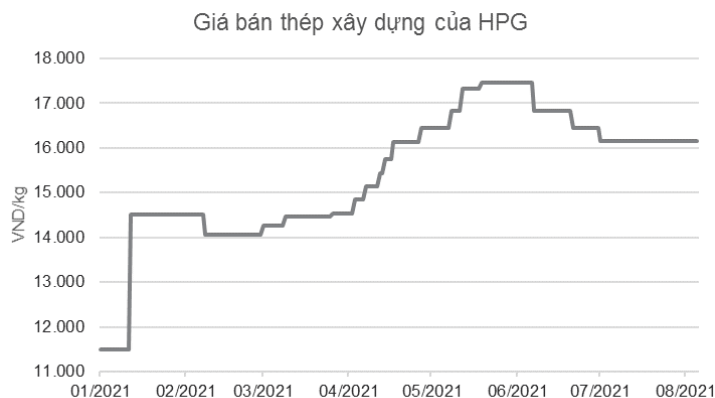
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong 6 tháng cuối năm 2021 và giai đoạn 2022-23

Giá bán thép xây dựng của HPG đã tăng mạnh kể từ tháng 12/2020 trước khi quay đầu giảm nhẹ về mức 16.100 đồng/kg hiện tại

Chuỗi cung ứng toàn cầu hồi phục đã giúp nhu cầu thép tăng cao, kéo theo giá thép tại Mỹ, EU và châu Á ghi nhận mức cao kỷ lục trong 6T21. Tại Trung Quốc – nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới, trung bình giá thép thanh đã tăng 41% svck trong 6T21. Tuy nhiên, giá thép được dự báo sẽ giảm trong nửa cuối năm 2021 do nhu cầu thép hạ nhiệt trong khi nguồn cung tiếp tục được bổ sung.

Theo sau diễn biến của thế giới, giá bán thép xây dựng của HPG đã tăng lên đáng kể trong 6T21 và đạt đỉnh ở mức 17.500 đồng/kg (+53% kể từ đầu năm) hồi giữa tháng 5, trước khi điều chỉnh giảm 8% trong 2 tháng trở lại đây do nhu cầu trong nước sụt giảm và những động thái của chính phủ nhằm kiểm soát giá thép. Trung bình 6T21, giá bán thép xây dựng của HPG đạt 15.300 đồng/kg (+40% svck), cao hơn 11% sv dự báo cả năm của chúng tôi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá bán thép xây dựng của HPG trong năm 2021 thêm 6% lên mức 14.600 đồng/kg (từ mức 13.800 đồng/kg trước đó). Trong năm 2022-23, giá bán sẽ tiếp tục giảm dần về mức trung bình dài hạn là 13.400-13.100 đồng/kg, giảm lần lượt 8%-2% svck.



Nguồn: HPG

Giá quặng sắt sẽ tiếp tục duy trì trên mức 100 USD/tấn trong năm 2021

Giá quặng sắt tiếp tục ghi nhận mức cao kỷ lục trong quý 2/2021 khi đạt 238 USD/tấn vào đầu tháng 5. Trung bình giá quặng sắt 62% Fe giao ngay tại các cảng Trung Quốc trong tháng 5 đã tăng 37% kể từ đầu năm 2021 và khoảng 120% sv thời điểm cuối tháng 5/2020.

Tuy nhiên, sự phục hồi sản xuất thép tại các quốc gia ngoài Trung Quốc dự kiến sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong những tháng tới và sẽ đem lại nguồn cung lớn hơn cho thị trường. Điều này đã tạo ra áp lực giảm cho cả giá thép và biên lợi nhuận của các nhà máy thép Trung Quốc, từ đó kéo theo giá quặng sắt giảm. Các chuyên gia cũng bày tỏ quan điểm rằng nhu cầu thép mạnh mẽ của Trung Quốc sẽ dần suy giảm trong nửa cuối năm 2021. Kết quả là giá quặng sắt 62% Fe giao ngay hiện chỉ đang giao dịch ở mức 165 USD/tấn, giảm khoảng 20% sv mức đỉnh vào ngày 21/05.

Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài Nguyên Australia (DISR), trung bình giá quặng sắt sẽ đạt 150 USD/tấn (+43% svck) trong năm 2021, trước khi giảm xuống dưới mức 100 USD/tấn vào cuối năm 2022 – thời điểm mà nguồn cung tại Brazil hồi phục và nhu cầu tại Trung Quốc giảm.

Sản lượng thép thế giới (ngoài Trung Quốc) hồi phục đã đẩy giá than cốc tăng

Giá than cốc đã hồi phục tương đối tốt, phù hợp với mức độ cải thiện các hoạt động kinh tế và sản xuất công nghiệp trên toàn cầu. Giá than cốc Australia đang giao dịch ở mức 218 USD/tấn, cao hơn 96% sv thời điểm cuối năm 2020. DISR dự báo trung bình giá than cốc sẽ tăng từ mức 143 USD/tấn của năm 2021 lên 157 USD/tấn trong năm 2022.

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. Bên cạnh đó, giá than cốc Australia cũng sẽ tăng nếu các hạn chế nhập khẩu của Trung Quốc được nới lỏng.

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.

Mỏ quặng sắt mới sẽ giúp HPG cải thiện BLNG từ cuối năm 2021

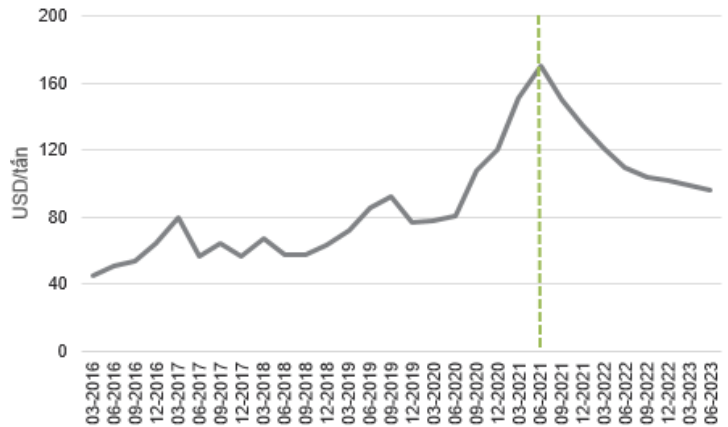
Theo S&P Global Intelligence, các công ty khai thác quặng sắt ở Western Australia là một trong những nhà xuất khẩu quặng sắt theo đường biển có chi phí thấp nhất thế giới. Tổng chi phí sản xuất của quặng sắt Western Australia năm 2020 là 34,5 USD/tấn, thấp hơn các đối thủ cạnh tranh chính tại Brazil là 36 USD/tấn và vượt trội sv mức trung bình thế giới là 45,3 USD/tấn.

Mặc dù thiếu số liệu thống kê tại Northern Territory, chúng tôi vẫn ước tính chi phí sản xuất quặng sắt tại RVIM sẽ không quá mức 70 USD/tấn. Chúng tôi cũng lưu ý rằng các chủ sở hữu trước đây của RVIM đã phải vật lộn để duy trì hoạt động sản xuất tại mỏ với mức chi phí khá cao.

Ban lãnh đạo HPG kỳ vọng quặng sắt từ RVIM sẽ được khai thác trong cuối năm 2021. Do đó, chúng tôi ước tính RVIM có thể giúp LNTT của HPG tăng khoảng 1.530 tỷ đồng, tương đương 5% LNTT công ty trong năm 2022. Ước tính trên dựa trên các giả định chính sau (1) hiệu suất hoạt động của mỏ đạt 75% trong năm 2022 (tương đương 3 triệu tấn); (2) tổng chi phí sản xuất của RVIM là 100 USD/tấn (đã bao gồm chi phí tài nguyên & môi trường, chi phí vận chuyển, chi phí khấu hao và lãi vay) và (3) trung bình giá quặng sắt trong năm 2022 là 120 USD/tấn.

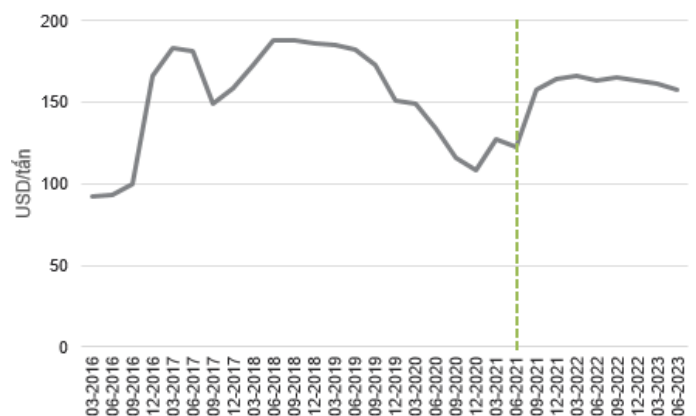
Trong kịch bản tiêu cực, trung bình giá quặng sắt năm 2022 là 160 USD/tấn, RVIM có thể đóng góp khoảng 4.635 tỷ đồng, tương đương 22,1% LNTT của HPG trong năm tới (chi tiết trong hình 13).

Dự báo giá quặng sắt



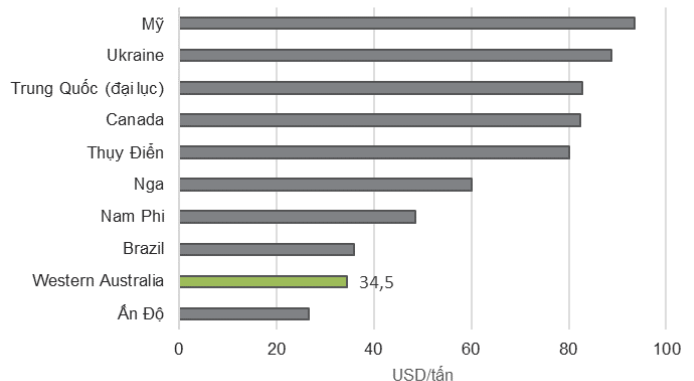
Nguồn: DISR DỰ PHÓNG

Dự báo giá than cốc



Nguồn: DISR DỰ PHÓNG

Tổng chi phí sản xuất (*) quặng sắt tại một số quốc gia trong năm 2020



(*) Chỉ thống kê với 10 nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất

Nguồn: S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE, MINE ECONOMICS MODEL

Hình 11: 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	165,1	-21,3%	-30,8%	44,8%	150	120	95	152	106	90	
Than cốc	USD/tấn	218,5	7,1%	91,1%	98,9%	140	160	150	143	160	150	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DISR

Hình 12: Biến động của LNTT HPG trong năm 2022 (đơn vị: tỷ đồng) đối với sự thay đổi của tổng chi phí sản xuất tại RVIM và giá quặng sắt

		Tổng chi phí sản xuất (*) của RVIM (USD/tấn)						
		80	90	100	110	120	130	140
Giá quặng sắt (USD/tấn)	105	36.135	35.375	34.614	33.853	33.092	32.332	31.571
	110	34.897	34.135	33.372	32.610	31.848	31.085	30.323
	115	33.660	32.896	32.132	31.368	30.605	29.841	29.077
	120	32.424	31.659	30.894	30.128	29.363	28.598	27.833
	125	31.189	30.423	29.656	28.890	28.124	27.357	26.591
	130	29.955	29.187	28.420	27.653	26.885	26.118	25.350
	135	28.722	27.953	27.185	26.416	25.648	24.879	24.111
	140	27.489	26.720	25.950	25.181	24.411	23.642	22.873

(*) Đã bao gồm chi phí tài nguyên & môi trường, chi phí vận chuyển, chi phí khấu hao và lãi vay

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Đóng góp của RVIM vào LNTT HPG năm 2021 (đơn vị: tỷ đồng) đối với sự thay đổi của giá quặng sắt. Giá định tổng chi phí sản xuất của RVIM là 100 USD/tấn

	Giá quặng sắt (USD/tấn)					
	110	120	130	140	150	160
Đóng góp của RVIM vào LNTT của HPG năm 2022	762	1.530	2.302	3.078	3.855	4.635
% đóng góp của RVIM trong LNTT của HPG năm 2022	2,3%	5,0%	8,1%	11,9%	16,4%	22,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Biến động của LNTT HPG trong năm 2022 (đơn vị: tỷ đồng) đối với sự thay đổi của tổng chi phí sản xuất và hiệu suất vận hành của RVIM. Giá định giá quặng sắt là 120 USD/tấn

		Tổng chi phí sản xuất (*) của RVIM (USD/tấn)						
		80	90	100	110	120	130	140
Hiệu suất vận hành của RVIM trong năm 2022	50%	31.531	31.021	30.511	30.001	29.491	28.981	28.471
	60%	31.888	31.276	30.664	30.052	29.440	28.828	28.216
	70%	32.245	31.531	30.817	30.103	29.389	28.675	27.961
	75%	32.424	31.659	30.894	30.128	29.363	28.598	27.833
	80%	32.602	31.786	30.970	30.154	29.338	28.522	27.706
	90%	32.959	32.041	31.123	30.205	29.287	28.369	27.451
	100%	33.316	32.296	31.276	30.256	29.236	28.216	27.196

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

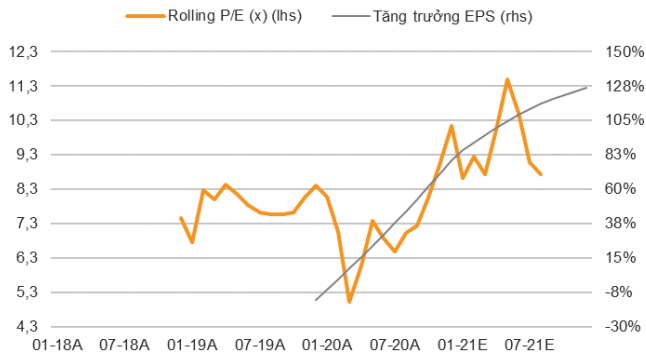
Thay đổi dự phóng năm 2021-23 phản ánh giá bán thép và sản lượng tiêu thụ HRC cao hơn

Hình 15: Điều chỉnh dự phóng năm 2021-23 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			% thay đổi			Ghi chú
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	
Doanh thu thuần	148.023	152.825	152.691	153.629	151.639	151.907	3,8%	-0,8%	-0,5%	
Thép	131.706	132.557	132.280	142.206	135.203	133.071	8,0%	2,0%	0,6%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu mảng thép năm 2021/22/23 lên 8,0%/2,0%/0,6% nhờ trung bình giá bán thép tăng 8,0%/0,8%/-3,0% và sản lượng tiêu thụ thép tăng 0%/1,2%/3,7% sv dự phóng trước đó.
LN gộp	30.155	31.964	33.271	38.144	35.950	36.592	26,5%	12,5%	10,0%	
Biên LNG	20,4%	20,9%	21,8%	24,8%	23,7%	24,1%	4,5 đ %	2,8 đ %	2,3 đ %	Chúng tôi tăng dự phóng BLNG năm 2021/22/23 lên 4,5 đ %/2,8 đ %/2,3 đ % nhờ (1) giá bán thép tăng, (2) tỷ trọng cao hơn của sản phẩm thép có BLNG cao - HRC trong tổng sản lượng tiêu thụ thép bù đắp cho giá định giá quặng sắt cao hơn 7,4%/15%/25% sv dự phóng trước đó.
CPBH&QLDN	2.926	3.020	3.018	3.073	3.033	3.038	5,0%	0,4%	0,7%	
EBITDA	35.849	37.493	38.726	41.718	33.793	46.320	16,4%	-9,9%	19,6%	
Chi phí lãi vay	1.980	1.946	1.769	2.607	2.637	2.372	31,7%	35,5%	34,1%	
LN Trước thuế	25.612	27.233	28.651	33.494	30.894	31.715	30,8%	13,4%	10,7%	
Lợi nhuận sau thuế	22.731	24.161	25.416	30.496	28.049	28.766	34,2%	16,1%	13,2%	
Biên LNST	15,4%	15,8%	16,6%	19,9%	18,5%	18,9%	4,5 đ %	2,7 đ %	2,3 đ %	
Biên EBITDA	24,2%	24,5%	25,4%	27,2%	22,3%	30,5%	2,9 đ %	-2,2 đ %	5,1 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)	4.613	4.897	5.146	6.189	5.686	5.824	34,2%	16,1%	13,2%	
Sản lượng (tấn)	8.683	8.828	8.855	8.681	8.936	9.182	0,0%	1,2%	3,7%	
Thép xây dựng	4.093	4.491	4.941	3.871	4.545	5.055	-5,4%	1,2%	2,3%	
Phôi thép	1.064	722	268	848	430	228	-20,3%	-40,5%	-14,9%	
Ông thép	920	966	1.015	838	880	924	-8,9%	-8,9%	-8,9%	
Tôn mạ	300	315	330	392	396	396	30,8%	25,8%	19,8%	
HRC	2.306	2.334	2.301	2.732	2.686	2.580	18,5%	15,1%	12,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá

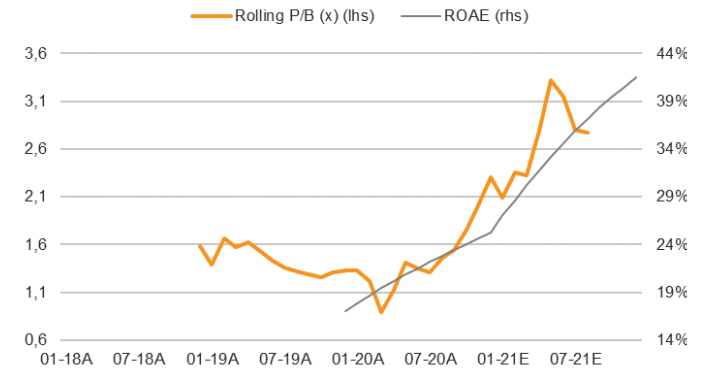


Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	90.119	153.629	151.639
Giá vốn hàng bán	(71.214)	(115.484)	(115.689)
Chi phí quản lý DN	(1.091)	(1.844)	(1.820)
Chi phí bán hàng	(690)	(1.229)	(1.213)
LN hoạt động thuần	17.123	35.072	32.918
EBITDA thuần	21.607	42.476	42.683
Chi phí khấu hao	(4.484)	(7.405)	(9.766)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	17.123	35.072	32.918
Thu nhập lãi	1.005	1.694	1.470
Chi phí tài chính	(3.427)	(4.389)	(4.932)
Thu nhập ròng khác	654	1.115	1.436
TN từ các Cty LK & LD	2	2	2
LN trước thuế	15.357	33.494	30.894
Thuế	(1.851)	(2.936)	(2.777)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(56)	(61)	(68)
LN ròng	13.450	30.496	28.049
Thu nhập trên vốn	13.450	30.496	28.049
Cổ tức phổ thông	(1.419)	(2.236)	(2.236)
LN giữ lại	12.031	28.260	25.812

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22
Tiền và tương đương tiền	13.696	17.158	19.99
Đầu tư ngắn hạn	8.127	17.879	17.87
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.125	8.418	9.03
Hàng tồn kho	26.287	39.549	41.70
Các tài sản ngắn hạn khác	2.513	3.841	3.79
Tổng tài sản ngắn hạn	56.747	86.846	92.40
Tài sản cố định	72.373	84.919	103.43
Tổng đầu tư	171	171	17
Tài sản dài hạn khác	2.220	3.784	3.73
Tổng tài sản	131.511	175.720	199.74
Vay & nợ ngắn hạn	36.798	39.771	40.20
Phải trả người bán	10.916	19.616	17.97
Nợ ngắn hạn khác	4.261	6.777	6.69
Tổng nợ ngắn hạn	51.975	66.164	64.87
Vay & nợ dài hạn	17.343	18.325	17.86
Các khoản phải trả khác	2.973	3.226	3.18
Vốn điều lệ và	33.133	44.729	44.72
LN giữ lại	21.792	38.456	64.26
Vốn chủ sở hữu	59.071	87.794	113.54
Lợi ích cổ đông thiểu số	149	210	27
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	131.511	175.720	199.74



Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	15.357	33.494	30.894
Khấu hao	4.776	7.424	9.785
Thuế đã nộp	(1.717)	(2.936)	(2.777)
Các khoản điều chỉnh khác	(556)	(463)	(503)
Thay đổi VLB	(6.272)	(9.129)	(7.281)
LC tiền thuần HKKD	11.587	28.390	30.117
Đầu tư TSCĐ	(11.916)	(20.000)	(28.333)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	34	0	0
Các khoản khác	(6.968)	(9.752)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	359	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(18.490)	(29.752)	(28.333)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	17.470	7.061	3.286
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.419)	(2.236)	(2.236)
LC tiền thuần HĐTC	16.054	4.825	1.049
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4.545	13.696	17.158
LC tiền thuần trong năm	9.151	3.462	2.833
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13.696	17.158	19.991

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	14,9%	19,9%	18,5%
Vòng quay TS	0,77	1,00	0,81
ROAA	11,5%	19,9%	14,9%
Đòn bẩy tài chính	2,19	2,09	1,86
ROAE	25,2%	41,5%	27,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	24,9	20,0	21,7
Số ngày nắm giữ HTK	135,1	125,0	131,6
Số ngày phải trả tiền bán	56,1	62,0	56,7
Vòng quay TSCĐ	1,27	1,95	1,61
ROIC	11,9%	20,9%	16,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,6
Vòng quay tiền	103,9	83,0	96,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	41,6%	70,5%	(1,3%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	75,7%	104,8%	(6,1%)
Tăng trưởng LN ròng	78,7%	126,7%	(8,0%)
Tăng trưởng EPS	78,7%	126,7%	(8,0%)

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>