Ngành : Vật liệu xây dựng (Báo cáo gần nhất: Link)

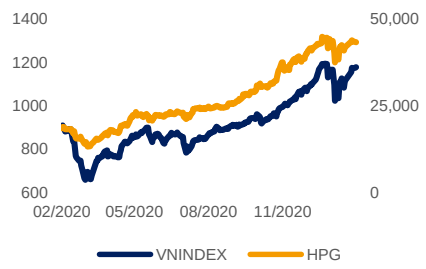
Khuyến nghị	MUA	CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG) VƯƠN TẦM VỊ THẾ			
Giá hiện tại:	45,350	Ngày viết báo cáo:	26/02/2021	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây	41,000	Cổ phiếu lưu hành (tr CP)	3,313.3	Trần Đình Long	26.1%
Giá mục tiêu 1 năm mới:	55,600	Vốn hóa (tỷ đồng)	144,790	Nhóm Dragon Capital	5.9%
Tỷ suất cổ tức	1.6%	KLGDBQ 30 phiên (nghìn CP)	24,390	Trần Vũ Minh	1.5%
Tiềm năng tăng giá	**22.6%**	Sỡ hữu nước ngoài	31.24%	Doãn Gia Cường	1.3%

Chuyên viên phân tích ngành:
Nguyễn Thị Kiều Hạnh
(Vật liệu xây dựng, Bất động sản)
hanhntk@bsc.com.vn

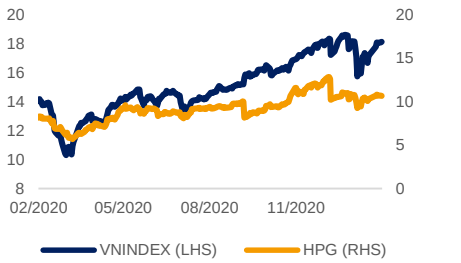
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá cắt lỗ	38,050

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



ĐỊNH GIÁ *(Chi tiết tham khảo trang 10)*

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** với HPG và nâng giá mục tiêu năm 2021 lên **55,600 đồng/CP** (+35% so với giá mục tiêu cũ) do (1) nâng dự báo KQKD của công ty năm 2021 dựa trên đánh giá lại triển vọng và giá thép năm 2021 và (2) nâng mức định giá P/E mục tiêu đối với HPG từ 9x lên 10x và EV/EBITDA từ 6x lên 7x nhằm phản ánh mặt bằng lãi suất thị trường giảm.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH *(Chi tiết tham khảo trang 9)*

BSC dự báo doanh thu 2021 của HPG đạt 116,437 tỷ đồng (+29.2% YoY), LNST 18,981 tỷ đồng (+41.2% YoY, +35% so với dự báo gần nhất của chúng tôi), tương đương EPS = 5,526 đồng/CP (giả định trích quỹ khen thưởng phúc lợi 5%).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ *(Chi tiết tham khảo trang 2)*

(1) Ngành thép bước vào chu kỳ tăng trưởng mới, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong ngành

(2) HPG củng cố vị thế dẫn đầu với công suất 8 triệu tấn thép thô, đang chuyển mình đầy tự tin thông qua hoạt động tái cấu trúc và đầu tư mở rộng tại KLH Dung Quất

(3) Tiềm lực tài chính vững vàng giúp HPG sẵn sàng cho những dự án đầu tư mở rộng trong thời gian tới

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu, đặc biệt là giá quặng và HRC

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP *(Chi tiết tham khảo trang 5)*

(1) **HPG xác lập nhiều kỷ lục về sản lượng và tăng trưởng trong năm 2020**: Tiêu thụ các SP thép đạt 6.3 triệu tấn (+69% YoY). Tổng doanh thu +42% YoY, LNST +78% YoY với hai trụ cột chính là thép và nông nghiệp.

(2) Tình hình kinh doanh khả quan trong những tháng đầu năm 2021: Sản lượng thép thô T1.2021 đạt 670,000 tấn (+67% YoY). Tiêu thụ HRC là điểm nhấn với 252 nghìn tấn (+48% MoM), thép xây dựng 186 nghìn tấn (+6% YoY), phôi thép 140 nghìn tấn (+41% MoM, +40% YoY). Xuất khẩu tôn mạ 2T2021 khoảng 22,000 tấn.

(3) Giá các sản phẩm thép giữ ở mức cao nhờ được hỗ trợ bởi nhu cầu tại Trung Quốc và giá quặng cao do gián đoạn nguồn cung quặng sắt bởi thời tiết và dịch bệnh.

(4) HPG dự kiến triển khai nhà máy sản xuất vỏ container công suất 500,000 TEU/năm.

	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	8.8	8.2	11.1	16.9
PB (x)	2.0	2.3	0.77	2.2
PS (x)	1.3	1.6	0.33	1.7
ROE (%)	25.1%	29.1%	6.75%	12.9%
ROA (%)	11.5%	13.6%	3.07%	2.2%
EV/ EBITDA (x)	7.9	9.1	9.2	15.6

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	63,658	90,119	116,437	116,727
Lợi nhuận gộp	17.6%	21.0%	21.9%	23.1%
LN sau thuế	7,527	13,439	18,981	20,846
EPS	2,726	4,056	5,526	6,292
Biên LNG	-32.5%	48.8%	36.2%	13.9%
Nợ/ VCSH	64.4%	54.6%	26.1%	-2.7%

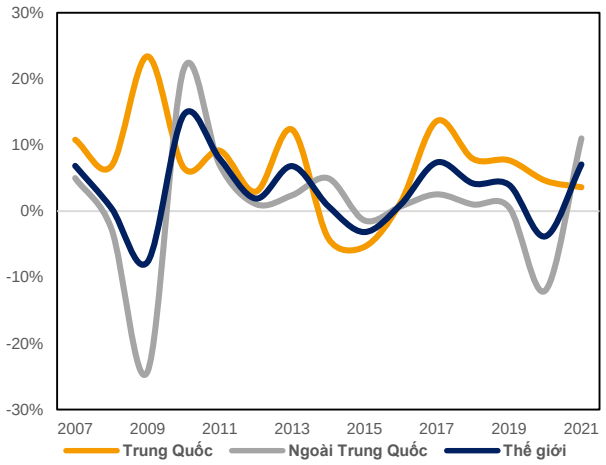
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

THIÊN THỜI – Ngành thép bước vào chu kỳ tăng trưởng mới tạo điều kiện kinh doanh tốt cho các doanh nghiệp trong ngành *(Chi tiết tham khảo Báo cáo Triển vọng ngành 2021)*

Nhu cầu thép thế giới dự báo tăng trưởng 5% trong năm 2021 (theo Bloomberg Intelligence) nhờ sự hồi phục của hầu hết các khu vực trên thế giới (Trung Quốc +3% YoY, ngoài Trung Quốc +11% YoY).

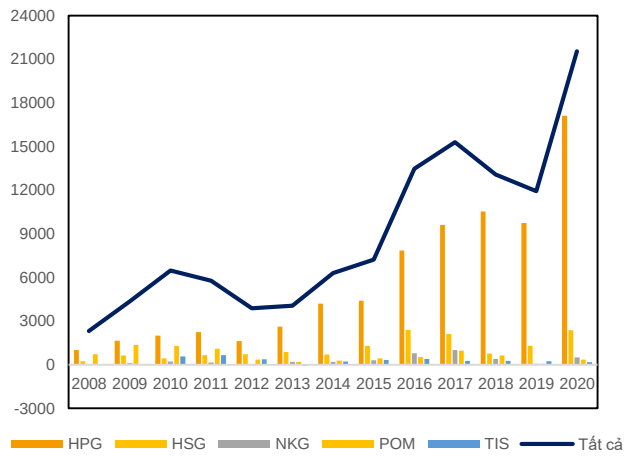
Ngành thép Việt Nam bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2021 sau gần 3 năm khó khăn với động lực đến từ (1) Đầu tư, xây dựng và (2) Công nghiệp hỗ trợ, chế biến chế tạo.

Nhu cầu thép ngoài Trung Quốc (Mỹ, EU, Ấn Độ…) tăng mạnh nhờ đầu tư xây dựng và SXKD hồi phục



Nguồn: WorldSteel, Bloomberg Intelligence

Ngành thép VN bước vào chu kỳ tăng lợi nhuận mới từ cuối 2020 với sự hỗ trợ của giá bán cao

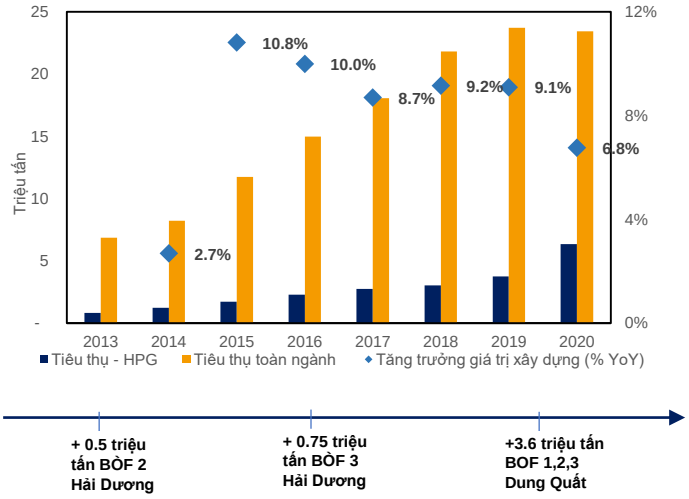


Nguồn: FiinPro, BSC Research

ĐỊA LỢI – Hòa Phát củng cố vị thế dẫn đầu với kinh nghiệm dày dặn

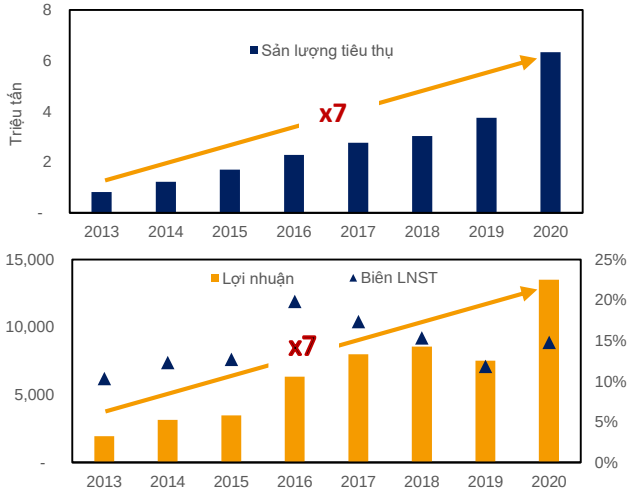
Với kinh nghiệm dày dặn, HPG đã quyết định đầu tư mở rộng đúng thời điểm, đón đầu chu kỳ tăng trưởng của ngành. Nhờ đó, sản lượng tăng thêm được hấp thụ tốt giúp lợi nhuận tăng gấp 7 lần sau 7 năm (2013-2020).

Các lần đầu tư mở rộng của HPG bắt đúng đà tăng của chu kỳ mới



Nguồn: Tổng cục thống kê, FiinPro, BSC Research

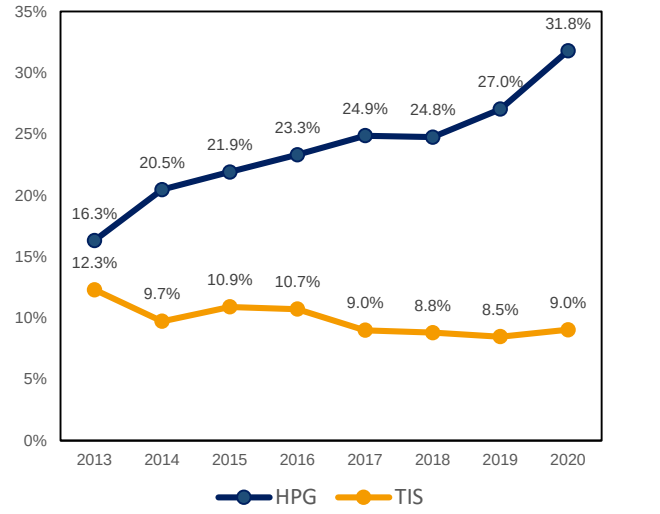
Lợi nhuận ngành thép hồi phục từ cuối 2020 nhờ đà tăng giá quặng, thép phế và HRC



Nguồn: FiinPro, BSC Research

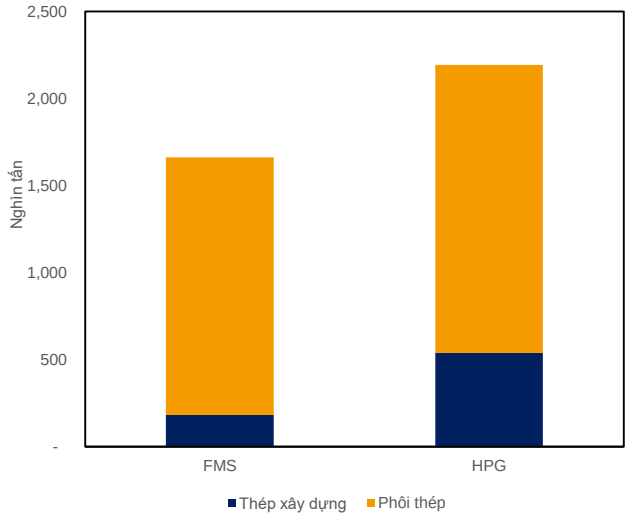
Sau khi đưa KLH Hòa Phát Dung Quất vào hoạt động, vị thế dẫn đầu của HPG ngày càng được củng cố. Thị phần thép xây dựng nội địa của HPG tăng thêm 4.8% trong năm 2020 nhờ giai đoạn 1 của KLH Hòa Phát Dung Quất vận hành ổn định cả năm, giúp sản lượng thép thô và thép xây dựng thành phẩm tăng lần lượt 2.8 triệu (+93% YoY) và 437 nghìn tấn (+15.6% YoY). Với xuất khẩu, HPG vượt Formosa trở thành doanh nghiệp xuất khẩu lớn nhất các sản phẩm thép dài với 2.2 triệu tấn (cao hơn 532 nghìn tấn so với Formosa).

Thị phần thép xây dựng trong nước x2 sau 7 năm, nới lỏng khoảng cách thị phần với đối thủ liền sau



Nguồn: : FiinPro, BSC Research

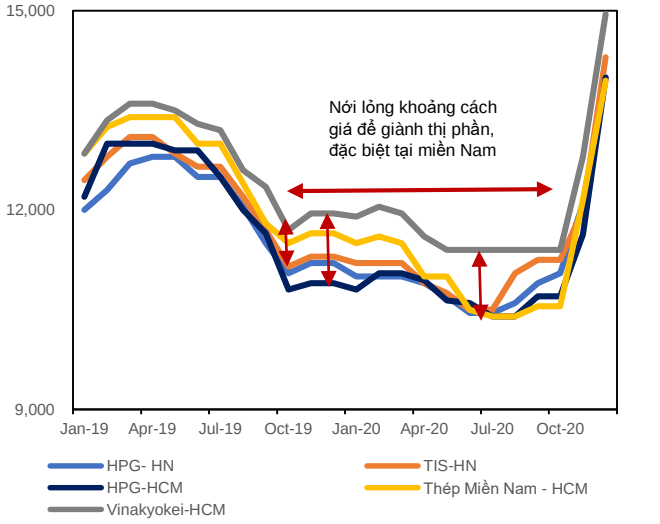
Hòa Phát lần đầu vượt Formosa về xuất khẩu các sản phẩm thép dài



Nguồn: FiinPro, BSC Research

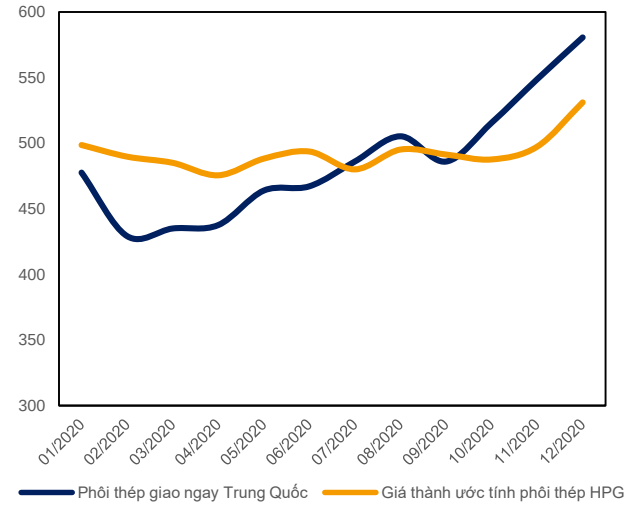
Vị thế vững chắc được tạo lập từ lợi thế cạnh tranh về giá bán, khả năng cung ứng và chất lượng sản phẩm. HPG là doanh nghiệp nội địa duy nhất có khả năng cung ứng đầy đủ các sản phẩm thép thành phẩm và bán thành phẩm. Sở hữu lợi thế quy mô, công nghệ sản xuất lò cao và quy trình sản xuất khép kín từ thượng nguồn, giá thành sản xuất của HPG cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp thép tại thị trường nội địa nên công ty có thể duy trì mức giá bán thấp so với các đối thủ để đẩy mạnh tiêu thụ, đảm bảo hoạt động 100% công suất. Đối với xuất khẩu phôi thép, chúng tôi ước tính giá thành phôi thép của HPG khoảng 430-450 USD/ tấn, thấp hơn so với giá bình quân 2020 là 480-500 USD/tấn của phôi thép nội địa Trung Quốc.

Giá bán của HPG thuộc nhóm thấp nhất tại thị trường nội địa



Nguồn: : FiinPro, BSC Research

Giá thành ước tính của phôi thép HPG thấp hơn 30-50 USD/tấn với giá phôi nội địa Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, BSC Research ước tính

ĐỊA LỢI - HPG chuyển mình đầy tự tin để xứng tầm vị thế

Hòa Phát tái cấu trúc tập toàn theo hướng tinh gọn để nâng cao hiệu quả quản lý trong điều kiện quy mô liên tục mở rộng. HPG đặt ra kế hoạch tái cơ cấu tập đoàn với các Tổng công ty trực thuộc phụ trách từng lĩnh vực hoạt động và thoái vốn khỏi lĩnh vực nội thất trong năm 2021. Việc cơ cấu lại mô hình tổ chức sẽ giúp công ty tăng cường hiệu quả quản lý trong điều kiện quy mô liên tục mở rộng. Với cơ cấu mới, HPG thể hiện rõ chiến lược tập trung vào (1) công nghiệp nặng ngành thép – trọng tâm là sản xuất gang thép; với các mảng (2) nông nghiệp và (3) bất động sản bổ trợ.

TỔNG CÔNG TY GANG THÉP	CT TNHH Thép Hòa Phát Hưng Yên CTCP Thép Hòa Phát Hải Dương CTCP Thép Hòa Phát Dung Quất CT TNHH Chế tạo kim loại Hòa Phát CTCP Đầu tư khoáng sản An Thông
TỔNG CÔNG TY ỐNG THÉP VÀ TÔN MẠ	CT TNHH Ống thép Hòa Phát CT TNHH Tôn Hòa Phát CT TNHH Thức ăn chăn nuôi Hòa Phát Hưng Yên CT TNHH Thức ăn chăn nuôi Hòa Phát Đồng Nai
TỔNG CÔNG TY NÔNG NGHIỆP	CTCP Phát triển chăn nuôi Hòa Phát CT TNHH Thương mại Hòa Phát CT TNHH Gia cầm Hòa Phát
TỔNG CÔNG TY BẤT ĐỘNG SẢN	CTCP XD&PT Đô thị Hòa Phát CT TNHH Điện lạnh Hòa Phát

Nguồn: HPG, BSC Research

HPG thể hiện tham vọng dẫn dầu ở cả mảng thép dài và thép dẹt với kế hoạch đầu tư tăng công suất HRC lên 6.5 triệu tấn (vượt FMS) với giai đoạn mở rộng của KLH Dung Quất (dự kiến triển khai từ 2022). Dự án với quy mô 5 triệu tấn bao gồm 3 triệu tấn HRC, 1 triệu tấn thép hình cỡ trung, 500 nghìn tấn thép dây cuộn chất lượng cao, 500 nghìn tấn thép tròn cơ khí chế tạo. Giai đoạn mở rộng của KLH Dung Quất sẽ giúp HPG nâng cao năng lực tự cung ứng HRC nội địa (tổng công suất sản xuất HRC nội địa sẽ đạt 10-11 triệu tấn/năm), cơ bản đáp ứng được nhu cầu trong nước và đón đầu được nhu cầu đối với các sản phẩm thép cho ngành công nghiệp chế biến chế tạo trong giai đoạn tới. Bên cạnh đó, việc linh hoạt trong sản xuất thép dài/ thép dẹt cũng sẽ giúp HPG dễ dàng chuyển đổi sản xuất tùy thời điểm để đảm bảo vận hành hết công suất tại Khu liên hiệp.

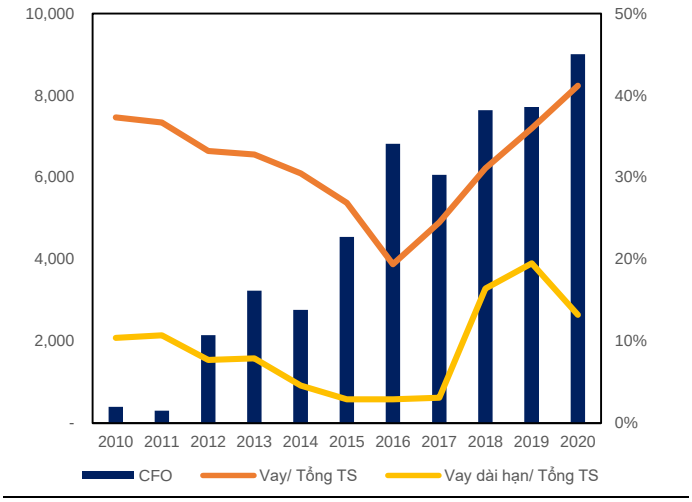
ĐỊA LỢI - Tiềm lực tài chính vững vàng cho đầu tư mở rộng trong thời gian tới

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh duy trì ở mức 7,000-9,000 tỷ đồng/năm, dù trong những năm khó khăn nhất như 2019. Dòng tiền kinh doanh của HPG thuộc nhóm tốt nhất trong số các doanh nghiệp sản xuất thuộc VN30.

Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính tăng mạnh trong giai đoạn đầu tư mở rộng tại KLH Dung Quất (2018-2020) nhưng đang giảm dần theo lịch trả nợ. Nợ vay dài hạn cho KLH Dung Quất sẽ được trả hết trước 2026, dòng tiền trả gốc giai đoạn 2021-2022 ước khoảng 5,000 tỷ/năm. Với tình hình tài chính lành mạnh, các khoản vay của HPG được hưởng mức lãi suất tương đối thấp so với mặt bằng lãi suất trên thị trường, khoảng 3.7% (trong đó vay ngắn hạn chịu lãi từ 1.7%-6%/năm và vay dài hạn từ 2.6%-9.6%).

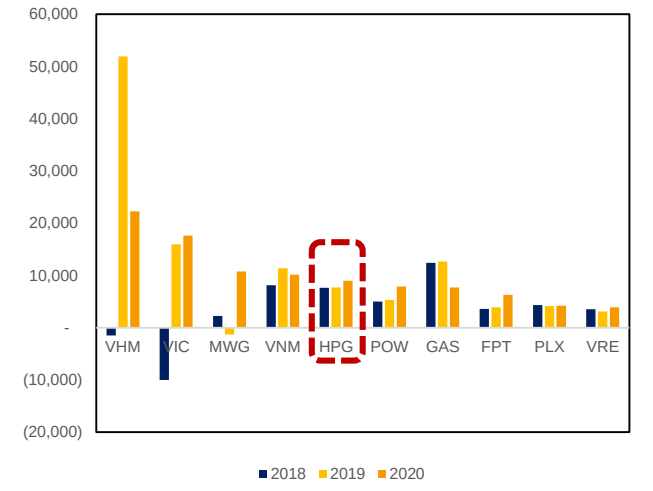
Với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh lành mạnh, BSC đánh giá HPG sẽ đảm bảo được phần vốn tự có và tối ưu hóa được chi phí vốn vay cho giai đoạn mở rộng tại KLH Dung Quất (dự kiến từ 2022).

Tỷ lệ vay dài hạn cao nhất trong năm 2019 và có xu hướng giảm khi trả dần nợ vay đầu tư KLD Dung Quất



Nguồn: : FiinPro, BSC Research

Dòng tiền hoạt động của HPG trong nhóm các DNSX tốt nhất VN30

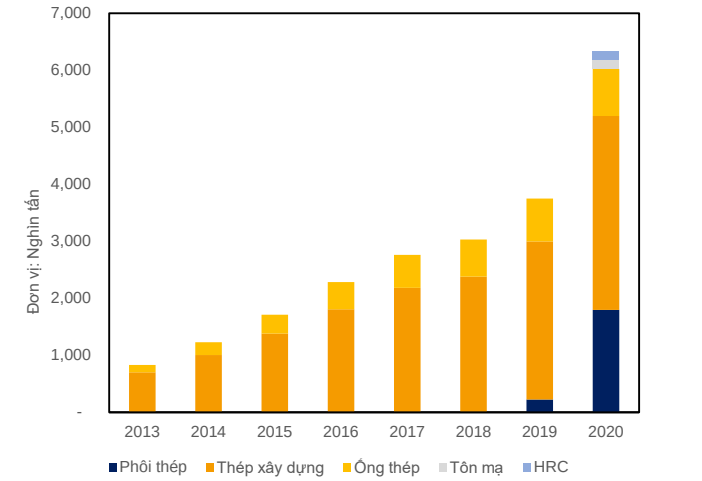


Nguồn: FiinPro, BSC Research

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

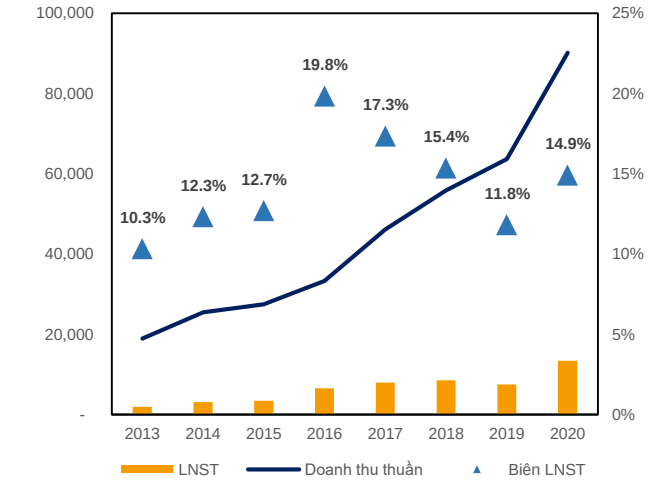
HPG xác lập nhiều kỷ lục về sản lượng và tăng trưởng trong năm 2020

Tổng sản lượng tiêu thụ của Hòa Phát đạt 6.3 triệu tấn (+69% YoY).



Nguồn: : FiinPro, BSC Research, (*) sản lượng tôn mạ và HRC do BSC ước tính

Tổng doanh thu +42% YoY, LNST +78% YoY với hai trụ cột chính là thép và nông nghiệp



Nguồn: : FiinPro, BSC Research

Tăng trưởng 42% về doanh thu và 78% về lợi nhuận trong 2020 được dẫn dắt bởi (1) Tăng trưởng về quy mô và (2) Giá bán các sản phẩm thép và nông nghiệp tăng.

Doanh thu	Q4/2019	Q4/2020	% YoY	2019	2020	% YoY
SXKD thép	**14,453**	**22,270**	**54.1%**	**51,233**	**76,341**	**49.0%**
Nông nghiệp	**641**	**2,719**	**324.2%**	**7,985**	**10,552**	**32.1%**
SXCN khác	275	611	122.2%	2,818	2,498	-11.4%
Bất động sản	2,607	178	-93.2%	1,622	726	-55.2%
Tổng cộng	17,975	25,778	43.4%	63,658	90,117	41.6%

Lợi nhuận sau thuế	Biên LNST		Tỷ trọng	Biên LNST		Tỷ trọng
	Q4/2019	Q4/2020	Q4/2020	2019	2020	2020
SXKD thép	**9.6%**	**18.6%**	89.0%	**12.1%**	**14.7%**	83.4%
Nông nghiệp	13.3%	14.0%	8.2%	**7.0%**	**15.9%**	12.4%
SXCN khác	29.8%	11.0%	1.4%	12.7%	12.7%	2.3%
Bất động sản	14.0%	38.2%	1.5%	27.4%	34.6%	1.9%

Nguồn: HPG, BSC Research

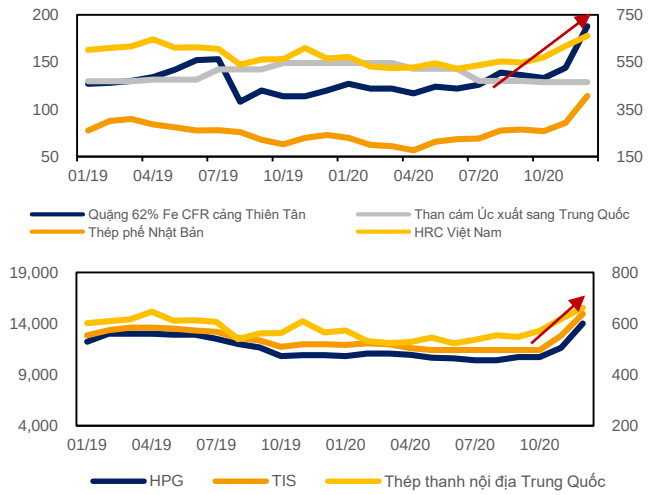
MẢNG THÉP – Q4/2020 hưởng lợi rõ rệt từ đà tăng của giá thép

Sản xuất thép thô đạt 5.8 triệu tấn (+93% YoY), tương đương với vận hành 100% công suất tại KLH Hòa Phát Dung Quất. Sau khi đưa lò cao số 1 & 2 tại KLH hòa Phát Dung Quất vào hoạt động từ cuối 2019, HPG đã vận hành lò cao số 3 trong T8/2020 và lò cao số 4 cuối T1/2021, nâng công suất thép thô của cả Tập đoàn sẽ tăng lên 8 triệu tấn/năm.

Sản lượng tiêu thụ sản phẩm thép các loại tăng mạnh nhờ (1) nhu cầu tăng bởi nhiều quốc gia đẩy mạnh đầu tư công (trong đó có Việt Nam, Trung Quốc), (2) năng lực sản xuất tăng thêm từ KLH Dung Quất. Tổng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của HPG trong năm 2020 ước đạt 6.3 triệu tấn (+69.3% YoY) trong đó phôi thép tăng mạnh đạt gần 1.8 triệu tấn (gấp hơn 8 lần cùng kỳ) và thép xây dựng 3.4 triệu tấn (+22.7% YoY).

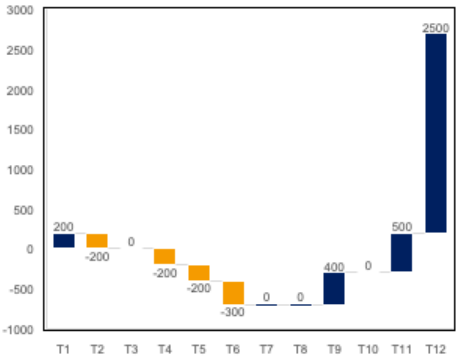
Giá bán các sản phẩm thép tăng mạnh trong Q4/2020, tuy nhiên cả năm vẫn giảm khoảng 8-9% YoY. Kể từ T9/2020, Hòa Phát và các doanh nghiệp thép nội địa bắt đầu có những động thái tăng giá đầu tiên để bù đắp cho đà tăng của giá nguyên liệu (đặc biệt là giá quặng và giá thép phế). Đặc biệt trong T12/2020, HPG đã tăng giá thép thanh 5 lần với mức tăng 2,500 đồng/kg. BSC ước tính với mức tăng này, HPG đã bù đắp được phần chi phí sản xuất tăng lên do giá quặng.

Giá thép tăng mạnh trong những tháng cuối năm để bù đắp chi phí sản xuất tăng lên do giá quặng



Nguồn: Tổng cục thống kê, FiinPro, BSC Research

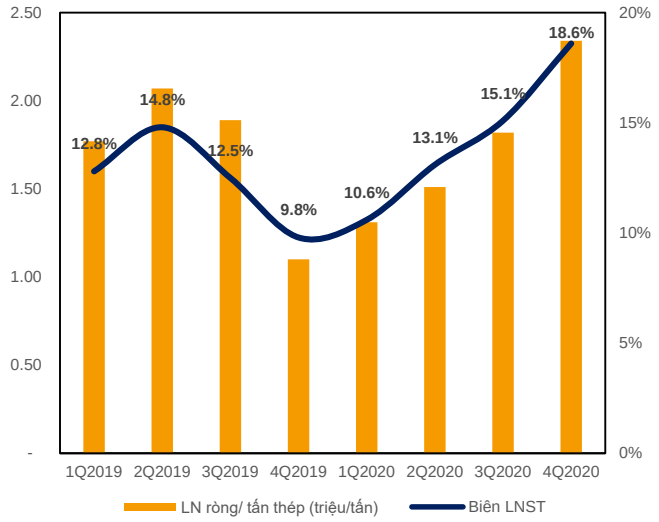
HPG tăng giá thép liên tục trong tháng 12/2020 với mức giá thép thanh trên 14,000 đồng/kg



Nguồn: FiinPro, BSC Research

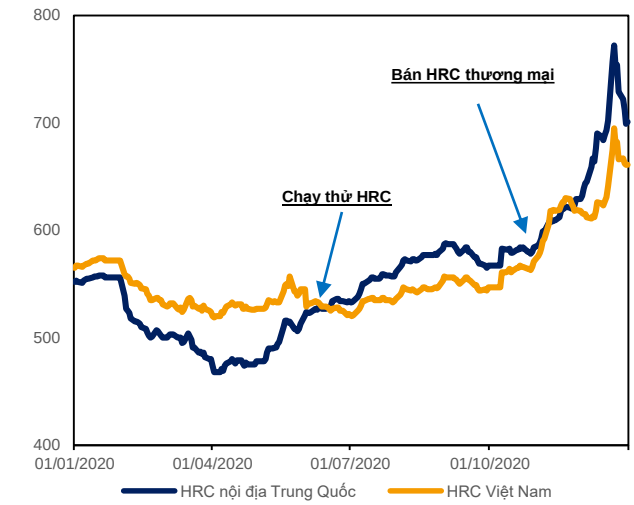
Biên lợi nhuận mảng thép cải thiện dần theo các quý, đặc biệt cao trong Q4/2020 nhờ (1) HPG điều chỉnh tăng giá bán các sản phẩm thép dài và (2) có thêm sự đóng góp của sản phẩm HRC (phục vụ cả sản xuất nội bộ và bán ra bên ngoài) với giá thị trường liên tục tăng, lên khoảng 700 -770 USD/tấn.

Mức lợi nhuận bình quân/ tấn thép tiêu thụ và biên lợi nhuận mảng thép cải thiện rõ rệt trong 2H2020



Nguồn: HPG, BSC Research ước tính

Sản xuất HRC trong 2020 khoảng 700 nghìn tấn, đưa vào đúng giai đoạn HRC tăng giá mạnh

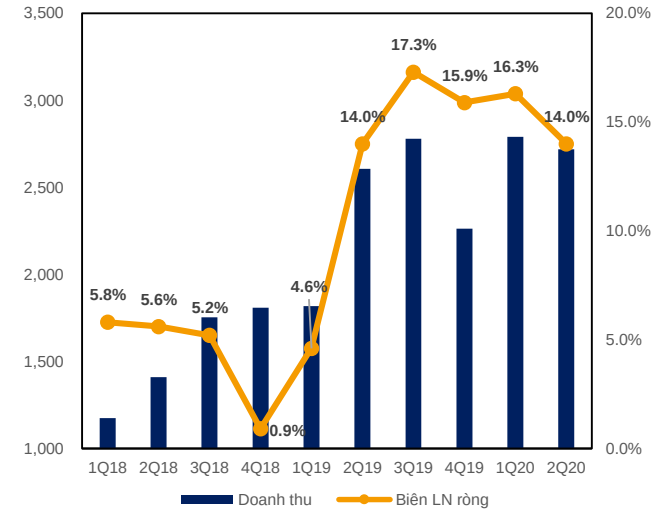


Nguồn: : FiinPro, BSC Research

MẢNG NÔNG NGHIỆP – Hưởng trái ngọt sau năm năm đầu tư

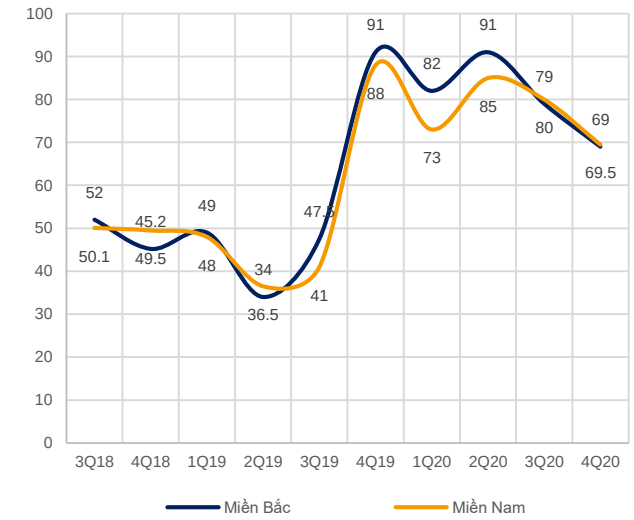
Mảng nông nghiệp vươn lên đóng góp lợi nhuận lớn thứ 2 trong số các mảng hoạt động của HPG với tỷ trọng 12%. Sau 5 năm đầu tư, mảng nông nghiệp của HPG đã mở rộng quy mô nhanh chóng với 150,000 con bò Úc (50% thị phần cả nước), 250,000 heo thương phẩm và 700,000 trứng gà/ngày vào cuối 2020. Sau giai đoạn đầu tư ban đầu và được hưởng lợi phần nào từ xu hướng tăng của giá heo trong năm 2020 (đóng góp khoảng 60% kết quả mảng nông nghiệp), biên lợi nhuận của mảng này cải thiện rõ rệt so với mức 7% trong năm 2019.

Biên lợi nhuận ròng mảng nông nghiệp bình quân năm 2020 đạt 15.9%, biến động theo giá thịt heo



Nguồn: : FiinPro, BSC Research

Giá thịt heo năm 2020 giữ ở mức cao, trên 70,000 đồng/kg



Nguồn: : FiinPro, BSC Research

Tình hình tiêu thụ khả quan trong những tháng đầu năm 2021

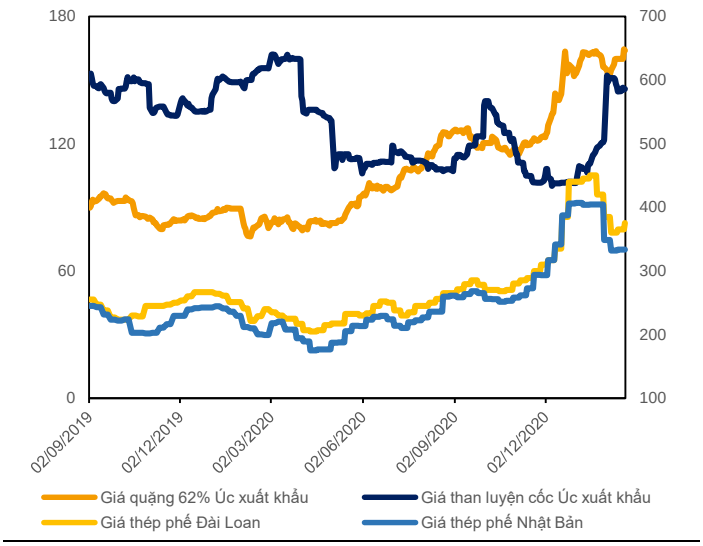
Sản lượng thép thô T1.2021 đạt 670,000 tấn (+67% YoY) nhờ sản lượng tăng thêm từ KLH Dung Quất. Trong T1, HPG đã đưa vào vận hành lò cao số 4, nâng công suất thép thô thêm 1.2 triệu tấn (+20%). Sản xuất HRC cán mốc 1 triệu tấn sau 9 tháng đưa vào hoạt động (từ T6/2020), đạt hiệu quả vận hành cao sau thời gian ngắn.

Tiêu thụ HRC là điểm nhấn với 252 nghìn tấn (+48% MoM, bao gồm cả tiêu thụ nội bộ và xuất bán ra ngoài). Sản lượng thép xây dựng 186 nghìn tấn (+6% YoY, T1/2020 là tháng Tết), phôi thép 140 nghìn tấn (+41% MoM, +40% YoY). Năm 2021, HPG đạt mục tiêu sản lượng phôi và thép xây dựng trên 5 triệu tấn, HRC 2.7 triệu tấn.

Tiêu thụ tôn mạ ghi nhận những đơn hàng xuất khẩu lớn từ đầu năm (lũy kế 2T2021 khoảng 22,000 tấn) sang các thị trường Mỹ, EU. Từ năm 2021, Tôn Hòa Phát đặt mục tiêu sản xuất hàng năm 300,000 – 400,000 tấn, trong đó duy trì tỷ trọng xuất khẩu 30 - 40%.

Giá các sản phẩm thép giữ ở mức cao nhờ được hỗ trợ bởi nhu cầu tại Trung Quốc, Ấn Độ…và gián đoạn nguồn cung quặng sắt do thời tiết và dịch bệnh.

Nhu cầu tăng trong khi nguồn cung quặng tại Brazil bị gián đoạn do mưa bão và vận tải than ở Úc ảnh hưởng bởi mùa mưa khiến giá nguyên liệu tăng



Nguồn: : Bloomberg, BSC Research

Giá các bán thành phẩm và thành phẩm thép giữ mức cao tương đương đầu năm 2021. Giá phôi dài bắt đầu tăng nhẹ

Nguồn: : FiinPro, BSC Research

HPG triển khai nhà máy sản xuất vỏ container công suất 500,000 TEU/năm, dự kiến đi vào hoạt động trong Q2/2022 mở ra thêm hướng tiêu thụ cho HRC. HPG là doanh nghiệp duy nhất ở Việt Nam làm chủ được công nghệ sản xuất thép SPA-H đặc chủng cho sản xuất vỏ container (khoảng 50% giá thành) với chi phí hợp lý, phát huy lợi thế của một nhà sản xuất từ thượng nguồn. Với công suất dự kiến, dự án nhà máy sản xuất vỏ container sẽ có nhu cầu tiêu thụ khoảng 1 triệu tấn HRC, góp phần đảm bảo đầu ra và nâng cao giá trị gia tăng cho các sản phẩm của tập đoàn.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo doanh thu 2021 của HPG đạt 116,437 tỷ đồng (+29.2% YoY), LNST 18,981 tỷ đồng (+41.2% YoY), tương đương EPS = 5,526 đồng/CP (giả định trích quỹ khen thưởng phúc lợi 5%). Dự báo này cao hơn lần lượt 12% và 35% so với dự báo gần nhất của chúng tôi do (1) điều chỉnh tăng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của HPG dựa trên đánh giá tình hình tiêu thụ khả quan trong 2021 và (2) tăng giả định giá bán thép xây dựng và giá HRC theo diễn biến trên thị trường trong những tháng đầu năm.

Bảng: Tóm tắt một số giả định chính

	2020	2021F		% YoY	Luận điểm
		Cũ	Mới		
Tiêu thụ	6.3	6.9	7.6	20.8%	Sản lượng thép thô trên 8 triệu tấn sau khi vận hành toàn bộ công suất tại KLH Dung Quất
- Phôi	1.8	1.01	1.01	-43.4%	Tiêu thụ phôi thép giảm do tăng tỷ trọng cán thép xây dựng và sản xuất HRC
- Thép XD	3.4	3.9	4.0	17.4%	
- Ống thép	0.82	0.8	0.92	12.1%	Tiêu thụ các sản phẩm thép đều tăng nhờ nhu cầu chung được hỗ trợ tích cực bởi đầu tư công và xây dựng dân dụng để đẩy nhanh quá trình hồi phục kinh tế sau dịch
- Tôn mạ	0.16	0.19	0.19	18.8%	
- HRC	0.15	1.0	1.52	913%	
Giá thép XD	-9%	+3%	+10%		Giá thép dự báo sẽ tiếp tục giữ ở mức cao trong 1H2021 trước khi có thể có điều chỉnh
Quặng sắt (USD/tấn)	105	95	130	+23.8%	**Giá nguyên liệu thô đứng trước nhiều yếu tố bất ngờ như dịch bệnh và căng thẳng giữa Trung Quốc và Úc.** Quan điểm của BSC là giá quặng sẽ giữ ở mức cao trong Q1/2021 trước khi giảm dần về quanh 100 USD/tấn vào cuối năm; ngược lại giá than nhiều khả năng sẽ hồi phục nhẹ. (Tham khảo thêm báo cáo Triển vọng ngành 2021)
Than luyện coke (USD)	135	143	145	+7.4%	
HRC (USD/tấn)	535	520	590	+10.2%	

Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu HPG cho năm 2021, tuy nhiên nâng mức số nhân mục tiêu đối với HPG để phản ánh mặt bằng lãi suất trên thị trường giảm. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh nâng P/E mục tiêu của HPG từ 9 lần lên 10 lần và mức EV/EBITDA mục tiêu từ 6 lên 7 lần.

Trong đó mức P/E mục tiêu được điều chỉnh theo hệ số justified P/E như sau:

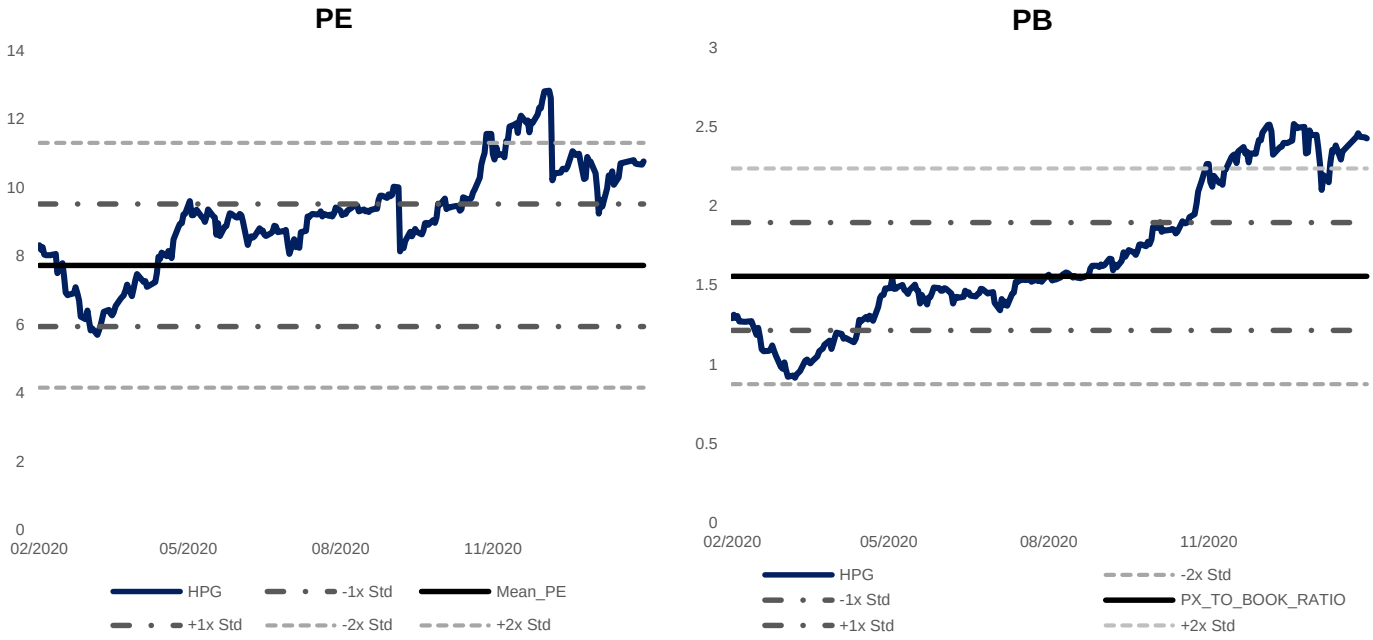
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%
Hiệu suất sinh lời của vốn chủ sở hữu bình quân 1 chu kỳ 9 năm (2012-2020)	25.1%
Lợi tức kỳ vọng của vốn chủ sở hữu (Ke)	12.1%
Hệ số beta	*1.17*
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	*2.5%*
Phần bù rủi ro thị trường	*8.2%*

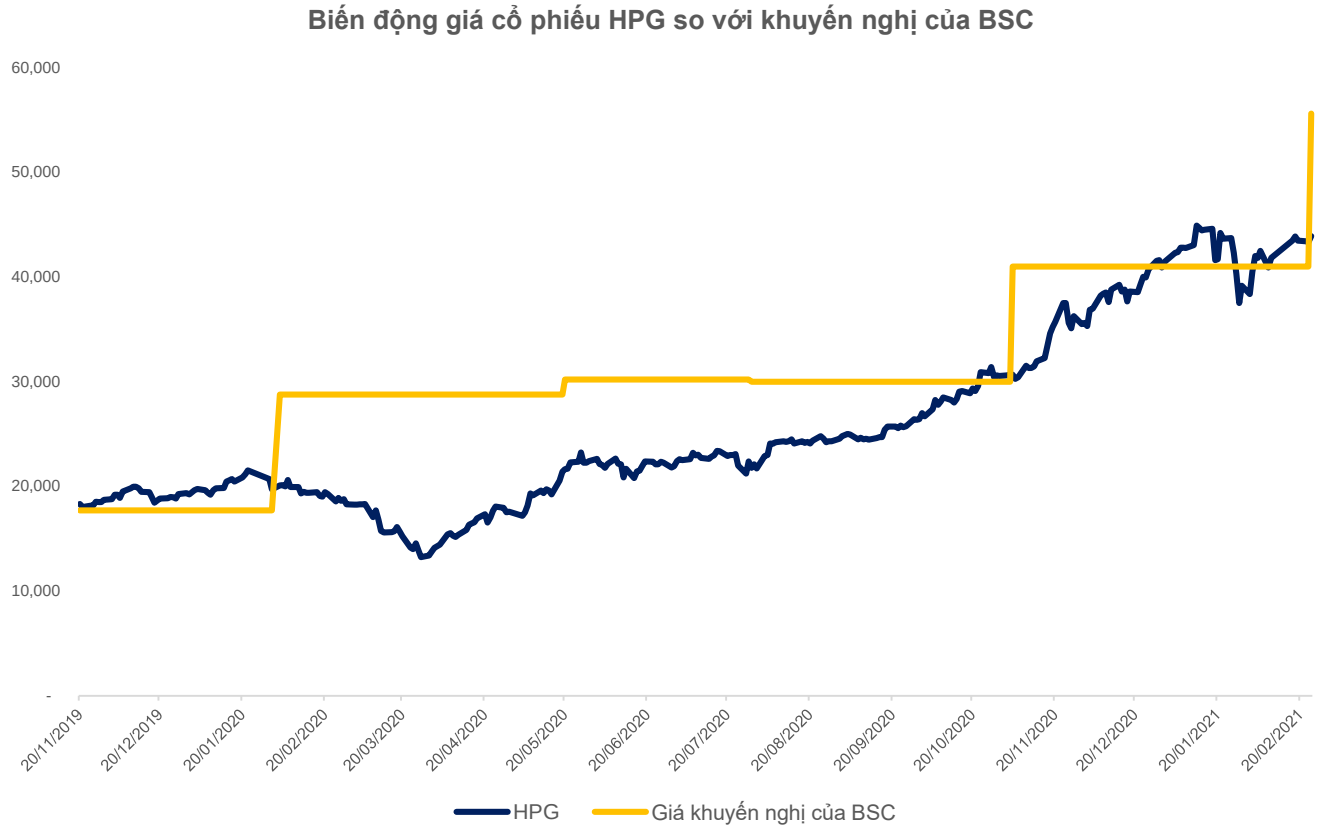
Justified P/E = $\frac{(ROE-g)/ROE}{k-g}$ = **9.7** (lần)

Bảng: Tổng hợp định giá

Phương pháp P/E	**50%**
EPS 2021F (đồng/CP)	5,526
P/E mục tiêu (lần)	10
Giá mục tiêu cho 2021 (đồng)	**55,260**
Phương pháp EV/EBITDA	**50%**
EBITDA 2021	**29,174**
EV/EBITDA mục tiêu	**7**
Giá trị doanh nghiệp	**204,216**
+ Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	29,092
Nợ vay	(47,883)
Giá trị vốn chủ sở hữu	**185,425**
Số lượng CP hiện đang lưu hành	3,331,288,938
Giá trị 1 cổ phần (VND)	**55,964**
Giá mục tiêu 1 năm	**55,612**

Nguồn: BSC Research





Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷđồng)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	55,836	63,658	90,119	116,437
Giá vốn hàng bán	44,166	52,473	71,214	90,983
Lợi nhuận gộp	11,671	11,185	18,905	25,454
Chi phí bán hàng	677	873	1,094	1,413
Chi phí QLDN	444	569	690	854
Lãi/lỗ HĐKD (EBIT)	10,550	9,743	17,120	23,187
Doanh thu tài chính	294	471	991	1,018
Chi phí tài chính	772	1,182	2,824	2,878
Chi phí lãi vay	540	937	2,207	2,878
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	(1)	2	-
Lãi/lỗ khác	(1)	66	66	-
Lợi nhuận trước thuế	10,071	9,097	15,355	21,327
Thuế thu nhập DN	1,471	1,518	1,849	2,346
LN sau thuế	**8,601**	**7,578**	**13,506**	**18,981**
CĐTS	28	51	67	-
LNST - CĐTS	8,573	7,527	13,439	18,981
EBITDA	12,810	12,336	21,919	29,174
EPS (VND)	4,037	3,082	4,056	5,522

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F
Lợi nhuận sau thuế	10,071	9,097	15,355	21,327
Khấu hao và phân bổ	2,260	2,593	4,799	5,986
Thay đổi vốn lưu động	(4,688)	(3,975)	(11,150)	(8,726)
LCTT từ HĐ KD	**7,642**	**7,715**	**9,004**	**18,587**
Tiền chi mua TSCĐ	(27,594)	(20,825)	(9,370)	(1,747)
Đầu tư khác	(116)	-	-	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	**(20,533)**	**(18,064)**	**(16,605)**	**(1,747)**
Tiền chi trả cổ tức	(6)	(13)	(1,419)	(3,313)
Tiền từ vay ròng	11,137	12,391	17,468	(6,258)
Tiền thu khác	11	0	3	-
LCTT từ HĐ Tài chính	**11,143**	**12,378**	**16,051**	**(9,572)**
Dư tiền đầu kỳ				
LC tiền trong kỳ	4,265	2,516	4,545	13,001
Dư tiền cuối kỳ	(1,748)	2,029	8,450	7,269
Lợi nhuận sau thuế	2,516	4,545	13,001	20,270

CĐKT (Tỷđồng)	2018	2019	2020	2021F
Tiền và ĐTTC ngắn hạn	6,240	5,919	21,823	29,092
Phải thu ngắn hạn	3,210	3,561	6,125	7,317
Tồn kho	14,115	19,412	26,287	33,584
TS ngắn hạn khác	1,743	1,544	2,566	3,315
TS ngắn hạn	**25,309**	**30,437**	**56,800**	**73,309**
TSCĐ hữu hình	12,565	30,980	65,308	68,283
TSCĐ vô hình	217	269	254	232
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	1
TS dở dang dài hạn	38,107	37,435	6,247	2,371
Đầu tư dài hạn	67	46	171	171
TS dài hạn khác	1,756	2,004	1,862	2,405
Tài sản dài hạn	**52,914**	**71,339**	**74,711**	**74,420**
TỔNG TÀI SẢN	**78,223**	**101,776**	**131,511**	**147,728**
Phải trả ngắn hạn	8,707	7,507	10,916	13,710
Vay ngắn hạn	11,495	16,838	36,798	36,018
Nợ ngắn hạn khác	2,435	2,639	4,261	4,460
Nợ ngắn hạn	22,636	26,984	51,975	54,188
Vay dài hạn	12,811	19,842	17,343	11,865
Nợ dài hạn khác	2,153	7,163	2,973	9,131
Nợ dài hạn	14,964	27,005	20,316	20,996
Nợ phải trả	**37,600**	**53,989**	**72,292**	**75,184**
Vốn góp	21,239	27,611	33,133	36,446
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
LN chưa phân phối	15,126	15,877	21,783	31,795
Vốn chủ khác	919	924	934	934
Lợi ích cổ đông thiểu số	127	163	158	158
Vốn chủ sở hữu	**40,623**	**47,787**	**59,220**	**72,544**
TỔNG NGUỒN VỐN	**78,223**	**101,776**	**131,511**	**147,728**

Chỉ số(%)	2018	2019	2020	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.1	1.1	1.1	1.4
Hsố TT nhanh	0.4	0.4	0.5	0.7
Cơ cấu vốn				
TSNH/ Tổng TS	32.4%	29.9%	43.2%	49.6%
Nợ phải trả/ Tổng TS	48.1%	53.0%	55.0%	50.9%
Nợ NH/ Tổng TS	28.9%	26.5%	39.5%	36.7%
Nợ vay/ Tổng TS	31.1%	36.0%	41.2%	32.4%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	117	135	135	135
Số ngày phải thu	21	20	25	23
Số ngày phải trả	72	52	56	55
CCC	66	103	104	103
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên LNG	20.9%	17.6%	21.0%	21.9%
Biên EBIT	18.9%	15.3%	19.0%	19.9%
Biên LNST	15.4%	11.9%	15.0%	16.3%
ROE	23.5%	17.0%	25.1%	28.8%
ROA	13.1%	8.4%	11.5%	13.6%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	21.0%	14.0%	41.6%	29.2%
Tăng trưởng EBIT	9.6%	-7.6%	75.7%	35.4%
Tăng trưởng LNST	7.1%	-12.2%	78.5%	41.2%
Tăng trưởng TTS	47.5%	30.1%	29.2%	12.3%
Tăng trưởng VCSH	25.4%	17.6%	23.9%	22.5%

Nguồn:BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

c