

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG) KHUYẾN NGHỊ MUA TRONG NGẮN HẠN BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI GIÁ ĐẦU VÀO CAO. KỲ VỌNG PHỤC HỒI TRONG NĂM 2024

| | | | | | |
|---------------------------|---------------|--------------------------------|-----------|--------------------------|-------|
| Giá hiện tại: | 27,200 | Ngày viết báo cáo: | 8/12/2023 | CƠ CẤU CỔ ĐÔNG | |
| Giá mục tiêu trước: | | Cổ phiếu lưu hành (Triệu) | ,815 | TRẦN ĐÌNH LONG | 26.1% |
| Giá mục tiêu mới: | 33,000 | Vốn hóa (tỷ VNĐ) | 5,267 | VŨ THỊ HIỀN | 7.3% |
| Tỷ suất cổ tức | | Thanh khoản bình quân (tỷ VNĐ) | 510 | VOF INVESTMENT LIMITED | 3.7% |
| Tiềm năng tăng giá | +18% | Sở hữu nước ngoài | 23.66% | VINA CAPITAL VN OPP FUND | 3.6% |

Bộ phận Research:

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

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2024 là **33,000 VNĐ/CP** (tương đương với Upside 18% so với giá đóng cửa ngày 7/12/2023), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.7x – tương đương P/B trung bình của HPG trong 1 chu kỳ thép.

Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2023, và cho rằng kết quả kinh doanh trong ngắn hạn của HPG bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, tuy nhiên, BSC vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng kinh doanh năm 2024 nhờ (1) sản lượng phục hồi, (2) mức nền rất thấp vùng đáy của năm 2023. BSC cho rằng định giá P/E sẽ dần tiếp cận về mức trung bình khi kết quả kinh doanh của HPG cải thiện.

Trong dài hạn, mức định giá hiện tại phù hợp để tích lũy với việc (1) thời điểm xấu nhất của HPG đã qua, lợi nhuận của HPG đang ở vùng đáy (2) HPG là doanh nghiệp sở hữu chất lượng quản trị tốt, (3) Vị thế HPG sẽ gia tăng đáng kể sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động. HPG đang giao dịch với P/B FWD 2024 = 1.4x – thấp hơn lần lượt 15% và 20% so với P/B trung vị, và trung bình của HPG trong 1 chu kỳ thép. Trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng lợi nhuận gộp/tấn của HPG có thể quanh 3.1 triệu đồng/tấn, tương đương với LNST 16,000 tỷ VNĐ (P/E FWD = 10x).

TRIỂN VỌNG KINH DOANH QUÝ 4.2023

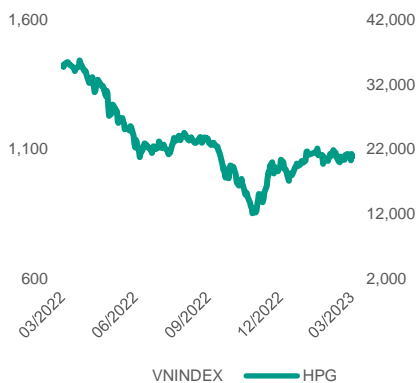
BSC kỳ vọng LNST-CĐTS của HPG trong Quý 4.2023 đạt 1,700 tỷ VNĐ (-11% QoQ) nhờ sản lượng tăng +12% QoQ, chủ yếu nhờ sản lượng nội địa thép xây dựng/thép ống/tôn mạ +10-20% QoQ, Biên lợi nhuận gộp giảm 3-4 điểm %, do giá quặng sắt và than cốc tăng trở lại.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2024

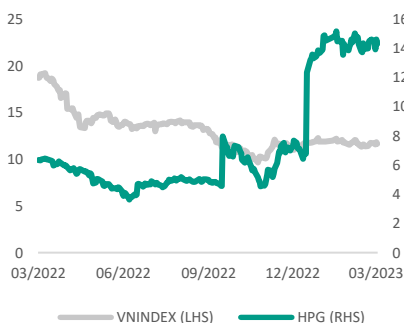
- BSC giữ kỳ vọng nhu cầu thép nội địa sẽ phục hồi trong năm 2024 chủ yếu nhờ thị trường Bất động sản nội địa phục hồi** (Chi tiết tại [Báo cáo cập nhật gần nhất](#)).
- BSC kỳ vọng giá bán thép +5% yoy trong bối cảnh:**
 - BSC cho rằng nhu cầu thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần** (1) theo tính mùa vụ và (2) các chính sách Bất động sản của Trung Quốc bắt đầu có hiệu quả.
 - Trong khi đó, nguồn cung thép sẽ ở mức thấp trong Quý 4.2023 – Quý 1.2024** do Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép.

Trong năm 2024, BSC dự báo giá thép xây dựng 15,616 VNĐ/kg (+5% yoy), HRC 13,380 VNĐ/kg (+5% YoY).

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



| Chỉ số | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------|------|------|-------|-------|
| PE (x) | 4.5 | 13.3 | 28.7 | 13.0 |
| PB (x) | 1.7 | 1.2 | 1.6 | 1.4 |
| PS (x) | 1.65 | 1.05 | 0.80 | 1.34 |
| ROE (%) | 23% | 38% | 9% | 5% |
| ROA (%) | 10% | 19% | 5% | 3% |

| KQKD | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 149,680 | 141,409 | 118,522 | 133,221 |
| Lợi nhuận gộp | 41,108 | 16,763 | 11,609 | 21,266 |
| NPATMI | 34,478 | 8,484 | 5,515 | 12,178 |
| EPS | 7,708 | 1,459 | 948 | 2,094 |
| Tăng trưởng EPS | 90% | -81% | -35% | 121% |

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của HPG trong Quý 3.2023

| BC KQKD | Q3.2022 | Q3.2023 | %QoQ | %YoY | 9T.2022 | 9T.2023 | %YoY | Nhận xét |
|------------------------------|----------------|---------------|------------|--------------|----------------|---------------|-------------|--|
| Doanh thu thuần | 34,103 | 28,484 | -3% | -16% | 115,584 | 84,569 | -27% | <p>Kết thúc Quý 3.2023, HPG ghi nhận DTT = 28,484 tỷ VNĐ (-16% yoy), LNST - CĐTTS = 2,005 tỷ VNĐ so với cùng kỳ ghi nhận lỗ 1,774 tỷ VNĐ. Trong đó:</p> <p>1. Doanh thu mangan thép - 26% yoy do sản lượng -3% yoy và giá bán bình quân -24% yoy.</p> <p>2. Biên lợi nhuận gộp +10 điểm % do mức nền thấp cùng kỳ chịu ảnh hưởng bởi hàng tồn kho giá cao.</p> <p>3. Lỗ tỷ giá đạt 566 tỷ VNĐ (-60% yoy) do mức nền thấp cùng kỳ chịu ảnh hưởng bởi tỷ giá.</p> <p>Như vậy, lũy kế 9T.2023, HPG ghi nhận DTT = 84,5695 tỷ VNĐ (-27% yoy), LNST - CĐTTS = 3,862 tỷ VNĐ (-63% yoy).</p> |
| Giá vốn | (33,103) | (24,889) | -5% | -25% | (97,935) | (76,103) | -22% | |
| Lãi gộp | 1,001 | 3,595 | 13% | 259% | 17,649 | 8,466 | -52% | |
| DTTTC | 886 | 851 | 15% | -4% | 2,317 | 2,494 | 8% | |
| CPTC | (2,309) | (1,438) | 7% | -38% | (5,453) | (4,118) | -24% | |
| Trong đó: Lãi vay | (837) | (856) | -17% | 2% | (2,151) | (2,874) | 34% | |
| Lãi từ CTLK | - | - | - | - | - | - | - | |
| CP BH | (635) | (578) | 7% | -9% | (1,950) | (1,595) | -18% | |
| CP QLDN | (294) | (301) | -9% | 2% | (677) | (913) | 35% | |
| Lãi từ HĐKD | | | | | | | | |
| Thu nhập khác, ròng | 52 | 46 | -451% | -11% | 116 | 73 | -37% | |
| EBT | | | | | | | | |
| Thuế TNDN | (486) | (174) | -32% | -64% | (1,558) | (577) | -63% | |
| NPAT | (1,786) | 2,000 | 38% | -212% | 10,443 | 3,831 | -63% | |
| Lợi ích CĐTTS | (12) | (4) | -64% | -62% | (32) | (31) | -3% | |
| NPATMI | (1,774) | 2,005 | 37% | -213% | 10,475 | 3,862 | -63% | |
| Doanh thu | | | | | | | | |
| Thép | 36,496 | 26,900 | -25% | -26% | 106,732 | 87,108 | -18% | |
| Nông nghiệp | 1,568 | 1,519 | -10% | -3% | 4,674 | 4,804 | 3% | |
| Bất động sản | 615 | 72 | -20% | -88% | 826 | 588 | -29% | |
| Sản lượng | | | | | | | | |
| Tổng tiêu thụ | 1,980,219 | 1,915,266 | 6% | -3% | 6,518,679 | 5,330,652 | -18% | |
| Thép xây dựng | 1,077,151 | 920,987 | 17% | -14% | 3,377,668 | 2,575,057 | -24% | |
| Thép ống | 200,092 | 162,648 | -1% | -19% | 577,063 | 487,685 | -15% | |
| Tôn mạ | 68,692 | 65,109 | -39% | -5% | 237,925 | 249,006 | 5% | |
| HRC/CRC | 611,634 | 766,522 | 4% | 25% | 2,036,640 | 1,982,904 | -3% | |
| Giá bán (VNĐ/Kg) | 18,430 | 14,045 | -29% | -24% | 16,373 | 16,341 | 0% | |
| Giá bán niêm yết thép | | | | | | | | |
| Thép xây dựng | 17,267 | 14,847 | -6% | -14% | 18,548 | 15,438 | -17% | |
| Thép ống | 23,133 | 19,633 | -5% | -15% | 25,233 | 20,600 | -18% | |
| Tôn mạ | 30,667 | 26,600 | -6% | -13% | 32,022 | 28,356 | -11% | |
| HRC/CRC | 788 | 593 | -1% | -25% | 809 | 607 | -25% | |
| Biên lợi nhuận gộp | 3% | 12.6% | 2% | 10% | 15% | 10.0% | -5% | |
| Biên lợi nhuận ròng | -5% | 7% | 2% | 12% | 9% | 5% | -5% | |

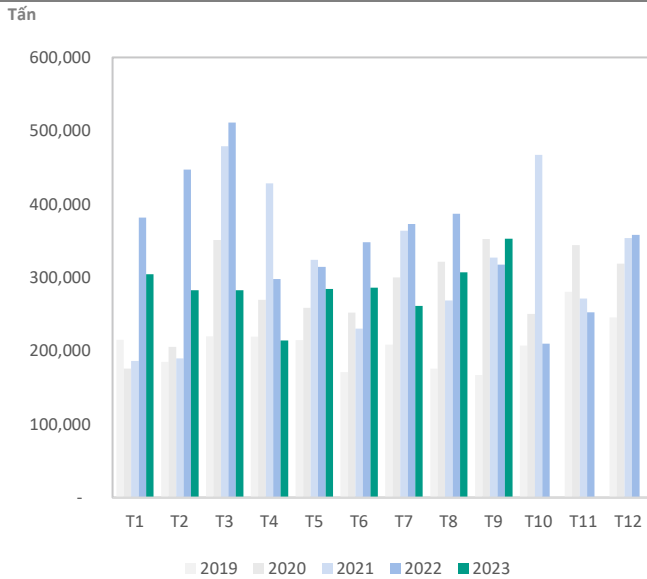
Nguồn: HPG

Đánh giá chung: So với Quý 2, KQKD Quý 3 của HPG tiếp tục cải thiện, đóng góp chính bởi sản lượng + 6% QoQ và biên lợi nhuận gộp +2 điểm %. Chi tiết như sau:

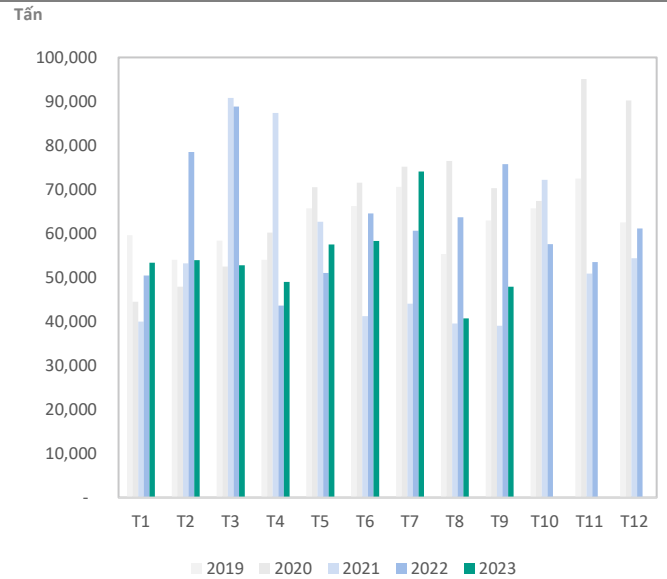
- Sản lượng +6% QoQ** khi HPG vẫn đẩy mạnh được kênh xuất khẩu. Đặc biệt, thép xây dựng + 17% QoQ nhờ (1) đẩy kênh xuất khẩu và (2) đại lý trong nước nhập lại hàng vào Tháng 8 - Tháng 9 khi giá thép xây dựng tăng trở lại. HRC +4% QoQ.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 2 điểm %** khi hưởng lợi từ nguyên vật liệu đầu vào (chủ yếu là giá than) thấp trong T6-T8.
- Lỗ tỷ giá + 13% QoQ** do ảnh hưởng bởi tỷ giá USD/VND tăng.

CẬP NHẬT DIỄN BIẾN TIÊU THỤ QUÝ 3.2023 – TRIỂN VỌNG TIÊU THỤ QUÝ 4

Hình 2: Tiêu thụ thép xây dựng + 17% QoQ do (1) đẩy kênh xuất khẩu và (2) đại lý trong nước nhập lại hàng vào Tháng 8 - Tháng 9 khi giá thép xây dựng tăng trở lại.



Hình 3: Tiêu thụ thép ống -1% QoQ do sức mua nội địa yếu

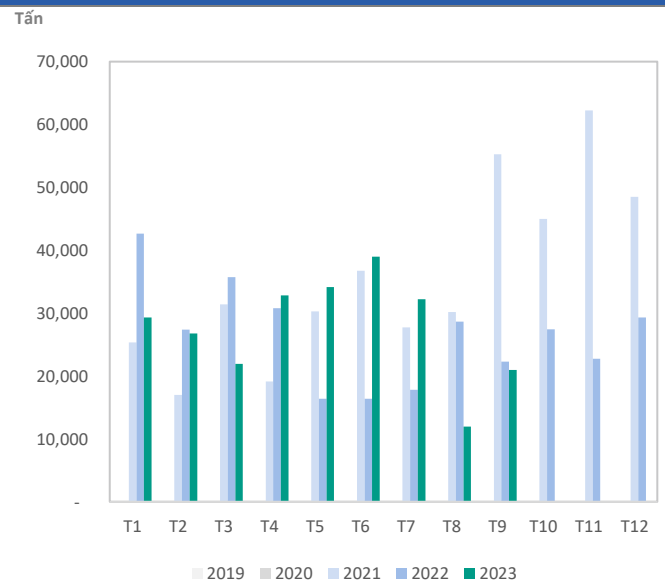


Nguồn: HPG

Hình 4: Tiêu thụ thép HRC +4% QoQ nhờ HPG vẫn đẩy mạnh kênh xuất khẩu



Hình 5: Tiêu thụ tôn mạ -39% QoQ do sức mua nội địa yếu



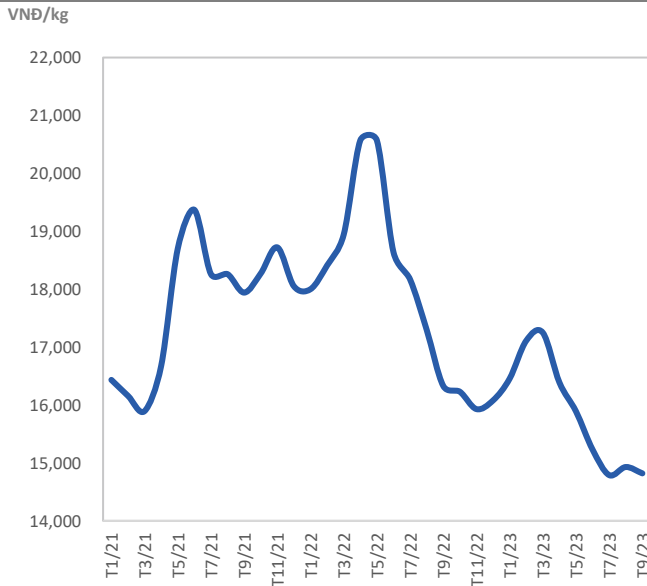
Nguồn: HPG

Sang Quý 4, BSC kỳ vọng sản lượng thép xây dựng/ống thép/tôn mạ/HRC sẽ phục hồi +10-20% QoQ nhờ đại lý tích trữ hàng tồn kho theo mùa vụ và trong bối cảnh giá thép Trung Quốc tăng trở lại.

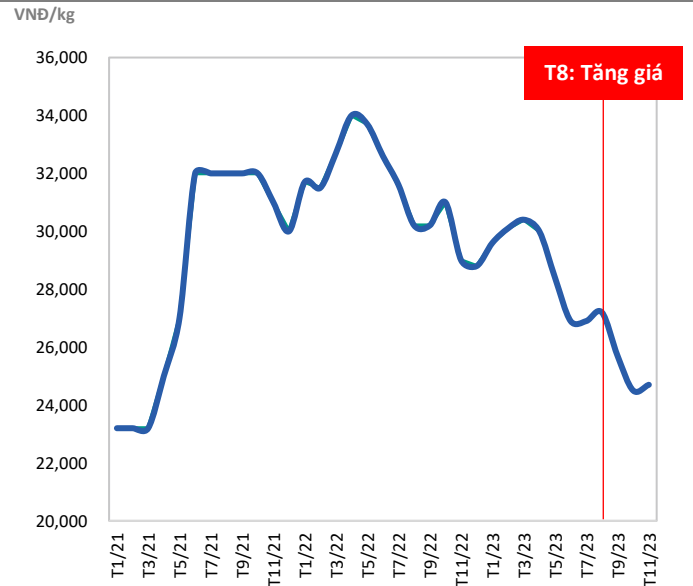
CẬP NHẬT DIỄN BIẾN GIÁ BÁN THÉP TRONG QUÝ 3 – TRIỂN VỌNG GIÁ BÁN QUÝ 4

Trong Quý 3.2023, giá bán nội địa nhìn chung trong xu hướng giảm do cầu yếu. Riêng đối với nhóm các doanh nghiệp tôn mạ, có 1 lần tăng giá vào giữa Tháng 8 do giá đầu vào HRC tăng. Sang Quý 4.2023, BSC kỳ vọng giá bán tôn mạ, ống thép nội địa sẽ tăng trở lại 5-6% QoQ nhờ giá thép thị trường Trung Quốc hồi phục.

Hình 6: Giá thép xây dựng -6% QoQ



Hình 7: Giá thép ống -5% QoQ

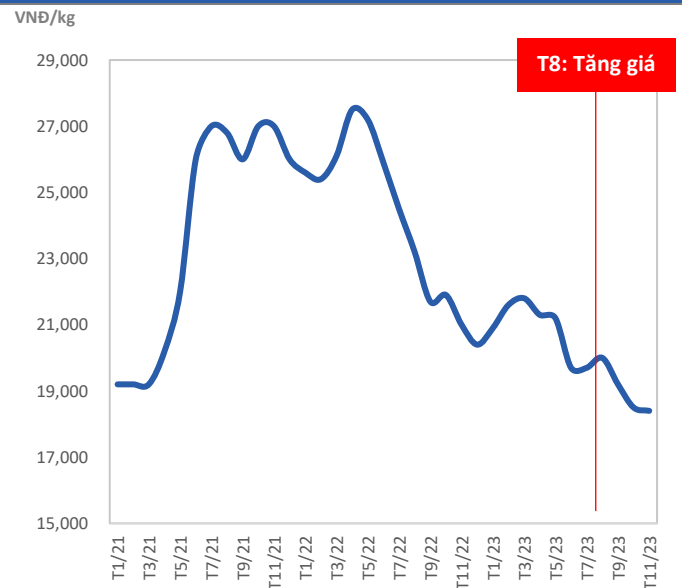


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 8: Giá HRC – 1% QoQ



Hình 9: Giá tôn mạ -6% QoQ



Nguồn: BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT BIÊN LỢI NHUẬN GỘP TRONG QUÝ 3 - – TRIỂN VỌNG QUÝ 4

Trong Quý 3, biên lợi nhuận gộp đạt 12.6%, tăng 2 điểm % so với Quý 2. Nguyên nhân là do giá đầu vào tạo đáy trong Tháng 6 là cơ sở giúp các doanh nghiệp thép ghi nhận giá vốn hàng tồn kho thấp hơn. Sang Quý 4, BSC cho rằng biên lợi nhuận gộp của HPG sẽ giảm 3-4 điểm % do giá quặng sắt và than cốc tăng mạnh trở lại

KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4.2023

BSC kỳ vọng LNST-CDTS của HPG trong Quý 4.2023 đạt 1,700 tỷ VNĐ (-11% QoQ).

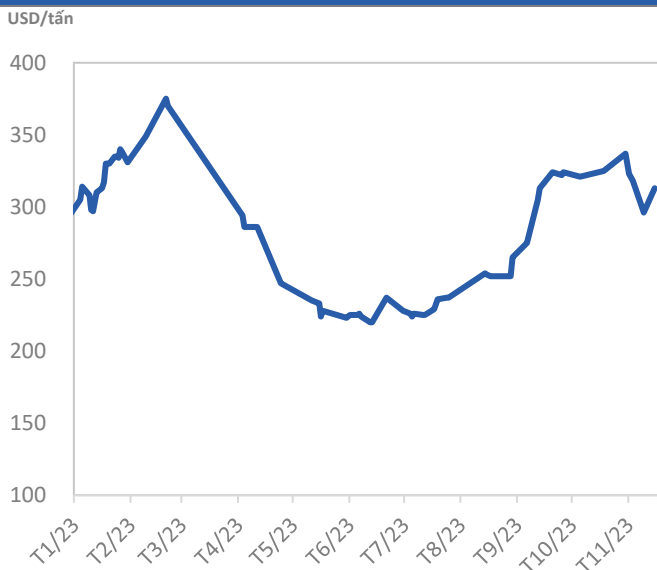
- Sản lượng tăng +12% QoQ, chủ yếu nhờ sản lượng nội địa thép xây dựng/thép ống/tôn mạ +10-20% QoQ
- Biên lợi nhuận gộp giảm 3-4 điểm %, do giá quặng sắt và than cốc tăng trở lại.

Hình 10: Dự báo Kết quả kinh doanh Quý 4

| Chỉ tiêu | Q3.2023 | Q4.2023 | % QoQ Q4 so với Q3 |
|---------------------------|------------------|------------------|--------------------|
| Doanh thu | 28,766 | 33,569 | +17% |
| % QoQ | | | |
| LNST | 2,005 | 2,893 | -19% |
| % QoQ | | | |
| Biên lợi nhuận gộp | 12.6% | 8.7% | |
| % QoQ | +1.8 điểm % | -3.9 điểm % | |
| Sản lượng | 1,934,816 | 2,144,432 | 12% |
| Thép xây dựng | 920,987 | 1,013,086 | 10% |
| Thép ống | 162,648 | 187,045 | 15% |
| Tôn mạ | 65,109 | 78,131 | 20% |
| HRC/CRC | 766,522 | 866,170 | 13% |
| Giá bán bình quân | | | +6% |
| Giá đầu vào | | | |
| Quặng sắt | 119 | 125 | |
| Than cốc | 240 | 290 | |

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 11: Giá than cốc +21% so với trung bình Quý 3



Hình 12: Giá quặng sắt + 7% so với trung bình Quý 3



TRIỂN VỌNG NĂM 2024 – KỶ VỌNG PHỤC HỒI TỪ MỨC ĐÁY THẤP NĂM 2023

So với Báo cáo cập nhật gần nhất, BSC cập nhật các quan điểm như sau:

- BSC giữ kỳ nhu cầu thép nội địa sẽ phục hồi trở lại trong năm 2024 chủ yếu nhờ thị trường Bất động sản nội địa phục hồi** (Chi tiết tại Báo cáo cập nhật gần nhất).
- BSC kỳ vọng giá bán thép nói chung +5% yoy trong bối cảnh:**
 - BSC cho rằng nhu cầu thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần** (1) theo tính mùa vụ và (2) các chính sách Bất động sản của Trung Quốc bắt đầu có hiệu quả.
 - Trong khi đó, nguồn cung thép sẽ ở mức thấp trong Quý 4.2023 – Quý 1.2024.** Lũy kế 9T.2023, tổng sản lượng thép thô của Trung Quốc đạt 797 triệu tấn, tăng +2.4% yoy do (1) các nhà máy tăng sản xuất sau khi mở cửa nền kinh tế trở lại, (2) Chính phủ Trung Quốc không có thông báo chính thức về chính sách giảm phát thải. Tuy nhiên, kể từ Tháng 7.2023, BSC nhận thấy có một số tín hiệu cho thấy Chính Phủ Trung Quốc đang kiểm soát lại hoạt động sản xuất thép để đáp ứng mục tiêu giảm phát thải. Cụ thể:

Hình 13: Một số tỉnh tại Trung Quốc đã cắt giảm sản lượng trong Tháng 7 – Tháng 10

| TT | Tỉnh | Thời gian | Chi tiết |
|----|-----------|----------------------|---|
| 1 | Hà Bắc | Tháng 7/ Tháng 10 | Tại ngày 27.10, Đường Sơn thông báo nâng mức kiểm soát ô nhiễm lên mức độ 2. Theo đó, các doanh nghiệp thép sẽ đã phải cắt giảm sản xuất như BaoWu Echeng, Wuhan, Jinshenglan. |
| 2 | Vân Nam | Tháng 10 | Có 7 nhà máy thông báo cắt giảm 300,000 tấn thép. (Thép Côn Minh (100,000 tấn), Thép Yukun (120,000 tấn), Chenggang (50,000 tấn) và Shuangyou (20,000 tấn). |
| 3 | Thiên Tân | Tháng 7 | Một số nhà máy) nhận được thông báo yêu cầu không tăng sản lượng trong năm 2023. |
| 4 | Sơn Đông | Tháng 8 | Một số các nhà máy nhận được yêu cầu bằng lời yêu cầu không tăng sản lượng trong năm 2023. Một số đã cắt giảm công suất tạm thời như Lvliang Jianlong, Jinnan Steel và Taihang Steel. |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Với (1) áp lực phải duy trì tổng sản lượng thép thô năm 2023 tương đương với năm 2022, (2) biên lợi nhuận gộp nhuận các nhà máy thép Trung Quốc bị âm, **BSC cho rằng nguồn cung thép sẽ suy giảm trong Quý 4.** BSC dự báo sản lượng trung bình/tháng trong Quý 4 sẽ chỉ ở mức 82 triệu tấn/tháng (-5% so với 9T).

⇒ Theo đó, BSC kỳ vọng giá bán thép nói chung + 5-6% yoy. Cụ thể, giá thép xây dựng 15,616 VNĐ/kg (+5% yoy), HRC 13,380 VNĐ/kg (+5% YoY).

- BSC giữ quan điểm lợi nhuận gộp/tấn của HPG đang ở vùng đáy trong năm 2023 và kỳ vọng sẽ phục hồi dần trong năm 2024:**

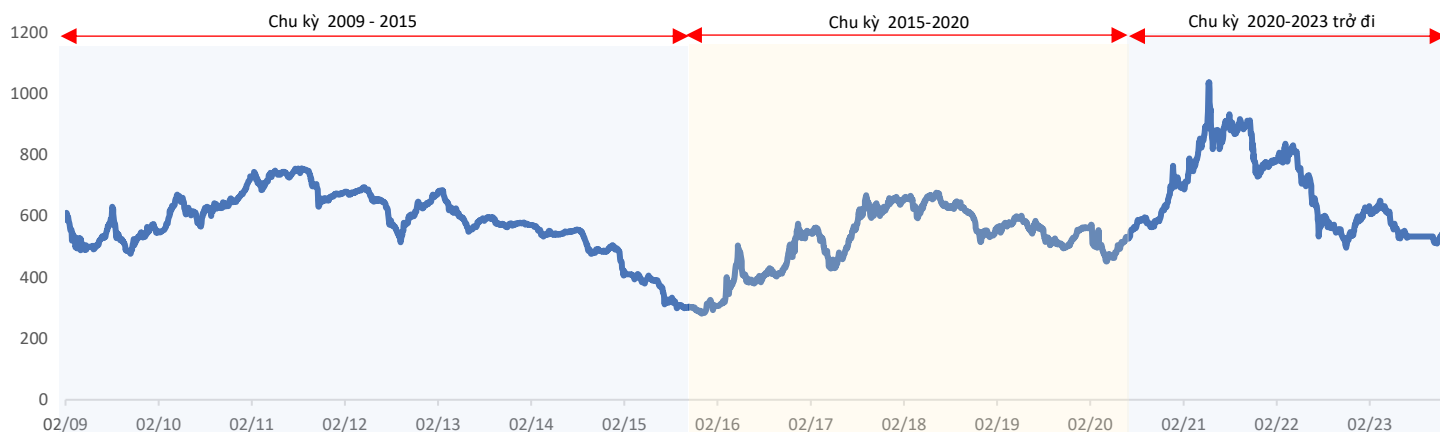
Lợi nhuận gộp/tấn của HPG đang ở vùng đáy (1.5 triệu VNĐ/tấn) trong năm 2023 và sẽ tiếp cận dần về mức trung bình vào cuối năm 2024 (3 triệu VNĐ/tấn). BSC ước tính lợi nhuận gộp của HPG đạt 1.1 triệu VNĐ/tấn trong năm 2023, và đạt 1.7-1.8 triệu VNĐ/tấn trong Quý 4.2023 – thuộc vùng đáy về lợi nhuận trong 1 chu kỳ thép. Nguyên nhân đến từ việc nhu cầu trong nước yếu, do đó, HPG phải liên tục giảm giá bán, và đẩy sang thị trường xuất khẩu vốn có biên lợi nhuận gộp thấp hơn.

Sang năm 2024, BSC cho rằng thị trường Bất động sản nội địa sẽ phục hồi (Chi tiết tại Báo cáo cập nhật gần nhất). Theo đó, **lợi nhuận gộp/tấn của HPG sẽ tiếp tục cải thiện và kỳ vọng tiếp cận dần về 3 triệu VNĐ/tấn vào cuối năm 2024 - đầu năm**

2025 nhờ (1) sản lượng nội địa tăng, (2) sức mua nội địa quay trở lại giúp, các nhà máy tăng khả năng đàm phán giá. BSC dự báo lợi nhuận gộp trung bình sẽ đạt 2.5 triệu VNĐ/tấn trong năm 2024.

Hình 14: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử

Giá HRC USD/tấn



| Năm | Chu kỳ 2009 – 2015 | | | Chu kỳ thép 2015 – 2020 | | | | | | Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi | | | | | |
|-----------------------------------|--------------------|------|------|-------------------------|------|------|------|------|------|---------------------------|------|---------|---------|---------|---------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Q1.2023 | Q2.2023 | Q3.2023 | Q4.2023 |
| Lợi nhuận gộp bình quân (VNĐ/tấn) | 2.6 | 2.7 | 3.0 | 2.7 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 2.4 | 3.0 | 6.1 | 2.3 | (0.5) | 1.1 | 1.8 | 1.7 |
| Trung bình | 2.9 | | | 3.1 | | | | | | | | | | | |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

II. CẬP NHẬT DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với Báo cáo gần nhất, BSC điều chỉnh dự báo của năm 2023 và năm 2024 như sau:

- Trong năm 2023, BSC dự báo HPG ghi nhận Doanh thu thuần = 118,522 tỷ VND (-16% yoy), LNST - CĐST= 5,515 tỷ VND (-35% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 948 VND/CP, P/E FWD 2023 = 28.7x, P/B FWD 2023 = 1.6x . So với Báo cáo trước đó, BSC điều chỉnh giảm 33% dự báo của năm 2023 do điều chỉnh giảm 8% sản lượng thép nội địa và giảm giá bán.
- Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 133,221 tỷ VND (+12% yoy), NPATMI = 12,178 tỷ VND (+121% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 2,094 VND/CP, P/E FWD 2023 = 13, P/B FWD 2023 = 1.4x.

Hình 15: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023 và năm 2024

| | Dự báo cũ 2023F | Dự báo mới | | % YoY 2023 | % YoY 2024 | % Thay đổi dự báo 2023F |
|---------------------------|--------------------|------------------|------------------|------------|------------|----------------------------|
| | | 2023F | 2024F | | | |
| Doanh thu thuần | 125,903 | 118,522 | 133,221 | -16% | 12% | -6% |
| Giá vốn hàng bán | (110,784) | (106,912) | (111,955) | -14% | 5% | -3% |
| Lợi nhuận gộp | 15,119 | 11,609 | 21,266 | -31% | 83% | -23% |
| Thu nhập tài chính | 2,925 | 3,309 | 1,716 | -12% | -48% | 13% |
| Chi phí tài chính | (4,985) | (5,268) | (5,102) | -25% | -3% | 6% |
| Trong đó: Chi phí lãi vay | (3,563) | (3,693) | (3,969) | 20% | 7% | 4% |
| Chi phí BH | (2,266) | (2,133) | (2,398) | -20% | 12% | -6% |
| Chi phí QLDN | (1,133) | (1,067) | (1,199) | 5% | 12% | -6% |
| Lãi từ HĐKD | 9,660 | 6,450 | 14,284 | -34% | 121% | -33% |
| Thu nhập khác, ròng | 41 | 38 | 43 | -70% | 12% | -7% |
| LNTT | 9,701 | 6,488 | 14,327 | -35% | 121% | -33% |
| Thuế TNDN | (1,455) | (973) | (2,149) | -34% | 121% | -33% |
| LNST | 8,246 | 5,515 | 12,178 | -35% | 121% | -33% |
| Lợi ích CĐKKS | (38) | - | - | | | -100% |
| NPATMI | 8,284 | 5,515 | 12,178 | -35% | 121% | -33% |
| Giá định | | | | | | |
| Doanh thu | 125,903 | 118,522 | 133,221 | -16% | 12% | -6% |
| Sản xuất thép | 120,579 | 113,279 | 127,592 | -17% | 13% | -6% |
| Nông nghiệp | 4,621 | 4,621 | 4,852 | 5% | 5% | 0% |
| Bất động sản | 703 | 621 | 777 | 15% | 25% | -12% |
| Biên lợi nhuận gộp | 12.0% | 9.8% | 16.0% | -2% | 6% | -18% |
| Sản lượng | 7,662,747 | 7,594,385 | 8,171,374 | -8% | 8% | -1% |
| Phôi thép | 80,327 | 48,383 | 485,986 | -87% | 904% | |
| Thép xây dựng | 3,981,272 | 3,669,654 | 3,891,406 | -13% | 6% | -8% |
| Ống thép | 732,600 | 673,400 | 740,740 | -10% | 10% | -8% |
| Tôn mạ | 309,600 | 344,000 | 378,400 | 8% | 10% | 11% |
| HRC | 2,558,947 | 2,858,947 | 2,674,842 | 9% | -6% | 12% |
| Giá bán | | | | | | |
| Thép xây dựng | 15,633 | 14,365 | 15,083 | -15% | 5% | -8% |
| Ống thép | 21,389 | 20,479 | 21,503 | -10% | 5% | -4% |
| Tôn mạ | 24,074 | 23,050 | 24,202 | -10% | 5% | -4% |
| HRC | 13,346 | 13,380 | 14,049 | -16% | 5% | 0% |

Nguồn: BSC Research dự báo

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2024 là **33,000 VNĐ/CP** (tương đương với Upside 18% so với giá đóng cửa ngày 7/12/2023), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.7x – tương đương P/B trung bình của HPG trong 1 chu kỳ thép.

Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2023, và cho rằng kết quả kinh doanh trong ngắn hạn của HPG bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, tuy nhiên, BSC vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng kinh doanh năm 2024 nhờ (1) sản lượng phục hồi, (2) mức nền rất thấp vùng đáy của năm 2023. BSC cho rằng định giá P/E sẽ dần tiếp cận về mức trung bình khi kết quả kinh doanh của HPG tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.

Trong dài hạn, mức định giá hiện tại phù hợp để mua với việc (1) thời điểm xấu nhất của HPG đã qua, lợi nhuận của HPG đang ở vùng đáy (2) HPG là doanh nghiệp sở hữu chất lượng quản trị tốt, (3) Vị thế HPG sẽ gia tăng đáng kể sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động. HPG đang giao dịch với P/B FWD 2024 = 1.4x – thấp hơn lần lượt 15% và 20% so với P/B trung vị, và trung bình của HPG trong 1 chu kỳ thép. Trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng lợi nhuận gộp/tấn của HPG có thể quanh 3.1 triệu đồng/tấn, tương đương với LNST 16,000 tỷ VNĐ (P/E FWD = 10x).

Hình 16: Định giá cổ phiếu

| Phương pháp | |
|--|---------------|
| Phương pháp PB – Giá trị hợp lý | |
| BVPS FW 2024 | 19,420 |
| P/B mục tiêu | 1.7x |
| Giá trị cổ phiếu (VNĐ/cổ phiếu) | 33,000 |

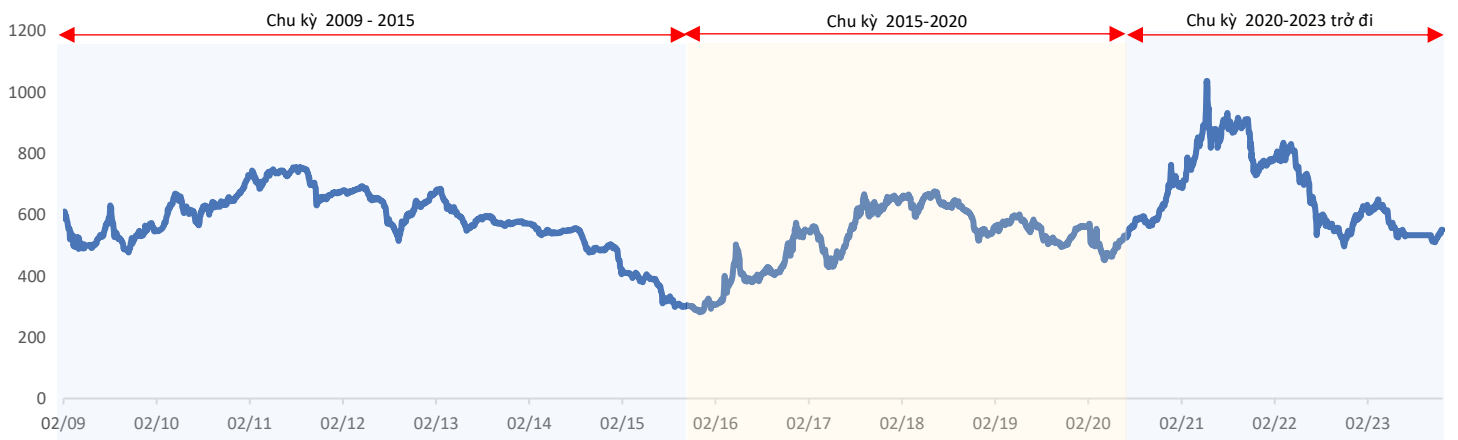
Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

Hình 17: Tổng hợp định giá

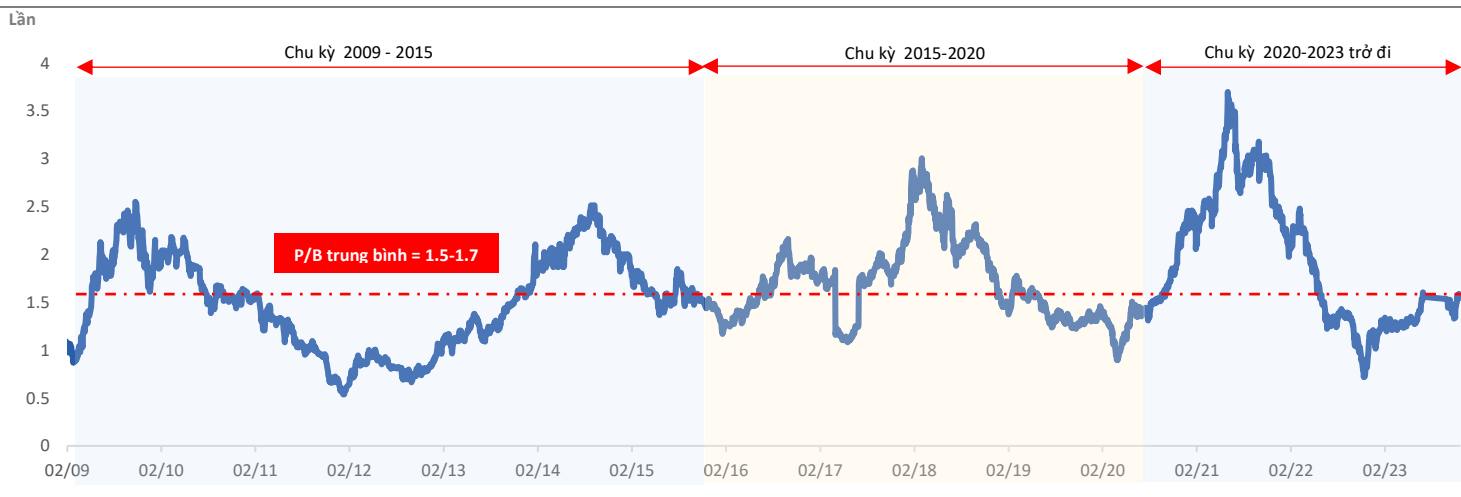
| | P/E trung bình | P/E trung vị | P/B trung bình | P/B trung vị |
|----------------------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| Chu kỳ 2009 - 2015 | 7.66 | 7.64 | 1.49 | 1.52 |
| Chu kỳ 2015 - 2020 | 7.08 | 7.09 | 1.71 | 1.69 |
| Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi | 25.31 | 8.77 | 1.90 | 1.59 |
| Trung bình | 13.35 | 7.83 | 1.70 | 1.60 |

Hình 18: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử

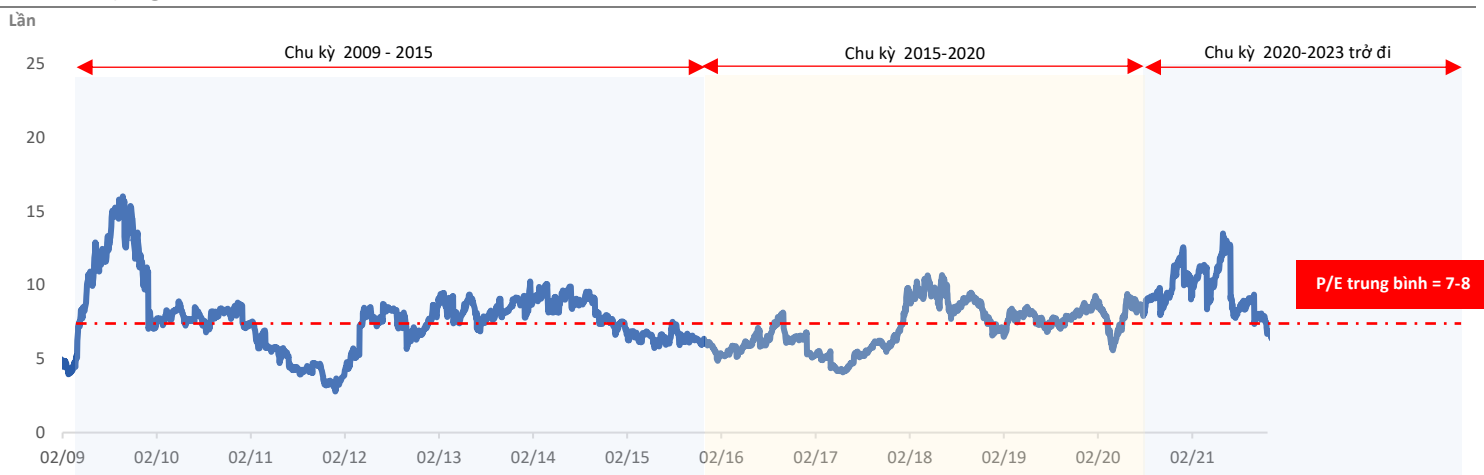
Giá HRC USD/tấn



Hình 19: Định giá PB của HPG



Hình 20: Định giá PE của HPG



Nguồn: Bloomberg

Trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng lợi nhuận gộp/tấn của HPG có thể quanh 3.1 triệu đồng/tấn, tương đương với LNST 16,000 tỷ VNĐ (P/E FWD = 10x), dựa trên các giả định sau:

| Chỉ tiêu | Giai đoạn bình thường | Giả định |
|------------------------|-----------------------|--|
| Giá bán | | BSC sử dụng giá bán tương đương với giả định năm 2024 |
| Sản lượng (tấn) | 8.1 triệu tấn | Tổng công suất của HPG đạt 8.6 triệu tấn thép thô/năm. Trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng HPG có thể chạy đầy công suất 95%. |
| Lợi nhuận gộp/tấn thép | 3.1 triệu VNĐ/tấn | |
| Chi phí bán hàng | Chiếm 1.8% Doanh thu | |
| Chi phí QLDN | Chiếm 0.9% Doanh thu | |
| LNST | 16,000 | |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

PHỤ LỤC

| KQKD(Tỷ VND) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Doanh thu thuần | 149,680 | 141,409 | 118,522 | 133,221 |
| Giá vốn hàng bán | (108,571) | (124,646) | (106,912) | (111,955) |
| Lợi nhuận gộp | 41,108 | 16,763 | 11,609 | 21,266 |
| Thu nhập tài chính | 3,071 | 3,744 | 3,309 | 1,716 |
| Chi phí tài chính | (3,732) | (7,027) | (5,268) | (5,102) |
| Trong đó: Chi phí lãi vay | (2,526) | (3,084) | (3,693) | (3,969) |
| Lãi/(Lỗ) từ CTLK | 4 | (1) | - | - |
| Chi phí BH | (2,120) | (2,666) | (2,133) | (2,398) |
| Chi phí QLDN | (1,324) | (1,019) | (1,067) | (1,199) |
| Lãi từ HĐKD | 37,008 | 9,794 | 6,450 | 14,284 |
| Thu nhập khác, ròng | 48 | 129 | 38 | 43 |
| LNTT | 37,057 | 9,923 | 6,488 | 14,327 |
| Thuế TNDN | (2,536) | (1,479) | (973) | (2,149) |
| LNST | 34,521 | 8,444 | 5,515 | 12,178 |
| Lợi ích CĐKKS | 43 | (39) | - | - |
| LNST Công ty mẹ | 34,478 | 8,484 | 5,515 | 12,178 |
| EPS | 7,708 | 1,459 | 948 | 2,094 |

| CĐKT (Tỷ VND) | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền và tương đương tiền | 22,471 | 8,325 | 16,151 | 14,150 |
| Đầu tư ngắn hạn | 18,236 | 26,268 | 20,000 | 20,800 |
| Phải thu ngắn hạn | 7,663 | 9,893 | 8,292 | 9,320 |
| Hàng tồn kho | 42,134 | 34,491 | 35,181 | 35,885 |
| TS ngắn hạn khác | 3,650 | 1,538 | 1,289 | 1,449 |
| TS ngắn hạn | 94,155 | 80,515 | 80,913 | 81,603 |
| Phải thu dài hạn | 809 | 894 | 750 | 843 |
| TSCĐ nguyên giá | 91,644 | 99,721 | 101,421 | 102,428 |
| Khấu hao | (22,364) | (28,888) | (35,706) | (42,615) |
| TSĐT nguyên giá | 699 | 860 | 629 | 399 |
| Khấu hao | (151) | (231) | (231) | (231) |
| TS dở dang dài hạn | 9,699 | 13,363 | 23,334 | 53,334 |
| ĐT dài hạn | 7 | 1 | 1 | 1 |
| TS dài hạn khác | 3,738 | 4,100 | 3,437 | 3,863 |
| TS dài hạn | 84,082 | 89,821 | 93,635 | 118,021 |
| Tổng TS | 178,236 | 170,336 | 174,548 | 199,624 |
| Nợ phải trả | 29,712 | 15,637 | 13,838 | 14,344 |
| Vay ngắn hạn | 43,748 | 46,749 | 52,379 | 54,364 |
| Tổng Nợ ngắn hạn | 73,459 | 62,385 | 66,217 | 68,708 |
| Vay dài hạn | 13,465 | 11,152 | 6,883 | 17,899 |
| Nợ dài hạn khác | 532 | 686 | 96 | 96 |
| Tổng Nợ dài hạn | 13,996 | 11,837 | 6,979 | 17,995 |
| Tổng Nợ phải trả | 87,456 | 74,223 | 73,196 | 86,704 |
| Vốn góp | 44,729 | 58,148 | 58,148 | 58,148 |
| Thặng dư vốn | 3,212 | 3,212 | 3,212 | 3,212 |
| Vốn chủ khác | 922 | 814 | 814 | 814 |
| Lãi chưa phân phối | 41,763 | 33,834 | 39,073 | 50,642 |
| Lợi ích CĐTS | 155 | 106 | 106 | 106 |
| Tổng VCSH | 90,781 | 96,113 | 101,352 | 112,921 |
| Tổng nguồn vốn | 178,236 | 170,336 | 174,548 | 199,624 |

| LCTT (Tỷ VND) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Lỗ)/LNTT | 37,057 | 9,923 | 6,488 | 14,327 |
| Khấu hao và phân bổ | 6,083 | 6,814 | 6,818 | 6,910 |
| Thay đổi vốn lưu động | (11,552) | (1,954) | (420) | (1,904) |
| Điều chỉnh khác | (4,866) | (2,592) | (3,222) | (3,740) |
| LCTT từ HĐKD | 26,721 | 12,192 | 9,664 | 15,592 |
| Tiền chi mua TSCĐ | (11,572) | (17,953) | (11,440) | (30,776) |
| Đầu tư khác | (8,097) | (6,759) | 8,517 | 791 |
| LCTT từ HĐĐT | (19,669) | (24,712) | (2,924) | (29,986) |
| Tiền chi trả cổ tức | (1,693) | (2,247) | (276) | (609) |
| Tiền từ vay ròng | 3,423 | 626 | 1,362 | 13,001 |
| Tiền thu khác | 11 | 4 | - | - |
| LCTT từ HĐTC | 1,740 | (1,617) | 1,086 | 12,392 |
| Dòng tiền đầu kỳ | 13,696 | 22,471 | 8,325 | 16,151 |
| Tiền trong kì | 8,792 | (14,137) | 7,826 | (2,001) |
| Dòng tiền cuối kỳ | 22,471 | 8,325 | 16,151 | 14,150 |

| Chỉ số | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Khả năng thanh toán | | | | |
| H số TT ngắn hạn | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| H số TT nhanh | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| Cơ cấu vốn | | | | |
| H số Nợ/TTS | 49% | 44% | 42% | 43% |
| H số Nợ/VCSH | 96% | 77% | 72% | 77% |
| Năng lực hoạt động | | | | |
| Số ngày HTK | 142 | 101 | 120 | 117 |
| Số ngày phải thu ngắn hạn | 19 | 26 | 26 | 26 |
| Tỉ suất lợi nhuận | | | | |
| Lợi nhuận gộp | 27% | 11.9% | 9.8% | 16.0% |
| Lợi nhuận LNST | 23% | 6% | 5% | 9% |
| ROE | 38% | 9% | 5% | 11% |
| ROA | 19% | 5% | 3% | 6% |
| Tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng DTT | 66% | -6% | -16% | 12% |
| Tăng trưởng EBIT | 126% | -67% | -22% | 80% |
| Tăng trưởng LNTT | 141% | -73% | -35% | 121% |
| Tăng trưởng EPS | 90% | -81% | -35% | 121% |
| SLCP lưu hành (triệu) | 3,313 | 4,473 | 5,815 | 5,815 |
| BVPS | 20,296 | 16,529 | 17,430 | 19,420 |

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

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>

