

Ngành: Thép - Tôn mạ | BSC RESEARCH

**KHUYẾN NGHỊ THEO DÕI CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)
CHỜ TÍN HIỆU VỀ SỨC MUA PHỤC HỒI**

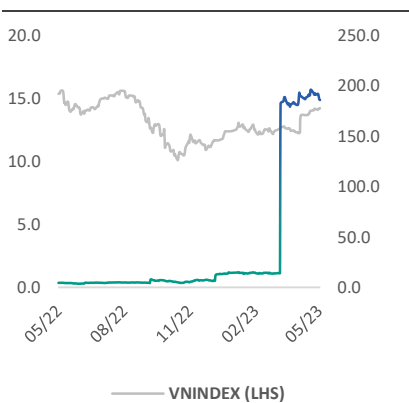
Giá hiện tại:	21,200	Ngày viết báo cáo:	26/05/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	5,815	TRẦN ĐÌNH LONG	26.1%
Giá mục tiêu mới:	23,300	Vốn hóa (tỷ VND)	123,273	VŨ THỊ HIỀN	7.3%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VND)	330	VOF INVESTMENT LIMITED	3.7%
Tiềm năng tăng giá	10%	Sở hữu nước ngoài	24.47%	VINA CAPITAL VN OPP FUND	3.6%

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

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2023 là **23,300 VND/CP** (Upside 10% so với giá đóng cửa ngày 25/5/2023), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.3x – tương đương mức định giá vùng cận đáy của HPG.

So với [Báo cáo trước đó](#), BSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và LNST- CĐTTS năm 2023 lần lượt là 6% và 10% do biên lợi nhuận Quý 1 thấp hơn kỳ vọng. Triển vọng lợi nhuận của HPG sẽ phụ thuộc lớn vào sự phục hồi về nhu cầu thép trong thời gian tới. HPG đang giao dịch với P/E FWD 2023 = 15.3x, P/E FWD 2024 = 8.1x, đã phản ánh tương đối triển vọng phục hồi năm 2024.

Trong dài hạn, mức định giá hiện tại phù hợp để tích lũy với việc (1) thời điểm xấu nhất của HPG đã qua. (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. Theo dõi giai đoạn 2009-2023, P/B của HPG dao động từ 0.6x – 3.5x. Hiện tại, HPG đang giao dịch với P/B FWD 2023 = 1.1x, thuộc vùng định giá cận đáy của chu kỳ ngành thép, phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH
Trong năm 2023, BSC dự báo HPG ghi nhận Doanh thu thuần đạt **125,903 tỷ VND (-11% yoy)**, LNST-CĐTTS đạt **8,284 tỷ VND (-2% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 1,425 VND/CP, P/E FWD 2023 = 15.3x, P/B FWD 2023 = 1.2x.

Trong năm 2024, BSC dự báo HPG sẽ ghi nhận Doanh thu thuần đạt **147,806 tỷ VND (+17% yoy)**, LNST-CĐTTS đạt **15,703 tỷ VND (+90% yoy)**, tương đương EPS FWD 2024 = 2,701, P/E FWD 2024 = 8.1x, P/B FWD 2024 = 1.1x.

- TRIỂN VỌNG KINH DOANH QUÝ 2.2023**
- Sản lượng đi ngang.** Trong đó, tiêu thụ thép xây dựng vẫn sẽ yếu do Bất động sản trong nước gặp khó. Tiêu thụ HRC sẽ cải thiện nhờ các đơn hàng xuất khẩu đi EU, Mỹ.
 - Giá bán thép có thể vẫn chịu áp lực điều chỉnh giảm đến hết Quý 2** do giá nguyên vật liệu giảm.
 - Biên lợi nhuận cải thiện nhẹ**, với mức độ tăng chỉ từ 0.5-1% do mức nền cao trong Quý 1 và chênh lệch giá bán, giá nguyên vật liệu thấp.

- CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP**
Kết thúc Quý 1.2023, HPG ghi nhận Doanh thu thuần đạt **26,589 tỷ VND (-40% yoy)**, lợi nhuận sau thuế của Cổ đông Công ty mẹ đạt **397 tỷ VND (-95% yoy)**. Trong đó:
- Doanh thu giảm -40% yoy** do sản lượng giảm -36% yoy;
 - Biên lợi nhuận gộp đạt 6%**, giảm 17 điểm % so với năm 2021 do ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu đầu vào cao. Nếu loại bỏ đi hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho 948 tỷ VND trong Quý 1.2023, thì biên lợi nhuận gộp của HPG chỉ đạt 2.7%.

Chỉ số	2021	2022	2023F	Peer	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	4.5	13	15.3	12	Doanh thu thuần	149,680	141,409	125,903	147,806
PB (x)	1.7	1.1	1.2	1.2	Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	15,119	26,052
PS (x)	1.65	1.05	1	1.4	NPATMI	34,478	8,484	8,284	15,703
ROE (%)	23%	38%	9%	11%	EPS	7,708	1,459	1,425	2,701
ROA (%)	10%	19%	5%	6%	Tăng trưởng EPS	90%	-81%	-2%	90%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1.2023 & TRIỂN VỌNG QUÝ 2.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của HPG trong Quý 1.2023

BC KQKD	Q1.2022	Q1.2023	% QoQ	% YoY	Nhận xét của BSC
KQKD					
Doanh thu thuần	44,058	26,589	3%	-40%	Kết thúc Quý 1.2023, HPG ghi nhận Doanh thu thuần đạt 26,589 tỷ VNĐ (-40% yoy), lợi nhuận sau thuế của Cổ đông Công ty mẹ đạt 397 tỷ VNĐ (-95% yoy). Trong đó: Doanh thu giảm -40% yoy do sản lượng giảm -36% yoy; Biên lợi nhuận gộp đạt 6%, giảm 17 điểm % so với năm 2021 do ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu đầu vào cao. Nếu loại bỏ đi hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho 948 tỷ VNĐ trong Quý 1.2023, thì biên lợi nhuận gộp của HPG chỉ đạt 2.7%. Doanh thu tài chính + 17% yoy do lãi tiền gửi + 29% yoy. Chi phí lãi vay +66% yoy do (1) mặt bằng lãi suất tăng, (2) dư nợ vay dài hạn tăng Đánh giá chung: - Lợi nhuận HPG giảm mạnh (-95% yoy) do sản lượng và biên lợi nhuận gộp giảm. Nếu loại bỏ đi hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho (948 tỷ VNĐ) thì HPG ghi nhận lỗ 551 tỷ VNĐ trong Quý 1.2023. - Sản lượng và giá bán phù hợp với dự báo của BSC. Biên lợi nhuận gộp thấp hơn dự báo của BSC.
Thép	42,381	24,573	4%	-42%	
Nông nghiệp	1,628	1,588	-6%	-2%	
Bất động sản	49	427	7%	772%	
Giá vốn	(33,950)	(24,912)	-7%	-27%	
Lãi gộp	10,108	1,676	-289%	-83%	
DTTC	769	903	-41%	17%	
CPTC	(1,111)	(1,331)	-21%	20%	
Trong đó: Lãi vay	(597)	(990)	6%	66%	
Lãi từ CTLK	-	-			
CP BH	(577)	(477)	-33%	-17%	
CP QLDN	(264)	(281)	-18%	6%	
Lãi từ HĐKD					
Thu nhập khác, ròng	(2)	40	211%	-1,846%	
EBT					
Thuế TNDN	(716)	(149)	-287%	-79%	
NPAT	8,206	383	-119%	-95%	
Lợi ích CĐTS	(11)	(14)	98%	34%	
NPATMI	8,217	397	-120%	-95%	
Sản lượng (tấn)					
Tổng sản lượng	2,495,777	1,608,819	-8%	-36%	
Thép xây dựng	1,340,302	869,616	6%	-35%	
Phôi thép	69,259	19,000	-79%	-73%	
Thép ống	217,815	160,053	-7%	-27%	
Tôn mạ	105,706	77,989	-2%	-26%	
HRC/CRC	762,695	482,161	-19%	-37%	
Giá bình quân (VNĐ/kg)	16,981	15,274	13%	-10%	
Giá bán niêm yết (VNĐ/kg)					
Thép xây dựng	18,450	16,938	5%	-8%	
Thép ống	25,700	21,433	2%	-17%	
Tôn mạ	31,967	30,033	1%	-6%	
HRC/CRC	820	632	9%	-23%	
Biên lợi nhuận gộp	23%	6%	10%	-17%	
Biên lợi nhuận ròng	19%	1%	9%	-17%	

Nguồn: HPG, BSC Research tổng hợp

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 4T.2023

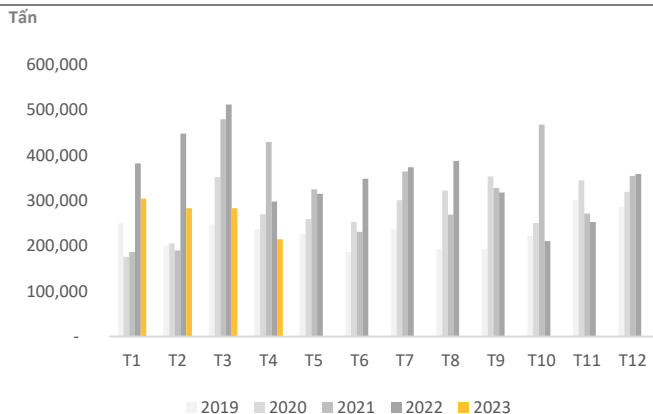
1. Trong Quý 1.2023, sản lượng tiêu thụ vẫn kém khả quan do Bất động sản trong nước chững lại và các nền kinh tế lớn suy thoái. Cụ thể, tổng sản lượng tiêu thụ trong Quý 1.2023 đạt 1.6 triệu tấn (-36% yoy, +8% QoQ). Trong đó:

- Thép xây dựng đạt 869,600 tấn (-35% yoy, +6% QoQ);
- Thép ống đạt 160,000 tấn (-27% yoy, -7% QoQ).
- Tôn mạ đạt 78,000 tấn (-26% yoy, -2% QoQ).
- HRC/CRC đạt 482,000 tấn (-37% yoy, -19% QoQ).

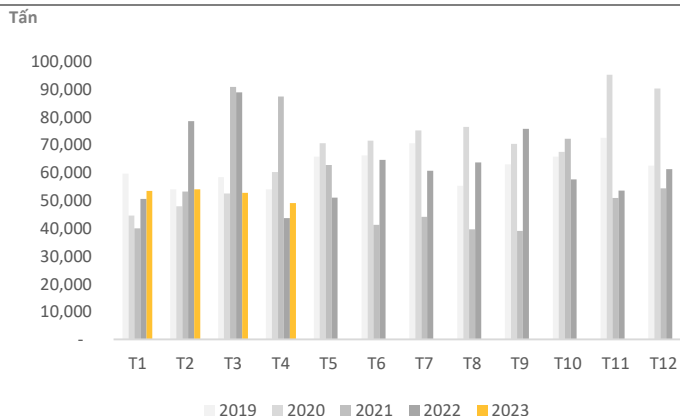
So với Quý 4.2022, sản lượng thép trong Quý 1 có cải thiện +6% QoQ, do các đại lý nhập hàng trở lại sau đợt Tết Nguyên đán. Sang Quý 2.2023, BSC cho rằng sản lượng sẽ đi ngang:

- **Tiêu thụ thép xây dựng vẫn sẽ yếu do Bất động sản trong nước gặp khó.** Trong Tháng 4, sản lượng thép xây dựng của HPG chỉ đạt 214,000 tấn (-24% mom) (Chi tiết tại [Hình 2-3](#)). Bên cạnh đó, qua trao đổi với các đại lý, mặc dù Tháng 4 là mùa cao điểm của xây dựng, nhưng tình hình ra hàng vẫn rất chậm. Do vậy, BSC cho rằng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG vẫn sẽ kém khả quan trong Quý 2 – đầu Quý 3.
- **Tiêu thụ HRC sẽ cải thiện nhờ các đơn hàng xuất khẩu đi EU, Mỹ.** BSC cho rằng sự cải thiện các đơn hàng mang tính ngắn hạn/mùa vụ và đến từ 2 yếu tố: (1) các nhà sản xuất ô tô tại EU và Mỹ nhập hàng trở lại vào đầu năm, (2) các nhà máy thép tại EU, Mỹ cắt giảm sản lượng, do vậy, gây ra tình trạng thiếu hụt thép trong ngắn hạn. Sang Tháng 5, qua trao đổi với đại lý, tình hình các đơn chào hàng đi Mỹ và EU yếu, sẽ ảnh hưởng tới tiêu thụ trong Quý 3.

Hình 2: Tiêu thụ thép xây dựng của HPG 2019-2023

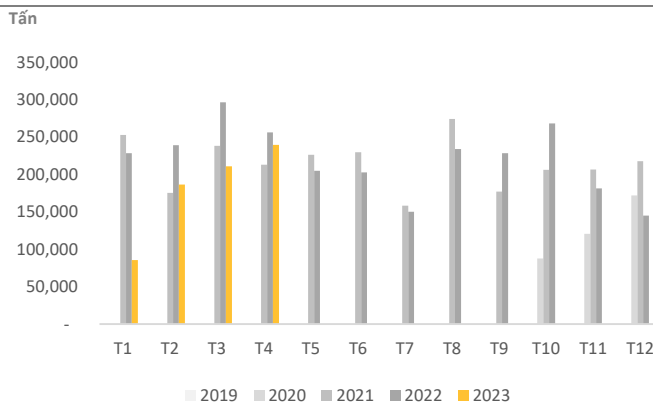


Hình 3: Tiêu thụ thép ống của HPG 2019-2023

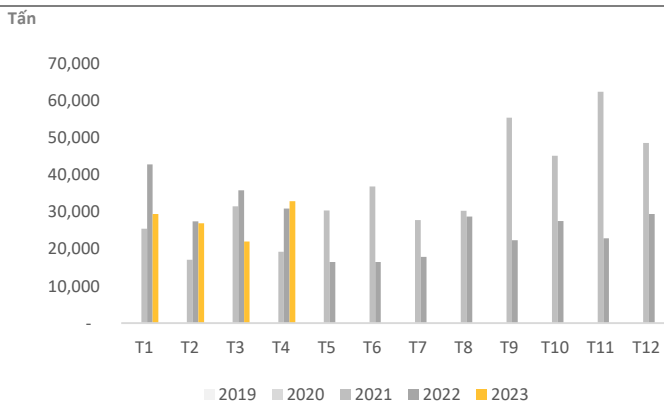


Nguồn: HPG

Hình 4: Tiêu thụ thép HRC của HPG 2019-2023



Hình 5: Tiêu thụ tôn mạ của HPG 2019-2023

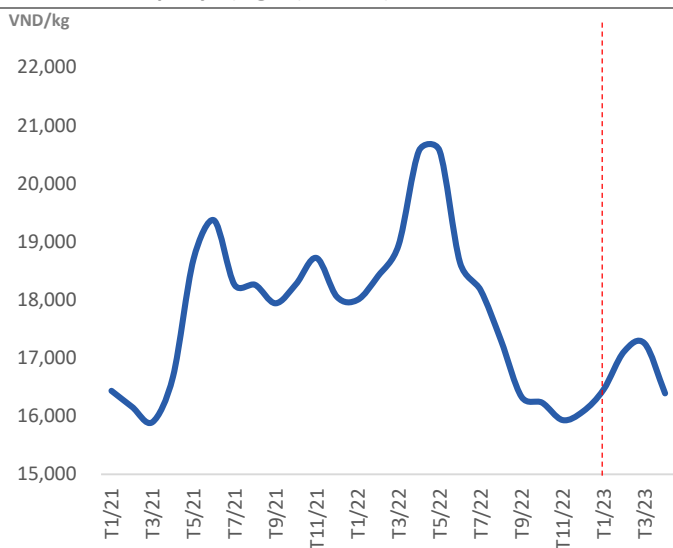


Nguồn: HPG

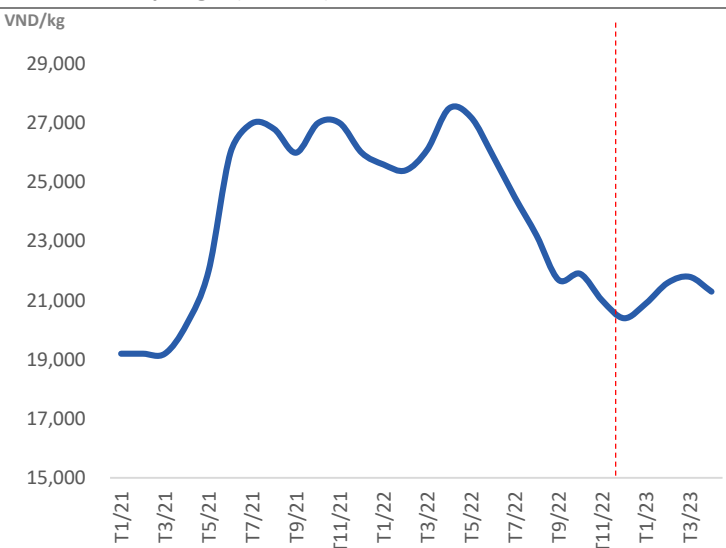
2. Giá thép niêm yết tăng +6-10% ytd trong Quý 1.2023 do chi phí than, quặng sắt tăng. Tính đến cuối tháng 3, giá bán lẻ thép xây dựng, thép ống, tôn mạ, HRC lần lượt tăng +6%/+6%/+6%/+11% ytd. Việc giá thép tăng sẽ phản ánh chủ yếu vào KQKD nửa đầu Quý 2.2023 do (1) đợt tăng giá thép Việt Nam rơi vào sau Tết Nguyên đán, và (2) các hợp đồng thường đặt trước 2 tháng.

Bước sang Tháng 4 – đầu tháng 5, giá thép điều chỉnh giảm quay về mức giá tại đầu năm. Nguyên nhân là do (1) sức cầu vẫn yếu, đồng thời (2) giá quặng sắt, than giảm sau khi Trung Quốc đưa ra các chính sách tiếp tục cắt giảm sản lượng thép để giảm phát thải; kiểm soát giá, và hạn chế đầu cơ nguyên vật liệu.

Hình 6: Giá thép xây dựng Việt Nam tại T4.2023

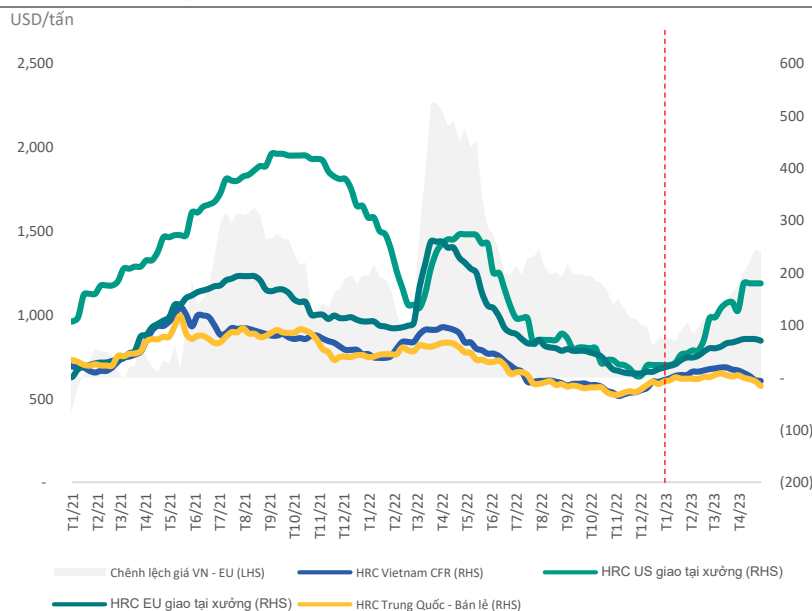


Hình 7: Giá thép ống Việt Nam tại T4.2023

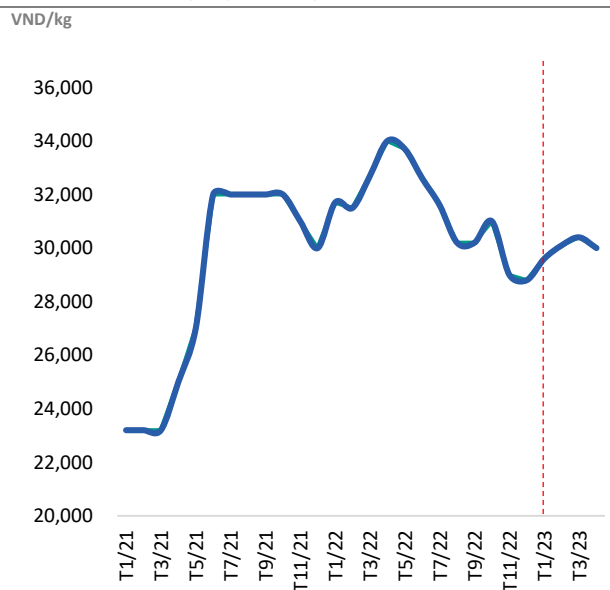


Nguồn: Bloomberg

Hình 8: Giá HRC tại T4.2023



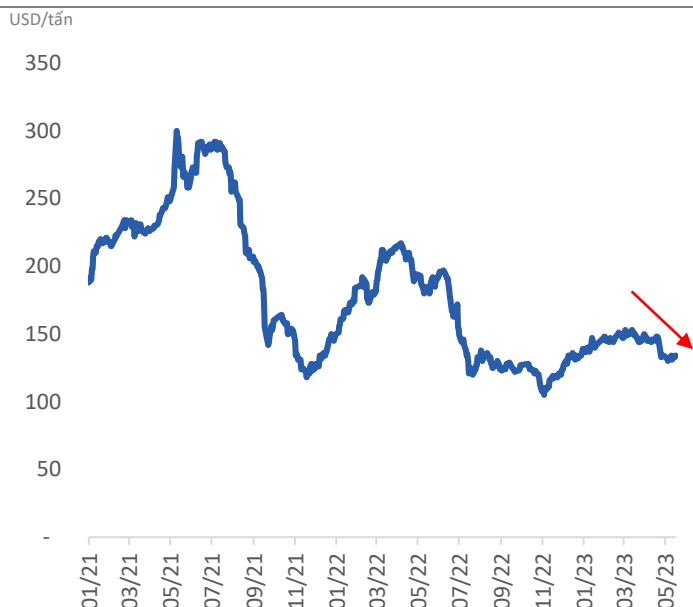
Hình 9: Giá tôn mạ Việt Nam tại T4.2023



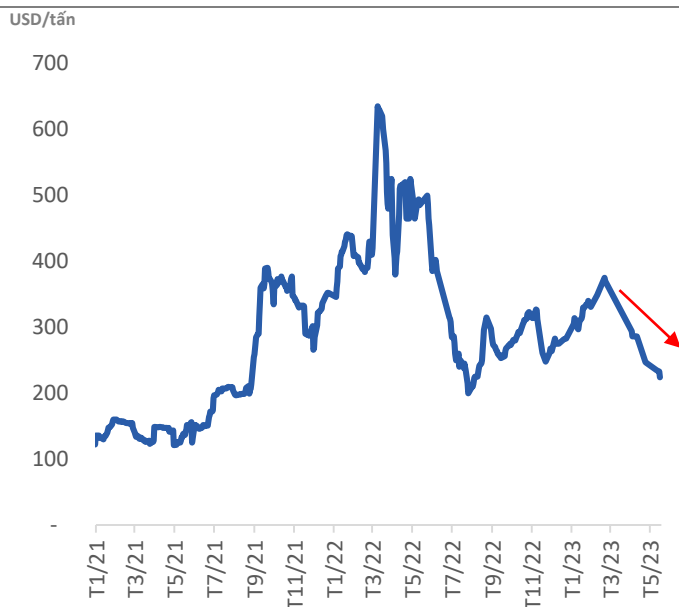
Nguồn: Bloomberg

Với việc nhu cầu tiêu thụ thép yếu và đi kèm với việc giá quặng sắt và giá than đá dự báo tiếp tục hạ nhiệt, **BSC cho rằng giá thép chịu áp lực điều chỉnh ít nhất đến hết Quý 2.** Triển vọng giá thép phục hồi trong Quý 3- Quý 4 sẽ phụ thuộc lớn vào sức cầu.

Hình 10: Giá quặng sắt tại Thiên Tân



Hình 11: Giá than Úc FOB



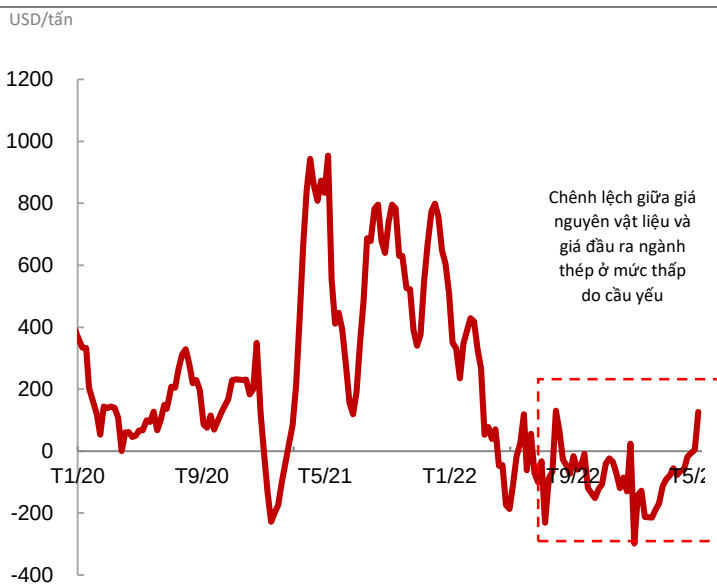
Nguồn: Bloomberg

3. Trong Quý 1, biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 6.3% so với Quý 4.2022 là - 3.4% nhờ (1) hàng tồn kho giá cao cơ bản xử lý hết, (3) HPG ghi nhận hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho 948 tỷ VNĐ. So với Quý 1, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HPG cải thiện nhẹ +0.5% đến 1% trong Quý 2. BSC cho rằng mức độ cải thiện sẽ không quá lớn do:

- Sản lượng tiêu thụ vẫn ở mức thấp;
- Mức nền cao từ ghi nhận hoàn nhập dự phòng trong Quý 1;
- Trong môi trường sức mua yếu và giá nguyên vật liệu giảm như hiện nay, BSC cho rằng spread (chênh lệch) giữa giá nguyên vật liệu và giá đầu ra ngành thép khá mỏng (ước tính 80- 90 USD/tấn tại Việt Nam).

Triển vọng phục hồi biên lợi nhuận gộp trong Quý 3 – Quý 4 sẽ phụ thuộc lớn vào sức cầu.

Hình 12: Chênh lệch ước tính giá thép HRC và giá nguyên vật liệu tại Trung Quốc



Hình 13: Chênh lệch ước tính giá thép HRC và giá nguyên vật liệu tại Việt Nam



Nguồn: BSC ước tính

CẬP NHẬT KHÁC - MỞ THÊM 1 LÒ VÀO THÁNG 5

HPG đã mở 1 lò Dung Quất vào Tháng 4 và dự kiến mở thêm 1 lò nữa vào Tháng 5, thấp hơn so với kế hoạch ban đầu (dự kiến 2 lò) đã được công bố tại AGM. BSC đánh giá việc mở thêm 1 lò vào Tháng 5 để đáp ứng hoạt động xuất khẩu HRC cải thiện gần đây. Sản lượng thép thô của HPG trong Tháng 4 – Tháng 5 dao động 500,000 – 525,000 tấn.

Hình 14: Cập nhật công suất của HPG theo các kịch bản mở lò

Danh sách lò của HPG	Tình trạng hoạt động tại Tháng 3.2023	Công suất/tháng			
		5/8 lò hoạt động (Tại T3.2023)	6/8 lò hoạt động (Dự kiến tại T4.2023)	7/8 lò hoạt động	8/8 lò hoạt động
EAF - Hưng Yên	Đang hoạt động	33,333	33,333	33,333	33,333
BOF 1,2,3 - Hải Dương	Đang hoạt động	183,333	183,333	183,333	183,333
BOF 1,2 Dung Quất 1	½ lò đang hoạt động, dự kiến mở 1 lò còn lại vào Tháng 4	100,000	200,000	200,000	200,000
BOF 3,4 Dung Quất 1	100% đóng lò, dự kiến mở lại vào tháng 5	-	-	100,000	200,000
Tổng công suất (H=100%)		316,667	416,667	516,667	616,667

* BSC giả định các lò cao của HPG hoạt động 100%. Tuy nhiên, trong thực tế, các lò có thể hoạt động vượt công suất từ 110-120%.

TRIỂN VỌNG 9 THÁNG CUỐI NĂM 2023

Triển vọng 9T.2023 sẽ phụ thuộc lớn vào sự hồi phục của thị trường Bất động sản trong nước và các nền kinh tế lớn. So với [Báo cáo trước đó](#),

- BSC giữ kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng sẽ dần quay trở lại từ cuối Quý 3.2023 – đầu Quý 4 nhờ (1) Thứ nhất, Chính phủ đưa ra các chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản từ cuối Tháng 3 – tập trung gỡ 2 nút thắt lớn nhất là pháp lý và nguồn vốn tín dụng. (2) Thứ hai, mặt bằng lãi suất trong nước đã hạ nhiệt. BSC kỳ vọng điều này giúp cho các dự án được tái khởi động và mở bán trong 2H.2023. (Chi tiết Tham khảo [Báo cáo Ngành Quý 2.2023](#)). Tuy nhiên, tốc độ phục hồi sẽ chậm do (1) độ trễ về chính sách, (2) các doanh nghiệp Bất động sản cần thời gian để tái cơ cấu các dự án.

Hình 15: Thống kê các chính sách gỡ pháp lý và nguồn vốn

TT	Chính sách	Ngày ban hành	Điểm chính
A	CHÍNH SÁCH GỠ PHÁP LÝ		
1	Nghị quyết số 33/NQ-CP	11/03/2023	Một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững
2	Công văn số 178/TTg-CN	27/03/2023	Thúc đẩy và tháo gỡ thị trường BĐS
3	Công điện số 194/CĐ-TTg	01/04/2023	Tập trung tháo gỡ vướng mắc về đất đai, VLXD để triển khai thực hiện các dự án đầu tư xây dựng đường bộ ca tốc và BĐS
4	Nghị định 10/2023/NĐ-CP	03/04/2023	Bổ sung các Nghị định hướng dẫn Luật đất đai
B	CHÍNH SÁCH GỠ NGUỒN VỐN		
1	Nghị định 08/NĐ-CP	05/03/2023	Sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ
2	Nghị quyết số 31/NQ-CP	07/03/2023	Chính phủ giao các Bộ, ngành, địa phương tập trung nhiệm vụ tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với tín dụng, thị trường TPDN, BĐS
3	Nghị quyết số 33/NQ-CP	11/03/2023	Một số giải pháp tháo gỡ và thúc đẩy thị trường BĐS phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững
4	Quyết định số 313/QĐ-NHNN	14/03/2023	Hạ lãi suất tái chiết khấu từ 4.5% xuống 3.5%
5	Quyết định số 574/QĐ-NHNN	31/03/2023	Hạ lãi suất tái cấp vốn từ 6% xuống 5.5%
6	Văn bản số 2308/NHNN-TD	01/04/2023	Triển khai chương trình cho vay NOXH, Nhà ở công nhân, cải tạo xây dựng lại chung cư cũ theo Nghị quyết 33/NQ-CP
7	Nghị quyết số 50/NQ-CP	08/04/2023	Yêu cầu bộ Tài chính đưa ra giải pháp miễn, giảm, gia hạn, hoãn và trì hoãn thuế, phí, lệ phí, tiền thuê đất và phí SDD cho năm 2023

8 Thông tư số 02/2023/TT-NHNN 23/04/2023 **Cho phép giãn nợ** có dư nợ gốc phát sinh trước 24/04/2023 và những khoản nợ phát sinh nghĩa vụ trả nợ gốc/lãi trong thời gian 24/04/2023-30/06/2024. **Giữ nguyên nhóm nợ** đối với các khoản nợ được cơ cấu lại thời hạn trả nợ nhưng vẫn phải trích lập nợ xấu trong 2 năm.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

- **BSC lùi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ HRC sẽ quay lại trở lại từ Quý 3 sang Quý 1.2024.** Trong Quý 1.2023, mặt bằng lãi suất các quốc gia vẫn ở mức cao. Sang tháng 5, BSC nhận thấy một số quốc gia Châu Á bắt đầu chu kỳ hạ lãi suất như Indonesia, Nhật Bản, Trung Quốc, Việt Nam. Bên cạnh đó, các nền kinh tế lớn như EU được dự báo sẽ đạt đỉnh lãi suất trong Quý 3. Do đó, BSC kỳ vọng xu hướng lãi suất hạ nhiệt sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn trong Quý 3, từ đó giúp cho nhu cầu xây dựng và tiêu thụ thép có thể quay trở lại vào cuối năm - đầu Quý 1.2024.

Hình 16: Lãi suất tại các quốc gia trên thế giới

Summary of current interest rates of a large number of central banks

Name of interest rate	country/region	current rate	direction	previous rate	change
Russian interest rate CBR	Russia	7.500 %	↓	8.000 %	09-16-2022
Turkish interest rate CBRT	Turkey	8.500 %	↓	9.000 %	02-23-2023
Japanese interest rate BoJ	Japan	-0.100 %	↓	0.000 %	02-01-2016
Chinese interest rate PBC	China	3.650 %	↓	3.700 %	08-22-2022
Indonesian interest rate BI	Indonesia	6.500 %	↓	6.750 %	06-16-2016
European interest rate ECB	Europe	3.750 %	↑	3.500 %	05-04-2023
American interest rate FED	United States	5.250 %	↑	5.000 %	05-03-2023
British interest rate BoE	Great Britain	4.500 %	↑	4.250 %	05-11-2023
Australian interest rate RBA	Australia	3.850 %	↑	3.600 %	05-02-2023
Brazilian interest rate BACEN	Brazil	13.750 %	↑	13.250 %	08-04-2022
Canadian interest rate BOC	Canada	4.500 %	↑	4.250 %	01-25-2023
South African interest rate SARB	South Africa	7.750 %	↑	7.250 %	03-30-2023
Swedish interest rate Riksbank	Sweden	3.500 %	↑	3.000 %	04-26-2023
Danish interest rate Nationalbanken	Denmark	3.000 %	↑	2.750 %	05-04-2023
Mexican interest rate Banxico	Mexico	11.250 %	↑	11.000 %	03-30-2023
Swiss interest rate SNB	Switzerland	1.500 %	↑	1.000 %	03-23-2023
Indian interest rate RBI	India	6.500 %	↑	6.250 %	02-08-2023
Banco Central interest rate	Chile	11.250 %	↑	10.750 %	10-13-2022
Bank of Korea interest rate	South Korea	3.500 %	↑	3.250 %	01-13-2023
Israeli interest rate BOI	Israel	4.500 %	↑	4.250 %	04-03-2023
Czech interest rate CNB	Czech Republic	7.000 %	↑	5.750 %	06-22-2022
Hungarian interest rate	Hungary	13.000 %	↑	11.750 %	09-27-2022
Polish interest rate	Poland	6.750 %	↑	6.500 %	09-07-2022
New Zealand interest rate	New Zealand	5.250 %	↑	4.750 %	04-05-2023
Norwegian interest rate	Norway	3.250 %	↑	3.000 %	05-04-2023
Saudi Arabian interest rate	Saudi Arabia	5.500 %	↑	5.250 %	03-22-2023

Nguồn: BSC Research tổng hợp

TRIỂN VỌNG NĂM 2024 – KỲ VỌNG PHỤC HỒI VỀ NHU CẦU

BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh của HPG trong năm 2024 sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ (1) nhu cầu phục hồi, (2) mức nền thấp của năm 2023. Như đã phân tích kể trên, BSC cho rằng nhu cầu thép xây dựng trong nước và nhu cầu thép HRC toàn cầu sẽ tạo đáy trong năm 2023. Với việc đảo chiều chính sách Bất động sản, và kỳ vọng lãi suất các nền kinh tế lớn hạ nhiệt, BSC kỳ vọng sức cầu sẽ quay trở lại từ cuối 2023 - năm 2024. Theo đó, kết quả kinh doanh năm 2024 của HPG sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ sản lượng tăng và biên lợi nhuận gộp tăng. Trong năm 2024, BSC dự báo HPG sẽ ghi nhận Doanh thu thuần đạt 147,806 tỷ VNĐ (+17% yoy), Lợi nhuận sau thuế của Cổ đông Công ty mẹ đạt 15,703 tỷ VNĐ (+90% yoy) dựa trên giả định sản lượng thép xây dựng = 4.47 triệu tấn (+12% yoy), tôn mạ = 0.78 triệu tấn (+7% yoy), ống thép = 0.33 triệu tấn (+7% yoy), HRC = 2.78 triệu tấn (+9% yoy), và biên lợi nhuận gộp = 17.6%.

Hình 17: Dự báo KQKD của HPG trong năm 2023 – 2024

KQKD	2022	2023	2024	% YoY 2023	% YoY 2024
Kết quả kinh doanh					
Doanh thu	141,409	125,903	147,806	-11%	17%
Lợi nhuận gộp	16,763	15,119	26,052	-10%	72%
Lợi nhuận sau thuế	8,484	8,284	15,703	-2%	90%
Giả định					
Thép xây dựng	4,198,408	3,981,272	4,472,084	-5%	12%
Ống thép	749,297	732,600	783,882	-2%	7%
Tôn mạ	317,384	309,600	331,272	-2%	7%
HRC	2,629,884	2,558,947	2,779,074	-3%	9%
Biên lợi nhuận gộp	11.9%	12.0%	17.6%		

Nguồn: BSC Research dự báo

I. CẬP NHẬT DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Trong năm 2023, BSC dự báo HPG ghi nhận Doanh thu thuần đạt 125,903 tỷ VNĐ (-11% yoy), Lợi nhuận sau thuế của Cổ đông Công ty mẹ đạt 8,284 tỷ VNĐ (-2% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 1,425 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 15.3x, P/B FWD 2023 = 1.2x. So với [Báo cáo trước đó](#), BSC giảm dự báo Doanh thu và NPATMI lần lượt là -6% và -10% do biên lợi nhuận gộp trong Quý 1 thấp hơn kỳ vọng.

Hình 18: Thay đổi các giả định chính

Chỉ tiêu	Dự báo 2023 cũ	Dự báo 2023 mới	% Thay đổi	Lý do
Kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	134,005	125,903	-6%	
Lợi nhuận gộp	16,469	15,119	-8%	
Lợi nhuận thuần	9,184	8,284	-10%	
Sản lượng				
Thép xây dựng	4,423,636	3,981,272	-10%	Giảm dự báo do sản lượng thép xây dựng tháng 4 vẫn thấp
Ống thép	732,600	732,600	-	
Tôn mạ	309,600	309,600	-	
HRC	2,438,947	2,558,947	5%	Tăng dự báo do sản lượng HRC trong Quý 2 kỳ vọng khả quan
Biên lợi nhuận gộp	12.3%	12%	0.3%	Giảm dự báo biên lợi nhuận gộp do số liệu Quý 1 thấp hơn dự báo

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 19: Cập nhật dự báo Kết quả kinh doanh năm 2023

KQKD	2020	2021	2022F	2023F	% YoY 2022	% YoY 2023
Doanh thu thuần	90,119	149,680	141,409	125,903	-6%	-11%
Giá vốn hàng bán	(71,214)	(108,571)	(124,646)	(110,784)	15%	-11%
Lợi nhuận gộp	18,904	41,108	16,763	15,119	-59%	-10%
Thu nhập tài chính	1,005	3,071	3,744	2,925	22%	-22%
Chi phí tài chính	(2,837)	(3,732)	(7,027)	(4,985)	88%	-29%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(2,192)	(2,526)	(3,084)	(3,563)	22%	16%
Chi phí BH	(1,091)	(2,120)	(2,666)	(2,266)	26%	-15%
Chi phí QLDN	(690)	(1,324)	(1,019)	(1,133)	-23%	11%
Lãi từ HĐKD	15,292	37,008	9,794	9,660	-74%	-1%
Thu nhập khác, ròng	65	48	129	41	167%	-68%
LNTT	15,357	37,057	9,923	9,701	-73%	-2%
Thuế TNDN	(1,851)	(2,536)	(1,479)	(1,455)	-42%	-2%
LNST	13,506	34,521	8,444	8,246	-76%	-2%
Lợi ích CĐKKS	56	43	(39)	(38)	-191%	-2%
NPATMI	13,450	34,478	8,484	8,284	-75%	-2%
Giá định						
Doanh thu	90,117	149,680	141,409	125,903	-6%	-11%
Sản xuất thép	76,341	140,395	136,468	120,579	-3%	-12%
Nông nghiệp	13,050	7,966	4,401	4,621	-45%	5%
Bất động sản	726	1,319	540	703	-59%	30%
Biên lợi nhuận gộp	21.0%	27.5%	11.9%	12.0%	-16%	0%
Sản lượng (tấn)						
Phôi thép	1,773,026	297,109	369,477	80,327	24%	-78%
Thép xây dựng	3,400,404	3,889,683	4,198,408	3,981,272	8%	-5%
Ống thép	821,840	675,364	749,297	732,600	11%	-2%
Tôn mạ	160,000	428,785	317,384	309,600	-26%	-2%
HRC	138,236	1,449,394	2,629,884	2,558,947	81%	-3%
Giá bán (VND/kg)						
Thép xây dựng	10,920	15,863	16,900	15,633	7%	-8%
Ống thép	20,894	22,529	22,755	21,389	1%	-6%
Tôn mạ	21,000	25,357	25,611	24,074	1%	-6%
HRC	13,357	17,716	15,929	13,346	-10%	-16%
Giá NVL (USD/tấn)						
Quặng sắt	105	155	120	118	-23%	-2%
Than cốc	135	225	370	320	65%	-14%
Thép phế	280	491	445	405	-9%	-9%

Giả định chính

Doanh thu = 125,903 tỷ VNĐ (-5% yoy) dựa trên giả định sản lượng đi ngang giá bán thép xây dựng/tôn mạ -6-8% yoy, giá HRC -18% yoy.

Biên lợi nhuận gộp +0.3 điểm% do kỳ vọng giá nguyên vật liệu ít biến động hơn trong năm 2023.

Chi phí lãi vay +16% yoy do (1) mặt bằng lãi suất tăng, (2) nợ vay ngắn dài hạn tăng để đầu tư dự án Dung Quất.

Chi phí tài chính khác giả định chiếm 1% doanh thu, giảm 1.7 điểm % do kỳ vọng tỷ giá ít biến động hơn.

Tỷ trọng chi phí SG&A/doanh thu giữ ổn định.

Nguồn: BSC Research dự báo

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi hạ khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2023 là **23,300 VNĐ/CP** (Upside 10% so với giá đóng cửa ngày 25/5/2023), dựa trên phương pháp P/B mục tiêu = 1.3x– tương đương mức định giá vùng cận đáy của HPG.

So với [Báo cáo trước đó](#), BSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và LNST- CĐTTS năm 2023 lần lượt là 6% và 10% do biên lợi nhuận Quý 1 thấp hơn kỳ vọng. Theo đó, BSC cũng giảm 8% giá mục tiêu. Triển vọng lợi nhuận của HPG sẽ phụ thuộc lớn vào sự phục hồi về nhu cầu thép trong thời gian tới. HPG đang giao dịch với P/E FWD 2023 = 15.3x, P/E FWD 2024 = 8.1x, đã phản ánh tương đối triển vọng phục hồi năm 2024.

Trong dài hạn, mức định giá hiện tại phù hợp để tích lũy với việc (1) thời điểm xấu nhất của HPG đã qua. **(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. Theo dõi giai đoạn 2009-2023, P/B của HPG dao động từ 0.6x – 3.5x. Hiện tại, HPG đang giao dịch với P/B FWD 2023 = 1.1x, thuộc vùng định giá cận đáy của chu kỳ ngành thép, phù hợp để tích lũy trong dài hạn.

Hình 20: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	
Phương pháp PB – Giá trị hợp lý	
BVPS FW 2023	17,876
P/B mục tiêu	1.3x
Giá trị cổ phiếu phương pháp PB (VNĐ/cổ phiếu)	23,300

Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

Hình 21: Định giá P/B của HPG từ 2009 -2023

Cột trái: P/B HPG, Cột phải: Giá HRC USD/tấn



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	125,903	147,806
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(110,784)	(121,754)
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	15,119	26,052
Thu nhập tài chính	3,071	3,744	2,925	1,413
Chi phí tài chính	(3,732)	(7,027)	(4,985)	(5,132)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(2,526)	(3,084)	(3,563)	(4,942)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	4	(1)	-	-
Chi phí BH	(2,120)	(2,666)	(2,266)	(2,661)
Chi phí QLDN	(1,324)	(1,019)	(1,133)	(1,330)
Lãi từ HĐKD	37,008	9,794	9,660	18,341
Thu nhập khác, ròng	48	129	41	48
LNTT	37,057	9,923	9,701	18,389
Thuế TNDN	(2,536)	(1,479)	(1,455)	(2,758)
LNST	34,521	8,444	8,246	15,630
Lợi ích CĐKKs	43	(39)	(38)	(72)
LNST Công ty mẹ	34,478	8,484	8,284	15,703
EPS	7,708	1,459	1,425	2,701

CĐKT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	4,480	5,725
Đầu tư ngắn hạn	18,236	26,268	20,000	20,800
Phải thu ngắn hạn	7,663	9,893	8,808	10,340
Hàng tồn kho	42,134	34,491	35,181	35,885
TS ngắn hạn khác	3,650	1,538	1,369	1,607
TS ngắn hạn	94,155	80,515	69,839	74,357
Phải thu dài hạn	809	894	796	935
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	43,334	83,334
ĐT dài hạn	7	1	1	1
TS dài hạn khác	3,738	4,100	3,651	4,286
TS dài hạn	84,082	89,821	113,896	148,536
Tổng TS	178,236	170,336	183,735	222,893
Nợ phải trả	29,712	15,637	14,227	15,329
Vay ngắn hạn	43,748	46,749	48,582	58,773
Tổng Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	62,809	74,102
Vay dài hạn	13,465	11,152	16,883	29,899
Nợ dài hạn khác	532	686	96	96
Tổng Nợ dài hạn	13,996	11,837	16,979	29,995
Tổng Nợ phải trả	87,456	74,223	79,788	104,098
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	41,705	56,627
Lợi ích CĐTS	155	106	67	(5)
Tổng VCSH	90,781	96,113	103,946	118,795
Tổng nguồn vốn	178,236	170,336	183,735	222,893

LCTT (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
(Lỗ)/LNTT	37,057	9,923	9,701	18,389
Khấu hao và phân bổ	6,083	6,814	6,818	6,910
Thay đổi vốn lưu động	(11,552)	(1,954)	(888)	(2,145)
Điều chỉnh khác	(4,866)	(2,592)	(3,254)	(4,031)
LCTT từ HĐKD	26,721	12,192	12,377	19,122
Tiền chi mua TSCĐ	(11,572)	(17,953)	(31,440)	(40,776)
Đầu tư khác	(8,097)	(6,759)	8,067	473
LCTT từ HĐĐT	(19,669)	(24,712)	(23,373)	(40,303)
Tiền chi trả cổ tức	(1,693)	(2,247)	(412)	(782)
Tiền từ vay ròng	3,423	626	7,565	23,207
Tiền thu khác	11	4	-	-
LCTT từ HĐTC	1,740	(1,617)	7,153	22,426
Dòng tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	4,480
Tiền trong kỳ	8,792	(14,137)	(3,844)	1,244
Dòng tiền cuối kỳ	22,471	8,325	4,480	5,725

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.3	1.3	1.1	1.0
Hố TT nhanh	0.7	0.7	0.5	0.5
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	49%	44%	43%	47%
Hố Nợ/VCSH	96%	77%	77%	88%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	142	101	116	108
Số ngày phải thu ngắn hạn	19	26	26	26
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	27%	11.9%	12.0%	17.6%
Lợi nhuận LNST	23%	6%	7%	11%
ROE	38%	9%	8%	13%
ROA	19%	5%	5%	7%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	66%	-6%	-11%	17%
Tăng trưởng EBIT	126%	-67%	2%	76%
Tăng trưởng LNTT	141%	-73%	-2%	90%
Tăng trưởng EPS	90%	-81%	-2%	90%
SLCP lưu hành (triệu)	3,313	4,473	5,815	5,815
BVPS	20,296	16,529	17,876	20,430

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 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>

