

Ngành: Thép - Tôn mạ | BSC RESEARCH

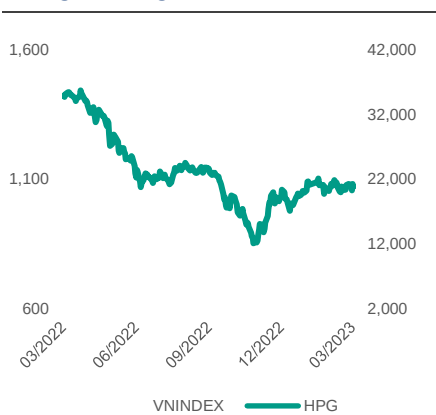
KHUYẾN NGHỊ MUA **CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)**
TRONG NGẮN HẠN BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI GIÁ ĐẦU VÀO CAO. KỲ VỌNG PHỤC HỒI TRONG NĂM 2024

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.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



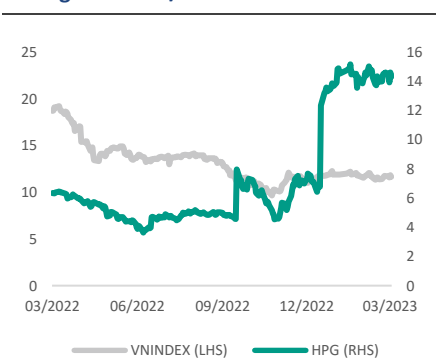
Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2023, và cho rằng kết quả kinh doanh trong ngắn hạn của HPG bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, tuy nhiên, BSC vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng kinh doanh năm 2024 nhờ (1) sản lượng phục hồi, (2) mức nền rất thấp vùng đáy của năm 2023. BSC cho rằng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

Bảng so sánh P/E và VN index



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).

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	4.5	13.3	28.7	13.0	Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,522	133,221
PB (x)	1.7	1.2	1.6	1.4	Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	11,609	21,266
PS (x)	1.65	1.05	0.80	1.34	NPATMI	34,478	8,484	5,515	12,178
ROE (%)	23%	38%	9%	5%	EPS	7,708	1,459	948	2,094
ROA (%)	10%	19%	5%	3%	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%	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: 1. Doanh thu mangan thép - 26% yoy do sản lượng -3% yoy và giá bán bình quân -24% yoy. 2. Biên lợi nhuận gộp +10 điểm % do mức nền thấp cùng kỳ chịu ảnh hưởng bởi hàng tồn kho giá cao. 3. Lỗ tỷ giá đạt 566 tỷ VNĐ (-60% yoy) do mức nền thấp cùng kỳ chịu ảnh hưởng bởi tỷ giá. Như vậy, lũy kế 9T.2023, HPG ghi nhận DTT = 84,5695 tỷ VNĐ (-27% yoy), LNST - CĐTTS = 3,862 tỷ VNĐ (-63% yoy).
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%	
DTTC	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%	

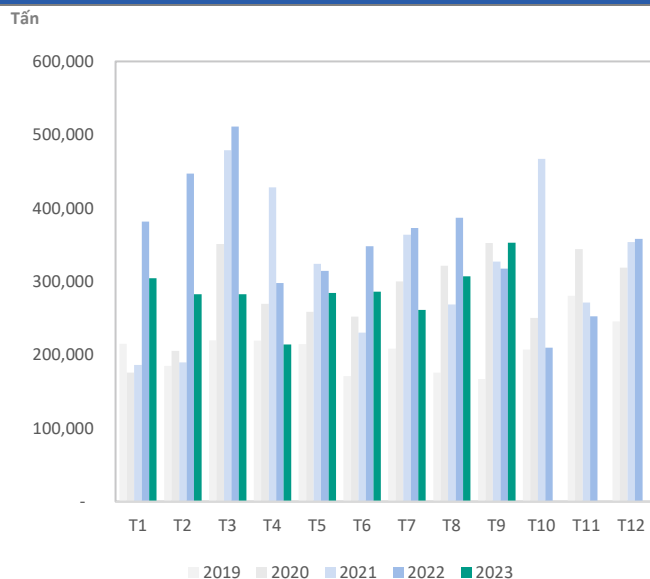
Nguồn: HPG

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.

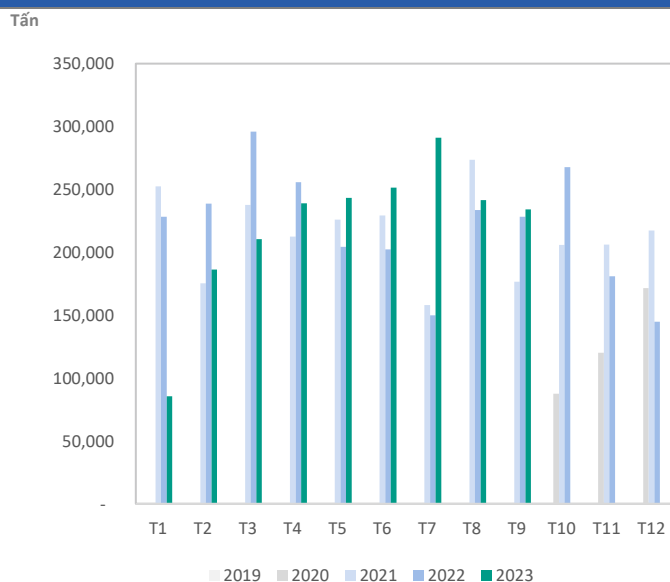


Hình 3: Tiêu thụ thép ống -1% QoQ do sức mua nội địa yếu

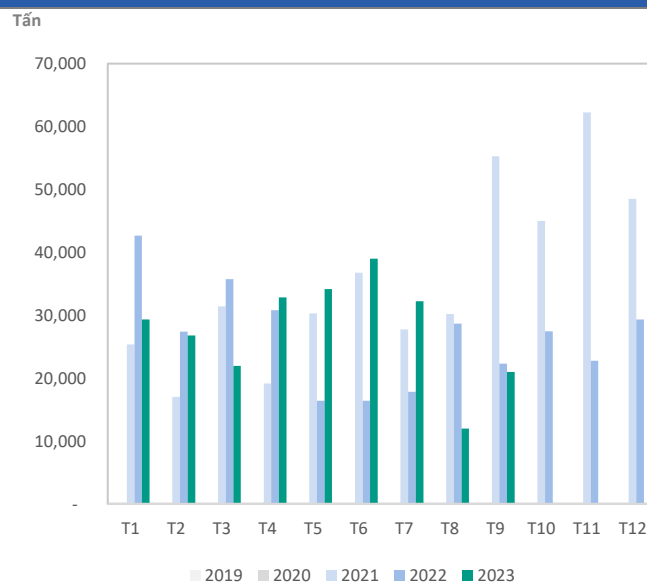


Nguồn: HPG

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



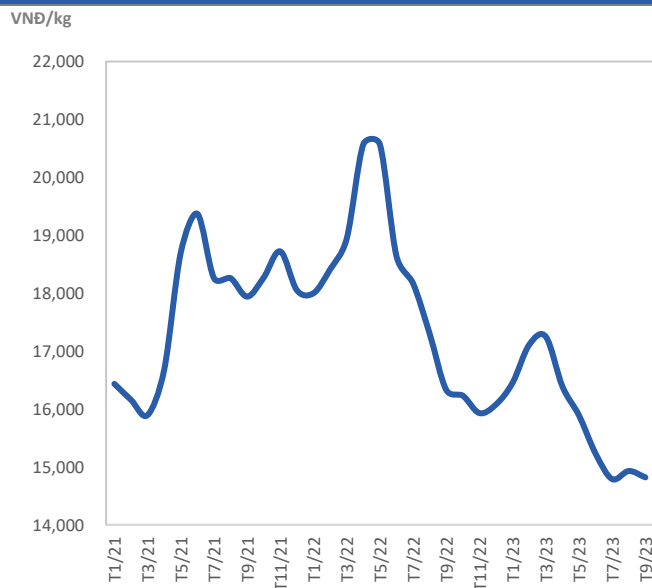
Nguồn: HPG

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.

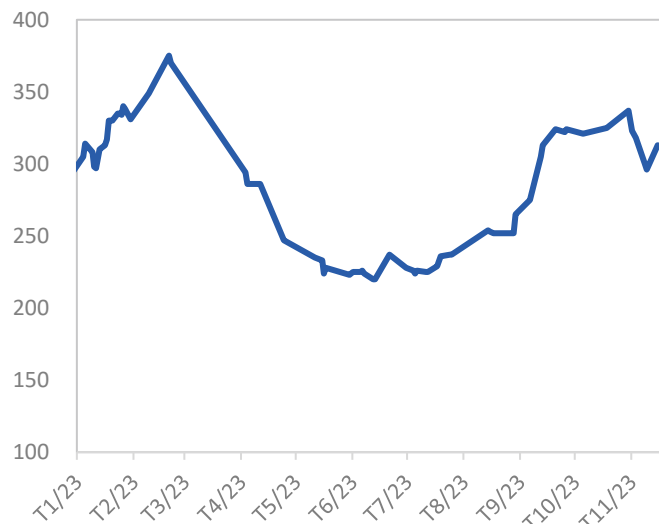
Hình 10: Dự báo Kết quả kinh doanh Quý 4

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

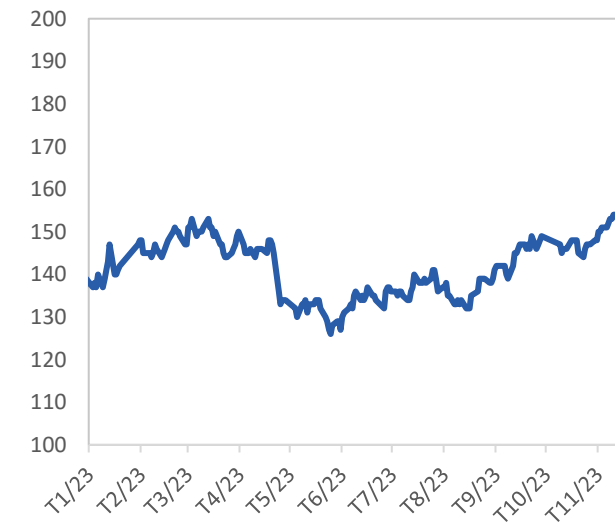
Hình 11: Giá than cốc +21% so với trung bình Quý 3

USD/tấn



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

VNĐ/kg



TRIỂN VỌNG NĂM 2024 – KỲ 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:

- 1. 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).
- 2. 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).

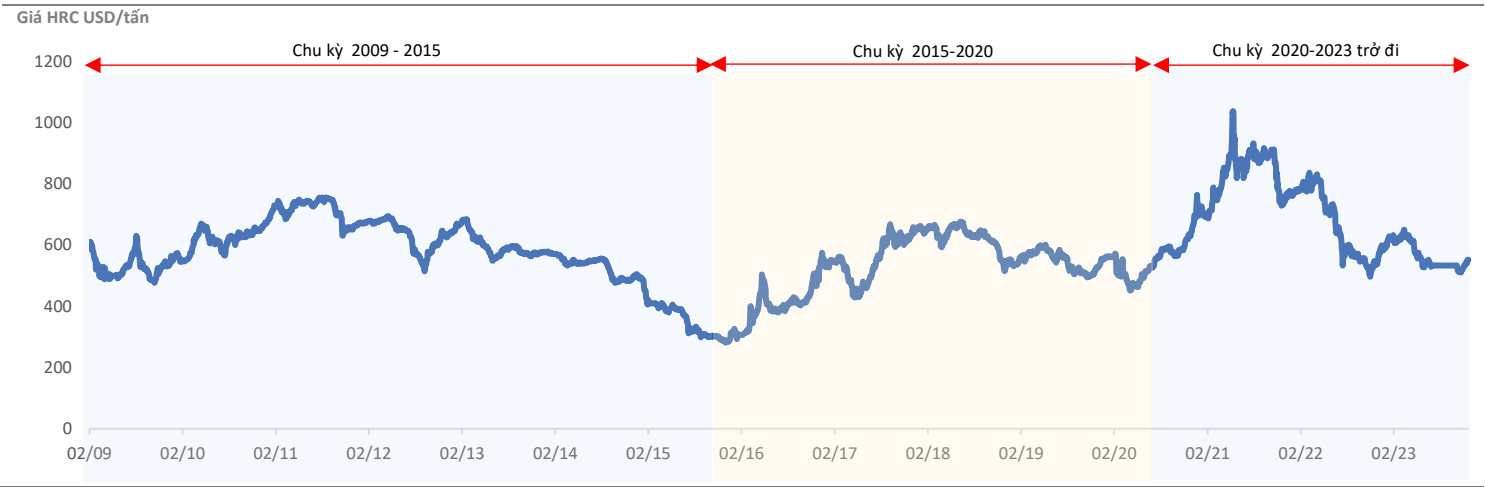
3. BSC giữ quan điểm lợi nhuận gộp/tấn của HPG đang ở vùng đáy trong năm 2023 và kỳ vọng sẽ phục hồi dần trong năm 2024:

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



	Chu kỳ 2009 – 2015			Chu kỳ thép 2015 – 2020						Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi					
Năm	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	2023F	2024F	Dự báo mới % YoY 2023	% YoY 2024	% Thay đổi dự báo 2023F
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

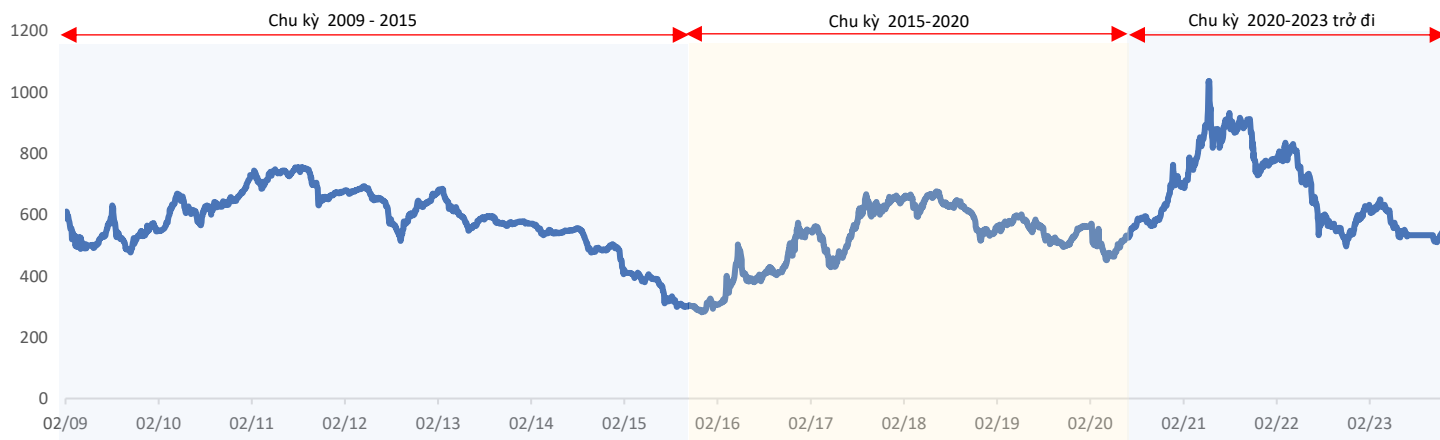
Nguồn: BSC Resarch tổng hợp

Hình 17: Tổng hợp định giá

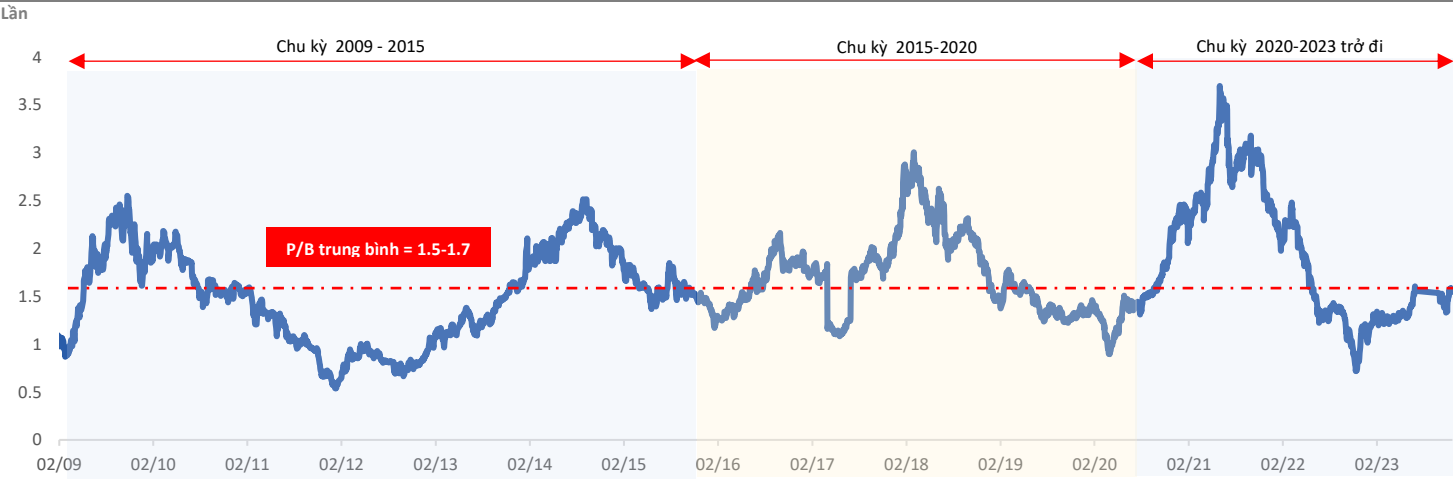
	P/E trung bình	P/E trung vị	P/B trung bình	P/B trung vị
Chu kỳ 2009 - 2015	7.66	7.64	1.49	1.52
Chu kỳ 2015 - 2020	7.08	7.09	1.71	1.69
Chu kỳ 2020 – 2023 trở đi	25.31	8.77	1.90	1.59
Trung bình	13.35	7.83	1.70	1.60

Hình 18: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử

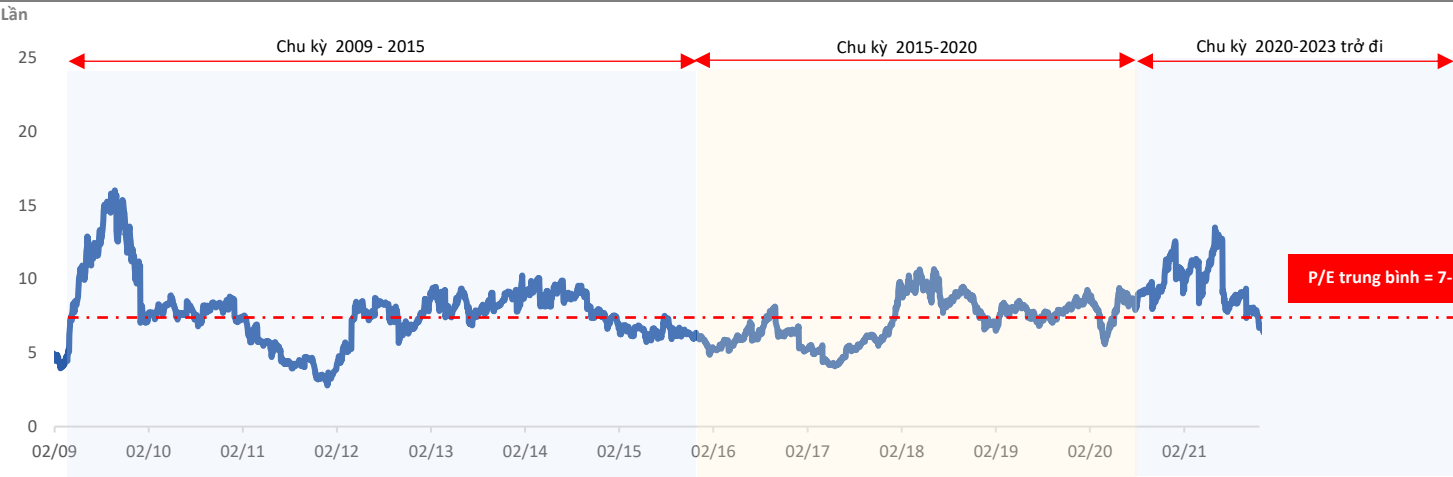
Giá HRC USD/tấn



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				
Hố TT ngắn hạn	1.3	1.3	1.2	1.2
Hố TT nhanh	0.7	0.7	0.7	0.6
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	49%	44%	42%	43%
Hố 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>

