

Ngành: Thép

Khuyến nghị

MUA

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG) TƯƠNG LAI VỮNG CHẮC

Giá hiện tại:	33,200	Ngày viết báo cáo:	07/06/2022	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước	61,700	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	4,473	Trần Đình Long	26.1%
Giá mục tiêu mới:	42,100	Vốn hóa (tỷ đồng)	148,501	Vũ Thị Hiền	7.3%
Tỷ suất cổ tức	1.2%	KLGDTB 10 phiên	21,112,460	Dragon Capital	4.7%
Tiềm năng tăng giá	27%	Số hữu nước ngoài	25.83%	VOF Investment Limited	3.0%

Chuyên viên phân tích:

Đình Mạnh Thắng
(VLXD, Bảo hiểm)

thangdm@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

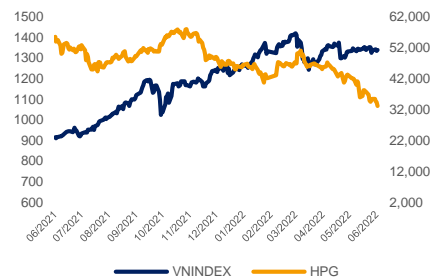
Lê Quốc Trung

trunglq@bsc.com.vn

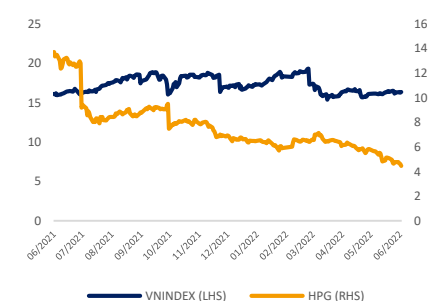
Giá khuyến nghị: N/A

Giá chốt lỗ: N/A

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- BSC duy trì khuyến nghị **MUA cổ phiếu HPG** nhưng điều chỉnh **hạ giá mục tiêu 1 năm về mức 42,100 VNĐ/CP**, tương đương **upside 27%** so với giá ngày 07/06/2022.
- Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá PE và EV/EBITDA, có điều chỉnh mức mục tiêu **P/E = 7.0x** và **EV/EBITDA = 5.5x** so với mục tiêu trong báo cáo trước, phản ánh thị trường đã chiết khấu sâu trước rủi ro lạm phát và sức cầu suy giảm.

Dự báo kết quả kinh doanh

- So với báo cáo trước, chúng tôi điều chỉnh dự báo **DTT** và **LNST** của HPG trong năm 2022 lần lượt ở mức **171,798 tỷ VNĐ (+15% YoY)** và **27,576 tỷ VNĐ (-20% YoY)**, **EPS FW = 6,154 VNĐ/CP**
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo (i) Tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại tăng 8.7% yoy, nhưng điều chỉnh giả định giá thép và giá nguyên liệu dựa trên biến động thực tế trong 5M2022 như sau: (ii) Giá thép dài +10% yoy; (iii) Giá thép dẹt +5% yoy; (iv) Giá quặng sắt -25% yoy và Giá than +100% yoy.

Quan điểm đầu tư

- Triển vọng tiêu thụ trong dài hạn khả quan nhờ lợi thế về quy mô sản xuất lớn và khép kín giúp tiết giảm tốt các loại chi phí; và dư địa nhu cầu của thị trường còn nhiều.
- Định giá rẻ so với vị thế doanh nghiệp và tiềm năng trong dài hạn.

Rủi ro

- Nhu cầu tiêu thụ giảm;
- Biến động giá thép và giá nguyên vật liệu.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong Q1/2022, DTT của HPG đạt 44,058 tỷ VNĐ (+47% yoy) và LNST đạt 8,206 tỷ VNĐ (+17% yoy). Mảng thép tiếp tục đóng góp chính vào kết quả kinh doanh của quý này, với DTT mảng thép ở mức 42,381 tỷ VNĐ, (+47% yoy).
- Sản lượng tiêu thụ thép trong Q1/2022 +20% yoy, đạt mức 2.13 triệu tấn, trong đó đóng góp chính đến từ thép xây dựng thành phẩm với 1.34 triệu tấn (+57% yoy) và HRC 466 nghìn tấn (-30% yoy).

	2021	2022F	Peer	VN-Index		2019	2020	2021	2022F
PE (x)	5.9	5.43	4.2	17.2	Doanh thu	63,658	90,119	149,680	171,798
PB (x)	2.2	1.26	1.3	2.0	Lợi nhuận gộp	11,185	18,904	41,108	33,143
PS (x)	1.4	0.87	0.8	3.5	LNST	7,578	13,506	34,521	27,576
ROE (%)	38.0%	23.3%	36.7%	14.7%	EPS	2,726	4,060	7,708	6,154
ROA (%)	19.4%	12.8%	17.8%	6.6%	Tăng trưởng EPS	N/A	48.9%	89.8%	-20.2%
EV/ EBITDA (x)	5.9	4.3	5.1	N/A	Nợ ròng/ VCSH	67.2%	68.3%	38.3%	36.1%

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Doanh thu thuần Q1/2022 của HPG đi ngang (-1% QoQ) nhưng LNST có tăng trưởng (+11% QoQ) nhờ giá thép tăng mạnh trong hơn 2 tháng đầu năm. Mảng nông nghiệp có quý thứ 2 liên tiếp báo lỗ sau thuế.

Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2022

Tỷ VNĐ	Q1.2022	Q1.2021	% yoy	Q4.2021	%QoQ	Ghi chú
Doanh thu thuần	44,058	25,778	71%	44,711	-1%	
<i>Thép</i>	42,381	28,804	47%	42,598	-1%	DTT mảng thép tăng trưởng mạnh, khi cả sản lượng thép thô +57% yoy và giá thép bình quân +10% yoy
<i>Nông nghiệp</i>	1,628	2,248	-28%	1,781	-9%	DTT mảng nông nghiệp tiếp tục sụt giảm do giá thịt lợn không tăng
<i>Bất động sản</i>	49	125	-61%	332	-85%	Cho thuê đất KCN ở các dự án Phố Nối A (600ha), Yên Mỹ II (231ha), Hòa Mạc (203ha).
Lợi nhuận gộp	10,108	8,183	24%	9,587	5%	
<i>Biên LNG</i>	22.9%	31.7%		21.4%		
CPBH&QLDN	841	621	35%	1220	-31%	CPBH giảm do tỷ trọng xuất khẩu giảm, khiến chi phí vận chuyển giảm
<i>% CPBH&QLDN/DTT</i>	1.9%	2.4%		2.7%		
EBIT	9,267	7,562	23%	8,367	11%	
<i>Lãi vay</i>	597	622	-4%	630	-5%	
<i>DT tài chính</i>	769	898	-14%	857	-10%	DT tài chính tăng nhờ Đầu tư tài chính ngắn hạn +152% yoy
LNST	8,206	7,006	17%	7,419	11%	
<i>Thép</i>	8,229	6,573	25%	7,327	12%	
<i>Nông nghiệp</i>	(56)	392	-114%	(98)	-43%	Giá bán không tăng tương ứng với đà tăng của giá thức ăn chăn nuôi, khiến biên lợi nhuận giảm mạnh
<i>Bất động sản</i>	33	40	-18%	191	-83%	
Sản lượng tiêu thụ thép (tấn)						
<i>Thép xây dựng</i>	1,340,302	855,046	57%	1,092,104	23%	
<i>Thép ống</i>	217,815	184,012	18%	177,448	23%	
<i>Tôn mạ</i>	105,706	73,748	43%	155,710	-32%	
<i>HRC, CRC</i>	466,695	665,272	-30%	629,281	-26%	
Thị phần tiêu thụ nội địa						
<i>Thép xây dựng</i>	39%	33%		36%		Tiếp tục dẫn đầu thị trường
<i>Thép ống</i>	37%	32%		35%		Tiếp tục dẫn đầu thị trường, bỏ xa đối thủ xếp thứ hai là HSG
<i>Tôn mạ</i>	8%	8%		6%		
Tỷ trọng xuất khẩu trong tổng sản lượng tiêu thụ						
<i>Thép xây dựng</i>	28%	17%		31%		Xuất khẩu (phôi thép, thép xây dựng thành phẩm và tôn mạ) bắt đầu suy giảm kể từ khi Trung Quốc phong tỏa chống dịch
<i>Thép ống</i>	2%	4%		3%		
<i>Tôn mạ</i>	28%	17%		31%		
Một số chỉ tiêu bảng Cân đối kế toán						
<i>Nợ vay ngắn hạn</i>	46,261	37,292	24%	43,748	6%	
<i>Nợ vay dài hạn</i>	13,922	18,268	-24%	13,465	3%	Dự án Dung Quất GĐ 1 đưa vào vận hành, làm giảm dư nợ dài hạn so với cùng kỳ
<i>Hàng tồn kho</i>	40,223	27,849	44%	42,370	-5%	

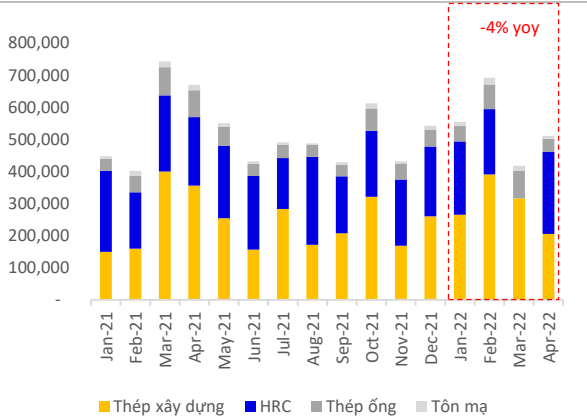
Tiền, tương đương tiền & Đầu tư ngắn hạn	46,309	24,825	87%	40,708	14%	Một phần số dư tiền được sử dụng làm vốn đối ứng cho khoản vay của dự án Dung Quất GD2
--	--------	--------	-----	--------	-----	--

Nguồn: HPG, Fiipro, BSC Research

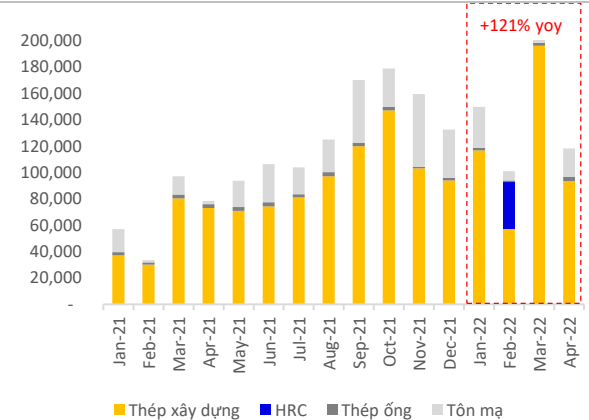
Sản lượng tiêu thụ thép trong các tháng đầu năm 2022 phù hợp với dự báo trước của chúng tôi ([link](#))

Tổng sản lượng tiêu thụ thép trong 4 tháng đầu năm 2022 +9% yoy, trong đó hoạt động xuất khẩu đóng góp 21.3% tổng sản lượng tiêu thụ của HPG.

Hình : Sản lượng tiêu thụ thép nội địa bắt đầu giảm kể từ tháng 4/2022 (tấn)



Hình : Sản lượng xuất khẩu thép tăng mạnh so với cùng kỳ (tấn)



Nguồn: Fiipro, BSC Research

Biến động giá thép kể từ đầu năm tác động tới tình hình tiêu thụ thép. Giá thép xây dựng sau 7 đợt tăng liên tiếp kể từ đầu năm (+15% ytd) đã có 4 lần điều chỉnh giảm gần đây (-5% kể từ mức đỉnh trong năm 2022). Giá HRC kỳ hạn 2 tháng sau khi tăng gần 20% lên mức 925 USD/tấn cũng đã giảm trở lại 10% về mức 820-830 USD/tấn. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ thép chậm lại trong tháng 4/2022 trùng với thời điểm giá thép điều chỉnh giảm do các đại lý chậm nhập hàng để chờ giá bán tốt hơn.

Nhu cầu thép có thể phục hồi trong ngắn hạn nhờ triển vọng Trung Quốc tái mở cửa

Giá hợp đồng tương lai thép tăng trở lại khi Trung Quốc tái mở cửa. Trung Quốc đang dần mở cửa trở lại sau khoảng gần 1 tháng phong tỏa để chống dịch Covid 19. Triển vọng hoạt động kinh tế dần trở lại bình thường giúp giá thép tương lai trong phiên đầu tháng 6 (thời điểm Thượng Hải tái mở cửa) bật tăng trở lại. Do Trung Quốc chiếm 60% nhu cầu thép thế giới, chúng tôi cho rằng nếu đà tăng giá của thép Trung Quốc duy trì lâu sẽ có tác động tích cực đến giá bán thép trong nước và xuất khẩu.

Hình : Giá thép thanh kỳ hạn trên sàn Thượng Hải (CNY/tấn)



Hình : Giá thép HRC kỳ hạn trên sàn Thượng Hải (CNY/tấn)



Nguồn: Shanghai Future Exchange

Đại hội cổ đông thường niên năm 2022 – Tiếp tục đi lên

Trong buổi họp Đại hội cổ đông thường niên năm 2022, chủ tịch Trần Đình Long có đưa ra một số nhận định về kế hoạch kinh doanh của công ty:

Tình hình tiêu thụ trong ngắn hạn bị ảnh hưởng tiêu cực bởi: (i) giá than tăng cao do nguồn cung thiếu hụt khi Nga bị cấm vận; (ii) Trung Quốc phong tỏa để chống dịch, khiến nhu cầu thép giảm và giá thép đi xuống.

Công ty kiên trì đầu tư mở rộng công suất. HPG đang tập trung đầu tư cho dự án Dung Quất giai đoạn 2. Trong tháng 5, HPG đã ký xong các hợp đồng thầu chính, các nhà thầu đang đưa máy móc thiết bị tới và sẵn sàng khởi công. Công ty cũng đang nghiên cứu dự án Dung Quất giai đoạn 3, nhấn mạnh sẽ đặt mục tiêu liên tục phát triển, đưa HPG vào top những doanh nghiệp thép hàng đầu thế giới.

Kế hoạch kinh doanh năm 2022 giảm và chia cổ tức 5% bằng tiền mặt. HPG đặt mục tiêu doanh thu ở mức 25,000 – 30,000 tỷ do triển vọng ngành thép nói chung không thuận lợi. Công ty trình đại hội và đã được thông qua kế hoạch chia cổ tức 5% bằng tiền và 30% bằng cổ phiếu. Tỷ lệ chia cổ tức bằng tiền thấp (6.5%) để đảm bảo Công ty có đủ nguồn vốn chủ sở hữu đầu tư cho dự án Dung Quất GD2 (ước khoảng 45 nghìn tỷ VNĐ).

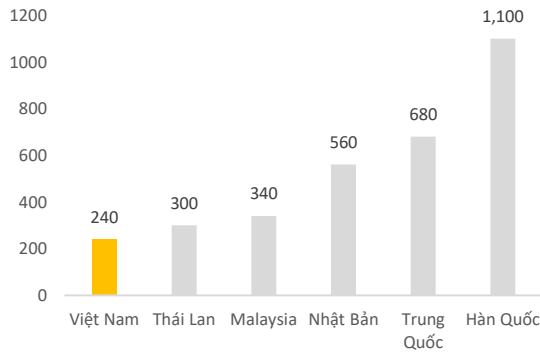
BSC đánh giá HPG đặt kế hoạch kinh doanh năm 2022 khá thận trọng, nhưng hợp lý trước những biến động giá thép và giá nguyên vật liệu sản xuất. **Chúng tôi có quan điểm lạc quan đối với triển vọng kinh doanh của công ty sau khi mở rộng công suất từ các dự án mới**, được trình bày ở phần sau của báo cáo này.

TRIỂN VỌNG TIÊU THỤ THÉP TỐT TRONG DÀI HẠN

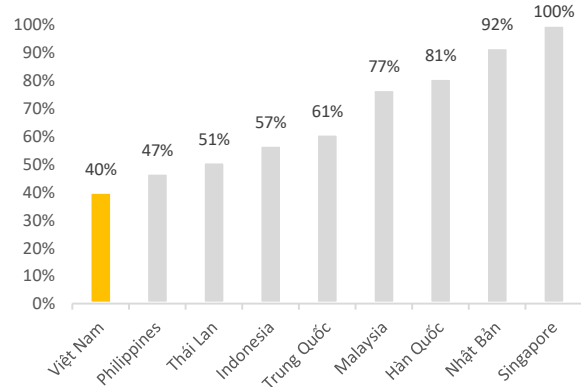
Chúng tôi duy trì quan điểm khả quan về triển vọng tiêu thụ thép trong dài hạn của HPG

Nhu cầu tiêu thụ thép tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa tăng. Sản lượng tiêu thụ thép trên đầu người của Việt Nam thấp hơn đáng kể so với các nước công nghiệp trong khu vực. Là nước đang phát triển với tỷ lệ đô thị hóa còn thấp, chúng tôi cho rằng nhu cầu thép cho xây dựng tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trong tương lai.

Hình : Sản lượng tiêu thụ thép trên đầu người (kg/người) của Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực



Hình : Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực



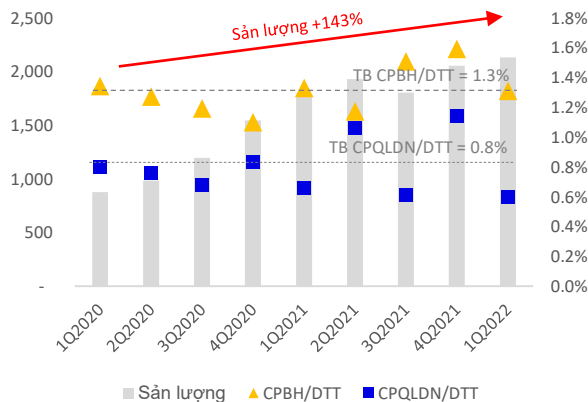
Nguồn: WSA, WB, BSC Research

HPG cũng đang phát triển nhiều loại sản phẩm thép chất lượng cao cho thị trường xuất khẩu. Tại Việt Nam, hiện chỉ HPG có năng lực sản xuất các sản phẩm thép dự ứng lực (PC Bar và PC Strand), thép dây mạ kẽm, vỏ container, chủ yếu phục vụ xuất khẩu tới các thị trường khó tính như EU, Mỹ, Canada,... Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu giúp tăng khả năng tiêu thụ thép của HPG.

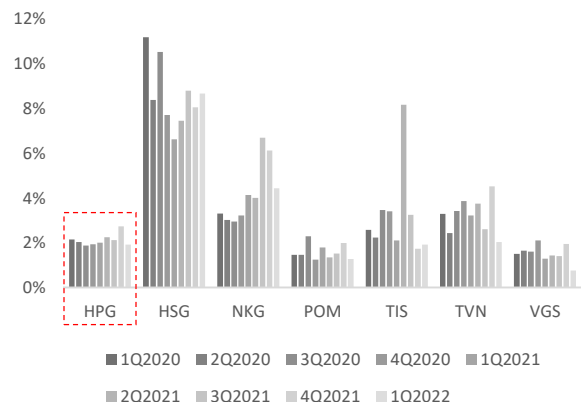
Sản phẩm thép của HPG có nhiều lợi thế cạnh tranh nhờ quy mô sản xuất lớn.

HPG có khả năng tiết giảm các loại chi phí nhờ quy mô sản xuất lớn. Quy mô sản xuất lớn giúp HPG kiểm soát các chi phí cố định, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ở mức thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành khác.

Hình : Tỷ lệ CPBH và CPQLDN/DTT tương đối ổn định dù quy mô sản lượng (nghìn tấn) +143% sau 2 năm

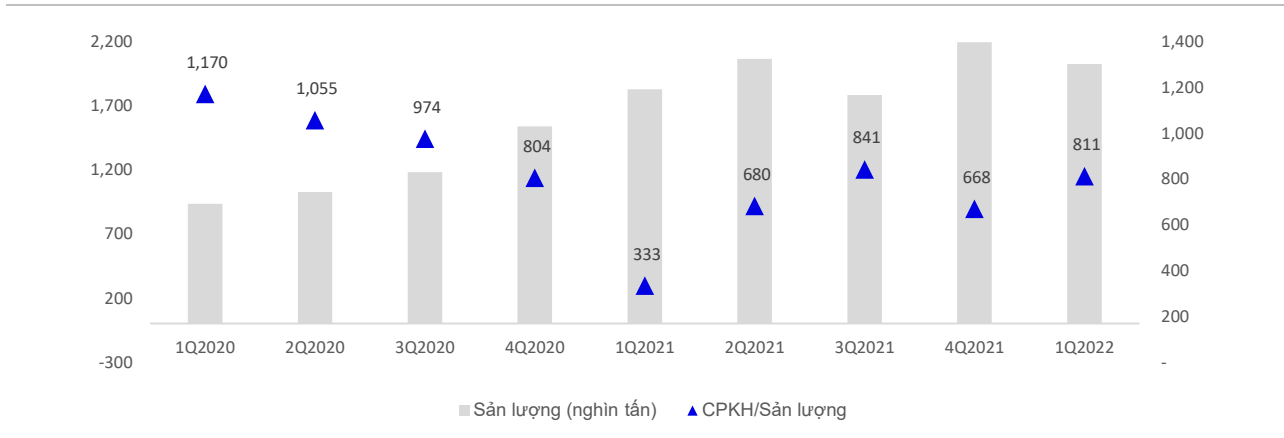


Hình : Tỷ lệ CPBH&CPQLDN/DTT của HPG ổn định và thấp hơn đáng kể so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Fiinpro, BCTC công ty, BSC Research

Hình : Tỷ lệ chi phí khấu hao/sản lượng (VNĐ/kg) giảm khi năng lực sản xuất tăng gấp đôi trong 2 năm qua

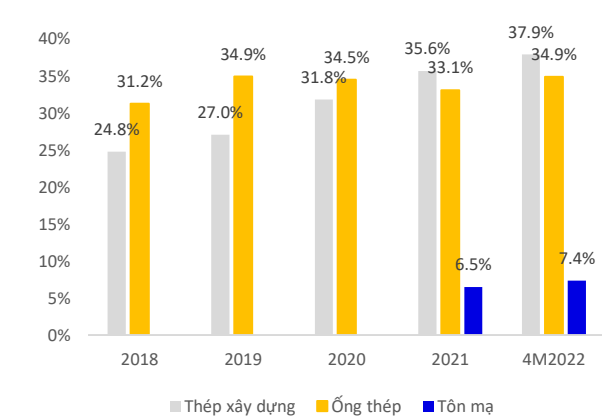


Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

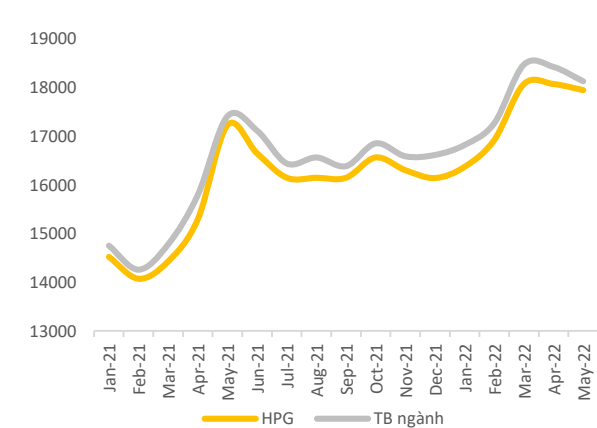
HPG tiếp tục hoàn thiện chuỗi sản xuất khép kín, giúp kiểm soát chi phí đầu vào tốt hơn. HPG đã sở hữu công ty khoáng sản An Thông có sản lượng tiêu thụ hàng năm từ 500,000 - 600,000 tấn quặng các loại, giúp HPG tự chủ một phần nhu cầu trong nước (ước chiếm 5% nhu cầu quặng sắt). Trong chiến lược mở rộng, HPG đã mua lại mỏ quặng sắt Roper Valley (Úc) với trữ lượng khai thác 4 triệu tấn/năm và gia tăng đội tàu chở than và quặng sắt, bên cạnh việc sở hữu cảng nước sâu Dung Quất giúp HPG tối ưu chi phí sản xuất.

Thị phần gia tăng khi mở rộng công suất chứng minh năng lực bán hàng tốt của HPG. HPG hiện đang dẫn đầu thị phần thép xây dựng (37.9%) và ống thép (34.9%), trong khi thị phần tôn mạ lọt vào top 5 chỉ sau 1 năm triển khai bán hàng (nếu tính cả sản lượng xuất khẩu). Chúng tôi cho rằng HPG sẽ tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu thị trường trong nước nhờ giá bán thường cạnh tranh hơn so với đối thủ.

Hình : Thị phần tiêu thụ nội địa của HPG tăng dần khi mở rộng công suất



Hình : Giá bán thép xây dựng của HPG thường thấp hơn mức bình quân của ngành



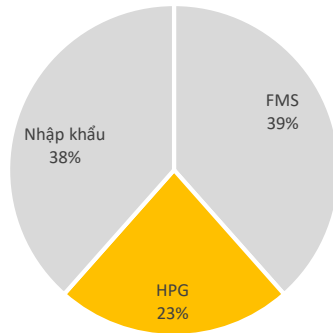
Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Chúng tôi cho rằng với những lợi thế cạnh tranh trên, HPG có khả năng tiêu thụ hết lượng thép sản xuất ra sau khi mở rộng công suất trong 2-3 năm tới.

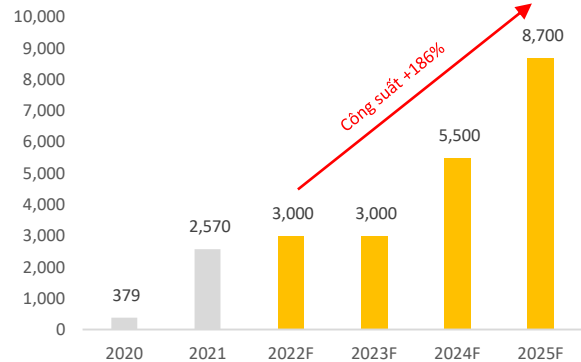
Dự án Dung Quất 2: Dự án Dung Quất giai đoạn 2 dự kiến khởi công trong Q2/2022 và hoàn thành vào cuối năm 2024, tăng tổng công suất của HPG thêm 5.6 triệu tấn HRC/năm. Chưa kể các đơn chào hàng xuất khẩu, nguồn cung HRC trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ (hiện ở mức 13 triệu tấn/năm, +10%/năm

– theo Bộ Công Thương), do đó chúng tôi kỳ vọng phần công suất tăng thêm từ dự án này sẽ được thị trường tiêu thụ hết.

Hình : Nguồn cung HRC từ FMS và HPG chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước



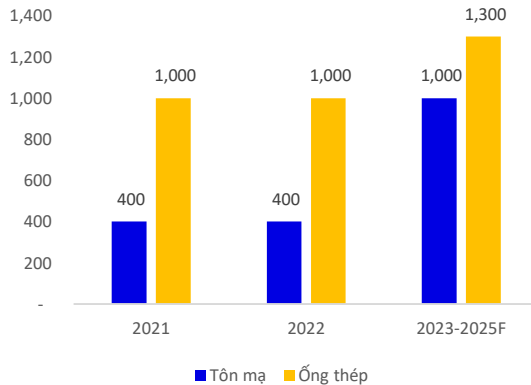
Hình : Công suất và sản lượng tiêu thụ HRC của HPG dự kiến +186% trong 3 năm tới



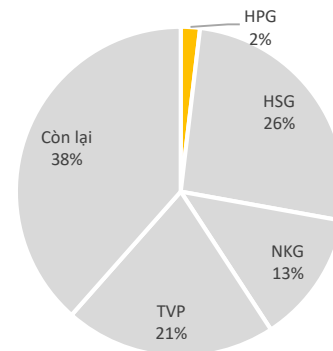
Nguồn: MOIT, HPG, BSC Research

Dự án nhà máy ống thép tại Long An: HPG đã dành 21 ha đất tại Long An để xây dựng nhà máy ống thép, dự kiến khởi công xây dựng trong Q3/2022, giúp nâng công suất tôn mạ và ống thép của HPG lần lượt +150% và +30% so với công suất hiện nay. Mặc dù đã chiếm thị phần lớn về tiêu thụ ống thép, HPG vẫn chưa khai thác thị trường tôn mạ khu vực phía Nam (thị trường lớn nhất cả nước, chiếm 63% năm 2021). Trong trường hợp không tiêu thụ hết ống thép, chúng tôi cho rằng HPG có khả năng bán sản phẩm tôn mạ (1 khâu của quá trình sản xuất ống thép) để khai thác hết năng lực sản xuất mở rộng, chưa kể khả năng xuất khẩu.

Hình : Dự kiến công suất ống thép của HPG +30% sau mở rộng (nghìn tấn/năm)



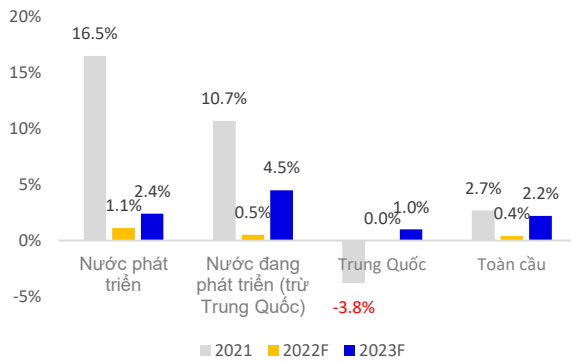
Hình : Thị phần tiêu thụ tôn mạ tại khu vực phía Nam còn khiêm tốn so với thị trường (tính trên 4 tháng đầu năm 2022)



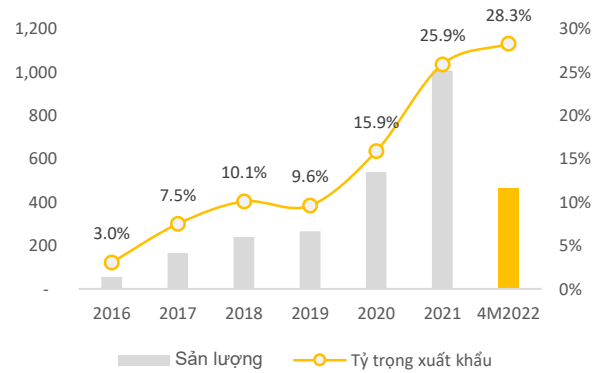
Nguồn: HPG, Fiinpro, BSC Research

Triển vọng xuất khẩu thép: Hiệp hội thép thế giới (WSA) dự báo nhu cầu thép thế giới tăng trưởng chậm lại trong năm 2022, đặc biệt là thị trường Trung Quốc, có thể ảnh hưởng đến triển vọng xuất khẩu của HPG do đây là thị trường xuất khẩu chính. Tuy nhiên, nếu thị trường xuất khẩu không thuận lợi, HPG hoàn toàn có khả năng bán hàng trong nước do sản lượng xuất khẩu chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng sản lượng tiêu thụ.

Hình : WSA dự báo nhu cầu thép thế giới sẽ đi ngang trong năm 2022 và tăng trưởng trở lại trong năm 2023



Hình : Tỷ trọng xuất khẩu trên tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG

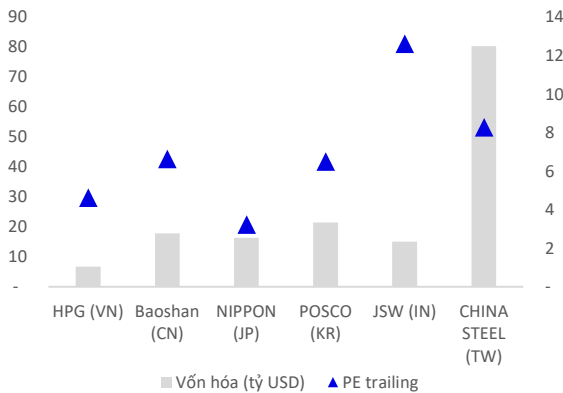


Nguồn: WSA, Fiinpro, BSC Research

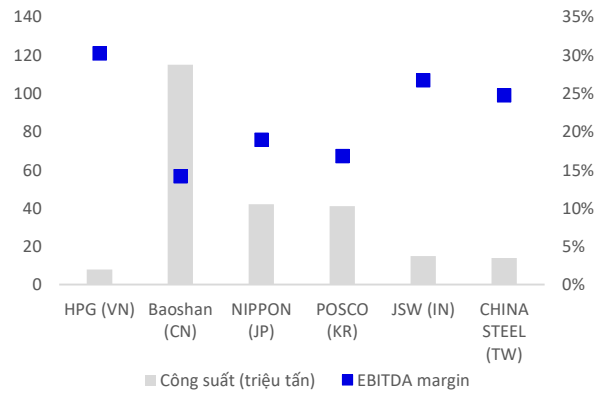
ĐỊNH GIÁ RẺ SO VỚI TIỀM NĂNG DÀI HẠN

HPG đang được định giá thấp so với vị thế đầu ngành thép ở một thị trường vẫn đang tăng trưởng tốt như Việt Nam. Khả năng sinh lời của HPG tốt hơn nhiều so với các doanh nghiệp đầu ngành khác, nhưng đang được định giá thấp hơn. Chúng tôi cho rằng HPG xứng đáng được trả mức định giá tốt hơn nếu xét trên tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

Hình : Định giá thấp (PE trailing) so với các doanh nghiệp đầu ngành thép trong khu vực



Hình : Tỷ suất sinh lời EBITDA của HPG cao hơn nhiều doanh nghiệp đầu ngành khác

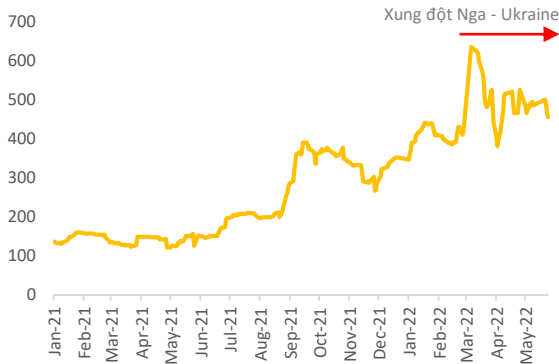


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

RỦI RO

Biến động giá nguyên vật liệu, đặc biệt là giá than cốc. Giá than cốc (chiếm 35%-40% chi phí sản xuất thép thô) tăng mạnh kể từ đầu năm, có thời điểm vượt mốc 600 USD/tấn (+73% ytd). Giá than tăng mạnh do nguồn bị ảnh hưởng kể từ cuộc xung đột Nga – Ukraine. Nếu mức giá than neo ở mức 500 USD/tấn trong thời gian dài, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của HPG có thể giảm thêm khoảng 3%-3.5% nếu giá bán không thể tăng lên tương ứng.

Hình : Giá than cốc, FOB Úc tăng mạnh kể từ khi nổ ra cuộc xung đột Nga - Ukraine (USD/tấn)



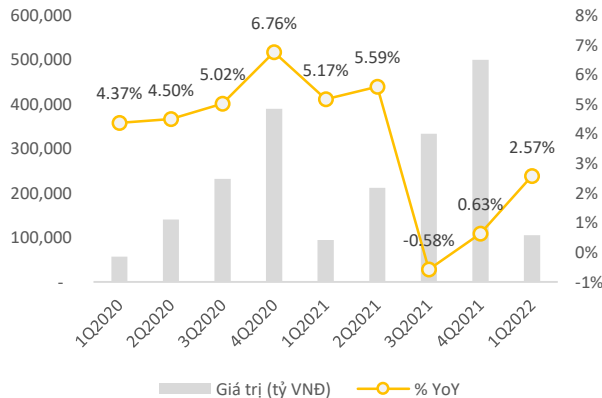
Hình : Biến động giá quặng sắt và thép phế (USD/tấn)



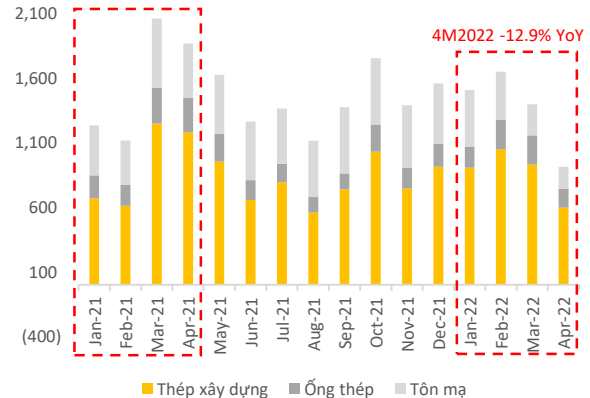
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nhu cầu thép trong nước suy giảm. Trong báo cáo phân tích trước ([link](#)), chúng tôi cho rằng HPG sẽ được hưởng lợi khi nhu cầu tiêu thụ nội địa phục hồi trong năm 2022. Tuy nhiên, giá vật liệu xây dựng tăng quá nhanh và biện pháp siết tín dụng vào ngành bất động sản có thể làm chậm hoạt động xây dựng trong ngắn hạn, khiến nhu cầu thép suy giảm.

Hình : Tăng trưởng giá trị ngành xây dựng chưa phục hồi về mức tương đương giai đoạn trước



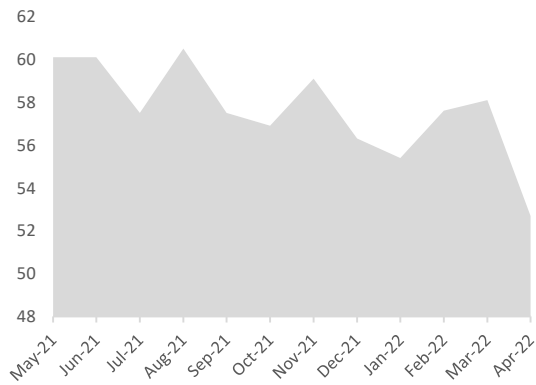
Hình : Sản lượng tiêu thụ thép nội địa toàn ngành tăng trưởng chậm lại trong tháng 4



Nguồn: GSO, VSA, BSC Research

Nhu cầu thép tại thị trường nhập khẩu suy giảm. Triển vọng ngành xây dựng của Trung Quốc – thị trường nhập khẩu lớn nhất của HPG bị ảnh hưởng nhiều bởi các biện pháp phòng tỏa chống dịch Covid 19 khi nước này kiên trì chính sách Zero-Covid, có thể làm giảm sản lượng xuất khẩu của HPG. Ngoài ra, giá thép xây dựng tại Trung Quốc giảm mạnh cũng sẽ tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận xuất khẩu của HPG.

Hình : Chỉ số PMI ngành xây dựng của Trung Quốc giảm mạnh vì lệnh phong tỏa chống dịch Covid 19



Hình : Giá thép thanh Trung Quốc -10% so với mức cao nhất kể từ đầu năm 2022 (USD/tấn)



Nguồn: CEIC, Bloomberg, BSC Research

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với báo cáo trước ([link](#)), BSC điều chỉnh dự báo DTT và LNST của HPG trong năm 2022 như sau:

Bảng: Dự báo trước và sau điều chỉnh

	Dự báo trước	Dự báo điều chỉnh	+/- so với dự báo trước	% YoY
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	145,041	171,798	+18.4%	+14.8%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	36,202	27,576	-23.8%	-20.1%
EPS (VNĐ/CP)	8,071	6,154	-23.8%	-20.2%

Dự phóng DTT và LNST thay đổi do chúng tôi điều chỉnh lại một số giả định dựa trên biến động giá nguyên vật liệu và giá thép trong 5 tháng đầu năm 2022. Cụ thể:

Bảng: Các giả định

Giả định	Báo cáo trước	Báo cáo cập nhật	Ghi chú
Tổng sản lượng tiêu thụ thép	+8.7% yoy	+8.7% yoy	
Giá thép dài	-10% yoy	+10% yoy	Điều chỉnh tăng do giá than tăng mạnh
Giá thép dẹt	-10% yoy	+5% yoy	Điều chỉnh tăng do giá than tăng mạnh, mức tăng thấp hơn thép dài do biên lợi nhuận xuất khẩu dự báo giảm mạnh hơn
Giá quặng sắt	-20% yoy	-25% yoy	Điều chỉnh giảm do dự báo nhu cầu thép thế giới tăng trưởng chậm (WSA)
Giá than	+10% yoy	+100% yoy	Giá than tăng mạnh kể từ khi nổ ra xung đột Nga-Ukraine. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng nguồn cung chưa đủ để đáp ứng nhu cầu

ĐỊNH GIÁ

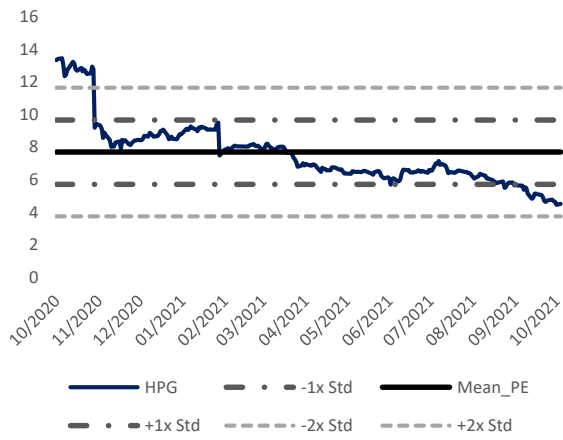
Chúng tôi tiếp tục sử dụng 2 phương pháp P/E và EV/EBITDA (tỷ lệ 50:50), tuy nhiên điều chỉnh mức P/E và EV/EBITDA mục tiêu về mức lần lượt là 7.0x và 5.5x – giảm so với mức mục tiêu trong báo cáo trước ([link](#)) – phản ánh thị trường chứng khoán đã chiết khấu khá sâu trước rủi ro lạm phát và sức cầu suy giảm. Chúng tôi **duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 42,100 VNĐ/CP, upside 27%** so với giá đóng cửa ngày 07/06/2022.

Bảng 3: Tổng hợp định giá

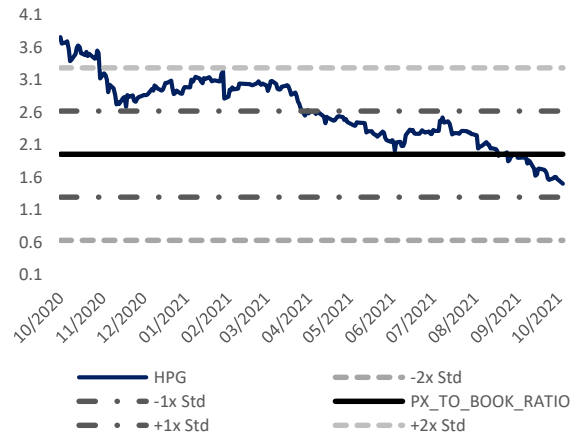
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
P/E	50%	43,078
EV/EBITDA	50%	41,097
Tổng hợp định giá		42,100

Nguồn: BSC Research

Hình : Chỉ số P/E của HPG



Hình : Chỉ số P/B của HPG



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	63,658	90,119	149,680	171,798	(Lỗ)/LNTT	9,097	15,357	37,057	29,602
Giá vốn hàng bán	52,473	71,214	108,571	138,655	Khấu hao và phân bổ	3,262	6,575	7,152	6,668
Lợi nhuận gộp	11,185	18,904	41,108	33,143	Thay đổi vốn lưu động	(4,644)	(10,345)	(17,488)	(6,834)
Chi phí bán hàng	873	1,091	2,120	2,428	LCTT từ HĐKD	7,715	11,587	26,721	29,436
Chi phí QLDN	569	690	1,324	1,517	Tiền chi mua TSCĐ	(20,825)	(11,916)	(11,621)	(16,853)
Lãi/lỗ HĐKD	9,743	17,123	37,664	29,198	Đầu tư khác	2,761	(6,580)	(8,048)	(20,671)
Doanh thu tài chính	471	1,005	3,071	3,616	LCTT từ HĐ Đầu tư	(18,064)	(18,495)	(19,669)	(37,524)
Chi phí tài chính	1,182	2,837	3,732	3,266	Tiền chi trả cổ tức	(13)	(1,419)	(1,693)	-
Chi phí lãi vay	937	2,192	2,526	2,485	Tiền từ vay ròng	12,391	17,470	3,423	7,619
Lợi nhuận từ CTLD/LK	(1)	2	4	3	Tiền thu khác	0	3	11	-
Lãi/lỗ khác	66	65	48	52	LCTT từ HĐ Tài chính	12,378	16,054	1,740	7,619
Lợi nhuận trước thuế	9,097	15,357	37,057	29,602	Dòng tiền đầu kỳ	2,516	4,545	13,696	22,471
Thuế thu nhập DN	1,518	1,851	2,536	2,026	Tiền trong kì	2,029	9,146	8,792	(468)
LN sau thuế	7,578	13,506	34,521	27,576	Dòng tiền cuối kỳ	4,545	13,690	22,488	22,003
CĐTS	51	56	43	50					
LNST - CĐTS	7,527	13,450	34,478	27,526					
EBITDA	12,179	21,657	45,665	34,837					
EPS	2,726	4,060	7,708	6,154					

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	Chỉ số (%)	2019	2020	2021	2022F
Tiền và DTTC	5,919	21,823	40,708	57,003	Khả năng thanh toán				
Phải thu ngắn hạn	3,561	6,125	7,663	8,976	H số TT ngắn hạn	1.13	1.09	1.28	1.42
Tồn kho	19,412	26,287	42,134	43,251	H số TT nhanh	0.41	0.59	0.71	0.88
TS ngắn hạn khác	1,544	2,513	3,650	4,181					
Tài sản ngắn hạn	30,437	56,747	94,155	113,411	Cơ cấu vốn				
TSCĐ hữu hình	30,980	65,308	68,744	70,785	Hệ số Nợ/TTS	53%	55%	49%	45%
TSCĐ vô hình	269	254	537	615	Hệ số Nợ/VCSH	113%	122%	96%	82%
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-					
TS dở dang dài hạn	37,435	6,247	9,699	23,863	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	46	171	7	42	Số ngày HTK	117	118	116	114
TS dài hạn khác	2,608	2,784	5,095	5,767	Số ngày phải thu	14	13	11	13
Tài sản dài hạn	71,339	74,764	84,082	101,071	Số ngày phải trả	85	71	63	67
Tổng tài sản	101,776	131,511	178,236	214,483	CCC	46	60	53	56
Phải trả ngắn hạn	7,507	10,916	23,729	25,393					
Vay ngắn hạn	16,838	36,798	43,748	48,712	Tỷ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	2,639	4,261	5,983	5,983	Lợi nhuận gộp	18%	21%	27%	19%
Tổng Nợ ngắn hạn	26,984	51,975	73,459	80,087	Lợi nhuận LNST	12%	15%	23%	16%
Vay dài hạn	19,842	17,343	13,465	16,120	ROE	16%	23%	38%	23%
Nợ dài hạn khác	7,163	2,973	532	532	ROA	7%	10%	19%	13%
Tổng Nợ dài hạn	27,005	20,316	13,996	16,651					
Nợ phải trả	53,989	72,292	87,456	96,739	Định Giá				
Vốn góp	27,611	33,133	44,729	44,729	PE	17.81	11.86	4.30	5.40
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	PB	2.71	2.62	1.63	1.25
LN chưa phân phối	15,877	21,792	41,763	69,241					
Vốn chủ khác	924	934	922	922	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	163	149	155	200	Tăng trưởng DTT	14%	42%	66%	15%
Vốn chủ sở hữu	47,787	59,220	90,781	118,303	Tăng trưởng EBIT	-8%	76%	120%	-22%
Tổng nguồn vốn	101,776	131,511	178,236	215,042	Tăng trưởng LNNT	-12%	69%	141%	-20%
SLCP (triệu)	2,761	3,313	4,473	4,473	Tăng trưởng EPS	-32%	49%	90%	-20%

Nguồn: HPG, 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 8&9 ThaiHoldings Tower
210 Trần Quang Khải, 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>

