

HPG – CTCP Tập Đoàn Hòa Phát

- Trong Q2/2023, doanh thu và lợi nhuận sau thuế giảm lần lượt 22% và 64% svck do nhu cầu tiêu thụ thép vẫn ở mức thấp.
- Chúng tôi dự báo LNST trong nửa cuối năm sẽ hồi phục so với các quý trước nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh hơn giá thành phẩm.
- Khuyến nghị **Mua** với giá mục tiêu 31,600 đồng/cp.

KQKD Q2/23: LNST giảm 64% svck tuy nhiên tăng gấp 2.5 lần so với Q1/2023

Trong Q2/2023, HPG ghi nhận doanh thu đạt 29,799 tỷ đồng (-22% svck) và LNST khoảng 1,447 tỷ đồng (-64% svck). Doanh thu, lợi nhuận giảm mạnh svck do những yếu tố: (1). Sản lượng bán hàng thép xây dựng giảm hơn 20% svck trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ yếu. (2) Giá thép xây dựng và HRC giảm lần lượt 35% và 25% svck và hiện tại đã về mức đáy T11/2022 (3). Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh về mức 11% so với khoảng 17% của Q2/22 do giá bán thép giảm mạnh hơn chi phí nguyên vật liệu. Nửa đầu năm 2023, HPG hoàn thành 23% kế hoạch LN của năm.

Ngành thép đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất, LNST sẽ tiếp tục hồi phục trong nửa cuối năm.

Chúng tôi dự báo giá bán thép xây dựng của HPG sẽ duy trì ở mức 14.300 - 14.500 triệu đồng/tấn trong những tháng cuối năm nhờ nhu cầu tiêu thụ hồi phục. Thị trường BĐS đã xuất hiện những yếu tố tích cực khi các chủ đầu tư bắt đầu mở bán dự án đặc biệt tại phân khúc căn hộ trung cấp tại khu vực phía Nam. Theo thông tin từ 1 số chủ đầu tư như Nam Long và Vinhomes, tỷ lệ hấp thụ đạt mức cao 65%. Lãi suất tín dụng ở mức thấp và Luật Đất Đai sửa đổi dự kiến thông qua vào T10/2023 sẽ tác động tích cực đến nguồn cung thị trường BĐS trong thời gian tới. Hơn nữa, giá than mỡ và quặng sắt (chiếm 70% chi phí sản xuất thép) giảm lần lượt 12% và 20% so với quý trước sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp lên mức 12%. Theo ước tính của chúng tôi, LNST sẽ đạt mức lần lượt 1,865 tỷ và 1,950 tỷ đồng trong Q3 và Q4/2023. Lũy kế cả năm 2023, LNST đạt 5,595 tỷ đồng (-37% svck)

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 31,600 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu HPG dựa trên các lý do chính sau: (1) Vị thế đứng đầu ngành, sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ khi chu kỳ ngành hồi phục. (2) Doanh thu và LNST tăng trưởng lần lượt 13% và 68% vào năm 2024. (3) Định giá đang ở mức hấp dẫn trong giai đoạn hồi phục của chu kỳ ngành thép. Các rủi ro chính bao gồm (1) Giá thép không phục hồi như kỳ vọng, (2) Giá nguyên vật liệu tăng trở lại và (3) Tỷ giá biến động khiến áp lực tài chính tăng mạnh.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24
Doanh thu thuần	149,680	141,409	117,939	132,760
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	34,159	8,883	5,595	9,435
Tăng trưởng doanh thu thuần	66%	-6%	-16%	12.6%
Tăng trưởng LN ròng	154%	-74%	-37%	68%
Biên LN gộp	27%	12%	10%	12%
Biên EBITDA	30%	14%	15%	17%
ROAE	38%	9%	5%	9%
ROAA	19%	5%	3%	5%
EPS (VND/cổ phiếu)	8,774	1,727	986	1,623
BVPS (VND/cổ phiếu)	20,261	16,511	17,620	18,614

Nguồn: HPG, MBS Research dự phóng

MUA

Giá mục tiêu

VND 31,600

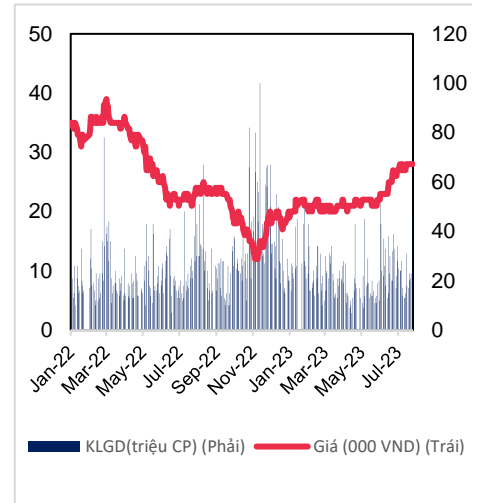
Tiềm năng tăng giá

16%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: MBS Research

Giá thị trường (VND)	27,350
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12,000
Vốn hóa (tỷ VND)	163,976
P/E (TTM)	140.82
P/B	1.69
Thị suất cổ tức (%)	n/a
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	23.00

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Trần Đình Long	26.08
Vũ Thị Hiền	7.34

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

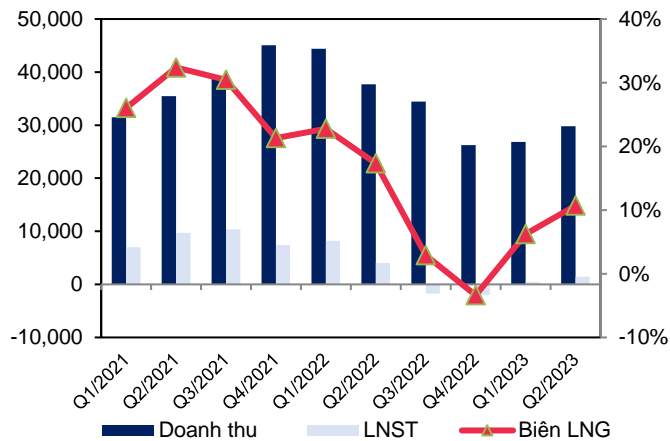
Quý 2/2023: Doanh thu và LNST giảm mạnh svck do nhu cầu yếu

Hình 1: So sánh các kết quả Q2/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q2/2023	Tăng trưởng yoy (%)	Tăng trưởng qoq (%)	Lũy kế 2 quý đầu năm	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	29,799	-22%	12%	56,665	-31%	Doanh thu giảm mạnh do mảng kinh doanh thép gặp khó khăn khi nhu cầu yếu. Sản lượng tiêu thụ và giá thép giảm lần lượt 18% và 10% svck.
Sản xuất thép	28,120	-22%	9%	52,934	-33%	
- Nội địa	17,681	-35%	-12%	40,158	-45%	Mảng nội địa suy giảm trong bối cảnh thị trường BĐS đóng băng dẫn đến giá và sản lượng tiêu thụ thép xây dựng giảm 13% và 25% svck.
- Xuất khẩu	10,439	-9%	150%	14,506	-30%	Mảng xuất khẩu giảm do giá thép XK giảm 20%, svck, sản lượng xuất khẩu tăng nhẹ 7% svck nhờ mở rộng thị trường.
Nông nghiệp	1,517	2%	-4%	3,142	-10%	
Bất động sản	162	200%	-60%	589	15%	
Biên lợi nhuận gộp	11%	-7 điểm %	5 điểm %	9%	-11 điểm %	Biên gộp giảm mạnh do giá thép giảm khoảng 15% svck nhưng giá nguyên liệu chỉ giảm khoảng 5% svck. Biên gộp Q2 tăng 5 điểm % QoQ nhờ áp lực chi phí nguyên liệu hạ nhiệt.
Chi phí quản lý & bán hàng	871	1%	7%	1,627	1%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	2.9%	+1 điểm %	+1 điểm %	3.2%	+0.6 điểm %	
Chi phí tài chính	1,348	-33%	1%	2,679	-40%	Tỷ giá ổn định giúp khoản lỗ tỷ giá giảm mạnh, giảm bớt gánh nặng chi phí tài chính
- Chi phí lãi vay	1,028	40%	5%	2,017	30%	
- Lỗ tỷ giá	320	-70%	8%	620	-60%	Tỷ giá trong Q2 duy trì ổn định quanh mức 23.600, tăng nhẹ 2% so với đầu năm và thấp hơn mức 8% svck.
LNTT	1,701	-61%	300%	2,233	-80%	
LNST	1,448	-65%	310%	1,831	-75%	LNST giảm mạnh svck do doanh thu giảm 22% và biên gộp giảm về mức 11% từ khoảng 18% năm trước. So với Q1/2023, LNST tăng trưởng hơn 3 lần nhờ áp lực chi phí NVL hạ nhiệt.

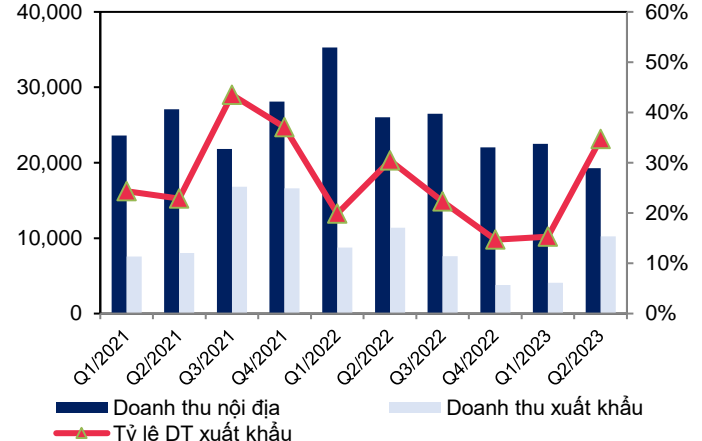
Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 2: Kết quả kinh doanh của HPG qua các quý



Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



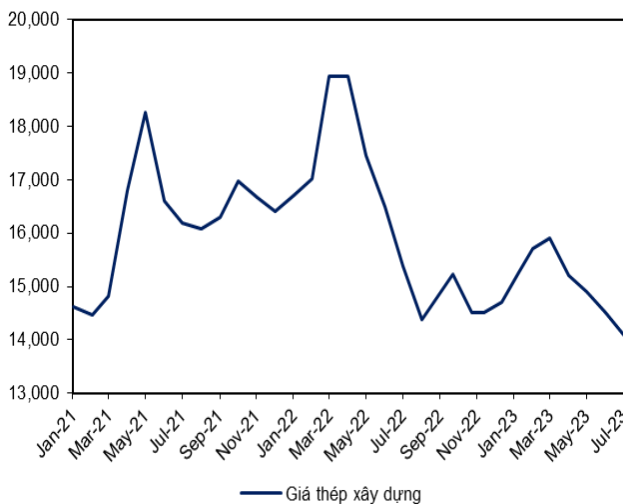
Nguồn: HPG, MBS Research

Triển vọng kinh doanh giai đoạn 2023 - 2024

Giá thép trong nước đã quay về mức đáy T11/2022 và duy trì nền thấp trong nửa cuối năm do nhu cầu yếu

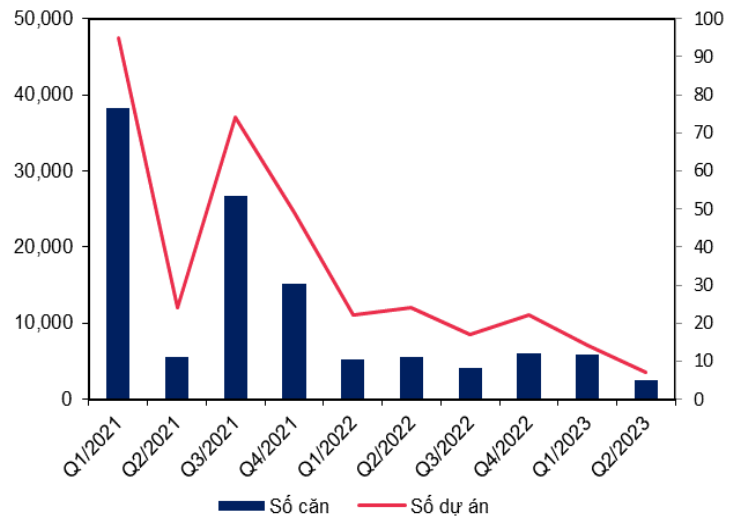
Giá thép xây dựng trong nước đã trải qua 15 đợt điều chỉnh giảm giá từ đầu năm do nhu cầu nhập hàng của các đại lý sụt giảm mạnh. Hiện nay, giá thép duy trì quanh mức 14.2 triệu đồng/tấn, giảm khoảng 12% so với đầu năm và bằng với mức đáy tháng 11 năm ngoái. Nhu cầu tiêu thụ giảm mạnh đến từ khó khăn của hoạt động xây dựng dân dụng (chiếm 70% sản lượng tiêu thụ). Thị trường bất động sản bước vào giai đoạn suy giảm kể từ cuối Q2/2022 sau chu kỳ tăng trưởng từ 2017 – nửa đầu 2022.

Hình 10: Giá thép xây dựng trong nước (Nghìn/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 11: Nguồn cung bất động sản các quý gần đây



Nguồn: Bộ Xây Dựng, MBS Research

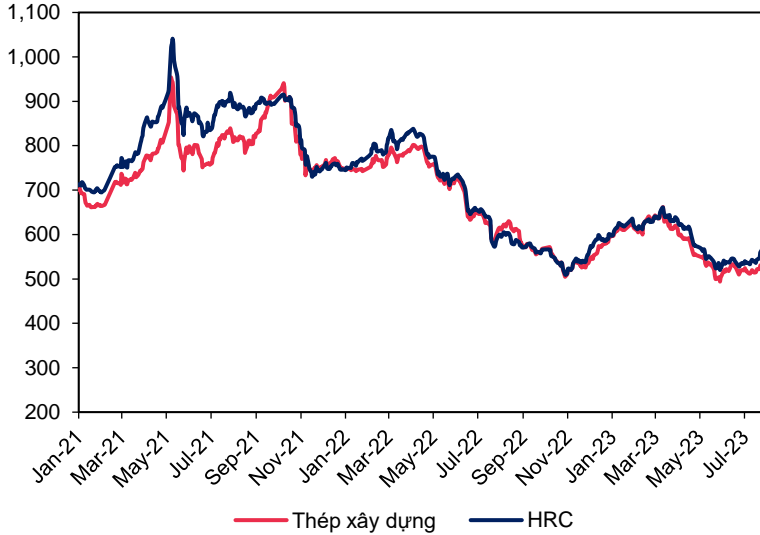
Nguồn cung bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục khi theo thống kê của Bộ Xây Dựng, số lượng dự án hoàn thành trong nửa đầu năm 2023 chỉ đạt 21 dự án (-55% svck) và 8,333 sản phẩm (-23% svck). Nguồn cung giảm mạnh trong bối cảnh phần lớn các dự án gặp vướng mắc pháp lý và nguồn vốn. Hơn nữa, sau thông tin sai phạm của các công ty BĐS lớn, các địa phương đã tiến hành rà soát quy hoạch, pháp lý tại 1 số dự án. Điều này khiến các dự án bị chậm tiến độ kéo dài gây ra vấn đề thiếu hụt nguồn cung cho thị trường. Chúng tôi đánh giá, nguồn cung trong các quý tiếp theo dự kiến giảm khoảng 20% svck và chỉ được cải thiện khi Luật Đất Đai sửa đổi được thông qua và cuối năm. Hiện tại, mức chênh lệch 60 USD/tấn giữa thép Việt Nam và thép Trung Quốc sẽ không gây áp lực giảm giá bán đối với các công ty Việt Nam theo đánh giá của chúng tôi. Vì thế, chúng tôi dự phóng giá thép xây dựng trong nước sẽ duy trì quanh mức 14.300 - 14.500 triệu đồng/tấn đến cuối năm 2023.

Giá thép Trung Quốc giảm về đáy và có xu hướng hồi phục nhờ hàng tồn kho ở mức thấp

Giá thép Trung Quốc hiện tại đã giảm về mức đáy T11/2022 khi thép xây dựng giảm 15% so với đầu năm, đạt mức 530 USD/tấn. Thị trường BĐS nước này vẫn đang trong giai đoạn điều chỉnh khi doanh số bán nhà tiếp tục suy giảm 33% trong tháng 7. Chính phủ Trung Quốc đã quyết định gia hạn chính sách "16 điểm giải cứu thị trường BĐS" đến cuối năm 2024 với những biện pháp nổi bật bao gồm Gia hạn các khoản vay dài hạn cũng như Cung cấp các khoản vay ngắn

hạn để hoàn tất các dự án dở dang. Hơn nữa, chỉ số hàng tồn kho trong Q2/2023 của các nhà sản xuất thép nước này đã giảm khoảng 20% svck làm giảm bớt chênh lệch cung – cầu trên thị trường thép nước này. Theo đánh giá của Steelhome với những yếu tố tích cực trên giá thép xây dựng Trung Quốc sẽ duy trì quanh mức 530 – 540 USD/tấn trong nửa cuối năm nay.

Hình 12: Giá thép Trung Quốc giảm mạnh do nhu cầu yếu



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HPG sẽ tiếp tục được cải thiện trong nửa cuối năm nhờ giá than mỡ và quặng sắt giảm

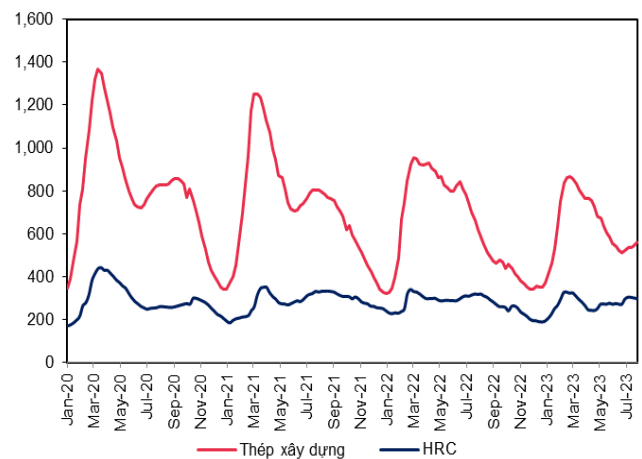
Trung Quốc lên kế hoạch cắt giảm sản lượng thép năm thứ 3 liên tiếp với mục tiêu đưa mức phát thải ròng về 0 vào năm 2060. Sau mức sản xuất kỷ lục gần 1.1 tỷ tấn vào năm 2020, Trung Quốc đã thực hiện chiến lược cắt giảm sản lượng sản xuất bằng cách đóng cửa các nhà máy lạc hậu gây ô nhiễm môi trường. Chính phủ Trung Quốc thực hiện cắt giảm lần lượt 1.7% và 3% vào 2022 và 2021. Kế hoạch cắt giảm sản lượng 2.5% svck trong năm 2023 tác động tiêu cực đến giá nguyên liệu than mỡ và quặng sắt. So với hồi đầu năm, giá quặng sắt giảm 20% về mức 110 USD/tấn và giá than giảm 35%, đạt 220 USD/tấn.

Hình 4: Giá than và quặng sắt giảm mạnh trong Q2/2023



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 5: Chỉ số hàng tồn kho thép xây dựng và HRC tại TQ

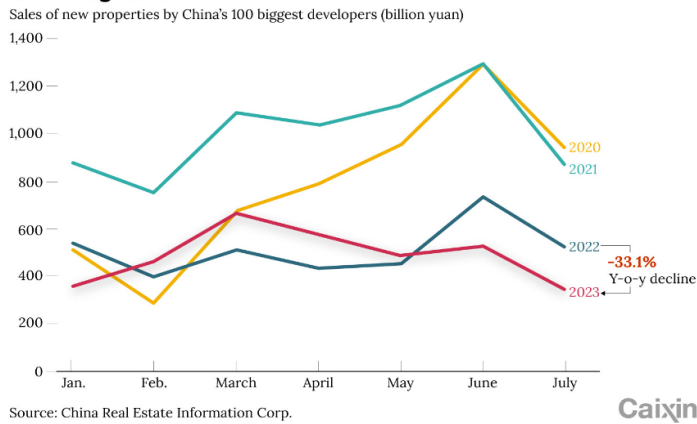


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Nhu cầu nhập nguyên vật liệu của các nhà máy sản xuất thép tại Trung Quốc đang ở mức thấp trong bối cảnh tiêu thụ gặp nhiều thách thức do những khó khăn của thị trường bất động sản nước này. Chỉ số hàng tồn kho thép xây dựng Trung Quốc trong Q2/2023 giảm mạnh 20% so với hồi đầu năm đến từ nhu cầu tích trữ suy giảm của nhà cung cấp khi thị trường bất sản chưa có dấu hiệu phục hồi. Doanh số bán nhà tiếp tục sụt giảm hơn 33% svck trong tháng 7 và dự kiến chưa thể phục hồi trong nửa cuối năm. Hơn nữa, ảnh hưởng của thị trường BĐS khiến sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong Q2/2023 giảm khoảng 5% so với mức nền thấp của năm 2022 do bị ảnh hưởng bởi chiến dịch phong tỏa để kiểm soát Covid.

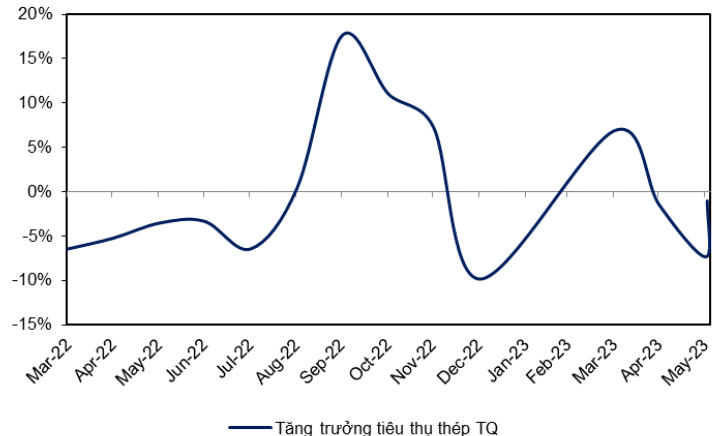
Nhu cầu sản xuất thép thô yếu khiến giá mặt hàng nguyên vật liệu than mỡ và quặng sắt giảm mạnh. Trong Q2/2023, giá than và quặng sắt giảm lần lượt 30% và 20% svck và mức giảm chi phí giá vốn sẽ phản ánh vào KQKD của Quý 3 do hiện nay vòng quay nguyên vật liệu của HPG khoảng 75 ngày. Chúng tôi dự báo giá nguyên vật liệu sẽ duy trì ở mức thấp trong nửa cuối năm do nhu cầu sản xuất yếu. Giá quặng sắt ở mức 110 USD/tấn (-20% svck) và giá than đạt 230 USD/tấn (-30% svck). Chi phí đầu vào giảm ảnh hưởng tích cực đến biên gộp của DN, trong 2 quý cuối năm biên gộp dự kiến ở mức 12%, cải thiện nhẹ so với 11.6% của Q2/2023.

Hình 6: Doanh số bán nhà tại Trung Quốc năm 2023
Shrinking Sales



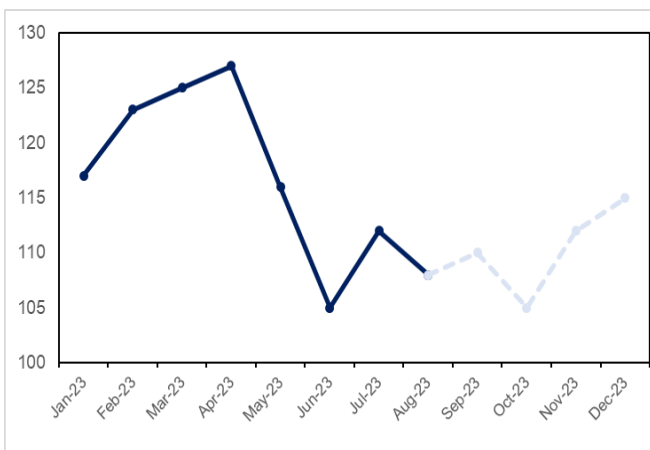
Nguồn: MBS Research

Hình 7: Tăng trưởng tiêu thụ thép tại Trung Quốc có dấu hiệu phục hồi



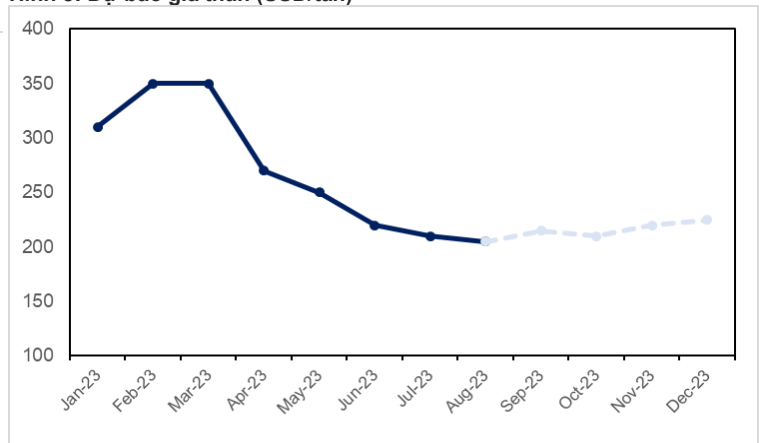
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 8: Dự báo giá quặng sắt (USD/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 9: Dự báo giá than (USD/tấn)



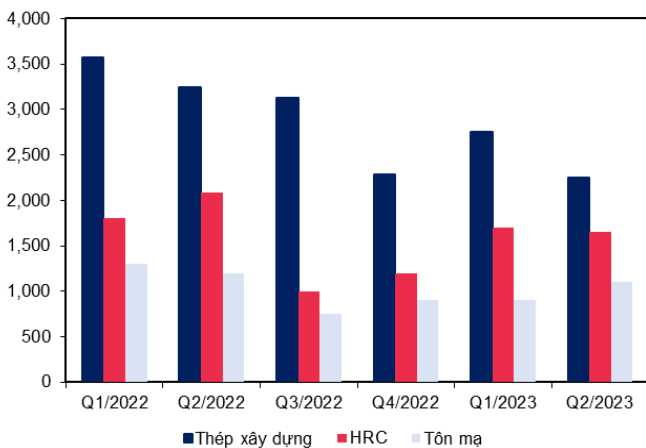
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Theo trao đổi với DN, HPG đã mở lại toàn bộ 7 lò cao vào đầu quý 3. Điều này giúp doanh nghiệp có thể tích trữ hàng tồn kho giá rẻ khi giá nguyên vật liệu đã giảm về mức thấp của năm 2021. Chúng tôi đánh giá, biên gộp sẽ tiếp tục cải thiện lên mức 12% trong nửa cuối năm và 14% vào năm 2024 khi giá thép xây dựng hồi phục trở lại.

Sản lượng tiêu thụ sụt giảm trong năm 2023 và hồi phục vào năm 2024

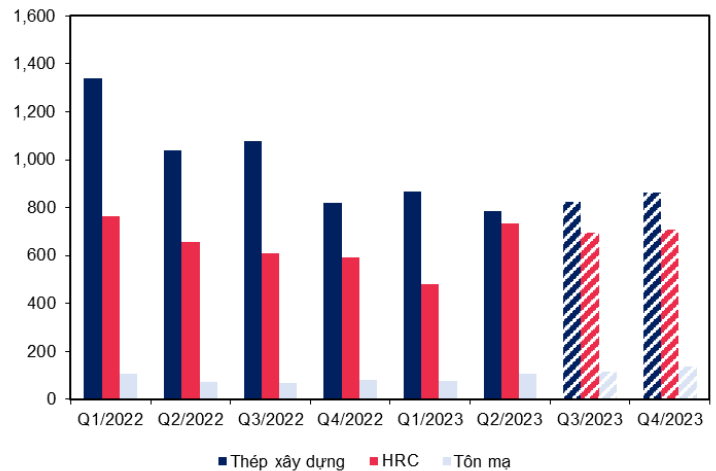
Nửa đầu năm 2023, sản lượng tiêu thụ thép trong nước giảm mạnh 17.5% svck, đạt mức 12.4 triệu tấn. Chủ yếu do mức giảm của thép xây dựng (chiếm 60% sản lượng toàn ngành), nhu cầu yếu do hoạt động xây dựng dân dụng khó khăn khiến sản lượng bán hàng thép xây dựng giảm hơn 26% svck trong khi mức giảm của HRC vào khoảng 14%. Thị trường thép khó khăn tác động tiêu cực tới sản lượng bán hàng của HPG, thép xây dựng và HRC có mức giảm lần lượt 30% svck và 15% svck trong 6T/2023. Tuy nhiên, tín hiệu hồi phục đã xuất hiện trong quý 2 khi sản lượng tiêu thụ HRC hồi phục 12% svck nhờ tăng trưởng của thị trường xuất khẩu. Giá HRC tại Châu Âu và Mỹ tăng mạnh lên mức trên 950 USD/tấn trong quý 2 do tồn kho thấp khiến các nhà cung cấp tăng cường nhập khẩu thép Châu Á với giá chỉ khoảng 650 USD.

Hình 13: Sản lượng tiêu thụ thép VN



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 14: Sản lượng tiêu thụ của HPG



Nguồn: HPG, MBS Research

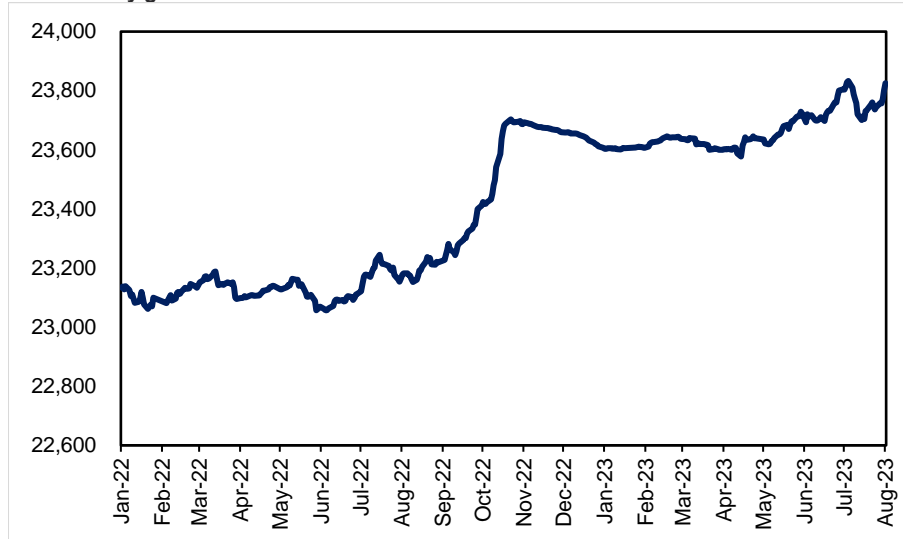
Tuy nhiên, giá HRC tại châu Âu và Mỹ hạ nhiệt xuống mức dưới 850 USD/tấn vào đầu quý 3. Điều này khiến nhu cầu HRC tại khu vực này giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao khi chênh lệch giá rơi vào khoảng 200 USD/tấn. Vì vậy, sản lượng HRC dự kiến trong nửa cuối năm tuy giảm nhẹ so với quý 2 nhưng tăng trưởng ở mức 14% so với mức nền thấp nửa cuối năm 2022. Đối với thép xây dựng, chúng tôi đánh giá động lực đến từ đầu tư hạ tầng khi giải ngân vốn đầu tư công tăng 34% trong 7T/2023 không ảnh hưởng nhiều đến tiêu thụ thép xây dựng khi tỷ trọng của thép trong xây dựng hạ tầng là không cao. Do đó, sản lượng thép xây dựng trong quý 3 giảm khoảng 18% svck và đó hồi phục nhẹ 3% svck vào quý 4 khi thị trường BĐS ấm lên.

Tỷ giá ổn định giúp lỗ tỷ giá giảm mạnh

Trong năm 2022, tỷ giá USD/VND tăng 8% so với thời điểm cuối năm 2021 sau 7 lần tăng lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED). Lãi suất tăng cao tác động tích cực đến nhu cầu về đồng USD và tỷ giá đạt đỉnh ở mức 23,800 vào cuối năm. Biến động tỷ giá khiến HPG lỗ tỷ giá lên tới gần 4,000 tỷ đồng (tăng gần 3 lần svck) do công ty phải vay ngắn hạn USD để nhập nguyên vật liệu.

Trong năm 2023, tỷ giá dự kiến sẽ ổn định hơn svck khi 1 số tín hiệu cho thấy Fed Fund rate dự kiến đạt đỉnh vào cuối năm 2023 ở mức 5.5% - 5.75% và giảm kể từ năm 2024. Hơn nữa, dự trữ ngoại hối của VN hiện nay ở mức 95 tỷ USD, cao hơn 6 tỷ so với cuối năm 2022. Dự trữ ngoại hối dồi dào giúp tỷ giá USD/VND có thể duy trì quanh mức 23,900 trong nửa cuối năm. Do đó, biến động tỷ giá khoảng 3% giúp HPG chỉ còn lỗ tỷ giá khoảng 1,100 tỷ đồng (-73% svck).

Hình 15: Tỷ giá USD/VND từ đầu năm 2022



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự báo KQKD của HPG giai đoạn 2023 – 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của HPG trong năm 2023 lần lượt đạt 117,939 tỷ đồng (-16% svck) và 5,594 tỷ đồng (-37% svck). Sang năm 2024, tín hiệu hồi phục sẽ rõ ràng hơn trong bối cảnh thị trường BĐS hồi phục tác động tích cực đến giá thép và giá nguyên vật liệu vẫn ở mức thấp do nhu cầu sản xuất giảm mạnh từ TQ. Doanh thu và LNST năm 2024 dự kiến đạt 132,760 tỷ đồng (+13% svck) và 9,434 tỷ đồng (+68% svck) dựa trên giả định chính sau:

- Giá thép trong nước đã tạo đáy và duy trì ở mức 14.300 – 14.500 triệu đồng/tấn trong nửa cuối năm 2023 và hồi phục vào 2024. Chúng tôi đánh giá môi trường lãi suất thấp và Luật Đất Đai sửa đổi dự kiến thông qua vào T10/2023 sẽ tác động tích cực đến nguồn cung BĐS trong thời gian tới. Nhờ đó, giá thép xây dựng dự kiến hồi phục lên mức 15.000 triệu đồng/tấn (+4% svck)
- Giá nguyên liệu than mỡ và quặng sắt lần lượt duy trì quanh mức 230 USD/ tấn (-35% svck) và 115 USD/tấn (-15% svck) do nhu cầu tích trữ hàng tồn kho tại Trung Quốc yếu. Chúng tôi đánh giá, giá thép Trung Quốc đã tạo đáy ở mức 530 USD/tấn do hiện nay hàng tồn kho tại các nhà máy giảm khoảng 20% svck làm giảm chênh lệch cung – cầu so với thời điểm Q4/2022.
- Biên lợi nhuận gộp hồi phục lên mức 12% trong nửa cuối năm do giá nguyên liệu giảm mạnh hơn giá bán và hồi phục lên mức 12.5% trong năm 2024 khi giá bán hồi phục.

- Khu Liên Hợp Dung Quất 2: Đây là động lực tăng trưởng trong dài hạn của DN khi cung cấp thêm khoảng 4.5 triệu tấn HRC cho thị trường Việt Nam. Chúng tôi đánh giá, dự án này có thể vận hành và ghi nhận thêm khoảng 45,000 tỷ đồng doanh thu từ năm 2026.

Hình 16: Dự phóng kết quả kinh doanh của PVD giai đoạn 2023-2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2022	2023F	Tăng trưởng yoy (%)	2024F	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	141,409	117,938	-19%	132,760	13%	
- Sản xuất thép	133,773	108,448	-18%	124,307	15%	Doanh thu mảng thép giảm trong năm 2023 do sản lượng dự kiến giảm 10%, giá thép giảm 7% svck. Sang năm 2024, DT hồi phục nhờ thị trường BĐS hồi phục.
- Dịch vụ Nông nghiệp	7,907	6,845	-15%	7,290	8%	
- Bất động sản	538	575	5%	630	4%	
Biên lợi nhuận gộp	11.9%	10%	-1.9 điểm %	11.5%	+1.5 điểm %	Biên gộp đạt 11.3% trong nửa cuối năm 2023 kéo theo cả năm lên mức 10%. Biên gộp cải thiện trong năm 2024, do giá thép hồi phục và NVL tạo đáy.
Chi phí tài chính	(7,026)	(4,738)	-33%	(4,110)	-13%	CP tài chính giảm 33% do lỗ tỷ giá giảm hơn 65% svck.
-Chi phí lãi vay	(3,083)	(3,625)	-17%	(3,503)	-3%	HPG tăng quy mô vay dài hạn lên 20% svck phục vụ cho xây dựng KLH Dung Quất 2.
Chi phí quản lý & bán hàng	(3,685)	(3,186)	-13%	(3,251)	2%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	2.3%	2.4%	1 điểm %	2.3%	0 điểm %	
LNTT	9,922	6,752	-32%	9,668	62%	
Thuế TNDN	(1,001)	(1,080)	2%	(1,228)	15%	
LNST	8,921	5,594	-37%	9,434	68%	LNST giảm mạnh trong năm 2023 do doanh thu giảm 17% và biên gộp giảm 2 điểm % xuống mức 10%. LNST phục hồi trong 2024 nhờ giá thép tăng nhẹ và biên gộp lên mức 11.5%

Nguồn: MBS Research

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu HPG dựa trên các luận điểm chính sau:

- Vị thế đứng đầu ngành thép nhờ chi phí sản xuất thấp, sẽ được hưởng lợi đầu tiên khi chu kỳ ngành hồi phục trở lại.
- Giá thép đã tạo đáy và sẽ phục hồi từ năm 2024 trong khi giá NVL đang trong xu hướng giảm sẽ tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp.
- Môi trường lãi suất thấp và tỷ giá ổn định giúp chi phí tài chính giảm mạnh hơn 40% svck.
- Khu Liên Hợp Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ cuối 2025 là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

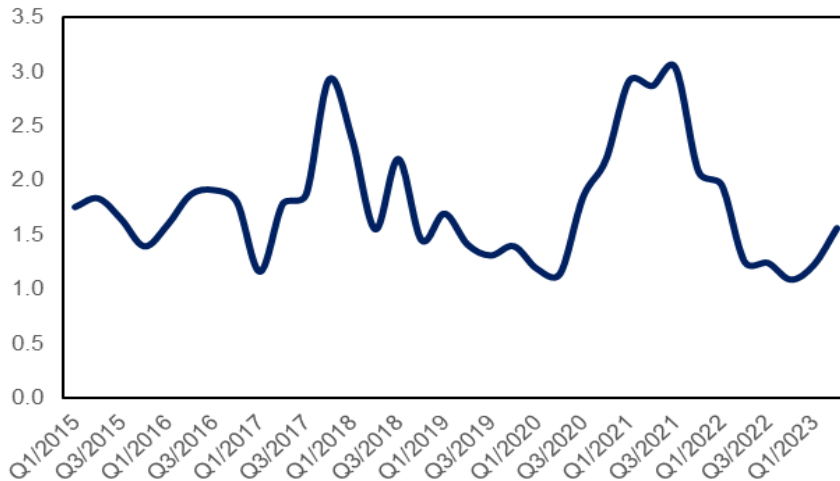
Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với HPG, giá mục tiêu 1 năm là **31,600 đồng/cổ phiếu**.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp FCFF và P/B để định giá HPG. Trong mỗi giai đoạn của chu kỳ ngành thép, HPG được định giá với 1 mức P/B khác nhau thể hiện tiềm năng tăng trưởng cũng như kỳ vọng của nhà đầu tư. Trong thời điểm hiện nay, chúng tôi đánh giá ngành thép đang bước vào chu kỳ hồi

phục khi thời điểm khó khăn nhất đã qua. Trong những giai đoạn hồi phục từ đáy chu kỳ ngành thép, HPG được định giá với mức P/B từ 1.6 – 1.8. Chúng tôi xác định mức P/B vào cuối năm 2023 của DN sẽ ở mức 1.8 với những tiềm năng hồi phục đã nêu trên.

Hình 17: Lịch sử định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 18: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2023F-2027F	tỷ đồng	89,229
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	123,931
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	206,160
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	34,592
(-) Nợ	tỷ đồng	58,210
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	182,543
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	5,814
Giá trị cổ phiếu	nghìn đồng	31,400

Nguồn: MBS Research

Hình 19: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (nghìn VNĐ)
FCFF	50%	31.400
P/B (với P/B mục tiêu 2023 = 1.8x)	50%	31.800
Giá mục tiêu		31.600
Giá hiện tại		27.350
Tiềm năng tăng giá		16%

Nguồn: MBS Research

Hình 20: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Ticker	Market Cap (USD Million)	P/E (x)		P/B (x)		D/E (%)		ROE (%)		
		Q2/2023 (TTM)	2022	Q2/2023	2022	Q2/2023 (TTM)	2022	Q2/2023 (TTM)	2022	
Valin Steel Group	000932 CH Equity	4,800	7.8	5.1	0.7	0.7	70.4%	64.8%	10.1%	13.3%
Kobe Steel	5406 JP Equity	4,100	7.6	4.7	0.6	0.3	106.1%	97.1%	8.3%	6.3%
China steel	2002 TT Equity	14,500	26.5	73.9	1.4	1.5	67.8%	69.2%	1.9%	5.3%
Fangda Special Steel Co.	600507 CH Equity	1,500	20.3	9.5	1.2	1.5	50.5%	53.4%	6.2%	5.5%
Nippon Steel	5401 JP Equity	19,800	3.98	3.26	0.66	0.52	58.1%	57.1%	18.1%	17.6%
Mean		8,940	13.2	19.3	0.9	0.9	70.6%	68.3%	8.9%	9.6%
Hoa Phat Group	HPG VN	6,900	N/A	15.8	1.6	1.2	55.7%	60.4%	13.6%	10.6%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- Giá thép trong năm 2024 không phục hồi như kì vọng do thị trường BĐS chưa phục hồi.
- Giá NVL tăng trở lại khiến gộp của HPG không cải thiện như kì vọng.
- Tỷ giá biến động và lãi suất cho vay tăng khiến áp lực chi phí tài chính và lỗ tỷ giá vẫn ở mức cao.

Báo cáo kết quả HĐKD	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24
Doanh thu thuần	149,680	141,409	117,939	132,760	LN trước thuế	37,057	9,923	6,724	10,743
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(106,160)	(117,800)	Khấu hao	6,077	6,759	7,565	7,874
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	11,778	14,960	CP lãi vay	2,192	2,526	(1,076)	(1,263)
Chi phí quản lý DN	(1,324)	(1,019)	(1,242)	(1,353)	Các khoản điều chỉnh khác	(2,402)	(3,273)	74	76
Chi phí bán hàng	(2,120)	(2,666)	(1,945)	(1,899)	Thay đổi VLD	(16,863)	(6,237)	(1,661)	(3,749)
LN từ HĐKD	37,664	13,078	8,591	11,708	LCTT từ HĐKD	26,060	9,698	11,624	13,681
EBITDA thuần	43,741	19,838	16,051	19,691	Đầu tư TSCĐ	(11,621)	(17,888)	(8,269)	(15,868)
LN trước thuế & lãi vay	37,664	13,078	8,591	11,708	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(7,368)	(4,090)	2,157	(11,765)
Thu nhập lãi	3,071	3,744	2,826	3,285	LCTT từ đầu tư	(18,990)	(21,977)	(6,112)	(27,634)
Chi phí tài chính	(3,732)	(7,027)	(4,767)	(4,326)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	11	4	-	-
Thu nhập ròng khác	48	129	74	76	Tiền vay ròng nhận được	3,423	479	310	8,834
TN từ các Cty LK & LD	4	(1)	2	2	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	37,057	9,923	6,724	10,743	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,693)	(2,261)	-	(2,907)
Thuế TNDN	(2,855)	(1,001)	(1,076)	(1,263)	LCTT từ hoạt động TC	1,740	(1,778)	310	5,927
Lợi nhuận sau thuế	34,201	8,922	5,647	9,479	Tiền & tương đương tiền đầu kì	13,696	22,471	8,325	14,147
Lợi ích cổ đông thiểu số	(43)	(39)	(52)	(45)	LC tiền thuần trong năm	8,775	(14,147)	5,823	(8,026)
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	34,159	8,883	5,595	9,435	Tiền & tương đương tiền cuối kì	22,471	8,325	14,147	6,121
Chi trả cổ tức	(1,693)	(2,261)	-	(2,907)					
Lợi nhuận giữ lại	32,466	6,621	5,595	6,527					
Bảng cân đối kế toán	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Các chỉ số cơ bản	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24
Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	14,147	6,121	Tăng trưởng doanh thu thuần	99.7%	-54.6%	-19.1%	22.7%
Đầu tư ngắn hạn	18,236	26,268	15,761	14,185	Tăng trưởng EBITDA	220.0%	34.7%	65.7%	136.3%
Phải thu khách hàng	4,973	2,959	4,183	4,801	Tăng trưởng LN từ HĐKD	141.3%	-73.2%	-32.2%	59.8%
Hàng tồn kho	42,134	34,491	34,885	39,211	Tăng trưởng LN trước thuế	154.0%	-74.0%	-37.0%	68.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	94,155	80,515	76,898	72,086	Tăng trưởng LN ròng	112.5%	-80.1%	-48.1%	58.9%
Tài sản cố định	68,744	70,199	70,933	78,971	Tăng trưởng EPS	112.5%	-80.1%	-48.1%	58.9%
Xây dựng cơ bản dở dang	9,699	13,363	22,065	34,475	Biên LN gộp	27.5%	11.9%	10.0%	11.3%
BĐS đầu tư	548	629	678	758	Biên EBITDA	30.5%	14.0%	15.1%	16.9%
Lợi thế thương mại	88,009	88,009	88,009	88,009	Biên LN ròng	22.8%	6.3%	4.7%	7.1%
Đầu tư vào công ty LD	816	895	901	901	ROAE	45.6%	9.5%	5.6%	9.0%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	3,738	4,100	4,012	4,012	ROAA	22.1%	5.1%	3.2%	5.1%
Tổng tài sản dài hạn	84,082	89,821	99,311	119,840	ROIC	23.1%	5.8%	3.5%	5.4%
Tổng tài sản	178,236	170,336	176,209	191,925	Vòng quay tài sản	1.0	0.8	0.7	0.7
Vay & nợ ngắn hạn	43,748	46,749	44,227	45,959	Cổ tức chi trả/LN ròng	5.0%	25.5%	0.0%	30.8%
Phải trả người bán	23,729	11,107	10,552	11,607	Tổng nợ vay/VCSH	63%	60%	57%	62%
Phải trả ngắn hạn khác	3,605	2,902	2,568	2,568	Nợ vay ròng/VCSH	38%	52%	43%	56%
Tổng nợ ngắn hạn	73,459	62,385	59,273	62,046	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	19.5%	29.1%	25.0%	31.7%
Vay & nợ dài hạn	13,465	11,152	13,983	21,085	Khả năng thanh toán lãi vay	14.9	4.2	2.4	3.1
Các khoản phải trả khác	532	686	496	511	Số ngày phải thu	12.1	7.6	12.9	13.2
Tổng Nợ dài hạn	13,996	11,837	14,479	21,596	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	141.6	101.0	119.9	121.5
Tổng nợ	87,456	74,223	73,751	83,642	Số ngày phải trả tiền bán	79.8	32.5	36.3	36.0
Vốn điều lệ	44,729	58,148	58,148	58,148	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.3	1.3	1.2
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	Khả năng thanh toán nhanh	0.7	0.7	0.7	0.5
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	0.6	0.5	0.3
LN giữ lại	41,763	33,834	39,429	45,956					
Các quỹ thuộc VCSH	922	814	1,670	924	Định giá				
Vốn chủ sở hữu	90,626	96,007	102,458	108,239	EPS	8,774	1,727	962	1,623
Lợi ích cổ đông thiểu số	155	106	106	45	BVPS	20,261	16,511	17,620	18,614
Tổng vốn chủ sở hữu	90,781	96,113	102,458	108,284	P/E	4.0	10.4	32.7	19.4
Tổng nợ và VCSH	178,236	170,336	176,209	191,925	P/B	1.7	1.1	1.8	1.7

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Trần Thị Khánh Hiền

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Hoàng Công Tuấn

Trưởng phòng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Phương Lan

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng

Phạm Quỳnh Trang

Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng Lượng

Phạm Thị Thanh Huyền

