

Mua vào (giữ nguyên)

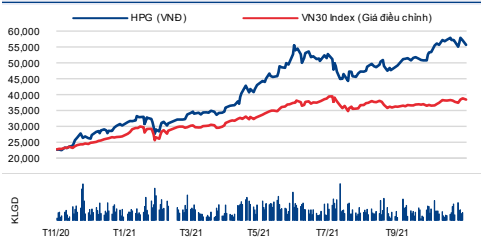
Giá mục tiêu: VNĐ73,900 (từ VNĐ68,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 32.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (1/11/2021)	55,700
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,407-58,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	56,933
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	249,142
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	10,949
Slg CP lưu hành (tr.đv)	4,473
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,192
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,080
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.9%
Tỷ lệ freefloat	57.6%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (26.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.31	17.8	146
So với chỉ số	(0.85)	12.4	44.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2021F	7,837	7,195	8.9
2022F	7,042	7,022	0.3
2023F	7,530	6,609	13.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nâng giá mục tiêu nhờ yếu tố cung cầu & triển vọng dài hạn tích cực hơn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng nâng 8,7% giá mục tiêu lên 73.900đ sau khi phân tích yếu tố cung cầu và các yếu tố dài hạn (công suất, đầu tư công, chiến lược) với kết quả nói chung tích cực.
- HSC nâng 8,8% dự báo EPS năm 2021 (tăng 174%) nhưng giữ nguyên dự báo EPS năm 2022 và 2023. Dự báo mới của HSC cao hơn bình quân thị trường với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR là 38,1% trong 3 năm tới.
- HPG có P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần (dự phóng năm 2022: 7,9 lần), thấp hơn 9,4% bình quân P/E trượt dự phóng 1 năm trong quá khứ là 8,5 lần (từ đầu năm 2018) và rất rẻ nếu nhìn vào triển vọng tích cực của Công ty.

Sự kiện: Phân tích xu hướng giá thép xây dựng thời gian gần đây

Gần đây HSC thấy cả nhu cầu và giá thép xây dựng hồi phục mạnh, đặc biệt là tại thị trường trong nước. HPG đã tăng giá bán thép xây dựng 3 lần trong tháng 10 với tổng mức tăng là 600-650đ/kg (tương đương mức tăng so với đầu tháng là 3,8%).

Cùng với giá tăng, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng cũng đã và đang tăng mạnh, và chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ đạt sản lượng tiêu thụ rất cao trong tháng này vì nhu cầu bị dồn nén được giải tỏa.

Tác động: Nâng 8,8% dự báo EPS năm 2021

Trước sự hồi phục mạnh mẽ của nhu cầu đối với thép xây dựng và giá bán nói chung tăng (mặc dù giá HRC giảm nhẹ), HSC nâng 8,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 lên 36.897 tỷ đồng, tăng trưởng 174%. Theo đó lợi nhuận thuần Q4/2021 dự báo đạt 9.847 tỷ đồng (tăng 112% so với cùng kỳ). Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2022-2023 vì kỳ vọng mặt bằng giá thép cao hiện nay sẽ còn duy trì sang nửa đầu năm 2022. Dự báo mới của HSC lần lượt cao hơn 8,9%; 0,3% và 13,9% so với bình quân thị trường cho năm 2021-2023; theo đó lợi nhuận thuần 3 năm tới tăng trưởng với tốc độ CAGR là 38,1%.

Chúng tôi cho rằng giá thép có thể có các nhịp điều chỉnh vào nửa cuối năm 2022 khi các dây chuyền sản xuất mới tại EU và Mỹ dự kiến đi vào hoạt động.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng 8,7% giá mục tiêu lên 73.900đ (tiềm năng tăng giá: 33%) sau khi (1) nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 và (2) chuyển thời điểm định giá về cuối năm 2022. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2022 của HPG là 10,5 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG vì vị thế đầu ngành thép (dựa trên quy mô sản xuất lớn và chi phí sản xuất thấp nhất tại Việt Nam), động thái mở rộng ra thị trường thế giới và định giá hợp lý. Trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng HPG sẽ hưởng lợi chính từ chính sách đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt với công suất mới dự kiến sẽ được xây dựng. HSC cũng lạc quan một cách thận trọng về chiến lược mới đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh của Công ty.

Cuối năm: Tháng 12	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	12,336	21,899	46,492	42,856 ▼	46,356 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,508	13,450	36,897 ▲	33,157	35,455
EPS ĐC (đồng)	2,583	3,857	7,837 ▲	7,042	7,530
DPS (đồng)	500	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	17,248	17,829	20,669	26,714	33,244
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.0	9.91	5.64	5.84	5.83
P/E ĐC (lần)	21.6	14.4	7.11	7.91	7.40
Lợi suất cổ tức (%)	0.90	0.90	1.80	1.80	1.80
P/B (lần)	3.23	3.12	2.69	2.09	1.68
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(33.9)	49.3	103	(10.1)	6.93
ROAE (%)	17.0	25.2	48.7	31.3	26.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nền tảng căn bản cải thiện, giá cổ phiếu còn nhiều dư địa tăng; khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG và nâng 8,7% giá mục tiêu lên 73.900đ (tiềm năng tăng giá: 33%) sau khi nâng dự báo lợi nhuận năm 2021 và chuyển thời điểm định giá về cuối năm 2022 (từ giữa năm 2022 như trước đây). Cho năm 2021, HSC nâng 8,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023 với tốc độ tăng trưởng CAGR trong 3 năm tới là 38,1%. Trong ngắn hạn, có nhiều dấu hiệu cho thấy nhu cầu đối với thép xây dựng sẽ tăng khi giãn cách xã hội được nới lỏng. Thêm vào đó, về dài hạn, gói kích thích kinh tế dự kiến được triển khai của chính phủ nhiều khả năng sẽ tập trung nhiều vào cơ sở hạ tầng, và HPG sẽ có lợi thế để đáp ứng nhu cầu về thép xây dựng xuất phát từ chính sách kích thích này. Với vị thế đầu ngành thép và tiềm lực tài chính mạnh, HSC tiếp tục duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG.

Q3/2021: Lợi nhuận thuần tăng 2,7 lần

HPG đã công bố BCTC Q3/2021 với lợi nhuận thuần đạt 10.352 tỷ đồng (tăng 174% so với cùng kỳ) với doanh thu thuần tăng mạnh 56,7% so với cùng kỳ đạt 38.674 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng mạnh lên lần lượt là 104.680 tỷ đồng (tăng 62,7% so với cùng kỳ) và 27.051 tỷ đồng (tăng 207,4% so với cùng kỳ). Theo đó, HPG đạt 71,8% dự báo doanh thu là 145.874 tỷ đồng và 73,3% dự báo lợi nhuận thuần là 36.882 tỷ đồng của HSC đề ra cho cả năm 2021.

Bảng 1: KQKD Q3/2021 và 9T/2021, HPG

Q3/2021 lợi nhuận thuần tăng mạnh lên 10.352 tỷ đồng và sát với dự báo của chúng tôi

(tỷ đồng)	Q3/2020	Q3/2021	% y/y	9T/2020	9T/2021	% y/y	Kế hoạch 2021	% hoàn thành kế hoạch	HSC dự báo 2021	% thực hiện so với dự báo của HSC 2021
Doanh thu thuần	24,686	38,900	57.6%	64,341	104,787	62.9%	120,000	87.3%	145,874	71.8%
Lợi nhuận thuần	3,785	10,350	173.4%	8,801	27,035	207.2%	18,000	150.2%	36,882	73.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.3%	26.6%		13.7%	25.8%					

Nguồn: HPG, HSC Research

Bảng 2: Sản lượng tiêu thụ thép, HPG

Sản lượng tiêu thụ thép trong tháng 9 dần được cải thiện so với tháng trước khi các quy định giãn cách được nới lỏng

(tấn)	T9/2021	% y/y	% so với tháng trước	Q3/2021	% y/y	% so với quý trước	9T/2021	% y/y
Thép dài	467,012	-10.6%	34.4%	1,178,318	-20.5%	-0.9%	3,608,222	-5.7%
Thép xây dựng	327,012	-7.2%	21.8%	959,447	-1.5%	-2.4%	2,797,579	12.5%
Phôi thép	140,000	-17.6%	77.5%	218,871	-57.0%	6.4%	810,643	-39.5%
Thép dẹt	270,983	46.9%	-21.1%	844,084	128.3%	-10.7%	2,712,129	250.4%
HRC	176,686	76.7%	-35.4%	608,294	508.3%	-8.9%	1,941,138	1841.1%
Ống thép	39,049	-44.5%	-1.3%	122,667	-44.7%	-35.9%	497,916	-12.5%
Thép dẹt	55,248	291.8%	83.2%	113,123	136.6%	31.2%	273,075	160.2%
Tổng sản lượng	737,995	4.4%	6.9%	2,022,402	9.1%	-5.2%	6,320,351	37.4%
Sản lượng thép thô	686,000	20.0%	0.7%	2,067,000	40.6%	1.7%	6,097,000	49.2%

Nguồn: VSA, HPG, HSC Research

Giá bán cao cộng với sản lượng tiêu thụ HRC tăng mạnh là động lực tăng trưởng doanh thu

Mảng thép

Như trình bày trong Bảng 2, HPG đã tiêu thụ được 2 triệu tấn sản phẩm thép (tăng 9,1% so với cùng kỳ) gồm 1.178.318 tấn thép dài (giảm 20,5% so với cùng kỳ), 608.294 tấn HRC (tăng 508,3% so với cùng kỳ), 122.667 tấn ống thép (giảm 44,7% so với cùng kỳ) và 113.123 tấn tôn mạ (tăng 136,6% so với cùng kỳ) trong Q3/2021.

Sản lượng thép dài và ống thép phần nào chịu tác động từ sự sụt giảm nhu cầu nội địa trong thời gian giãn cách bắt đầu áp dụng từ đầu tháng 7 và mới chỉ bắt đầu được nới lỏng từ cuối tháng 9. Trong khi đó, sản lượng tôn mạ tăng mạnh là nhờ nhu cầu xuất khẩu đạt cao. Nhu cầu đối với HRC trong Q3/2021 tăng mạnh so với cùng kỳ vì hiệu ứng nền so sánh thấp.

Mặc dù sản lượng thép tiêu thụ tăng trưởng ở mức 1 con số, tăng 9,1% so với cùng kỳ, doanh thu mảng thép Q3/2021 tăng 72,7% so với cùng kỳ đạt 36.497 tỷ đồng, chủ yếu nhờ giá bán bình quân tăng mạnh. Giá bán bình quân thép xây dựng Q3/2021 tăng 50,6% so với cùng kỳ và giá bán bình quân HRC tăng 94,6% so với cùng kỳ. Trong Q3/2021, doanh thu mảng thép đóng góp 94,4% doanh thu thuần, tăng từ 85,6% trong Q3/2020. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021, doanh thu mảng thép đạt 97.796 tỷ đồng (tăng 80,9% so với cùng kỳ), đóng góp 93,2% vào tổng doanh thu.

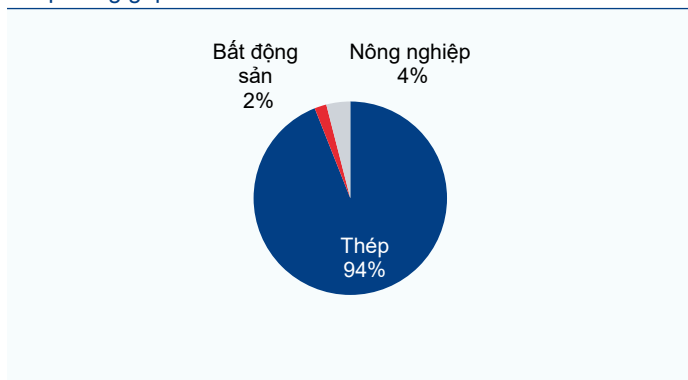
Các mảng kinh doanh khác

HPG có 4 mảng thuộc lĩnh vực nông nghiệp gồm nuôi heo, nuôi bò, sản xuất thức ăn chăn nuôi và trứng gà. Trong đó, mảng nuôi heo thường chiếm khoảng 50% doanh thu từ lĩnh vực nông nghiệp. Trước sự sụt giảm mạnh 40% giá thịt heo trong Q3/2021, doanh thu lĩnh vực nông nghiệp giảm mạnh 43,8% so với cùng kỳ xuống còn 1.568 tỷ đồng trong kỳ. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021, doanh thu lĩnh vực nông nghiệp giảm 21,1% so với cùng kỳ xuống còn 6.185 tỷ đồng.

Doanh thu mảng BĐS và KCN Q3/2021 chỉ đạt 609 tỷ đồng (tăng 216% so với cùng kỳ) và 9 tháng đầu năm 2021 đạt 988 tỷ đồng (tăng 80% so với cùng kỳ).

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu Q3/2021 theo mảng kinh doanh, HPG

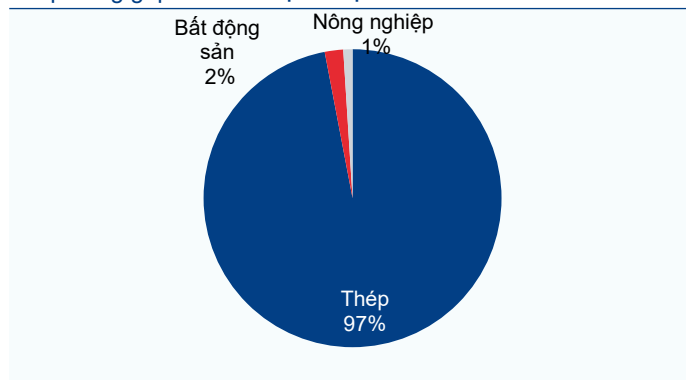
Thép đóng góp 94% vào doanh thu Q3/2021



Nguồn: HPG

Biểu đồ 4: Cơ cấu lợi nhuận thuần theo mảng kinh doanh, HPG

Thép đóng góp 97% vào lợi nhuận thuần Q3/2021



Nguồn: HPG

Bảng 5: Giá thép, HPG

Giá thép tăng mạnh so với cùng kỳ

Giá bán bình quân	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21
Thép xây dựng (đồng/kg)	11,340	10,966	10,765	11,864	14,355	16,369	16,145
% y/y	-9.9%	-14.7%	-12.7%	4.4%	26.6%	49.3%	50.6%
% q/q		-3.3%	-1.8%	10.2%	21.0%	14.0%	-1.4%
HRC (USD/tấn)			500	531	653	779	973
% q/q					23.1%	19.3%	24.8%

Nguồn: HSC Research

Doanh thu tăng mạnh + tỷ suất lợi nhuận tăng = lợi nhuận kỷ lục

Doanh thu và lợi nhuận mảng thép đóng góp 94% doanh thu và 97% lợi nhuận thuần hợp nhất trong Q3/2021. Trong phần này, HSC sẽ tập trung vào phân tích xu hướng biến động tỷ suất lợi nhuận mảng thép.

Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp chung Q3/2021 tăng mạnh lên 30,7% từ 15,3% trong Q3/2020. Điều này là nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng thép tăng mạnh với giá bán tăng ở tất cả các sản phẩm, hiệu quả kinh tế tăng nhờ quy mô vì dây chuyền sản xuất thép tăng công suất hoạt động cộng với công suất hoạt động của nhà máy HRC, nhà máy

tôn mạ tăng. Sản phẩm HRC là động lực chính giúp lợi nhuận Q3/2021 tăng so với quý trước với giá bán tăng mạnh 24,8% như trình bày trong Bảng 5.

Bên cạnh tỷ suất lợi nhuận sản phẩm HRC Q3/2021 tăng, nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu đối với sản phẩm tôn mạ cũng là điểm nổi bật trong kỳ. Nhà máy tôn mạ của HPG đang hoạt động hết công suất để đáp ứng nhu cầu lớn từ các thị trường xuất khẩu. Sản lượng tôn mạ xuất khẩu đóng góp 86% tổng sản lượng tôn mạ tiêu thụ trong tháng 9/2021; tăng từ 50% trong năm ngoái.

Theo đó, lợi nhuận gộp đạt 11.861 tỷ đồng (tăng 129,5% so với cùng kỳ) trong Q3/2021 và đạt 31.521 tỷ đồng (tăng 149,4% so với cùng kỳ) trong 9 tháng đầu năm 2021. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2021 tăng mạnh lên 30% từ 19,6% trong 9 tháng đầu năm 2020.

Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt

Chi phí bán hàng và quản lý Q3/2021 là 819 tỷ đồng (tăng 77,3% so với cùng kỳ) và bằng 2,1% doanh thu thuần; tăng từ 1,9% cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, chi phí bán hàng tăng gấp đôi lên 583 tỷ đồng vì chi phí vận chuyển tăng mạnh trước tình trạng thiếu hụt container diễn ra trên toàn cầu. Chi phí quản lý Q3/2021 cũng tăng 40,6% so với cùng kỳ lên 236 tỷ đồng. Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2021 tăng lên 2,1%.

Lỗ tài chính giảm mạnh còn 89 tỷ đồng từ 461 tỷ đồng trong Q3/2020 nhờ lãi tiền gửi tăng gấp đôi đạt 320 tỷ đồng với lãi suất tiền gửi tăng mạnh và lãi tỷ giá tăng 5 lần so với cùng kỳ lên 554 tỷ đồng. Trong khi đó chi phí lãi vay tăng 24,8% so với cùng kỳ lên 675 tỷ đồng. Lỗ tài chính 9 tháng đầu năm 2021 giảm mạnh còn 333 tỷ đồng từ 1.401 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2020.

HPG được hưởng ưu đãi thuế, không phải nộp thuế TNDN cho nhà máy Dung Quất trong bốn năm đầu tiên của hoạt động sản xuất. HRC là sản phẩm có biên lợi nhuận tốt nhất của HPG và là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong Q3/2021, trong khi thuế TNDN hiện hành ở mức rất thấp, là 8%. Điều này đóng góp chủ yếu giúp lợi nhuận thuần Q3/2021 tăng mạnh 174% so với cùng kỳ đạt 10.352 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần lũy kế 9 tháng đầu năm 2021 đạt 27.051 tỷ đồng (tăng 207% so với cùng kỳ).

Bảng CĐKT và dòng tiền

Bảng CĐKT và dòng tiền của HPG rất mạnh tại thời điểm cuối Q3/2021.

Về bảng CĐKD, tại thời điểm ngày 30/9, HPG có tổng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn) là 34,8 nghìn tỷ đồng (cao hơn 59,6% so với đầu năm) nhờ lợi nhuận đạt cao từ đầu năm. Nợ dài hạn giữ nguyên so với đầu năm tại 17,7 nghìn tỷ đồng; trong khi đó nợ ngắn hạn tăng 17,7% so với đầu năm lên 43,3 nghìn tỷ đồng vì nhu cầu vốn lưu động tăng. Nợ thuần của HPG là 26,2 nghìn tỷ đồng (giảm 18,9% so với đầu năm) và tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH giảm mạnh xuống còn mức rất tích cực là 0,31 lần từ 0,55 lần tại thời điểm cuối năm 2020.

Hàng tồn kho tại thời điểm cuối Q3/2021 là 46 nghìn tỷ đồng (tăng 74,6% so với đầu năm) và bằng 5,2 tháng sản xuất so với mức bình quân 5 năm là 4,4 tháng. HSC tin rằng tồn kho tăng là do tang quy mô sản xuất của nhà máy Dung Quất (đưa thêm lò cao thứ tư kể từ cuối tháng 1/2021) và cũng nhằm chuẩn bị phục vụ nhu cầu bị dồn nén dự kiến sẽ bùng ra trong những tháng tới sau dịch.

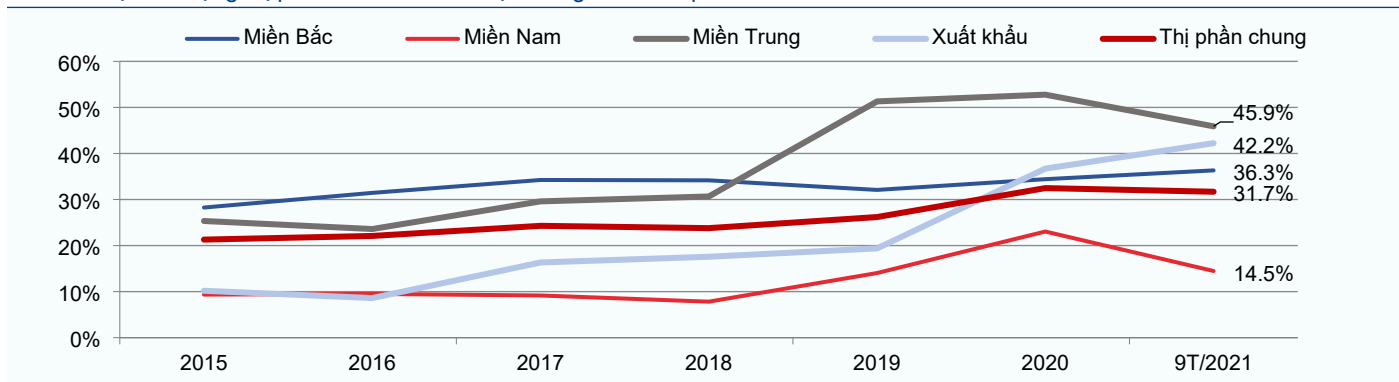
Về báo cáo lưu chuyển tiền tệ, lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD 9 tháng đầu năm 2021 là 13,3 nghìn tỷ đồng (tăng 48,6% so với cùng kỳ) nhờ lợi nhuận tăng mạnh trong kỳ, trong khi lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính là 5,7 nghìn tỷ đồng (giảm 20,8% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư âm 16,4 nghìn tỷ đồng vì HPG giải ngân vốn đầu tư, chủ yếu là tại Khu liên hợp Dung Quất. Lưu chuyển tiền thuần 9 tháng đầu năm 2021 cải thiện và âm 304 tỷ đồng.

Thị phần và vị thế trong ngành

Với vị thế đầu ngành thép, HPG có chi phí sản xuất thấp nhất ngành thép nhờ có lợi thế về quy mô, hiệu quả vượt trội trong quản trị chi phí và có hệ thống tích hợp được nhiều khâu nhất trong chuỗi giá trị. Những lợi thế này tạo ra cơ hội rất lớn để HPG tiếp tục giành thị phần trong tương lai.

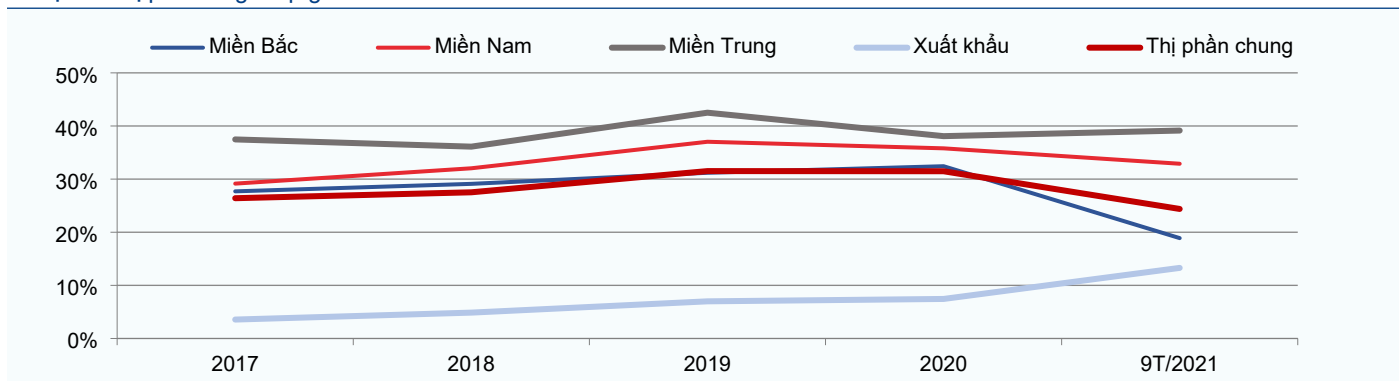
Về thị phần thép xây dựng, HSC muốn lưu ý rằng VSA đã bổ sung số liệu sản lượng tiêu thụ trong tháng 9 và 9 tháng đầu năm 2021 của các thành viên không thuộc hiệp hội khi tính thị phần năm 2021. Theo đó, thị phần 9 tháng đầu năm của HPG giảm nhẹ xuống còn 31,7% so với 32,5% được VSA công bố năm ngoái, như trình bày trong Biểu đồ 6. Để so sánh trên cùng một cơ sở, nếu bỏ số liệu sản lượng tiêu thụ của các đơn vị không phải là thành viên của VSA, thì thị phần của HPG đạt mức cao kỷ lục là 37,8% so với 32,5% năm ngoái, từ đó giữ vững vị trí đầu ngành. Ngoài ra, khoảng cách về thị phần giữa HPG và doanh nghiệp đứng thứ 2 là TISCO (có thị phần chỉ là 6,5%) rất lớn.

Biểu đồ 6: Thị phần chung và cơ cấu thị phần theo từng thị trường tiêu thụ của sản phẩm thép xây dựng, HPG
HPG liên tục mở rộng thị phần trên toàn khu vực trong vài năm qua...



Lưu ý: Trong 9T/2021, VSA đã bổ sung thêm khối lượng từ những công ty không phải là thành viên của VSA để tính thị phần.
Nguồn: VSA, HSC Research

Biểu đồ 7: Thị phần chung và cơ cấu thị phần theo từng thị trường tiêu thụ của sản phẩm ống thép, HPG
...mặc dù thị phần ống thép giảm



Lưu ý: Trong 9T/2021, VSA đã bổ sung thêm khối lượng từ những công ty không phải là thành viên của VSA để tính thị phần.
Nguồn: VSA, HSC Research

Theo khu vực địa lý, HPG lần lượt nắm 45,9%/36,3%/14,5% thị phần tại khu vực miền Bắc/miền Trung/miền Nam. Ngoài ra, HPG chiếm 42,2% tổng sản lượng xuất khẩu thép xây dựng của Việt Nam 9 tháng đầu năm 2021.

Về sản phẩm ống thép, HPG cũng giữ vị trí đứng đầu với 24,4% thị phần trong 9 tháng đầu năm 2021 (sau khi bổ sung sản lượng của các đơn vị không thuộc VSA trong kỳ). Nếu bỏ sản lượng của các doanh nghiệp không phải là thành viên của VSA để so sánh trên cùng một cơ sở, thì thị phần của HPG là 30,5%; chỉ giảm nhẹ so với mức 31,5% năm ngoái. Chênh lệch về thị phần giữa HPG và doanh nghiệp đứng thứ 2 cũng lớn với thị phần của HSG trong kỳ là 16,4%.

Ngoài ra, trong 9 tháng đầu năm 2021, HPG đã nâng được thị phần tôn mạ lên 7%, đứng thứ 4 chỉ sau 3 năm tham gia ngành – và đây là một kết quả rất đáng khích lệ.

Ngắn hạn: Nhu cầu và giá đang tiếp tục tăng

Có một số dấu hiệu rõ nét cho thấy nhu cầu đối với sản phẩm thép đang tăng lên khi giãn cách bắt đầu nới lỏng – thể hiện rõ ở động thái tăng giá bán thép trong tháng 10 với mức tăng là 600đ/kg đối với thép thanh lên 16.740đ/kg và 650đ/kg đối với thép cuộn lên 16.800đ/kg. Tính cho đến nay, giá thép xây dựng đã tăng 3,8% so với đầu tháng và tăng 17,7% so với đầu năm.

Nhu cầu bị dồn nén

Giá thép tăng gần đây không có gì bất ngờ vì nhu cầu đối với thép xây dựng bị dồn nén được giải tỏa sau giãn cách xã hội. Trên thực tế, hiện HSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ đạt kỷ lục trong tháng 10. Bên cạnh nhu cầu đối với thép xây dựng bị dồn nén được giải tỏa sau khi nới lỏng giãn cách xã hội, các đại lý bán thép thường có xu hướng tích trữ hàng tồn kho trong giai đoạn giá tăng. Cả 2 lý do này sẽ khiến nhu cầu thép xây dựng trên thị trường nội địa không chỉ tăng trong tháng 10 mà còn tăng đến cuối năm, vốn là mùa cao điểm của ngành thép.

Bảng 8: Giá thép xây dựng nội địa, HPG

HPG tăng giá thép xây dựng ba lần trong tháng 10.

(đồng/kg)	Thép cuộn	Thép thanh	Trung bình
12/01/2021	14,650	14,390	14,509
08/02/2021	14,250	13,890	14,054
01/03/2021	14,450	14,090	14,254
09/03/2021	14,650	14,290	14,454
26/03/2021	14,650	14,440	14,536
03/04/2021	14,950	14,740	14,836
07/04/2021	15,250	15,040	15,136
12/04/2021	15,550	15,340	15,436
14/04/2021	15,850	15,640	15,736
17/04/2021	16,250	16,040	16,136
27/04/2021	16,550	16,340	16,436
08/05/2021	17,050	16,640	16,827
12/05/2021	17,550	17,140	17,327
19/05/2021	17,850	17,140	17,464
07/06/2021	17,050	16,640	16,827
21/06/2021	16,450	16,440	16,445
01/07/2021	16,150	16,140	16,145
06/10/2021	16,350	16,340	16,345
19/10/2021	16,600	16,540	16,567
26/10/2021	16,800	16,740	16,767

Nguồn: HPG, HSC Research

Bảng 9: Điều chỉnh giá thép xây dựng, HPG

Thép xây dựng price was up 17.7% YTD

% điều chỉnh	Thép cuộn	Thép thanh	Trung bình
12/01/2021	3.5%	2.1%	2.8%
08/02/2021	-2.7%	-3.5%	-3.1%
01/03/2021	1.4%	1.4%	1.4%
09/03/2021	1.4%	1.4%	1.4%
26/03/2021	0.0%	1.0%	0.6%
03/04/2021	2.0%	2.1%	2.1%
07/04/2021	2.0%	2.0%	2.0%
12/04/2021	2.0%	2.0%	2.0%
14/04/2021	1.9%	2.0%	1.9%
17/04/2021	2.5%	2.6%	2.5%
27/04/2021	1.8%	1.9%	1.9%
08/05/2021	3.0%	1.8%	2.4%
12/05/2021	2.9%	3.0%	3.0%
19/05/2021	1.7%	0.0%	0.8%
07/06/2021	-4.5%	-2.9%	-3.6%
21/06/2021	-3.5%	-1.2%	-2.3%
01/07/2021	-1.8%	-1.8%	-1.8%
06/10/2021	1.2%	1.2%	1.2%
19/10/2021	1.5%	1.2%	1.4%
26/10/2021	1.2%	1.2%	1.2%

Nguồn: HPG, HSC Research

Chênh lệch giữa giá thép của HPG với giá thép tại Trung Quốc đã thu hẹp gần đây sau khi giá thép thanh của HPG và giá thép thanh của Trung Quốc biến động ngược chiều. Theo đó, giá thép thanh của HPG sau giãn cách xã hội vào tháng 10 tăng 3,8% so với đầu tháng còn giá thép thanh của Trung Quốc giảm 8% trong 2 tuần cuối tháng 10 vì lo ngại thừa cung trong bối cảnh Trung Quốc hạn chế ngành BDS.

Hiện giá thép thanh của HPG là 16.740đ/kg và tương đương 740 USD/tấn so với 849 USD/tấn trên thị trường Trung Quốc. Theo đó, giá thép thanh của HPG thấp hơn 12,8% giá thép thanh của Trung Quốc. Chi phí vận chuyển vẫn rất cao cộng với thuế nhập khẩu, thuế tự vệ áp vào sản phẩm thép xây dựng, nên HSC thấy chưa có rủi ro lớn ở khả năng bán phá giá của hàng nhập khẩu từ Trung Quốc tại Việt Nam.

Về sản phẩm HRC, chúng tôi thấy rằng giá đã giảm 13,3% về 890 USD/tấn cho đơn hàng giao tháng 12 từ đỉnh là 1.020 USD/tấn cho đơn hàng giao tháng 7; theo xu hướng chung của thế giới (trừ 2 ngoại lệ là thị trường Mỹ và EU).

Biểu đồ 10: Giá thép xây dựng, HPG (đồng/kg)

Giá thép xây dựng hồi phục trong tháng 10



Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 11: Giá thép thanh, Trung Quốc (USD/tấn)

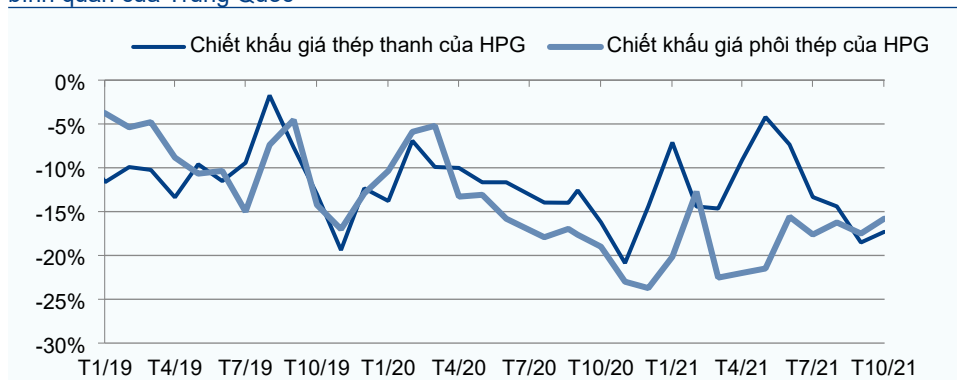
Giá thép thanh của HPG thấp hơn giá thép thanh của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 12: Giá thép thanh và phôi thép của HPG so với Trung Quốc

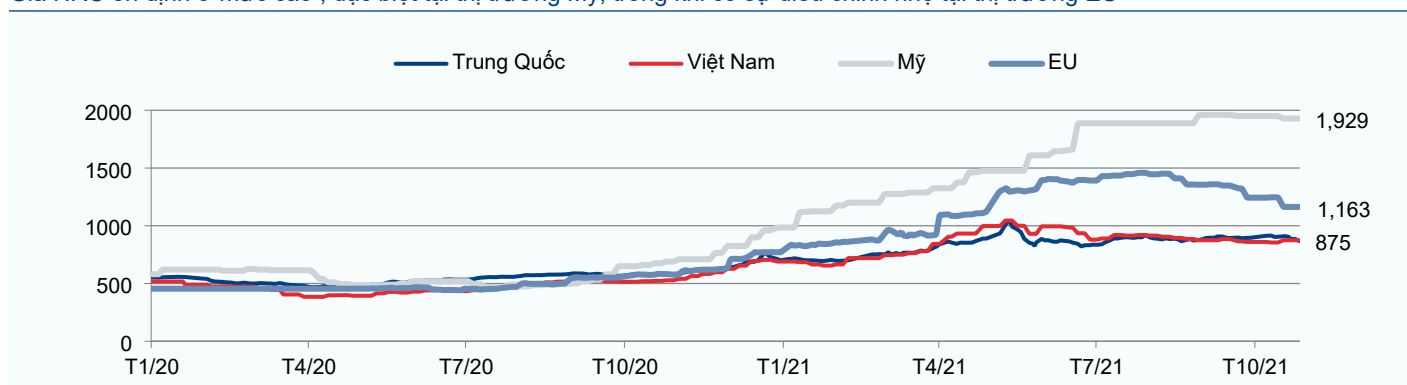
Giá thép thanh và phôi thép của HPG đang bán ở mức chiết khấu 13-18% so với giá bán bình quân của Trung Quốc



Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 13: Giá HRC trên thị trường thế giới (USD/tấn)

Giá HRC ổn định ở mức cao, đặc biệt tại thị trường Mỹ, trong khi có sự điều chỉnh nhẹ tại thị trường EU



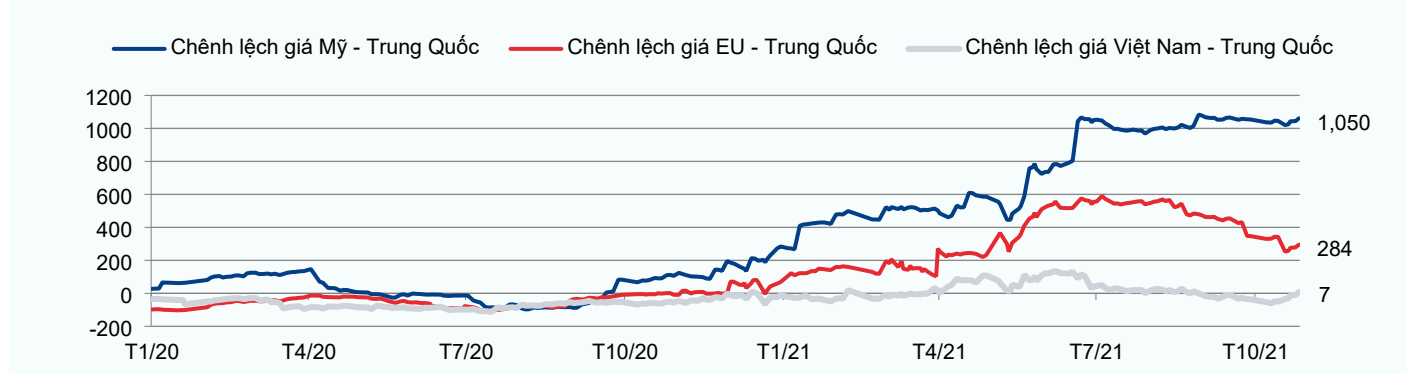
Nguồn: Bloomberg

Như trình bày trong Biểu đồ 13-14, giá HRC tại Mỹ vẫn ở mức rất cao là 1.929 USD/tấn. Tuy nhiên chênh lệch giữa giá HRC tại Mỹ và Trung Quốc đã thu hẹp một chút còn 1.050 USD/tấn từ 1.084 USD/tấn vào cuối tháng 8. Điều này chủ yếu là vì tình trạng thiếu điện diễn ra gần đây tại Trung Quốc, từ đó ảnh hưởng đến sản lượng thép và dẫn đến việc giá HRC tại Trung Quốc tăng.

Giá HRC tại EU đã điều chỉnh khoảng 20% từ cuối tháng 7 đến nay, theo đó chỉ còn chênh so với giá tại thị trường Trung Quốc là 284 USD/tấn, giảm từ mức đỉnh là 576 USD/tấn vào tháng 6 năm nay.

Biểu đồ 14: Chênh lệch giá HRC giữa Mỹ, EU và Việt Nam so với Trung Quốc (USD/tấn)

Chênh lệch giữa giá HRC tại Mỹ và Trung Quốc đã thu hẹp một chút nhưng chênh lệch giữa giá HRC tại EU và Trung Quốc giảm mạnh



Nguồn: HSC Research

Bảng 15: Giá HRC, Việt Nam

Giá HRC giảm 13,3% kể từ khi đạt đỉnh vào tháng 7

(USD/tấn)	HPG	Formosa
Đơn hàng tháng 1	600	650
Đơn hàng tháng 2	680	690
Đơn hàng tháng 3	690	700
Đơn hàng tháng 4	670	680
Đơn hàng tháng 5	760	770
Đơn hàng tháng 6	900	915
Đơn hàng tháng 7	1,020	1,050
Đơn hàng tháng 8	974	1,030
Đơn hàng tháng 9	925	970
Đơn hàng tháng 10	930	960
Đơn hàng tháng 11	900	930
Đơn hàng tháng 12	890	920
Giá năm 2021 \	827	855

Nguồn: HSC Research

Bảng 16: Giá HRC điều chỉnh so với tháng trước

Mặc dù gần đây giảm, giá HRC vẫn tăng \50% so với đầu năm

(USD/tấn)	% so với tháng trước	Formosa
Đơn hàng tháng 1	6.2%	12.1%
Đơn hàng tháng 2	13.3%	6.2%
Đơn hàng tháng 3	1.5%	1.4%
Đơn hàng tháng 4	-2.9%	-2.9%
Đơn hàng tháng 5	13.4%	13.2%
Đơn hàng tháng 6	18.4%	18.8%
Đơn hàng tháng 7	13.3%	14.8%
Đơn hàng tháng 8	-4.5%	-1.9%
Đơn hàng tháng 9	-5.0%	-5.8%
Đơn hàng tháng 10	0.5%	-1.0%
Đơn hàng tháng 11	-3.2%	-3.1%
Đơn hàng tháng 12	-1.1%	-1.1%
% so với đầu năm	50.0%	50.7%

Nguồn: HSC Research

Giá HRC tại EU và Mỹ có thể điều chỉnh nếu tình trạng thiếu công suất tại đây dịu bớt, có thể là vào nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, trong Q4/2021 và nửa đầu năm 2022, HSC vẫn kỳ vọng giá thép tại EU và Mỹ sẽ tiếp tục ở mức cao, tiếp tục đem đến cơ hội xuất khẩu tốt cho HPG.

Dự báo Q4/2021: Thép xây dựng là động lực tăng trưởng chính

Như đã đề cập trong phần phân tích về các yếu tố căn bản trong ngắn hạn, HSC tin rằng giá thép xây dựng tiếp tục đà tăng và nhu cầu bị dồn nén trên thị trường trong nước đối với sản phẩm thép dài sẽ là những động lực tăng trưởng chính trong quý cuối năm 2021. Tác động tích cực từ sự hồi phục mạnh mẽ so với quý trước của nhu cầu thép xây dựng và ống thép trên thị trường trong nước (chịu tác động tiêu cực của giãn cách xã hội trên diện rộng trong Q3/2021) trong Q4/2021 sẽ giảm đi phần nào vì giá HRC giảm.

Hiện, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ Q4/2021 của HPG đạt hơn 1,2 triệu tấn thép xây dựng (tăng 32,5% so với cùng kỳ và tăng 26,1% so với quý trước). Sản lượng HRC tiêu thụ dự báo đạt 650.000 tấn (tăng 61,9% so với cùng kỳ và tăng 6,9% so với quý trước).

Như trình bày trong Bảng 17-18, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng và giá HRC Q4/2021 trên thị trường trong nước sẽ biến động ngược nhau. Theo đó, nhờ nhu cầu bị dồn nén đối với thép xây dựng trên thị trường nội địa được giải phóng, giá bán Q4/2021 dự kiến tăng 40,7% so với cùng kỳ và tăng 3,4% so với quý trước. Trong khi đó, về sản phẩm HRC vốn có mối liên hệ với thị trường quốc tế, HSC dự báo giá Q4/2021 sẽ tăng mạnh, tăng 72,7% so với cùng kỳ nhưng giảm khoảng 6,8% so với quý trước.

Bảng 17: Giá thép xây dựng, HPG

Chúng tôi dự báo giá trong Q4/2021 sẽ tăng 40,7% so với cùng kỳ và 3,4% so với quý trước

(đồng/kg)	Giá	% y/y
T10/2021	16,560	49.3%
T11/2021	16,767	48.2%
T12/2021	16,767	28.3%
Q4/2021	16,692	40.7%

Nguồn: HSC Research

Bảng 18: Giá HRC, HPG

Chúng tôi dự báo giá trong Q4/2021 sẽ tăng 72,7% so với cùng kỳ nhưng giảm 6,8% so với quý trước

(USD/tấn)	Giá	% y/y
T10/2021	930	86.0%
T11/2021	900	76.5%
T12/2021	890	57.5%
Q4/2021	907	72.7%

Nguồn: HSC Research

Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ chịu áp lực giảm so với quý trước, xuống còn 22,9% từ 26,6% trong Q3/2021 (mặc dù tăng mạnh so với mức 18% trong Q4/2020); vì một số lý do như sau:

- Giá HRC (HRC chiếm 30,7% tổng sản lượng thép tiêu thụ trong 9 tháng đầu năm 2021) dự báo giảm 6,8% so với quý trước.
- Trong khi đó, giá than cốc và thép phế liệu, chiếm khoảng 38-40% tổng chi phí nguyên liệu đầu vào, tăng mạnh trong thời gian gần đây. Giá than luyện cốc đã tăng đáng kể lên 396 USD/tấn từ mức 150 USD/tấn vào tháng 6/2021. Giá than cốc tăng mạnh do Trung Quốc thắt chặt kiểm soát sản xuất nhằm duy trì lượng khí thải carbon thấp. Do đó, nguồn cung than trên toàn cầu thiếu hụt kể từ tháng 6/2021 và thúc đẩy giá than cốc trên thế giới tăng vọt. Bên cạnh đó, do nhu cầu sản xuất thép trên toàn cầu tăng, đặc biệt là tại châu Âu và Mỹ, cũng góp phần thúc đẩy giá thép phế liệu tăng lên 484 USD/tấn, tăng 10% so với tháng trước.

Biểu đồ 19: Giá than cốc tại Trung Quốc (USD/tấn)

Tình trạng thắt chặt kiểm soát của Trung Quốc đẩy giá than cốc trên tăng mạnh kể từ T6/2021



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 20: Giá quặng sắt 65% Fe tại Trung Quốc (USD/tấn)

Giá quặng sắt giảm mạnh so với mức đỉnh hồi tháng 6 do Chính phủ Trung Quốc kiểm soát chặt sản xuất thép



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 21: Giá thép phế liệu (USD/tấn)

Giá thép phế liệu tăng do nhu cầu để sản xuất thép tại thị trường EU và Mỹ đang phục hồi mạnh mẽ trong thời gian gần đây



Nguồn: Bloomberg

Những yếu tố phần nào bù đắp những tác động tiêu cực nêu trên lên lợi nhuận của HPG trong Q4/2021, bao gồm:

- Nhu cầu thép xây dựng trong nước phục hồi sau giai đoạn bị dồn nén. Hiệu suất hoạt động nhà máy và giá bán các sản phẩm thép xây dựng tăng sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận so với quý trước. Ngoài ra, nhu cầu thép xây dựng trong những quý tới sẽ được củng cố nhờ dự án đầu tư công được triển khai trở lại và các gói kích cầu mới được đưa ra sau giai đoạn giãn cách.
- Nhu cầu tiêu thụ ống thép tại thị trường nội địa đang hồi phục sát với mức trước giãn cách, nhưng với tốc độ thấp hơn so với thép xây dựng.
- Nhu cầu tôn tại thị trường xuất khẩu vẫn cao cùng với sự phục hồi tại thị trường trong nước. Giá tôn đã tăng nhẹ 300đ/kg vào đầu tháng 10/2021.
- Cuối cùng, giá quặng sắt giảm sẽ giảm thiểu tác động tiêu cực của việc giá than cốc tăng. Do chi phí quặng sắt chiếm khoảng 30% tổng chi phí sản xuất thép nên việc giá quặng sắt giảm mạnh 49% từ mức đỉnh 239 USD/tấn vào tháng 5/2021 xuống 120 USD/tấn vào ngày 2/11/2021 sẽ giúp giá thành sản xuất thép giảm đáng kể.

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận Q4/2021, HPG

Chúng tôi dự báo lợi nhuận quý 4/2021 sẽ đạt 9.847 tỷ đồng (tăng 112,3% so với cùng kỳ)

(tỷ đồng)	Q4/2020	Q4/2021	% y/y
Doanh thu thuần	25,778	41,869	62.4%
Lợi nhuận thuần	4,638	9,847	112.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	18.0%	23.5%	

Nguồn: HSC Research

Với những giả định trên, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của HPG trong Q4/2021 sẽ lần lượt đạt 41.869 tỷ đồng (tăng 62,4% so với cùng kỳ) và 9.847 tỷ đồng (tăng 112,3% so với cùng kỳ).

Các chủ đề dài hạn: Đầu tư công, mở rộng công suất thép, chiến lược mới

Trong gói kích cầu dự kiến của Chính phủ, nhiều khả năng sẽ có tỷ trọng lớn đầu tư cơ sở hạ tầng. Nhờ đó, HPG sẽ có vị thế tốt để đáp ứng nhu cầu về thép xây dựng với kế hoạch mở rộng nhà máy sắp tới. Sau khi mở rộng, tổng công suất thép thô của HPG sẽ tăng 66%. Cuối cùng, HSC cũng lạc quan một cách thận trọng về chiến lược mới đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh của Công ty, trong đó có kế hoạch tham gia vào mảng sản xuất container, điện gia dụng và khai khoáng.

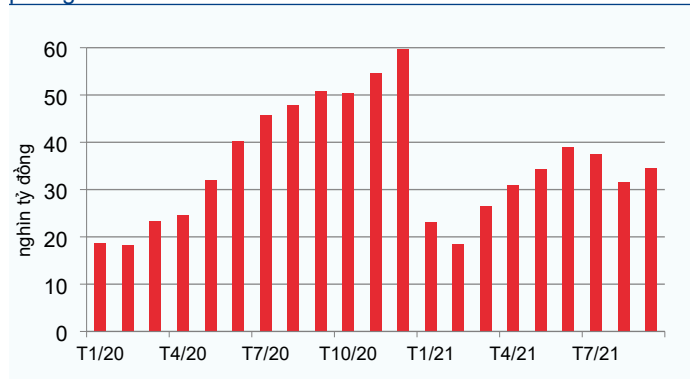
Gói kích thích nền kinh tế và các kế hoạch đẩy nhanh giải ngân đầu tư công

Chính phủ Việt Nam đang lên kế hoạch triển khai một gói kích cầu sau giai đoạn giãn cách để kích thích nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi tin rằng nhu cầu thép xây dựng sẽ tăng đáng kể nhờ những khoản đầu tư công vào cơ sở hạ tầng thông qua đường cao tốc, đường bộ, cầu, sân bay mới, v.v.. Với vị thế là nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam, HPG sẽ được hưởng lợi rõ ràng từ những khoản đầu tư này trong trung hạn. Hiện chưa có thông tin chi tiết về kế hoạch kích cầu, nhưng theo đề xuất của Bộ Kế hoạch và Đầu tư gửi Văn phòng Thủ tướng Chính phủ, có thể khoảng 200 nghìn tỷ đồng sẽ được đầu tư vào cơ sở hạ tầng trong 2-3 năm tới.

Theo Tổng cục Thống kê, trong 9 tháng đầu năm 2021, đầu tư công (276,3 nghìn tỷ đồng) chỉ tương đương với 57,3% kế hoạch năm 2021 của Chính phủ (477,3 nghìn tỷ đồng, "Quyết định 1927" của Bộ Tài chính) và giảm 6,9% so với cùng kỳ so với mức tăng 30,6% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2020.

Biểu đồ 23: Giải ngân vốn đầu tư công (tỷ đồng)

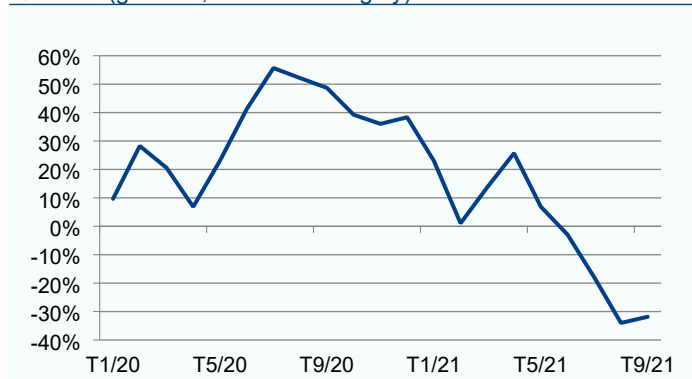
Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm do do các biện pháp phong tỏa



Nguồn: CEIC, GSO and HSC Research

Biểu đồ 24: Giải ngân vốn đầu tư công so với cùng kỳ

tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm chạp, đặc biệt trong Q3/2021 (giảm 28,2% so với cùng kỳ)



Nguồn: CEIC, GSO, HSC Research

Các nguyên nhân chính khiến tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm chạp, đặc biệt trong Q3/2021 (giảm 28,2% so với cùng kỳ) là do các biện pháp phong tỏa chặt chẽ nhằm kiểm soát biến thể Delta, hạn chế đi lại, các thủ tục cách ly và nhập cảnh kéo dài và phức tạp đối với các chuyên gia, vấn đề GPMB và giá vật liệu xây dựng tăng đột biến.

Các dự án ODA, chiếm khoảng 10% tổng vốn đầu tư công, chịu ảnh hưởng nghiêm trọng hơn.

Thủ tướng Phạm Minh Chính vừa yêu cầu các Bộ và địa phương liên quan đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công, đạt 95% kế hoạch năm 2021 (Mời xem: Thủ tướng yêu cầu nỗ lực hoàn thành 95% kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công năm 2021, ngày 28/9/2021, Thông tấn xã Việt Nam). Do đó, cùng với việc ngừng thực hiện Chỉ thị 15, 16 và 19 và Quyết định 2686 về hạn chế di chuyển, chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ cải thiện rõ rệt trong Q4/2021.

Ngoài ra, chúng tôi cũng hiểu rằng Chính phủ sẽ tung ra gói kích thích tài khóa để hỗ trợ toàn bộ nền kinh tế Việt Nam sau dịch COVID-19 bằng cách đẩy nhanh các dự án đầu tư công thông qua gói đầu tư cơ sở hạ tầng trị giá 220 nghìn tỷ đồng, v.v. Đây sẽ

là thông tin rất tích cực đối với HPG do Công ty sẽ là đối tượng được hưởng lợi chính từ những khoản đầu tư công vào cơ sở hạ tầng.

Cập nhật mở rộng công suất thép

Để đáp ứng kỳ vọng tăng trưởng trong tương lai sau năm 2023, HPG đang tiếp tục mở rộng 66% công suất cán tại nhà máy Dung Quất lên 14,1 triệu tấn thép thô/năm.

Dây chuyền cán thép thứ 3 tại tổ hợp DQSC1

HPG đã hoàn thành việc lắp đặt nhà máy cán thứ 3 trong tổ hợp DQSC1 để nâng công suất cán thép xây dựng lên 3 triệu tấn/năm từ 2 triệu tấn/năm trước đó. Chưa có thông tin về vốn đầu tư cho việc mở rộng này nhưng chúng tôi ước tính sẽ vào khoảng 1,5-1,8 nghìn tỷ đồng và được tài trợ hoàn toàn bằng lợi nhuận giữ lại.

Kế hoạch mở rộng tổ hợp DQSC - giai đoạn 2 tổ hợp DQSC

Công ty sẽ bắt đầu xây dựng giai đoạn 2 tổ hợp DQSC vào đầu năm 2022 với thời gian xây dựng dự kiến là 36 tháng. Chúng tôi dự báo công suất sẽ được bổ sung mới một phần từ cuối năm 2023 trở đi để đáp ứng nhu cầu.

Vốn đầu tư dự kiến là 70.000 tỷ đồng (50% vốn vay ngân hàng và 50% nguồn lợi nhuận giữ lại) để tăng thêm 5,6 triệu tấn sản phẩm thép mỗi năm bao gồm 5 triệu tấn HRC và 0,6 triệu tấn thép dài chất lượng cao.

Sau khi hoàn thành, tổng công suất thép thô của HPG sẽ là 14,1 triệu tấn/năm (tăng 66%). Trong đó, công suất HRC và thép dài sẽ tăng lần lượt 143% và 12% lên lần lượt 8,5 triệu tấn và 5,6 triệu tấn.

Bảng 25: Kế hoạch mở rộng công suất, HPG

Giai đoạn 2 tổ hợp DQSC sẽ là động lực tăng trưởng chính của HPG trong giai đoạn 2023 do toàn bộ công suất sẽ được đưa vào vận hành hết trong năm tới

Công suất (tấn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Hải Dương						
Phôi thép	2,200,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
Thép xây dựng	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
Hưng Yên						
Phôi thép	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000
Thép xây dựng	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
Dung Quất						
Phôi thép	4,500,000	5,100,000	5,500,000	6,000,000	11,600,000	11,600,000
HRC	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	8,500,000	8,500,000
Thép xây dựng	2,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,600,000	3,600,000
Ông thép	900,000	900,000	900,000	990,000	1,089,000	1,197,900
Thép dẹt	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000

Nguồn: HSC Research

Chiến lược: Mở rộng chuỗi giá trị, tập trung vào BĐS

HPG gần đây đã công bố nhiều thông tin về những thay đổi trong định hướng phát triển và HSC đánh giá cao điều này. Công ty triển khai mảng kinh doanh thiết bị gia dụng. Đầu năm nay, Công ty cũng đã mở rộng chuỗi giá trị bằng cách (1) mua một mỏ quặng sắt ở Australia, đảm bảo an toàn đối với nguyên liệu đầu vào chính và chi phí sẽ ổn định hơn và (2) sản xuất các sản phẩm container rộng sử dụng HRC làm nguyên liệu đầu vào. Trong khi đó, động thái tham gia nhiều hơn vào lĩnh vực BĐS sẽ mở rộng phạm vi và giảm bớt tính chu kỳ của hoạt động kinh doanh nói chung (Bảng 25):

Biểu đồ 26: Các công ty thành viên của HPG

HPG thành lập công ty mới chuyên kinh doanh thiết bị gia dụng với mục tiêu trở thành nhà sản xuất nội địa lớn nhất tại Việt Nam



Nguồn: HPG

Mở rộng cung cấp đồ điện gia dụng

Ngày 22/9/2021, HPG thành lập công ty mới chuyên kinh doanh thiết bị gia dụng với vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng. HPG sẽ nắm giữ 99,9% cổ phần của công ty chuyên cung cấp các sản phẩm điện gia dụng và điện lạnh này.

HPG đã sản xuất thành công các sản phẩm làm lạnh như tủ đông và máy điều hòa không khí, được bán dưới thương hiệu Funiki - hiện họ đang sản xuất tủ lạnh và tủ đông. Ngoài tủ đông và máy điều hòa không khí, công ty hiện có kế hoạch mở rộng danh mục sản phẩm này sang các mặt hàng điện gia dụng như máy lọc không khí, máy lọc nước, quạt hơi nước và các sản phẩm liên quan khác, tuy nhiên, danh mục sản phẩm chính thức vẫn đang được xem xét.

Với động thái này, HPG đặt mục tiêu trở thành nhà sản xuất nội địa lớn nhất trong mảng này và cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm của Trung Quốc. Chi phí sản xuất tại Trung Quốc đã tăng mạnh trong thời gian gần đây do giá nhân công tăng, thiếu hụt nguyên liệu đầu vào và các biện pháp kiểm soát môi trường ngày càng chặt chẽ. Ngoài ra, HPG có kế hoạch xuất khẩu các sản phẩm này trong tương lai.

Những kế hoạch giúp cải thiện chuỗi giá trị của HPG

HPG đã mua thành công 100% cổ phần của một mỏ quặng sắt tại Australia, có tên là Roper Valley. Trữ lượng quặng ước tính là 320 triệu tấn và công suất khai thác hàng năm dự kiến là khoảng 4 triệu tấn. Sau khi trao đổi với ban lãnh đạo, HSC được biết Công ty có thể sử dụng sản phẩm quặng sắt từ mỏ Roper Valley từ đầu năm sau.

Với công suất sản xuất thép năm 2022 của HPG là 8,5 triệu tấn/năm, tổng nhu cầu quặng sắt là khoảng 14 triệu tấn/năm. Với khả năng cung cấp 4 triệu tấn/năm, mỏ Roper Valley có thể đáp ứng được 28-30% nhu cầu của HPG. Do thiếu thông tin nên HSC chưa đưa mỏ này vào mô hình dự báo của mình.

Dưới đây là thông tin về một số kế hoạch khác:

HPG đang đàm phán với một số chủ mỏ tiềm năng tại Australia. Công ty đặt mục tiêu mua thêm mỏ trong tương lai để nâng khả năng tự cung cấp quặng sắt lên ít nhất 50%, tương đương 10 triệu tấn/năm.

Đồng thời, HPG dự kiến đầu tư vào các doanh nghiệp khai thác than tại Australia. Than cốc chiếm khoảng 30% chi phí sản xuất thép.

Quặng sắt chiếm khoảng 35-40% chi phí sản xuất thép, nên tổng chi phí quặng sắt và than cốc chiếm khoảng 65-70% tổng chi phí sản xuất. Theo HSC, việc mua được mỏ tốt sẽ giúp cải thiện khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào và giúp HPG kiểm soát được chi phí, từ đó nâng cao tỷ suất lợi nhuận.

Cập nhật về mảng container

HPG cũng đang xây dựng dây chuyền để sản xuất container rỗng tại tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu với tổng công suất thiết kế lên đến 500.000 TEU/năm với chi phí 3.000 tỷ đồng. HPG sẽ sử dụng tổng cộng 1 triệu tấn HRC để sản xuất 500.000 TEU container rỗng.

Dây chuyền lắp ráp đầu tiên sẽ sẵn sàng đi vào sản xuất trong Q2/2022 với công suất 180.000-200.000 TEU/năm. Sau khi thảo luận với Công ty, chúng tôi hiểu rằng khách hàng mua container của HPG bao gồm các nhà sản xuất tàu và đối tác thương mại trên thị trường toàn cầu. Do tình trạng khan hiếm container rỗng trên toàn cầu kể từ năm 2021, chi phí vận tải đã tăng mạnh. Do đó, việc tham gia thị trường đúng thời điểm, chúng tôi tin rằng HPG có thể đáp ứng nhu cầu khổng lồ của lĩnh vực này và cung cấp sản phẩm có GTGT được sản xuất từ sản phẩm HRC.

Hiện HPG đang ở giai đoạn đầu trong quá trình phát triển nên chưa có nhiều thông tin ở đây, vì vậy HSC chưa đưa tác động từ mảng kinh doanh này vào mô hình dự báo.

Đóng góp từ BĐS sẽ tăng lên

Tại ĐHCĐTN, Chủ tịch HPG đã chia sẻ rằng Công ty sẽ bắt đầu khởi công DQSC2 từ đầu năm sau và dự kiến nâng quy mô của mảng BĐS, tập trung vào các dự án BĐS nhà ở tại Hà Nội, Đà Nẵng, TP HCM và các thành phố lớn khác.

Hiện mảng BĐS mới chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ, đóng góp 1.6% doanh thu và 1.9% lợi nhuận thuần trong 9 tháng năm 2021. Các dự án hiện tại của HPG gồm một số dự án KCN, gồm dự án KCN Phố Nối A (686 ha), KCN Yên Mỹ II (giai đoạn 1 97,5 ha) tại Hưng Yên và KCN Hòa Mạc (131 ha) tại Hà Nam. Trong số các KCN kể trên, KCN Hòa Mạc có tỷ lệ lấp đầy trên 80% còn KCN Phố Nối A và Yên Mỹ II có tỷ lệ lấp đầy 90%.

Gần đây, Công ty thông báo UBND tỉnh Hưng Yên đã ra quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư đối với HPG cho dự án Yên Mỹ II mở rộng (216 ha) và Phố Nối A mở rộng (92,5 ha).

Ngoài ra, vào ngày 28/5, HPG đã được UBND tỉnh Cần Thơ chấp thuận việc tiến hành khảo sát, nghiên cứu, đề xuất đầu tư 3 dự án với quỹ đất lớn, hơn 540 ha gồm 88,2 ha tại Cái Răng; 6,24 ha tại Ninh Kiều và 452 ha tại Bình Thủy. HPG sẽ có 6 tháng để thực hiện khảo sát, nghiên cứu, bắt đầu từ ngày 6/5/2021 đối với 2 dự án đầu tiên và từ 27/5/2021 đối với dự án cuối cùng & lớn nhất. Ngoài việc mua đất thô, HPG đang xem xét M&A để đẩy mạnh tích lũy quỹ đất.

Hiện HPG đang ở giai đoạn đầu trong quá trình mở rộng trên thị trường BĐS nên chưa có nhiều thông tin ở đây, vì vậy HSC chưa đưa tác động từ dự án BĐS nhà ở hay dự án BĐS KCN mới vào mô hình. Và theo đó ở đây có rủi ro vượt dự báo.

Dự báo mới

HSC duy trì dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023, nhưng chúng tôi nâng 8,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 do tỷ suất lợi nhuận thép xây dựng tăng trong Q4/2021 (sau khi giá thép xây dựng tăng gần đây) cùng với nhu cầu thép dài và ống thép trong nước phục hồi mạnh mẽ. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023 lần lượt là 36.897 tỷ đồng (tăng trưởng 174%), 33.157 tỷ đồng (giảm 10,1%) và 35.455 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9%).

Nâng dự báo năm 2021, nhưng duy trì dự báo năm 2022-2023

HSC nâng 8,8% dự báo lợi nhuận thuần lên 36.897 tỷ đồng (tăng trưởng 174%) do giá thép xây dựng tăng và tỷ suất lợi nhuận biên thép xây dựng cải thiện sau giai đoạn giãn cách. HRC là điểm nhấn trong Q3/2021, nhưng thép xây dựng sẽ là động lực tăng trưởng chính trong Q4/2021. Trong khi đó, chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023 lần lượt là 33.157 tỷ đồng (giảm 10,1%) và 35,455 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9%).

Như đã đề cập ở trên, HSC tin rằng mặt bằng giá thép cao hiện nay sẽ còn giữ đến nửa đầu năm 2022. Giá thép có thể sẽ giảm vào nửa cuối năm 2022 và gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng, sẽ bù đắp phần nào việc tỷ suất lợi nhuận giảm. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2022 sẽ giảm vừa phải 10,1% trước khi tăng trưởng trở lại 6,9% trong năm 2023. Trên thực tế, chúng tôi hiện dự báo tốc độ tăng trưởng gộp bình quân lợi nhuận thuần trong 3 năm tới đạt 38,1%.

Các giả định chính của chúng tôi như sau (Bảng 27-32):

Bảng 27: Dự báo mới và cũ, HPG

HSC nâng 8,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 trong khi duy trì dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023

(tỷ đồng)	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			% y/y		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	151,580	166,773	187,271	146,549	157,705	176,136	-3.3%	-5.4%	-5.9%	62.6%	7.6%	11.7%
Lợi nhuận thuần	33,924	33,211	35,539	36,897	33,157	35,455	8.8%	-0.2%	-0.2%	174.3%	-10.1%	6.9%

Nguồn: HSC Research

Bảng 28: Dự báo sản lượng tiêu thụ thép, HPG

Dự báo phôi thép giảm, thép xây dựng cải thiện đến cuối năm 2021

Tấn	2020	2021	2022	2023
Thép xây dựng	3,400,486	4,008,573	4,647,064	5,290,116
Phôi thép	1,747,829	1,000,000	500,000	200,000
HRC	686,000	2,600,000	3,500,000	4,000,000
Ống thép	821,840	719,110	862,932	949,225
Thép dẹt	165,000	404,250	444,675	466,909

Nguồn: HSC Research

Bảng 29: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép, HPG

HRC dự kiến sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận

	2020	2021	2022	2023
Thép xây dựng	22.5%	17.9%	15.9%	13.8%
Phôi thép	694.5%	-42.8%	-50.0%	-60.0%
HRC	n/a	279.0%	34.6%	14.3%
Ống thép	10.0%	-12.5%	20.0%	10.0%
Thép dẹt	10.0%	145.0%	10.0%	5.0%

Nguồn: HSC Research

Bảng 30: Giả định giá bán bình quân, HPG

Dự báo giá bán bình quân năm 2021 sẽ tăng lần lượt 42% và 54% đối với thép xây dựng và HRC

(triệu đồng/tấn)	2020	2021	2022	2023
Thép xây dựng	11.2	15.9	15.1	15.3
HRC	12.4	19.0	17.1	17.5

Nguồn: HSC Research

Bảng 31: Tăng trưởng giá bán bình quân, HPG

Chúng tôi dự báo thép xây dựng và Giá HRC giảm lần lượt 5% và 10% trong năm tới

	2020	2021	2022	2023
Thép xây dựng	-8.2%	42.0%	-5.0%	1.0%
HRC	n/a	53.8%	-10.0%	2.0%

Nguồn: HSC Research

Bảng 32: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HPG

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận sẽ giảm trong hai năm tới sau khi mở rộng mạnh mẽ vào năm 2021

	2020	2021	2022	2023
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21.0%	29.7%	24.9%	23.7%
Chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%
Tỷ suất LNTT	17.0%	27.2%	23.2%	22.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.9%	25.2%	21.0%	20.1%

Nguồn: HSC Research

Dự báo năm 2021: Điều chỉnh tăng nhờ tỷ suất lợi nhuận thép xây dựng cải thiện

Giả định doanh thu thuần:

- Về giá bán thép bình quân (Bảng 30-31), chúng tôi hiện dự báo giá thép xây dựng năm 2021 sẽ là 15,9 triệu đồng/tấn (tăng 42%) trong khi giá bán HRC bình quân là 19 triệu đồng/tấn (tăng 53,8%) (tương đương 824 USD/tấn).
- Về sản lượng tiêu thụ thép, chúng tôi giảm nhẹ dự báo sản lượng tiêu thụ HRC xuống 2,6 triệu tấn (tăng trưởng 279%) so với dự báo trước đó là 2,7 triệu tấn. Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và phôi thép lần lượt là 4 triệu tấn (tăng trưởng 17,9%) và 1 triệu tấn (giảm 42,8%). Chúng tôi tiếp tục dự báo sản lượng tiêu thụ tôn và ống thép lần lượt đạt 404.250 tấn (tăng trưởng 145%) và 719.110 tấn (giảm 12,5%).
- Về mảng nông nghiệp, chúng tôi hạ dự báo doanh thu thuần năm 2021 xuống 8.125 tỷ đồng (giảm 23%), từ 11.000 tỷ đồng trước đó do giá thịt lợn tại Việt Nam đã giảm mạnh.

Nhìn chung, chúng tôi giảm nhẹ 3,3% dự báo doanh thu thuần năm 2021 xuống 146.549 tỷ đồng (tăng trưởng 62,6%).

Giả định lợi nhuận thuần:

Công ty đã có thể chuyển hầu hết mức tăng của giá đầu vào sang cho khách hàng nhờ nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm thép tăng mạnh, cả ở thị trường xuất khẩu và nội địa. Nhờ giá thép tăng mạnh so với đầu năm, tỷ suất lợi nhuận cũng đang tăng đều.

Trên thực tế, chúng tôi nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2021 lên 29,7% từ 27,9% trước đó nhờ HPG quản lý chi phí tốt hơn và giá bán tăng trong tháng 10/2021. Tỷ suất lợi nhuận được kỳ vọng sẽ ở mức cao trong năm nay nhưng sẽ chịu áp lực trong những năm tiếp theo.

HSC dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thuần sẽ tăng lên 2,3% từ mức 2% trong năm 2020 do chi phí vận chuyển và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu tăng. Lỗ thuần từ HĐ tài chính sẽ giảm mạnh xuống còn 513 tỷ đồng so với lỗ 1.833 tỷ đồng trong năm 2020 do thu nhập tài chính tăng gần gấp 3 lần nhờ lượng tiền mặt dồi dào trong năm nay.

Chúng tôi hiện dự báo LNTT và lợi nhuận thuần năm 2021 sẽ tăng trưởng mạnh lần lượt đạt 39.839 tỷ đồng (tăng trưởng 159%) và 36.897 tỷ đồng (tăng trưởng 174%). Thuế suất thuế TNDN trong năm 2021 sẽ là 8% nhờ tổ hợp DQSC1 đang trong giai đoạn miễn thuế.

HSC dự báo quỹ khen thưởng và phúc lợi sẽ ở mức 5% lợi nhuận thuần. Do đó, EPS dự phóng 2021 sẽ là 7.837đ.

HSC gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2022-2023

Như đã đề cập ở trên, mức tỷ suất lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2021 là không bền vững. Do đó, chúng tôi thận trọng đối với năm 2021 và dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ trở lại mức bình thường những các năm tới. Cụ thể như sau:

Giả định doanh thu thuần:

HSC dự báo doanh thu thuần năm 2022-2023 lần lượt đạt 157.705 tỷ đồng (tăng trưởng 7,6%) và 176.136 tỷ đồng (tăng trưởng 11,7%). Động lực chính thúc đẩy doanh thu là sản lượng tiêu thụ HRC và nhu cầu ống thép tại thị trường trong nước phục hồi và giá thép xây dựng tăng nhờ đẩy mạnh các dự án đầu tư công sau dịch COVID-19.

Về sản lượng tiêu thụ:

- HSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ tăng trưởng lần lượt 15,9% và 13,8% lên lần lượt 4,6 triệu tấn và 5,3 triệu tấn trong năm 2022 và 2023. Do hạn chế về công suất, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ phôi trong năm 2022-2023 sẽ giảm xuống lần lượt 500.000 tấn (giảm 50%) và 200.000 tấn (giảm 60%).
- Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ HRC trong năm 2022 và 2023 sẽ đạt lần lượt 3,5 triệu tấn (tăng trưởng 34,6%) và 4 triệu tấn (tăng trưởng 14,3%).
- Sản lượng tiêu thụ ống thép được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ 20% và 10% lên lần lượt 862.932 tấn và 949.225 tấn trong năm 2022 và 2023 nhờ nhu cầu gia tăng sau dịch COVID-19.
- Sản lượng tôn được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng lần lượt 10% và 5% trong 2022-2023 lên lần lượt 444.675 tấn và 466.909 tấn.

Về giá bán bình quân:

- Trong năm 2022, chúng tôi dự báo giá bán HRC giảm 10% khi các dây chuyền sản xuất mới tại EU và Mỹ dự kiến đi vào hoạt động trong những năm tới.
- Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng sẽ chỉ giảm 5% nhờ Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công sau giai đoạn giãn cách.

Giả định lợi nhuận thuần

Từ năm 2022 trở đi, HPG sẽ bắt đầu sử dụng khoảng 4 triệu tấn quặng sắt nhập khẩu từ mỏ quặng sắt do HPG sở hữu tại Australia. Chúng tôi dự báo toàn bộ chi phí để sản xuất của HPG sẽ dưới 90 USD/tấn. Từ đó, chúng tôi cho rằng giá quặng sắt trong giai đoạn 2022-2023 sẽ giảm mạnh và hỗ trợ một phần tỷ suất lợi nhuận sau năm 2021.

Hiện tại, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2022-2023 sẽ giảm xuống lần lượt 24,9% và 23,7%, dần trở lại bình thường so với tỷ suất lợi nhuận gộp là 29,7% trong năm 2021.

HSC dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thuần ổn định ở mức 2%. Lãi thuần từ HĐ tài chính được dự báo đạt lần lượt 138 tỷ đồng và 289 tỷ đồng trong năm 2022-2023 nhờ dư nợ ngân hàng giảm và tiền mặt tăng, sau khi lỗ từ HĐ tài chính trong năm 2021.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2022-2023 lần lượt là 33.157 tỷ đồng (giảm 10,1%) và 35.455 tỷ đồng (tăng trưởng 6,9%). EPS dự phóng 2022-2023 lần lượt là 7.042đ và 7.530đ dựa trên số cổ phiếu lưu hành hiện tại và tỷ lệ trích quỹ khen thưởng & phúc lợi là 5%.

Chính sách cổ tức tiền mặt

HSC dự báo HPG sẽ nâng mức cổ tức bằng tiền mặt lên 1.000đ/cp (lợi suất cổ tức 1,7%) trong 3 năm tới từ mức 500đ/cp trong năm 2020 nhờ lợi nhuận thuần tăng mạnh trong giai đoạn này. Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức sẽ là 12,1-13,5% do Công ty cần tổng cộng 70.000 tỷ đồng để xây dựng DQSC2 trong 3 năm tới.

Bảng 33: Chính sách cổ tức tiền mặt, HPG

Chúng tôi giả định rằng việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt từ giai đoạn 2021-23 sẽ ổn định ở mức 1.000 đồng/cổ phiếu

(đồng)	2020	2021	2022	2023
Cổ tức tiền mặt	500	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%
Tỷ lệ chi trả	12.3%	12.1%	13.5%	12.6%

Nguồn: HSC Research

Dự báo bảng CĐKT và dòng tiền

Chúng tôi dự báo HPG sẽ thanh toán dần các khoản nợ dài hạn trong năm 2021-2022 xuống lần lượt 14.382 tỷ đồng và 11.985 tỷ đồng từ 17.343 tỷ đồng trong năm 2020 nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tăng mạnh. Trong khi đó, các khoản nợ dài hạn trong năm 2023 sẽ tăng lên 16.779 tỷ đồng chủ yếu để tài trợ cho dự án DQSC2.

Bảng 34: Cơ cấu nợ, HPG

Chúng tôi dự báo HPG sẽ thanh toán dần các khoản nợ dài hạn trong năm 2021-2022

(nghìn tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nợ ngắn hạn	36,798	42,499	39,426	42,273	47,360	48,357
Nợ dài hạn	17,343	14,382	11,985	14,382	16,779	9,588
Tổng nợ	54,142	56,881	51,411	56,655	64,140	57,945
Nợ thuần	32,319	12,816	659	20,496	10,152	(16,732)
Nợ thuần/vốn CSH	0.55	0.14	0.01	0.14	0.06	(0.08)

Nguồn: HSC Research

Về nợ ngắn hạn, HSC dự báo HPG sẽ duy trì tỷ lệ nợ ngắn hạn/doanh thu ở mức 24-29% trong giai đoạn 2021-2023 để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH sẽ giảm xuống mức rất thấp và lành mạnh là 0,06-0,14 lần trong 3 năm tới (Bảng 34).

Về dòng tiền, chúng tôi hiện dự báo dòng tiền thuần trong năm 2021-2022 lần lượt là 1.060 tỷ đồng và 4.456 tỷ đồng. Trong khi đó, dòng tiền thuần năm 2023 được dự báo sẽ âm do giải ngân vốn đầu tư lớn cho dự án DSQS2.

Bảng 35: Dự báo dòng tiền, HPG

Chúng tôi hiện dự báo dòng tiền thuần trong năm do công ty tăng trả nợ dài hạn

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CFO	11,587	24,891	42,625	42,459	42,707	43,676
CFI	-18,495	-24,631	-16,797	-44,024	-27,822	-17,229
CFF	16,054	800	-21,373	-7,907	5,641	-19,110
Dòng tiền thuần trong năm	9,146	1,060	4,456	-9,472	9,243	7,338

Nguồn: HSC Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi nâng 8,7% giá mục tiêu lên 73,900đ (tiềm năng tăng giá là 33%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/E dự phóng 2021 và 2022 lần lượt là 9,4 lần và 10,5 lần. Tại thị giá, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm và P/E dự phóng 2022 lần lượt là 7,7 lần và 7,9 lần so với mức bình quân P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,5 lần (tính từ đầu năm 2018). Là doanh nghiệp hưởng lợi chính khi Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công cùng với vị thế hàng đầu trong ngành thép và bảng CĐKT lành mạnh, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG.

Tổng hợp và bối cảnh định giá

HSC nâng 8,7% giá mục tiêu lên 73.900đ (từ 68.000đ trước đó), sau khi nâng dự báo lợi nhuận và chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 33% so với giá thị trường hiện tại.

Sau giai đoạn giãn cách, nhu cầu trong nước đang phục hồi mạnh mẽ đối với các sản phẩm thép, đặc biệt là các sản phẩm thép xây dựng và ống thép. Cùng với nhu cầu trong nước dần nên trong giai đoạn phong tỏa, giá thép xây dựng đang tăng mạnh trong thời gian gần đây sau khi ổn định trong 3 tháng kể từ đầu tháng 7/2021. Đây sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính trong Q4/2021 và năm 2022.

Kế hoạch kích thích tài khóa hậu COVID-19 dự kiến sẽ sớm được công bố để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi. Trong đó, các dự án đầu tư công và cơ sở hạ tầng là trọng tâm của kế hoạch. Nhờ đó, HPG rõ ràng là cổ phiếu rất hấp dẫn để đầu tư.

Cổ phiếu HPG xứng đáng được đánh giá lại trong thời gian tới nhờ:

- Lợi nhuận lớn nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam,
- Định giá rẻ với ROE (48,7%) và tỷ suất lợi nhuận thuần (25,2%) rất cao so với các công ty cùng ngành.
- Tốc độ tăng trưởng gộp bình quân lợi nhuận thuần đạt 38,1%
- Dồi dào tiền mặt và bảng CĐKT lành mạnh
- Đội ngũ quản lý tâm huyết

Theo dự báo mới của chúng tôi, HPG đang giao dịch với P/E dự phóng 2021 và 2022 lần lượt là 7,1 lần và 7,9 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn 9,4% so với mức bình quân trong quá khứ là 8,5 lần (trong 4 năm qua) (Bảng 36-37).

Nhờ nhu cầu thép trên toàn cầu tăng mạnh và vị thế ngày càng vững chắc của HPG, cổ phiếu đang được định giá hấp dẫn. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, P/E dự phóng 2021 và 2022 lần lượt là 9,4 lần và 10,5 lần.

Biểu đồ 36: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

HPG hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần



Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 37: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG

thấp hơn 9,4% so với mức bình quân trong quá khứ là 8,5 lần



Nguồn: HSC Research

Phương pháp

HSC vẫn sử dụng DCF làm phương pháp định giá chính để tính giá mục tiêu cho cổ phiếu HPG. Những giả định định giá chính của chúng tôi như sau:

- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro là 3% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Theo đó, HSC sử dụng chi phí vốn bình quân WACC là 12% để tính giá mục tiêu mới cho HPG.
- HSC nâng 8,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 nhưng duy trì dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023.
- Chuyển tôi chuyển năm cơ sở định giá sang cuối năm 2022 từ giữa năm 2022.
- Giả định định giá và phân tích độ nhạy được trình bày trong Bảng 38-42 ở cuối báo cáo.

Biểu đồ 38: Tính toán FCFF, HPG

Năm 2021, dòng tiền sẽ cải thiện đáng kể nhờ lợi nhuận tăng mạnh

	2021	2022	2023	2024	2025
Lợi nhuận thuần	36,897	33,157	35,455	37,646	40,266
+ Lãi vay * (1- thuế suất)	2,286	1,947	1,663	1,596	2,655
+ Khấu hao	6,190	6,690	8,160	10,606	12,196
- Thay đổi vốn lưu động	(13,832)	(6,763)	(7,592)	(11,480)	(14,189)
- Vốn đầu tư cơ bản	(3,503)	(14,587)	(49,158)	(19,240)	(3,873)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	28,039	20,443	(11,473)	19,129	37,055

Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 39: Tính toán WACC 1 - mô hình CAPM, HPG

Chi phí vốn CSH là 13,5%

	%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Phần bù rủi ro	10.0%
Beta	7.0%
Chi phí vốn CSH	13.5%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.3%
Thuế suất	9.3%
Chi phí nợ sau thuế	6.6%

Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 40: Tính toán WACC 2, HPG

Cơ cấu vốn dẫn đến WACC là 12%

Cơ cấu vốn	
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	77.7%
Nợ/Tổng nguồn vốn	22.3%
WACC	12.0%

Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 41: Định giá DCF, HPG

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF của chúng tôi là 73.900đ, tiềm năng tăng giá là 33%

Năm	2021	2022	2023	2024	2025
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	28,039	20,443	(11,473)	19,129	37,055
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g) (%)	-	-	-	-	2%
Giá trị dài hạn	-	-	-	-	379,712
Dòng tiền tương lai	28,039	20,443	(11,473)	19,129	416,767
Giá trị hiện tại	28,039	20,443	(10,339)	15,548	305,396
Giá trị của doanh nghiệp	331,047				
- Tổng nợ	(51,411)				
+ Tiền/tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	50,752				
Giá trị vốn CSH	330,388				
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	4,473				
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	73,864				

Nguồn: HSC Research

Biểu đồ 42: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, HPG

Độ nhạy đưa ra mức giá mục tiêu trong khoản từ 63.924đ - 88.123đ

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
1.0%		71,903	69,689	67,631	65,714	63,924
1.5%		75,330	72,873	70,598	68,487	66,522
2.0%		79,129	76,390	73,864	71,528	69,361
2.5%		83,367	80,295	77,475	74,878	72,478
3.0%		88,123	84,656	81,489	78,586	75,915

Nguồn: HSC Research

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Doanh thu	63,658	90,119	146,549	157,705	176,136
Lợi nhuận gộp	11,185	18,904	43,540	39,303	41,699
Chi phí BH&QL	(1,442)	(1,781)	(3,297)	(3,154)	(3,523)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	9,743	17,123	40,243	36,149	38,177
Lãi vay thuần	(711)	(1,833)	(514)	138	289
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.43)	1.96	5.00	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	65.7	64.7	105	301	232
LNTT	9,097	15,357	39,839	36,588	38,698
Chi phí thuế TNDN	(1,518)	(1,851)	(2,789)	(3,293)	(3,096)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70.5)	(55.9)	(153)	(138)	(147)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,508	13,450	36,897	33,157	35,455
Lợi nhuận thuần ĐC	7,132	12,778	35,053	31,499	33,682
EBITDA ĐC	12,336	21,899	46,492	42,856	46,356
EPS (đồng)	2,719	4,060	8,249	7,413	7,927
EPS ĐC (đồng)	2,583	3,857	7,837	7,042	7,530
DPS (đồng)	500	500	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,761	3,313	4,473	4,473	4,473
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,761	3,313	4,473	4,473	4,473
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,761	3,313	4,473	4,473	4,473

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tiền & tương đương tiền	4,545	13,696	14,756	19,211	9,739
Đầu tư ngắn hạn	1,374	8,127	29,310	31,541	26,420
Phải thu khách hàng	3,561	6,125	11,724	12,616	15,852
Hàng tồn kho	19,412	26,287	46,896	50,466	56,364
Các tài sản ngắn hạn khác	1,544	2,513	5,862	7,885	8,807
Tổng tài sản ngắn hạn	30,437	56,747	108,547	121,720	117,182
TSCĐ hữu hình	68,415	71,555	68,639	76,499	117,455
TSCĐ vô hình	269	254	380	418	460
Bất động sản đầu tư	577	564	608	590	571
Đầu tư dài hạn	46.5	170	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0.70	0.70	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,030	2,220	5,078	5,458	6,088
Tổng tài sản dài hạn	71,339	74,764	74,705	82,965	124,574
Tổng cộng tài sản	101,776	131,511	183,253	204,685	241,757
Nợ ngắn hạn	16,838	36,798	42,499	39,426	42,273
Phả trả người bán	7,507	10,916	21,982	20,502	21,136
Nợ ngắn hạn khác	1,752	2,455	4,524	5,392	6,668
Tổng nợ ngắn hạn	26,984	51,975	73,402	70,051	75,361
Nợ dài hạn	19,842	17,343	14,382	11,985	14,382
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.10	0.67	0	0	0
Nợ dài hạn khác	7,142	2,947	2,714	2,721	2,729
Tổng nợ dài hạn	26,985	20,290	17,096	14,706	17,112
Tổng nợ phải trả	53,989	72,292	90,498	84,758	92,473
Vốn chủ sở hữu	47,623	59,071	92,453	119,488	148,697
Lợi ích cổ đông thiểu số	163	149	302	440	587
Tổng vốn chủ sở hữu	47,787	59,220	92,755	119,927	149,284
Tổng nợ phải trả và VCSH	101,776	131,511	183,253	204,685	241,757
BVPS (đ)	17,248	17,829	20,669	26,714	33,244
Nợ thuần*/(tiền mặt)	32,135	40,446	42,126	32,200	46,916

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBIT	9,743	17,123	40,243	36,149	38,177
Khấu hao	(2,593)	(4,776)	(6,249)	(6,707)	(8,179)
Lãi vay thuần	(711)	(1,833)	(514)	138	289
Thuế TNDN đã nộp	(1,552)	(1,717)	(3,187)	(3,293)	(3,096)
Thay đổi vốn lưu động	(3,092)	(8,628)	(18,746)	2,534	(1,279)
Khác	(914)	(2,158)	(2,153)	(1,611)	(1,329)
LCT thuần từ HKKD	7,715	11,587	24,891	42,625	42,459
Đầu tư TS dài hạn	(20,825)	(11,916)	(3,503)	(14,587)	(49,158)
Góp vốn & đầu tư	(4,098)	(11,618)	(21,158)	(2,242)	5,102
Thanh lý	6,859	5,038	30.7	32.5	31.6
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(18,064)	(18,495)	(24,631)	(16,797)	(44,024)
Cổ tức trả cho CSH	(12.6)	(1,419)	(4,473)	(4,473)	(4,473)
Thu từ phát hành CP	0.09	2.70	0	0	0
Tăng/giảm nợ	12,391	17,470	5,273	(16,900)	(3,434)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	12,378	16,054	800	(21,373)	(7,907)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,516	4,545	13,696	14,756	19,211
LCT thuần trong kỳ	2,029	9,146	1,060	4,456	(9,472)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.39	5.65	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,545	13,696	14,756	19,211	9,739
Dòng tiền tự do	(13,110)	(328)	21,387	28,038	(6,699)

Các chỉ số tài chính	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.6	21.0	29.7	24.9	23.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.4	24.3	31.7	27.2	26.3
Tỷ suất LNT (%)	11.8	14.9	25.2	21.0	20.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	16.7	12.1	7.00	9.00	8.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.0	41.6	62.6	7.61	11.7
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(3.89)	77.5	112	(7.82)	8.17
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(14.1)	79.2	174	(10.1)	6.93
Tăng trưởng EPS (%)	(32.6)	49.3	103	(10.1)	6.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(33.9)	49.3	103	(10.1)	6.93
Tăng trưởng DPS (%)	nm	0	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.4	12.3	12.1	13.5	12.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.0	25.2	48.7	31.3	26.4
ROACE (%)	14.9	22.2	42.5	29.6	25.4
Vòng quay tài sản (lần)	0.71	0.77	0.93	0.81	0.79
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.79	0.68	0.62	1.18	1.11
Số ngày tồn kho	135	135	166	156	153
Số ngày phải thu	24.8	31.4	41.5	38.9	43.0
Số ngày phải trả	52.2	55.9	77.9	63.2	57.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	68.3	70.6	47.9	28.9	33.3
Nợ/tài sản (%)	36.4	42.1	32.2	26.3	24.5
EBIT/lãi vay (lần)	13.7	9.34	78.3	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.01	2.53	1.27	1.25	1.28
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.13	1.09	1.48	1.74	1.55
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.90	2.41	1.79	1.59	1.53
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.0	9.91	5.64	5.84	5.83
P/E (lần)	20.5	13.7	6.75	7.51	7.03
P/E ĐC (lần)	21.6	14.4	7.11	7.91	7.40
P/B (lần)	3.23	3.12	2.69	2.09	1.68
Lợi suất cổ tức (%)	0.90	0.90	1.80	1.80	1.80

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn