

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND57.200	Giá mục tiêu VND65.400	Tỷ suất cổ tức 0,8%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Thép
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	--------------------------------	----------------------

Ngày 20/04/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

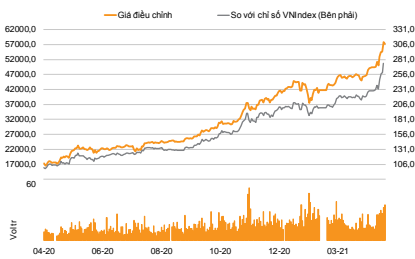
Consensus*: Mua:11 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 17,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng dự phóng EPS năm 2021-23 lên 32,8%-46,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	57.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16.526
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	960.010tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	191.508
Free float (%)	27
P/E trượt (x)	14,1
P/B hiện tại (x)	3,2

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	26,1%
Vũ Thị Hiền	7,3%
Khác	66,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Khi triều dâng

- HPG đạt mục tiêu doanh thu và LNR năm 2021 tăng trưởng lần lượt 33,1% và 33,3% svck, cao hơn so với dự phóng trước đó của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng dự phóng EPS năm 2021-23 lên 32,8%-46,3% trong bối cảnh sản lượng và giá bán thép cao hơn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 65.400 đồng/cp.

HPG đạt kế hoạch LNR năm 2021 tăng 33% svck

Theo kế hoạch của Ban lãnh đạo, HPG kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) năm 2021 sẽ đạt lần lượt 120.000 tỷ đồng (+33,2% svck) và 18.000 tỷ đồng (+33,3% svck), cao hơn 10,6% sv dự phóng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng kế hoạch của công ty là khá thận trọng, đặc biệt khi sản lượng tiêu thụ và giá bán thép ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 1/2021.

Tăng dự phóng EPS năm 2021-23 nhờ sản lượng và giá bán thép cao hơn

Chúng tôi nâng EPS dự phóng năm 2021-23 lên 32,8%-46,3% nhờ việc 1) tăng 13,3%-18,8% giá định giá bán thép và 2) tăng 16,4%-20% dự phóng sản lượng tiêu thụ thép sau khi HPG ghi nhận sản lượng bán HRC ấn tượng vài tháng gần đây. Chúng tôi nhận thấy đà tăng giá mạnh mẽ của các mặt hàng thép từ đầu năm với mức tăng lần lượt 11,2% và 31,1% đối với các sản phẩm thép dài và thép dẹt. Chúng tôi cũng bổ sung kế hoạch mở rộng công suất thêm 60% kể từ năm 2025, qua đó tăng mức định giá HPG theo phương pháp DCF lên 8,5%. Trong năm 2022-23, LNR của HPG sẽ chỉ đạt mức tăng trưởng bình quân 5,7% từ mức cơ sở cao của năm 2019-21.

Giá thép có thể đạt đỉnh trong năm 2021

Thủ phủ ngành thép Trung Quốc – TP.Đường Sơn đang gia tăng các biện pháp hạn chế sản xuất thép nhằm cải thiện chất lượng không khí và đáp ứng mục tiêu giảm sản lượng thép thô của chính phủ nước này trong năm 2021. Điều này đã khiến giá thép tăng cao trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, nhu cầu thép ở hạ nguồn hồi phục và nguồn cung giảm có thể khiến giá và biên LN ngành thép cao hơn, qua đó khuyến khích các nhà sản xuất thép mới tham gia vào thị trường nếu các biện pháp hạn chế sản xuất không được Trung Quốc kiểm soát tốt. Do đó, chúng tôi cho rằng giá thép sẽ giảm dần trong dài hạn.

Liệu định giá của HPG còn hấp dẫn?

Thị giá cổ phiếu HPG đã tăng 21,3% trong 1 tháng qua, vượt trội sv mức tăng 6,2% của VNIndex. Hiện tại, HPG đang giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 9,2 lần, thấp hơn 18,7% sv mức trung vị của các doanh nghiệp thép trong khu vực. Do đó, chúng tôi cho rằng định giá vẫn còn hấp dẫn do HPG sở hữu hiệu suất sinh lời vượt trội sv các đối thủ khác. Với vị thế là nhà sản xuất thép hàng đầu khu vực Đông Nam Á và tiềm năng top 30 thế giới vào năm 2025, HPG xứng đáng với mức định giá tốt hơn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	63.658	90.119	148.023	152.825
Tăng trưởng DT thuần	14,0%	41,6%	64,3%	3,2%
Biên lợi nhuận gộp	17,6%	21,0%	20,4%	20,9%
Biên EBITDA	19,5%	24,4%	25,0%	25,2%
LN ròng (tỷ)	7.527	13.450	22.731	24.161
Tăng trưởng LN ròng	(12,2%)	78,7%	69,0%	6,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(12,2%)	78,7%	69,0%	6,3%
EPS cơ bản	2.272	4.060	6.861	7.292
EPS điều chỉnh	2.028	3.717	6.227	6.611
BVPS	14.373	17.829	24.993	31.852
ROAE	17,1%	25,2%	28,7%	21,7%

Nguồn: VND RESEARCH

KHI TRIỀU DẰNG

Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 65.400 đồng/cp

Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi tăng giá mục tiêu của HPG lên 65.400 đồng/cp nhằm phản ánh 1) mức EPS dự phóng giai đoạn 2021–23 cao hơn và 2) bổ sung Khu liên hợp Dung Quất (KLHDQ) mở rộng vào mô hình dự phóng. Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau 1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2021 và 2) mô hình định giá DCF 10 năm. Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi sử dụng WACC ở mức 11,4% (sv. mức 12,2% trước đó) sau khi tăng tỷ trọng nợ lên 32% (từ mức 27% trước đó).

Hình 1: Các giả định chính của mô hình định giá DCF

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP-10 năm)	3,0%
Phân bù rủi ro	11,0%
Beta	1,1
Chi phí vốn	15,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	5,0%
WACC	11,4%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	112.936
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	141.892
Giá trị doanh nghiệp	254.829
Trừ: tổng nợ	52.319
Cộng: tiền và tương đương tiền	24.659
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	210
Giá trị cổ phần	226.959
SLCP đang lưu hành	3.313
Giá trị mỗi cổ phiếu	68.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hin 2: Phương pháp định giá so sánh P/E

EPS 2021	6.227
P/E bình quân ngành	11,3
Chiết khấu	-11,5%
P/E mục tiêu	10,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	62.271

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	68.500	50%	34.250
P/E	62.271	50%	31.135
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			65.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhờ quy mô ngày càng lớn của HPG và triển vọng lọt top 30 nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới vào năm 2025 (sau khi hoàn thành KLHDQ mở rộng), chúng tôi tiến hành thay đổi nhóm các công ty được dùng để so sánh với HPG. Trong đó, chúng tôi lựa chọn các nhà sản xuất thép hàng đầu tại các quốc gia Châu Á như Ấn Độ, Hàn Quốc, Trung Quốc và Nhật Bản.

HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 2021 và 2022 lần lượt là 9,2x/8,7x, thấp hơn sv mức P/E 2021 trung vị của các doanh nghiệp trong khu vực là 11,3x. Mặc dù có công suất nhỏ hơn nhưng chúng tôi cho rằng HPG vẫn xứng đáng được trả ở mức định giá tương đương với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ khả năng sinh lời vượt trội (ước tính ROE của HPG năm 2021 đạt 28,7%, gấp 2,5 lần sv mức trung vị ngành là 11,4%) và triển vọng tăng trưởng LNR mạnh mẽ trong năm 2021 (+69% svck), theo ước tính của chúng tôi.

Hình 4: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá ht	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	tr.USD	2021F	2022F	EPS 3 năm	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Các doanh nghiệp thép trong khu vực												
JSW Steel	JSTL IN	620,8	20.042	20,3	12,9	18,6	3,5	2,8	10,0	7,5	18,4	23,5
Tata Steel	TATA IN	893,0	14.297	7,3	8,8	50,0	1,1	1,0	6,0	6,7	16,1	11,9
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	431,2	5.874	7,8	9,1	58,5	1,3	1,1	4,8	5,1	16,3	13,3
NMDC	NMDC IN	139,3	5.453	7,1	7,3	14,4	1,4	1,2	5,0	5,2	19,7	16,8
Nippon Steel Corp	5401 JP	1.896,0	16.785	na	8,6	na	0,7	0,6	13,1	7,1	(3,3)	7,9
JFE Holding Inc	5411 JP	1.410,0	7.986	na	7,3	na	0,5	0,5	12,0	6,6	(2,2)	6,7
Bluescope Steel Ltd	BSL AU	21	8.379	11,4	11,0	7,1	1,5	1,3	5,7	5,5	13,9	12,2
Hyundai Steel	004020 KS	50.100,0	6.008	19,0	14,9	na	0,4	0,4	7,5	7,1	2,1	2,6
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	4,9	6.920	10,9	9,5	(15,6)	0,8	0,8	5,8	5,4	6,8	7,5
<i>Trung bình</i>			<i>10.253</i>	<i>12,4</i>	<i>10,0</i>	<i>26,8</i>	<i>1,3</i>	<i>1,1</i>	<i>7,8</i>	<i>6,3</i>	<i>9,7</i>	<i>11,4</i>
<i>Trung vị</i>			<i>8.183</i>	<i>11,2</i>	<i>9,3</i>	<i>18,6</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>6,8</i>	<i>6,7</i>	<i>11,4</i>	<i>11,8</i>
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	57.200	8.213,0	9,2	8,6	5,2	2,3	1,8	6,7	6,5	28,7	21,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, SỐ LIỆU NGÀY 20/04/2021

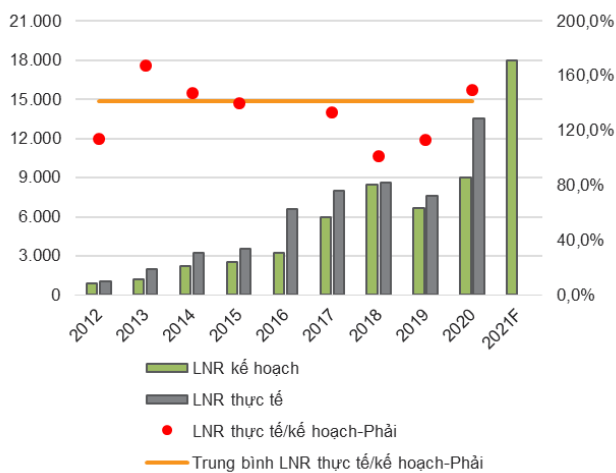
Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) lợi nhuận bất thường từ mảng nội thất nếu được bên khác mua lại và 2) hiệu quả của các mảng kinh doanh mới (sản xuất vỏ container, mua mỏ khoáng sản và đội tàu mới) nhằm phát triển chuỗi giá trị. Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh của công ty trong năm 2021 là thận trọng

HPG đặt mục tiêu LNR năm 2021 tăng trưởng 33,3% svck nhờ sản lượng tiêu thụ thép tăng 29,8% svck

Theo kế hoạch của Ban lãnh đạo, HPG kỳ vọng doanh thu và LNR năm 2021 sẽ đạt lần lượt 120.000 tỷ đồng (+33,2% svck) và 18.000 tỷ đồng (+33,3% svck), cao hơn 10,6% sv dự phóng trước đó của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng kế hoạch của công ty là khá thận trọng, đặc biệt khi sản lượng tiêu thụ và giá bán thép ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 1/2021. Chúng tôi lưu ý rằng HPG thường xuyên vượt kế hoạch LNR đặt ra với mức vượt trung bình 41,5% trong giai đoạn 2012-20.

Hình 5: LNR thực tế của HPG vượt kế hoạch trung bình 41,5% trong giai đoạn 2012-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: HPG đặt mục tiêu tiêu thụ 8,9 triệu tấn thép (+29,8% svck) trong năm 2021

	2020	Kế hoạch 2021	% svck	Quý 1/2021	% sv kế hoạch cả năm
Thép xây dựng và phôi thép	5.132.667	5.000.000	-2,6%	1.248.046	25,0%
Thép ống	821.840	920.000	11,9%	184.012	20,0%
Tôn mạ	230.500	300.000	30,2%	73.748	24,6%
HRC	686.000	2.700.000	293,6%	665.272	24,6%
Tổng	6.871.007	8.920.000	29,8%	2.171.078	24,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kế hoạch cổ tức năm 2020 - 2021

HPG sẽ trình ĐHCĐ kế hoạch chi trả cổ tức năm 2020, bao gồm 30% cổ tức bằng cổ phiếu và 500 đồng/cp cổ tức bằng tiền mặt (tương đương tỷ suất cổ tức đạt 0,8%). Công ty dự kiến sẽ hoàn thành chi trả trong quý 2-3/2021. Như vậy, kế hoạch trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2020 là phù hợp với dự báo trước đó của chúng tôi.

Trong năm 2021, công ty dự kiến trả cổ tức với tỷ lệ 30% bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu.

Tổng mức đầu tư cho KLHDQ mở rộng tăng 42% so với kế hoạch ban đầu

HĐQT của HPG đã chính thức phê duyệt phương án tăng tổng mức đầu tư cho dự án KLHDQ mở rộng lên 85.000 tỷ đồng, từ mức 60.000 tỷ đồng trong kế hoạch ban đầu. Công suất thiết kế của dự án cũng tăng lên 5,6 triệu tấn thép/năm từ mức 5 triệu tấn/năm.

HPG đang rất tích cực đẩy nhanh tiến độ tại KLHDQ mở rộng và đặt mục tiêu khởi công xây dựng vào đầu năm sau, nhanh hơn 1 năm so với kế hoạch trước. Thời gian xây dựng dự kiến sẽ kéo dài trong 36 tháng và toàn dự án sẽ được đưa vận hành thương mại vào đầu năm 2025.

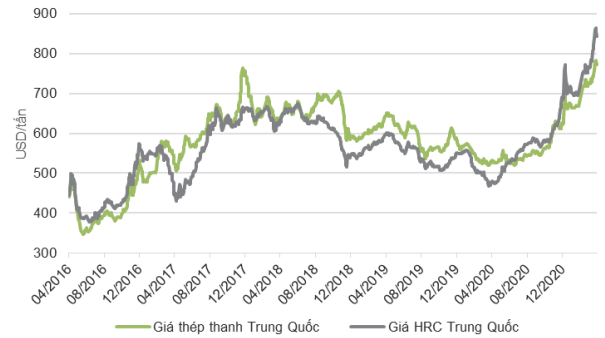
Như vậy, tổng mức đầu tư KLHDQ mở rộng đã tăng nhiều hơn đáng kể sv tổng công suất tăng thêm, chúng tôi hiểu rằng HPG đang có kế hoạch đầu tư vào các công nghệ hiện đại hơn để sản xuất thép cuộn cán nóng (HRC).

Giá thép tăng cao kỷ lục do hạn chế nguồn cung tạm thời. Trong khi, giá quặng sắt và than cốc diễn biến trái chiều

Giá thép Trung Quốc tăng mạnh sau các biện pháp hạn chế nguồn cung của Chính phủ nước này

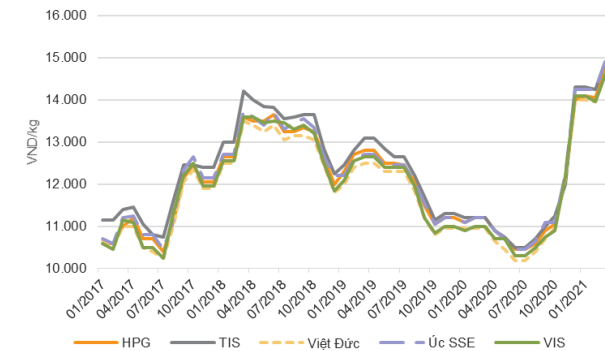
Đợt tăng giá gần đây được thúc đẩy bởi việc TP.Đường Sơn đình chỉ hoạt động của một số cơ sở sản xuất, tương đương 30% công suất lò cao của thành phố này. Thị trường dự đoán việc cắt giảm sản lượng tương tự sẽ mở rộng ra bên ngoài TP. Đường Sơn trong bối cảnh Chính phủ nước này nỗ lực hướng tới mục tiêu cắt giảm sản lượng sản xuất thép trong năm 2021.

Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng đang xem xét kế hoạch xóa bỏ mức hoàn thuế xuất khẩu đối với các sản phẩm HRC và thép thanh từ mức 13% hiện nay xuống còn 0% nhằm giảm thiểu xuất khẩu và gián tiếp hạn chế sản xuất thép. Mặc dù thời gian và quy trình giảm mức hoàn thuế vẫn chưa được công bố chi tiết nhưng Chính phủ Trung Quốc đang đặt mục tiêu giảm mức xuất khẩu thép của quốc gia này năm 2021 xuống 20 triệu tấn từ mức 54 triệu tấn trong năm 2020.



Giá thép Việt Nam tăng mạnh theo xu hướng giá thép thế giới

Tính từ đầu tháng 4, HPG đã bốn lần điều chỉnh giá bán thép, với tổng mức tăng 7,8% (+1.150 đồng/kg) đối với thép cuộn và tăng 9,7% (+1.400 đồng/kg) đối với thép thanh. Do đó, giá bán trung bình (ASP) của thép xây dựng HPG đã tăng 12% so với đầu năm. Tương tự, các công ty thép khác cũng đã có các động thái tăng giá bán từ đầu tháng 4, thậm chí với mức tăng còn lớn hơn so với HPG. Đáng chú ý, đối thủ chính khu vực phía Bắc của HPG - Tisco (TIS VN, Không khuyến nghị) đã tăng giá bán 1.500 đồng/kg trong tháng 4, tương đương mức tăng 15% so với đầu năm.

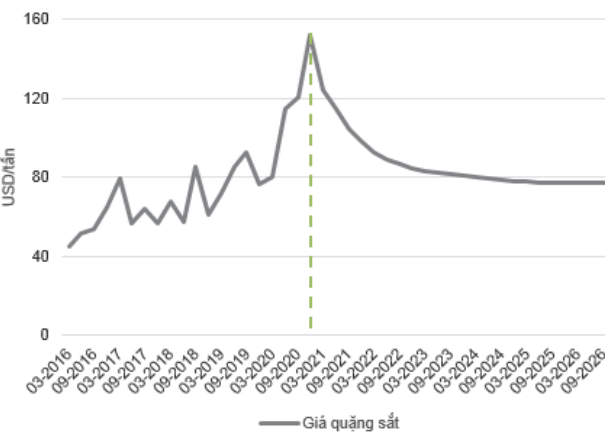


Giá quặng sắt đang ở mức cao nhất trong 1 thập kỷ

Giá quặng sắt đã tăng mạnh trong tháng 12/2020, từ mức chỉ 115 USD/tấn tại thời điểm đầu tháng đã tăng lên mức 140 USD/tấn khi kết thúc năm, mức cao nhất kể từ năm 2011. Giá quặng sắt sau đó đã tiếp tục tăng và đạt mức trung bình 159,9 USD/tấn trong quý 1/2021.

Như vậy, giá quặng sắt đã được giao dịch tại mức cao nhất 10 năm trong hơn 3 tháng mà không có sự điều chỉnh đáng kể nào. Điều này được lý giải do 1) nhu cầu thép tại Trung Quốc liên tục được duy trì ở mức cao nhờ các gói kích thích kinh tế hậu đại dịch Covid-19 và 2) sản lượng khai thác quặng sắt ở Brazil tiếp tục ở mức thấp và chỉ có thể phục hồi sau 12-18 tháng tới, theo Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Australia (DISR).

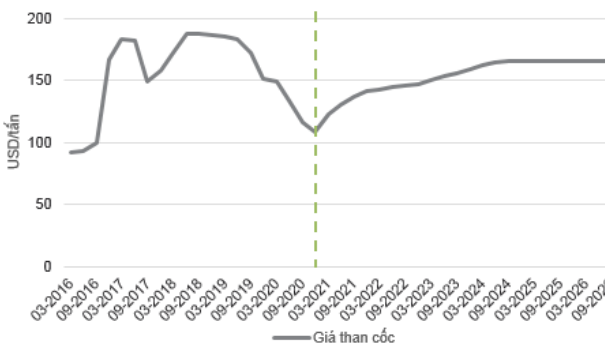
Theo dự phóng của DISR, trung bình giá quặng sắt năm 2021 sẽ đạt 110 USD/tấn (+5% svck) do các động lực thúc đẩy giá quặng cao sẽ được duy trì đến cuối năm nay.



Giá than cốc biến động do sự bất ổn của thị trường Trung Quốc

Giá than cốc đã tăng mạnh trong tháng 1/2021, đảo ngược mức giảm giá trước đó sau khi Trung Quốc đưa ra các biện pháp hạn chế không chính thức đối với sản phẩm than cốc nhập khẩu từ Australia trong tháng 10/2020. Đà tăng 60% trong tháng 1/2021 của giá than cốc Australia nhờ việc thay đổi các thị trường xuất khẩu mục tiêu. Tuy nhiên, giá than cốc đã có xu hướng giảm trở lại trong tuần gần đây và đang duy trì mức 113,5 USD/tấn.

Đà phục hồi của giá than cốc được kỳ vọng sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2021 khi các quốc gia sản xuất thép lớn ngoài Trung Quốc hồi phục hoạt động sản xuất. DISR dự phóng giá than cốc sẽ đạt 136-145 USD/tấn trong năm 2021-22, trước khi tăng lên mức 166 USD/tấn vào năm 2026.



Nguồn: VSA, BLOOMBERG, DISR DỰ PHÓNG

Hình 7: Diễn biến giá quặng sắt và than cốc

Giá hàng hóa	Đơn vị	Giá hiện tại	Biến động giá hàng hóa so với			Giá định của VNDS			DISR dự phóng		
			Tháng trước	Quý trước	Năm trước	2021	2022	Dài hạn	2021	2022	Dài hạn
Quặng sắt 62% Fe Fines	USD/tấn	166,3	3,9%	2,5%	100,1%	135,0	100,0	80,0	110,0	88,0	77,0
Than cốc	USD/tấn	113,5	-2,7%	2,7%	-16,5%	125,0	140,0	165,0	133,0	145,0	166,0

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DISR

Chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng của HPG trong năm 2021-23 nhờ giá bán thép và sản lượng HRC cao hơn dự kiến

Điều chỉnh tăng biên LN gộp sản phẩm HRC năm 2021 nhờ giá bán và sản lượng cao hơn

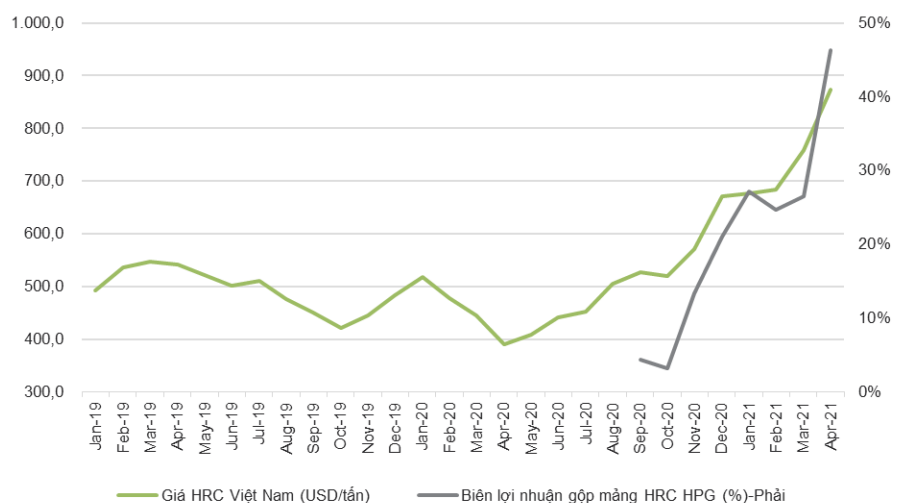
Trong quý 1/2021, HPG thông báo sản lượng sản xuất HRC đạt 610.268 tấn, cao hơn 30% sv dự phóng trước đó của chúng tôi, tương đương hiệu suất vận hành của KLHDQ giai đoạn 2 đã đạt 81,4%. Chúng tôi lưu ý rằng lò cao số 4 của KLHDQ giai đoạn 2 mới chỉ vận hành thương mại trong tháng 1/2021.

Trong khi đó, giá HRC cũng chứng kiến đà tăng liên tục trong tháng 3-4/2021. Giá HRC Việt Nam hiện đang được giao dịch ở mức 932,5 USD/tấn, tăng 32,3% sv mức 705 USD/tấn tại thời điểm cuối năm 2020. Đà tăng giá mạnh mẽ của HRC được hỗ trợ bởi việc thiếu hụt nguồn cung tạm thời trên toàn thế giới. Trung bình quý 1/2021, giá HRC Việt Nam đạt 704,4 USD/tấn (+46,6% svck), cao hơn giả định trước đó của chúng tôi là 599,4 USD/tấn.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 56,8% dự phóng sản lượng sản xuất HRC năm 2021 lên 2,94 triệu tấn, trong đó công ty sẽ bán ra ngoài thị trường 2,3 triệu tấn và 0,6 triệu tấn còn lại được sử dụng nội bộ. Giả định giá bán HRC bình quân năm 2021 cũng được điều chỉnh tăng lên mức 735 USD/tấn (+22,6% sv dự phóng trước đó) khi chúng tôi tin rằng giá bán HRC vẫn sẽ được duy trì ở mức cao đến cuối năm nay.

Dựa trên giá các loại hàng hóa hiện nay và giả định việc bán HRC đều được thực hiện bằng hợp đồng tương lai, chúng tôi ước tính biên LN gộp đối với sản phẩm này của HPG đã tăng mạnh lên mức 46,3% trong tháng 4/2021, từ mức 26,2% của quý 1/2021. Tuy nhiên theo quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp HRC cả năm 2021 sẽ đạt mức 26%.

Hình 8: Giá HRC Việt Nam tăng mạnh đầu năm 2021 giúp biên LN của HPG bứt phá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Thay đổi dự phóng năm 2021-23

Hình 9: Điều chỉnh dự phóng năm 2021-23 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			% thay đổi			Ghi chú
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	
Doanh thu thuần	111.138	116.289	116.959	148.023	152.825	152.691	33,2%	31,4%	30,6%	
Thép	95.243	98.208	97.601	131.706	132.557	132.280	38,3%	35,0%	35,5%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu mảng thép năm 2021/22/23 lên 38,3%/35,0%/36,1% nhờ trung bình giá bán thép tăng 18,8%/14,3%/13,3% và sản lượng tiêu thụ thép tăng 16,4%/18,0%/20,0% sv dự phóng trước đó.
Nông nghiệp	11.203	12.147	13.195	13.793	16.609	16.637	23,1%	36,7%	26,1%	Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu mảng nông nghiệp năm 2021 lên 23,1% nhờ vào 1) sản lượng tiêu thụ lợn tăng 75%, bù đắp cho giá thịt lợn thấp hơn 15%, và 2) chúng tôi tăng 25% dự phóng sản lượng thức ăn chăn nuôi năm 2021 lên 0,5 triệu tấn, trong đó công ty sẽ bán ra ngoài thị trường 0,4 triệu tấn và 0,1 triệu tấn được sử dụng nội bộ.
LN gộp	22.646	24.442	23.392	30.155	31.964	33.271	33,2%	30,8%	42,2%	
Biên LNG	20,4%	21,0%	20,0%	20,4%	20,9%	21,8%	0,0 đ %	-0,1 đ %	1,8 đ %	Chúng tôi duy trì dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2021 nhờ giá bán thép cao hơn bù đắp được giá quặng sắt tăng 46,7% sv dự phóng trước đó.
CPBH&QLDN	2.223	2.326	2.339	2.926	3.020	3.018	31,6%	29,9%	29,0%	
EBITDA	26.847	28.537	27.897	35.849	37.493	38.726	33,5%	31,4%	38,8%	
Chi phí lãi vay	1.637	1.031	655	1.980	1.946	1.769	21,0%	88,7%	169,9%	KLHDQ mở rộng đang đặt mục tiêu sẽ khởi công xây dựng từ đầu năm 2022, sớm hơn 1 năm sv kỳ vọng trước đó. Do đó, chúng tôi tăng dự phóng chi phí lãi vay trong năm 2021/22/23 do nợ vay ngắn/dài hạn cao hơn 24,5%/12,3% sv dự báo trước đó của chúng tôi.
LN Trước thuế	18.487	20.740	20.040	25.612	27.233	28.651	38,5%	31,3%	43,0%	
Lợi nhuận sau thuế	16.196	18.197	17.553	22.731	24.161	25.416	40,4%	32,8%	44,8%	
Biên LNST	14,6%	15,6%	15,0%	15,4%	15,8%	16,6%	0,8 đ %	0,2 đ %	1,6 đ %	
Biên EBITDA	24,2%	24,5%	23,9%	24,2%	24,5%	25,4%	0,1 đ %	0,0 đ %	1,5 đ %	
CPBH&QLDN/DTT	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0 đ %	0,0 đ %	0,0 đ %	
EPS (đồng)	4.766	5.354	5.165	6.227	6.611	6.947	30,7%	23,5%	34,5%	
Sản lượng (tấn)	7.460	7.481	7.378	8.683	8.828	8.855	16,4%	18,0%	20,0%	
Thép xây dựng	4.048	4.223	4.379	4.093	4.491	4.941	1,1%	6,4%	12,8%	
Phôi thép	1.045	566	206	1.064	722	268	1,8%	27,6%	30,4%	
Ông thép	869	913	958	920	966	1.015	5,9%	5,9%	5,9%	
Tôn mạ	158	165	174	300	315	330	90,3%	90,3%	90,3%	
HRC	1.341	1.614	1.661	2.306	2.334	2.301	71,9%	44,6%	38,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy LNR năm 2021 và định giá của HPG với việc thay đổi hai giả định là giá bán thép xây dựng và giá than cốc. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính LNR năm 2021 và giá mục tiêu của HPG sẽ lần lượt là 22.731 tỷ đồng và 65.400 đồng/cp. Trong kịch bản tích cực, giá bán thép xây dựng tăng lên mức 15,3 triệu đồng/tấn (+36% svck) sẽ giúp LNR năm 2021 của HPG bứt phá mạnh mẽ. Trong khi tại kịch bản tiêu cực hơn, LNR năm 2021 sẽ dao động trong khoảng 15,691–18,625 tỷ đồng (+16,7-38,5% svck) nếu giá thép giảm chỉ đạt 12,3 triệu đồng/tấn (+9,4% svck).

Hình 10: Bảng phân tích độ nhạy của LNR HPG năm 2021 (đơn vị: tỷ đồng) đối với sự thay đổi của giá bán thép xây dựng và giá than cốc

Giá than cốc (USD/tấn)	Trung bình giá bán thép xây dựng (triệu đồng/tấn)						
	12,3	12,8	13,3	13,8	14,3	14,8	15,3
110,0	18.624,7	20.482,5	22.341,1	24.200,3	26.059,9	27.919,9	29.780,3
115,0	18.135,5	19.993,2	21.851,6	23.710,6	25.570,1	27.430,0	29.290,3
120,0	17.646,4	19.503,9	21.362,1	23.220,9	25.080,3	26.940,1	28.800,3
125,0	17.157,4	19.014,6	20.872,6	22.731,3	24.590,5	26.450,2	28.310,3
130,0	16.668,5	18.525,4	20.383,2	22.241,7	24.100,8	25.960,4	27.820,4
135,0	16.179,7	18.036,3	19.893,9	21.752,2	23.611,1	25.470,6	27.330,4
140,0	15.690,9	17.547,2	19.404,6	21.262,7	23.121,5	24.980,8	26.840,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Bảng phân tích độ nhạy của giá mục tiêu cổ phiếu HPG (đơn vị: đồng/cp) đối với sự thay đổi của giá bán thép xây dựng và giá than cốc

		Trung bình giá bán thép xây dựng (triệu đồng/tấn)						
		12,3	12,8	13,3	13,8	14,3	14,8	15,3
Giá than cốc (USD/tấn)	110,0	51.400	56.900	62.400	67.900	73.300	78.800	84.300
	115,0	50.600	56.100	61.500	67.000	72.500	78.000	83.500
	120,0	49.800	55.200	60.700	66.200	71.700	77.200	82.700
	125,0	48.900	54.400	59.900	65.400	70.900	76.400	81.900
	130,0	48.100	53.600	59.100	64.600	70.000	75.500	81.000
	135,0	47.300	52.800	58.300	63.700	69.200	74.700	80.200
	140,0	46.500	52.000	57.400	62.900	68.400	73.900	79.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Tóm tắt dự phóng năm 2021-23 trong kịch bản cơ sở (tỷ đồng)

	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	90.119	148.023	152.825	152.691
Thép	76.334	131.706	132.557	132.280
LN gộp	18.904	30.155	31.964	33.271
Biên LNG	21,0%	20,4%	20,9%	21,8%
CPBH&QLDN	1.781	2.926	3.020	3.018
EBITDA	20.980	35.849	37.493	38.726
Chi phí lãi vay	2.192	1.980	1.946	1.769
LN trước thuế	15.357	25.612	27.233	28.651
LN sau thuế	13.506	22.793	24.229	25.490
LN ròng	13.450	22.731	24.161	25.416
Biên LN ròng	14,9%	15,4%	15,8%	16,6%
Biên EBITDA	23,3%	24,2%	24,5%	25,4%
CPBH&QLDN/DTT	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Tăng trưởng DTT	41,6%	64,3%	3,2%	-0,1%
Tăng trưởng LN ròng	78,7%	69,0%	6,3%	5,2%
Sản lượng (tấn)	6.871	8.683	8.828	8.855
Thép xây dựng	3.400	4.093	4.491	4.941
Phôi thép	1.732	1.064	722	268
Ống thép	822	920	966	1.015
Tôn mạ	231	300	315	330
HRC	686	2.306	2.334	2.301

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá

HPG tham gia vào lĩnh vực sản xuất vỏ container

HPG có kế hoạch sản xuất 500,000 TEU container/năm nhằm tham gia vào chuỗi giá trị ngành vận tải, vốn đang bị thiếu hụt nguồn cung container do chịu ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.

Hiện tại, công ty đã được Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu chấp thuận đầu tư dự án nhà máy sản xuất vỏ container đầu tiên tại KCN Phú Mỹ II (gần cảng quốc tế Cái Mép-Thị Vải). Nhà máy được kỳ vọng sẽ được khởi công trong tháng 6/2021 và vận hành thương mại trong quý 2/2022.

HPG ở đâu sv các đối thủ trong ngành sản xuất vỏ container?

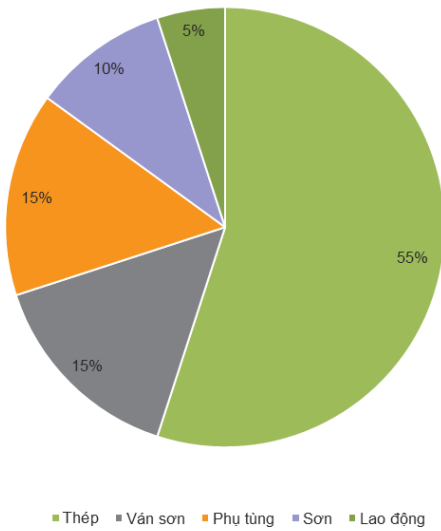
Theo số liệu của Container-Xchange, Trung Quốc đang chiếm khoảng 85% thị phần sản xuất vỏ container toàn cầu với các doanh nghiệp hàng đầu như CIMC (công suất thiết kế là 2 triệu TEU/năm), Cosco Shipping (1 triệu TEU/năm), CIXC (925.000 TEU/năm), Singamas (210.000 TEU/năm), CXIC (150.000 TEU/năm),...

Như vậy, quy mô sản xuất container của HPG là khá lớn sv các đối thủ trong ngành, đặc biệt trong bối cảnh công ty mới chỉ là "tân binh" đối với ngành hàng này.

HPG có lợi thế khi chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào

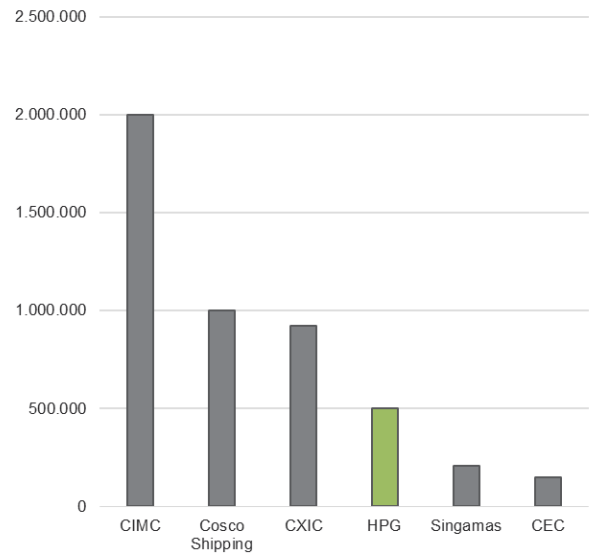
Vỏ container yêu cầu sức chịu đựng với thời tiết và trọng tải nặng tốt, được sản xuất từ thép SPA-H (một sản phẩm của HRC). Theo ước tính của Container-Exchange, nguyên liệu thép chiếm khoảng 55% giá thành sản xuất container. Do đó, ban lãnh đạo HPG tin rằng sản phẩm container của công ty có thể cạnh tranh với các doanh nghiệp sản xuất hàng đầu khác nhờ việc chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào. Bên cạnh đó, nhà máy container khi hoạt động tối đa công suất (500.000 TEU) sẽ cần khoảng 1 triệu tấn HRC/năm, đảm bảo đầu ra cho sản phẩm HRC của HPG trong tương lai.

Hình 13: Cơ cấu chi phí sản xuất vỏ container



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CONTAINER-EXCHANGE

Hình 14: Công suất thiết kế sản xuất container của HPG so với các doanh nghiệp trong ngành (TEU)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CONTAINER-EXCHANGE

HPG đã mua 2 tàu chở hàng rời để vận chuyển than cốc và quặng sắt

Cuối tháng 2/2021, HPG thông báo công ty đã hoàn thành mua 2 tàu chở hàng rời với trọng tải 90.000 tấn nhằm phục vụ hoạt động vận chuyển than cốc và quặng sắt. Điều này có thể đánh dấu sự khởi đầu của HPG trong việc tham gia vào ngành vận tải biển. Mục tiêu của 2 tàu chở hàng này bước đầu là giảm chi phí vận chuyển cho tập đoàn và hạn chế được sự biến động giá cước vận tải hiện nay.

Mặc dù chi phí mua tàu không được tiết lộ, HPG tin rằng công ty đã đầu tư hợp lý do giá tàu đã giảm mạnh trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 diễn ra.

Hình 15: Tàu Harmony neo đậu tại cảng Cẩm Phả (Quảng Ninh), 1 trong 2 tàu 90.000 tấn được HPG mua lại cuối tháng 2/2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mua mỏ khai thác khoáng sản mới tại Australia

Với năng lực sản xuất 8 triệu tấn thép thô/năm hiện nay, HPG cần tiêu thụ 13 triệu tấn quặng sắt/năm, theo ước tính của chúng tôi. Công ty cho biết đang cân nhắc khả năng tham gia vào lĩnh vực khai thác mỏ tại Australia.

Mặc dù đã sở hữu 2 mỏ quặng sắt tại Hà Giang (sản lượng năm 2020 đạt 500.000 tấn) nhưng sự hạn chế về công nghệ khai thác và chất lượng sản phẩm nội địa đã khiến HPG vẫn phải nhập khẩu 70% nhu cầu quặng sắt hàng năm. Do đó, chúng tôi cho rằng việc HPG xem xét mua lại mỏ khoáng sản mới tại Australia là quyết định hợp lý, giúp công ty kiểm soát được nguồn cung và tiết kiệm chi phí cho nguyên liệu đầu vào. Đây có thể sẽ là một bước tiến lớn cho công ty trong việc cải thiện biên LN trong tương lai.

Trong năm 2021, HPG đặt kế hoạch nhập khẩu 4 triệu tấn quặng sắt và 3,5 triệu tấn than cốc từ Australia.

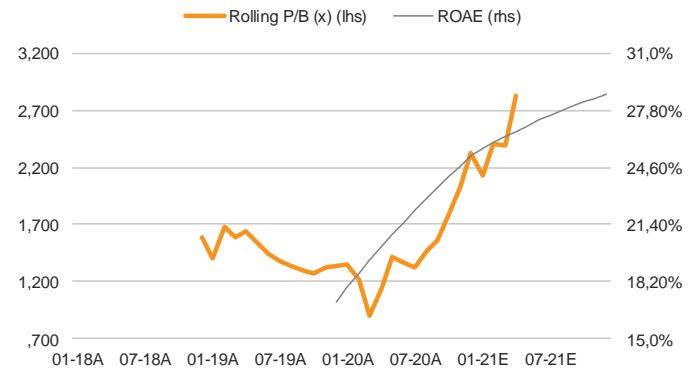
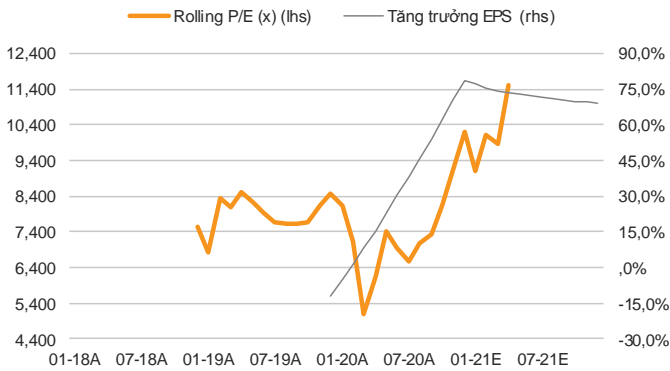
Thu nhập bất thường từ việc bán lại mảng nội thất

HPG đang có kế hoạch thoái vốn khỏi CTCP Nội thất Hòa Phát (HPG nắm giữ 99,6% vốn tại thời điểm cuối năm 2020) để tập trung vào 4 mảng kinh doanh chính là Gang thép, Tôn mạ & Ống thép, Nông nghiệp và Bất động sản.

Tuy nhiên, kế hoạch chi tiết về thời gian và giá trị của việc thoái vốn vẫn chưa được công bố. Chúng tôi cho rằng hoạt động thoái vốn này sẽ tác động không đáng kể đến hoạt động kinh doanh của HPG trong tương lai khi vốn điều lệ của công ty này chỉ là 400 tỷ đồng, với doanh thu và LNR hàng năm lần lượt khoảng 4.000 tỷ đồng và 400 tỷ đồng, khá nhỏ so quy mô Tập đoàn hiện nay.

Việc ghi nhận khoản lãi từ việc thoái vốn sẽ là động lực tăng giá cho LNR của HPG năm 2021.

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	90.119	148.023	152.825
Giá vốn hàng bán	(71.214)	(117.868)	(120.861)
Chi phí quản lý DN	(1.091)	(1.792)	(1.850)
Chi phí bán hàng	(690)	(1.134)	(1.171)
LN hoạt động thuần	17.123	27.229	28.943
EBITDA thuần	21.607	36.578	38.293
Chi phí khấu hao	(4.484)	(9.349)	(9.349)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	17.123	27.229	28.943
Thu nhập lãi	1.005	1.003	1.099
Chi phí tài chính	(3.427)	(3.697)	(4.258)
Thu nhập ròng khác	654	1.074	1.447
TN từ các Cty LK & LD	2	2	2
LN trước thuế	15.357	25.612	27.233
Thuế	(1.851)	(2.819)	(3.004)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(56)	(61)	(68)
LN ròng	13.450	22.731	24.161
Thu nhập trên vốn	13.450	22.731	24.161
Cổ tức phổ thông	(1.419)	(1.657)	(1.657)
LN giữ lại	12.031	21.075	22.504

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	13.696	16.532	20.147
Đầu tư ngắn hạn	8.127	8.127	8.127
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.125	9.733	9.662
Hàng tồn kho	26.287	43.556	44.662
Các tài sản ngắn hạn khác	2.513	4.127	4.261
Tổng tài sản ngắn hạn	56.747	82.076	86.859
Tài sản cố định	72.373	77.974	96.908
Tổng đầu tư	171	171	171
Tài sản dài hạn khác	2.220	3.646	3.765
Tổng tài sản	131.511	163.867	187.703
Vay & nợ ngắn hạn	36.798	29.994	26.255
Phải trả người bán	10.916	17.115	17.789
Nợ ngắn hạn khác	4.261	6.530	6.742
Tổng nợ ngắn hạn	51.975	53.639	50.786
Vay & nợ dài hạn	17.343	22.325	26.062
Các khoản phải trả khác	2.973	4.884	5.042
Vốn điều lệ và	33.133	33.133	33.133
LN giữ lại	21.792	42.867	65.372
Vốn chủ sở hữu	59.071	82.810	105.535
Lợi ích cổ đông thiểu số	149	210	278
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	131.511	163.867	187.703

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	15.357	25.612	27.233
Khấu hao	4.776	9.368	9.368
Thuế đã nộp	(1.717)	(2.819)	(3.004)
Các khoản điều chỉnh khác	(566)	(463)	(503)
Thay đổi VLĐ	(6.272)	(16.860)	(3.898)
LC tiền thuần HĐKD	11.587	14.838	29.195
Đầu tư TSCĐ	(11.916)	(15.000)	(28.333)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	34	0	0
Các khoản khác	(6.968)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	359	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(18.490)	(15.000)	(28.333)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	17.470	4.654	4.410
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.419)	(1.657)	(1.657)
LC tiền thuần HĐTC	16.054	2.998	2.753
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4.545	13.696	16.532
LC tiền thuần trong năm	9.151	2.836	3.615
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13.696	16.532	20.147

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	14,9%	15,4%	15,8%
Vòng quay TS	0,77	1,02	0,89
ROAA	11,5%	15,7%	14,0%
Đòn bẩy tài chính	2,19	1,82	1,55
ROAE	25,2%	28,7%	21,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	24,9	24,0	23,1
Số ngày nắm giữ HTK	135,1	134,9	134,9
Số ngày phải trả tiền bán	56,1	53,0	53,7
Vòng quay TSCĐ	1,27	1,97	1,75
ROIC	11,9%	16,8%	15,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,5	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,7	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,6
Vòng quay tiền	103,9	105,9	104,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	41,6%	64,3%	3,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	75,7%	59,0%	6,3%
Tăng trưởng LN ròng	78,7%	69,0%	6,3%
Tăng trưởng EPS	78,7%	69,0%	6,3%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>