

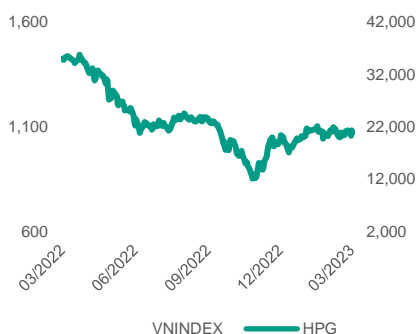
KHUYẾN NGHỊ MUA CTPC TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG) CƠ HỘI ĐỂ ĐẦU TƯ HÒA PHÁT Ở ĐÁY CHU KỲ VÀ TRƯỚC GIAI ĐOẠN MỞ RỘNG DUNG QUẤT 2

Giá hiện tại:	30,200	Ngày viết báo cáo:	12/03/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	33,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	5,815	TRẦN ĐÌNH LONG	26.1%
Giá mục tiêu mới:	41,500	Vốn hóa (tỷ VND)	173,862	VŨ THỊ HIỀN	7.3%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VND)	930	VOF INVESTMENT LIMITED	3.7%
Tiềm năng tăng giá	38%	Sở hữu nước ngoài	23.66%	VINA CAPITAL VN OPP FUND	3.6%

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với [Báo cáo trước đó](#), Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2024 là **41,500 VNĐ/CP** (Upside 38% so với giá đóng cửa ngày 12/3/2024), với mức chiết khấu 15%/năm kể từ năm 2026 – khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động 90% công suất. Trong (1) giai đoạn bình thường, và (2) nhà máy Dung Quất 2 hoạt động ổn định, BSC ước tính lợi nhuận HPG đạt 32,178 tỷ VNĐ, tương đương giá trị hợp lý 55,300 VNĐ/CP (P/E mục tiêu = 10x). BSC cho rằng dự án Dung Quất sẽ tiêu thụ tốt, và kỳ vọng lấp đầy 90% công suất trong năm 2026 nhờ (1) lợi thế về quy mô tiếp tục giảm giá thành sản xuất, (2) thời điểm đi vào hoạt động rơi vào chu kỳ mới.

BSC cho rằng định giá hiện tại phù hợp để mua với việc (1) thời điểm xấu nhất của HPG đã qua, lợi nhuận của HPG đang ở vùng đáy (2) HPG là doanh nghiệp sở hữu chất lượng quản trị tốt, (3) Vị thế HPG sẽ gia tăng đáng kể sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024

So với [Báo cáo gần nhất](#), BSC gần như giữ nguyên dự báo đối với HPG trong năm 2024: **Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 133,221 tỷ VNĐ (+12% yoy), NPATMI = 12,182 tỷ VNĐ (+78% yoy), tương đương EPS FWD 2023 = 2,095 VNĐ/CP, P/E FWD 2023 = 15.0, P/B FWD 2023 = 1.6x.**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với [Báo cáo trước đó tại Tháng 12](#), BSC vẫn giữ nguyên các quan điểm đầu tư đối với HPG:

- Sản lượng thép nội địa sẽ phục hồi trở lại trong năm 2024 nhờ thị trường Bất động sản hồi phục
- Giá thép nói chung kỳ vọng + 5% yoy trong năm 2024 nhờ nhu cầu thép từ Trung Quốc dần hồi phục.
- Lợi nhuận gộp/tấn của HPG đang ở vùng đáy trong năm 2023, và kỳ vọng tiếp tục phục hồi dần trong năm 2024.

Tại Báo cáo Tháng 3. 2024, BSC cập nhật thêm quan điểm: Triển vọng dài hạn từ năm 2025 trở đi sẽ được hỗ trợ nhờ dự án Dung Quất giai đoạn 2.

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F
PE (x)	4.5	13.3	28.7	14.9
PB (x)	1.7	1.2	1.6	1.6
PS (x)	1.65	1.05	0.80	1.3
ROE (%)	23%	38%	9%	7%
ROA (%)	10%	19%	5%	4%

KQKD	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,953	136,987
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	12,938	21,510
NPATMI	34,478	8,484	6,835	12,182
EPS	7,708	1,459	1,175	2,095
Tăng trưởng EPS	90%	-81%	-19%	78%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4.2023

Hình 1: Tóm tắt KQKD của HPG trong Quý 4.2023

BC KQKD	Q4.2022	Q4.2023	% QoQ	% YoY	2022	2023	% YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	25,826	34,384	21%	33%	141,409	118,953	-16%	Kết thúc Quý 4.2023, HPG ghi nhận DTT = 34,384 tỷ VNĐ (+33% yoy), LNST - CĐTTS = 2,973 tỷ VNĐ so với cùng kỳ ghi nhận lỗ 1,992 tỷ VNĐ. Trong đó: 1. Doanh thu mảng thép +37% yoy do sản lượng +32% yoy và giá bán bình quân +4% yoy. 2. Biên lợi nhuận gộp +16 điểm %, chủ yếu do mức nền thấp cùng kỳ chịu ảnh hưởng bởi hàng tồn kho giá cao, trích lập dự phòng 337 tỷ VNĐ. 3. Doanh thu tài chính = 732 tỷ VNĐ (-52% yoy) do (1) giảm lãi tiền gửi - 11% yoy, (2) giảm lỗ tỷ giá chênh lệch chưa thực hiện - 67% yoy Theo đó, trong năm 2023, HPG ghi nhận DTT = 118,953 tỷ VNĐ (-16% yoy), LNST - CĐTTS = 6,835 tỷ VNĐ (-19% yoy).
Giá vốn	(26,711)	(29,912)	20%	12%	(124,646)	(106,015)	-15%	
Lãi gộp	(885)	4,472	24%	-605%	16,763	12,938	-23%	
DTTTC	1,541	732	-14%	-52%	3,858	3,227	-16%	
CPTC	(1,688)	(1,127)	-22%	-33%	(7,141)	(5,245)	-27%	
Trong đó: Lãi vay	(933)	(711)	-17%	-24%	(3,084)	(3,585)	16%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(716)	(367)	-37%	-49%	(2,666)	(1,961)	-26%	
CP QLDN	(343)	(394)	31%	15%	(1,019)	(1,307)	28%	
Thu nhập khác, ròng EBT	13	69	50%	434%	129	142	10%	
Thuế TNDN	80	(416)	139%	-621%	(1,479)	(992)	-33%	
NPAT	(1,999)	2,969	48%	-249%	8,444	6,800	-19%	
Lợi ích CĐTTS	(7)	(4)	-13%	-47%	(39)	(35)	-11%	
NPATMI	(1,992)	2,973	48%	-249%	8,484	6,835	-19%	
Doanh thu								
Thép	23,738	32,539	21%	37%	130,470	119,647	-8%	
Nông nghiệp	1,690	1,566	3%	-7%	6,364	6,370	0%	
Bất động sản	398	279	290%	-30%	1,224	867	-29%	
Sản lượng								
Tổng tiêu thụ	1,754,486	2,310,478	21%	32%	8,273,165	7,641,130	-8%	
Thép xây dựng	820,740	1,212,796	32%	48%	4,198,408	3,787,853	-10%	
Thép ống	172,234	195,995	21%	14%	749,297	683,680	-9%	
Tôn mạ	79,459	88,554	36%	11%	317,384	337,560	6%	
HRC/CRC	593,244	813,133	6%	37%	2,629,884	2,796,037	6%	
Giá bán (VNĐ/Kg)	13,530	14,083	0%	4%	15,770	15,658	-1%	
Giá bán niêm yết thép								
Thép xây dựng	16,080	15,000	1%	-7%	18,548	15,438	-17%	
Thép ống	21,100	18,633	-5%	-12%	25,233	20,600	-18%	
Tôn mạ	29,600	25,000	-6%	-16%	32,022	28,356	-11%	
HRC/CRC	582	579	-2%	0%	809	607	-25%	
Biên lợi nhuận gộp	-3%	13.0%	0%	16%	12%	10.9%	-1%	
Biên lợi nhuận ròng	-8%	9%	2%	16%	6%	6%	0%	

Nguồn: HPG

Đánh giá chung: So với Quý 3, KQKD Quý 4 của HPG tiếp tục cải thiện, đóng góp chính bởi:

- Sản lượng + 21% QoQ do các đại lý nhập hàng trở lại trong Tháng 11 – Tháng 12 theo mùa vụ và trong bối cảnh giá thép tăng trở lại.
- Biên lợi nhuận gộp trong Quý 4 đi ngang so với Quý 3. Sản lượng +21% QoQ, và hoàn nhập dự phòng 150 tỷ VNĐ, bù đắp cho chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao, giúp biên lợi nhuận gộp Quý 4 đi ngang so với Quý 3.
- Chi phí bán hàng -37% QoQ.

So với **Báo cáo trước đó tại Tháng 12**, KQKD Quý 4.2023 cao hơn 1,000 tỷ VNĐ so với kỳ vọng của BSC, chủ yếu do: Giá vốn hàng bán ít bị ảnh hưởng bởi chi phí nguyên vật liệu cao, do đó, biên lợi nhuận gộp cao hơn 3 điểm % so với kỳ vọng của BSC.

II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

So với **Báo cáo trước đó tại Tháng 12**, BSC vẫn giữ nguyên các quan điểm đầu tư đối với HPG:

- Sản lượng thép nội địa sẽ phục hồi trở lại trong năm 2024** nhờ thị trường Bất động sản hồi phục.
- Giá thép nói chung kỳ vọng + 5% yoy trong năm 2024** nhờ nhu cầu thép từ Trung Quốc dần hồi phục. BSC tiếp tục duy trì quan điểm này tại **Báo cáo cập nhật ngành thép mới nhất** tại Tháng 2.
- Lợi nhuận gộp/tấn của HPG đang ở vùng đáy trong năm 2023, và kỳ vọng tiếp tục phục hồi dần trong năm 2024** nhờ (1) sản lượng nội địa phục hồi, (2) diễn biến giá thép tích cực hơn. Xu hướng phục hồi biên lợi nhuận gộp vẫn đang đúng theo quan điểm của BSC đã duy trì từ **Báo cáo trước đó**. Tại Quý 4.2023,
 - Biên lợi nhuận gộp của HPG đạt 12% - thấp hơn 4 điểm % so với biên lợi nhuận gộp bình quân của HPG trong chu kỳ thép (>16%).
 - Lợi nhuận gộp đạt 1.9 triệu VNĐ – thấp hơn 37% so với lợi nhuận gộp bình quân của HPG trong chu kỳ thép (3.1 triệu VNĐ/tấn).

Hình: Biên lợi nhuận gộp của HPG từ Q1.2021 – Q4.2023

Năm	Q1.21	Q2.21	Q3.21	Q4.21	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
Biên lợi nhuận gộp	26%	32%	30%	22%	23%	19%	3%	-2%	3%	11%	13%	12%
Lợi nhuận gộp (triệu VNĐ/tấn)	4.6	6.0	6.6	4.7	4.2	3.5	0.5	(0.5)	1.1	1.8	1.9	1.9

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Tại Báo cáo Tháng 3. 2024, BSC cập nhật thêm quan điểm:

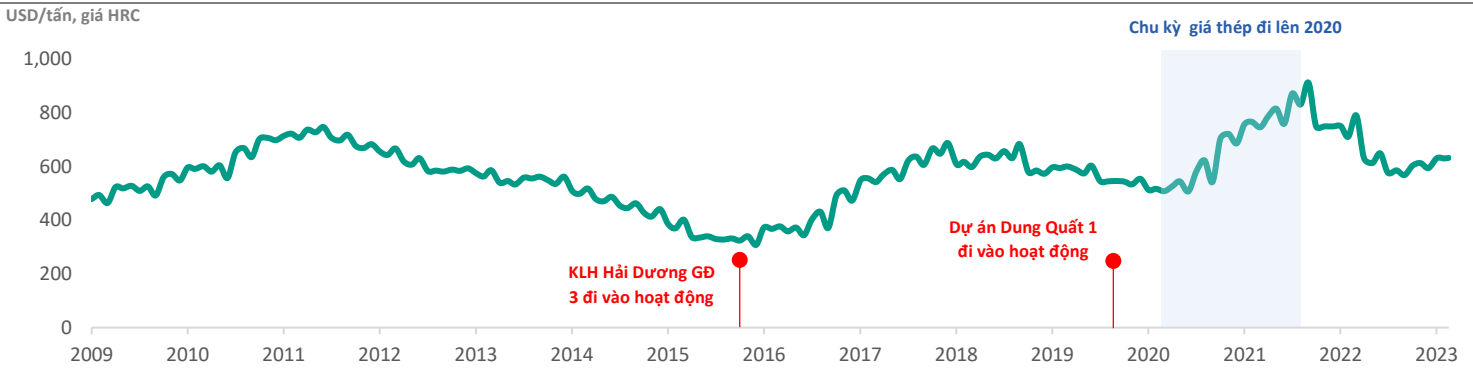
Triển vọng dài hạn từ năm 2025 trở đi sẽ được hỗ trợ nhờ dự án Dung Quất giai đoạn 2. Kết thúc năm 2023, dự án Dung Quất 2 ghi nhận 22,555 tỷ VNĐ – đã hoàn thành 45% tiến độ xây dựng. Theo kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành trong 1H.2025. Xét về triển vọng đối với dự án Dung Quất 2, BSC cho rằng:

1. Dự án Dung Quất 2 kỳ vọng sẽ tiêu thụ tốt và sớm lấp đầy 90% công suất trong năm 2026 nhờ:

- Với việc Ban lãnh đạo HPG giàu kinh nghiệm vận hành, BSC kỳ vọng thời điểm đi vào hoạt động nhà máy Dung Quất 2 kỳ vọng sẽ rơi vào Chu kỳ ngành Thép và Bất động sản mới.** Nhìn lại các dự án mở rộng trước đây, thì Khu liên hợp thép Hòa Phát Hải Dương (GĐ 1: 2010, GĐ 2: 2013, GĐ 3: 2016) và Dung Quất 1 (2019) đều được lấp đầy nhanh, phù hợp với chu kỳ ngành Bất động sản (Năm 2013), chu kỳ ngành thép (Năm 2016 & 2020 – 2021). Với việc ngành Bất động sản và Thép đang ở đáy của chu kỳ, BSC kỳ vọng thời điểm đi vào hoạt động Dung Quất 2 cũng được tính toán rơi vào chu kỳ mới.

Cụ thể, BSC cho rằng môi trường pháp lý đã hoàn thiện trong 2022 – 2023, sẽ khơi thông mạnh mẽ nguồn cung bất động sản trong năm 2024 – 2025. (Chi tiết tại **Báo cáo Bất động sản**). Theo đó, ngành thép và ngành Bất động sản sẽ bước vào chu kỳ mới 2025 – 2026.

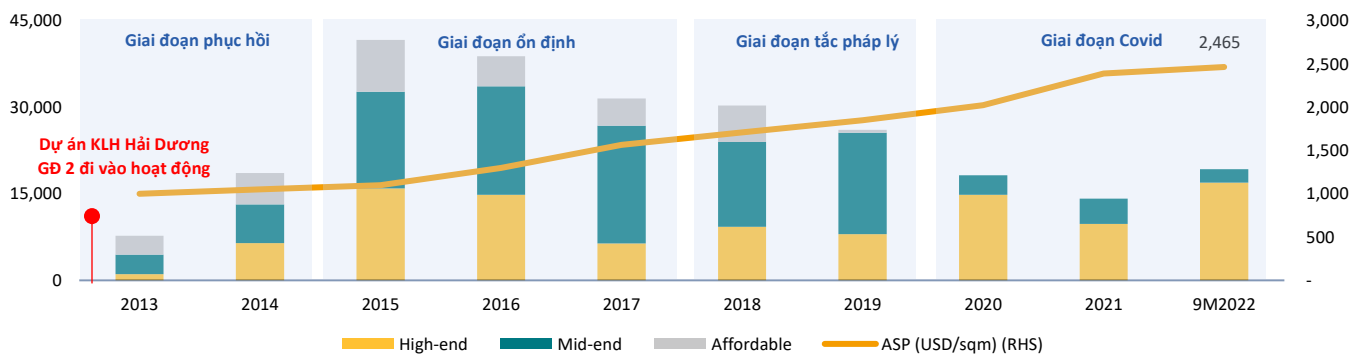
Hình: Chu kỳ giá thép – Dung Quất 2 đi vào hoạt động khi ngành thép bước vào chu kỳ tăng giá



Nguồn: BSC Research

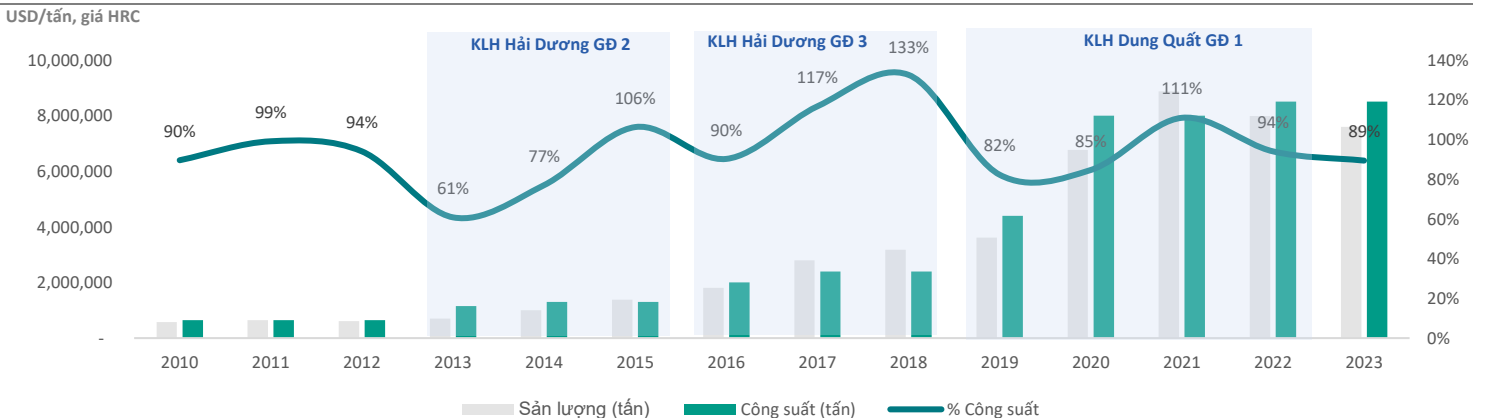
Hình 2: Chu kỳ ngành Bất động sản ở Việt Nam – KLH Hải Dương đi vào hoạt động khi Việt Nam bước vào chu kỳ Bất động sản mới

Nguồn cung nhà ở (cột trái), Giá (USD/m², cột phải)



Nguồn: BSC Research

Hình: Các đợt mở rộng trước đây của HPG đều lấp đầy sau 2-3 năm. Thời điểm đi vào hoạt động trùng với chu kỳ Bất động sản, ngành Thép mới



Nguồn: BSC Research

II. Lợi thế về quy mô sẽ giúp HPG tiếp tục giảm được giá thành sản xuất:

- Thứ nhất, dự án Dung Quất 2 sẽ giúp HPG + 60% quy mô. Cụ thể, tổng công suất Dung Quất 2 là 5.6 triệu tấn thép, bao gồm 4.6 triệu tấn thép HRC và 1 triệu tấn thép đặc biệt, giúp tăng tổng công suất của HPG lên 14 triệu tấn (+60% yoy). Như vậy, Giai đoạn 2 tập trung vào sản phẩm HRC và thép chất lượng cao.
- Thứ hai, bản thân sau dự án Dung Quất 1, thì sản phẩm HRC của HPG đã có chi phí sản xuất tương đối cạnh tranh tại Châu Á. Bằng chứng là việc trong năm 2023 – ngay cả khi (1) giá thép ở đáy chu kỳ, (2) nguồn cung dư thừa do nhu cầu từ Trung Quốc sụt giảm mạnh, thì HPG vẫn có thể đẩy tiêu thụ 315,000 – 325,000 tấn HRC/tháng qua (1) kênh xuất khẩu, (2) tiêu thụ nội bộ sản xuất ống thép và tôn mạ. Với quan điểm trên, BSC cho rằng dự án Dung Quất 2 sẽ

tiếp tục hấp thụ tốt nhờ (1) lợi thế về quy mô sẽ giúp HPG tiết giảm chi phí sản xuất, tăng tính cạnh tranh của HRC trong khu vực ASEAN., (2) HPG tiếp tục đẩy nội bộ qua kênh ống thép, tôn mạ, Container. |

2. Trong giai đoạn bình thường, BSC ước tính dự án Dung Quất 2 sẽ nâng tổng lợi nhuận của HPG lên 32,157 tỷ VNĐ.

- **Quan sát 2 chu kỳ thép trước đó, BSC ước tính biên lợi nhuận gộp của HPG ở mức 18% - 22%.** Theo quan điểm thận trọng, BSC giả định biên lợi nhuận gộp của HPG trong giai đoạn bình thường – dự án Dung Quất 2 đi vào hoạt động sẽ đạt 18%.
- **Trên cơ sở đó, BSC ước tính lợi nhuận của HPG khi dự án Dung Quất 2 hoạt động ổn định đạt 32,157 tỷ VNĐ,** dựa trên giả định dự án Dung Quất sẽ chạy 90% công suất vào năm 2026, biên lợi nhuận gộp = 18%, lãi suất vay dài hạn = 10%/năm. Chi tiết giả định tại phía dưới:

Hình: Biên lợi nhuận gộp của HPG theo chu kỳ

Năm	Chu kỳ 2009 – 2014						Chu kỳ 2015 – 2020						2021 – 2023		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Biên lợi nhuận gộp	24%	17%	16%	15%	17%	20%	20%	26%	23%	21%	18%	21%	27%	12%	11%
Trung bình	18%						22%								

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình: Ước tính lợi nhuận trung bình của HPG khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động

	Dự báo năm 2026	Giả định
Bảng tổng hợp sản lượng (tấn)	17,437,693	
Thép xây dựng	4,637,468	BSC giả định nhà máy Dung Quất 1, Hải Dương, Hưng Yên hoạt động 120% công suất và nhà máy Dung Quất 2 hoạt động 90% công suất trong năm 2025
Ống thép	829,133	
Tôn mạ	409,376	
HRC	8,815,430	
Phôi thép	2,746,286	
Giả định giá thép (VNĐ/CP)		Dựa trên kịch bản giá thép năm 2024, BSC giả định giá bán thép + 2% -3% yoy từ 2025 – 2026
1. Thép xây dựng	15,693	
% YoY	2%	
2. Ống thép	22,372	
% YoY	2%	
3. Tôn mạ	25,180	
% YoY	2%	
4. HRC (VNĐ/kg)	14,905	
% YoY	3%	
Biên lợi nhuận gộp trung bình	18%	
Doanh thu	276,220	
COGS	(238,110)	
Lãi gộp	49,720	
Thu nhập tài chính	3,330	
Chi phí tài chính	(7,820)	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(7,682)	BSC ước tính chi phí lãi vay đạt 7,682 tỷ VNĐ dựa trên giả định lãi suất vay dài hạn = 10%, vay dài hạn = 40,000 - 45,000 tỷ VNĐ
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	
Chi phí BH	(4,554)	Chi phí bán hàng chiếm 1.1% DT, QLDN chiếm 0.5% DT
Chi phí QLDN	(3,036)	
Lãi từ HĐKD	37,640	
LNTT	37,640	
Thuế TNDN	(5,646)	Thuế suất = 15%
LNST	31,994	
Lợi ích CĐKKS	(163)	
LNST Công ty mẹ	32,157	
EPS (VNĐ/CP)	5,530	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với Báo cáo gần nhất, BSC gần như giữ nguyên dự báo đối với HPG trong năm 2024: **Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 133,221 tỷ VND (+12% yoy), NPATMI = 12,182 tỷ VND (+78% yoy)**, tương đương EPS FWD 2023 = 2,095 VND/CP, P/E FWD 2023 = 15.0, P/B FWD 2023 = 1.6x.

Hình: Cập nhật dự báo KQKD năm 2024

	2023F	2024F	Dự báo	
			% YoY 2023	% YoY 2024
Doanh thu thuần	118,522	136,987	-16%	15%
Giá vốn hàng bán	(106,912)	(115,476)	-15%	9%
Lợi nhuận gộp	11,609	21,510	-23%	66%
Thu nhập tài chính	3,309	2,406	-15%	-24%
Chi phí tài chính	(5,268)	(5,327)	-26%	3%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(3,693)	(3,683)	16%	3%
Chi phí BH	(2,133)	(2,259)	-26%	15%
Chi phí QLDN	(1,067)	(1,347)	28%	3%
Lãi từ HĐKD	6,450	14,984	-22%	96%
Thu nhập khác, ròng	38	(726)	-589%	15%
LNTT	6,488	14,259	-21%	83%
Thuế TNDN	(973)	(2,139)	-105%	-2734%
LNST	5,515	12,120	-19%	78%
Lợi ích CĐKKS	-	(62)	-11%	78%
NPATMI	5,515	12,182	-19%	78%
Giả định				
Doanh thu				
Sản xuất thép	119,647	131,357	-12%	10%
Nông nghiệp	6,370	4,852	45%	-24%
Bất động sản	867	777	60%	-10%
Biên lợi nhuận gộp	10.9%	15.7%	-1%	5%
Sản lượng	7,653,513	8,429,410	-7%	10%
Phôi thép	48,383	485,986	-87%	904%
Thép xây dựng	3,787,853	4,015,124	-10%	6%
Ống thép	683,680	752,048	-9%	10%
Tôn mạ	337,560	371,316	6%	10%
HRC	2,796,037	2,804,936	6%	0%
Giá bán				
Thép xây dựng	14,365	15,083	-15%	5%
Ống thép	20,479	21,503	-10%	5%
Tôn mạ	23,050	24,202	-10%	5%
HRC	13,380	14,049	-16%	5%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với [Báo cáo trước đó](#), Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2024 là **41,500 VNĐ/CP**, (Upside 38% so với giá đóng cửa ngày 12/3/2024), với mức chiết khấu 15%/năm kể từ năm 2026 – khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động 90% công suất. Trong (1) giai đoạn bình thường, và (2) nhà máy Dung Quất 2 hoạt động ổn định, BSC ước tính lợi nhuận HPG đạt 32,178 tỷ VNĐ, tương đương giá trị hợp lý năm 2026 là 55,300 VNĐ/CP (P/E mục tiêu = 10x). BSC cho rằng dự án Dung Quất sẽ tiêu thụ tốt, và kỳ vọng lấp đầy 90% công suất trong năm 2026 nhờ (1) lợi thế về quy mô tiếp tục giảm giá thành sản xuất, (2) thời điểm đi vào hoạt động rơi vào chu kỳ mới.

BSC cho rằng định giá hiện tại phù hợp để mua với việc (1) thời điểm xấu nhất của HPG đã qua, lợi nhuận của HPG đang ở vùng đáy (2) HPG là doanh nghiệp sở hữu chất lượng quản trị tốt, (3) Vị thế HPG sẽ gia tăng đáng kể sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động.

Hình: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	
Phương pháp PE – Giá trị hợp lý	
EPS FW 2026 – Nhà máy Dung Quất 2 hoạt động 90%	5,530
P/E mục tiêu	10
Giá trị cổ phiếu trong năm 2026 (VNĐ/cổ phiếu)	55,300
Discount về năm 2024 (15%/năm)	41,500

Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC chạy bảng độ nhạy biến động lợi nhuận năm 2026 theo công suất của nhà máy Dung Quất 2 như sau:

Hình: Bảng độ nhạy

% Công suất DQ2	70%	80%	90%	100%	110%
LNST 2026 (Tỷ VNĐ)	27,130	29,644	32,157	34,670	37,184
EPS FW 2026	4,666	5,098	5,530	5,962	6,395
Giá trị hợp lý năm 2024 (Chiết khấu 15%/năm) _ VNĐ/CP	35,300	38,600	41,500	45,100	48,400

*Chú thích: BSC giữ nguyên các giả định biên lợi nhuận gộp = 16%, P/E mục tiêu = 10x

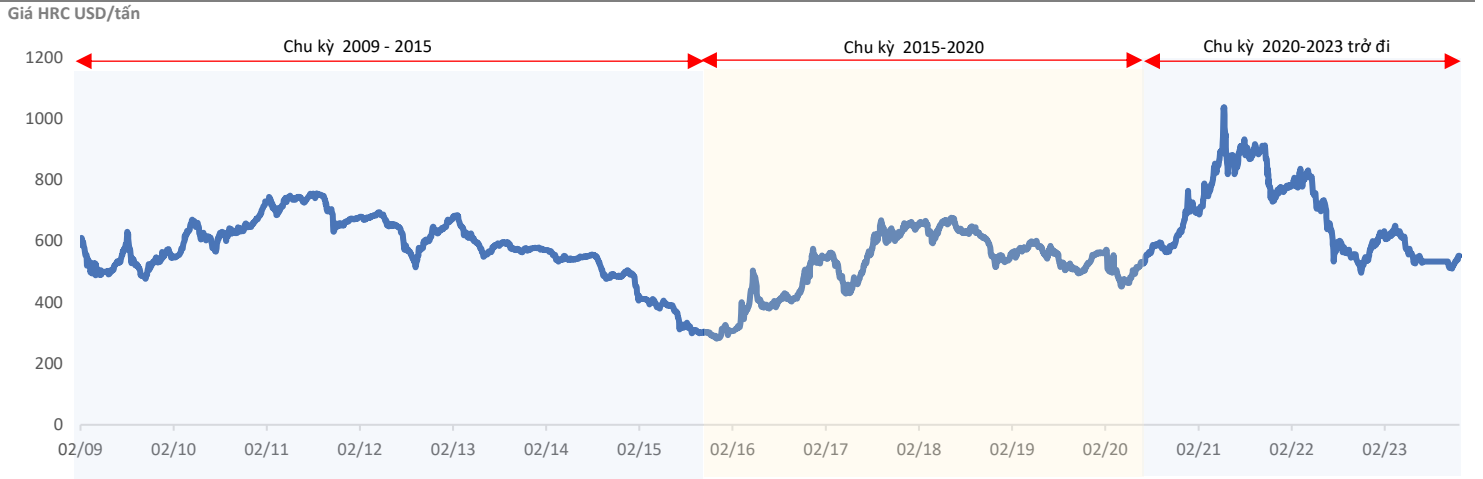
Hình: Tổng hợp định giá

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

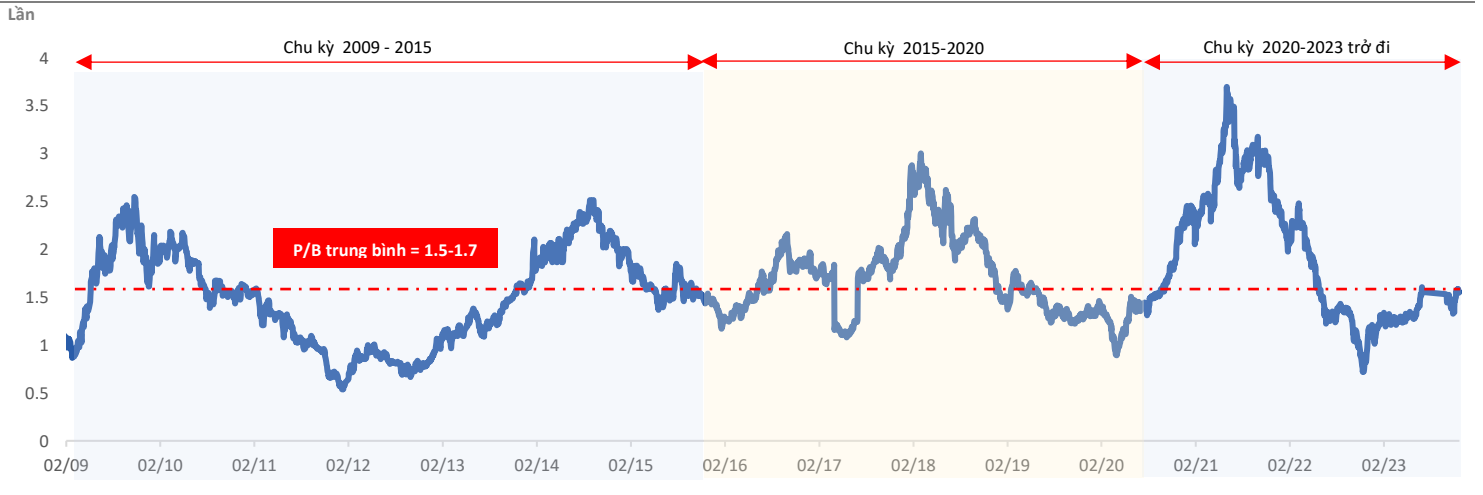
Danh sách Báo cáo cập nhật HPG của BSC

- [HPG MUA TP 33,000 VND Upside 18% Trong ngắn hạn bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, kỳ vọng phục hồi năm 2024 BSC Company Update](#)
- [HPG MUA TP 25,000 VND Upside 16% Thời điểm xấu nhất đã qua, hướng tới phục hồi BSC Company Update](#)

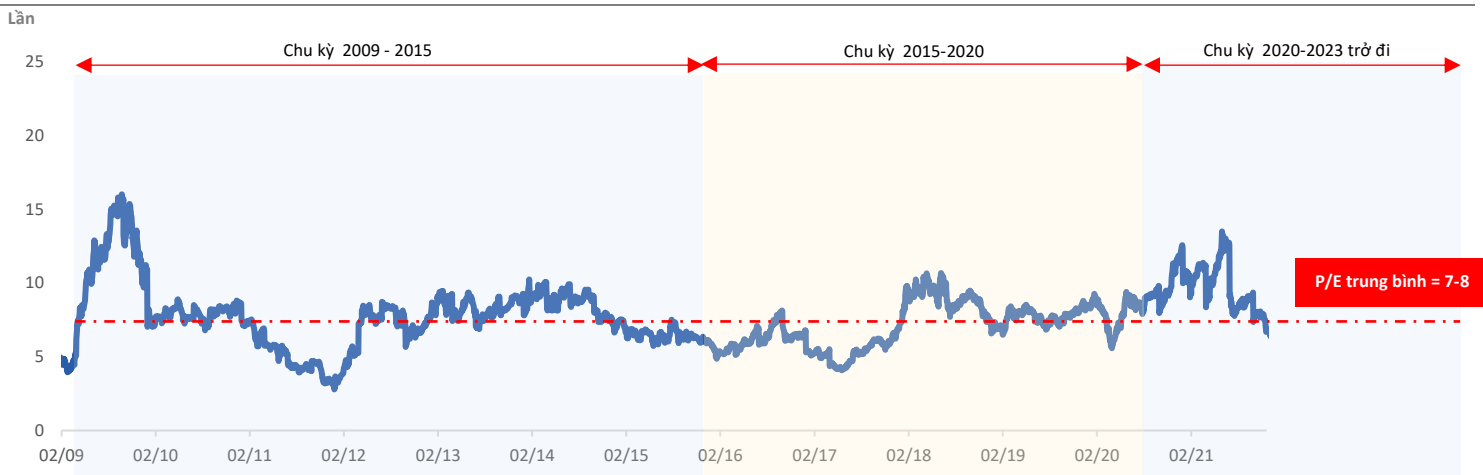
Hình: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử



Hình: Định giá PB của HPG



Hình: Định giá PE của HPG



Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD(TỶ VND)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,953	136,987
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(106,015)	(115,476)
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	12,938	21,510
Thu nhập tài chính	3,071	3,744	3,173	2,406
Chi phí tài chính	(3,732)	(7,027)	(5,192)	(5,327)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(2,526)	(3,084)	(3,585)	(3,683)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	4	(1)	-	-
Chi phí BH	(2,120)	(2,666)	(1,961)	(2,259)
Chi phí QLDN	(1,324)	(1,019)	(1,307)	(1,347)
Lãi từ HĐKD	37,008	9,794	7,651	14,984
Thu nhập khác, ròng	48	129	(630)	(726)
LNTT	37,057	9,923	7,793	14,259
Thuế TNDN	(2,536)	(1,479)	81	(2,139)
LNST	34,521	8,444	6,800	12,120
Lợi ích CĐKKS	43	(39)	(35)	(62)
LNST Công ty mẹ	34,478	8,484	6,835	12,182
EPS	7,708	1,459	1,175	2,095
	149,680	141,409	118,953	136,987

CĐKT (TỶ VND)	2021	2022	2023	2024F
Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	12,267	6,286
Đầu tư ngắn hạn	18,236	26,268	22,162	23,048
Phải thu ngắn hạn	7,663	9,893	10,702	12,325
Hàng tồn kho	42,134	34,491	34,504	35,195
TS ngắn hạn khác	3,650	1,538	3,081	3,548
TS ngắn hạn	94,155	80,515	82,716	80,401
Phải thu dài hạn	809	894	1,881	2,166
TSCĐ nguyên giá	91,644	99,721	107,296	108,366
Khấu hao	(22,364)	(28,888)	(35,282)	(42,273)
TSĐT nguyên giá	699	860	860	594
Khấu hao	(151)	(231)	(266)	(266)
TS dở dang dài hạn	9,699	13,363	26,083	56,036
ĐT dài hạn	7	1	40	-
TS dài hạn khác	3,738	4,100	4,454	5,129
TS dài hạn	84,082	89,821	105,066	129,753
Tổng TS	178,236	170,336	187,783	210,154
Nợ phải trả	29,712	15,637	16,532	17,791
Vay ngắn hạn	43,748	46,749	54,982	53,288
Tổng Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	71,513	71,079
Vay dài hạn	13,465	11,152	10,399	24,075
Nợ dài hạn khác	532	686	3,034	44
Tổng Nợ dài hạn	13,996	11,837	13,433	24,119
Tổng Nợ phải trả	87,456	74,223	84,946	95,198
Vốn góp	44,729	58,148	58,148	58,148
Thặng dư vốn	3,212	3,212	3,212	3,212
Vốn chủ khác	922	814	818	818
Lãi chưa phân phối	41,763	33,834	40,593	52,775
Lợi ích CĐTS	155	106	66	4
Tổng VCSH	90,781	96,113	102,836	114,956
Tổng nguồn vốn	178,236	170,336	187,783	210,154

LCTT (TỶ VND)	2021	2022	2023	2024F
(LỖ)/LNTT	37,057	9,923	7,793	14,259
Khấu hao và phân bổ	6,083	6,814	6,773	6,991
Thay đổi vốn lưu động	(11,552)	(1,954)	(2,066)	(5,471)
Điều chỉnh khác	(4,866)	(2,592)	(3,028)	(3,860)
LCTT từ HĐKD	26,721	12,192	9,472	11,919
Tiền chi mua TSCĐ	(11,572)	(17,953)	(30,154)	(30,757)
Đầu tư khác	(8,097)	(6,759)	3,181	875
LCTT từ HĐĐT	(19,669)	(24,712)	1,371	(29,882)
Tiền chi trả cổ tức	(1,693)	(2,247)	-	-
Tiền từ vay ròng	3,423	626	7,280	11,982
Tiền thu khác	11	4	7,266	-
LCTT từ HĐTC	1,740	(1,617)	-	11,982
Dòng tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	12,267
Tiền trong kì	8,792	(14,137)	3,944	(5,981)
Dòng tiền cuối kỳ	22,471	8,325	12,267	6,286

Chỉ số	2021	2022	2023	2024F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.3	1.3	1.2	1.1
H số TT nhanh	0.7	0.7	0.6	0.6
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	49%	44%	45%	45%
H số Nợ/VCSH	96%	77%	83%	83%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	142	101	119	111
Số ngày phải thu ngắn hạn	19	26	33	33
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	27%	11.9%	10.9%	15.7%
Lợi nhuận LNST	23%	6%	6%	9%
ROE	38%	9%	7%	11%
ROA	19%	5%	4%	6%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	66%	-6%	-16%	15%
Tăng trưởng EBIT	126%	-67%	-13%	58%
Tăng trưởng LNTT	141%	-73%	-21%	83%
Tăng trưởng EPS	90%	-81%	-19%	78%
SLCP lưu hành (triệu)	3,313	4,473	5,815	5,815
BVPS	20,296	16,529	17,685	19,770

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

