

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

[Việt Nam / Thép]

Bloomberg Code (HPG VN) | Reuters Code (HPG.HM)

MUA

Báo cáo lần đầu

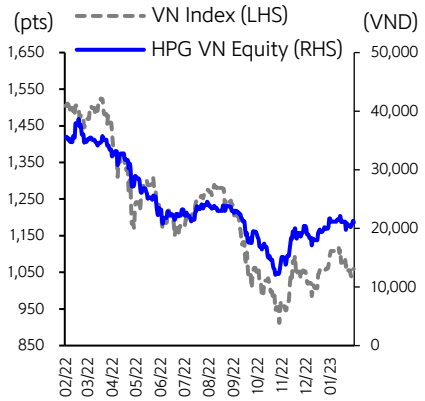
Giá mục tiêu (12 tháng)	**26,100 VND**
Giá hiện tại (23/02/2023)	21,500 VND
Suất sinh lời (%)	24%

VNINDEX	1,053
HNXINDEX	209
Vốn hóa (tỷ VND)	122,110
SLCP lưu hành (triệu CP)	5,815
Tự do giao dịch (triệu CP)	3,156
52-tuần cao/thấp (VND)	40,385/11,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	34.04
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	614

Cổ đông lớn (%)	Trần Đình Long	26.08%
	Dragon Capital	7.65%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	47.4	-13.6	-41.3
So với VN-Index (%)	38.1	3.4	-11.5

Nguồn: Bloomberg



Bền Bỉ Chất Thép

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 26,100 đồng

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) là một trong những doanh nghiệp ngành thép hàng đầu Việt Nam. Hòa Phát nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thép xây dựng (với 35%) và ống thép (với 29%). Trước bối cảnh diễn biến bất lợi đối với ngành Thép, chúng tôi đánh giá Hòa Phát vẫn giữ vững vị thế hàng đầu và bắt đầu có kết quả cải thiện rõ rệt trong năm 2024. Chúng tôi định giá lần đầu đối với cổ phiếu HPG ở mức giá 26,100 đồng tương ứng với mức sinh lời 24%. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E và DCF với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50%.

Đầu tư công là điểm sáng khi thị trường bất động sản diễn biến tiêu cực trong năm 2023

Trước diễn biến tiêu cực của thị trường bất động sản, ngành thép dự kiến bị ảnh hưởng trong năm 2023 do nhu cầu đi xuống. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá mức ảnh hưởng sẽ không lớn nhờ triển vọng đầu tư công mạnh mẽ. Chúng tôi đánh giá doanh thu Hòa Phát chỉ giảm nhẹ với mức giảm khoảng 9% so với năm 2022 và đạt 130,282 tỷ đồng trong năm 2023.

Lợi nhuận phục hồi nhờ giá thép tăng và giá than cốc giảm

Triển vọng kinh tế mở cửa trở lại và nỗ lực phục hồi ngành bất động sản của Trung Quốc sẽ tăng cường nhu cầu đối với ngành thép qua đó cải thiện đáng kể giá thép. Giá thép thế giới đã có mức tăng 26% sau khi kế hoạch mở cửa của Trung Quốc được công bố vào tháng 11 năm 2022. Ngoài ra, việc tăng cường sản xuất than cốc của Ấn Độ và sự kiện dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu than từ Úc của Trung Quốc sẽ góp phần làm giá than cốc giảm và ổn định hơn trong năm 2023. Biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát dự kiến sẽ cải thiện góp phần làm tăng lợi nhuận trong năm 2023, qua đó lợi nhuận dự kiến đạt 9,671 trong năm 2023, tương ứng với mức tăng 14.5%.

Vị thế đứng đầu ngành thép với triển vọng dự án Dung Quất 2

Trước diễn biến tiêu cực của ngành thép, thị phần của Hòa Phát không chỉ giữ vững mà còn được cải thiện trong năm 2022. Thị phần thép xây dựng đã tăng từ 33% lên 35% với sản lượng tăng từ 3.9 triệu tấn lên 4.3 triệu tấn. Thị phần mảng ống thép cũng cải thiện từ 25% lên 29% với sản lượng tăng từ 675 nghìn tấn lên 749 nghìn tấn. Bên cạnh đó dự án Dung Quất 2 sẽ đảm bảo vị thế của Hòa Phát trong tương lai, góp phần nâng công suất tăng 66% so với hiện tại.

Rủi ro : (1) Rủi ro biến động giá thép và giá than cốc; (2) Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn; (3) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới suy giảm.

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**142,771**	**130,282**	**147,285**	**172,502**	**184,957**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	11,096	22,273	30,550	32,745
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**8,444**	**9,671**	**19,397**	**26,601**	**28,513**
EPS (đồng)	1,636	1,671	3,351	4,596	4,926
BPS (đồng)	18,539	17,813	20,778	24,988	29,527
OPM (%)	7%	9%	15%	18%	18%
NPM (%)	6%	7%	13%	15%	15%
ROE (%)	**9%**	**9%**	**16%**	**18%**	**17%**
PER (x)	11.00	12.33	6.15	4.48	4.18
PBR(x)	1.09	1.16	0.99	0.82	0.70
EV/EBITDA (x)	7.79	8.96	7.67	4.79	3.66

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

[Chuyên viên]

Mở tài khoản

Lê Đức Tiến

(84-28) 6299-8004

tien.ld@shinhan.com

Shinhan Securities

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 Tổng quan doanh nghiệp

6 Quan điểm đầu tư

8 Dự phóng kết quả kinh doanh

9 Định giá và khuyến nghị

13 Rủi ro

14 Phụ lục: Báo cáo tài chính

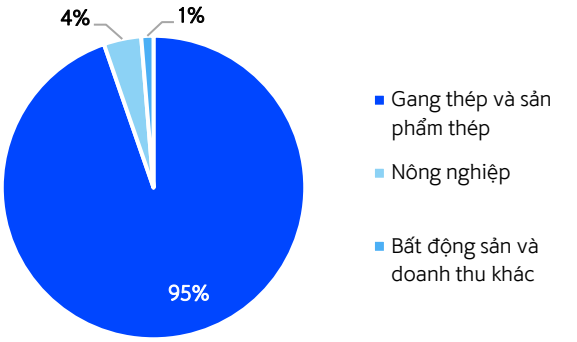
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

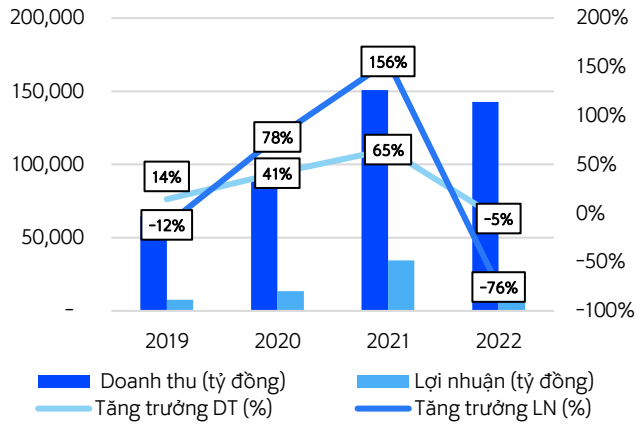
Tập đoàn Hòa Phát được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như nội thất, ống thép, thép xây dựng, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Ngày 15/11/2007, Hòa Phát chính thức niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mã chứng khoán HPG.

Hiện nay, tập đoàn hoạt động trong 05 lĩnh vực: Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng), Sản phẩm thép (gồm Ống thép, tôn mạ, thép rút dây, thép dự ứng lực), Nông nghiệp, Bất động sản và điện máy gia dụng.

Cơ cấu doanh thu Hòa Phát năm 2022



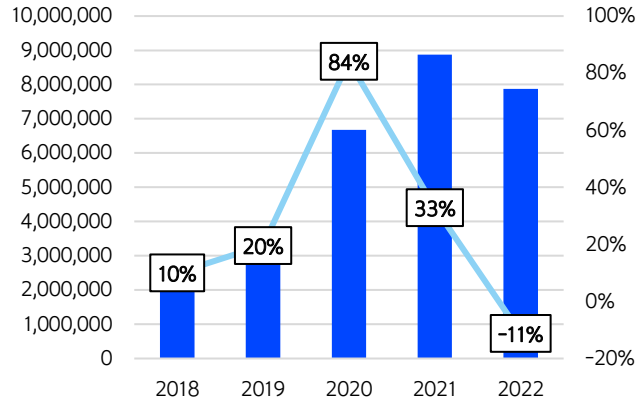
Doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát 2018 - 2022



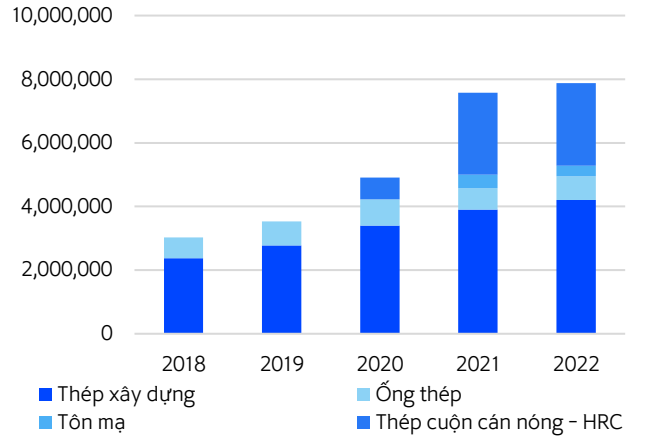
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Hòa Phát là Thép, đóng góp trên 90% doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trung bình từ năm 2019 đến năm 2022 đạt 29% và 37%.

Sản lượng bán hàng Hòa Phát 2018 – 2022 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm (tấn)



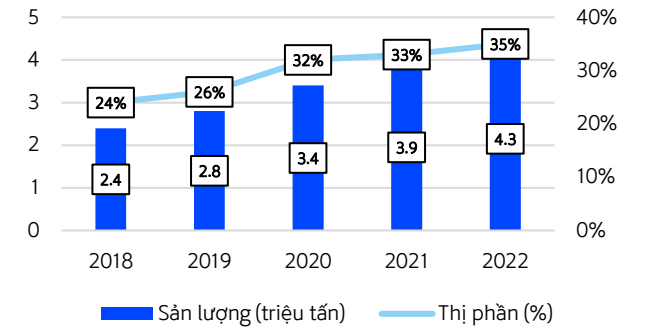
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng bán hàng của thép Hòa Phát cũng có sự tăng trưởng đáng kể, trong vòng 5 năm sản lượng thép của Hòa Phát đã tăng trưởng hơn gấp đôi từ mức 3 triệu tấn trong năm 2018 lên hơn 7 triệu tấn trong năm 2022.

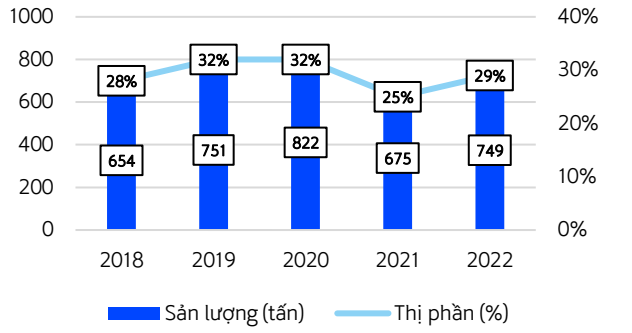
Năng lực sản xuất của Hòa Phát cũng có mức sự tăng trưởng vượt bậc từ công suất 2 triệu tấn vào năm 2016, chỉ trong vòng 5 năm, Hòa Phát đã nâng lên hơn 4 lần lên 8.5 triệu tấn vào năm 2021.

Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng - HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ, trong đó thép xây dựng hiện đóng góp 59% tỷ trọng tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại.

Sản lượng và thị phần thép xây dựng 2018 - 2022



Sản lượng và thị phần ống thép 2018 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hòa Phát nắm giữ thị phần số 1 trong mảng thép xây dựng và ống thép, đồng thời đứng thứ 5 trong mảng tôn mạ.

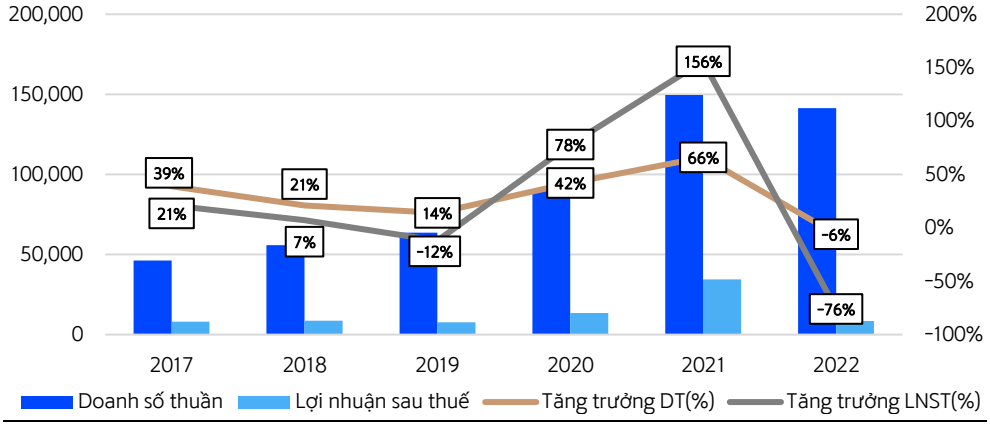
Thị phần và sản lượng tiêu thụ mảng thép xây dựng không ngừng mở rộng trong các năm qua. Từ năm 2018 đến năm 2022, sản lượng thép xây dựng của Hòa Phát đã tăng từ 2.4 triệu tấn lên 4.3 triệu tấn đồng thời thị phần cũng mở rộng từ 24% lên 35%.

Mảng ống thép cũng duy trì ổn định với sản lượng trung bình hàng năm trên 700 nghìn tấn với khoảng 30% thị phần.

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2022

Kết quả kinh doanh Hòa Phát chịu ảnh hưởng lớn từ chu kỳ đi xuống của ngành thép trong năm 2022

Doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát 2017 – 2022 (tỷ đồng)



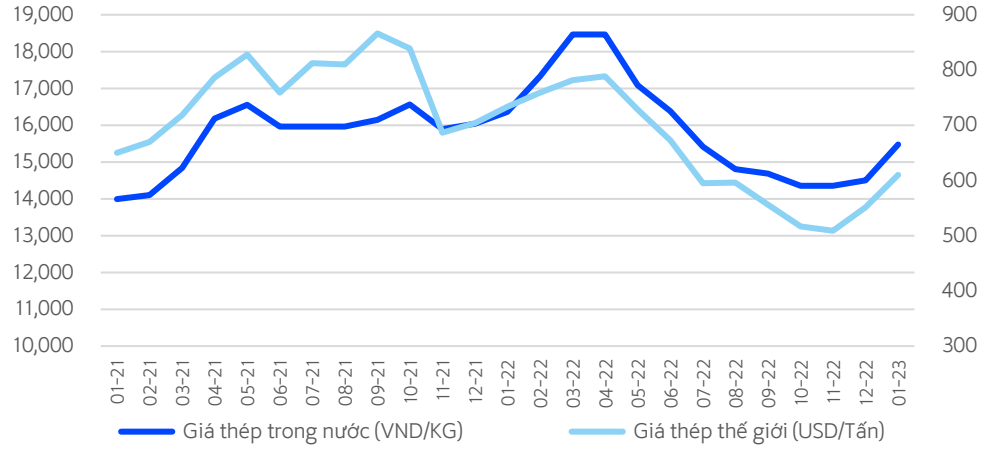
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hòa Phát đạt 141,409 tỷ đồng doanh thu thuần trong năm 2022 (-6% YoY), lợi nhuận đạt 8,444 tỷ đồng (-76% YoY). Cả năm 2022, Hòa Phát cung cấp cho thị trường 7.2 triệu tấn thép (-18% YoY), trong đó có 4.2 triệu tấn thép xây dựng và 2.6 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC). Sản lượng ống thép và tôn đạt lần lượt 749 và 328 nghìn tấn.

Điều này được lý giải bởi các yếu tố bất lợi xảy ra trong ngành thép như tình hình suy yếu của thị trường bất động sản trong nước và ảnh hưởng tiêu cực từ tình hình kinh tế thế giới đi xuống. Những yếu tố trên dẫn đến giá thép trong nước và thế giới suy giảm. Bên cạnh đó diễn biến giá than phức tạp trong năm do các yếu tố như chiến tranh và nhu cầu năng lượng tăng cao làm bào mòn thêm lợi nhuận của các công ty trong ngành thép.

Giá thép suy giảm cả trong nước và thế giới ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép

Giá thép trong nước và thế giới (USD/ Tấn)



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

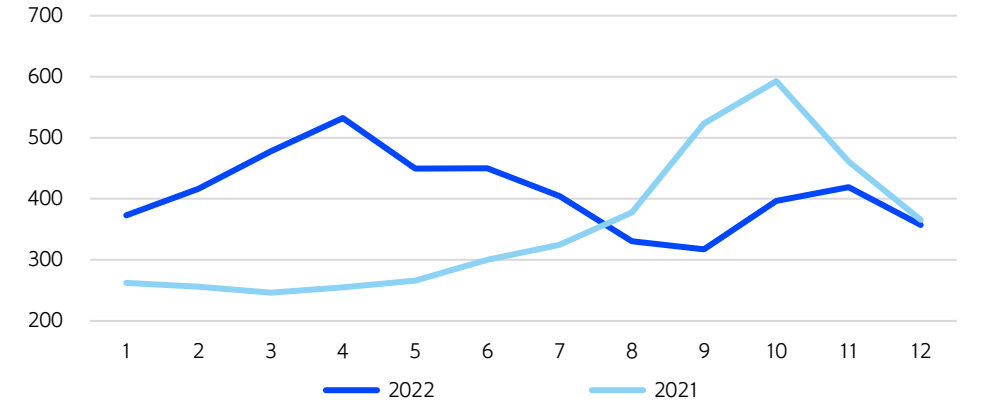
Trước bối cảnh tình hình kinh tế thế giới suy yếu sau đợt dịch Covid-19 kéo dài kèm theo đó là chiến tranh Nga – Ukraine và các biện pháp mạnh tay của Trung Quốc trong việc quản lý thị trường bất động sản. Giá thép thế giới đã giảm mạnh từ mức USD 800/ tấn xuống mức thấp nhất USD 470 vào khoảng thời điểm cuối tháng 10/2022 làm ảnh hưởng tiêu cực đến giá bán thế giới.

Cùng chung với xu hướng chung của thế giới, giá thép Việt Nam cũng trải qua 19 lần điều chỉnh giảm sau khi đạt đỉnh ở mức giá VND 18,400/kg. Những khó khăn chưa tháo gỡ được về dòng vốn và những vấn đề liên quan đến trái phiếu đã làm ảnh hưởng trầm trọng đến thị trường bất động sản và làm giảm nhu cầu tiêu thụ thép trong nước. Giá bán thép xây dựng, một trong những sản phẩm chủ lực hiện tại của Hòa Phát với tỷ trọng doanh thu trong nước hơn 70%, đã chịu ảnh hưởng nặng nề. Tiêu thụ thép của toàn thị trường Việt Nam nói chung và Hòa Phát nói riêng chỉ đạt cao nhất trong quý I và giảm trong ba quý sau của năm 2022.

Nhìn chung, giá bán thép trung bình trong nước và thế giới đã giảm 15% so với năm 2021, điều này tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của Hòa Phát trong năm 2022.

Giá than cốc thế giới tăng cao làm ảnh hưởng đến chi phí sản xuất ngành thép

Giá than cốc thế giới theo tháng trong năm 2022 - 2021



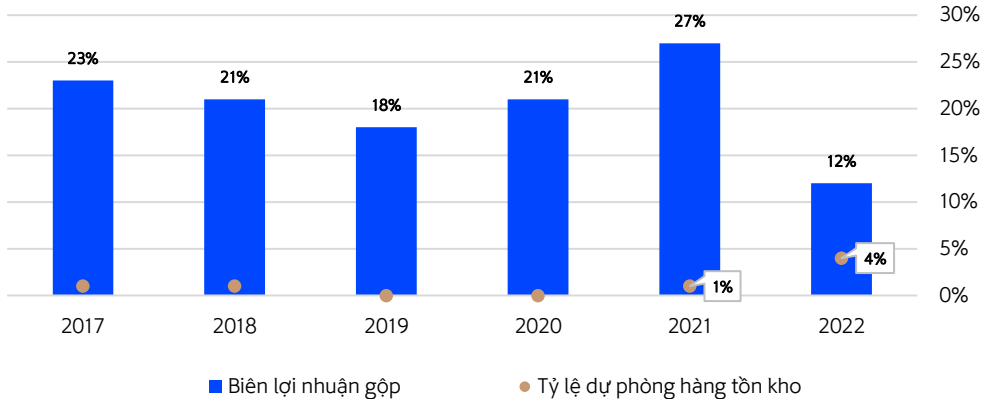
Nguồn: Bloomberg

Việc xung đột Trung Quốc – Úc và chiến tranh Nga – Ukraine đã khiến cho giá than cốc trong năm 2022 có mức tăng và biến động đáng kể. Việc Nga, quốc gia xuất khẩu than lớn thứ ba thế giới bị các nước như EU trừng phạt đã khiến nguồn cung than thế giới bị gián đoạn. Ngoài ra, việc xung đột giữa Trung Quốc - Úc đã buộc Trung Quốc phải tìm các nguồn than khác thay thế qua đó góp phần làm tăng giá than cốc thế giới.

So với năm 2021, giá than cốc trung bình đã tăng lên khoảng 16%. Tuy nhiên trong năm 2021, giá than cốc duy trì ở mức dưới USD 300/ tấn suốt 6 tháng đầu năm và tăng hơn USD 400/ tấn từ tháng 9 đến 11. Trong khi trong năm 2022, giá than cốc đã tăng mạnh từ đầu năm và vượt mức USD 400/ tấn từ tháng 2 đến tháng 7. Điều này khiến doanh nghiệp buộc phải nhập lượng than cốc ở mức giá cao thay vì sử dụng lượng than dự trữ và chờ đến khi giá than cốc giảm.

Biên lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2022

Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ dự phòng hàng tồn kho Hòa Phát 2017 – 2022 (%)

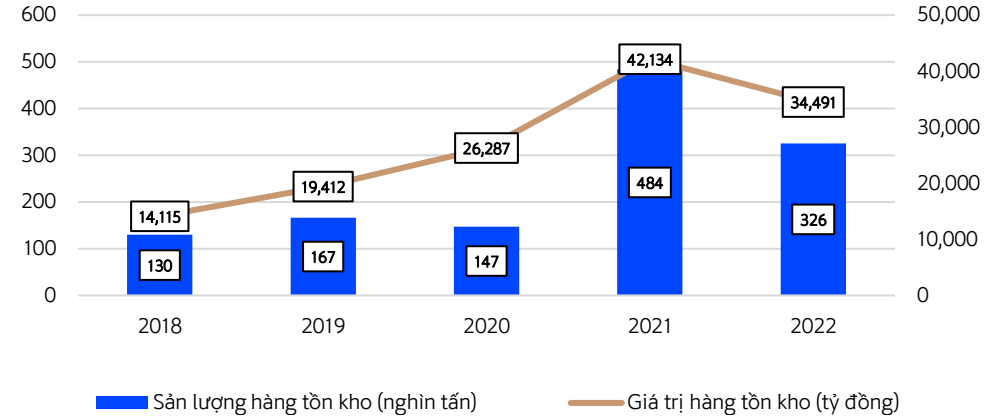


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Biên lợi nhuận gộp trong năm 2022 đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi giá thép giảm và giá than tăng. Hòa Phát đã phải tăng tỷ lệ dự phòng hàng tồn kho lên mức 4% cho lượng thép ở mức giá thành cao, điều này góp phần làm tăng giá vốn hàng bán và tiếp tục làm giảm biên lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó việc đóng 4 lò cao khiến cho chi phí khấu hao trên mỗi sản phẩm tăng thêm, qua đó làm tăng thêm giá thành sản xuất và bào mòn thêm biên lợi nhuận gộp.

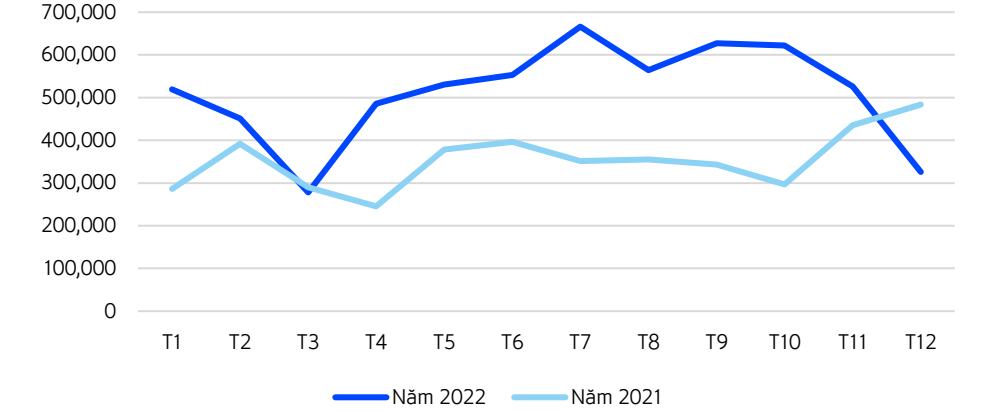
Giá trị hàng tồn kho và sản lượng hàng tồn kho giảm đáng kể

Giá trị và sản lượng hàng tồn kho của Hòa Phát 2018 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tồn kho thép Hòa Phát năm 2021 so với năm 2022 (tấn)

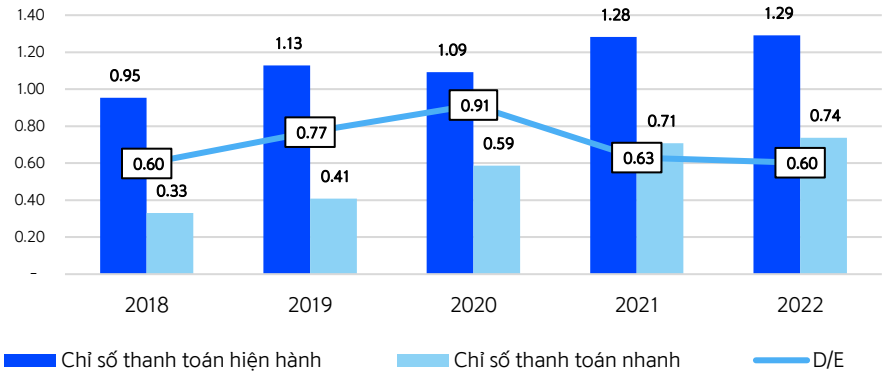


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trước bối cảnh giá thép giảm, lượng hàng tồn kho của HPG đã giảm liên tục từ mức đỉnh trong tháng 10, điều này góp phần làm giảm áp lực về chi phí hàng tồn kho đối với HPG, đồng thời giảm thiểu rủi ro ghi nhận dự phòng hàng tồn kho trong tương lai.

Chỉ số thanh khoản vẫn ở mức ổn định và tỷ lệ đòn bẩy giảm

Chỉ số thanh khoản và đòn bẩy của Hòa Phát 2018 – 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hòa Phát vẫn duy trì được các chỉ số thanh khoản ở mức cao với hai chỉ số thanh toán hiện hành và chỉ số thanh toán nhanh tăng nhẹ. Bên cạnh đó tỷ lệ đòn bẩy đã giảm nhẹ từ mức 0.63 xuống còn 0.6. Điều cho thấy công ty vẫn đảm bảo an toan trong bối cảnh ngành thép đi xuống.

Quan điểm đầu tư

Triển vọng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá thép tăng và giá than giảm

Giá thép thế giới phục hồi nhờ triển vọng Trung Quốc mở cửa và hồi phục bất động sản tại Trung Quốc

Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ thép hàng đầu thế giới với sản lượng tiêu thụ chiếm hơn 50% sản lượng tiêu thụ toàn cầu. Việc Trung Quốc mở cửa biên giới ngày 08/01/2023 được đánh giá sẽ giúp nền kinh tế nước này phục hồi, qua đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ thép. Kể từ lúc thông tin về kế hoạch mở cửa của Trung Quốc được công bố, giá thép thế giới đã có mức phục hồi ấn tượng từ mức giá USD 474 vào tháng 11 năm 2022 lên mức USD 600 vào tháng 1 năm 2023 tương ứng với mức tăng 26%.

Bên cạnh đó, các biện pháp của chính phủ trong việc phục hồi thị trường bất động sản sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy giá thép tăng trưởng trong năm 2023. Ngành bất động sản của Trung Quốc hiện chiếm 40% sản lượng tiêu thụ thép của Trung Quốc. Chính phủ Trung Quốc đã công bố một loạt biện pháp để "cởi trói" cho lĩnh vực này, trong đó có việc nới lỏng quy định giúp các nhà phát triển bất động sản dễ dàng huy động vốn hơn, đồng thời tung ra chương trình hỗ trợ tái cấp vốn với tổng giá trị lên tới USD 24 tỷ cho các công ty bất động sản.

Triển vọng giá than giảm và duy trì ổn định trong năm 2023

Theo báo cáo của Fitch Solutions, mặc dù sản xuất thép ở Ấn Độ (nước nhập khẩu lớn thứ hai) tăng trưởng, nhưng nhập khẩu than luyện cốc từ Úc giảm. Điều này cho thấy Ấn Độ đẩy mạnh sản xuất than cốc trong nước. Bên cạnh đó Nhật Bản (nhà nhập khẩu than cốc lớn nhất của Úc), sản lượng sản xuất thép dự kiến sẽ giảm trong năm 2023 do tình hình kinh tế yếu đi. Điều này góp phần làm tăng lượng cung và giảm lượng cầu đối với than cốc, qua đó làm giảm giá than cốc.

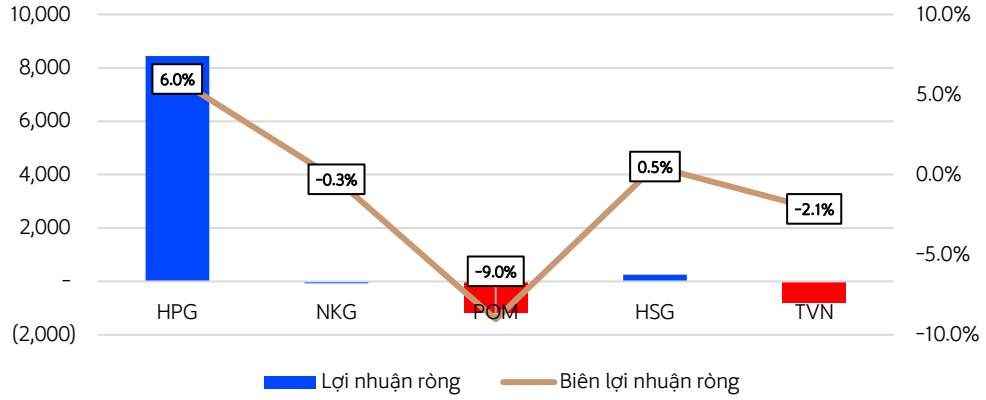
Việc Trung Quốc dỡ bỏ lệnh cấm nhập khẩu than từ Úc sẽ làm giảm bớt nhu cầu phụ thuộc than từ Mông Cổ và giúp giá than ổn định hơn trong năm 2023.

Giá than cốc trong những tháng đầu năm 2023 đã giảm xuống dưới USD 400/ tấn. Giá than cốc được dự đoán sẽ giao dịch quanh mức USD 350 USD/ tấn trong năm 2023, tương ứng với mức giảm khoảng 14% so với năm 2022.

Duy trì vị thế đầu ngành bất kể khó khăn

Hòa Phát là một trong những công ty hiếm hoi trong ngành ghi nhận lợi nhuận dương

Lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng các công ty thép năm 2022

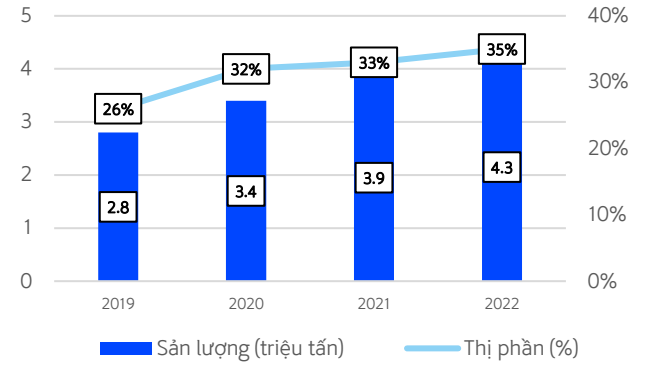


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

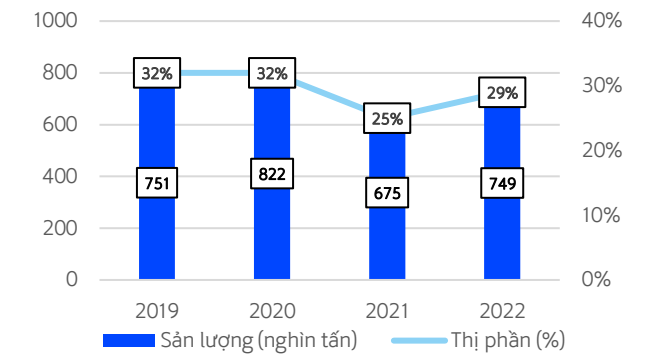
Mặc dù chịu ảnh hưởng từ việc đi xuống ngành thép Hòa Phát, song công ty vẫn duy trì được lợi nhuận dương trong năm 2022 trong khi đa số các công ty khác trong ngành đều ghi nhận lỗ trong năm. Biên lợi nhuận ròng của Hòa Phát cũng đạt mức cao nhất so với các công ty trong ngành, với 6% trong năm 2022.

Thị phần cải thiện ở mảng thép xây dựng và ống thép

Sản lượng và thị phần thép xây dựng Hòa Phát 2019 - 2022



Sản lượng và thị phần ống thép Hòa Phát 2019 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong năm 2022, sản lượng thép xây dựng của Hòa Phát tăng từ 3.9 triệu tấn lên 4.3 triệu tấn, đồng thời thị phần thép xây dựng cũng cải thiện từ 33% lên 35%. Sản lượng ống thép của Hòa Phát cũng tăng từ 675 nghìn tấn lên 749 nghìn tấn, thị phần tăng từ 25% lên 29%. Điều này càng khẳng định thêm vị thế của công ty bất chất tình hình khó khăn của thị trường.

Triển vọng đầu tư dài hạn với dự án Dung Quất 2

Hiện tại công suất sản xuất của Hòa Phát đạt khoảng 8.5 triệu tấn. Dự án khu liên hợp Dung Quất 2 với tổng mức đầu tư khoảng 85 nghìn tỷ đồng, dự kiến đi vào hoạt động từ cuối 2024 sẽ giúp Hoà Phát lọt top 30 nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới với tổng công suất đạt 14.6 triệu tấn, tăng 66% so với hiện nay.

Đầu tư công là điểm sáng khi thị trường bất động sản diễn biến tiêu cực trong năm 2023

Ngành bất động sản trong nước dự kiến còn khó khăn

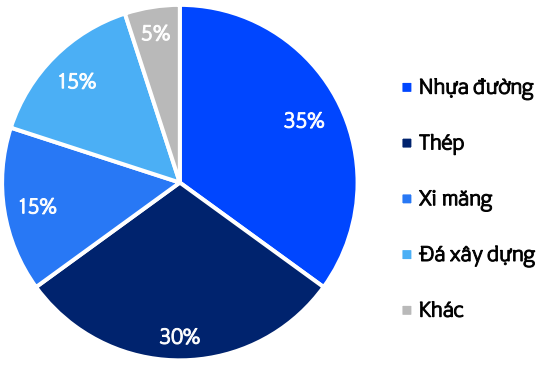
Theo Bộ Xây dựng, số lượng căn hộ mới được cấp phép xây dựng trong 3 quý đầu năm 2022 giảm 41% so với cùng kỳ. Trước những vấn đề liên quan đến tình hình bất động sản trong năm 2022, ngành bất động sản dự kiến sẽ còn gặp khó khăn trong năm 2023. Việc nhà nước tiếp tục duy trì động thái siết chặt phát hành trái phiếu, tín dụng bất động sản, đồng thời giữ lãi suất ở mức cao để kiềm chế lạm phát sẽ làm ảnh hưởng tiêu cực đến ngành bất động sản trong nước. Ngành bất động sản dự kiến sẽ có sự cải thiện vào khoảng giữa năm khi các vấn đề về thị trường bất động sản được giải quyết và lãi suất hạ nhiệt.

Tuy nhiên, trong hội nghị "Tháo gỡ, thúc đẩy, phát triển thị trường bất động sản" với Thủ tướng Chính Phủ, Thủ tướng cho rằng có sự lệch pha khi dư thừa bất động sản ở phân khúc cao cấp và thiếu phân khúc trung bình, thu nhập thấp. Qua đó ngân hàng nhà nước cùng 4 ngân hàng quốc doanh đã thống nhất gói tín dụng 120.000 tỷ, lãi suất thấp hơn 1.5-2% cho nhà ở xã hội. Điều này giúp cải thiện thị trường bất động sản qua đó thúc đẩy lượng tiêu thụ thép trong nước.

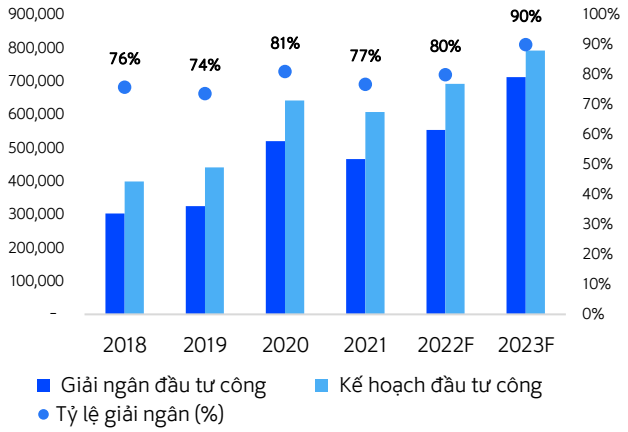
Đầu tư công dự kiến sẽ là điểm sáng cho ngành thép

Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng số vốn trên 700,000 tỷ đồng, tăng khoảng 25% (khoảng 140,000 tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022, đồng thời gói hỗ trợ phục hồi kinh tế năm 2022 – 2023 ước tính đạt gần 350,000 tỷ đồng sẽ là động lực giúp đầu tư công tăng mạnh trong năm 2023. Với cơ cấu chi phí thép trong việc xây dựng hạ tầng cầu đường đạt khoảng 30%, đầu tư công dự kiến là động lực hỗ trợ ngành thép trong năm 2023.

Cơ cấu nguyên vật liệu xây dựng cầu đường (%)



Giải ngân đầu tư công 2018 – 2022 (tỷ đồng)



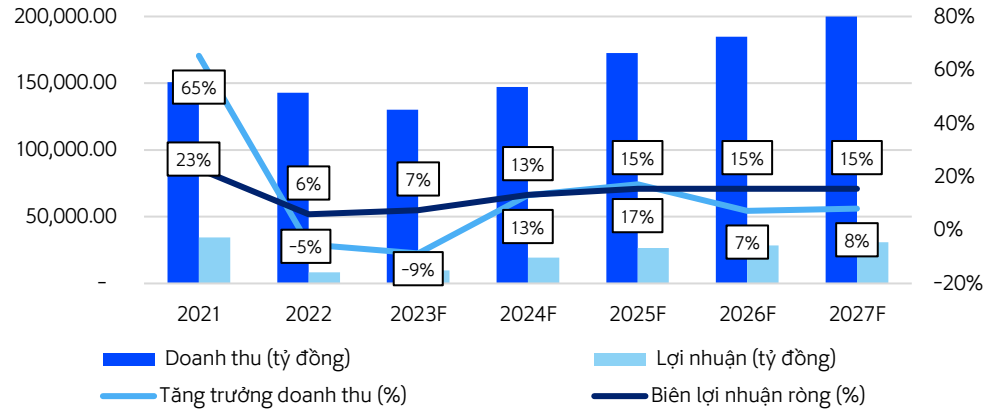
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tình hình kinh doanh dự kiến sẽ phục hồi sau năm 2023

Dự kiến doanh thu giảm nhưng lợi nhuận tăng trong năm 2023

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát năm 2021 – 2027F

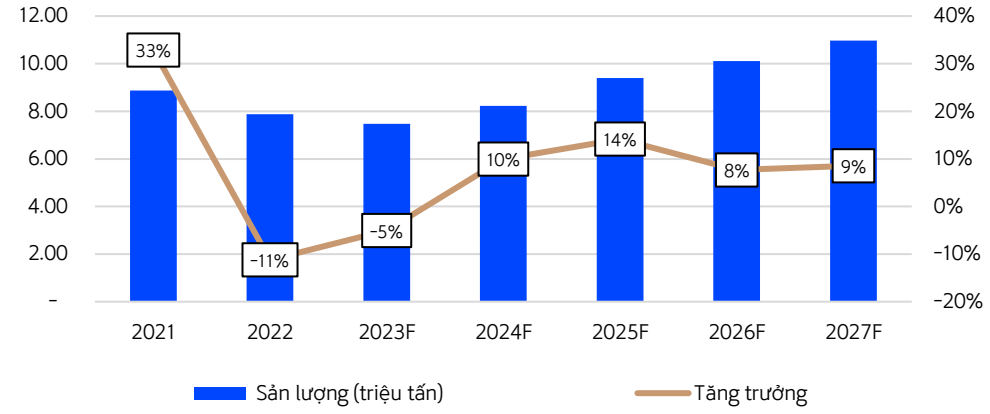


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với những bất ổn liên quan đến ngành thép trong năm 2023, doanh thu của Hòa Phát dự kiến giảm và hồi phục trong năm 2024 khi các vấn đề liên quan đến bất động sản được giải quyết và tình hình kinh tế hồi phục giúp cải thiện nhu cầu tiêu thụ thép. Biên lợi nhuận ròng năm 2023 dự kiến tăng nhẹ trở lại khi Hòa Phát đã thanh lý hết lượng thép tồn kho với mức giá cao trong khi giá thép được cải thiện và giá than có xu hướng giảm nhẹ. Điều này thúc đẩy lợi nhuận tăng trong năm 2023.

Triển vọng sản lượng tăng trở lại sau năm 2023

Dự phóng sản lượng Hòa Phát năm 2021 – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng Hòa Phát dự kiến sụt giảm so với năm 2022 với mức giảm 5% trong năm 2023. Sản lượng dự kiến hồi phục trở lại vào năm 2024 khi nhu cầu tiêu thụ từ ngành bất động sản tăng trở lại.

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 26,100 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 26,100 đồng tương ứng với mức tăng 24%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, HPG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá thép phục hồi nhưng giá than giảm
2) Duy trì vị thế đứng đầu ngành thép
3) Triển vọng dự án Dung Quất 2 hỗ trợ cho tăng trưởng dài hạn

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
FCFF	50%	25,300
P/E	50%	26,800
Giá mục tiêu		**26,100**
Giá hiện tại		21,500
Tỷ suất sinh lời (%)		24%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Đơn vị: tỉ VND	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT*(1-thuế suất (%))	12,230	22,138	29,554	31,701	34,278
Khấu hao	9,087	11,606	14,501	16,612	17,603
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	10,302	-4,854	-5,929	-3,301	-4,066
Trừ: Vốn đầu tư	-32,042	-32,060	-41,620	-12,168	-13,152
Dòng tiền tự do (FCFF)	**-424**	**-3,170**	**-3,495**	**32,844**	**34,663**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	0%	-	-	-	-
Lãi suất chiết khấu (%)	14%	-	-	-	-
Giá trị cuối cùng	-	-	-	-	453,576
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	**(369)**	**(2,396)**	**(2,297)**	**18,764**	**162,122**
Giá trị doanh nghiệp	205,088				
- Nợ	67,537				
+ Tiền và tương đương tiền	9,710				
Giá trị vốn chủ sở hữu	147,262				
Giá mục tiêu (đồng)	25,300				

Biến	Giá trị
D/E	48%
Beta	1.28
Lãi suất phi rủi ro	5%
Chi phí sử dụng vốn	20%
Chi phí nợ	6%
WACC	15.02%

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 5% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HPG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HPG được định giá ở mức 25,300 đồng.

Phương pháp P/E

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các công thép trong nước. Cùng với đó, trung bình P/E lịch sử 5 năm của HPG ở mức 8.00, chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của HPG ở 8.00. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2024 ở mức 3,351 đồng, giá mục tiêu của HPG được định giá ở mức 26,800 đồng.

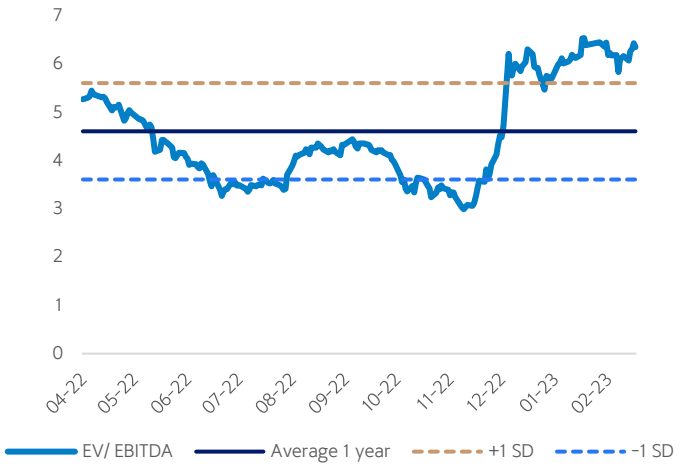
	2018	2019	2020	2021	2022
P/E	6.65	7.77	9.2	5.38	11
Trung bình (số quá khứ)			8.00		

Mã CP	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	Biên lợi nhuận gộp (%)	ROE (%)	ROA (%)
HPG	CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT	111,062	7.21	11.85	17.00	9.99
HSG	TẬP ĐOÀN HOA SEN	7,416	28.27	9.93	2.32	1.15
NKG	CTCP THÉP NAM KIM	3,330	4.48	6.68	13.48	4.69
Trung bình			13.32			
Median			7.21			
P/E mục tiêu			8.00			
HPG EPS Forward			3,351			
Giá mục tiêu (VND)			**26,800**			

P/E 1 năm qua

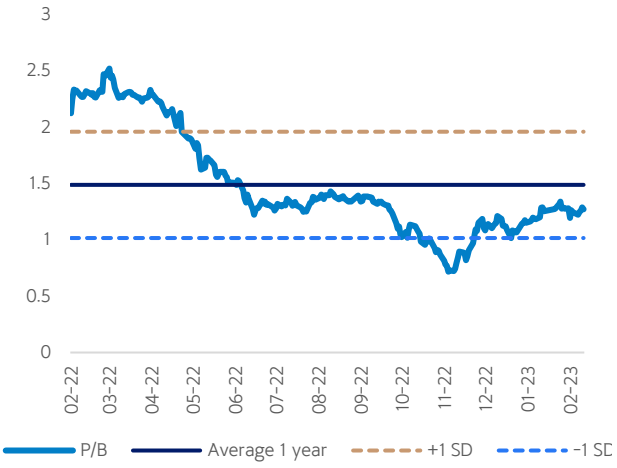


EV/EBITDA 1 năm qua

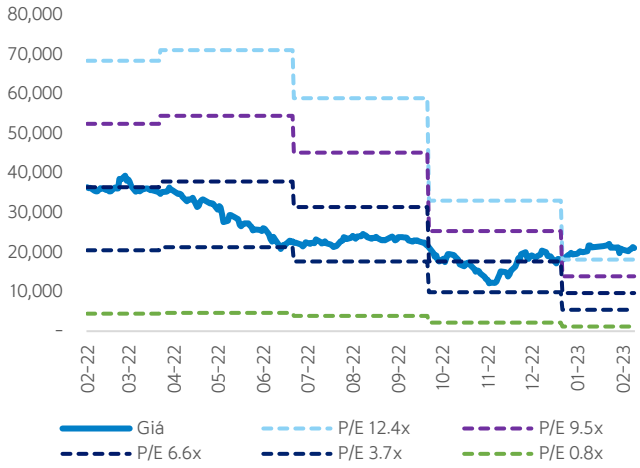


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

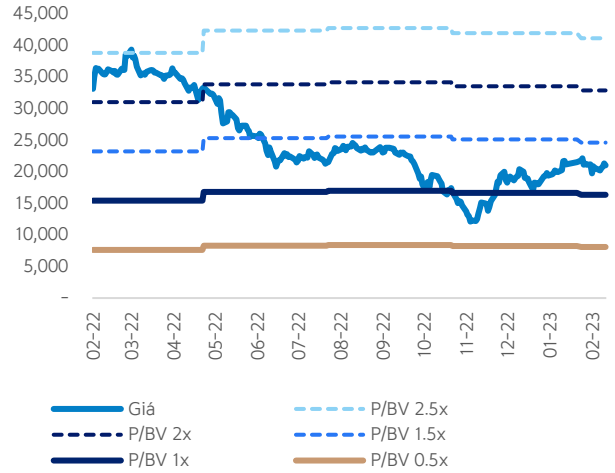


Giá với các mức P/E



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B



ROE và đường trung bình 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HPG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro biến động giá thép và giá than cốc

Biến động giá thép có tác động to lớn đến giá bán của Hòa Phát. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu chiếm từ 20% – 30% tổng doanh thu, giá bán thép của Hòa Phát chịu ảnh hưởng bởi diễn biến giá thép trong nước và thế giới. Giá than cốc tác động trực tiếp đến chi phí đầu vào của Hòa Phát qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của Hòa Phát.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 30% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép.

Rủi ro tình hình kinh tế thế giới suy giảm

Tình hình kinh tế thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu tiêu thụ thép của các quốc gia trên thế giới. Kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu đầu tư và xây dựng của các nước qua đó tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ và giá thép trên thế giới. Với tỷ trọng xuất khẩu chiếm gần 30% trong cơ cấu doanh thu của Hòa Phát, tình hình kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của Hòa Phát.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**170,336**	**187,153**	**209,890**	**242,235**	**275,989**
Tài sản ngắn hạn	80,515	74,444	76,550	81,707	119,766
Tiền và tương đương tiền	8,325	7,321	3,757	613	33,944
Đầu tư TC ngắn hạn	26,268	26,268	26,268	26,268	26,268
Các khoản phải thu	11,431	8,829	10,321	12,422	14,089
Hàng tồn kho	34,491	32,025	36,204	42,403	45,464
Tài sản dài hạn	89,821	112,710	133,340	160,529	156,223
Tài sản cố định	70,833	93,788	114,242	141,362	136,918
Chi phí xây dựng cơ bản	88	88	88	88	88
Tài sản dài hạn khác	18,900	18,834	19,010	19,079	19,218
Tổng nợ	**74,223**	**83,572**	**89,069**	**96,937**	**104,293**
Nợ ngắn hạn	62,385	70,358	74,270	80,267	85,583
Khoản phải trả	11,107	16,320	17,115	19,463	20,866
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	46,749	49,487	52,583	56,209	60,097
Khác	4,530	4,551	4,572	4,596	4,620
Nợ dài hạn	11,837	13,214	14,799	16,670	18,711
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	11,152	12,436	13,887	15,587	17,410
Khác	686	779	912	1,082	1,300
Vốn chủ sở hữu	**96,113**	**103,581**	**120,821**	**145,298**	**171,696**
Vốn góp chủ sở hữu	58,148	58,148	58,148	58,148	58,148
Thặng dư vốn	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212
Vốn khác	33,834	41,302	58,542	83,019	109,417
Lợi nhuận giữ lại	814	814	814	814	814
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	106	106	106	106	106
*Nợ vay	57,900	61,923	66,470	71,797	77,507
*Nợ ròng (tiền)	49,576	54,601	62,713	71,183	43,563

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**142,771**	**130,282**	**147,285**	**172,502**	**184,957**
Tăng trưởng (%)	-5%	-9%	13%	17%	7%
Giá vốn hàng bán	**124,646**	**116,788**	**122,475**	**139,278**	**149,319**
Lợi nhuận gộp	**16,763**	**13,494**	**24,810**	**33,224**	**35,638**
Biên lợi nhuận gộp (%)	12%	10%	17%	19%	19%
Chi phí BH & QLDN	**3,685**	**2,873**	**3,248**	**3,804**	**4,079**
LN từ HĐKD	**13,078**	**10,621**	**21,562**	**29,420**	**31,560**
Tăng trưởng (%)	-65%	-19%	103%	36%	7%
Biên LN từ HĐKD (%)	9%	8%	15%	17%	17%
LN khác	**(3,155)**	**495**	**734**	**1,156**	**1,214**
Thu nhập tài chính	3,744	3,416	3,862	4,523	4,850
Chi phí tài chính	(7,027)	(2,940)	(3,150)	(3,392)	(3,663)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(3,084)	(2,940)	(3,150)	(3,392)	(3,663)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	128	19	22	25	27
LNTT	**9,923**	**11,116**	**22,295**	**30,576**	**32,774**
Thuế TNDN	(1,479)	(1,445)	(2,898)	(3,975)	(4,261)
LNST	**8,444**	**9,671**	**19,397**	**26,601**	**28,513**
Tăng trưởng (%)	-76%	15%	101%	37%	7%
Biên lợi nhuận ròng (%)	6%	7%	13%	15%	15%
LNST cổ đông công ty mẹ	8,484	9,716	19,487	26,725	28,645
Lợi ích CĐTS	(39)	(45)	(90)	(123)	(132)
LN trước thuế và lãi vay	**13,007**	**14,056**	**25,445**	**33,969**	**36,437**
Tăng trưởng (%)	-67%	8%	81%	33%	7%
Biên LN (%)	9%	11%	17%	20%	20%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**19,821**	**23,143**	**37,051**	**48,469**	**53,049**
Tăng trưởng (%)	-57%	17%	60%	31%	9%
Biên LN (%)	14%	18%	25%	28%	29%

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**12,192**	**29,264**	**26,195**	**35,398**	**42,036**
Lợi nhuận ròng	9,923	11,116	22,295	30,576	32,774
Khấu hao TSCĐ	6,814	9,087	11,606	14,501	16,612
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,822)	-	-	-	-
Lãi vay	49	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(1,954)	10,767	(4,219)	(5,087)	(2,188)
Thay đổi khác	(819)	(1,751)	(3,576)	(4,716)	(5,294)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(24,712)**	**(32,042)**	**(32,060)**	**(41,620)**	**(12,168)**
Thay đổi tài sản cố định	(17,966)	(32,042)	(32,060)	(41,620)	(12,168)
Thay đổi tài sản đầu tư	14	-	-	-	-
Khác	(6,759)	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	**(1,617)**	**1,775**	**2,300**	**3,079**	**3,463**
Thay đổi vốn cổ phần	4	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	626	4,023	4,548	5,326	5,711
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(2,247)	(2,247)	(2,247)	(2,247)	(2,247)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(14,137)**	**(1,003)**	**(3,564)**	**(3,144)**	**33,331**
Tổng tiền đầu năm	22,471	8,325	7,321	3,757	613
Thay đổi trong tỷ giá	(10)	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	8,325	7,321	3,757	613	33,944

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

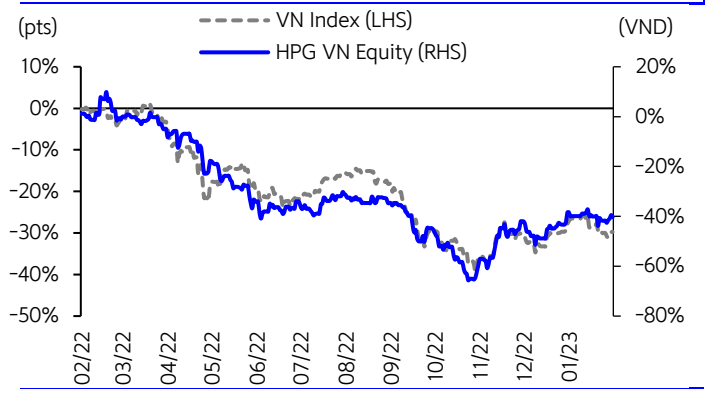
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	1,636	1,671	3,351	4,596	4,926
BPS (đồng)	18,539	17,813	20,778	24,988	29,527
DPS (đồng)	433	386	386	386	386
PER (x)	5.38	12.33	6.15	4.48	4.18
PBR (x)	2.29	1.16	0.99	0.82	0.70
EV/EBITDA (x)	5.31	8.96	7.67	4.79	3.66
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	2%	2%	2%	2%	1%
Lãi cổ tức (%)	5%	2%	2%	2%	2%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	14%	18%	25%	28%	29%
Biên LN từ HĐKD (%)	9%	8%	15%	17%	17%
Biên LNST (%)	6%	7%	13%	15%	15%
ROA (%)	5%	5%	10%	12%	11%
ROE (%)	9%	10%	17%	20%	18%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	60%	60%	55%	49%	45%
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	250%	236%	169%	147%	82%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	13%	10%	5%	1%	40%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	4.22	4.78	8.08	10.01	9.95
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	97.95	93.18	84.54	83.16	86.70
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	22.44	23.43	18.03	17.74	18.49
Số ngày khoản phải thu (ngày)	51.01	42.86	49.82	47.93	49.29

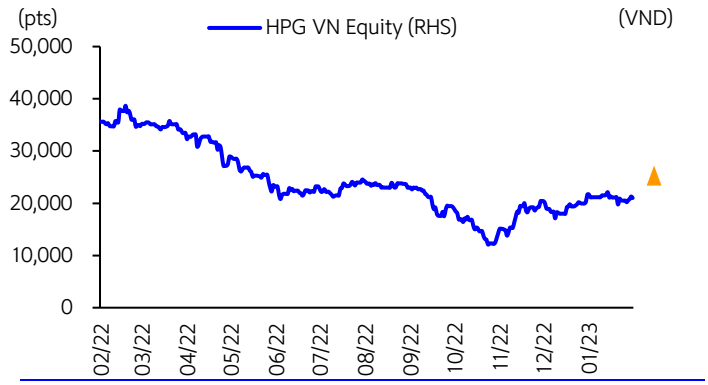
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
23/02/2023 (BC lần đầu)	MUA	26,100	0.03	-35/121

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HPG VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000