

## CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)

### Triển vọng tươi sáng cho mảng thép phẳng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY21	Q1-FY21	+/-qoq	Q2-FY20	+/-yoy
Doanh thu thuần	35.118	31.177	13%	20.422	72%
Lợi nhuận sau thuế	9.721	6.978	39%	2.743	254%
EBIT	10.692	7.562	41%	3.291	225%
Tỷ suất EBIT	30,4%	24,3%	619bps	16,1%	1.433bps

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

### KQKD Q2/2021: LNST đạt mức kỷ lục nhờ cả yếu tố nội tại lẫn bên ngoài

- Doanh thu (DT) và lợi nhuận sau thuế (LNST) của HPG lần lượt tăng 72% YoY và 254% YoY nhờ giá bán cao và công suất HRC bổ sung từ Khu Liên hợp Dung Quất.
- Giá thép xây dựng và thép cán nóng tăng lần lượt 57% YoY và 132% YoY. Trong khi đó, giá nguyên vật liệu tăng với tốc độ chậm hơn khiến biên lợi nhuận gộp tăng từ 18,1% trong Q2/2020 lên 32,7% trong Q2/2021.
- Sản lượng (SL) thép xây dựng (XD) thành phẩm, HRC và ống thép lần lượt đạt 983.000 tấn (+1% YoY), 667.000 tấn và 191.000 tấn (-14% YoY).

### Triển vọng 2H2021: Khó khăn là ngắn hạn, triển vọng tươi sáng hơn ở phía trước

- LN gộp của mảng HRC ước tính tăng 45% trong 2H so với 1H nhờ giá bán tăng và cơ hội từ xuất khẩu với biên gộp từ 44-50%. Nhu cầu đối với HRC từ hạ nguồn vẫn cao do hoạt động xuất khẩu sang EU và Bắc Mỹ khả quan cho đến hết năm 2022.
- Nhu cầu thép XD có thể phục hồi sau khi nới lỏng giãn cách xã hội, giúp SL bán hàng dự kiến tăng từ 0,96 triệu tấn trong Q3 lên 1,1 triệu tấn trong Q4. Về lâu dài, các dự án cơ sở hạ tầng là yếu tố hỗ trợ đáng kể cho nhu cầu thép XD.
- Chúng tôi giảm dự phóng LNST Q3 từ 8.400 tỷ đồng xuống còn 8.250 tỷ đồng để phản ánh chi phí sản xuất tăng mạnh hơn kỳ vọng. Bên cạnh đó, chúng tôi điều chỉnh tăng LNST Q4 từ 7.600 tỷ đồng lên 9.700 tỷ đồng. Do đó, DT và LNST của HPG trong 2H đạt 76.800 tỷ đồng và 17.900 tỷ đồng, lần lượt tăng 49% YoY và 112% YoY. DT và LNST cả năm 2021 ước đạt lần lượt 143.000 tỷ đồng và 34.650 tỷ đồng.
- Sản lượng thép XD, HRC và ống thép trong 2H lần lượt đạt 2,12 triệu tấn (+12,3% YoY), 1,39 triệu tấn (+98% YoY) và 330.000 tấn (-30% YoY).

### Quan điểm và Định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LNST trong 2H2021 và 2022 do triển vọng tích cực hơn của mảng sản xuất thép. Xu hướng cắt giảm khí thải carbon ở châu Âu và Trung Quốc đang thay đổi ngành thép đáng kể và làm tăng chi phí sản xuất. Với tiêu chuẩn môi trường ít khắt khe hơn, HPG có thể hưởng lợi từ xu hướng này cho đến năm 2023. Mức chênh lệch lớn giữa giá HRC tại Việt Nam và các khu vực khác, như Mỹ và Châu Âu, mang đến cơ hội với mức biên LN cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng HPG có thể nắm bắt những cơ hội này từ Q4/2021, giúp LNST cao hơn. Ở mảng thép XD, HPG có thể gặp khó khăn trong ngắn hạn do chi phí sản xuất tăng và nhu cầu trong nước yếu. Tuy nhiên, công ty có thể đạt mức tăng trưởng cao nhờ nhu cầu thép phục hồi sau đại dịch và các khoản đầu tư lớn vào các dự án cơ sở hạ tầng.

Sử dụng phương pháp định giá FCFF và PE, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý là **65.700 đồng/cổ phiếu** (+11% so với GMT trong [Báo cáo ngành thép](#)). Cùng với mức cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo là 1.000 đồng/cổ phiếu, **tổng mức sinh lời kỳ vọng là 31%**, dựa trên giá đóng cửa ngày 24/9/2021. Chúng tôi **khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu HPG.

## MUA +31%

Giá mục tiêu (VND)	65.700
Giá thị trường (VND)	50.800
Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.000

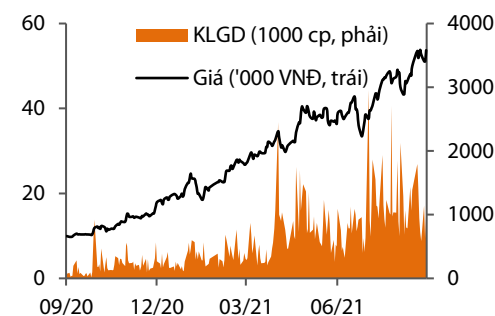
\* Dự kiến trong 12 tháng tới

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	229.460,9
SLCPDLH (triệu cp)	4.472,9
KLGD TB 20 phiên	1.921.995
Free Float (%)	52
Giá cao nhất 52 tuần	53.800
Giá thấp nhất 52 tuần	9.770
Beta	1,2

	FY2020	Hiện tại
EPS	3.813	5.614
Tăng trưởng EPS (%)	49,2	188,6
EPS điều chỉnh	2.824	5.614
P/E	6,6	9,1
P/B	2,3	2,3
EV/EBITDA	7,7	7,4
Tỷ suất cổ tức (%)	1,2	1,0
ROE (%)	22,8	39,6

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

Trần Đình Long	26,1
Vũ Thị Hiền	7,3
Giới hạn sở hữu của NĐTNN còn lại (%)	22,6

### Phạm Minh Tú

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1536

[tu.pm@vdsc.com.vn](mailto:tu.pm@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2/2021**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY21	Q1-FY21	+/- (qoq)	Q2-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	35.118	31.177	12,6%	20.422	72,0%
Lợi nhuận gộp	11.477	8.183	40,3%	3.706	209,7%
Chi phí bán hàng và quản lý	785	621	26,5%	415	89,3%
Thu nhập HĐKD	10.692	7.562	41,4%	3.291	224,9%
EBITDA	12.203	9.017	35,3%	4.430	175,5%
EBIT	10.692	7.562	41,4%	3.291	224,9%
Chi phí tài chính	821	768	7,0%	621	32,2%
- Chi phí lãi vay	600	622	-3,5%	523	14,6%
Khấu hao	1.510	1.455	3,8%	1.139	32,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	10.349	7.690	34,6%	3.096	234,3%
Lợi nhuận sau thuế	9.721	6.978	39,3%	2.743	254,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	9.721	6.978	39,3%	2.743	254,4%

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2020**

Chỉ tiêu	Q2-FY21	Q1-FY21	+/- (qoq)	Q2-FY20	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	32,7%	26,2%	643bps	18,1%	1,454bps
EBITDA/Doanh thu	34,7%	28,9%	582bps	21,7%	1,306bps
EBIT/Doanh thu	30,4%	24,3%	619bps	16,1%	1,433bps
TS lợi nhuận ròng	27,7%	22,4%	530bps	13,4%	1,425bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	27,7%	22,4%	530bps	13,4%	1,425bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	2,8	3,4	-0,6	3,3	-0,5
-Khoản phải thu	16,9	16,8	0,1	17,7	-0,8
-Khoản phải trả	4,6	6,7	-2,1	7,1	-2,6
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	116,0%	109,9%	613bps	114,2%	177bps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3/2021**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	3Q-FY21	+/--qoq	+/--yoy
Doanh thu	34.784	-1%	41%
LN gộp	9.368	-18%	81%
EBIT	8.960	-16%	90%
LNST	8.248	-15%	119%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 40% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ cao hơn và giá bán tăng.

- Sản lượng tiêu thụ HRC tăng mạnh so với cùng kỳ do lò cao số 3 chạy hết quý 3Q2021, trong khi chỉ vận hành 1 tháng trong quý 3/2020. Trong khi đó, sản lượng thép XD thành phẩm dự kiến giảm 12% YoY.

- Chi phí sản xuất thép có thể tăng khoảng 10% QoQ trong quý 3 do giá quặng sắt và giá than luyện cốc tăng. Chúng tôi kỳ vọng biên gộp mảng thép cán nóng ổn định ở mức 39% nhờ giá bán tăng. Trong khi đó, biên gộp thép XD có thể giảm so với quý 2 do giá bán ổn định.

**Cập nhật**

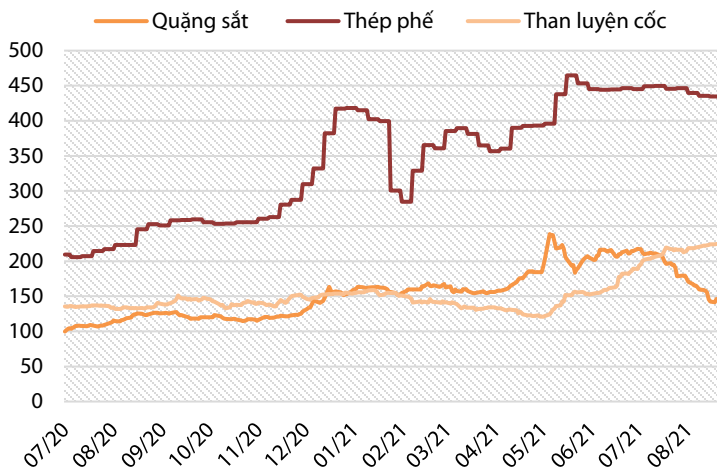
**Kết quả kinh doanh ấn tượng khi các nhà máy mới đi vào vận hành trong điều kiện thị trường thuận lợi.** Doanh thu và LNST trong quý 2/2021 tăng lần lượt 72% và 254% YoY, đạt 35.118 tỷ đồng và 9.721 tỷ đồng. Trong 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 95% kế hoạch LNST. Lò cao số 3 và số 4 tại nhà máy Dung Quất lần lượt đi vào hoạt động vào đầu quý 3/2020 và quý 1/2021, và hưởng lợi từ giá thép cán nóng (HRC) cao và nhu cầu hạ nguồn mạnh, đặc biệt là từ mảng tôn mạ. Biên lợi nhuận gộp của HPG cải thiện đáng kể từ 18,1% trong quý 2/2020 lên 32,7% trong quý 2/2021 chủ yếu do giá thép và sản lượng HRC tăng:

- Giá HRC và thép xây dựng thành phẩm tăng lần lượt 26% và 10% QoQ trong quý 2, đạt lần lượt 870 USD/tấn và 700 USD/tấn. Trong khi đó, giá quặng sắt và than luyện cốc lần lượt tăng 13,6% và 2,0% QoQ, khiến chi phí sản xuất phôi thép tăng khoảng 10% QoQ, thấp hơn so với mức tăng giá HRC. Do đó, biên gộp của HRC tăng lên mức kỷ lục 39%, trong khi biên gộp của thép xây dựng đạt 24% trong quý 2.
- Sản lượng tiêu thụ HRC, sản phẩm có khả năng sinh lời tốt hơn thép xây dựng, đạt 667.000 tấn, trong khi chưa có sản phẩm này vào cùng kỳ năm trước. Đồng thời, HPG tiêu thụ được 983.000 tấn thép xây dựng thành phẩm, tăng trưởng 26% YoY.

**Chi phí sản xuất thép đang tăng trong quý 3 nhưng có thể giảm trong các quý tiếp theo do giá quặng sắt giảm.** Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất phôi thép tăng từ khoảng 500 USD/tấn trong Quý 2 lên 556 USD/tấn trong Quý 3 trước khi giảm xuống còn 525 USD/tấn trong Quý 4 do:

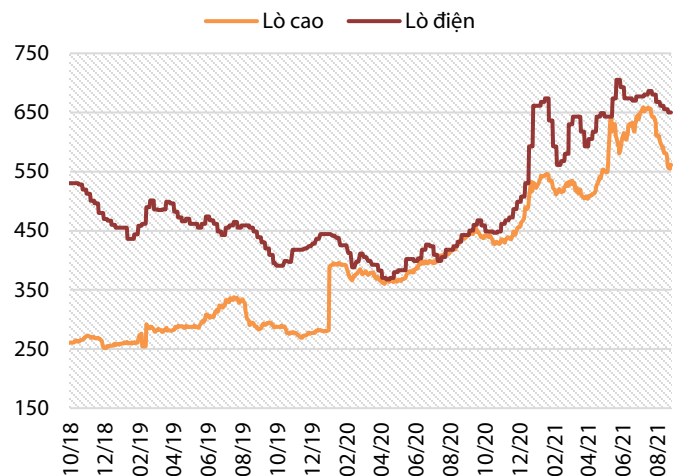
- Giá quặng sắt, chiếm khoảng 48% chi phí sản xuất phôi thép trong 12 tháng gần nhất, đã tăng liên tục từ mức 155 USD/tấn vào tháng 4 lên 215 USD vào tháng 6, trước khi giảm mạnh về mức 145 USD/tấn trong tháng 8. Chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt sẽ tiếp tục đà giảm về mức 110 USD/tấn vào cuối năm do nhu cầu quặng ở Trung Quốc suy yếu bởi các biện pháp thắt chặt nguồn cung và hoạt động xây dựng chậm lại vào mùa đông. Trung Quốc đặt mục tiêu duy trì sản lượng thép năm 2021 ngang hoặc thấp hơn so với 2020, đồng nghĩa, sản lượng trong nửa cuối 2021 phải bị cắt giảm mạnh sau khi đã tăng 13% YoY trong nửa đầu năm. Hiện tại, giá quặng sắt giao vào tháng 1/2022 đã giảm về mức chỉ 100-110 USD/tấn.
- Giá than luyện cốc, chiếm khoảng 22% chi phí sản xuất phôi thép, cũng đã tăng mạnh từ mức đáy 120 USD/tấn vào tháng 5 lên 225 USD/tấn vào tháng 8 và đã vượt mức 300 USD/tấn trong tháng 9. Chúng tôi tin rằng giá than luyện cốc tăng giá mạnh do nguồn cung bị gián đoạn ngắn hạn vì thời tiết xấu và dịch Covid-19 đang lan rộng tại Úc. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ phục hồi và giá than luyện cốc có thể giảm từ 300 USD/tấn xuống 220 USD/tấn vào cuối năm 2022.

**Hình 1: Giá nguyên liệu (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Chi phí sản xuất gang lỏng (USD/tấn)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Mảng thép phẳng: HPG là một trong những công ty hưởng lợi nhiều nhất nhờ các xu hướng trong ngành thép toàn cầu.**

**Chính sách giảm phát thải cacbon ở châu Âu và Trung Quốc đang thay đổi ngành thép và khiến chi phí sản xuất thép tăng cao.** Các nhà sản xuất thép châu Âu đang gặp nhiều khó khăn hơn trong cạnh tranh khi sản giao dịch carbon được đưa vào hoạt động. Với giá carbon 60 USD/tấn, chi phí sản xuất tại EU sẽ cao hơn 110 USD so với Việt Nam, Ấn Độ do chi phí mua quyền phát thải, giá định mỗi tấn thép (BOF)

thải ra 1,85 tấn CO<sub>2</sub> (WSA). Các nhà sản xuất thép châu Âu cũng đang xây dựng các quy trình sản xuất “xanh hơn” để thay thế quy trình sản xuất bằng lò BOF, và sẽ có chi phí sản xuất cao hơn. Trung Quốc cũng đang thúc đẩy sử dụng phế liệu nhiều hơn trong ngành thép và thay thế các lò cao kiểu cũ bằng các lò cao thân thiện với môi trường. Việc sử dụng nhiều phế liệu hơn sẽ dẫn đến chi phí sản xuất cao hơn do giá phế liệu cao hơn khoảng 90% so với giá quặng sắt trên cùng một lượng sắt.

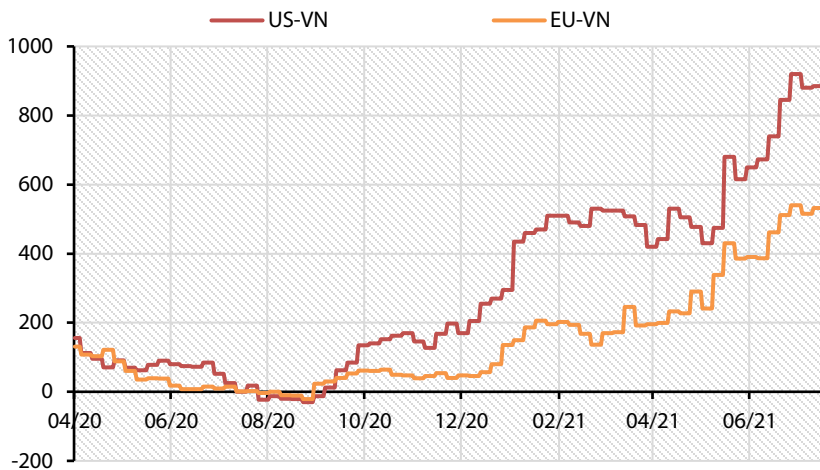
Lệnh cấm than luyện cốc nhập từ Úc đã khiến giá thành sản xuất ở Trung Quốc cao hơn, ảnh hưởng xấu đến khả năng cạnh tranh của các nhà sản xuất thép nước này. Trong 8T2021, giá than luyện cốc CFR của Trung Quốc cao hơn giá FOB Australia 100-140 USD/tấn. Giả sử một tấn thép sử dụng khoảng 0,75 tấn than luyện cốc và cước phí vận chuyển là 15 USD/tấn, giá thành sản xuất thép ở Trung Quốc có thể cao hơn ở Việt Nam 65-95 USD/tấn do chênh lệch giá than.

Các xu hướng trên có thể hỗ trợ giá thép trong những năm tới và các nhà sản xuất thép tại các quốc gia có chính sách bảo vệ môi trường ít nghiêm ngặt hơn sẽ được hưởng lợi, bao gồm HPG. Tuy nhiên, sự khác biệt về chính sách môi trường trong ngành thép giữa các quốc gia có thể được giảm dần khi cơ chế biên giới carbon được áp dụng vào cuối năm 2023.

**HPG có thể nắm bắt cơ hội từ các thị trường HRC nước ngoài trong quý 4 và năm 2022.** Giá HRC đang có sự phân hóa ngày càng lớn giữa các khu vực. Giá HRC EXW tại Mỹ đã đạt 2.100 USD/tấn, trong khi giá tại Việt Nam chỉ 900 USD/tấn. Với mức thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ là 25% và chi phí vận chuyển khoảng 200 USD/tấn, mức giá 900 USD/tấn của HPG tại thị trường nội địa tương đương mức giá 1.350 USD/tấn DDP Mỹ. Do đó, một số nhà sản xuất HRC tại Việt Nam đã chào bán các sản phẩm với mức giá rất cạnh tranh vào thị trường Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng HPG có thể xuất khẩu khoảng 20% sản lượng HRC đến Mỹ trong quý 4 với giá DDP trung bình là 1.565 USD/tấn (tương đương giá FOB 1.035 USD/tấn), cao hơn đáng kể so với mức giá 900 USD/tấn tại thị trường nội địa.

Trong năm 2022, do xuất khẩu với giá cao, chúng tôi tăng dự báo giá bán và biên gộp mặng HRC so với [Báo cáo ngành thép](#). Theo đó, chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá bán HRC từ 764 USD/tấn lên 790 USD/tấn và dự báo biên lợi nhuận gộp từ 31% lên 35%.

**Hình 3: Chênh lệch giá HRC tại Mỹ, châu Âu và Việt Nam (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

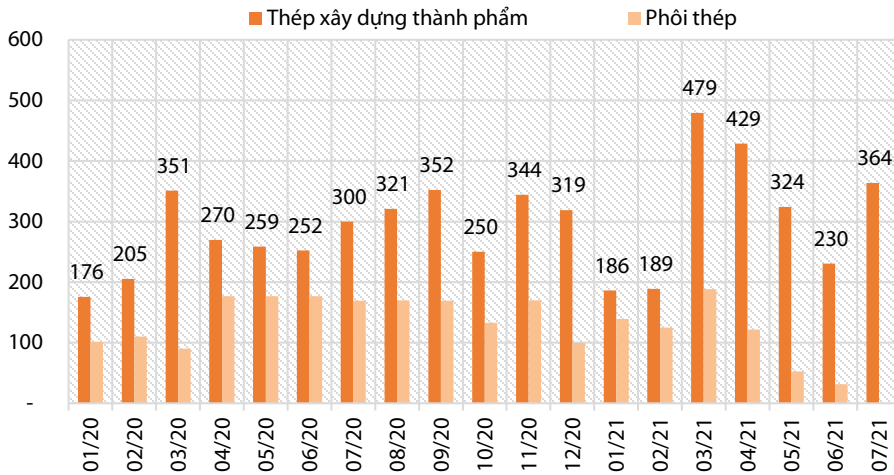
**Do nhu cầu mạnh mẽ từ EU, HPG có thể duy trì sản lượng xuất khẩu tôn mạ và HRC ở mức cao.** Chúng tôi tin rằng sản lượng xuất khẩu tôn mạ sang châu Âu vẫn ở mức cao cho đến hết năm 2022 do các chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu tăng. Thứ nhất, Việt Nam có lợi thế so với Thổ Nhĩ Kỳ, Hàn Quốc và Ấn Độ nhờ vào các chính sách thương mại của EU. Hàn Quốc và Ấn Độ, hai trong số các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam, bị áp đặt hạn ngạch xuất khẩu lần lượt chỉ 170.000 tấn/năm và 210.000 tấn/năm. Trong khi đó, thép HRC của Thổ Nhĩ Kỳ đã bị EU áp thuế chống bán phá giá 4,7% -7,3% kể từ tháng 4, làm suy yếu khả năng cạnh tranh. Hạn ngạch nhập khẩu tôn mạ kim loại mà EU cấp cho nhóm Việt Nam và một số nước khác đạt khoảng hai triệu tấn/năm trong ba năm tới. Trong nửa đầu năm 2021, Việt Nam đã xuất khẩu khoảng 300.000 tấn tôn mạ, chủ yếu là thép tấm mạ kim loại nhúng nóng. Do đó, vẫn còn nhiều dư địa cho các nhà sản xuất tôn mạ của Việt Nam. Về nhu cầu, sản lượng tiêu thụ thép của EU được WSA dự báo sẽ tăng 10,2% YoY vào năm 2021 và 4,8% vào năm 2022 do các hoạt động sản xuất và XD phục hồi sau đại dịch.

**Mảng thép xây dựng: Gặp khó khăn trong ngắn hạn nhưng có triển vọng tích cực trong dài hạn.**

**Nhu cầu thép XD yếu và chi phí sản xuất tăng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp trong quý 3.**

Mặc dù sản lượng tiêu thụ thép XD thành phẩm hồi phục lên mức 364.000 tấn trong tháng 7, chúng tôi cho rằng nhu cầu vẫn còn yếu trong tháng 8 và tháng 9. Chỉ thị-16 đã được áp dụng để kiểm soát đại dịch ở hầu hết các tỉnh phía Nam, Thành phố Đà Nẵng và Hà Nội. Do đó, nhiều dự án XD bị hoãn lại dẫn đến nhu cầu thép XD suy yếu. Cùng với việc chi phí sản xuất tăng, chúng tôi cho rằng mảng thép xây dựng sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch trong quý 3. Cụ thể, chúng tôi dự phóng tiêu thụ thép xây dựng (thành phẩm và phôi) sẽ giảm 14% QoQ về mức 1 triệu tấn và biên gộp giảm từ khoảng 24% trong quý 2 xuống còn 16% trong quý 3.

**Hình 4: Sản lượng bán hàng thép xây dựng (nghìn tấn)**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Nhu cầu thép XD có thể phục hồi mạnh mẽ sau khi mở cửa trở lại vào Quý 4 và tăng trưởng với tốc độ cao hơn trong những năm tới nhờ các khoản đầu tư công vào cơ sở hạ tầng,**

Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động XD có thể phục hồi và hỗ trợ nhu cầu thép trong quý 4, Thành phố Hồ Chí Minh và một số tỉnh trọng điểm phía Nam như Đồng Nai, Bình Dương sẽ nới lỏng giãn cách xã hội từ ngày 15/9. Chúng tôi dự báo HPG có thể bán 960.000 tấn thép XD (gồm cả thép XD thành phẩm và phôi thép) trong quý 3 và 1,1 triệu tấn trong quý 4.

Về dài hạn, đầu tư công là yếu tố thúc đẩy nhu cầu thép đáng kể. Theo Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025 đã được Quốc hội thông qua, các dự án giao thông sẽ là ưu tiên hàng đầu. Tổng mức chi từ ngân sách Trung ương cho các dự án giao thông đạt 570,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 42,3%. Kế hoạch chi ngân sách trung ương cho các dự án đường cao tốc và các dự án trọng điểm (như đường cao tốc Bắc - Nam) là 183,25 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, sau đại dịch, đầu tư công có thể được đẩy mạnh để hỗ trợ tăng trưởng của nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán thép XD thành phẩm của HPG có thể tăng 17% YoY lên 4,3 triệu tấn năm 2022 từ mức khoảng 3,7 triệu tấn năm 2021.

Biên gộp thép xây dựng thành phẩm được kỳ vọng sẽ phục hồi từ mức 16% trong quý 3 lên 19% trong quý 4 và khoảng 22% trong năm 2022. Dù giá quặng sắt nhiều khả năng giảm mạnh, chúng tôi kỳ vọng giá thép ổn định hoặc chỉ giảm nhẹ. Nguyên nhân do nhu cầu thép được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh tại Việt Nam nhờ được hỗ trợ bởi hoạt động xây dựng và sản xuất phục hồi. Bên cạnh đó, tình trạng dư cung thép tại Trung Quốc có xu hướng giảm, giúp hỗ trợ giá thép.

**Dự phóng**

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST năm 2021 từ 32.700 tỷ đồng lên 34.650 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu bởi chúng tôi điều chỉnh dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng HRC trong quý 4 lên 37,7% (từ mức 35,2% trong báo cáo Ngành thép phát hành vào tháng 8), do giá bán cao hơn và giá quặng giảm mạnh.

**Bảng 1: Dự phóng 2H2021 và 2022**

	Đơn vị	1H2021E	2H2021F	2021F	2022F	YoY
<b>Doanh thu</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>66.295</b>	<b>76.796</b>	<b>143.091</b>	<b>150.839</b>	<b>5,4%</b>
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>						
HRC	Tấn	1.332.139	1.386.017	2.718.156	3.100.190	14,1%
Thép XD thành phẩm	Tấn	1.837.584	1.859.938	3.697.522	4.315.000	16,7%
Phôi thép	Tấn	658.515	257.609	916.124	500.000	-45,4%
Ống thép	Tấn	374.881	317.180	692.061	837.039	20,9%
Tôn mạ	Tấn	159.955	190.375	350.330	400.000	14,2%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>19.660</b>	<b>20.766</b>	<b>40.427</b>	<b>41.948</b>	<b>3,8%</b>
HRC	Tỷ đồng	8.184	11.849	20.033	19.879	-0,8%
Thép XD thành phẩm	Tỷ đồng	7.454	5.820	13.274	16.182	21,9%
Phôi thép	Tỷ đồng	1.497	340	1.837	729	-60,3%
Ống thép	Tỷ đồng	1.023	856	1.879	1.554	-17,3%
Tôn mạ	Tỷ đồng	591	665	1.256	1.511	20,3%
Khác	Tỷ đồng	911	1.237	2.148	2.092	-2,6%
<b>LNST</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>16.751</b>	<b>17.895</b>	<b>34.646</b>	<b>35.670</b>	<b>3,0%</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

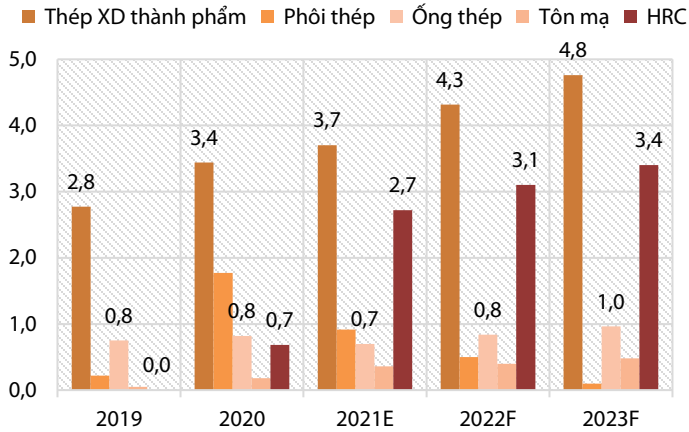
**Bảng 2: Giá định giá nguyên vật liệu và giá thép (USD/tấn)**

	1Q2021	2Q2021	3Q2021F	4Q2021F	2022	Quan điểm
<b>Quặng sắt</b>	141	161	182	135	122	Chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt sẽ giảm xuống khoảng 110 USD/tấn vào cuối năm 2021 do Trung Quốc nỗ lực cắt giảm sản lượng sản xuất thép.
<b>Than luyện cốc</b>	150	151	177	245	268	Chúng tôi cho rằng giá than luyện cốc tăng mạnh do nguồn cung bị gián đoạn ngắn hạn vì thời tiết xấu và dịch Covid-19 đang lan rộng tại Úc. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ phục hồi và giá than luyện cốc có thể giảm từ 300 USD/tấn về 220 USD/tấn vào cuối năm 2022.
<b>HRC</b>	670	870	957	920	790	Chúng tôi kỳ vọng giá HRC sẽ giảm nhẹ tại thị trường Việt Nam xuống khoảng 880 USD / tấn vào cuối năm 2021, nhưng giá xuất khẩu có thể đạt 1.050 USD/tấn (FOB). Trong năm 2022, do giá quặng sắt nhiều khả năng giảm mạnh so với cùng kỳ, chúng tôi kỳ vọng giá HRC có thể giảm nhẹ với tốc độ chậm hơn so với giá quặng. Nguyên nhân do chúng tôi dự báo nhu cầu thép tăng trưởng tại Việt Nam nhờ được hỗ trợ bởi hoạt động xây dựng và sản xuất phục hồi. Bên cạnh đó, tình trạng dư cung thép tại Trung Quốc có xu hướng giảm, giúp hỗ trợ giá thép.
<b>Thép XD thành phẩm</b>	638	704	700	700	658	Giá thép xây dựng được kỳ vọng sẽ ổn định trong Quý 4 do nhu cầu phục hồi và chi phí sản xuất cao. Đối với năm 2022, giá có thể giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu do chi phí sản xuất giảm.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

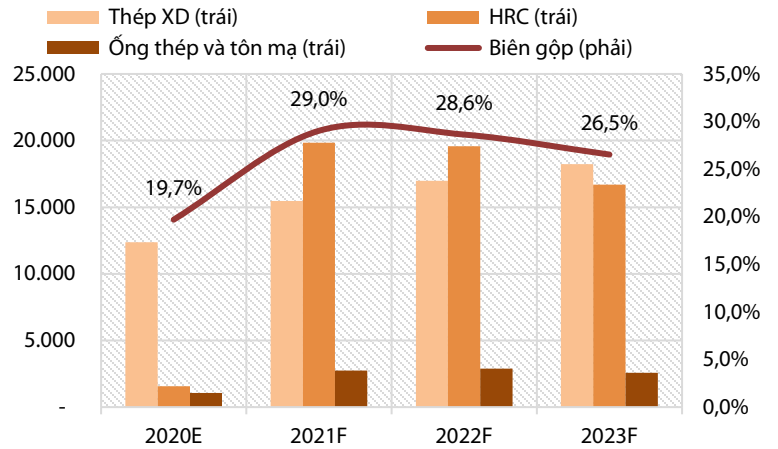
Trong năm 2022, chúng tôi dự báo LNST của HPG có thể đạt 35.670 tỷ đồng, tăng khoảng 3,0% YoY. Mảng sản xuất thép sẽ đóng góp khoảng 96% vào tổng lợi nhuận gộp, trong khi các mảng khác sẽ đóng vai trò nhỏ. Mảng bất động sản ước đạt doanh thu 2.500 tỷ đồng chủ yếu từ các dự án ở phía Bắc như Khu công nghiệp Yên Mỹ II - Giai đoạn mở rộng, Khu công nghiệp Hòa Mạc. Hai dự án bất động sản ở Cần Thơ vẫn đang trong giai đoạn lập kế hoạch và có thể mất 2-3 năm để hoàn thành. Nhà máy container dự kiến đi vào vận hành thương mại vào Quý 3/2022, nhưng chúng tôi ước tính đóng góp vào LNST sẽ không đáng kể.

**Hình 5: Dự phóng sản lượng bán hàng (nghìn tấn)**



Nguồn: HPG, CTCK Rông Việt

**Hình 6: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng mảng thép, theo sản phẩm (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rông Việt

**Nhà máy Dung Quất - Giai đoạn II sẽ cần 3-4 năm để đóng góp đáng kể vào lợi nhuận.** Công ty dự kiến bắt đầu xây dựng các nhà máy mới vào đầu năm 2022 và mất khoảng 1,5 năm để hoàn thành. Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy mới có thể cung cấp khoảng một triệu thép vào năm 2023, Vào năm 2025, chúng tôi dự phóng nhà máy Dung Quất - Giai đoạn II có thể sản xuất 2,8 triệu tấn thép và đóng góp khoảng 26% vào lợi nhuận gộp của mảng thép,

**Định giá**

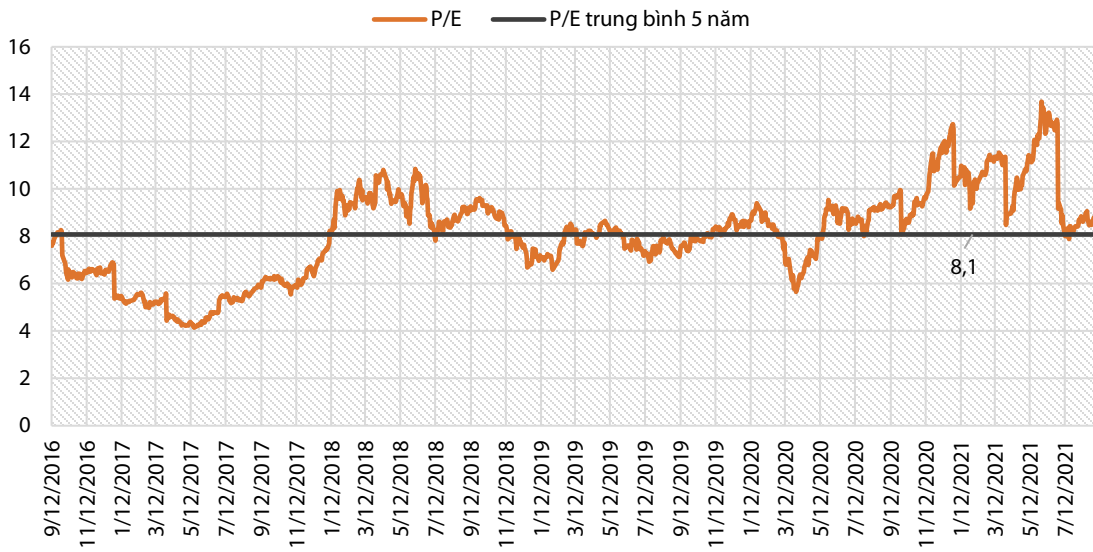
Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá, bao gồm FCFF và PE. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng WACC là 10,9% cùng mức exit EV/EBITDA là 6,7x và đưa ra giá mục tiêu 65.400 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi áp dụng mức P/E là 9,0x, cao hơn 12% so với mức trung bình 5 năm, do triển vọng tăng trưởng các năm tới khả quan, đặc biệt khi nhà máy Dung Quất - Giai đoạn II vận hành thương mại vào cuối năm 2023. Giá mục tiêu theo phương pháp P/E là 65.900 đồng/cổ phiếu. **Do đó, mức giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 65.700 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tổng mức sinh lời kỳ vọng là 31% so với giá đóng cửa vào ngày 24/09/2021.**

**Bảng 3: Tóm tắt định giá HPG**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu	Đóng góp vào định giá
FCFF	50%	65.400	32.700
P/E (9.0x)	50%	65.900	32.950
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>65.700</b>
Giá hiện nay			50.800
Cổ tức			1.000
<b>Tổng mức sinh lời</b>			<b>31%</b>

Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 7: Mức P/E lịch sử



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

KQ HKKD	tỷ đồng			
	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	63.658	90.119	143.092	150.839
Giá vốn	52.473	71.214	102.665	108.891
<b>Lãi gộp</b>	<b>11.185</b>	<b>18.905</b>	<b>40.427</b>	<b>41.948</b>
Chi phí bán hàng	873	1.094	1.709	1.928
Chi phí quản lý	569	690	1.356	1.443
Thu nhập tài chính	471	991	2.311	1.929
Chi phí tài chính	1.182	2.824	2.851	2.756
Lợi nhuận khác	66	66	66	66
LN/(lỗ) từ LD LK	-1	2	2	2
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9.097</b>	<b>15.355</b>	<b>36.889</b>	<b>37.817</b>
Thuế TNDN	1.518	1.849	2.172	2.072
Lợi ích cổ đông thiểu số	71	67	71	74
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>7.508</b>	<b>13.439</b>	<b>34.646</b>	<b>35.670</b>
EBIT	9.743	17.120	37.361	38.577

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2019	2020	2021E	2022F
<b>Tăng trưởng</b>				%
Doanh thu	14,0	41,6	58,8	5,4
Lợi nhuận HKKD	-3,5	77,0	99,6	2,6
EBIT	-7,6	75,7	118,2	3,3
Lợi nhuận sau thuế	-12,4	79,0	157,8	3,0
Tổng tài sản	29,5	29,2	11,1	26,0
Vốn chủ sở hữu	17,6	24,1	72,0	24,2
<b>Khả năng sinh lợi</b>				%
LN gộp / Doanh thu	17,6	21,0	28,3	27,8
EBITDA/ Doanh thu	19,4	24,3	30,6	29,8
EBIT/ Doanh thu	15,3	19,0	26,1	25,6
LNST/ Doanh thu	11,8	14,9	24,2	23,6
ROA	7,4	10,3	23,9	19,5
ROE	15,8	22,8	34,1	28,3
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				lần
Vòng quay khoản phải thu	17,8	14,7	15,9	13,3
Vòng quay HTK	2,7	2,7	3,1	3,1
Vòng quay kh, phải trả	5,6	5,1	6,1	6,1
<b>Khả năng thanh toán</b>				lần
Hiện hành	1,2	1,1	2,8	3,6
Nhanh	0,4	0,6	1,6	2,0
<b>Cấu trúc tài chính</b>				%
Tổng nợ/ Vốn CSH	77,1	91,7	20,7	27,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	35,4	62,3	10,5	3,3
Vay dài hạn/ Vốn CSH	41,7	29,4	10,2	23,9

BẢNG CĐKT	tỷ đồng			
	2019	2020	2021E	2022F
Tiền	4.565	13.001	21.568	17,942
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.374	8.822	10.587	11,645
Các khoản phải thu	3.575	6.125	8.971	11,344
Tồn kho	19.412	26.287	32.725	34,819
Tài sản ngắn hạn khác	1.546	2.566	3.079	3,694
Tài sản cố định hữu hình	68.242	71.201	65.219	100,027
Tài sản cố định vô hình	331	297	282	269
Đầu tư tài chính dài hạn	26	171	173	175
Tài sản dài hạn khác	1.971	2.124	2.464	2,858
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>101.041</b>	<b>130.593</b>	<b>145.068</b>	<b>182,773</b>
Khoản phải trả ngắn hạn	9.340	14.043	16.957	17,986
Vay và nợ ngắn hạn	16.838	36.798	10.617	4,205
Vay và nợ dài hạn	19.842	17.343	10.406	30,177
Khoản phải trả dài hạn	7.163	2.973	2.379	951
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	820	1.133	2.922	3,008
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>54.003</b>	<b>72.292</b>	<b>43.281</b>	<b>56,327</b>
Vốn đầu tư của CSH	30.822	36.344	47.932	47,932
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	15.858	21.783	52.693	77,277
Khoản thu nhập khác	1	6	6	6
Quỹ đầu tư phát triển	924	929	929	929
<b>TỔNG VỐN</b>	<b>47.605</b>	<b>59.062</b>	<b>101.559</b>	<b>126,143</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>183</b>	<b>158</b>	<b>229</b>	<b>303</b>

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021E	2022F
EPS (đồng/cp)	2.556	3.813	7.281	7,496
P/E (x)	8,6	6,6	7,1	6,9
BV (đồng/cp)	10.643	13.204	22.705	28,201
P/B (x)	1,4	2,3	2,3	1,8
DPS (đồng/cp)	0	500	1.000	2,000
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0	1,2	1,9	3,9

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	65.400	50%	32.700
PE	65.900	50%	32.950

**Giá mục tiêu 65.700**

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
27/11/2020	33.600	TRUNG LẬP	Ngắn hạn
27/12/2020	46.200	MUA	Trung hạn
31/03/2021	55.200	MUA	Trung hạn

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

### GỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc, Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,,,, cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động. VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả, Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*  
lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Trần Hà Xuân Vũ**  
*Senior Manager*  
vu.thx@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm**  
*Manager*  
tam.ptt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Manager*  
tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Đào Phước Toàn**  
*Manager*  
toan.dp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

**Bernard Lapointe**  
*Senior Consultant*  
bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

**Phạm Minh Tú**  
*Analyst*  
tu.pm@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

**Nguyễn Ngọc Thành**  
*Analyst*  
thanh.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Trần Hoàng Thế Kiệt**  
*Analyst*  
kiet.tht@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1528)

- BĐS dân dụng
- Thị trường

**Nguyễn Hồng Loan**  
*Analyst*  
loan.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

**Trần Thị Hà My**  
*Senior Consultant*  
my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
*Analyst*  
thao.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

**Trần Thu Anh**  
*Analyst*  
anh.tt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*  
ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Trần Ngọc Thảo Trang**  
*Assistant*  
trang.tnt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1522)

**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006  
☎ +84 28 6299 7986  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006  
☎ +84 24 6288 2008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006  
☎ +84 258 3820 008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578  
☎ +84 292 381 8387  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích, Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy, Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities, Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**