

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT

Mã chứng khoán: HPG

Sàn giao dịch: HOSE



HPG DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT THÉP SỐ 1 VIỆT NAM

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong dài hạn đối với cổ phiếu HPG, với giá kỳ vọng 12 tháng là 65.000 VND/cổ phiếu (tỷ lệ tăng giá 35% so với ngày 05/01/2018) dựa trên cơ sở: **(1) Tỷ lệ tăng trưởng kép lợi nhuận 5 năm tới đạt hơn 20%/năm** nhờ ghi nhận dự án Mandarin 2 trong ngắn hạn, đóng góp từ nhà máy tôn mạ màu trong trung hạn, và khu liên hợp Dung Quất trong dài hạn cùng cố vị trí số 1 ngành thép trong nước của Hòa Phát, EPS 2018f ước đạt 6.300 đồng/cp và **(2) Nâng tỷ lệ P/E mục tiêu lên 11x** do cổ phiếu HPG đang được định giá khá rẻ so với các đối thủ trong nước và khu vực, các bluechip khác của thị trường, cũng như quy mô và tầm vóc mới của doanh nghiệp thép số 1 Việt Nam giúp kiểm soát hiệu quả những rủi ro đặc thù của ngành thép trong nước.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E để xác định giá trị cổ phiếu HPG. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 12 tháng là 65.000 VND/cp, tiềm năng tăng giá của HPG đạt 35% so với mức giá ngày 05/01/2018.

Một số chỉ tiêu tài chính chủ yếu

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017E
Doanh thu	18.934	25.525	27.453	33.283	46.060
LN gộp	3.284	5.187	5.594	8.751	10.845
LNST công ty mẹ	1.954	3.144	3.486	6.602	7.901
Tổng tài sản	23.076	22.089	25.507	33.227	54.885
Vốn CSH	9.500	11.796	14.467	19.850	32.534
EPS cuối kỳ	4.663	6.525	4.756	7.834	5.208
Giá trị sổ sách/cp	22.427	24.478	19.706	23.425	21.360

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015	2016	2017E
% yoy Doanh thu	13%	35%	8%	21%	38%
% yoy LNST công ty mẹ	97%	61%	11%	89%	20%
% LN gộp/DT	17%	20%	20%	26%	24%
ROA	8%	14%	14%	20%	14%
ROE	21%	26%	24%	33%	24%

Nguồn: HPG, CTS tổng hợp

Linh Nguyen

linhnt@vietinbanksc.com.vn

NGÀNH CẤP 4: Thép và sản phẩm thép BÁO CÁO NGÀY 8/1/2018

Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 12 tháng	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	65.000
Giá ngày 5/1/2018 (VND)	48.000
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	35%

Thông tin cổ phiếu (05/01/2018)

Số lượng CP niêm yết	1.517.079.000
Số lượng CP lưu hành	1.516.909.673
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	72.811,66
Biến động giá 52 tuần	25.000-48.200
KLGD TB 1 tháng	4.973.268
KLGD TB 3 tháng	4.544.738
% sở hữu nước ngoài	41,5%
Room nước ngoài còn lại	7,5%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	2,45%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	15,38%

Cơ cấu cổ đông

Trần Đình Long	25,15%
Ban lãnh đạo và liên quan khác	18,08%
Các quỹ và TCKT	34,57%
Khác	22,20%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



(Nguồn: stockbiz.vn)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CẬP NHẬT KQKD 2017

Cả năm 2017 Hòa Phát đạt 3 triệu tấn thép thành phẩm các loại, xác lập kỉ lục kinh doanh cao nhất từ trước tới nay

Sản lượng thép xây dựng tháng 12 đạt hơn 220.000 tấn, nâng tổng sản lượng cả năm lên 2,2 triệu tấn (+21% yoy, vượt 10% kế hoạch, tương ứng với công suất khoảng 110%). Đây là lần đầu tiên Hòa Phát vượt mốc tiêu thụ 2 triệu tấn thép xây dựng từ trước tới nay.

Về xuất khẩu, Hòa Phát đã xuất hơn 161.000 tấn thép thanh, thép cuộn tới các thị trường như Mỹ, Canada, Úc, Malaysia, Campuchia,...(+210% yoy). Sản phẩm của Hòa Phát đạt tiêu chuẩn của các thị trường khó tính nhất cho thấy tiềm năng xuất khẩu trong tương lai.

LNST quý 4 ước đạt 2.300 tỷ đồng, tương ứng với LNST cả năm 7.910 tỷ đồng, EPS cả năm hơn 5.200 đồng/cp. Hiện cổ phiếu HPG đang giao dịch với P/E khoảng 9x.

Thị phần số 1 về thép xây dựng và ống thép

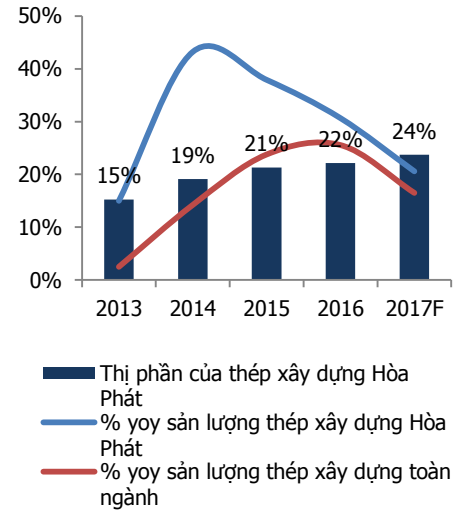
Thép xây dựng Hòa Phát tiếp tục đứng vị trí số 1 với 24% thị phần, trong đó tiêu thụ ở miền Trung và miền Nam ngày càng tăng mạnh. Sản phẩm ống thép cũng chiếm thị phần cao nhất, với 27% tổng tiêu thụ cả nước.

LỢI NHUẬN 5 NĂM TỐI TĂNG TRƯỞNG TRUNG BÌNH HƠN 20%/NĂM

(1) Trong ngắn hạn, dự án Mandarin 2 có tổng lợi nhuận hơn 500 tỷ đồng dự kiến sẽ ghi nhận một phần vào quý 4 năm 2017 và phần lớn vào quý 1 năm 2018. Tính tới cuối năm 2016, dự án đã bán được 60%, và hiện tại đã cất nóc xong vào giữa tháng 5 năm 2017. Cuối tháng 12/2017, Hòa Phát đã bắt đầu bàn giao căn hộ đầu tiên tại Mandarin Garden 2 cho khách hàng. Ước tính dự án Mandarin 2 sẽ ghi nhận khoảng 100 tỷ lợi nhuận ngay trong năm 2017 và 400 tỷ còn lại trong 2 quý đầu năm 2018 (chủ yếu quý 1).

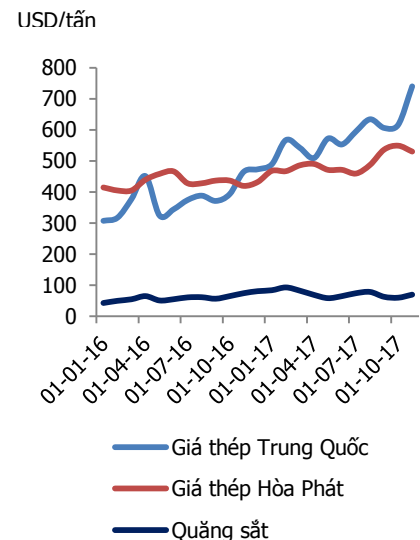
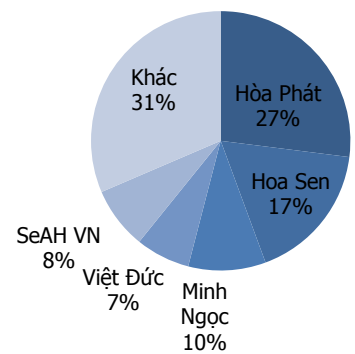
Diễn biến giá thép và quặng vô cùng thuận lợi dự báo đem lại mức biên lợi nhuận hấp dẫn cho Hòa Phát trong quý 4/2017 và quý 1/2018. Giá thép thanh Trung Quốc đã tăng liên tục hơn 51% so với hồi đầu năm, do đó giá thép Hòa Phát cũng có những điều chỉnh tăng nhẹ. Trong khi đó, giá quặng sắt đã giảm hơn 17% tính từ đầu năm 2017. Những diễn biến trái chiều của nguyên liệu đầu vào chính và sản phẩm đầu ra hứa hẹn đem lại biên lợi nhuận cực kì hấp dẫn cho những doanh nghiệp có chuỗi giá trị khép kín từ nguồn như Hòa Phát.

Ngoài ra, cổ phiếu HPG kỳ vọng giao dịch tích cực vào mùa cổ tức (tháng 5-6 năm 2018). Kế hoạch chi trả cổ tức cho năm 2017 ở mức 30% theo Nghị quyết ĐHCĐ năm 2017. Lịch sử các năm trước cho thấy cổ phiếu HPG thường giao dịch tích cực khi vào mùa trả cổ tức. Năm 2017, HPG đạt kết quả kinh doanh cao kỷ lục, vì vậy, nhà đầu tư có thể kỳ vọng mức chia cổ tức cao của năm 2017 sẽ diễn ra trong những tháng đầu năm 2018.



Nguồn: VSA, HPG

Thị phần ống thép



Nguồn: Bloomberg, VSA, CTS

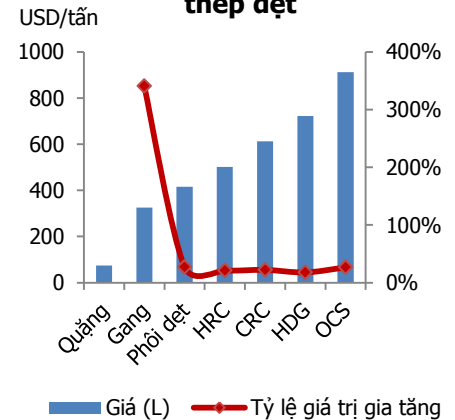
(2) Trong trung hạn, nhà máy tôn mạ màu mới dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2018 sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu cho HPG.

Tôn mạ được tiêu thụ chủ yếu ở thị trường miền Nam sẽ khiến HPG gặp khó khăn về (i) vận chuyển (điều này ảnh hưởng tới ưu thế về giá thành của HPG) và (ii) thói quen tiêu dùng của các đại lý miền nam (thương hiệu và mạng lưới phân phối). Tuy nhiên với lợi thế sản xuất từ nguồn, khu liên hợp Dung Quất ở miền Trung, khu liên hợp Hải Dương tuy đặt tại miền Bắc nhưng HPG sở hữu cảng sông tại Hải Dương và có thể vận chuyển bằng đường thủy vào miền Trung và Nam với chi phí rẻ hơn so với đường bộ. Ngoài ra trong giai đoạn đầu hoạt động, với ưu thế về chuỗi giá trị khép kín, HPG có thể giữ mức biên lợi nhuận của mảng tôn mạ ở mức thấp vì mục tiêu thâm nhập thị trường, do đó giá các sản phẩm tôn mạ màu của HPG dự báo sẽ khá cạnh tranh so với sản phẩm của những doanh nghiệp có vị trí tại miền Nam như HSG, NKG,...

Đặc biệt, các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam thường bị lao đao theo các diễn biến về việc bị áp thuế chống bán phá giá (CBPG) ở các thị trường xuất khẩu lớn như Đông Nam Á, Mỹ, Úc,... Mới đây, Mỹ đã thông báo áp thuế CBPG sơ bộ ban đầu với thép Việt Nam có nguồn gốc từ Trung Quốc, cụ thể, sản phẩm tôn mạ sẽ phải chịu mức thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp lần lượt là 199,43% và 39,05%, sản phẩm thép cán nguội phải chịu 2 loại thuế trên ở mức lần lượt là 256,79% và 256,44%. Sản phẩm tôn mạ Việt Nam được xuất khẩu tới 50%, trong đó thị trường Mỹ bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ khi Mỹ áp thuế CBPG lên tới 266% đối với sản phẩm thép Trung Quốc vào năm 2015 (khiến nhập khẩu thép cuộn cán nguội từ Việt Nam sang Mỹ tăng từ 11 lên 295 triệu USD, tỷ trọng xuất khẩu của Thép Nam Kim sang Mỹ tăng từ 1% năm 2015 lên 12% năm 2016, tỷ trọng xuất khẩu thị trường Mỹ của HSG khoảng 10%). Theo Bộ Công Thương, tới 34% lượng thép Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ có nguồn gốc từ Trung Quốc cho thấy Việt Nam là một thị trường thường xuyên bị Trung Quốc sử dụng để tránh thuế CBPG, do đó các sản phẩm thép trong nước có nhiều nguy cơ bị áp mức thuế cao không chỉ ở Mỹ, mà còn ở nhiều thị trường xuất khẩu khác như Đông Nam Á, Châu Âu, Úc,... Trong bối cảnh các quốc gia tăng cường bảo hộ ngành thép trong nước bằng việc áp thuế CBPG lên các sản phẩm có nguồn gốc từ Trung Quốc, **sản phẩm tôn mạ của HPG được sản xuất từ nhà máy thép tích hợp đầu tiên của Việt Nam hoàn toàn không phải chịu những rủi ro đó.**

(3) Trong dài hạn, vị trí số 1 ngành thép của HPG ngày càng được củng cố khi trở thành DN sản xuất thép tích hợp đầu tiên của Việt Nam đối với cả thép xây dựng và ống thép, tôn mạ. Khu liên hợp Dung Quất hoàn thành vào năm 2019-2020 sẽ nhân đôi công suất thiết kế sản phẩm thép xây dựng. Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ xây dựng cơ sở hạ tầng với CAGR (tỷ lệ tăng trưởng kép) tiêu thụ thép 5 năm đang ở mức rất hấp dẫn khoảng 20%. Bất chấp thị trường bất động sản đang có dấu hiệu chững lại và sản xuất thép toàn thị trường không hoạt động ở tối đa công suất, động lực tăng trưởng của HPG đến từ việc giành lấy thị phần của các DN thép khác chủ yếu sử dụng lò EAF và không thể cạnh tranh về giá với HPG. Khu liên hợp Dung Quất khi đi vào hoạt động chính thức sẽ củng cố thêm vị trí số 1 của HPG trong mảng thép xây dựng với thị phần có thể tăng lên hơn 30%. Ngoài ra, với năng lực sản xuất 3,5 triệu tấn thép cuộn cán nóng HRC (Việt Nam đang nhập khẩu phần lớn HRC từ nước ngoài), HPG có thể sử dụng trực tiếp cho hoạt động sản xuất ống thép và tôn

Chuỗi giá trị sản phẩm thép dẹt



Nguồn: Steelonthenet
*Số liệu 1H2017

Chuỗi giá trị khép kín không những giúp HPG thu được phần giá trị gia tăng lớn nhất từ luyện gang và luyện thép mà còn giảm thiểu những rủi ro về thuế CBPG lên sản phẩm của công ty.

Khu liên hợp Dung Quất

Tỷ đồng	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Vốn đầu tư XD/CB	20.000	20.000
Vốn lưu động	6.000	6.000
Sản phẩm	2 triệu tấn thép xây dựng và thép chất lượng cao	3,5 triệu tấn HRC
Thời gian	24 tháng từ tháng 2/2017 (NM cán 1 đi vào hoạt động tháng 6/2018 công suất 600.000 tấn/năm, NM cán 2 đi vào hoạt động 4-5 tháng sau đó)	24 tháng từ tháng 8/2017

"Dung Quất có công suất 6-7 triệu tấn thép/năm sẽ đưa Hòa Phát vào top 50 các công ty thép lớn nhất thế giới và là công ty lớn nhất nhì trong khu vực Đông Nam Á. Doanh thu của Tập đoàn Hòa Phát sẽ tăng từ 40.000 tỷ đồng/năm hiện nay lên 100.000 tỷ đồng/năm".

Nguồn: HPG, CTS

mạ màu, đồng thời bán cho các nhà sản xuất khác trong nước 2-2,5 triệu tấn/năm.

Ngoài ra, nhờ việc sở hữu nhà máy thép tích hợp, HPG có thể mở rộng thêm chuỗi giá trị của mình về thượng nguồn và hạ nguồn. Cụ thể,

(i) Bên cạnh sản phẩm chính là thép xây dựng, HPG đang tiếp tục đa dạng hóa các sản phẩm thép khác có ứng dụng cao hơn trong công nghiệp phụ trợ và các loại thép chất lượng cao nhằm thay thế hoàn toàn hàng nhập khẩu.

Cuối tháng 11/2017, HPG đã đưa vào vận hành giai đoạn 1 **Nhà máy rút dây thép** công suất 40.000 tấn/năm, dự kiến đầu tư tiếp giai đoạn 2 với công suất tương đương vào năm 2018. Mỗi giai đoạn khi vận hành ổn định sẽ đem lại doanh thu hơn 500 tỷ mỗi năm cho HPG. Sản phẩm dây thép Hòa Phát sẽ được cung cấp cho các công trình xây dựng, các nhà sản xuất hàng rào, lưới B30, lưới B40, dây thép gai, lưới hàn chập và rọ đá trong nước cũng như xuất khẩu. Trước đó, từ tháng 10/2016, HPG đã bắt đầu sản xuất thép cuộn, là nguyên liệu để sản xuất thép rút dây, que hàn, và bu-lông ốc vít, những sản phẩm có giá trị gia tăng cao và Việt Nam đang phải nhập khẩu gần như toàn bộ những sản phẩm này.

Tiếp đó tới quý 1/2018, HPG dự kiến triển khai **Nhà máy sản xuất thép dự ứng lực** (PC bar, strand, wire) có công suất 160.000 tấn/năm. Các sản phẩm dự ứng lực Hòa Phát sẽ được sử dụng trong những công trình xây dựng cơ sở hạ tầng quy mô lớn đòi hỏi kỹ thuật cao, khả năng chịu tải, độ an toàn cao như tháp, cầu cạn, cầu vượt biển, nhà cao tầng, cáp treo,... đồng thời giúp tối ưu hóa không gian cũng như chi phí vật liệu, rút ngắn thời gian thi công cho các công trình. Hiện Việt Nam đang phải nhập khẩu hoàn toàn mặt hàng này mỗi năm khoảng 70-80 nghìn tấn.

(ii) HPG đang quan tâm tới việc khai thác mỏ Thạch Khê

Mỏ Thạch Khê ở Hà Tĩnh được đánh giá là mỏ sắt xây dựng lớn nhất Đông Nam Á với trữ lượng 370-400 triệu tấn, hàm lượng sắt trung bình là 58%. Mỏ Thạch Khê gây ra những hoài nghi về khả năng khai thác mỏ và về chất lượng quặng, tuy nhiên theo thông tin từ phía doanh nghiệp, HPG đã mua quặng từ mỏ Thạch Khê để sản xuất thử và đã có thể xử lý được các vấn đề của quặng này với công nghệ hiện tại của công ty.

Ước tính kết quả kinh doanh

Năm 2018 doanh thu dự báo đạt mức hơn 55 nghìn tỷ đồng (+21% yoy), LNST đạt khoảng 9,5 nghìn tỷ đồng (+21% yoy), tương ứng EPS đạt 6.305 đồng/cp. Điểm rơi lợi nhuận của Hòa Phát bắt đầu vào năm 2019 với việc đưa hoạt động Khu liên hợp Dung Quất, DT và LNST cả năm 2019 dự báo có thể tăng trưởng tới 37%, EPS 2019f đạt mức 8.200 đồng/cp.

RỦI RO

✓ Thép Trung Quốc

Trung Quốc là quốc gia sản xuất và tiêu thụ thép lớn nhất thế giới (chiếm lần lượt 50% và 45% tổng cung cầu thép toàn cầu), đồng thời cũng là nước xuất siêu thép lớn nhất. Chi phí rời bỏ thị trường cao đã khiến nhiều nhà sản xuất thép Trung Quốc mặc dù đang phải bán thép với giá thấp hơn giá vốn, chấp nhận thua lỗ nhưng không muốn cắt giảm sản lượng hoặc đóng cửa. Thép Trung Quốc giá rẻ và số lượng lớn là rủi ro không chỉ với ngành thép Việt Nam mà còn nhiều nước khác trên thế giới. Việc Trung Quốc mới đây quyết định giảm thuế xuất khẩu các loại thép bắt đầu từ 1.1.2018 có thể sẽ làm tăng xuất khẩu thép, gây áp lực lên các nhà sản xuất thép nội địa. *Tuy nhiên,*

- (1) Thực tế nhiều doanh nghiệp Trung Quốc đã cho thêm các thành phần Boron hoặc Chrom vào sản phẩm để tránh thuế xuất khẩu từ trước;
- (2) Xuất khẩu thép của Trung Quốc giảm được cho rằng chủ yếu do chính sách cắt giảm nguồn cung để giảm tình trạng ô nhiễm môi trường và nhu cầu thép nội địa cao do tăng đầu tư cơ sở hạ tầng.

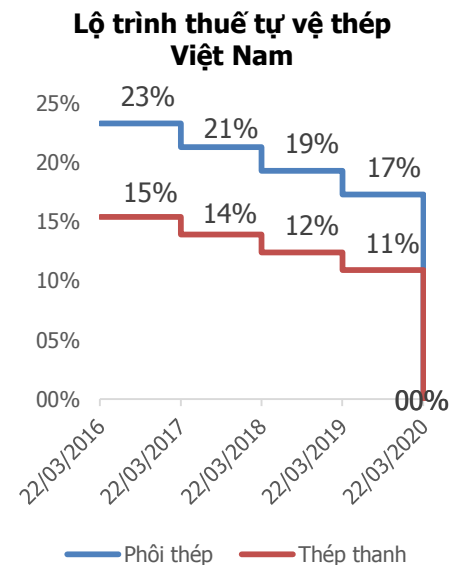
Chính sách thắt chặt nguồn cung của Trung Quốc bắt nguồn chủ yếu do tình trạng ô nhiễm môi trường trong nước và những chỉ trích của quốc tế cho rằng thép giá rẻ và được trợ cấp của Trung Quốc đang gây ảnh hưởng tiêu cực tới những nhà sản xuất thép khác, do đó thép Trung Quốc đã phải chịu nhiều mức thuế cao tại các thị trường xuất khẩu. Quá trình tái cấu trúc ngành thép tại Trung Quốc vì vậy đã diễn ra quyết liệt với hơn 100 triệu tấn/năm được cắt giảm kể từ năm 2016 (bằng khoảng 1/3 lượng thép dư thừa của Trung Quốc, theo Nikkei Asian). Nhờ đó, **thép Trung Quốc xuất khẩu đã có dấu hiệu giảm mạnh, đạt 94,5 triệu tấn năm 2016 (-4% yoy) và 64,5 triệu tấn trong 10 tháng đầu năm 2017 (-30% yoy). Giá thép thế giới dự báo ít khả năng gặp biến động lớn và giảm sâu như năm 2015.**

Stress test: Hòa Phát vẫn hoạt động hiệu quả trong thời kì khủng hoảng ngành thép 2015

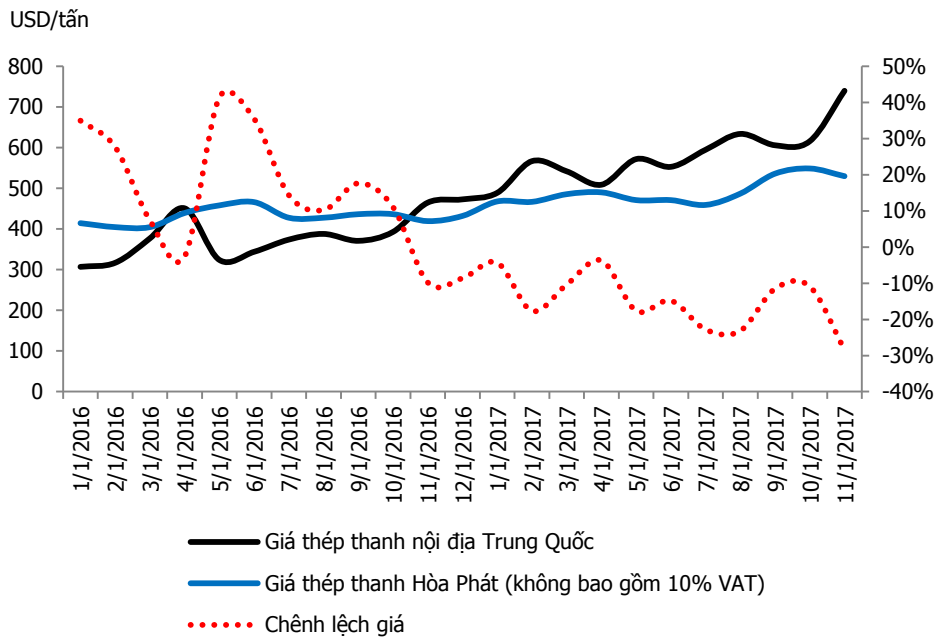
Đợt khủng hoảng 2015 bắt đầu từ việc dư cung (chủ yếu từ thị trường Trung Quốc) khiến giá thép thế giới giảm sâu, nhiều nhà sản xuất lớn thua lỗ và gây ra khủng hoảng cho thị trường thép toàn cầu. Tại Việt Nam, năm 2015 cũng là một năm đầy khó khăn với hơn 10 doanh nghiệp gặp thua lỗ hoặc lợi nhuận sụt giảm mạnh như BVG, VIS, POM, DNS, HLA,... tuy nhiên Hòa Phát vẫn hoạt động hiệu quả. Cụ thể, mặc dù giá thép giảm tới 45% trong năm 2015, doanh thu mảng thép của HPG vẫn tăng trưởng 14% đạt 22,6 tỷ đồng nhờ sản lượng thép tăng tới 39% đạt hơn 1,8 triệu tấn. Biên lợi nhuận gộp mảng thép được duy trì ở mức 22%. Có thể thấy đối với Hòa Phát, **khả năng tăng sản lượng bán hàng đã bù đắp được những biến động rất bất lợi về giá.** Trong giai đoạn tới, với quy mô và tầm vóc tăng hơn gấp đôi cùng những động lực tăng trưởng đến từ sản phẩm mới (tôn mạ, thép chất lượng cao,...), Hòa Phát càng thêm phần chủ động về hoạt động kinh doanh của công ty.

Ngoài ra, việc phát triển thêm mảng chăn nuôi và bất động sản cũng sẽ góp phần làm giảm rủi ro cho hoạt động kinh doanh của Hòa Phát, thể hiện rõ một chiến lược phát triển chắc chắn và bền vững của ban lãnh đạo.

Cuối cùng, những hỗ trợ của chính phủ như việc áp thuế chống bán phá giá đối với phôi, thép thanh, thép chữ H, và tôn mạ tới năm 2020 cũng phần nào giảm bớt sức ép từ thép Trung Quốc lên các doanh nghiệp thép nội địa.



So sánh giá thép Hòa Phát và giá thép nội địa Trung Quốc hiện nay



Nguồn: Bloomberg, VSA, CTS tổng hợp

Trong quá khứ, giá thép Hòa Phát, mặc dù gần như thấp nhất trong những doanh nghiệp thép nội địa, vẫn thường cao hơn giá thép Trung Quốc khoảng 20-30%. Tuy nhiên, cho tới thời điểm này, dù chưa tính tới các chi phí thuế và vận chuyển, giá thép Hòa Phát đã khá cạnh tranh so với thép Trung Quốc. Năm 2017, Hòa Phát vừa duy trì mức giá bán cạnh tranh, đồng thời đảm bảo biên lợi nhuận gộp hấp dẫn, ước đạt khoảng 26% mảng thép, vượt trội so với các đối thủ trong nước và tương đối cao so với các đối thủ trong khu vực (xem thêm Bảng 1)

✓ Thị trường thép trong nước thừa cung

Việt Nam vẫn đang trong thời kì xây dựng cơ sở hạ tầng với tốc độ tăng trưởng ngành thép đạt CAGR 3 năm khoảng 20%. Ngoài ra, như đã đề cập phía trên, dù trong trường hợp nhu cầu thị trường chững lại, động lực tăng trưởng của HPG đến từ việc giành lấy thị phần của các công ty khác ít có cạnh tranh về giá với HPG. Thực tế Hòa Phát đã luôn chạy với công suất gần như tối đa những dây chuyền của công ty, trong khi cả ngành thép trong tình trạng thừa cung (Pomina khoảng 87% công suất, VNSteel khoảng 67% công suất, trong đó thậm chí Vinakyoei chỉ chạy 56% công suất¹). Tăng trưởng sản lượng của Hòa Phát luôn cao hơn so với tăng trưởng chung của thị trường.

So sánh sơ bộ Khu liên hợp Dung Quất và Formosa Hà Tĩnh

Formosa chủ yếu sản xuất HRC và thép chất lượng cao, do đó rủi ro cạnh tranh thị phần thép xây dựng không cao.

Về HRC, Việt Nam phải nhập khẩu khoảng 11 triệu tấn HRC năm 2016. Dự báo tiêu thụ HRC của HPG khá khả quan do (1) Trong bối cảnh nhiều sản phẩm tôn mạ Việt Nam bị áp thuế CBPG khi xuất khẩu do những nghi ngờ về nguồn gốc Trung Quốc, nhu cầu HRC trong nước tăng cao; và (2) Công suất sản xuất HRC của Dung Quất đạt khoảng 3,5 triệu tấn/năm, của Formosa khoảng 7 triệu tấn/năm, tổng công suất không gây tình trạng dư thừa. Ngoài ra, suất đầu tư

¹ Số liệu 2016

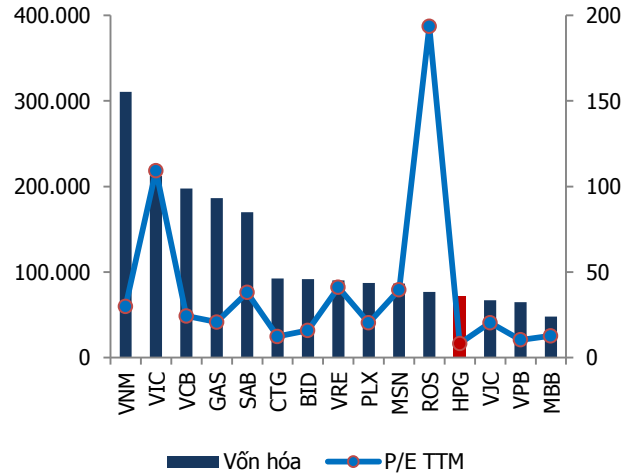
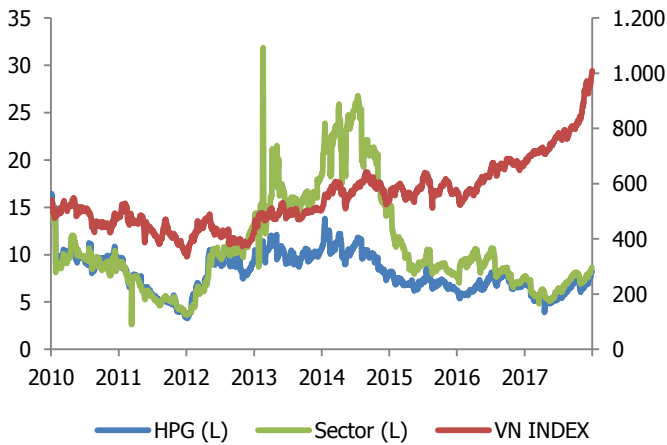
của Formosa ước tính cao hơn so với KLH Dung Quất của Hòa Phát, do đó Hòa Phát cũng có những lợi thế nhất định về chi phí sản xuất so với Formosa.

✓ **Ô nhiễm môi trường**

Sự cố ô nhiễm môi trường của Formosa đã gây ra những lo lắng của người dân cả nước về ô nhiễm môi trường. Ý thức được điều này, Hòa Phát luôn quan tâm tới vấn đề xử lý chất thải của các nhà máy thép. Vào tháng 3/2017, Hòa Phát đã được cấp chứng nhận ISO về môi trường bởi Quacert (thành viên của JAS-ANZ, một trong những Tổ chức Công nhận quốc tế có uy tín nhất). Chứng nhận của Quacert được thừa nhận và công nhận trên phạm vi toàn cầu. Việc theo dõi đánh giá cũng sẽ được tiến hành 12 tháng/lần.

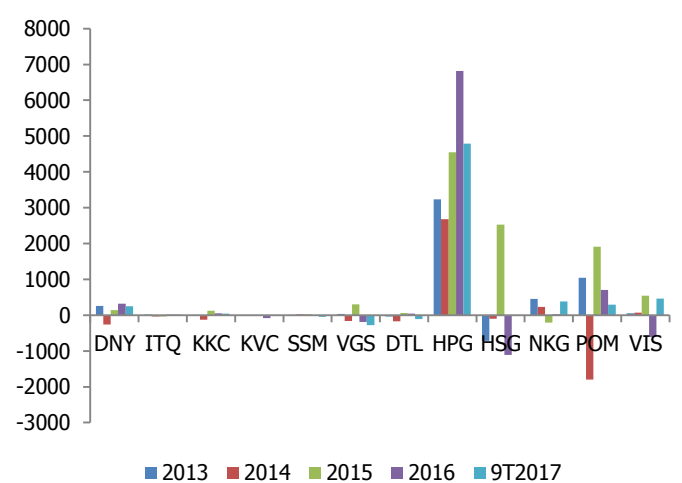
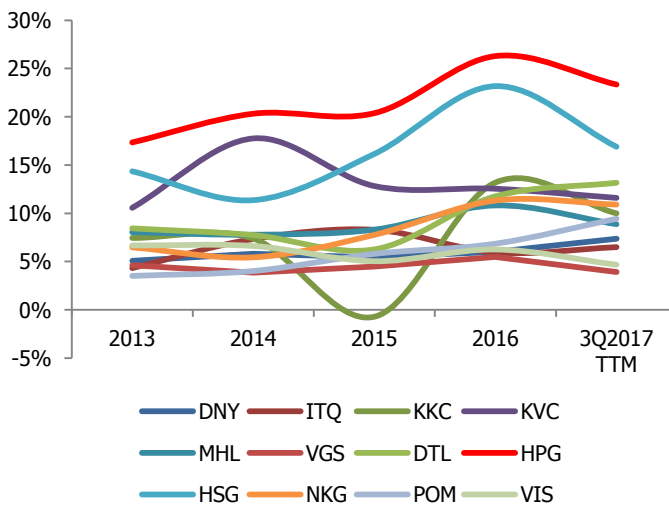


ĐỊNH GIÁ LẠI P/E XỨNG ĐÁNG VỚI QUY MÔ VÀ TẦM VÓC MỚI CỦA DOANH NGHIỆP THÉP SỐ 1 VIỆT NAM



Biểu đồ 1: Diễn biến P/E của HPG với các công ty trong ngành và VN Index

Biểu đồ 2: So sánh với các Bluechip của thị trường Việt Nam



Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận gộp của HPG và các công ty trong ngành

Biểu đồ 4: Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD của HPG và các công ty trong ngành

Nguồn: Fiinpro

Nguồn: Fiinpro

Công ty	Ticker	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ VND)	P/E điều chỉnh	P/B điều chỉnh	Biên LN gộp (%)	Biên LN hoạt động (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ/VCSH (%)	Tăng trưởng DT (% yoy)	Free float (%)
SHANXI TAIGANG STAINLESS-A	000825 CH	Trung Quốc	100.994	13,5	1,8	14,1	4,8	10,6	3,4	137,7	(16,7)	34,2
SANSTEEL MINGUANG CO LTD - A	002110 CH	Trung Quốc	100.724	11,5	4,7	12,0	10,0	35,0	20,9	19,2	12,2	36,7
MAANSHAN IRON & STEEL-A	600808 CH	Trung Quốc	107.074	11,6	2,3	11,0	4,5	15,4	4,9	92,9	6,5	38,6
FANGDA SPECIAL STEEL TECH-A	600507 CH	Trung Quốc	64.981	12,3	7,6	18,8	11,1	55,3	18,8	73,2	8,9	33,6
NANJING IRON & STEEL CO-A	600282 CH	Trung Quốc	77.401	10,8	3,3	9,5	4,0	25,6	6,1	106,3	8,3	48,1
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	600019 CH	Trung Quốc	689.601	14,0	2,0	12,5	7,0	10,9	4,9	64,1	13,2	19,7
CSC STEEL HOLDINGS BHD	CSCS MK	Malaysia	3.277	13,5	1,2	10,0	6,0	6,4	6,0	-	1,8	36,3
STEEL PCL/ THE	THE TB	Thái Lan	3.356	26,8	3,5	5,4	4,2	11,7	3,9	177,6	13,2	8,5
BENGANG STEEL PLATES CO-B	200761 CH	Trung Quốc	54.552	6,4	1,0	12,6	6,8	11,6	2,9	228,5	0,6	97,9
Trung bình			133.551	13,4	3,0	11,8	6,5	20,3	8,0	99,9	5,3	39,3
Trung vị			77.401	12,3	2,3	12,0	6,0	11,7	4,9	92,9	8,3	36,3
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	Việt Nam	72.508	8,8	2,4	26,3	23,6	31,5	19,7	37,9	21,2	58,9

Nguồn: Bloomberg, CTS

Bảng 1: So sánh HPG với các doanh nghiệp thép trong khu vực

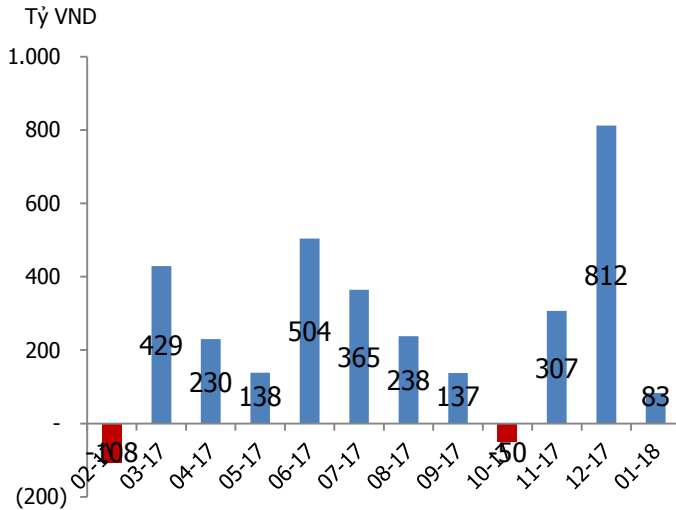
Có thể thấy HPG đang được định giá khá rẻ so với các đối thủ trong nước và khu vực, cũng như các bluechip khác của thị trường. **Câu hỏi đặt ra là P/E nào là xứng đáng với quy mô và tầm vóc mới của doanh nghiệp thép số 1 Việt Nam?**

Chúng tôi quyết định nâng P/E mục tiêu của HPG lên mức 11x, vì những lý do sau:

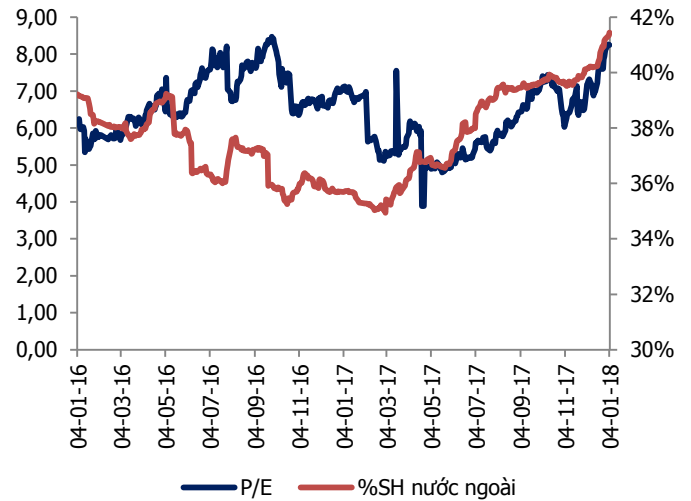
(1) HPG đang giao dịch ở mức P/E ngang bằng với trung bình ngành mặc cho những lợi thế trong chuỗi giá trị và hiệu quả hoạt động vượt trội so với các đối thủ trong nước (xem thêm bảng 3 và 4 về biên gộp và CFO). Thực tế các cổ phiếu đầu ngành thường được trả P/E, P/B cao hơn hẳn so với các công ty khác trong ngành.

(2) VN Index đã tăng hơn 2 lần tính từ năm 2010, tuy nhiên HPG vẫn giao dịch với mức P/E chưa tăng tương xứng. Lý do có thể bắt nguồn từ những rủi ro chung đặc thù của ngành thép Việt Nam, tuy nhiên như phân tích phía trên, HPG với quy mô và tầm vóc mới của tập đoàn trong giai đoạn tới có thể kiểm soát hiệu quả những rủi ro đó.

(3) So sánh với các công ty sản xuất thép khác trong khu vực, hiệu quả hoạt động của HPG vẫn rất khả quan với những điểm sáng về biên LN gộp, ROE, đòn bẩy cũng như tăng trưởng, tuy nhiên mức P/E của HPG khá thấp so với các đối thủ trong khu vực.



Biểu đồ 5: Giao dịch NĐT NN 12 tháng gần nhất



Biểu đồ 6: Tương quan P/E HPG và % Sở hữu nước ngoài

Nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh mua ròng trong thời gian gần đây, room nước ngoài còn lại giảm nhanh chóng đã giúp đẩy nhanh lại quá trình định giá lại P/E cho HPG và ngành thép nói chung.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (WACC 13,22%, tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 1,5%) và phương pháp so sánh P/E (P/E 11x, EPS 2018f ở mức 6.305 đồng/cp) để xác định giá trị cổ phiếu HPG.

Kết quả định giá theo các phương pháp

	Giá trị (VND)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
Chiết khấu dòng tiền	60.500	50%	65.000
P/E	69.400	50%	
Tỷ lệ tăng giá			35%

Phân tích độ nhạy

		WACC				
		12,22%	12,72%	13,22%	13,72%	1,22%
Growth rate	65.000					
	0,50%	64.000	63.800	63.600	63.400	63.200
	1,00%	64.700	64.500	64.300	64.000	63.800
	1,50%	65.500	65.200	65.000	64.700	64.500
	2,00%	66.300	66.000	65.800	65.500	65.300
	2,50%	67.200	66.900	66.600	66.300	66.100

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KQKD	2017F	2018F	2019F	BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	46.060	55.560	75.941	Tài sản ngắn hạn	30.163	32.024	40.925
Giá vốn hàng bán	-35.215	-42.366	-58.603	Tiền và tương đương	12.695	10.271	11.192
Lãi gộp	10.845	13.194	17.338	Đầu tư t.chính ng.hạn	1.049	1.265	1.729
Chi phí bán hàng	-683	-834	-1.128	Các khoản phải thu	3.038	3.665	5.010
Chi phí quản lý	-691	-833	-1.139	Tồn kho	13.050	16.424	22.448
Lợi nhuận hoạt động	9.470	11.527	15.071	Tài sản ngắn hạn khác	331	399	546
Chi phí khác (ròng)	-73	-88	-67	Tài sản dài hạn	24.722	40.189	54.866
- Thu nhập khác	542	672	935	Phải thu dài hạn	25	30	41
- Chi phí khác	-615	-760	-1.002	TSCĐ	12.317	12.559	51.505
EBIT	9.397	11.439	15.004	TS dở dang dài hạn	10.461	25.350	350
Chi phí tài chính (ròng)	-238	-392	-568	BDS đầu tư	194	186	177
- Thu nhập tài chính	335	409	516	Đầu tư tài chính dài hạn	79	79	79
- Chi phí tài chính	-574	-801	-1.083	Tài sản dài hạn khác	1.646	1.985	2.713
+Lãi/lỗ từ liên doanh	-1	-1	-1	TỔNG TÀI SẢN	54.885	72.214	95.791
LNR trước thuế	9.158	11.046	14.436	Công nợ	22.350	30.365	41.776
Thuế TNDN	-1.225	-1.465	-1.967	Nợ ngắn hạn	18.062	22.548	31.830
LNR sau thuế	7.933	9.581	12.469	Nợ dài hạn	4.288	7.817	9.946
Lợi ích thiểu số	-24	-17	-30	Vốn chủ sở hữu	32.405	41.702	53.838
LNR sau lợi ích thiểu số	7.910	9.564	12.439	Vốn góp CSH	15.171	15.171	15.171
				Thặng dư	3.202	3.202	3.202
				Lợi nhuận chưa p.phối	12.473	21.334	32.868
				Khác	1.559	1.995	2.597
				Lợi ích cổ đông thiểu số	130	147	177
				TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	32.534	41.849	54.015
				CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2017F	2018F	2019F
BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2017F	2018F	2019F	Tăng trưởng			
LN trước thuế	9.149	11.046	14.436	Doanh thu thuần	38,4%	20,6%	36,7%
Điều chỉnh các khoản				Lợi nhuận gộp	23,9%	21,7%	31,4%
Khấu hao	1.692	1.805	3.279	Lợi nhuận ròng	19,7%	21,1%	30,1%
(Lãi)/Lỗ từ thanh lý t.sản	0	0	0	Tổng tài sản	65,2%	31,6%	32,6%
Chi phí lãi vay	574	801	1.083	Khả năng thanh toán			
Điều chỉnh khác	-5.451	-5.162	-8.651	Hiện thời	1,67	1,42	1,29
Tiền từ hoạt động k.doanh	5.965	8.490	10.147	Thanh toán nhanh	0,93	0,67	0,56
Đầu tư mới	0	0	0	Tiền mặt	0,76	0,51	0,41
Tăng tài sản dở dang dài hạn	-10.350	-16.350	-16.350	Hoạt động			
Tăng/giảm các khoản đầu tư tài chính	0	0	0	Vòng quay khoản p.thu	15,16	15,16	15,16
Tăng BDS đầu tư	0	0	0	Vòng quay tồn kho	2,70	2,58	2,61
Tăng giảm tài sản dài hạn khác	-734	-345	-739	Vòng quay khoản p.trả	8,16	7,28	7,28
Tiền từ hoạt động đầu tư	-11.084	-16.695	-17.089	Đòn bẩy tài chính			
Tiền thu phát hành cp	5.056	0	0	Nợ/Vốn chủ sở hữu	68,7%	72,6%	77,3%
Tăng/giảm cp quỹ	-1	0	0	Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	45,1%	48,8%	52,4%
Thu nợ ngắn hạn	8.854	11.172	15.906	Hệ số trả chi phí lãi vay	12,68	11,13	10,70
Thu nợ dài hạn'	5.400	5.400	5.000	Khả năng sinh lợi			
Trả nợ gốc dài hạn	-566	-1.937	-1.871	Tỷ suất lãi gộp	23,5%	23,7%	22,8%
Trả nợ gốc ngắn hạn	-5.488	-8.854	-11.172	Tỷ suất lãi hoạt động	20,6%	20,7%	19,8%
Tăng/giảm nợ dài hạn khác	0	0	0	Tỷ suất lãi ròng	17,2%	17,2%	16,4%
(Tăng)/giảm khác	0	0	0	ROA	14,4%	13,2%	13,0%
Cổ tức phải trả	0	0	0	ROE	24,3%	22,9%	23,0%
Tiền từ hoạt động t.chính	13.256	5.781	7.863	Chỉ số khác			
Tăng giảm tiền trong kỳ	8.137	-2.424	921	Lợi nhuận/Cổ phiếu	5.208	6.305	8.200
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4.559	12.695	10.271	Giá trị sổ sách/CP	21.360	27.488	35.488
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	12.695	10.271	11.192				

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Ngân hàng Công thương Việt Nam (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.