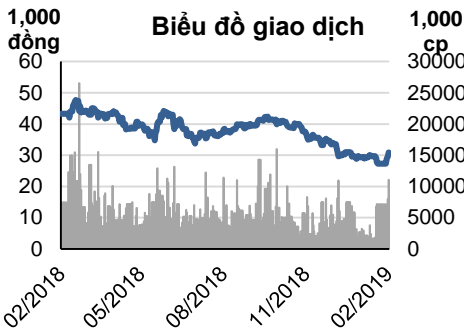


HPG (HOSE) Mua trong các nhịp giảm

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| | Thép |
| Giá thị trường (VND) | 30,900 |
| Giá mục tiêu (VND) | 38,000 |
| <i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i> | 23% |
| <i>Suất sinh lợi cổ tức</i> | 0% |
| Suất sinh lợi bình quân năm | 23% |



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

| | YTD | 1T | 3T | 12T |
|------------------|-----|----|------|------|
| Tuyệt đối | 2% | 9% | -11% | -27% |
| Tương đối | -6% | 2% | -16% | -19% |

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 13-02-19

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 27.3k-47.6k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 2,124 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 67,328 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 2,903 |
| % khối ngoại sở hữu | 39% |
| SL cp tự do (triệu cp) | 1,137 |
| KLGD TB 3 tháng (cp) | 4,525,188 |
| VND/USD | 23,200 |
| Index: VNIndex/HNX | 945/106 |

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 13-02-19

| | |
|--------------------------------------|-------|
| Chủ tịch HĐQT và CĐ liên quan | 32.4% |
| Dragon Capital | 5.1% |
| Vinacapital | 4.9% |
| CEO Trần Tuấn Dương | 2.7% |

Nguồn: Stoxplus

Chu Đức Vĩnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- **Giai đoạn 1 của dự án Dung Quất sẽ tăng gấp đôi công suất thiết kế của thép dài từ 2.35 triệu tấn lên 4.35 triệu tấn mỗi năm, đảm bảo đà tăng trưởng dài hạn.** Hòa Phát đạt mục tiêu đạt 33% thị phần vào năm 2019. Tuy nhiên, cuộc chiến ngắn hạn để giành thị phần có thể sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.
- **Hòa Phát sẽ chính thức tham gia thị trường tôn mạ bằng nhà máy tôn mạ tại Hưng Yên.** Khi giai đoạn 2 của dự án Dung Quất hoàn thành với công suất 2 triệu tấn HRC, Hòa Phát sẽ hoàn thành chuỗi giá trị ở cả mảng thép dài và thép dẹt vào cuối năm 2019. Dự án Dung Quất sẽ giúp Hòa Phát trở thành doanh nghiệp thép đứng đầu Đông Nam Á.
- **Khả năng tài chính vượt trội so với ngành.** Nhờ chuỗi giá trị khép kín từ quặng sắt đến thành phẩm, sử dụng công nghệ BOF và tính kinh tế theo quy mô, biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát năm 2018 là 21%, cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành (dưới 10%). Do đó, dù cho cuộc chiến về giá hay suy thoái ngành có diễn ra, Hòa Phát vẫn sẽ là người sống sót cuối cùng.
- Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của Hòa Phát sẽ đạt 74,459 tỷ đồng và 9,509 tỷ đồng. EPS sẽ là 4,100 đồng.

Rủi ro:

- **Dự án Dung Quất chậm tiến độ.** Công suất tối đa kim hãm sự phát triển của Hòa Phát năm 2018 và có thể sẽ tiếp tục vậy vào năm 2019 nếu dự án Dung Quất bị chậm tiến độ.
- **Giá bán thép giảm** do cuộc chiến giành thị phần giữa các nhà sản xuất trong nước và sản phẩm nhập khẩu sẽ làm giảm lợi nhuận ròng của Hòa Phát.

Khuyến nghị:

Chúng tôi kỳ vọng sự thành công của dự án Dung Quất sẽ biến Hòa Phát trở thành người khổng lồ trong khu vực. Sử dụng P/E trung bình của HPG trong 1 năm, chúng tôi định giá cổ phiếu HPG ở mức **38,000 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận dự kiến là **23%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

| Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018U | 2019E | 2020E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 33,283 | 46,162 | 55,836 | 74,459 | 87,047 |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | 21% | 39% | 21% | 33% | 17% |
| Lợi nhuận ròng | 6,606 | 8,015 | 8,702 | 9,509 | 13,388 |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | 20% | 17% | 16% | 13% | 15% |
| EPS (hiệu chỉnh, VND) | 2,327 | 3,468 | 3,758 | 4,107 | 5,787 |
| <i>Tăng trưởng (%)</i> | 82% | 49% | 8% | 9% | 41% |
| ROE (%) | 39% | 31% | 24% | 21% | 25% |
| Nợ ròng/VCSH (%) | 6% | -4% | 44% | 48% | 17% |
| P/E (x) | 13.3 | 8.9 | 8.2 | 7.5 | 5.3 |
| P/B (x) | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA (x) | 7.3 | 5.7 | 6.7 | 5.9 | 3.4 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 1.6% | - | - | - | 4.9% |

1. Dung Quất đảm bảo tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ dài hạn

1.1. Tăng công suất

Tốc độ tăng trưởng sản lượng thép dài của Hòa Phát năm 2018 là 9.1% n/n, thấp hơn nhiều so với 21% n/n của năm 2017. Điều này là do HPG đã vận hành hơn 90% tổng công suất thiết kế trong năm 2017 và không bổ sung thêm công suất mới trong năm 2018.

Giai đoạn đầu của Dung Quất dự kiến hoạt động vào tháng 05/2019 sẽ tăng gấp đôi công suất thép của Hòa Phát lên 4.35 triệu tấn mỗi năm, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng của Hòa Phát trong những năm tới.

1.2. Tăng cường thâm nhập vào thị trường miền Nam và Campuchia

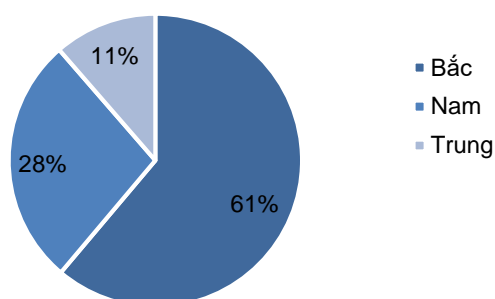
Hiện nay, các nhà máy thép dài của Hòa Phát được đặt tại các tỉnh phía Bắc bao gồm Hải Dương (công nghệ BOF) và Hưng Yên (công nghệ EAF). Do không đạt hiệu quả chi phí như ở miền Bắc, miền Nam chỉ tiêu thụ 27% tổng sản lượng thép dài của Hòa Phát trong năm 2018.

Dự án Dung Quất tọa lạc tại tỉnh Quảng Ngãi, ngay miền Trung Việt Nam, sẽ hỗ trợ hoạt động thâm nhập vào thị trường miền Trung và miền Nam của Hòa Phát. Mặc dù hoạt động của các đối thủ chính ở miền Nam rất hiệu quả với công suất hoạt động hơn 80%, nhưng tất cả đều sử dụng công nghệ EAF, chi phí cao hơn so với công nghệ BOF của Hòa Phát. Đối thủ cạnh tranh chính của Hòa Phát ở miền Nam như sau:

| | Công suất thiết kế (triệu tấn) | Sản lượng 2018 (triệu tấn) | Công suất hoạt động |
|-----------|-----------------------------------|-------------------------------|------------------------|
| Pomina | 1.10 | 0.97 | 88% |
| Vinakyoei | 0.95 | 1.12 | 118% |
| PoscoSS | 1.00 | 0.92 | 92% |

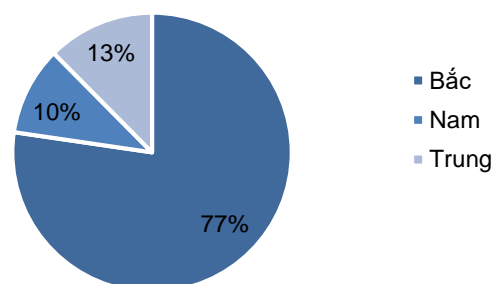
Nguồn: KIS

Hình 02. Phân bổ tiêu thụ thép dài nội địa theo khu vực địa lý



Nguồn: VSA, KIS

Hình 03. Phân bổ thép dài của Hoà Phát tại thị trường nội địa



Nguồn: VSA, KIS

Năm 2018, Hòa Phát đã mở văn phòng đại diện tại Campuchia. Mặc dù doanh số bán hàng hiện tại sang Campuchia của Hòa Phát vẫn còn khiêm tốn - doanh số cao nhất mỗi tháng chỉ khoảng 20 nghìn tấn, tuy nhiên, Campuchia là một thị trường đầy tiềm năng vì gần như 100% lượng thép tiêu thụ trong nước được nhập khẩu. Các doanh nghiệp thép của Campuchia tập trung vào thép dẹt và chuỗi giá trị của họ chỉ bắt đầu từ thép cán nguội (CRC). Ngoài ra, Campuchia cũng là một trong những nhà nhập khẩu thép chính của Việt Nam, mua 1.33 triệu tấn trong năm 2018.

Năm 2018, Hòa Phát đã xuất khẩu 240 nghìn tấn, một phần ba trong số đó tương đương 70 nghìn tấn (+246% n/n) được xuất khẩu sang Campuchia. Các thị trường nước ngoài khác của Hòa Phát là Nhật Bản (58 nghìn tấn năm 2018), Hoa Kỳ (36 nghìn tấn năm 2018) và các nước ASEAN.

Chúng tôi ước tính quy mô thị trường thép dài của Campuchia là 0.87 triệu tấn trong năm 2018, tương đương với mức tiêu thụ thép dài trên đầu người là 0.054 tấn/năm, thấp hơn nhiều so với 0.11 tấn/năm của người Việt Nam.

Hòa Phát đặt mục tiêu xuất khẩu 10% sản lượng của Dung Quất ~ 0.2 triệu tấn trong năm 2019. Giả sử 50% số lượng đó được xuất khẩu sang Campuchia, thị phần của Hòa Phát tại Campuchia sẽ đạt 19.5%, tăng vượt trội so với 8% của năm 2018 và 2.3% của năm 2017.

2. Chính thức tham gia thị trường tôn mạ

2.1. Tình trạng dư cung kéo dài

Tổng công suất của một số công ty lớn như Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) - công suất thiết kế 2.3 triệu tấn, Tập đoàn Nam Kim (HSX: NKG) - công suất thiết kế 1.2 triệu tấn và Tập đoàn Đông Á - công suất thiết kế 1 triệu tấn đã vượt quá quy mô thị trường trong nước là 3.9 triệu tấn trong năm 2018.

Công suất thiết kế và sản lượng tôn mạ thực tế của 3 doanh nghiệp đầu ngành giai đoạn 2015-2018

| | Ngàn tấn | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Hoa Sen | Công suất | 1,220 | 1,620 | 2,280 | 2,280 |
| | Sản lượng | 780 | 934 | 1,186 | 1,305 |
| Nam Kim | Công suất | 400 | 700 | 775 | 1,200 |
| | Sản lượng | 294 | 406 | 567 | 605 |
| Đông Á | Công suất | 400 | 400 | 580 | 980 |
| | Sản lượng | 258 | 365 | 478 | 640 |
| Tổng | Công suất | 2,020 | 2,720 | 3,635 | 4,460 |
| | Sản lượng | 1,332 | 1,705 | 2,231 | 2,550 |
| | Hiệu suất sử dụng | 66% | 63% | 61% | 57% |

Nguồn: VSA, KIS

Nhà máy sản xuất tôn mạ của Hòa Phát tại tỉnh Hưng Yên với công suất thiết kế 400 nghìn tấn/năm, tương đương với mức tăng dự kiến quy mô của thị trường tôn mạ trong nước năm 2019, đã tiến hành chạy thử từ tháng 10/2018 và sẽ bắt đầu hoạt động vào đầu năm 2019. Do đó, tình trạng cung vượt cầu trong năm 2019 sẽ tiếp tục duy trì, dẫn đến cạnh tranh gay gắt.

2.2. Lợi thế chính nhờ giai đoạn 2 của dự án Dung Quất

Hòa Phát với nhà máy Hưng Yên là một doanh nghiệp mới trong thị trường tôn mạ. Ban đầu, Hòa Phát có thể theo đuổi mục tiêu thị phần thay vì mục tiêu lợi nhuận - tương tự như cách họ đã lên kế hoạch cho mảng thép dài của dự án Dung Quất. Nhìn chung, không có sự khác biệt đáng kể trong chuỗi giá trị tôn mạ giữa Hòa Phát với Hoa Sen, Nam Kim và Đông Á. Do đó, cơ cấu chi phí của các doanh nghiệp là khá giống nhau.

Lợi thế chính của sản phẩm tôn mạ Hòa Phát sẽ chỉ xuất hiện khi giai đoạn 2 của dự án Dung Quất hoàn thành vào đầu năm 2020 với khả năng sản xuất 2 triệu tấn HRC mỗi năm giúp hoàn thành chuỗi giá trị của mảng thép dẹt. Chúng tôi ước tính nhu cầu nội bộ HRC của Hòa Phát cho năm 2019 và 2020 lần lượt là 1.02 và 1.12 triệu tấn. Do đó, Hòa Phát có khả năng cung cấp tối đa 0.88 triệu tấn cho thị trường nội địa vào năm 2020, thấp hơn nhu cầu trong nước là trên 1.7 triệu tấn (sau khi trừ nguồn cung Formosa 4.5 triệu tấn mỗi năm).

3. Khả năng tài chính vượt trội so với ngành

3.1. Lợi thế chi phí từ tính kinh tế theo quy mô và công nghệ BOF

Biên lợi nhuận của Hòa Phát cao hơn các công ty cùng ngành khác.

| STT | Mã CP | Doanh thu (tỷ đồng) | | Biên LN TT | | Biên LN gộp | | Biên EBITDA | | ROA | |
|-----|-------|---------------------|--------|------------|------|-------------|------|-------------|------|--------|------|
| | | 9T2018 | 2017 | 9T2018 | 2017 | 9T2018 | 2017 | 9T2018 | 2017 | 9T2018 | 2017 |
| 1 | HPG | 41,450 | 46,162 | 19% | 20% | 22% | 23% | 24% | 25% | 11% | 19% |
| 2 | TVN | 18,331 | 19,803 | 5% | 5% | 5% | 7% | 7% | 7% | 5% | 5% |
| 3 | POM | 10,106 | 11,370 | 4% | 7% | 7% | 10% | 7% | 10% | 5% | 9% |
| 4 | TIS | 8,231 | 9,725 | 1% | 1% | 5% | 6% | 3% | 5% | 0% | 1% |
| 5 | VGS | 5,517 | 5,980 | 1% | 1% | 3% | 4% | 2% | 3% | 3% | 4% |
| 6 | TLH | 4,582 | 4,972 | 5% | 9% | 8% | 12% | 7% | 11% | 6% | 13% |
| 7 | VIS | 3,857 | 6,105 | -3% | 1% | 0% | 3% | 0% | 4% | -5% | 2% |
| 8 | VCA | 1,968 | 1,894 | 2% | 4% | 4% | 7% | 3% | 4% | 6% | 17% |
| 9 | DNY | 1,412 | 2,366 | 0% | 4% | 5% | 8% | 10% | 12% | 0% | 3% |
| 10 | CBI | 1,311 | 2,184 | 1% | 0% | 9% | 7% | 8% | 11% | 1% | 0% |
| 11 | DNS | 1,217 | 1,356 | 4% | 3% | 8% | 8% | 6% | 5% | 6% | 5% |
| 12 | TTS | 1,131 | 9,719 | -1% | 6% | 5% | 12% | 26% | 4% | 0% | 10% |

Nguồn: Bloomberg, Stoxplus, KIS

Thành tích nổi bật trên là nhờ:

- ❖ *Tính kinh tế theo quy mô.* Hiện tại, HPG là nhà sản xuất thép dài lớn nhất trong nước với 23.7% thị phần.
- ❖ *Công nghệ BOF.* Trong khi hầu hết các nhà sản xuất trong nước sử dụng công nghệ EAF thì Hòa Phát áp dụng công nghệ BOF để sản xuất. Cùng sử dụng công nghệ BOF, nhưng Công ty CP Gang thép Thái Nguyên (HSX: TIS) sử dụng công nghệ từ năm 1960, bị lỗi thời so với công nghệ năm 2010 của Hòa Phát.

Năm 2019, quy mô của thị trường thép dài ước tính là 11 triệu tấn, tăng 1 triệu so với 10 triệu tấn của năm 2018.

Giai đoạn 1 của dự án Hòa Phát Dung Quất đi vào hoạt động vào tháng 05/2019 sẽ nâng công suất thiết kế thép dài của Hòa Phát từ 2.35 triệu tấn lên 4.35 triệu tấn. Hòa Phát đặt mục tiêu sản lượng 3.5-4 triệu tấn vào năm 2019, tăng 1.64 triệu tấn (70% n/n).

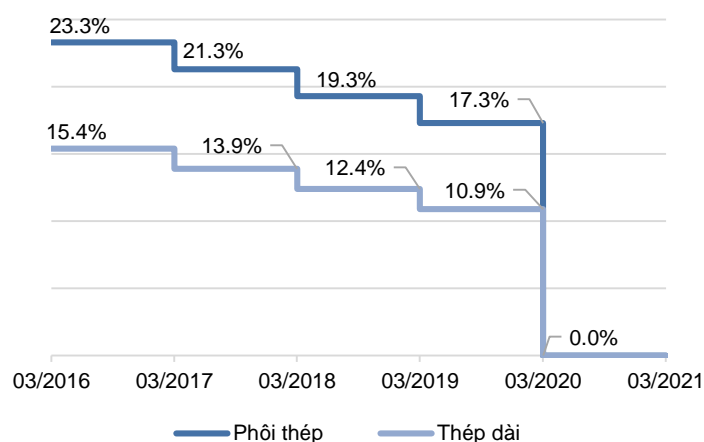
Mặc dù quy mô thị trường tăng thêm 1 triệu tấn, Hòa Phát vẫn cần giành được thị phần trực tiếp từ các đối thủ cạnh tranh. Và lợi thế chi phí nói trên sẽ đóng vai trò then chốt trong việc giúp Hòa Phát đạt được mục tiêu thị phần.

3.2. Người sống sót cuối cùng trong trường hợp xấu nhất

Kể từ tháng 03/2016, sản lượng nhập khẩu thép Trung Quốc của Việt Nam giảm rõ rệt vì thuế tự vệ đối với phôi thép và thép dài của Trung Quốc. Năm 2019, các công ty thép nội địa Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chính sách này. Cho đến tháng 03/2020, thuế tự vệ vẫn sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc hạn chế nhập khẩu thép từ Trung Quốc. Trong bối cảnh của chủ nghĩa bảo hộ tăng cao, khả năng cao là chính sách thuế tự vệ sẽ tiếp tục được gia hạn sau năm 2020.

Trong trường hợp thuế tự vệ không được gia hạn sau tháng 03/2020, chênh lệch giữa giá thép thanh Trung Quốc và Hòa Phát sẽ giảm đáng kể. Do đó, một cuộc cạnh tranh khó khăn hơn từ thép Trung Quốc sẽ khiến các nhà máy thép Việt Nam chịu thiệt hại nặng nề. Tuy nhiên, với biên lợi nhuận cao vượt trội, Hòa Phát có thể tồn tại qua thời kỳ khó khăn và thậm chí cải thiện thị phần trong dài hạn.

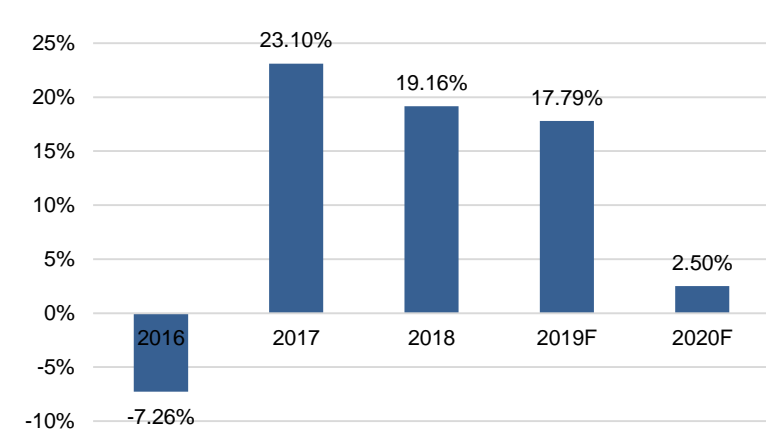
Hình 04. Thuế tự vệ đối với thép Trung Quốc



Nguồn: Bộ Công Thương, KIS

* Lưu ý: Mức chênh lệch trong quá khứ được tính dựa trên dữ liệu lịch sử. Sau thời gian đó, độ lệch được tính toán để cho thấy tác động của thuế tự vệ trong những năm tiếp theo, không bao gồm tác động của biến động giá cả. Thép thanh nội địa Trung Quốc chưa bao gồm thuế VAT 16%.

Hình 05. Tỷ lệ giá thép cây Trung Quốc/HPG



Nguồn: Bloomberg, StoxPlus, KIS

4. Dự phóng và định giá

4.1. Dự phóng

| Tỷ đồng | 2017 | 2018U | 2019E | Giải thích |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|--|
| Doanh thu thuần | 46,162 | 55,836 | 74,459 | Giai đoạn 1 của dự án Dung Quất: Lò cao thứ nhất và nhà máy cán thép thứ hai sẽ hoàn thành vào cuối tháng 03/2019. Lò cao thứ hai sẽ hoàn thành vào cuối tháng 06/2019. Giai đoạn 2 của dự án Dung Quất sẽ hoàn thành vào cuối năm 2019. Chạy thử trong vòng 2 tháng. Năm 2019, sản lượng thép dài là 3.4 triệu tấn và sản lượng tôn mạ từ dự án Hưng Yên là 0.28 triệu tấn. |
| Tăng trưởng (%) | 38.7% | 21.0% | 33.4% | |
| Lợi nhuận gộp | 10,626 | 11,671 | 13,441 | Giá thép dài trung bình là 12.1 triệu đồng/tấn. Giá tôn mạ trung bình là 18.9 triệu đồng/tấn. Thời gian khấu hao của dự án Dung Quất là 15 năm. |
| Biên LN gộp (%) | 23.0% | 20.9% | 18.1% | Giảm 4% giá bán để giành thị phần |
| EBIT | 9,622 | 10,550 | 11,629 | |
| Chi phí lãi vay ròng | 371 | 377 | 920 | Dự án Dung Quất được vốn hóa lãi vay đến tháng 06/2019 |
| Lợi nhuận ròng | 8,015 | 8,702 | 9,509 | |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 3,468 | 3,758 | 4,107 | |

Nguồn: HPG, KIS dự phóng

4.2. Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu của HPG dựa trên phương pháp P/E. Mặc dù tỷ lệ P/E hiện tại của Hòa Phát là **7.4**, cao hơn so với các công ty cùng ngành khác, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng Hòa Phát có được mức P/E cao hơn nhờ vị trí dẫn đầu ngành thép trong nước. Chúng tôi sử dụng P/E lịch sử 1 năm của HPG là **9.0** để định giá giá trị nội tại của doanh nghiệp.

Hình 06. Lịch sử P/E của Hòa Phát



Nguồn: Bloomberg

Dựa trên tỷ lệ P/E ở trên, chúng tôi định giá cổ phiếu của HPG ở mức **38,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Với giá đóng cửa hôm nay (13/02/2019) là 30,900 đồng, tổng lợi nhuận dự kiến 1 năm là **23%**. Do đó, khuyến nghị của chúng tôi về HPG là **TĂNG TỶ TRỌNG** cho khung thời gian đầu tư 1 năm.

| Tỷ đồng | 2019F | 2020F | Ghi chú |
|-----------------------------------|---------------|---------------|-------------------|
| Bội số P/E (x) | 9.0 | 9.0 | P/E lịch sử 1 năm |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 4,107 | 5,787 | |
| Giá mục tiêu | 38,000 | 53,000 | 2019 |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm | 23% | 39% | |
| Suất sinh lợi cổ tức | 0% | 5% | |
| Tổng suất sinh lợi kỳ vọng | 23% | 44% | 2019 |

Nguồn: KIS dự phóng

5. Rủi ro

5.1. Dự án Dung Quất chậm tiến độ

Dự án Dung Quất là dự án lớn thứ hai từ trước đến nay của ngành thép Việt Nam (chỉ sau dự án Formosa Hà Tĩnh của Tập đoàn Formosa Đà Loan). Năm 2018, tăng trưởng của Hòa Phát bị kìm hãm bởi công suất thiết kế. Câu chuyện tương tự sẽ tiếp diễn vào năm 2019 nếu Dung Quất không được đưa vào hoạt động như dự kiến.

| Thời gian bị hoãn | -2 tháng | -1 tháng | Dự phóng | 1 tháng | 2 tháng | 3 tháng |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần (Tỷ đồng) | 76,322 | 75,391 | 74.459 | 73,258 | 72,597 | 71,665 |
| % thay đổi so với dự phóng | +2.5% | +1.3% | | -1.3% | -2.5% | -3.7% |
| Lợi nhuận ròng (Tỷ đồng) | 9,763 | 9,623 | 9,509 | 9,434 | 9,320 | 9,114 |
| % thay đổi so với dự phóng | +2.7% | +1.2% | | -0.8% | -2% | -4.2% |
| Giá mục tiêu (VND) | 39,000 | 38,000 | 38,000 | 37,000 | 37,000 | 36,000 |

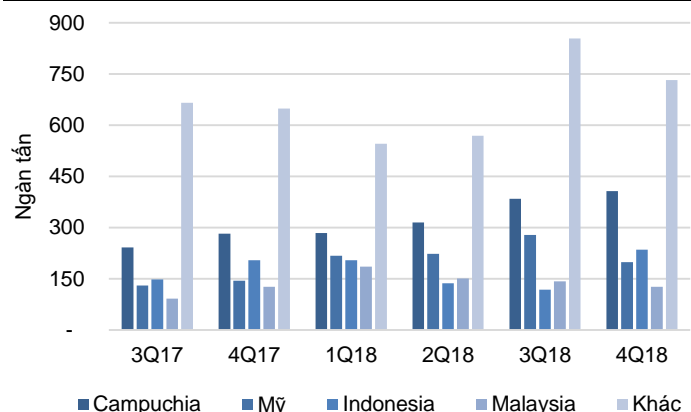
5.2. Giá thép dài

Theo dự phóng của chúng tôi, giá bán thép dài trung bình của HPG là 12.1 triệu đồng/tấn. Nếu giá bán giảm mạnh, lợi nhuận của HPG sẽ bị suy giảm.

| Biến động giá thép | +5% | +3% | +1% | Dự phóng | -1% | -3% | -5% | -10% |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu thuần (Tỷ đồng) | 77,824 | 76,478 | 75,132 | 74,459 | 73,787 | 72,441 | 71,095 | 67,730 |
| <i>% thay đổi so với dự phóng</i> | <i>+4.5%</i> | <i>+2.7%</i> | <i>+0.9%</i> | | <i>-0.9%</i> | <i>-2.7%</i> | <i>-4.5%</i> | <i>-9.0%</i> |
| Lợi nhuận ròng (Tỷ đồng) | 10,403 | 10,045 | 9,688 | 9,509 | 9,330 | 8,973 | 8,615 | 7,722 |
| <i>% thay đổi so với dự phóng</i> | <i>+9.4%</i> | <i>+5.6%</i> | <i>+1.9%</i> | | <i>-1.9%</i> | <i>-5.6%</i> | <i>-9.4%</i> | <i>-18.8%</i> |
| Giá mục tiêu (VND) | 41,000 | 40,000 | 38,000 | 38,000 | 37,000 | 35,000 | 34,000 | 31,000 |

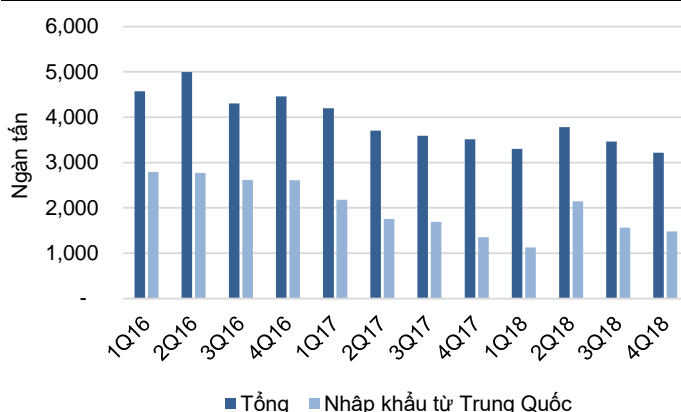
Phụ lục

Hình 07. Thị trường xuất khẩu thép chính của Việt Nam



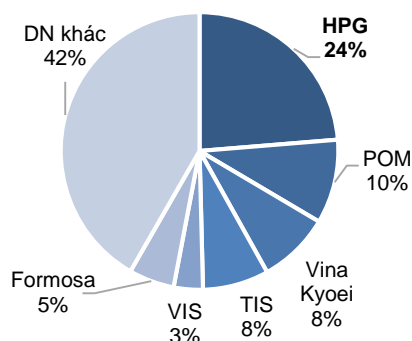
Nguồn: Tổng cục Hải quan VN, KIS

Hình 08. Sản lượng nhập khẩu thép của Việt Nam



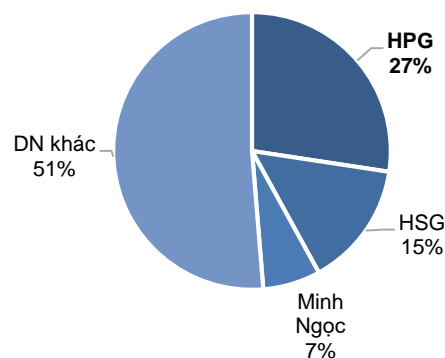
Nguồn: Tổng cục Hải quan VN, KIS

Hình 09. Thị phần thép dài năm 2018



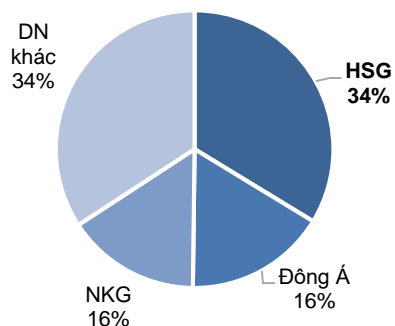
Nguồn: VSA, KIS

Hình 10. Thị trường thép ống năm 2018



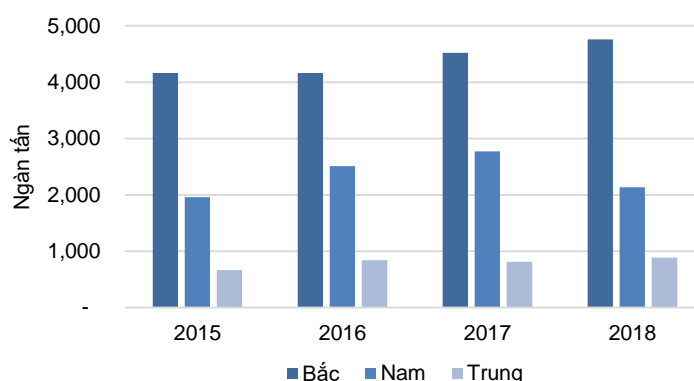
Nguồn: VSA, KIS

Hình 11. Thị phần tôn mạ năm 2018



Nguồn: VSA, KIS

Hình 12. Tiêu thụ thép dài theo vùng năm 2018



Nguồn: VSA, KIS

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH | Vốn hóa: 65,629 tỷ đồng | | | | |
|-----------------------------|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Đơn vị: Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| Doanh thu thuần | 33,283 | 46,162 | 55,836 | 74,459 | 87,047 |
| Tăng trưởng (%) | 21% | 39% | 21% | 33% | 17% |
| Thép | 28,855 | 39,738 | 47,037 | 63,959 | 75,311 |
| Nông nghiệp | 1,395 | 2,895 | 2,740 | 2,932 | 3,137 |
| Bất động sản | 435 | 760 | 1,642 | 912 | 469 |
| Khác | 2,598 | 2,768 | 4,417 | 6,656 | 8,130 |
| GVHB | 24,533 | 35,536 | 44,166 | 61,018 | 67,916 |
| Biên LN gộp (%) | 26% | 23% | 21% | 18% | 22% |
| Chi phí BH & QLDN | 895 | 1,004 | 1,121 | 1,813 | 2,131 |
| EBITDA | 9,499 | 11,595 | 12,555 | 15,246 | 22,327 |
| Biên lợi nhuận (%) | 28% | 25% | 22% | 20% | 26% |
| Khấu hao | 1,643 | 1,974 | 2,005 | 3,617 | 5,327 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 7,856 | 9,622 | 10,550 | 11,629 | 17,000 |
| Biên LN HĐKD (%) | 24% | 21% | 19% | 16% | 20% |
| Chi phí lãi vay ròng | 142 | 371 | 377 | 920 | 1,938 |
| % so với nợ ròng | 6% | -5,651% | 4% | 4% | 12% |
| Khả năng trả lãi vay (x) | 55.5 | 26 | 23 | 13 | 9 |
| Lãi/lỗ khác | -13 | 38 | - | - | - |
| Thuế | 1,096 | 1,274 | 1,471 | 1,199 | 1,674 |
| Thuế suất hiệu dụng (%) | 14% | 14% | 14% | 11% | 11% |
| Lợi nhuận ròng | 6,606 | 8,015 | 8,702 | 9,509 | 13,388 |
| Biên lợi nhuận (%) | 20% | 18% | 16% | 13% | 15% |
| Lợi ích CĐ thiểu số | 4 | 8 | 28 | 28 | 28 |
| LN cho công ty mẹ | 6,602 | 8,007 | 8,675 | 9,482 | 13,361 |
| Số lượng CP (triệu) | 843 | 1,517 | 2,124 | 2,124 | 2,124 |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 2,327 | 3,468 | 3,758 | 4,107 | 5,787 |
| Tăng EPS (%) | 82% | 49% | 8% | 9% | 41% |
| Cổ tức (VND) | 1,500 | - | - | - | 1,500 |
| Tỷ lệ trả cổ tức (%) | 21% | 0% | 0% | 0% | 26% |

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

| CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-----------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| Thay đổi vốn lưu động | 1,419 | 5,214 | -4,758 | 2,163 | 1,462 |
| Capex | 3,445 | 8,882 | 27,702 | 16,463 | 422 |
| Dòng tiền khác | -233 | -1,483 | 7,050 | - | - |
| Dòng tiền tự do | 3,619 | -2,624 | -19,287 | -5,500 | 16,831 |
| Phát hành cổ phiếu | 0 | 5,057 | - | - | - |
| Cổ tức | 1,102 | 4 | - | - | 3,186 |
| Thay đổi nợ ròng | -2,517 | -2,430 | 19,287 | 5,500 | -13,645 |
| Nợ ròng cuối năm | 1,208 | -1,221 | 18,066 | 23,565 | 9,920 |
| Giá trị doanh nghiệp | 66,943 | 64,518 | 83,823 | 89,350 | 75,732 |
| Tổng VCSH | 19,745 | 32,287 | 40,609 | 49,360 | 58,493 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 106 | 111 | 128 | 156 | 183 |
| VCSH | 19,745 | 32,287 | 40,481 | 49,204 | 58,310 |
| Giá trị sổ sách/cp (VND) | 7,613 | 15,202 | 19,060 | 23,167 | 27,454 |
| Nợ ròng/VCSH (%) | 6% | -4% | 44% | 48% | 17% |
| Nợ ròng/EBITDA (x) | 0.13 | -0.11 | 1.44 | 1.55 | 0.44 |
| Tổng tài sản | 33,227 | 53,022 | 78,225 | 93,234 | 89,791 |

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số) | 38.6% | 30.8% | 23.8% | 21.1% | 24.9% |
| ROA (%) | 19.9% | 15.1% | 11.1% | 10.2% | 14.9% |
| ROIC (%) | 34.2% | 31.8% | 20.0% | 15.6% | 21.1% |
| WACC (%) | 14.4% | 15.0% | 11.5% | 11.3% | 14.2% |
| PER (x) | 13.3 | 8.9 | 8.2 | 7.5 | 5.3 |
| PBR (x) | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| PSR (x) | 2.0 | 1.4 | 1.2 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA (x) | 7.3 | 5.7 | 6.7 | 5.9 | 3.4 |
| EV/Sales (x) | 2.0 | 1.4 | 1.5 | 1.2 | 0.9 |
| Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %) | 1.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 4.9% |

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.