

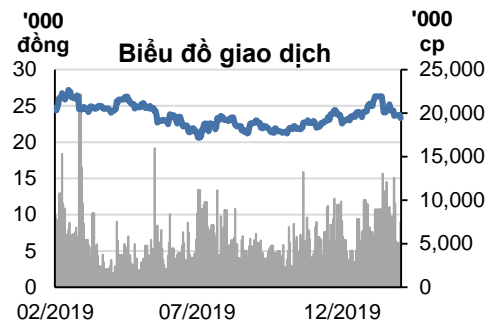
HPG (HOSE) Mở rộng là điều tất yếu

Đánh giá

MUA

Vật liệu xây dựng/Thép

Giá thị trường (VND)	23,300
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	28,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	20.2%
Suất sinh lợi cổ tức	0.0%
Suất sinh lợi bình quân năm	20.2%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-1%	-7%	2%	-6%
Tương đối	3%	-2%	9%	-4%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê

18/02/2020

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20.6k-27.2k
SL lưu hành (triệu cp)	2,761
Vốn hóa (tỷ đồng)	64,333
Vốn hóa (triệu USD)	2,769
% khối ngoại sở hữu	38.7%
SL cp tự do (triệu cp)	1,443.2
KLGD TB 3 tháng (cp)	6,451,256
VND/USD	23,233
Index: VNIndex / HNX	328/110

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

18/02/2020

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	32.4%
Dragon Capital	5.0%
Vinacapital	4.9%

Nguồn: Fiinpro

Chu Đức Vinh

Bất động sản – Chuyên viên phân tích

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

Covid-19 làm giảm tốc ngành thép

Chúng tôi giảm nhẹ mức tăng trưởng tiêu thụ thép dài năm 2020 tại Việt Nam xuống 4.5% n/n so với dự báo trước đó là 5.5% n/n, thấp hơn mức tăng 6.8% n/n trong 4Q2019 và 6.6% trong cả năm 2019 trong bối cảnh Covid-19 bùng phát, ảnh hưởng xấu đến ngành thép theo 2 cách: (1) giảm tăng trưởng GDP và (2) trì hoãn hoạt động xây dựng ở nhiều nơi

Chúng tôi cũng ước tính rằng giá bán trung bình có thể giảm 6-7% n/n. Cho đến hiện tại, giá quặng sắt, thép thanh và giá HRC tại Trung Quốc đã giảm 5%, 3% và 8% so với đầu năm

Thuế tự vệ chống lại ảnh hưởng của thép Trung Quốc

Chúng tôi hy vọng thuế tự vệ sẽ được gia hạn vào tháng 03/2020, bảo vệ thép trong nước khỏi tác động của Trung Quốc. Hiện nay, khi nhập khẩu vào Việt Nam, thép Trung Quốc sẽ được áp dụng mức thuế tự vệ 10.9% -17.3% khiến giá thép thanh của Trung Quốc cao hơn nhiều so với Việt Nam, nhờ đó hạn chế sản phẩm Trung Quốc đẩy vào Việt Nam.

Và lợi thế chi phí giúp Hòa Phát gia tăng thị phần

Với việc Dung Quất sẽ chạy toàn bộ trong năm 2020 giúp tăng cường lợi thế chi phí của Hòa Phát, thị phần nhiều khả năng sẽ là ưu tiên hàng đầu. Do đó, chúng tôi vẫn dự báo rằng Hòa Phát sẽ bán 3.8 triệu tấn thép dài trong năm 2020, tăng 36% n/n, tương ứng với việc mở rộng thị phần thép dài lên 35% từ 26% trong năm 2019. Chúng tôi lưu ý rằng sau khi lò cao đầu tiên chính thức vận hành, thị phần thép dài của Hòa Phát trong tháng 11 và tháng 12 đã vượt qua 30%. Chúng tôi cũng dự kiến sản lượng ống thép 2020 ở mức 0.8 triệu tấn, + 5.0% n/n.

Chúng tôi quan sát một số thay đổi chiến lược của những nhà sản xuất trong nước khác có thể mang lại lợi thế cho Hòa Phát. Đầu tiên, Posco SS Vina - nhà sản xuất thép lớn thứ ba ở miền Nam - đã bán 49% cổ phần cho Tập đoàn Yamato Kogyo của Nhật Bản vào ngày 13/12/2019. Sau đó, nhằm mục đích sinh lời, họ đã bán dây chuyền sản xuất thép thanh 0.5 triệu tấn và tập trung vào thép hình. Thứ hai, Pomina - nhà sản xuất thép lớn thứ hai ở miền Nam - có thể sẽ hoàn thành lò cao đầu tiên của mình với 0.8 triệu tấn trong 1Q2020. Tuy nhiên, do quy mô nhỏ hơn và thiếu kinh nghiệm trong vận hành lò cao, Pomina khó có thể trở thành đối thủ đáng chú ý của Hòa Phát

Dung Quất mở rộng tăng cường vị thế số 1

Hòa Phát đang đề xuất kế hoạch mở rộng Dung Quất với 3 triệu tấn HRC, 1 triệu tấn thép hình, 0.5 triệu tấn thép dây và 0.5 triệu tấn thép tròn cơ khí chế tạo. Tổng vốn đầu tư là 60 ngàn tỷ, trong đó 50 ngàn tỷ dành cho CAPEX với 20 ngàn tỷ sẽ được tài trợ bằng nợ vay. Theo quan điểm của chúng tôi, dự án này là cần thiết cho sự phát triển của ngành thép trong nước, vì vậy cần có sự bảo vệ và khuyến khích hơn nữa của Chính phủ.

Hiện tại, kế hoạch này đang ở giai đoạn đầu tìm kiếm sự chấp thuận từ cả cổ đông và Thủ tướng. Hòa Phát chia sẻ rằng dự án này có thể sẽ khởi công vào năm 2023 và chúng tôi dự kiến tiến độ xây dựng sẽ mất khoảng 2-4 năm. Trong khoảng thời gian 4-6 năm này, chúng tôi dự báo Hòa Phát có thể tạo ra khoảng 20 ngàn tỷ từ hoạt động cốt lõi của mình để tài trợ cho dự án này. Do đó, tác động ngắn hạn có thể chỉ là thiếu cổ tức tiền mặt trong khi gánh nặng tài chính và rủi ro pha loãng cổ phiếu trong những năm tiếp theo là không cao.

Duy trì khuyến nghị MUA

Trước bất kỳ sự kích cầu nào từ Chính phủ, chúng tôi kỳ vọng tác động tiêu cực ngắn hạn đến ngành thép Việt Nam. Tuy nhiên, với những lợi thế chính của Hòa Phát, chúng tôi duy trì ước tính trước đó về doanh thu và lợi nhuận ròng ở mức 76,018 tỷ đồng và 8,762 tỷ đồng, tăng 19.4% n/n và 12.9% n/n. Do đó, chúng tôi định giá cổ phiếu của HPG ở mức **28,000 đồng** vào cuối năm 2020 cho tổng lợi nhuận 20.2%. Duy trì khuyến nghị **MUA**.

Dự phóng

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	2020E	2021E
Doanh thu	13,001	14,261	14,188	14,386	14,963	15,633	15,087	17,975	63,658	76,018	85,550
<i>Thép</i>	10,874	11,736	11,889	11,924	11,964	12,171	12,291	14,453	50,878	62,331	71,389
<i>Nông nghiệp</i>	816	1,196	1,174	1,411	1,753	1,809	1,816	2,607	7,985	8,766	10,104
<i>Bất động sản</i>	660	406	303	304	437	656	255	275	1,622	1,622	626
<i>Khác</i>	651	923	822	747	809	998	725	641	3,172	3,299	3,431
Tăng trưởng DT năm (%)	26.7%	34.4%	13.1%	12.9%	15.1%	9.6%	6.3%	24.9%	14.0%	19.4%	12.5%
<i>Thép</i>	19.3%	31.3%	7.8%	11.9%	10.0%	3.7%	3.4%	21.2%	9.6%	22.5%	14.5%
<i>Nông nghiệp</i>	62.4%	134.4%	46.9%	30.1%	115.0%	51.3%	54.7%	84.8%	73.7%	9.8%	15.3%
<i>Bất động sản</i>	484.4%	13.9%	477.1%	27.2%	-33.8%	61.6%	-16.0%	-9.5%	-3.0%	0.0%	-61.4%
<i>Khác</i>	21.9%	14.5%	23.9%	-2.2%	24.2%	8.1%	-11.8%	-14.3%	0.9%	4.0%	4.0%
Lợi nhuận gộp	2,850	2,801	3,124	2,510	2,622	3,028	2,703	3,017	11,370	14,539	16,120
<i>Thép</i>	2,464	2,464	2,794	2,179	2,206	2,500	2,289	2,285	9,281	12,410	14,066
<i>Nông nghiệp</i>	0	43	96	133	154	91	160	468	874	890	1,026
<i>Bất động sản</i>	290	167	113	76	136	268	103	132	639	639	313
<i>Khác</i>	96	126	121	122	126	169	151	131	577	600	715
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.9%	19.6%	22.0%	17.4%	17.5%	19.4%	17.9%	16.8%	17.9%	19.1%	18.8%
<i>Thép</i>	22.7%	21.0%	23.5%	18.3%	18.4%	20.5%	18.6%	15.8%	18.2%	19.9%	19.7%
<i>Nông nghiệp</i>	0.0%	3.6%	8.1%	9.4%	8.8%	5.0%	8.8%	18.0%	10.9%	10.2%	10.2%
<i>Bất động sản</i>	43.9%	41.2%	37.1%	25.0%	31.2%	40.9%	40.4%	47.9%	39.4%	39.4%	50.0%
<i>Khác</i>	14.8%	13.7%	14.8%	16.4%	15.6%	16.9%	20.9%	20.5%	18.2%	18.2%	20.8%
Lợi nhuận hoạt động	2,592	2,580	2,883	2,108	2,308	2,653	2,326	2,641	9,928	12,817	14,182
Tăng trưởng (%)	19.5%	42.4%	16.9%	-22.1%	-11.0%	2.8%	-19.3%	25.3%	-5.9%	29.1%	10.6%
Biên LN (%)	19.9%	18.1%	20.3%	14.7%	15.4%	17.0%	15.4%	14.7%	15.6%	16.9%	16.6%
Lợi nhuận sau thuế	2,223	2,202	2,408	1,767	1,812	2,051	1,788	2,039	7,763	8,762	10,113
Tăng trưởng (%)	14.9%	43.2%	12.5%	-26.4%	-18.5%	-6.9%	-25.8%	15.4%	-9.7%	12.9%	15.4%
Biên LN (%)	17.1%	15.4%	17.0%	12.3%	12.1%	13.1%	11.8%	11.3%	12.2%	11.5%	11.8%

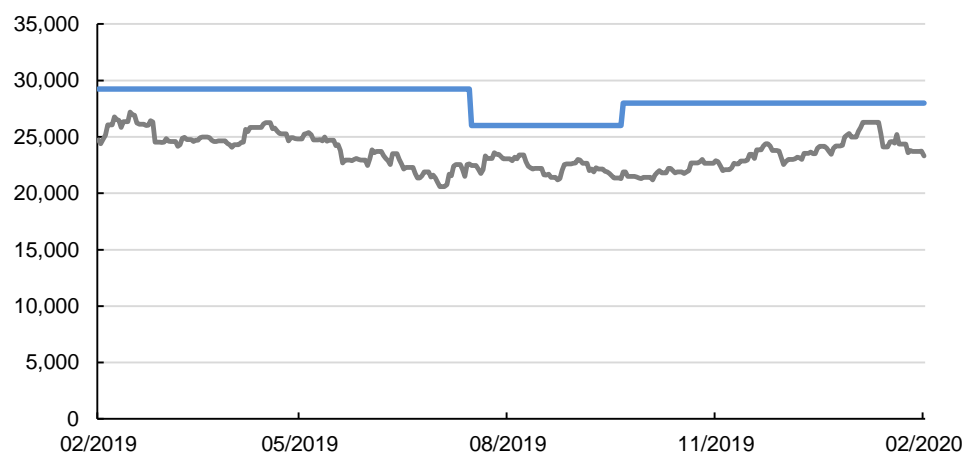
Nguồn: KIS ước tính

Định giá

Tỷ đồng	2020E	2021E
PE (x)	9.5	9.5
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,896	3,346
Giá mục tiêu	28,000	31,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	20.2%	
Suất sinh lợi cổ tức	0%	
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	20.2%	

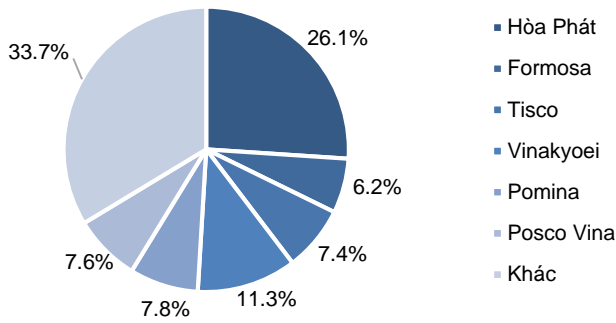
Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
HPG	18/12/2019	MUA	28,000	29,835
	02/12/2019	MUA	28,000	29,835
	08/10/2019	MUA	28,000	28,149
	02/08/2019	MUA	26,000	27,851
	03/04/2019	MUA	29,231	31,154



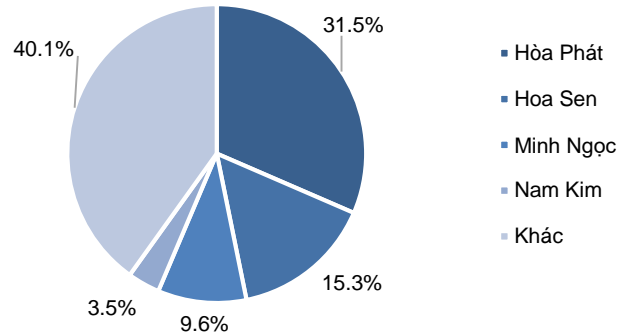
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Thị phần thép dài 2019



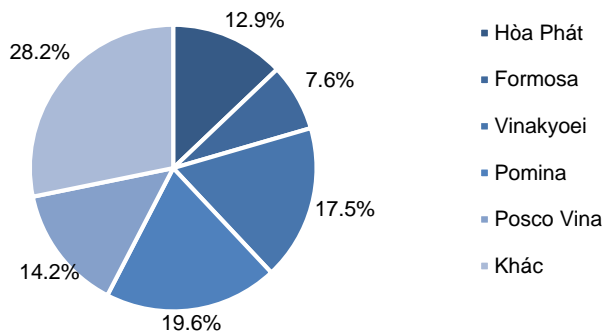
Nguồn: VSA, KIS

Hình 02. Thị phần thép ống 2019



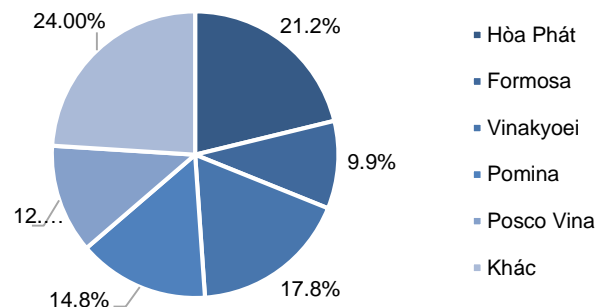
Nguồn: VSA, KIS

Hình 03. Thị phần thép dài miền Nam và Trung, 2018



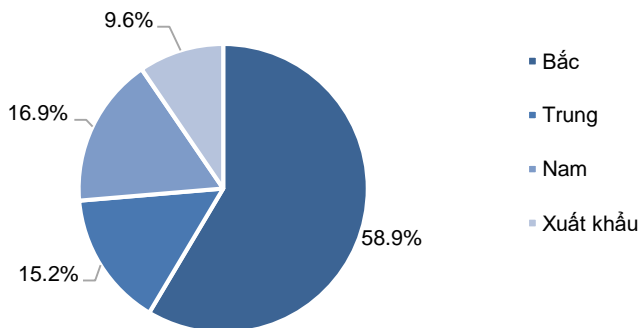
Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 04. Thị phần thép dài miền Nam và Trung, 2019



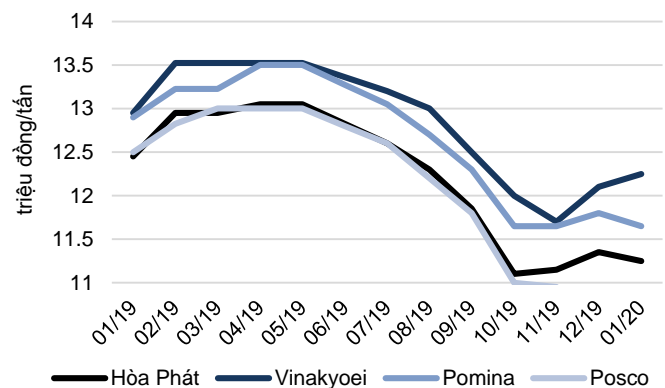
Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 05. Biến động giá quặng sắt



Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 06. Biến động giá thép dài



Nguồn: KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	46,162	55,836	63,658	76,018	85,550
Tăng trưởng (%)	39%	21%	14%	19%	13%
Thép	39,738	46,424	50,878	62,331	71,389
Nông nghiệp	2,895	4,596	7,985	8,766	10,104
Bất động sản	760	1,672	1,622	1,622	626
Khác	2,768	3,144	3,172	3,299	3,431
GVHB	35,536	44,166	52,288	61,479	69,430
Biên LN gộp (%)	23.0%	20.9%	17.9%	19.1%	18.8%
Chi phí BH & QLDN	1,004	1,121	1,442	1,722	1,938
EBITDA	11,626	12,810	12,566	17,455	19,732
Biên lợi nhuận (%)	25.2%	22.9%	19.7%	23.0%	23.1%
Khấu hao	2,005	2,260	2,638	4,638	5,550
Lợi nhuận từ HĐKD	9,622	10,550	9,928	12,817	14,182
Biên LN HĐKD (%)	20.8%	18.9%	15.6%	16.9%	16.6%
Chi phí lãi vay ròng	371	376	659	2,227	2,221
% so với nợ ròng	-5651%	4%	2%	7%	10%
Khả năng trả lãi vay (x)	25.9	28.0	15.1	5.8	6.4
Lãi/lỗ khác	38	-103	13	-	-
Thuế	1,274	1,471	1,518	1,828	1,848
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	15%	16%	17%	15%
Lợi nhuận ròng	8,015	8,601	7,763	8,762	10,113
Biên lợi nhuận (%)	17.4%	15.4%	12.2%	11.5%	11.8%
Lợi ích CĐ thiểu số	8	28	71	71	71
LN cho công ty mẹ	8,007	8,573	7,693	8,692	10,042
Số lượng CP (triệu)	1,517	2,124	2,761	2,761	2,761
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,689	2,965	2,619	2,896	3,346
Tăng EPS (%)	50%	10%	-12%	11%	16%

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)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	5,214	-5,447	1,436	1,404	1,083
Capex	8,875	27,594	21,622	4,638	5,550
Dòng tiền khác	-1,445	8,012	4,307	0	0
Dòng tiền tự do	-2,624	-19,298	-16,963	7,358	9,030
Phát hành cổ phiếu	5,057	11	-	-	-
Cổ tức	4	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-2,430	19,287	16,963	-7,358	-9,030
Nợ ròng cuối năm	-1,221	18,066	35,029	27,671	18,641
Giá trị doanh nghiệp	49,863	69,166	86,185	78,898	69,939
Tổng VCSH	32,398	40,623	47,788	55,855	65,164
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	127	183	253	324
VCSH	32,287	40,496	47,605	55,601	64,840
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11,694	14,667	17,241	20,138	23,484
Nợ ròng / VCSH (%)	-4%	44%	73%	50%	29%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0.1	1.4	2.8	1.6	0.9
Tổng tài sản	53,022	78,223	101,791	103,195	104,278

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018	2019	2020E	2021E
ROE (%)					
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	30.8%	23.6%	17.5%	16.8%	16.7%
ROA (%)	15.1%	11.0%	7.6%	8.5%	9.7%
ROIC (%)	31.8%	19.8%	11.7%	12.7%	14.2%
WACC (%)	15.0%	11.5%	9.5%	11.9%	13.4%
PER (x)	8.9	8.1	9.2	8.3	7.2
PBR (x)	0.9	1.0	1.1	0.9	0.8
PSR (x)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	4.3	5.4	6.9	4.5	0.0
EV/Sales (x)	1.1	1.2	1.4	1.0	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

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

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

BÁN: 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**.