

Ngành **Thép** **Tâm điểm Dung Quất**

Đánh giá **TRUNG LẬP**

**Nội dung**

**1. Biên gộp về vùng đáy**

**2. Thép dài: Dung Quất thay đổi cuộc chơi**

**3. Diễn biến tương tự ở thị trường thép dẹt**

**4. Các rủi ro**

**5. Cổ phiếu theo dõi**

**6. Cổ phiếu khuyến nghị: HPG**

**Cổ phiếu khuyến nghị**

**HPG: TĂNG TỶ TRỌNG (28,000đ/ 26%)**

	2018	2019F	2020F
PE (x)	7.7	9.1	7.8
PB (x)	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	5.2	6.2	4.3
DY (%)	0%	0%	4%
EPS (VND)	2,965	2,533	2,957
BPS (VND)	14,667	17,199	19,156

- Giai đoạn 1 Dung Quất sẽ đẩy mạnh mảng thép dài. Năng lực tài chính vượt trội là chìa khóa cho sức tồn tại lâu dài
- Hòa Phát sẽ thâm nhập sâu vào thị trường thép dẹt với dự án tôn mạ Hưng Yên và giai đoạn Dung Quất với sản phẩm HRC
- Khả năng sinh lời cải thiện nhờ vào giá đầu vào thuận lợi hơn

**Quan điểm đầu tư:**

- **Biên gộp về vùng đáy.** Hầu hết nhà sản xuất thép đều có kết quả kinh doanh 2019 tiêu cực do tình trạng dư cung kéo dài và biến động mạnh của thép với việc giá quặng tăng mạnh trong khi giá thép phế liệu và thép thành phẩm giảm. Chúng tôi thấy 2 yếu tố tích cực ngăn biên rớt mạnh hơn trong năm 2020 đó là (1) Trung Quốc cắt giảm sản lượng để thực hiện mục tiêu trong năm cuối chương trình Bầu trời xanh (2) nguồn cung quặng sắt ổn định hơn giúp giảm chi phí đầu vào cho nhà sản xuất BOF
- **Dung Quất thay đổi thị trường thép dài trong nước.** Giai đoạn đầu của Dung Quất sẽ làm tăng gấp đôi công suất thép dài của Hòa Phát (HSX: HPG) lên mức 4.35 triệu tấn mỗi năm. Hòa Phát sẽ giành thị phần quyết liệt khi dự án này đi vào vận hành. Chúng tôi ước tính Hòa Phát sẽ cung cấp 3.88 triệu tấn thép trong 2020, tương đương thị phần 35% so với mức thị phần 25% năm 2019. Tình trạng dư cung ngắn hạn có thể làm giảm lợi nhuận các nhà sản xuất trong nước.
- **Cuộc chơi tương tự đối với thép dẹt.** Chúng tôi ước tính sự sụt giảm nghiêm trọng thép xuất khẩu sẽ làm trầm trọng thêm tình trạng thừa cung nội địa. Với việc Hòa Phát sẽ chính thức tham gia thị trường thép dẹt với nhà máy tôn mạ Hưng Yên và giai đoạn 2 Dung Quất với sản phẩm HRC, sẽ khiến cho việc định hình lại thị trường thép dẹt càng cần chú ý hơn.

**Rủi ro:**

- **Thuế cho HRC.** Theo quan điểm của chúng tôi, chúng tôi thấy những nỗ lực từ chính phủ để phát triển ngành thép trong nước nói chung và phân khúc HRC nói riêng. Do đó, một loại thuế quan mới như thuế quan tự vệ có thể được đưa ra bàn, điều này sẽ định hình lại thị trường thép trong nước nhanh hơn và đáng kể hơn

**Kết luận:**

- Chúng tôi tin rằng ngành công nghiệp thép sẽ có tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ vào quá trình tất yếu công nghiệp hóa và đô thị hóa của Việt Nam. Tuy nhiên, việc vận hành của Dung Quất và Formosa Hà Tĩnh sẽ tái định hình mạnh mẽ thị trường thép nội địa trong ngắn hạn. Cạnh tranh sẽ quyết liệt hơn làm thu hẹp biên lợi nhuận bất chấp rủi ro nguyên liệu đầu vào thấp hơn. Vì vậy, chúng tôi có quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành thép trong năm 2020.

- Cổ phiếu khuyến nghị: **HPG**

**Chu Đức Vĩnh**

**Bất động sản – Chuyên viên phân tích**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

02-12-2019

**Phòng Phân Tích - KIS Việt Nam**

Trang 1

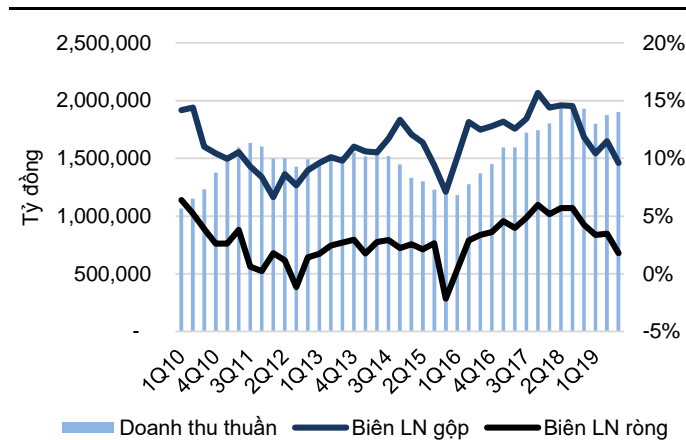
**Bloomberg: KISV <GO>**

## 1. Biên gộp về vùng đáy

Ngành thép đã trải qua năm 2019 với những kết quả tiêu cực do tình trạng dư cung và sự biến động mạnh mẽ của giá nguyên liệu đầu vào. Cụ thể, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của 16 nhà sản xuất thép lớn nhất châu Á đã giảm xuống 9.6% trong 3Q2019, mức thấp nhất kể từ năm 2016. Lưu ý rằng trong 10 năm qua, biên gộp tạo hai đáy ở mức 6.6% và 7.1% trong 1Q2012 và 4Q2015. Tương tự, các nhà sản xuất thép Việt Nam cũng đang đối mặt tình trạng thu hẹp biên lợi nhuận gộp.

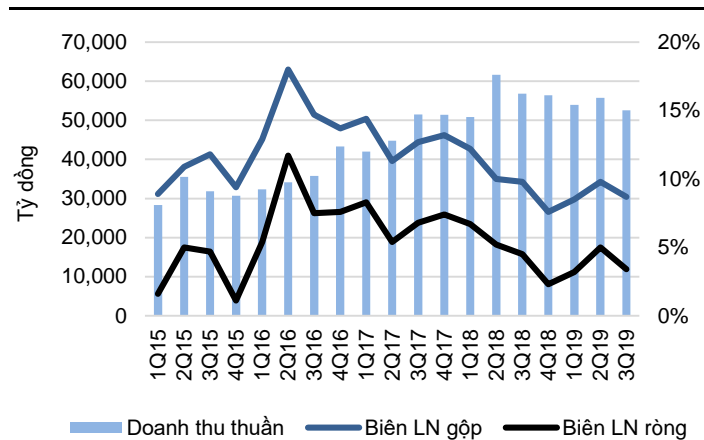
Mặc dù không chắc chắn về đáy biên gộp tiếp theo, chúng ta thấy hai điểm tích cực ngăn chặn biên gộp năm 2020 khỏi cú giảm sốc nữa đó là việc cắt giảm sản lượng từ Trung Quốc và nguồn cung quặng sắt ổn định hơn.

Hình 01. KQKD của 16 nhà sản xuất thép lớn nhất Châu Á



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 02. KQKD của doanh nghiệp thép Việt Nam



Nguồn: Fiinpro, KIS

### 1.1. Trung Quốc cắt giảm sản lượng quyết liệt hơn

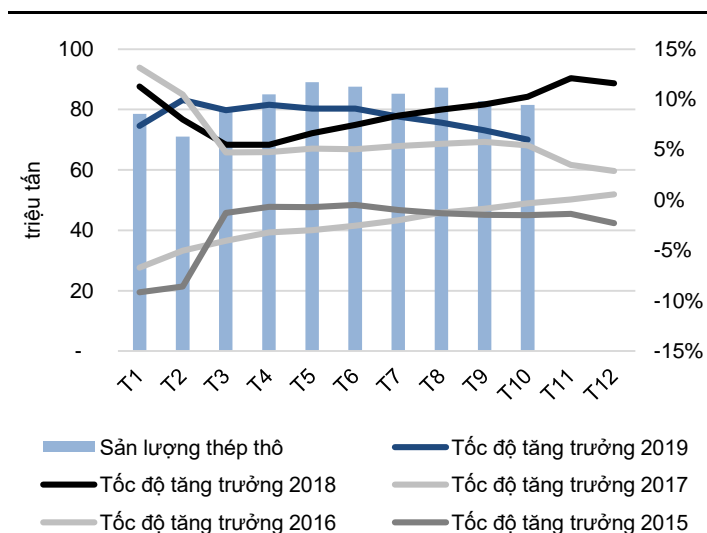
Tình trạng dư cung đã làm lu mờ thị trường thép toàn cầu trong những năm gần đây. Trong 9T2019, chúng tôi nhận thấy sự suy giảm tiêu thụ thép tại các nước phát triển, với mức giảm 3.8% n/n ở châu Âu và 0.9% n/n tại Nhật Bản. Ở Hoa Kỳ, trong khi mức tiêu thụ chỉ tăng 0.4% n/n, thì sản xuất tăng 3.5% n/n.

Với Trung Quốc (chiếm 50% sản lượng thép toàn cầu), sản xuất thép mạnh dẫn đến tồn kho lớn trong 1Q19 và 3Q19, vượt qua đỉnh 2015. Tuy nhiên, điểm sáng là sau khi đạt đỉnh 12.1% n/n vào tháng 11 năm 2018, tốc độ tăng trưởng sản xuất đã giảm dần xuống còn 9% n/n trong những tháng 1H2019 và chỉ 6% n/n vào tháng 10.

Quay về năm 2013, Trung Quốc đã đề ra các chính sách bảo vệ môi trường trong kế hoạch 5 năm. Trong năm 2017 - năm cuối cùng của kế hoạch, tăng trưởng sản xuất đã chứng kiến sự chậm lại đáng kể. Sau đó, chính phủ Trung Quốc đã công bố kế hoạch kéo dài 3 năm có tên là “Bầu trời xanh” năm 2018. Vì năm 2020 là năm cuối

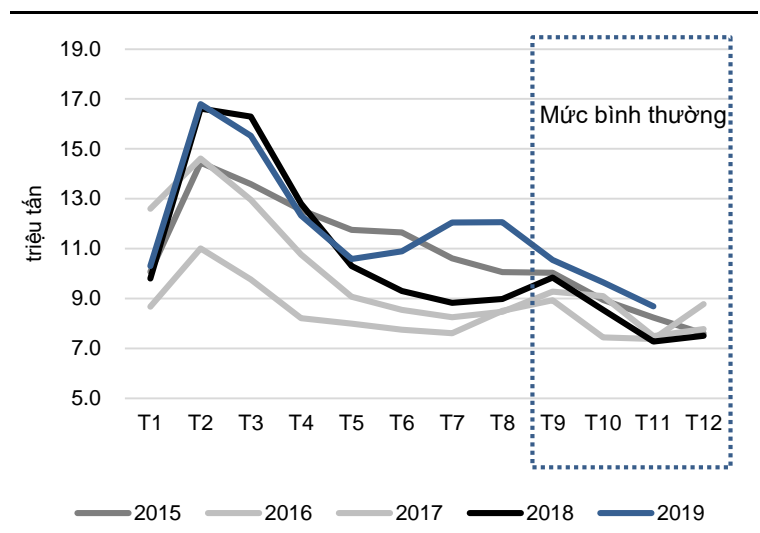
cùng của kế hoạch mở rộng, chúng tôi hy vọng sẽ thấy diễn biến tương tự như năm 2017 khi Trung Quốc tích cực hơn với các mục tiêu môi trường

Hình 03. Sản xuất thép của Trung Quốc



Nguồn: NBS, KIS

Hình 04. Tồn kho thép thanh, thép dây, HRC và CRC của TQ



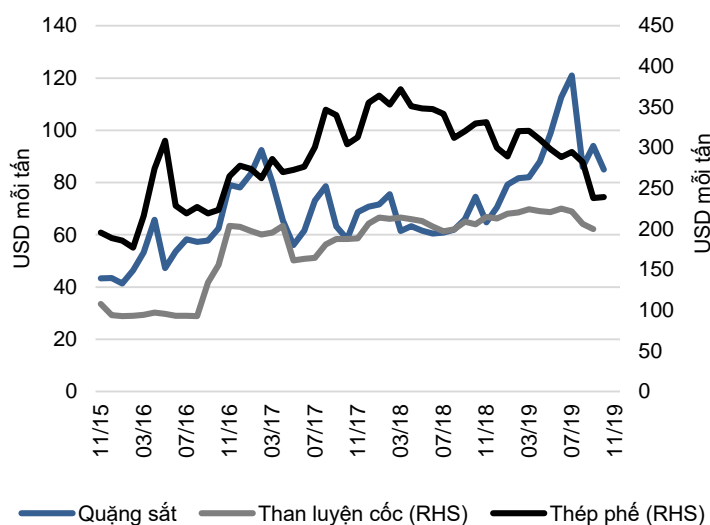
Nguồn: SteelHome, Bloomberg, KIS

1.2. Nguồn cung quặng sắt ổn định giúp giảm chi phí cho nhà sản xuất BOF

Một yếu tố khác góp phần vào hiệu suất kém của năm 2019 là sự dịch chuyển ngược chiều của giá thép phế liệu và quặng sắt trong bối cảnh xu hướng giảm giá thành phẩm. Trong khi các nhà sản xuất EAF (chiếm 30% tổng lượng thép thô năm 2018) được hưởng mức giảm 13.7% n/n của giá phế liệu, thì các đồng nghiệp BOF của họ đã phải chịu sự gia tăng chi phí quặng sắt vì thiếu nguồn cung. Việc đình chỉ hoạt động bất ngờ của Vale ở Brazil và ảnh hưởng cơn bão Veronica ở Úc đã khiến giá quặng sắt tăng 70% n/n lên hơn 120 USD/tấn (Bloomberg: IOECAU62).

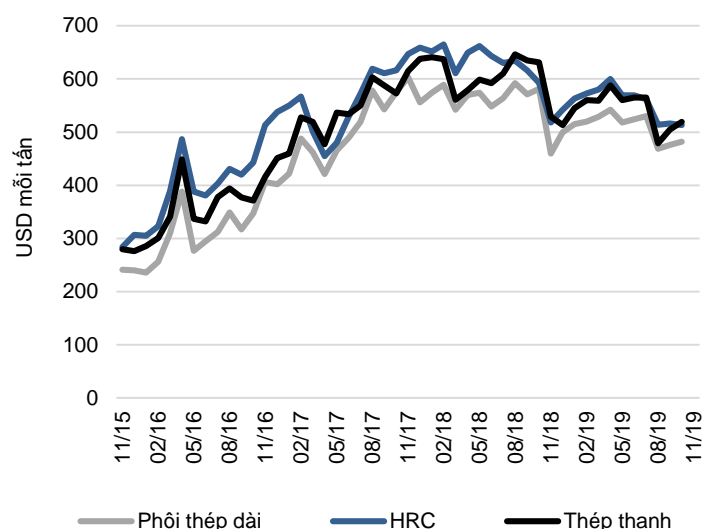
Tuy nhiên, với việc Vale, Rio Tinto, BHP và Fortescue hoạt động trở lại bình thường, sản lượng quặng sắt của họ đang cải thiện và chỉ giảm -5.8% n/n trong 3Q2019 từ mức -10.6% của 2Q2019, khiến giá quặng sắt trở điều chỉnh về mức 85 USD/tấn cuối tháng 10. Vale cũng đã cập nhật kế hoạch khai thác quặng sắt cho 1Q2020 vào khoảng 70-75 triệu tấn, tương đương 96%-103% sản lượng trong 1Q2019, cho thấy sự phục hồi hoàn toàn. Do đó, chúng tôi hy vọng nguồn cung sắt ổn định hơn sẽ giảm chi phí đầu vào cho các nhà sản xuất BOF vào năm 2020.

Hình 05. Biến động giá nguyên liệu đầu vào



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Biến động giá thành phẩm và bán thành phẩm



Nguồn: Bloomberg, KIS

## 2. Thép dài: Dung Quất thay đổi cuộc chơi

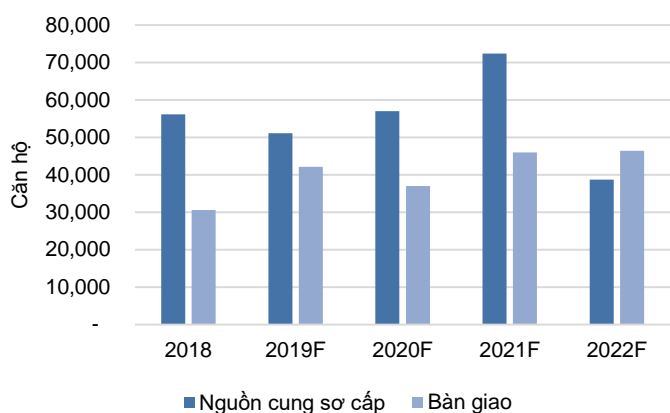
### 2.1. Tiêu thụ yếu tiếp diễn

Chúng tôi ước tính tăng trưởng tiêu thụ thép dài của Việt Nam sẽ giảm xuống chỉ còn 5.5% n/n trong năm 2019, so với mức tăng trưởng mạnh hơn 11.4% n/n và 10.2% n/n trong năm 2017 và 2018. Tiêu thụ yếu hơn đến từ cả thị trường xuất khẩu và trong nước.

Đối với thị trường xuất khẩu, mặc dù Campuchia tăng trưởng mạnh, thị trường Hàn Quốc và Thái Lan sụt giảm nhu cầu giảm làm cho tổng xuất khẩu chỉ tăng 6.5% n/n trong 10T2019, so với mức tăng 34.1% n/n của năm 2017.

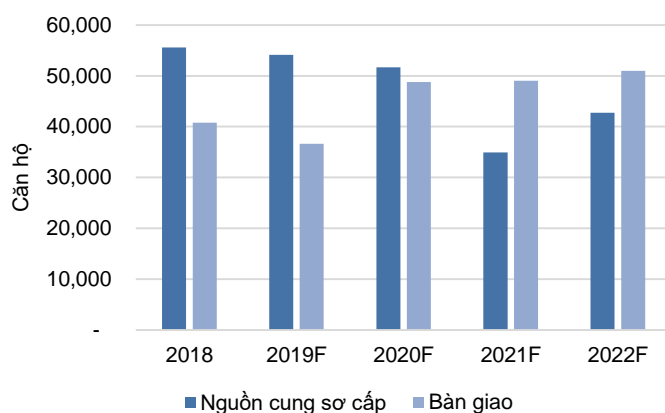
Đối với thị trường nội địa chiếm 90% tổng nhu cầu, chính quyền địa phương ở một số thành phố cấp 1 đã tiến hành kiểm tra lại quy trình phê duyệt của nhiều dự án bất động sản và khiến tiêu thụ thép bị chậm lại. Tại thành phố Hồ Chí Minh, Savills ước tính nguồn cung căn hộ giảm 9% n/n trong năm 2019. Mặc dù tình trạng này có thể duy trì đến cuối năm 2020, chúng tôi thấy rằng một số nhà phát triển đã bắt đầu tìm kiếm cơ hội mới ở các thành phố cấp 2, sẽ thúc đẩy nhu cầu thép. Do đó, chúng tôi ước tính tăng trưởng tiêu thụ thép dài sẽ ổn định ở mức 5.5 n/n vào năm 2020

Hình 07. Thị trường căn hộ TP.HCM



Nguồn: Savills, KIS

Hình 08. Thị trường căn hộ Hà Nội

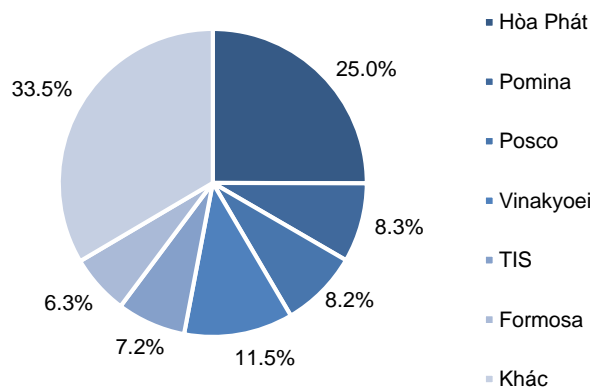


Nguồn: Savills, KIS

## 2.2. Dung Quất – Hòa Phát cạnh tranh thị phần mạnh mẽ

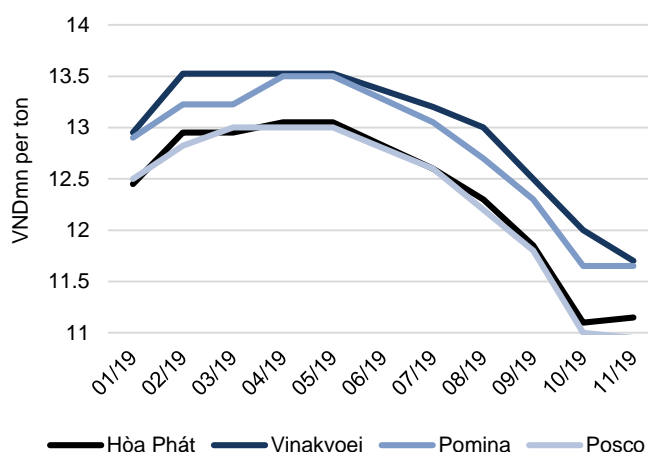
Giai đoạn đầu tiên của dự án Dung Quất, dự kiến hoạt động hoàn toàn từ đầu năm 2020, tăng gấp đôi công suất thép dài của Hòa Phát (HSX: HPG) lên 4,35 triệu tấn mỗi năm. Với nhu cầu thị trường, công suất tăng thêm tương đương với 18% tổng mức tiêu thụ của thị trường, gây ra tình trạng dư cung ngắn hạn. Do đó, sẽ có một cuộc chiến ngắn hạn để giành thị phần, làm tổn hại lợi nhuận của các nhà sản xuất địa phương. Từ đầu năm đến nay, giá thép của Hòa Phát giảm 10.8%, nhanh hơn các công ty cùng ngành khác như Pomina và VinaKyoiei. Chúng tôi ước tính rằng Hòa Phát sẽ cung cấp 3.88 triệu tấn vào năm 2020, tăng + 1.13 triệu tấn n/n, dẫn đến thị phần đạt 35% từ mức 25% hiện tại.

Hình 09. Thị phần thép dài Việt Nam



Nguồn: VSA, KIS

Hình 10. Giá thép của một số sản xuất thép miền Nam



Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

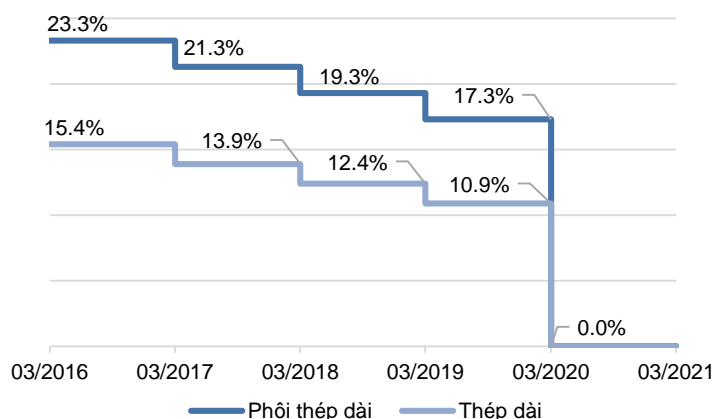
### 2.3. Kỳ vọng thuế tự vệ được gia hạn

Việt Nam đang áp dụng thuế tự vệ đối với phôi thép nhập khẩu và thép dài từ tháng 3 năm 2016 đến tháng 3 năm 2020. Nhờ vậy, thép Trung Quốc mất lợi thế về mặt giá cả so với các công ty thép trong nước giúp cho các năm 2016, 2017, 2018 và thậm chí 10T2019 đã chứng kiến sự sụt giảm đáng kể của nhập khẩu thép Trung Quốc.

Sau khi nhận được yêu cầu từ Hòa Phát và Vinasteel - 2 trong số 4 nguyên đơn trong cuộc điều tra thuế tự vệ trước đó, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 2605 / QĐ-BCT để điều tra xem có nên gia hạn hay không thuế tự vệ hiện tại vào ngày 22 tháng 8 năm 2019. Trong bối cảnh gia tăng chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu và thực tế là Bộ KH & ĐT tích cực thúc đẩy các hoạt động để bảo vệ các nhà sản xuất địa phương trong năm 2019, có khả năng cao chính sách thuế quan này sẽ được gia hạn sau tháng 3 năm 2020.

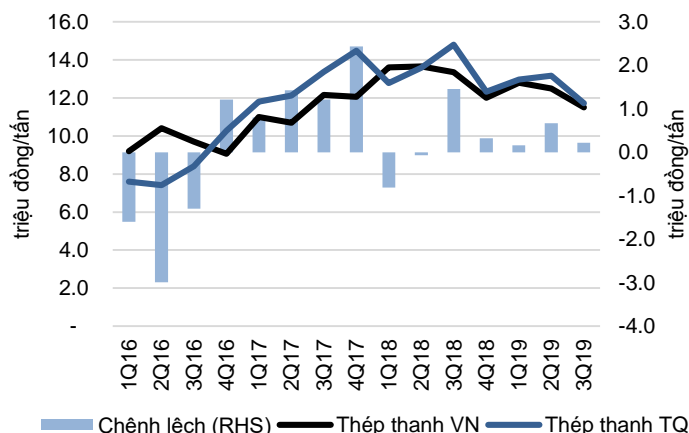
Trong trường hợp xấu nhất, nếu thuế tự vệ không được, chúng tôi ước tính rằng áp lực từ nhập khẩu thép của Trung Quốc sẽ không còn cao như trước năm 2016. Việc thu hẹp hàng tồn kho của Trung Quốc và thu hẹp chênh lệch giá giữa thép Trung Quốc và Việt Nam sẽ không khuyến khích các nhà sản xuất Trung Quốc xuất khẩu sang Việt Nam.

Hình 11. Thuế tự vệ hiện tại đối với thép dài và phôi thép



Nguồn: MoIT, KIS

Hình 12. Chênh lệch giá thép thanh TQ và Việt Nam



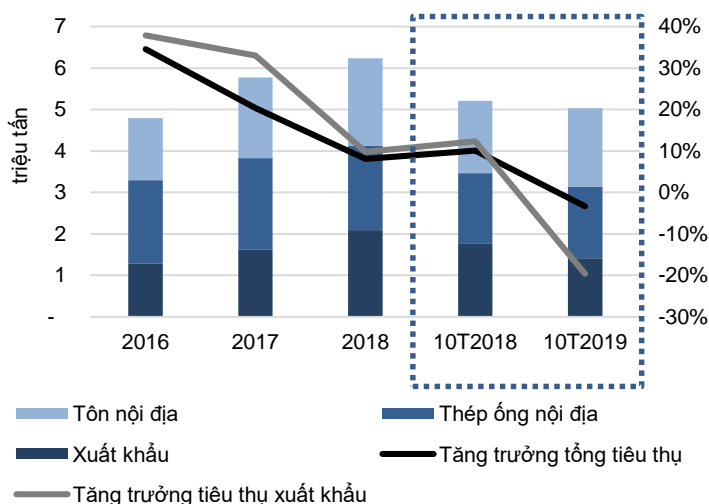
Nguồn: Bloomberg, VSA, Finpro, KIS

## 3. Diễn biến tương tự ở thị trường thép dẹt

### 3.1. Thị trường xuất khẩu khó khăn làm tăng áp lực lên thị trường nội địa

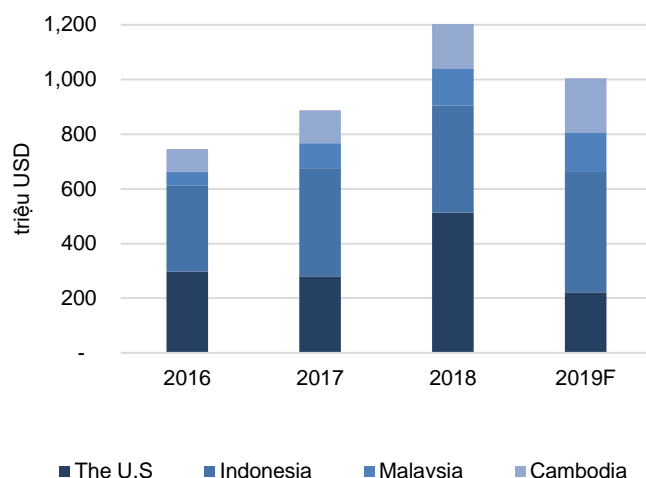
Năm 2018 là năm chủ nghĩa bảo hộ gia tăng, khiến cho xuất khẩu khó khăn hơn là luận điểm đầu tư chính của chúng tôi cho triển vọng thép năm 2019. Trên thực tế, xuất khẩu đã bị thiệt hại nặng nề, dẫn đến áp lực cao đối với các nhà sản xuất trong nước. Cụ thể, tổng xuất khẩu thép dẹt thu hẹp 19.6% n/n trong 10T2019, so với mức tăng trưởng lần lượt là 9.8% n/n và 33.0% t/t trong năm 2018 và 2017.

Hình 13. Tiêu thụ thép dẹt theo thị trường và sản phẩm



Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

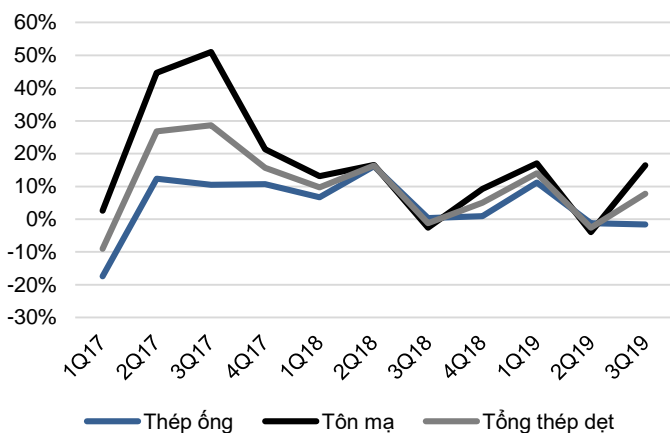
Hình 14. Thị trường xuất khẩu tôn mạ chính



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, KIS

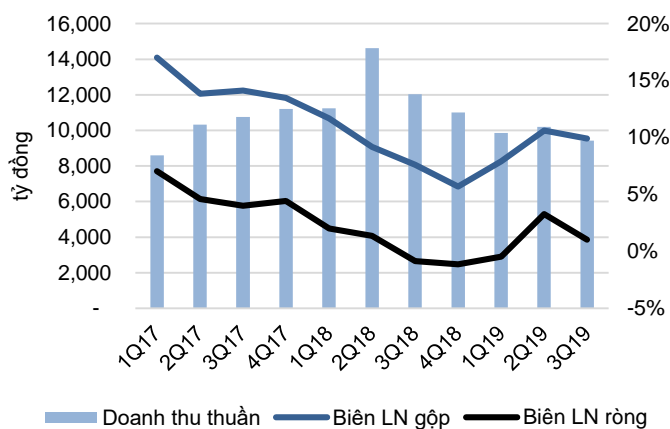
Suy giảm xuất khẩu nghiêm trọng đã làm xấu đi mức tiêu thụ chung. Cụ thể, mặc dù mức tiêu thụ nội địa tăng 4.9% n/n trong 10T2019, nhưng tổng mức tiêu thụ thép dẹt giảm 3.3% n/n. Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) và Tập đoàn Nam Kim (HSX: NKG) chứng kiến doanh thu quý 3/2019 giảm xuống mức thấp nhất trong 3 năm qua. Cùng với việc giảm giá HRC 10% n/n, họ cũng trải qua lợi nhuận tòi tệ nhất trong 5 năm qua. Trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ toàn cầu, chúng tôi giữ quan điểm tiêu cực đối với thị trường xuất khẩu của Việt Nam, do đó gây thêm áp lực cho thị trường nội địa vào năm 2020

Hình 15. Tăng trưởng tiêu thụ nội địa theo quý (% n/n)



Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 16. Kết quả kinh doanh HSG và NKG



Nguồn: Fiinpro, KIS

### 3.2. Chiến lược khác nhau trong bối cảnh khó khăn

Đối phó với thời kỳ đen tối này, mỗi nhà sản xuất có cách tiếp cận khác nhau. Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) đã cơ cấu lại hoạt động và quản lý kênh phân phối của họ để giảm chi phí quản lý chung, chi phí lãi vay và chuyển sự tập trung sang mục

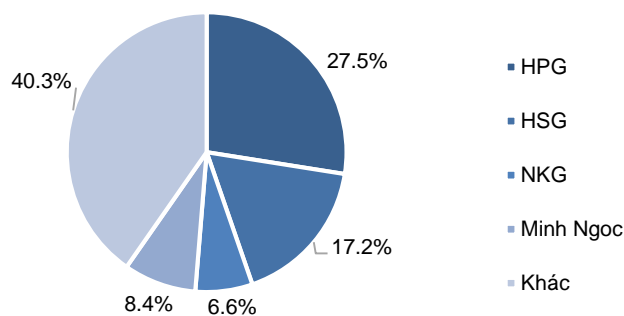
tiêu lợi nhuận thay vì thị phần. Chúng tôi thấy rằng thị phần của Tập đoàn Hoa Sen trong phân khúc tôn mạ và thép ống đã giảm xuống 29.5% và 15.6% trong 10T2019 từ 33.3% và 17.2% trong năm 2018. Ban lãnh đạo cho biết họ sẽ duy trì thị phần trên 30% trong những năm tới.

Ngược lại, mặc dù thị trường ống thép bị đình trệ, Tập đoàn Hòa Phát đã tăng thị phần lên 31.0% trong 10T2019 từ mức 27.5% của năm 2018.

Trong khi đó, đối với Tập đoàn Nam Kim (HSX: NKG), sau khi BoD cũ được thay thế bởi đại diện của SMC (HXS: SMC) sau Đại hội cổ đông vào ngày 29 tháng 6 năm 2019, công ty bắt đầu bán các dự án không hiệu quả để giảm nợ, thoát khỏi thị trường thép ống trong tháng 7 và chú ý nhiều hơn về phân khúc tôn mạ. Tuy nhiên, vào tháng 11, công ty đã phê duyệt kế hoạch đầu tư một nhà máy thép ống 150k tấn mới tại tỉnh Quảng Nam để mở rộng theo chiều ngang đến miền Trung Việt Nam.

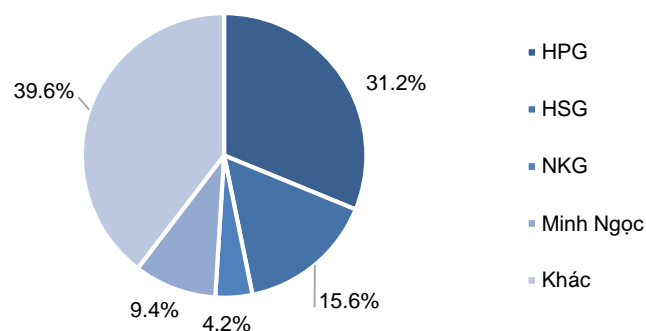
Đối với Tập đoàn Đông Á (không niêm yết), họ tiếp tục đẩy khối lượng bán hàng và giành thị phần tôn mạ lên 17.8% trong 10T2019 từ 16.5% trong năm 2018.

Hình 17. Thị phần thép ống Việt Nam, 2018



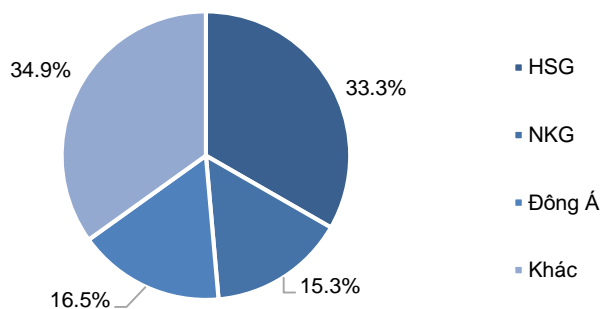
Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 18. Thị phần thép ống Việt Nam, 10T2019



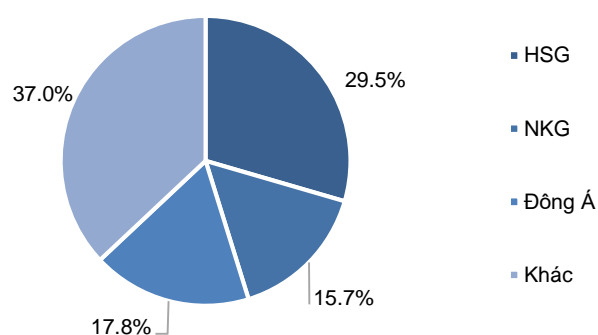
Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 19. Thị phần tôn mạ Việt Nam, 2018



Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS

Hình 20. Thị phần tôn mạ Việt Nam, 10T2019



Nguồn: VSA, Fiinpro, KIS



### 3.3. Đối thủ mới đầy tiềm năng

Năm 2020, Hòa Phát sẽ chính thức tham gia thị trường thép tấm bằng cách đưa nhà máy tôn mạ tại tỉnh Hưng Yên vào hoạt động, làm trầm trọng thêm tình hình dư cung hiện nay. Công suất thiết kế của nhà máy này là 400,000 tấn, tương đương 10% lượng tiêu thụ thị trường. Hòa Phát nhiều khả năng sẽ theo đuổi mục tiêu thị phần thay vì mục tiêu lợi nhuận cho dự án tôn mạ Hưng Yên như cách họ lên kế hoạch cho dự án thép dài Dung Quất. Đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Hòa Phát là Tập đoàn Hoa Sen, một trong số ít các nhà sản xuất tôn mạ có nhà máy ở miền Bắc.

Lợi thế chính của Hòa Phát sẽ chỉ xuất hiện khi giai đoạn thứ hai của dự án Dung Quất hoàn thành trong nửa cuối 2020, có khả năng 2 triệu tấn HRC mỗi năm và hoàn thành chuỗi giá trị đầy đủ của phân khúc thép dẹt.

## 4. Các rủi ro

### Thuế cho HRC

Vào tháng 09/2019, Bộ Tài chính đã đề xuất kế hoạch tăng nhập khẩu (MFN) đối với thép cuộn cán nóng (HRC) từ 0% lên 5% để tăng doanh thu của chính phủ, cải thiện cán cân thương mại và bảo vệ ngành thép trong nước. Tuy nhiên, sau khi thu thập ý kiến từ những các nhà sản xuất nội địa rằng nguồn cung nội địa HRC không đủ sẽ làm hại ngành công nghiệp thép trong nước hơn là bảo vệ và HRC nhập từ Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng, Bộ Tài chính đã hủy kế hoạch này.

Theo quan điểm của chúng tôi, chúng tôi thấy những nỗ lực từ chính phủ để phát triển ngành thép trong nước nói chung và phân khúc HRC nói riêng. Do đó, một loại thuế quan mới như thuế quan tự vệ có thể được đưa ra bàn, điều này sẽ định hình lại thị trường thép trong nước nhanh và mạnh mẽ hơn.

## 5. Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & Giá mục tiêu			Thu nhập và Định giá										
Công ty			D.Thu (tỷ đồng)	EBIT (tỷ đồng)	NPAT (tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBIT DA (x)	DY (%)	
<b>HPG</b> (HOSE)	Khuyến nghị	TĂNG TỶ TRỌNG	2016	33,283	7,856	6,606	1,799	5,856	12.7	0.6	38.6%	5.2	1.6%
	Giá mục tiêu (đồng)	28,000	2017	46,162	9,622	8,015	2,689	11,694	8.5	0.8	30.8%	4.1	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	22,950	2018	55,836	10,550	8,601	2,965	14,667	7.7	0.9	23.6%	5.2	0.0%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	63,367	2019E	62,617	9,896	7,466	2,533	17,199	9.0	1.0	16.9%	6.1	0.0%
				2020E	76,062	12,735	8,901	2,957	19,156	7.7	0.9	17.7%	4.2
<b>HSG</b> (HOSE)	Khuyến nghị	TRUNG LẬP	2017	26,149	2,104	1,332	2,925	14,771	2.8	0.6	28.6%	5.3	10.1%
	Giá mục tiêu (đồng)	8,100	2018	34,441	1,266	409	937	13,381	8.7	0.6	7.9%	7.6	5.6%
	Giá hiện tại (đồng)	7,850	2019U	28,035	970	361	828	12,913	9.8	0.6	6.8%	6.0	0.0%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	3,322	2020E	26,341	1,270	468	1,072	13,485	7.6	0.6	8.4%	4.8	6.1%
				2021E	27,326	1,128	359	808	13,293	10.1	0.6	6.3%	4.9
<b>NKG</b> (HOSE)	Khuyến nghị	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	2016	8,936	796	518	2,845	23,888	2.5	0.3	46.7%	5.7	0.0%
	Giá mục tiêu (đồng)		2017	12,619	1,024	708	3,887	22,619	1.8	0.3	31.3%	5.8	10.2%
	Giá hiện tại (đồng)	6,100	2018	14,812	390	57	293	16,325	23.9	0.4	1.9%	7.1	0.0%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	1,110	2019E	12,013	132	195	998	17,323	7.0	0.4	6.4%	7.3	0.0%
				2020E	11,464	226	303	1,550	18,873	4.5	0.4	9.2%	5.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

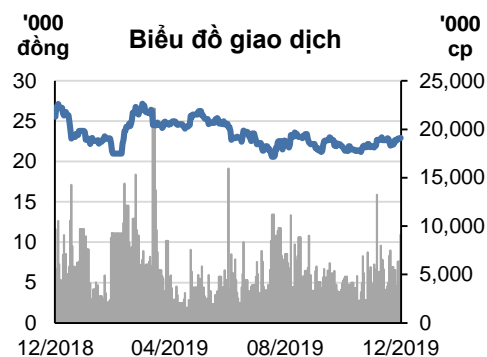
Dữ liệu vào ngày 29/11/2018

## 6. Cổ phiếu khuyến nghị: HPG

## Cổ phiếu

HPG **Tất nhiên là Dung Quất!**Đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG**

Giá thị trường (VND)	<b>22,950</b>
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	<b>28,000</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	22.0%
Suất sinh lợi cổ tức	4.4%
<b>Suất sinh lợi bình quân năm</b>	<b>26.4%</b>



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
<b>Tuyệt đối</b>	-4%	5%	3%	-10%
<b>Tương đối</b>	-13%	10%	5%	-16%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê **02-12-2019**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	20.6k-27.2k
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	2,761
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	63,367
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	2,734
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	37.7%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	1,439.5
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	4,765,818
<b>VND/USD</b>	23,173
<b>Index: VNIndex/HNX</b>	959/101

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu **02-12-2019**

<b>Chủ tịch và người liên quan</b>	32.4%
<b>Dragon Capital</b>	5.0%
<b>Vinacapital</b>	4.9%
<b>CEO Trần Tuấn Dương</b>	2.7%

## Quan điểm đầu tư:

- **Giai đoạn 1 của Dung Quất sẽ đẩy mạnh mảng thép dài.** Giai đoạn 1 sẽ hoạt động toàn bộ từ đầu 2020, tăng gấp đôi công suất thép dài lên 4.35 triệu tấn mỗi năm. Chúng tôi ước tính Hòa Phát sẽ tăng thị phần lên 35% vào năm 2020 từ mức 25% của năm 2019. Tuy nhiên, cuộc chiến ngắn hạn để giành thị phần sẽ có khả năng ảnh hưởng đến lợi nhuận. Chúng tôi thấy sức mạnh tài chính vượt trội là chìa khóa cho sức tồn tại lâu dài.
- **Hòa Phát sẽ thâm nhập sâu vào thị trường thép dẹt** với nhà máy tôn mạ Hưng Yên. Việc hoàn thành giai đoạn 2 Dung Quất sẽ hoàn thành chuỗi giá trị của Hòa Phát ở cả mảng thép dài và thép dẹt. Dung Quất sẽ đưa Hòa Phát thành nhà sản xuất đứng đầu Đông Nam Á.
- **Khả năng sinh lời cải thiện** nhờ giá quặng sắt đầu vào thuận lợi khi sản lượng khai thác toàn cầu ổn định hơn trong năm 2020.
- Cho năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của Hòa Phát sẽ đạt 76,062 tỷ đồng và 8,901 tỷ đồng, tăng 21.5% n/n và 19.2% n/n. EPS tương ứng là 3k đồng

## Rủi ro:

- Rủi ro hoạt động của giai đoạn 2 Dung Quất: Bởi vì HRC là một sản phẩm hoàn toàn mới của Hòa Phát, sự cố trong giai đoạn vận hành, nếu có, sẽ khiến cho giai đoạn chạy thử kéo dài hơn.

## Khuyến nghị:

- Chúng tôi kỳ vọng thành công của dự án Dung Quất sẽ biến Hòa Phát trở thành người khổng lồ trong khu vực trong thời gian tới. Sử dụng P/E 10x, chúng tôi định giá cổ phiếu HPG ở mức **28,000 đồng** vào cuối năm 2020. Tổng lợi nhuận dự kiến là **26.4%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>33,283</b>	<b>46,162</b>	<b>55,836</b>	<b>62,617</b>	<b>76,062</b>
Tăng trưởng (%)	21%	39%	21%	12%	21%
Thép	28,855	39,738	46,424	50,631	62,516
Nông nghiệp	1,464	2,895	4,596	7,213	8,645
Bất động sản	533	760	1,672	1,602	1,602
Khác	2,629	2,768	3,144	3,171	3,298
<b>GVHB</b>	<b>24,533</b>	<b>35,536</b>	<b>44,166</b>	<b>51,231</b>	<b>61,517</b>
Biên LN góp (%)	26%	23%	21%	18.2%	19.1%
Chi phí BH & QLDN	895	1,004	1,121	1,490	1,810
<b>EBITDA</b>	<b>9,499</b>	<b>11,595</b>	<b>12,810</b>	<b>12,744</b>	<b>17,631</b>
Biên lợi nhuận (%)	28%	25%	22.9%	20.4%	23.2%
Khấu hao	1,643	1,974	2,260	2,848	4,895
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>7,856</b>	<b>9,622</b>	<b>10,550</b>	<b>9,896</b>	<b>12,735</b>
Biên LN HĐKD (%)	24%	21%	19%	16%	17%
Chi phí lãi vay ròng	142	371	376	843	2,699
% so với nợ ròng	6%	-5651%	4%	4%	10%
Khả năng trả lãi vay (x)	55.5	25.9	28.0	11.7	4.7
Lãi/lỗ khác	-13	38	-103	-41	-
Thuế	1,096	1,274	1,471	1,545	1,135
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	14%	15%	14%	11%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6,606</b>	<b>8,015</b>	<b>8,601</b>	<b>7,466</b>	<b>8,901</b>
Biên lợi nhuận (%)	20%	18%	15%	12%	12%
Lợi ích CĐ thiểu số	4	8	28	28	28
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>6,602</b>	<b>8,007</b>	<b>8,573</b>	<b>7,439</b>	<b>8,874</b>
Số lượng CP (triệu)	843	1,517	2,124	2,761	2,761
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1,799</b>	<b>2,689</b>	<b>2,965</b>	<b>2,533</b>	<b>2,957</b>
Tăng EPS (%)	83%	50%	10%	-15%	17%
Cổ tức (VND)	375	-	-	-	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	21%	-	-	-	34%

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	-5,447	5,549	2,436
Capex	3,445	8,882	27,659	16,463	4,895
Dòng tiền khác	-202	-1,452	7,946	-	-
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>3,619</b>	<b>-2,624</b>	<b>-19,298</b>	<b>-11,697</b>	<b>6,465</b>
Phát hành cổ phiếu	-	5,057	11	-	-
Cổ tức	1,102	-	-	-	2,761
Thay đổi nợ ròng	-2,517	-2,430	19,287	11,697	-3,704
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,208</b>	<b>-1,221</b>	<b>18,066</b>	<b>29,763</b>	<b>26,058</b>
Giá trị doanh nghiệp	49,739	47,314	66,618	78,342	74,665
<b>Tổng VCSH</b>	<b>19,850</b>	<b>32,398</b>	<b>40,623</b>	<b>47,643</b>	<b>53,073</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	111	127	155	182
<b>VCSH</b>	<b>19,745</b>	<b>32,287</b>	<b>40,496</b>	<b>47,489</b>	<b>52,891</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	5,856	11,694	14,667	17,199	19,156
Nợ ròng / VCSH (%)	6%	-4%	44%	62%	49%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.13	-0.11	1.41	2.34	1.48
<b>Tổng tài sản</b>	<b>33,227</b>	<b>53,022</b>	<b>78,223</b>	<b>97,386</b>	<b>99,823</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và 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%	23.6%	16.9%	17.7%
ROA (%)	19.9%	15.1%	11.0%	7.7%	8.9%
ROIC (%)	34.2%	31.8%	19.8%	12.0%	14.1%
WACC (%)	14.4%	15.0%	11.5%	10.3%	12.6%
PER (x)	12.7	8.5	7.7	9.0	7.7
PBR (x)	0.6	0.8	0.9	1.0	0.9
PSR (x)	1.5	1.0	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA (x)	5.2	4.1	5.2	6.1	4.2
EV/Sales (x)	1.5	1.0	1.2	1.3	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	1.6%	-	-	-	4.4%

## 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

**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**.