

## CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG – HSX)

### Hoạt động cốt lõi đang rất vững vàng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16/17	Q4-FY15/16	+/- qoq	Q1-FY15/16	+/- yoy
Doanh thu thuần	5.766,6	4.994,2	15%	3.913,2	47%
Lợi nhuận sau thuế	440,0	447,7	-2%	187,2	135%
EBIT	579,7	605,5	-4%	314,3	84%
Tỷ suất EBIT	10,1%	12,1%	-207bps	8,0%	202bps

Nguồn: HSG, RongViet Research

### KQKD NĐTC 2015-2016: Tận dụng cơ hội nhờ vị thế đầu ngành

- Công suất liên tục được mở rộng nhờ đẩy nhanh tiến độ lắp đặt dây chuyền mới.
- Biên gộp tăng và duy trì ở mức cao trong cả năm nhờ khả năng quyết định giá trong thị trường và tích trữ nguyên liệu khi giá giảm sâu.
- Thị phần vượt trội và chính sách tập trung bán hàng nội địa để tận dụng tăng trưởng toàn ngành.
- Hưởng lợi từ thuế tự vệ áp lên tôn mạ nhập khẩu.

### Triển vọng NĐTC 2016-2017: Sẵn sàng trước cơn sóng tăng giá nguyên vật liệu

Tốc độ đầu tư mới là lợi thế của HSG, một loạt dây chuyền mới đi vào hoạt động trong năm 2017 sẽ là động lực để tăng sản lượng tiêu thụ. Khả năng bán hàng của HSG bỏ xa các đối thủ, nhờ hệ thống phân phối dày đặc và bán lẻ tới tay người tiêu dùng duy nhất tại thị trường nội địa. Ngoài ra, tăng trưởng nhu cầu đảm bảo cho đầu ra của các dây chuyền mới, đặc biệt tại các nhà máy mới ở miền Trung và miền Bắc.

HSG có lợi thế về nhận diện thương hiệu và quyết định giá bán. Do đó, công ty có khả năng giảm ảnh hưởng do tăng giá nguyên vật liệu, cũng như có năng lực dẫn dắt giá thị trường. Lượng hàng tồn kho cuối NĐTC trước và diễn biến giá thép thế giới là một tín hiệu khả quan cho lợi nhuận của HSG trong các quý tới. Việc chuẩn bị cho tăng giá nguyên vật liệu trong thời điểm ngành thép diễn biến phức tạp là minh chứng cho năng lực dự báo, sức khỏe tài chính và chính sách hàng tồn kho linh hoạt của DN đầu ngành.

NĐTC 2016-2017, HSG đưa ra kế hoạch sản lượng gần 1,6 triệu tấn (+20%), doanh thu 23.000 tỷ (+29%) và LNST 1.650 tỷ (+10%), RongViet Research đánh giá hợp lý trong thời điểm giá nguyên vật liệu vừa trải qua một thời gian biến động mạnh.

**Quan điểm và Định giá:** Trong tình hình giá thép thế giới biến động mạnh, HSG đã thể hiện khả năng duy trì hiệu quả sản xuất và tiêu thụ nhờ vị thế đầu ngành. Tiếp tục mở rộng quy mô sản xuất và phát triển mạng lưới bán lẻ cho mảng tôn mạ và ống thép là chiến lược phù hợp để đạt mục tiêu tăng trưởng LNST hai con số trong NĐTC mới. Dự án thép tại Cà Ná được kỳ vọng đóng vai trò chủ chốt trong tăng trưởng dài hạn của HSG, tuy nhiên do chưa chính thức triển khai, dòng tiền và mức lợi nhuận của các hoạt động cốt lõi của HSG sẽ không bị ảnh hưởng trong trung hạn. Bên cạnh đó, chính sách cổ tức bằng tiền mặt đều đặn và tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu cao là nhân tố tác động tích cực lên tâm lý nhà đầu tư về HSG.

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho HSG ở mức **51.700** đồng/CP, cao hơn **9,7%** so với giá đóng cửa ngày 22/03/2017 và khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **TRUNG HẠN** đối với cổ phiếu HSG. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu so với Báo cáo cập nhật công ty ngày 29/10/2015 dựa vào những cải thiện của ngành tôn mạ trong năm 2016 và tiềm năng tăng trưởng tích cực từ năm 2017 trở đi.

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

## TRUNG LẬP

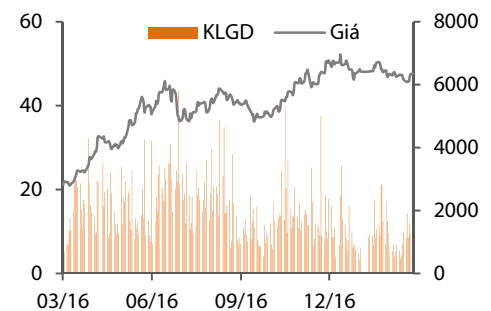
Giá thị trường (VND)	47.150
Giá mục tiêu (VND)	51.700
Thời gian đầu tư	<b>Trung hạn</b>

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài nguyên cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,257
SLCPDLH (triệu cp)	196,540,000
Beta	1.46
Free Float (%)	40,0
Giá cao nhất 52 tuần	52,198
Giá thấp nhất 52 tuần	20,994
KLGD bình quân 20 phiên	1,033,967

	FY15-16	Hiện tại
EPS	7.350	9.238
Tăng trưởng EPS	120%	101%
EPS pha loãng	7.350	9.238
P/E	5,71	5,10
P/B	2,00	2,25
EV/EBITDA	5,02	5,39
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt	2.500	1.000
ROE	41%	41%

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

CTTNHH TĐ ĐT Hoa Sen	25,69
CTTNHH ĐT và DL Hoa Sen	20,61
Lê Phước Vũ	12,97
CTTNHH MTV Tâm Thiện Tâm	7,04
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	19,41

### Nguyễn Hà Trinh

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1331

trinh.nh@vpsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY16/17**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16/17	Q4-FY15/16	+/- (qoq)	Q1-FY15/16	+/- (yoy)
Doanh thu	5.766,6	4.994,2	15,5%	3.913,2	47,4%
Lợi nhuận gộp	1.046,5	1.316,8	-20,5%	649,2	61,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	509,3	679,8	-25,1%	219,0	132,5%
Thu nhập HĐKD	464,0	546,7	-15,1%	130,7	255,1%
EBITDA	735,7	758,3	-3,0%	444,2	65,6%
EBIT	579,7	605,5	-4,2%	314,3	84,5%
Chi phí tài chính	85,7	97,8	-12,3%	61,4	39,5%
- Chi phí lãi vay	64,7	64,7	0,0%	54,1	19,6%
Khấu hao	-156,0	-152,8	2,1%	-129,9	20,1%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	51,0	6,0	752,4%	1,2	4000,9%
Lợi nhuận trước thuế	515,0	540,7	-4,8%	260,1	98,0%
Lợi nhuận sau thuế	440,0	447,7	-1,7%	187,2	135,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	396,4	443,3	-10,6%	186,3	112,8%

Nguồn: HSG

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY16/17**

Chỉ tiêu	Q1-FY16/17	Q4-FY15/16	+/- (qoq)	Q1-FY16/17	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	18,1%	26,4%	-822bps	16,6%	156bps
EBITDA/Doanh thu	12,8%	15,2%	-243bps	11,4%	141bps
EBIT/Doanh thu	10,1%	12,1%	-207bps	8,0%	202bps
TS lợi nhuận ròng	7,6%	9,0%	-133bps	4,8%	285bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6,9%	8,9%	-200bps	4,8%	211bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	3,9	4,0	-0,1	3,6	0,3
-Khoản phải thu	15,4	16,3	-0,9	14,7	0,8
-Khoản phải trả	12,6	11,7	0,9	9,5	3,1
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	204%	196%	776bps	174%	2952bps

Nguồn: HSG (\*) thường niên hóa

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2-FY16/17**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16/17	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	6.746	17%	54%
LN gộp	1.298	24%	18%
EBIT	651	12%	11%
LNST	435	-1%	4%

Nguồn: HSG, RongViet Research

**Các thông tin cập nhật**

**Các dây chuyền mới sẽ tăng công suất mangan thép của Hoa Sen lên 28%.** Cụ thể, hai dây chuyền mạ Zn/Al-Zn tổng công suất 380.000 tấn/năm và dây chuyền ống thép hàn công suất 250.000 tấn/năm sẽ đi vào hoạt động trước tháng 4/2017, nâng tổng công suất thiết kế tôn mạ và ống thép lên 2,9 triệu tấn/năm. Như vậy, Tôn Hoa Sen tiếp tục bỏ xa các đối thủ về năng lực sản xuất và Ống thép Hoa Sen duy trì vị trí trong nhóm đầu ngành.

**HSG hưởng lợi từ các chính sách tự vệ cho ngành tôn mạ.** Trong tháng 9/2016, thuế chống bán phá giá (CBPG) áp lên tôn mạ kẽm và tôn mạ hợp kim nhôm kẽm đã có tác động tích cực lên ngành sản xuất trong nước. Mặt bằng giá bán cải thiện và khoảng trống trên thị trường do tôn mạ nhập khẩu giảm là cơ hội cho các DN tôn mạ nội địa cải thiện sản lượng tiêu thụ và mức lợi nhuận. Cơ cấu thị trường của HSG cũng có sự thay đổi, nghiêng dần tỉ trọng về tiêu thụ trong nước - thị trường mang lại mức biên gộp nhỉnh hơn so với xuất khẩu. Trong tháng 3/2017, ngoài chờ đợi áp thuế chính thức lên hai dòng sản phẩm này, tôn mạ màu cũng đang trong quá trình kết luận điều tra CBPG và được kỳ vọng sớm hình thành hàng rào bảo vệ toàn diện cho các DN nội địa.

**Màng ống nhựa hiện chưa đóng góp nhiều vào KQKD chung, tuy nhiên có tiềm năng tăng trưởng lớn.** Công suất ống nhựa hiện tại của HSG đạt khoảng 76.000 tấn/năm và sẽ tăng lên mức 128.000 tấn/năm nhờ dây chuyền mới tại nhà máy Hoa Sen Hà Nam dự kiến đi vào hoạt động từ đầu năm 2017. Với kế hoạch này, công suất sản xuất ống nhựa của HSG sẽ tương đương với hai nhà sản xuất đầu ngành là Nhựa Bình Minh (BMP-HSX) và Nhựa Tiên Phong (HNX). Tận dụng hệ thống bán lẻ sẵn có là cách mà HSG tiết kiệm chi phí trong khi thực hiện chiết khấu mạnh mẽ mà vẫn giữ được biên gộp cao cho màng. HSG chưa khai thác toàn bộ công suất hiện tại và đang trong quá trình giành thị phần với các đối thủ nên đóng góp về cả DT và LN của màng ống nhựa chỉ chiếm dưới 5% trong KQKD hợp nhất. Tuy nhiên, nhìn vào năng lực sản xuất được đầu tư mạnh và chiến lược xây dựng thương hiệu đặc trưng của Hoa Sen, phát triển dựa trên nền tảng là hai thương hiệu tôn mạ và ống thép đã trở thành "thương hiệu quốc gia", màng ống nhựa được kỳ vọng sẽ là mũi nhọn mới trong chiến lược tăng trưởng dài hạn của DN. Bởi mặt bằng biên LNG và tăng trưởng nhu cầu toàn ngành của ống nhựa được cho là vượt trội hẳn so với ngành tôn mạ, chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ mảng này trong KQKD của HSG sẽ rõ rệt hơn trong tương lai.

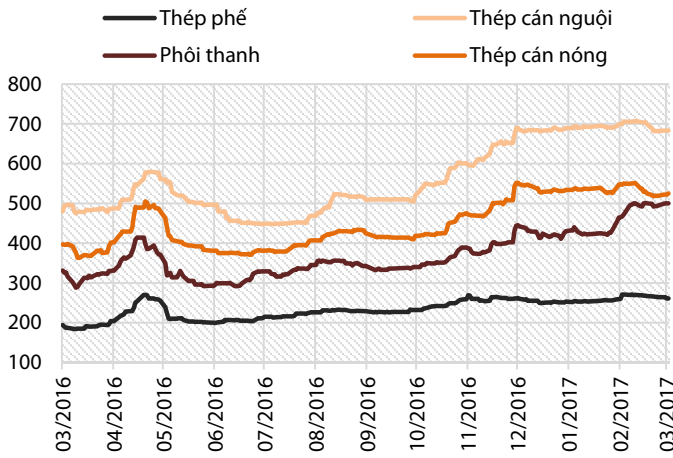
**Giá nguyên liệu thép cán nóng đang trong giai đoạn tăng mạnh do hiệu ứng tăng từ các nguyên liệu sản xuất ngành thép.** Chính sách tái cơ cấu ngành thép của Trung Quốc đã khiến giá than cốc, quặng sắt và thép phế tăng mạnh trong thời gian vừa rồi, kéo theo các bán thành phẩm ngành thép tăng giá mạnh như phôi thanh và thép cán nóng. Mới đây, Trung Quốc đã nới lỏng ngày hoạt động về mức cũ, giảm áp lực tăng giá cho các loại nguyên liệu trọng yếu, tuy nhiên độ trễ giữa nguyên liệu (than cốc) và bán thành phẩm (thép cán nóng) là lý do khiến giá HRC chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Giá HRC giao ngay tại thị trường Đại Liên (Trung Quốc) hiện tại đang ở mức 569 USD/tấn, tăng 35% sau 3 tháng và hiện cao hơn 100% so với cùng thời điểm năm ngoái. RongViet Research dự phóng giá HRC bởi độ trễ so với các nguyên liệu sẽ duy trì ở mức này trong quý tới và có khả năng giảm nhiệt trong nửa cuối năm 2017.

**HSG nhờ thị phần lớn và hệ thống bán lẻ mạnh nên có ảnh hưởng đáng kể lên giá bán chung của thị trường, được kỳ vọng sẽ chuyển được một phần tăng giá này cho người mua.** Hoa Sen đã từng làm được điều này trong khoảng Q3/NĐTC 2015-2016 khi giá HRC bật tăng. Cộng thêm lượng hàng tồn kho nguyên liệu lớn cuối quý vừa rồi, HSG được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì mức biên gộp và đạt tăng trưởng LNST cao trong nửa đầu NĐTC 2015-2016. Về dài hạn, khi các yếu tố chênh lệch giá nguyên liệu-giá bán được loại bỏ khỏi lợi nhuận gộp của HSG, chúng tôi dự phóng tỷ suất LNG sẽ duy trì ở mức 16%. Với vị thế của nhà sản xuất có thị phần dẫn đầu ngành và hệ thống bán lẻ dày đặc, mức biên gộp này phù hợp với một DN có chuỗi sản xuất tương đối hoàn thiện như Hoa Sen.

**HSG đã trả cổ tức tiền mặt 1.000đ/CP trong tháng 2,** cổ tức cổ phiếu tỷ lệ 50% dự kiến sẽ được chia trong Q3 NĐTC2016-2017.

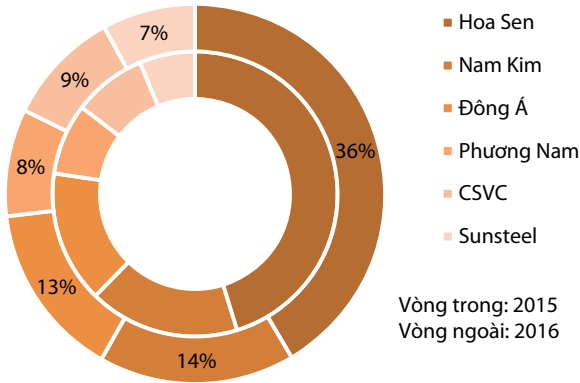
Cụ thể trong năm 2017, RongViet Research dự phóng sản lượng bán hàng của HSG sẽ tăng song song với tỷ lệ tăng công suất thiết kế, tức 28% nhờ một loạt các dây chuyền mới đi vào hoạt động. Giá bán trung bình được dự phóng tăng 14% dựa vào diễn biến giá nguyên vật liệu, cũng như tình hình tiêu thụ tôn mạ trong nước và quốc tế. Biên gộp của HSG sẽ không duy trì mức đột biến 23,4% như của NĐTC trước, mà quay về mức 19%, vẫn có thể coi là mức cao đối với ngành và đối với bản thân DN trong các NĐTC trước. Trong giả định HSG trích quỹ khen thưởng 122 tỷ đồng, EPS cho NĐTC 2016-2017 sẽ ở mức 8.256 đồng, tương đương với mức P/E forward 5,5x (Giá tại ngày 22/03/2017).

**Diễn biến giá nguyên liệu (USD/tấn)**



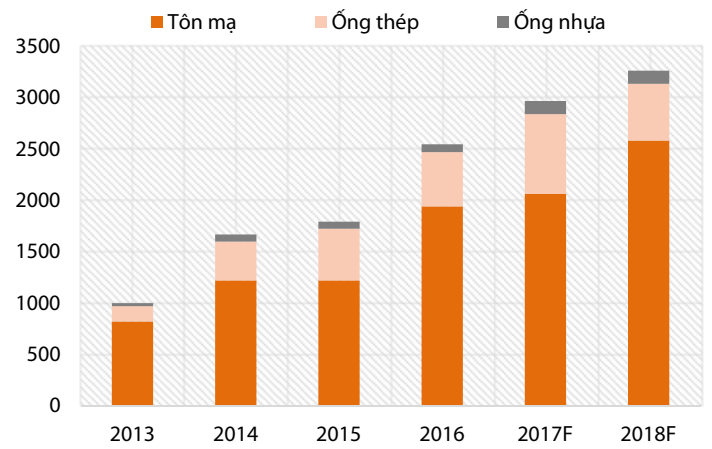
Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

**Thị phần tôn mạ nội địa**



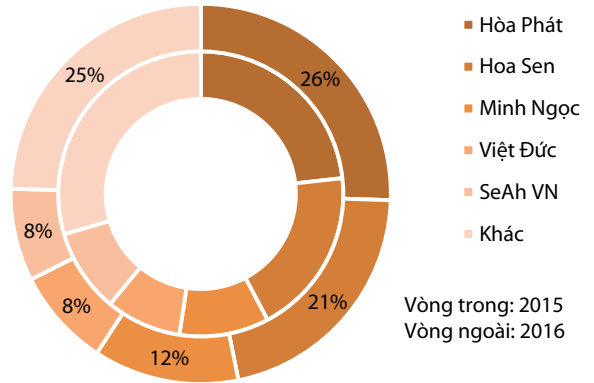
Nguồn: VSA, RongViet Research tổng hợp

**Công suất sản xuất các sản phẩm (ngàn tấn/năm)**



Nguồn: HSG, RongViet Research tổng hợp

**Thị phần ống thép nội địa**



Nguồn: VSA, RongViet Research tổng hợp

### Dự án tổ hợp luyện cán thép Cà Ná: Tại sao không?

Hoa Sen đang khởi động dự án tổng công suất dự kiến lên tới 6 triệu tấn tại tỉnh Ninh Thuận. Dự án được thi công và hoạt động theo 4 phân kỳ, trong đó phân kỳ đầu tiên dự kiến hoàn thành trong năm 2018, sản xuất 1,5 triệu tấn thép xây dựng với tổng vốn đầu tư cố định hơn 11.000 tỷ đồng. Hoa Sen hiện đang chờ phê duyệt của chính phủ bởi dự án này được cho rằng sẽ có ảnh hưởng lớn lên ngành thép, tình hình kinh tế của địa phương mà còn có tác động về mặt xã hội và môi trường, vì vậy cần nhiều thời gian cân nhắc trước khi cấp phép.

Đánh giá sơ bộ về tiềm năng sản xuất và tiêu thụ của dự án, RongViet Research cho rằng lực cầu của thị trường nội địa đang ủng hộ phát triển năng lực sản xuất, đặc biệt là phân khúc thép dài, tuy nhiên nhìn vào quy mô của dự án, dễ thấy nguồn vốn có thể mang lại nhiều áp lực cho một doanh nghiệp vốn điều lệ chưa tới 2.000 tỷ đồng như Hoa Sen.

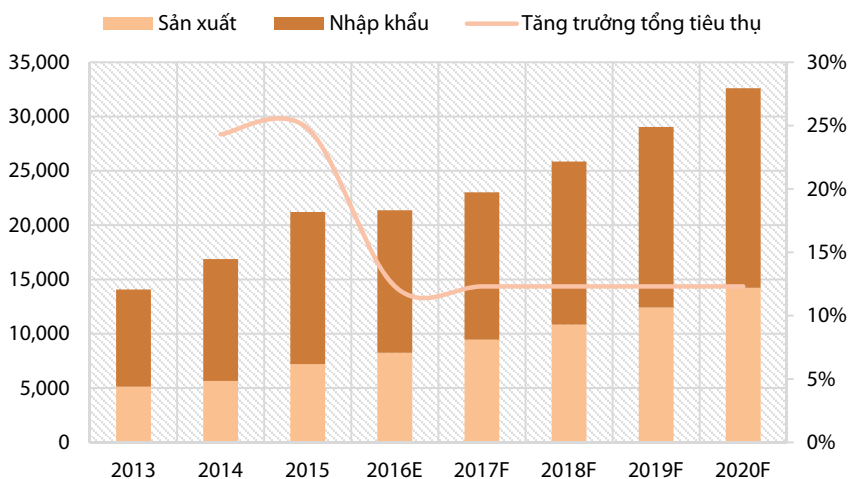
#### Thế mạnh và cơ hội:

Bản thân Hoa Sen **đã phát triển hệ thống phân phối và bán lẻ dày đặc và sở hữu những thương hiệu vật liệu xây dựng thuộc tầm cỡ quốc gia**. Tôn Hoa Sen và Ống thép Hoa Sen là hai cái tên quen thuộc với nhiều người tiêu dùng, cũng như hơn 200 chi nhánh bán lẻ đã nâng vị thế của HSG trong ngành thép. HSG hiện mới tham gia vào mảng ống nhựa bằng cách bán lẻ thông qua các chi nhánh có sẵn và được cho là đang tăng thị phần rất nhanh trong mảng ống nhựa. Việc tận dụng hệ thống này để tiêu thụ sản phẩm thép cây sẽ cho hiệu quả lên nhiều phương diện cho Hoa Sen.

**Ngành sản xuất trong nước đang cần những doanh nghiệp có khả năng đầu tư bài bản.** Về nguồn cung thép dài, các nhà máy thép trong nước chủ yếu gia công cán phôi thép, phụ thuộc rất nhiều vào phôi thép nhập khẩu và tạo ra ít giá trị gia tăng. Trong khi năng lực sản xuất thép từ thượng nguồn (quặng sắt, thép phế) vẫn "thiếu và yếu", thị trường nội địa phải nhập khẩu lượng lớn phôi thép, tạo điều kiện cho thép phá giá Trung Quốc gây bất ổn định thị trường.

**Nhu cầu xây dựng trong nước cũng đang tạo điều kiện tốt cho các doanh nghiệp thép.** Hiện tại, Việt Nam đang nhập khẩu cả các sản phẩm cuối như thép thanh và thép cuộn rút dây, đồng nghĩa với việc có nhiều dư địa tăng trưởng sản lượng cho các nhà sản xuất thép. Bởi chi phí vận chuyển lớn, vị trí địa lý là một lợi thế lớn cho các doanh nghiệp nội địa, như vậy chỉ cần tập trung phát triển chuỗi sản xuất để hạ giá thành, các DN thép trong nước có nhiều cơ hội để giành thị phần từ hàng nhập khẩu.

#### Hình: Dự phóng tiêu thụ và nhập khẩu thép dài tại Việt Nam



Nguồn: RongViet Research

Nhìn rộng hơn về ngành thép thế giới, **tình trạng dư cung đồng nghĩa với việc chi phí đầu tư đang ở mức hấp dẫn**. Tỷ lệ sử dụng toàn ngành thép hiện chỉ đạt 70% công suất thiết kế. Bên cạnh việc có rất ít kế hoạch đầu tư mới vào dự án thép lớn, HSG cũng cho biết các dây

chuyển sản xuất hiện đại nhập khẩu từ nước ngoài có mức giá rất hấp dẫn. Có thể thấy, về mặt vốn cố định, đầu tư vào ngành sản xuất thép đang rẻ hơn so với cách đây 5-10 năm. Đối với Việt Nam, một nước đang phát triển có nhu cầu xây dựng tăng trưởng mạnh, triển vọng sáng ở lực cầu là một động cơ thúc đẩy các DN thép tận dụng thời cơ để mở rộng quy mô sản xuất.

#### **Điểm yếu và rủi ro:**

**Quy mô của dự án sẽ đặt gánh nặng lên đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.** Vốn điều lệ của Hoa Sen tại thời điểm kết thúc NĐTTC 2015-2016 chưa tới 2.000 tỷ đồng, chỉ bằng một phần nhỏ của vốn cố định tại dự án mới này (11.150 tỷ đồng). Kế hoạch của Hoa Sen cũng cho thấy DN sẽ vay dài hạn gần 9.000 tỷ đồng, tức 80% tổng vốn cố định cho dự án. Với mức lãi suất dài hạn 8-10%/năm hiện tại, dự phóng sơ lược cho thấy Hoa Sen phải trả lãi vay ít nhất 700 tỷ/năm, một sức ép không hề nhỏ.

Một rủi ro lớn khác là **biến động giá nguyên vật liệu**. Bởi quặng sắt, than cốc và thép phế hầu hết được nhập khẩu, diễn biến giá trên thị trường quốc tế vốn bị tác động bởi Trung Quốc - người mua lớn nhất, sẽ ảnh hưởng lên biên gộp của dự án này. Gần đây nhất, việc giá than cốc tăng mạnh đã gây ảnh hưởng tiêu cực lên lợi nhuận của nhiều nhà máy thép tại Nhật Bản và Hàn Quốc. Thêm nữa, giá bán thép thanh nội địa không nhạy như giá bán tôn mạ, việc chuyển tăng giá cho người tiêu dùng sẽ khó khăn hơn.

Về rủi ro trong cạnh tranh, nhân tố lớn nhất vẫn là **thép phá giá nhập khẩu do tình trạng dư cung thép kéo dài ở Trung Quốc**. Hầu hết các nhà máy cán thép và các công ty thương mại ghi nhận lỗ/lợi nhuận sụt giảm trong năm 2015 bởi giá phôi thanh nhập khẩu từ Trung Quốc liên tục giảm, trong khi giá thành sản xuất phôi thanh trong nước gần như không thể cạnh tranh về giá. Với Hoa Sen, việc sử dụng công nghệ hiện đại tương đương, cạnh tranh về giá sẽ trở nên ít khắc nghiệt hơn. "Tám gương" Hoà Phát (HPG-HSX) cho thấy, với công nghệ hiện đại, việc "sống sót" sau cơn bão phá giá là điều khả thi, và chỉ có sở hữu chuỗi sản xuất khép kín mới giúp DN có lợi nhuận trong dài hạn. Ngược lại, cạnh tranh với các doanh nghiệp nội địa tương đối dễ dàng, bởi hầu hết các nhà máy trong nước có công suất nhỏ, giá thành sản xuất lớn, thiếu hệ thống phân phối, đặc biệt là miền Nam - thị trường trọng điểm mà Hoa Sen dự định tấn công.

Một rủi ro khác là **vấn đề về môi trường và khủng hoảng truyền thông**. Sự kiện Formosa xả thải ra biển khiến cá chết hàng loạt và phải hoãn vận hành đã khiến dư luận đặt dấu hỏi cho dự án thép của Hoa Sen. Bản thân sản xuất gang thép là ngành công nghiệp nặng nên ảnh hưởng lên môi trường là điều không tránh khỏi. Tuy nhiên, khu liên hợp sản xuất thép của Hoà Phát nằm tại KCN Phố Nối, Hải Dương đã bước sang năm thứ 10 vận hành và đáp ứng tiêu chuẩn về nước thải của Bộ Tài nguyên Môi trường, cho thấy các tổ hợp thép có thể hoạt động mà không gây ảnh hưởng trầm trọng đến môi trường như trường hợp Formosa. Hoa Sen cho biết, Hoà Phát chưa có khủng hoảng truyền thông do tổ hợp thép mà còn nhận tiền bảo vệ môi trường hàng năm của Liên hợp quốc là do sử dụng công nghệ thu hồi năng lượng khác với Formosa, đồng thời cho biết tổ hợp thép tại Cà Ná sẽ chọn công nghệ tương tự Hoà Phát và không gây ô nhiễm vượt mức cho phép lên môi trường. Có thể thấy, vấn đề môi trường và truyền thông không trực tiếp gây ảnh hưởng lên hiệu quả hoạt động của dự án, tuy nhiên sẽ ít nhiều có tác động lên giá cổ phiếu HSG.

#### **Dự phóng:**

Dựa trên các giả định cơ bản: giá quặng sắt sẽ giảm và duy trì ở mức trên 60USD/tấn, giá than cốc duy trì trong khoảng 150-160USD/tấn, đồng Việt Nam mất giá 2% mỗi năm, RongViet Research đưa ra các dự phóng về hiệu quả hoạt động và ảnh hưởng của dự án lên dòng tiền của cả tập đoàn. Theo đó, HSG có khả năng tiêu thụ toàn bộ lượng thép sản xuất được, và duy trì biên gộp khoảng 15% khi dự án hoạt động ổn định từ năm thứ 10. Sau khi hết khấu hao, dòng tiền mang lại cho HSG được dự phóng ở mức 1.800 tỷ đồng. Cũng cần nhắc thêm, thuế suất được duy trì ở mức 10% trong suốt vòng đời 70 năm của dự án, đặc biệt được miễn thuế 5 năm đầu kể từ khi có lợi nhuận chịu thuế và chịu thuế 5% trong 9 năm tiếp theo. Như vậy, giá trị hiện tại thuần của dự án này được định giá khoảng 1.300 tỷ đồng và tỷ lệ hoàn vốn nội bộ khoảng 21.1%. Như vậy, việc thực hiện dự án sẽ tăng thêm khoảng 6.585 đồng vào giá trị hiện tại cho mỗi cổ phiếu của HSG. Tuy nhiên, do thời gian bắt đầu thực hiện dự án chưa được ấn định, cũng như thị trường chưa phản ánh tiềm năng của dự án vào giá cổ phiếu, chúng tôi tạm thời không đưa dự phóng cho dự án này vào định giá của cổ phiếu HSG.

**Bảng: Dự phóng dòng tiền 10 năm đầu dự án**

(Đ/v: triệu đồng)	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023
<b>LNTT</b>	-558.425	142.613	672.976	652.466	597.395
<b>LNST</b>	-558.425	142.613	672.976	652.466	597.395
<b>Khấu hao</b>	1.115.000	1.115.000	1.115.000	1.115.000	1.115.000
<b>Dòng tiền</b>	556.575	1.257.613	1.787.976	1.767.466	1.712.395
	2023-2024	2024-2025	2025-2026	2026-2027	2027-2028
<b>LNTT</b>	594.805	649.827	717.094	826.622	937.009
<b>LNST</b>	565.064	617.335	681.239	785.291	890.159
<b>Khấu hao</b>	1.115.000	1.115.000	1.115.000	1.115.000	1.115.000
<b>Dòng tiền</b>	1.680.064	1.732.335	1.796.239	1.900.291	2.005.159

Nguồn: RongViet Research dự phóng

*Đvt: tỷ đồng*

<b>KQ HKKD</b>	<b>FY14-15</b>	<b>FY15-16</b>	<b>FY16-17E</b>	<b>FY17-18F</b>
Doanh thu thuần	17.447	17.886	26.004	30.581
Giá vốn	14.869	13.708	21.063	25.016
<b>Lãi gộp</b>	<b>2.578</b>	<b>4.178</b>	<b>4.941</b>	<b>5.565</b>
Chi phí bán hàng	864	884	1.352	1.590
Chi phí quản lý	512	1.006	1.040	1.223
Thu nhập từ HĐTC	32	38	30	30
Chi phí tài chính	425	274	447	298
Lợi nhuận khác	24	230	25	25
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>832</b>	<b>1.921</b>	<b>2.157</b>	<b>2.509</b>
Thuế TNDN	179	470	412	377
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>653</b>	<b>1.451</b>	<b>1.745</b>	<b>2.132</b>
EBIT	<b>1.056</b>	<b>2.130</b>	<b>2.532</b>	<b>2.728</b>
EBITDA	1.538	2.680	3.119	3.422

*Đvt: %*

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY14-15</b>	<b>FY15-16</b>	<b>FY16-17E</b>	<b>FY17-18F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	16,4	2,5	45,4	17,6
Lợi nhuận HKKD	75,6	90,5	11,4	8,0
EBITDA	45,0	74,2	16,4	9,7
Lợi nhuận sau thuế	59,1	122,2	20,3	22,2
Tổng tài sản	-7,5	29,3	27,4	11,8
Vốn chủ sở hữu	22,0	42,1	30,4	30,5
Tốc độ tăng trưởng nội tại	19,0	27,3	26,4	26,5
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp/Doanh thu	14,8	23,4	19,0	18,2
LN HKKD/Doanh thu	6,9	12,8	9,8	9,0
EBITDA/Doanh thu	8,8	15,0	12,0	11,2
LNST/Doanh thu	3,7	8,1	6,7	7,0
ROA	6,6	13,4	12,6	12,9
ROE	24,7	41,3	36,7	34,4
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	22,1	19,3	22,6	24,1
Vòng quay hàng tồn kho	3,6	3,3	3,5	3,1
Vòng quay khoản phải trả	9,6	8,4	8,3	8,2
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	0,9	1,0	1,1	1,4
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/Vốn CSH	222,9	195,9	189,3	147,7
Vay ngắn hạn/Vốn CSH	155,8	105,9	105,4	72,8
Vay dài hạn/Vốn CSH	33,4	34,4	31,7	27,5

*Đvt: tỷ đồng*

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY14-15</b>	<b>FY15-16</b>	<b>FY16-17E</b>	<b>FY17-18F</b>
Tiền & ĐTTC ngắn hạn	277	577	585	783
Các khoản phải thu	755	1.097	1.206	1.327
Tồn kho	3.544	4.730	7.268	8.632
Tài sản ngắn hạn khác	593	561	617	679
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>5.169</b>	<b>6.965</b>	<b>9.677</b>	<b>11.421</b>
Tài sản cố định	3.403	4.001	4.178	4.734
Xây dựng cơ bản dở dang	111	319	810	590
Đầu tư tài chính dài hạn	38	8	8	8
Tài sản dài hạn khác	424	621	592	343
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>4.271</b>	<b>5.242</b>	<b>5.878</b>	<b>5.961</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>9.441</b>	<b>12.207</b>	<b>15.555</b>	<b>17.383</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	760	1.647	2.531	3.006
Vay và nợ ngắn hạn	4.521	4.366	5.669	5.107
Vay và nợ dài hạn	970	1.419	1.702	1.928
Khoản phải trả khác	0	4	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>6.468</b>	<b>8.080</b>	<b>10.178</b>	<b>10.365</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.902</b>	<b>4.124</b>	<b>5.377</b>	<b>7.018</b>
Vốn đầu tư của CSH	1.008	1.965	1.965	1.965
Lợi nhuận giữ lại	1.453	1.600	2.853	4.494
Các quỹ	7	7	7	7
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.902</b>	<b>4.124</b>	<b>5.377</b>	<b>7.018</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>9.370</b>	<b>12.203</b>	<b>15.555</b>	<b>17.383</b>

<b>CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>FY14-15</b>	<b>FY15-16</b>	<b>FY16-17E</b>	<b>FY17-18F</b>
EPS (đồng/cp)	6.024	6.865	8.256	10.089
P/E (x)	7,6	6,6	5,8	4,7
BV (đồng/cp)	28.794	20.981	27.358	35.706
P/B (x)	1,6	2,2	1,7	1,3
DPS (đồng/cp)	2.500	1.000	2.500	2.500
Tỷ suất cổ tức (%)	5,5	2,2	5,5	5,5

<b>Mô hình định giá</b>	<b>Giá</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Bình quân</b>
FCFE	47.221	30%	14.166
P/E	53.661	70%	37.563
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>			<b>51.700</b>

<b>Lịch sử định giá</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Thời gian</b>
29/10/2015	33.300	Tích lũy	Dài hạn



**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

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

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

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

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

**Hệ thống mạng lưới**
**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4-5 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
 Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

Tầng 08, 95-97-99 Võ Văn Tần, Quận Ninh Kiều – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**