

HPG - CTCP Tập đoàn Hòa Phát

28/02/2018

Khuyến nghị: MUA

PTCB

Giá mục tiêu	79,300
Giá đóng cửa	66,000
Upside	20.2%

PTKT

Giá mục tiêu	76,000
Giá cut loss	57,000

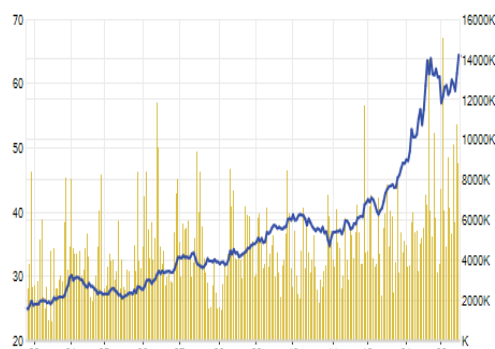
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	1,517
Vốn hóa (tỷ đồng)	93,439
Giá cao nhất 52 tuần	64,400
KLGD TB10 phiên (ng cp)	7,789
Sở hữu nước ngoài	40.05%

Cổ đông lớn

Trần Đình Long	25%
Dragon Capital	8%
Vũ Thị Hiền	7%
VOF Investment Limited	5%

Diễn biến giá (1 năm)



Đỗ Việt Hưng (PTCB)

hungdv@bsc.com.vn

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Tổng quan công ty

HPG là doanh nghiệp dẫn đầu ngành thép, sở hữu hệ thống quy trình sản xuất khép kín. HPG đang và sẽ triển khai nhiều dự án mới để tiếp tục duy trì được tốc độ tăng trưởng, khẳng định vị thế số 1 trên thị trường thép nội địa.

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Vua Thép đẳng cơ

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 79,300 đồng/cp (+20.2% so với mức giá đóng cửa ngày 28/02/2018) theo phương pháp định giá FCFF (giả định WACC là 13.04% và g = 2%) và PE (giả định PE mục tiêu là 13x).

Dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự báo năm 2018 doanh thu của HPG sẽ đạt 57,279 tỷ đồng (+24.08%yoy), biên lợi gộp 22.5% giảm so với năm 2017 do giai đoạn 1 phải nhập phôi thép từ bên ngoài. LNST thuộc về cổ đông cty mẹ đạt 9,382 tỷ đồng (+17.2%yoy), EPS 2018 = 6,184 đồng.

Catalyst

Giá quặng thế giới đang trong năm 2018 đã tăng 6.7% khiến giá thép Trung Quốc và Việt Nam tăng nhẹ.

Rủi ro đầu tư

Kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng bởi giá quặng sắt nguyên liệu. Nhu cầu sản phẩm vào phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế

Cập nhật Doanh nghiệp (xem chi tiết trang 2)

(1) Miếng bánh thị phần tiếp tục được cải thiện, duy trì vị trí dẫn đầu: tiếp tục chiếm lĩnh, thâm thâu thị trường như xu hướng hiện nay tại Trung Quốc

(2) Năng lực sản xuất đang được đẩy mạnh, ước tính sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng năm 2018 của HPG sẽ đạt khoảng 2.7 – 2.8 triệu tấn. Nhà máy Tôn mạ màu công suất 400,000 tấn/năm cũng sẽ đi vào hoạt động

(3) Mảng Thép tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu trong nước và thuế CBPG. Giá thép cây nội địa tại Trung Quốc đang là 686 USD/tấn (khoảng 15 triệu VND/tấn), góp phần hạn chế lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam.

(4) Giá thép tăng theo xu hướng của giá quặng thế giới: Giá quặng thế giới đầu năm 2018 đang trong xu hướng tăng, kỳ vọng lạc quan cho giá thép của HPG trong Q1/2018.

(5) Doanh thu từ bất động sản và nông nghiệp: Mandarin Garden 2 dự kiến sẽ ghi nhận hầu hết lợi nhuận (khoảng 500 tỷ) trong năm 2018, lợi nhuận đóng góp của mảng nông nghiệp chưa đáng kể

(6) Tiến độ đầu tư dự án Dung Quất: thực hiện nhanh, kịp tiến độ, dự báo HPG sẽ phải tăng thêm nợ vay khoảng 8,200 tỷ đồng để phục vụ dự án Dung Quất trong năm 2018

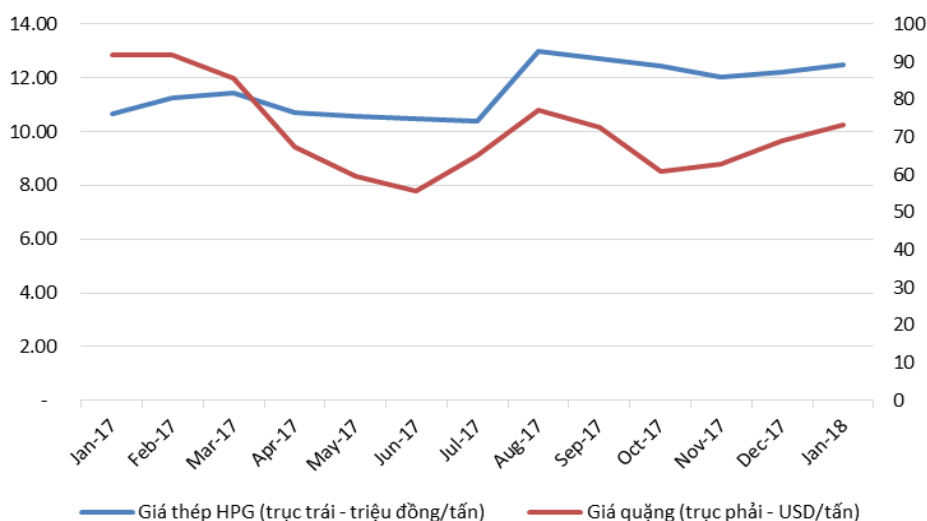
(1) Miếng bánh thị phần tiếp tục được cải thiện, duy trì vị trí dẫn đầu. Xét trong giai đoạn 2015 – 2017, thị phần thép Xây dựng của HPG tăng từ mức 21.3% lên mức 24%, sản lượng tiêu thụ cũng tăng tương ứng từ 1.38 triệu tấn/năm lên 2.2 triệu tấn/năm, tăng trưởng CAGR đạt 26.24%. Sản phẩm Ống thép cũng giữ vững vị trí số 1 với thị phần 27%, sản lượng tiêu thụ đạt trên 600,000 tấn. Với xu hướng thị phần sẽ tập trung vào nhóm doanh nghiệp đầu ngành như thực trạng tại Trung Quốc hiện nay (thị phần trên 36% cho top 10 doanh nghiệp thép, chính phủ TQ mục tiêu sẽ cô đặc lên mức 60% vào năm 2020), BSC cho rằng miếng bánh thị phần của HPG sẽ tiếp tục được mở rộng, tăng chiếm lĩnh thị trường khi năng lực sản xuất được cải thiện nhanh chóng trong 3 năm tới.

(2) Năng lực sản xuất đang được đẩy mạnh. Nhà máy cán 1 của KLH Gang thép Hòa Phát Dung Quất sẽ đi vào hoạt động từ tháng 06/2018, công suất khoảng 600 nghìn tấn/năm. Dự kiến nhà máy cán 2 công suất 1.4 triệu tấn/năm sẽ đi vào hoạt động trong tháng 8/2018. Do đó BSC ước tính sản lượng tiêu thụ thép Xây dựng năm 2018 của HPG sẽ đạt khoảng 2.7 – 2.8 triệu tấn, phôi thép dùng để cán sẽ lấy nguồn trong nước (thép Việt Trung), tránh thuế CBPG phôi thép là 19.3%. Từ năm 2019 khi lò cao luyện phôi đi vào hoạt động, biên lợi nhuận của HPG sẽ cải thiện hơn so với năm 2018, đồng thời năng lực sản xuất cũng tăng gấp đôi, đạt hơn 4 triệu tấn thép Xây dựng/năm. Bên cạnh đó, nhà máy Tôn mạ màu công suất 400,000 tấn/năm cũng sẽ đi vào hoạt động, dây chuyền cán dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động ngay sau Tết, dây chuyền mạ sẽ ra sản phẩm trong quý II năm 2018.

(3) Giá thép tăng theo xu hướng của giá quặng thế giới

Giá thép của HPG biến động cùng chiều với xu hướng giá quặng Thế giới, giá thép cây Hòa Phát tháng 1 năm 2017 là 10.6 triệu đồng/tấn, liên tục tăng trong năm 2017 và điều chỉnh tăng thành 12.8 triệu đồng/tấn ngày 26/2/2018. Sau khi Chính phủ Trung Quốc thực hiện các biện pháp đóng cửa các nhà máy thép kém chất lượng, cắt giảm sản lượng vào mùa đông, giá thép tại thị trường tăng mạnh, kéo theo giá quặng sắt cũng tăng từ mốc USD 55.7 lên mốc USD 68.9 trong năm 2017. Giá quặng thế giới đầu năm 2018 đang trong xu hướng tăng do đó kỳ vọng lạc quan cho giá thép của HPG trong Q1/2018.

Diễn biến giá quặng sắt và giá thép của HPG



(4) Mảng Thép tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu trong nước và thuế CBPG. Tiêu thụ thép trong nước được kì vọng tăng trưởng tốt trong năm 2018 nhờ hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông và tiện ích của chính phủ cùng với đó tổng vốn FDI năm 2017 đạt 35.88 tỷ đồng +44%yoy cũng là động lực tăng trưởng cho xã hội.

Năm 2018 các doanh nghiệp ngành thép trong nước sẽ tiếp tục được bảo hộ với mức thuế 19.3% cho phôi thép và 12.4% cho thép dài (áp dụng từ 22/3/2018 – 21/3/2019), ngoài ra giá thép cây nội địa tại Trung Quốc đang là 686 USD/tấn (khoảng 15 triệu VND/tấn), cũng góp phần hạn chế lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam.

(5) Doanh thu từ bất động sản và nông nghiệp. Dự án Mandarin Garden 2 dự kiến sẽ ghi nhận hầu hết lợi nhuận (khoảng 500 tỷ) trong năm 2018. Với mảng nông nghiệp, doanh nghiệp đã hoàn thành việc đầu tư và chuyển sang giai đoạn thâm nhập thị trường, mục tiêu của HPG với mảng nông nghiệp trong giai đoạn này là phát triển doanh thu và thị trường, lợi nhuận đóng góp của mảng nông nghiệp sẽ không đáng kể.

(6) Tiến độ đầu tư dự án Dung Quất: tổng đầu tư dự án là 52,000 tỷ bao gồm 40,000 tỷ đầu tư TSCĐ, 12,000 tỷ dành cho vốn lưu động. Theo báo cáo tài chính và chia sẻ của doanh nghiệp, tại thời điểm cuối năm 2017, dự án Dung Quất đã được đầu tư khoảng 6,000 tỷ đồng, đảm bảo đúng tiến độ và có thể hoàn thành sớm trước so với dự kiến ban đầu (bắt đầu sản xuất vào tháng 6/2018). Về mặt nguồn vốn, tổng lợi nhuận sau thuế của năm 2016 và 2017 là 14,600 tỷ đồng cùng với 7,000 tỷ đồng nợ vay tăng thêm trong năm 2017, với lợi nhuận dự kiến năm 2018 vào khoảng 9,400 tỷ đồng, chúng tôi dự báo HPG sẽ phải tăng thêm khoảng 8,200 tỷ đồng để phục vụ dự án Dung Quất trong năm 2018.

BẢNG TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018E
Doanh thu thuần	25,525	27,453	33,283	46,162	57,279
LN gộp	5,187	5,594	8,751	10,674	12,887
DT tài chính	160	249	197	186	192
CP tài chính	(564)	(566)	(368)	(556)	(1,013)
Lãi vay	(351)	(251)	(280)	(480)	(939)
CP bán hàng	(366)	(424)	(490)	(643)	(798)
CP QLDN	(607)	(761)	(405)	(409)	(507)
Lãi/lỗ HKKD	3,810	4,091	7,685	9,252	10,755
TN nhập khác (ròng)	(40)	(101)	17	36	36
LN trước thuế	3,770	3,990	7,702	9,288	10,791
LN sau thuế	3,250	3,504	6,606	8,015	9,388
LN CĐ thiếu số	106	19	4	8	8
LN Cty mẹ	3,144	3,485	6,602	8,007	9,382
EPS	6,525	4,755	7,833	5,278	6,184
TS ngắn hạn	11,746	11,915	18,183	33,077	41,160
Tiền và TĐ Tiền	2,026	2,373	4,559	4,265	3,032
Phải thu ngắn hạn	1,720	1,608	2,395	6,555	4,389
Tồn kho	7,386	6,937	10,247	11,769	15,464
TS ngắn hạn khác	107	239	289	552	479
TS dài hạn	10,343	13,592	15,044	19,945	30,057
Phải thu dài hạn	-	16	18	22	18
TSCĐ	9,158	8,211	12,670	13,173	24,032
TSCĐ hữu hình	8,548	8,047	12,488	12,987	23,846
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	180	164	183	186	186
TS dở dang dài hạn	-	4,342	1,155	5,474	5,820
TS dài hạn khác	545	726	919	1,068	205
Tổng TS	22,089	25,507	33,227	53,022	71,217
Nợ phải trả	10,124	11,040	13,376	20,624	29,462
Nợ ngắn hạn	9,017	9,993	11,985	18,521	17,251
Vay ngắn hạn	5,737	6,117	5,488	11,329	9,941
Nợ dài hạn	1,107	1,047	1,391	2,104	11,347
Vay dài hạn	1,011	739	972	1,651	11,211
Vốn chủ sở hữu	11,796	14,467	19,850	32,398	41,755
Vốn góp	4,819	7,330	8,429	15,171	15,171
LN chưa phân phối	4,095	5,549	9,486	13,397	22,225
Tổng nguồn vốn	22,089	25,507	33,227	53,022	71,217
% yoy DTT	34.81%	7.55%	21.24%	38.69%	24.08%
Biên In gộp	20.32%	20.38%	26.29%	23.12%	22.50%
Lãi vay/ DTT	1.37%	0.92%	0.84%	1.04%	1.64%
CP bán hàng / DTT	1.43%	1.55%	1.47%	1.39%	1.39%
CP QLDN/DTT	2.38%	2.77%	1.22%	0.89%	0.89%
Biên In thuần	12.73%	12.77%	19.85%	17.36%	16.39%

DTT 2017 +38.9%yoy, tổng sản phẩm thép tiêu thụ đạt 3 triệu tấn (+25%yoy), tính riêng thép XD sản lượng tiêu thụ đạt 2.2 triệu tấn (+12%yoy, công suất vận hành đạt 110%), chênh lệch giữa tăng trưởng doanh thu và sản lượng là do HPG được hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá quặng sắt Thế giới. Giá bán thép cây thành phẩm Hòa Phát được điều chỉnh tăng từ 10.6 triệu đồng/tấn (tháng 1/2017) lên mức 12.25 triệu đồng/tấn trong

Tỷ lệ CP lãi vay /DTT tăng nhẹ từ 0.84% lên 1.04%, khá an toàn trong bối cảnh HPG đang phải tăng nợ để phục vụ dự án Dung Quất (+6,000 tỷ đồng trong năm 2017)

Phải thu ngắn hạn của doanh nghiệp tăng 173%, tập trung ở khoản ứng trước cho nhà thầu dự án Dung Quất (hơn 4000 tỷ đồng). Nhìn chung, các tài sản ngắn hạn của HPG từ khi triển khai dự án đều cao hơn so với bình quân các năm trước (phải thu bình quân cao hơn 3 lần, tồn kho cao hơn 54%).

Nợ vay ngắn hạn ở mức 11,329 tỷ (+106%yoy), do các công ty con tăng cường vay nợ bổ sung vốn lưu động khi công ty mẹ thu hồi lợi nhuận các năm để phục vụ triển khai dự án. VCSH + 80% yoy, trong năm 2017, doanh nghiệp tiến hành trả cổ tức bằng cổ phiếu tỉ lệ 50% và bán ưu đãi tỉ lệ 5:1. Tổng đầu tư khoảng 52,000 tỷ đồng cho dự án Dung Quất, BSC ước tính năm 2018, HPG sẽ tăng vay nợ thêm khoảng 8,200 tỷ để bổ sung vốn cho dự án

Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp năm 2017 đạt 23.12% giảm so với mức 26.29%, chủ yếu do diễn biến quặng sắt trong năm 2017 diễn biến phức tạp hơn năm 2016, giảm mạnh trong Q2/2017, trong khi giá liên tục tăng và tăng mạnh trong Q4/2016

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.11	1.30	1.19	1.52	1.79
Hsố TT nhanh	0.37	0.47	0.47	0.64	1.12
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.54	0.53	0.47	0.55	0.62
TSDH/ TTS	0.46	0.47	0.53	0.45	0.38
Hsố Nợ/ TTS	0.58	0.46	0.43	0.40	0.39
Hsố Nợ/ VCSH	1.42	0.86	0.76	0.67	0.64
Nợ ngắn hạn / TTS	0.48	0.41	0.39	0.36	0.35
Nợ DH / TTS	0.10	0.05	0.04	0.04	0.04
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	-	3	3	3	3
Vquay phải thu	-	15	16	17	10
Vquay phải trả	-	1	1	1	1
Số ngày HTK	-	138	120	128	113
Số ngày phải thu	-	24	22	22	35
Số ngày phải trả	-	322	244	272	270
CCC	-	(159)	(102)	(122)	(121)
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	10.6%	12.7%	12.8%	19.8%	17.4%
LNST/VCSH (%)	21.2%	27.6%	24.2%	33.3%	24.7%
LNST/TTS	8.7%	14.7%	13.7%	19.9%	15.1%
LN từ HĐKD/DTT	12.5%	14.9%	14.9%	23.1%	20.0%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	2.43	1.87	1.76	1.67	1.64
DT/TTS	0.82	1.16	1.08	1.00	0.87
EBIT/DT	0.15	0.16	0.15	0.24	0.21
EBT/EBIT	0.87	0.91	0.94	0.96	0.95
lãi ròng/LNTT	0.84	0.86	0.88	0.86	0.86
6. Định giá					
PE	13.0	9.3	12.7	7.7	11.5
PB	2.7	2.5	3.1	2.6	2.8
EPS	4,663	6,525	4,755	7,833	5,278
BVPS	22,671	24,478	19,706	23,425	21,282
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		-4%	15%	30%	60%
Nợ		-25%	9%	21%	54%
DTT		35%	8%	21%	39%
LN gộp		58%	8%	56%	22%
LNST		62%	8%	89%	21%
EPS		40%	-27%	65%	-33%

Thanh khoản tài chính tốt: Năm 2017, khả năng thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh của HPG ở mức tương đối cao (mức trung bình 4 năm gần nhất lần lượt là 1.28x và 0.49x), chúng tôi cho rằng các chỉ số thanh toán sẽ giảm trong năm 2018 do hiện tại HPG đang có khoảng 9,937 tỷ đồng tiền gửi có kỳ hạn tại 31/12/2017 (tại 1/1/2017 là 693 tỷ đồng), một phần khoản dư tiền sẽ được giải ngân cho dự án Dung Quất các năm tới

Đòn bẩy tài chính được duy trì an toàn qua các năm: hệ số Nợ / TTS năm 2017 là 0.39x, giảm so với mức trung bình 4 năm (0.47x), việc tăng vốn bằng PH 252.83 triệu cp giá 20,000 đồng/cp trong năm 2017 giúp cân bằng đòn bẩy tài chính cho doanh nghiệp

Năng lực hoạt động ổn định: vòng quay hàng tồn kho cải thiện tốt đạt 3.2x, vòng quay phải trả tương tự các năm trước, tuy nhiên vòng quay phải thu là 10.3x, giảm mạnh so với mức 16.1x của trung bình 3 năm kể trước. Nguyên nhân là do HPG có khoản 4,007 tỷ là khoản ứng trước cho nhà thầu dự án Dung Quất, nếu loại bỏ khoản này, vòng quay phải thu là 16.34x, tương đương các năm trước

Khả năng sinh lời chịu ảnh hưởng từ xu hướng giá quặng Thép giới: nhìn chung, các chỉ số về khả năng sinh lời đều thấp hơn năm 2016 (mức đỉnh trong lịch sử của HPG), xu hướng giá quặng 2017 có bất lợi hơn so với cùng kỳ 2016

Các chỉ số định giá: EPS 2017 thấp hơn 2016 mặc dù LNST thuộc về công ty mẹ đạt 8006 (+21%yoy), là do trong năm HPG có chi cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 50% sau đó phát hành thêm 252.83 triệu cp huy động thêm vốn.

PE trung bình của VNIndex hiện là 20.04

PE trung bình nhóm ngành thép Việt Nam là 7.53

PE trung bình nhóm ngành thép Thế giới là 15.53

Chúng tôi cho rằng HPG với vị thế đầu ngành và tiềm năng tăng trưởng tốt, HPG xứng đáng với mức PE 13x

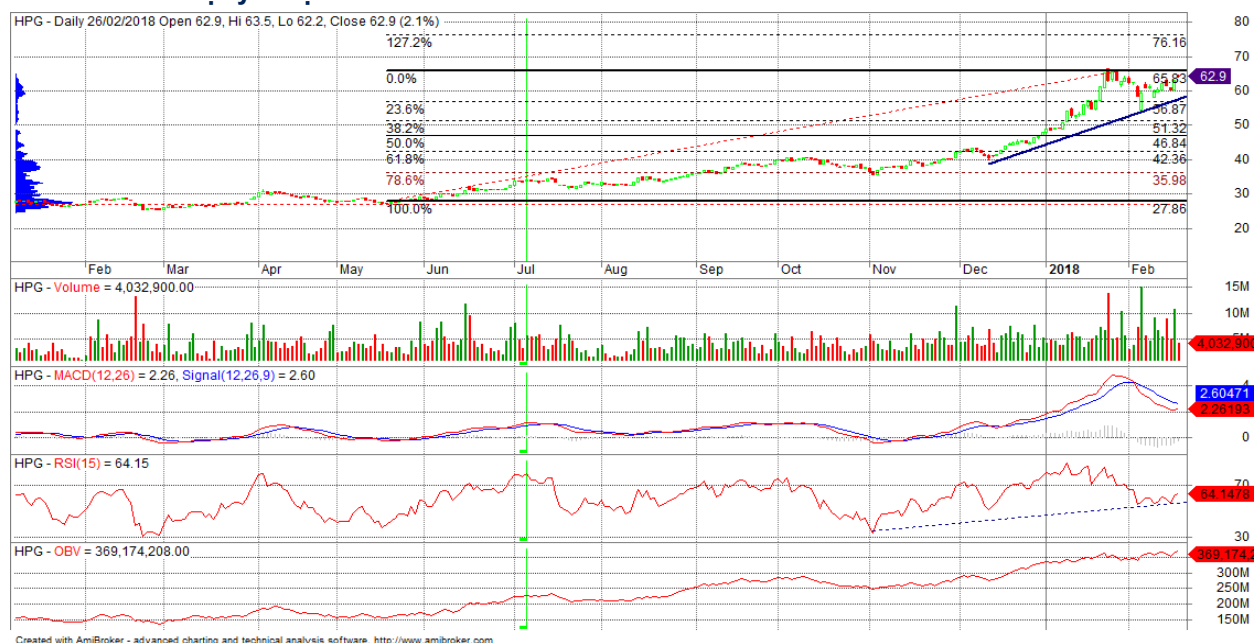
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: tăng
- Chỉ báo MACD: tăng, hội tụ với đường tín hiệu
- Chỉ báo RSI: tăng
- Chỉ báo OBV: tăng

Nhận định: Sau nhịp điều chỉnh và tích lũy ngắn hạn, cổ phiếu HPG đang tiếp tục xu hướng tăng dài hạn. Kết thúc phiên giao dịch hôm nay, HPG đóng cửa ở mức 64,400, tiếp cận ngưỡng kháng cự 65,000. Chỉ báo MACD đang tăng lại và có xu hướng hội tụ cắt đường tín hiệu từ dưới lên, củng cố xu hướng tăng giá. Chỉ báo RSI có xu hướng tăng lên ngưỡng quá mua, củng cố động lực tăng giá. Chỉ báo OBV tăng và tạo đỉnh mới, xác nhận xu hướng tăng giá. Cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng trong các phiên tới

Khuyến nghị: Mức giá mua: 60,000 – 64,400. Giá mục tiêu: 76,000. Cắt lỗ: 57,000..

Đồ thị kỹ thuật



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

