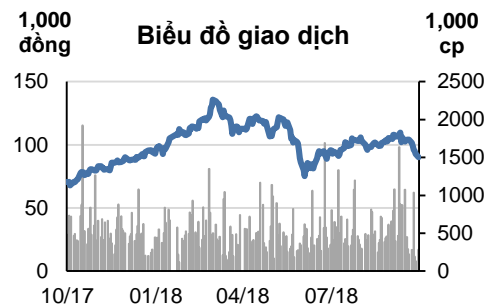


HPG (HOSE) Kết quả kinh doanh 2Q2019 vượt kì vọng thị trường

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG
Vật liệu xây dựng/Thép

Giá thị trường (VND)	22,450
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	26,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	15.8%
Suất sinh lợi cổ tức	0.0%
Suất sinh lợi bình quân năm	15.8%



Nhu cầu thị trường đang suy yếu

Tiêu thụ thép dài trong nước giảm đáng kể 1% n/n trong 2Q2019 (1Q2019 là 18.8% n/n). Lũy kế 6T2019, tiêu thụ thép dài đạt 4.6 triệu tấn, tăng +6.86% n/n. Nhu cầu ở nước ngoài cũng chứng kiến sự giảm tốc tương tự. Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu giảm xuống từ 32.7% n/n trong 1Q2019 còn 15% n/n trong 2Q2019, khiến mức tăng trưởng lũy kế 6T2019 giảm xuống còn 24% n/n, tương đương 0.74 triệu tấn.

Đối với mảng thép ống, mức tăng trưởng tiêu thụ cũng giảm từ 4.7% n/n trong 1Q2019 xuống còn -1.3% n/n trong 2Q2019. Do đó, tổng mức tiêu thụ trong 6T2019 chỉ tăng nhẹ +1.4% n/n, đạt 1.2 triệu tấn.

Hoà Phát vượt trội ngành

Mặc dù chịu chung xu hướng giảm, ở mức độ nào đó, Hoà Phát vẫn tiếp tục vượt trội so với ngành. Cụ thể hơn, tăng trưởng tiêu thụ thép dài của Hoà Phát tại thị trường nội địa đã giảm từ 32.3% n/n trong 1Q2019 xuống còn 17.3% n/n trong 2Q2019, đạt 1.2 triệu tấn trong 6T2019. Tuy nhiên, tăng trưởng xuất khẩu thép dài lại vọt tăng lên 140% n/n trong 2Q2019 (1Q2019 là 5.7% n/n), giúp tổng khối lượng xuất khẩu thép dài đạt 0.12 triệu tấn trong 6T2019.

Đối với mảng thép ống, tăng trưởng sản lượng giảm từ 16.1% n/n trong 1Q2019 xuống 12% n/n trong 2Q019. Tổng sản lượng trong 6T2019 là 0.36 triệu tấn, tăng 13.9% n/n.

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-5%	-2%	-13%	-22%
Tương đối	-18%	-5%	-15%	-28%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Và kết quả kinh doanh 2Q2019 vượt kì vọng thị trường

Trong 2Q2019, doanh thu của HPG đạt 15,097 tỷ đồng (+0.9% q/q). Trong đó, doanh thu thép là 11,636 tỷ đồng (-2.7% q/q); doanh thu nông nghiệp là 1,809 tỷ đồng (+3.2% q/q); doanh thu bất động sản là 656 tỷ đồng (+50% q/q). Lợi nhuận gộp ở mức 3,013 tỷ đồng, tăng 14.9% nhờ đóng góp từ mảng thép.

Thông kê 02/08/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20.6k-32.6k
SL lưu hành (triệu cp)	2,761
Vốn hóa (tỷ đồng)	62,400
Vốn hóa (triệu USD)	2,689
% khối ngoại sở hữu	38.6%
SL cp tự do (triệu cp)	1,409.0
KLGD TB 3 tháng (cp)	4,789,363
VND/USD	23,203
Index: VNIndex / HNX	997/104

Nguồn: Bloomberg

Do sự cạnh tranh gay gắt của thị trường và giá thép phế liệu giảm 10.9% n/n, trong 2Q2019, giá bán trung bình của thép dài vẫn giữ nguyên so với cùng kỳ và giảm 7% n/n. Vì vậy, doanh thu thép giảm nhẹ 0.9% q/q. Trong khi đó, giá quặng sắt tiếp tục tăng mạnh 86.4% lên mức 113 USD (mã Bloomberg IOCA92) vào cuối tháng 06/2019, do (1) Trung Quốc tăng cường sản xuất thép 9% n/n (2) Nguồn cung quặng sắt giảm do sự cố của Vale ở Brazil và Cyclone Veronica ở Úc. Trong 6T2019, tổng sản lượng quặng sắt của Vale, Rio Tinto, BHP và Fortescue - chiếm gần 50% sản lượng của thế giới - đã giảm 7% n/n.

Tuy nhiên, mảng thép của HPG đã ghi nhận mức lãi gộp 21.4% trong 2Q2019, một chuyển biến đáng kinh ngạc so với mặt bằng thấp của 4Q2018 và 1Q2019. Chúng tôi cho rằng mức tăng này đến từ các chính sách phòng ngừa rủi ro tích cực của công ty.

Duy trì khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG

Trong năm 2019, chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm Hoà Phát sẽ phải đối mặt với khó khăn vì giá quặng sắt vẫn ở mức cao trong khi giá bán trung bình có thể sẽ không đổi (do nhu cầu thép dài suy giảm trong khi nguồn cung trong nước tăng). Dựa trên dự phóng HPG sẽ phải chịu chi phí đầu vào cao hơn trong nửa cuối 2019, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu và lợi nhuận ròng của Hoà Phát năm 2019 xuống khoảng 10%, lần lượt đạt 68,168 tỷ đồng và 7,537 tỷ đồng, tương đương **26,000 đồng/cổ phiếu**.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng tích cực đối với HPG vào năm 2020, do Dung Quất đi vào hoạt động sẽ phục hồi lợi nhuận của công ty. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Cơ cấu sở hữu 02/08/2019

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	32.4%
Dragon Capital	5.0%
Vinacapital	4.9%
CEO Trần Tuấn Dương	2.7%

Nguồn: Fiinpro

Chu Đức Vĩnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462
vinh.cd@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Dự phóng

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019E	2020E
Doanh thu	13,001	14,261	14,188	14,386	14,963	15,097	17,673	20,435	55,836	68,168	88,474
<i>Thép</i>	10,874	11,736	11,889	11,924	11,964	11,636	14,193	16,937	46,424	54,729	73,471
<i>Nông nghiệp</i>	816	1,196	1,174	1,411	1,753	1,809	1,827	1,845	4,596	7,234	8,645
<i>Bất động sản</i>	660	406	303	304	437	656	656	656	1,672	2,404	2,404
<i>Khác</i>	651	923	822	747	809	998	998	998	3,144	3,802	3,954
Tăng trưởng DT năm (%)	21.9%	14.5%	23.9%	-2.2%	24.2%	8.0%	24.6%	42.0%	21.0%	22.1%	31.9%
<i>Thép</i>	19.3%	31.3%	7.8%	11.9%	10.0%	-0.9%	19.4%	42.0%	16.8%	17.9%	34.2%
<i>Nông nghiệp</i>	62.4%	134.4%	46.9%	30.1%	115.0%	51.3%	55.6%	30.8%	58.8%	57.4%	19.5%
<i>Bất động sản</i>	484.4%	13.9%	477.1%	27.2%	-33.8%	61.6%	116%	116%	120%	43.8%	0%
<i>Khác</i>	21.9%	14.5%	23.9%	-2.2%	24.2%	8.0%	21.4%	33.5%	13.6%	20.9%	4.0%
Lợi nhuận gộp	2,850	2,801	3,124	2,510	2,622	3,013	2,647	3,198	11,671	11,480	16,106
<i>Thép</i>	2,464	2,464	2,794	2,179	2,206	2,496	2,064	2,623	9,902	9,399	13,880
<i>Nông nghiệp</i>	-	43	96	133	154	85	142	143	186	524	626
<i>Bất động sản</i>	290	167	113	76	136	266	266	266	543	935	935
<i>Khác</i>	96	126	121	122	126	165	165	165	659	622	647
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.9%	19.6%	22.0%	17.4%	17.5%	20.0%	15.0%	15.6%	20.9%	16.8%	18.2%
<i>Thép</i>	22.7%	21.0%	23.5%	18.3%	18.4%	21.4%	14.6%	15.5%	21.3%	17.2%	18.9%
<i>Nông nghiệp</i>	0.0%	3.6%	8.1%	9.4%	8.8%	4.7%	7.8%	7.8%	5.9%	7.2%	7.2%
<i>Bất động sản</i>	43.9%	41.2%	37.1%	25.0%	31.2%	40.6%	40.6%	40.6%	38.6%	38.9%	38.9%
<i>Khác</i>	14.8%	13.7%	14.8%	16.4%	15.6%	16.6%	16.6%	16.6%	14.8%	16.4%	16.4%
Lợi nhuận hoạt động	2,592	2,580	2,883	2,108	2,308	2,653	2,224	2,705	10,550	9,890	14,024
<i>Tăng trưởng (%)</i>	19.5%	42.4%	-16.9%	22.1%	-11.0%	28.3%	-22.9%	28.3%	9.6%	-6.3%	41.8%
<i>Biên LN (%)</i>	19.9%	18.1%	20.3%	14.7%	15.4%	17.6%	12.6%	13.2%	18.9%	14.5%	15.9%
Lợi nhuận sau thuế	2,223	2,202	2,408	1,767	1,812	2,099	1,510	1,899	8,601	7,537	9,462
<i>Tăng trưởng (%)</i>	14.9%	43.2%	12.5%	-26.4%	-18.5%	-4.7%	-37.3%	7.4%	7.3%	-12.4%	25.5%
<i>Biên LN (%)</i>	17.1%	15.4%	17.0%	12.3%	12.1%	13.9%	8.5%	9.3%	15.4%	11.1%	10.7%

Nguồn: KIS ước tính

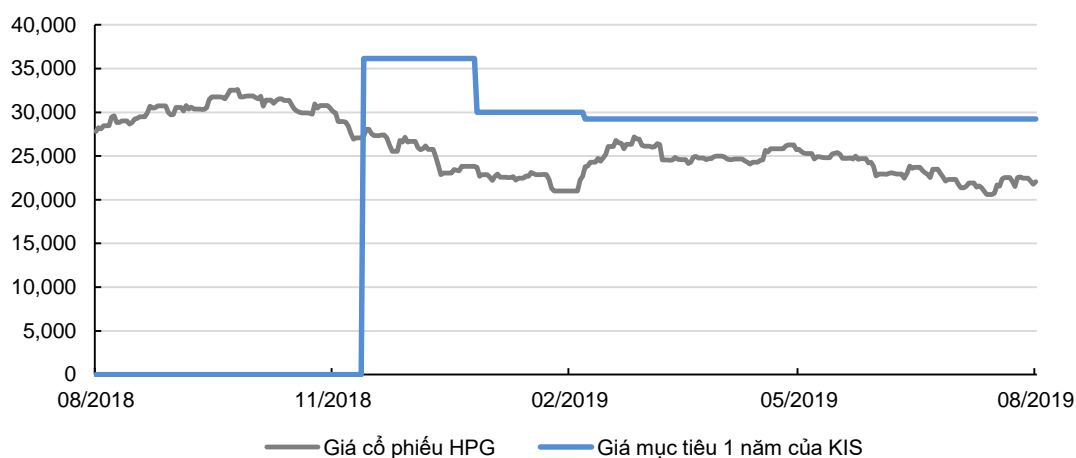
Định giá

Tỷ đồng	2019F	2020F
EV/EBITDA (x)	10	10
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,557	3,144
Giá mục tiêu	26,000	31,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	15.8%	
Suất sinh lợi cổ tức	0%	
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	15.8%	

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

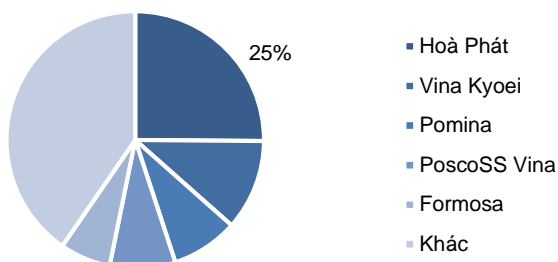
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
HPG	03/04/2019	TĂNG TỶ TRỌNG	29,231	31,154
	13/02/2019	TĂNG TỶ TRỌNG	29,231	32,383
	02/01/2019	TĂNG TỶ TRỌNG	30,000	34,158
	19/11/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	36,154	38,544

Lịch sử giá mục tiêu 1 năm của KIS



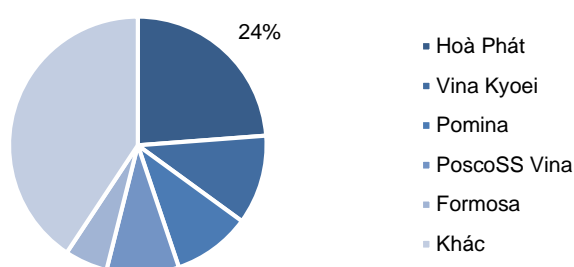
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Thị phần thép dài 6T2019



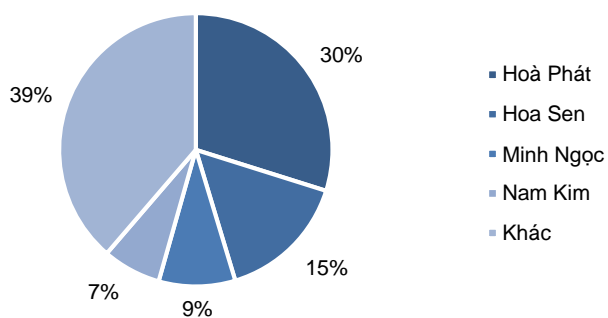
Nguồn: VSA, KIS

Hình 02. Thị phần thép dài 2018



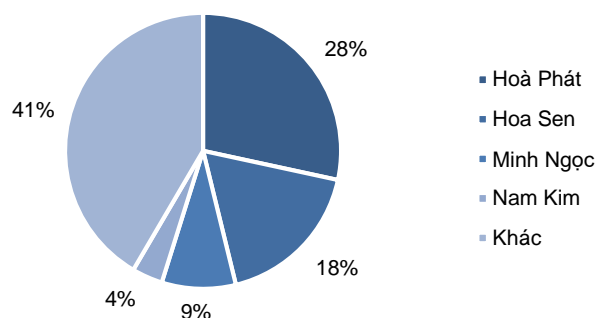
Nguồn: VSA, KIS

Hình 03. Thị phần thép ống 6T2019



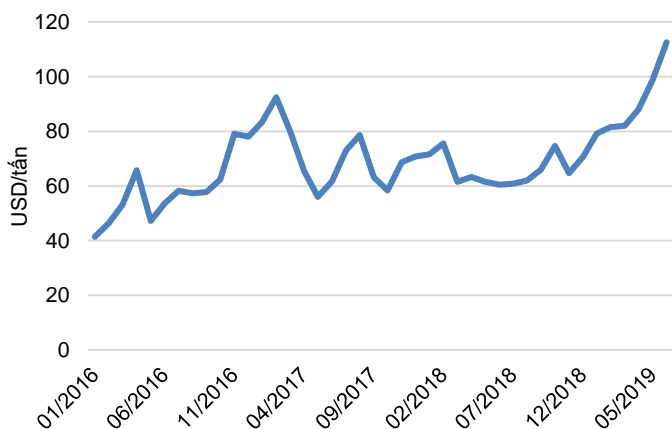
Nguồn: VSA, KIS

Hình 04. Thị phần thép ống 2018



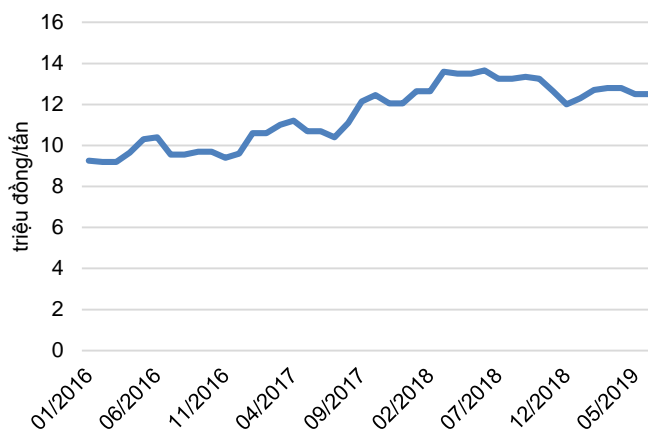
Nguồn: VSA, KIS

Hình 05. Biến động giá quặng sắt



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Biến động giá thép dài



Nguồn: VSA, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	33,283	46,162	55,836	68,168	88,474
Tăng trưởng (%)	21%	39%	21%	22%	30%
Thép	28,855	39,738	46,424	54,142	73,471
Nông nghiệp	1,464	2,895	4,596	7,234	8,645
Bất động sản	533	760	1,672	2,404	2,404
Khác	2,629	2,768	3,144	3,802	3,954
GVHB	24,533	35,536	44,166	56,688	72,387
Biên LN gộp (%)	26%	23%	21%	16.8%	18.2%
Chi phí BH & QLDN	895	1,004	1,121	1,590	2,063
EBITDA	9,499	11,595	12,836	13,261	19,812
Biên lợi nhuận (%)	28%	25%	23.0%	19.5%	22.4%
Khấu hao	1,643	1,974	2,286	3,371	5,788
Lợi nhuận từ HĐKD	7,856	9,622	10,550	9,890	14,024
Biên LN HĐKD (%)	24%	21%	19%	15%	16%
Chi phí lãi vay ròng	142	371	376	1,303	3,685
% so với nợ ròng	6%	-5651%	4%	5%	11%
Khả năng trả lãi vay (x)	55.5	25.9	28.0	7.6	3.8
Lãi/lỗ khác	-13	38	-103	-	-
Thuế	1,096	1,274	1,471	1,050	877
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	14%	15%	12%	8%
Lợi nhuận ròng	6,606	8,015	8,601	7,537	9,462
Biên lợi nhuận (%)	20%	18%	15%	11%	11%
Lợi ích CĐ thiểu số	4	8	28	28	28
LN cho công ty mẹ	6,602	8,007	8,573	7,509	9,435
Số lượng CP (triệu)	843	1,517	2,124	2,761	2,761
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,799	2,689	2,965	2,557	3,144
Tăng EPS (%)	83%	50%	10%	-14%	23%
Cổ tức (VND)	1,500	-	-	-	2,000

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	6,554	3,679
Capex	3,445	8,882	27,659	16,463	13,218
Dòng tiền khác	-202	-1,452	7,972	-	-
Dòng tiền tự do	3,619	-2,624	-19,298	-12,110	-1,646
Phát hành cổ phiếu	-	5,057	11.42	-	-
Cổ tức	1,102	4	-	-	5,522
Thay đổi nợ ròng	-2,517	-2,430	19,287	12,110	7,168
Nợ ròng cuối năm	1,208	-1,221	18,066	30,175	37,344
Giá trị doanh nghiệp	48,040	45,615	64,918	77,056	84,252
Tổng VCSH	19,850	32,398	40,623	47,709	50,895
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	111	127	155	182
VCSH	19,745	32,287	40,496	47,555	50,712
Giá trị sổ sách/cp (VND)	5,856	11,694	14,667	17,223	18,367
Nợ ròng / VCSH (%)	6%	-4%	44%	63%	73%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.13	-0.11	1.41	2.28	1.88
Tổng tài sản	33,227	53,022	78,223	97,870	108,978

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%)	38.6%	30.8%	23.6%	17.1%	19.2%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	19.9%	15.1%	11.0%	7.7%	8.7%
ROIC (%)	34.2%	31.8%	19.8%	12.6%	14.9%
WACC (%)	14.4%	15.0%	11.5%	10.9%	12.3%
PER (x)	12.2	8.2	7.4	8.6	7.0
PBR (x)	0.6	0.8	0.9	1.0	0.9
PSR (x)	1.4	1.0	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA (x)	5.0	3.9	5.1	5.8	4.3
EV/Sales (x)	1.4	1.0	1.2	1.1	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	1.7%	-	-	-	9.1%

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 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**.