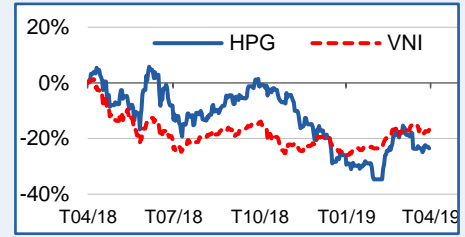


Ngành:	Thép		<u>2018</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>	<u>2021F</u>
Ngày báo cáo:	08/04/2019	Tăng trưởng DT	21,0%	27,1%	18,0%	10,9%
Giá hiện tại:	32.500VND	Tăng trưởng EPS	1,8%	2,6%	19,5%	9,0%
Giá mục tiêu:	44.600VND	Biên LN gộp	20,9%	18,3%	18,8%	18,2%
Giá mục tiêu trước đây	47.200VND	Biên LN ròng	15,4%	12,3%	12,5%	12,3%
TL tăng:	+37,2%	EV/EBITDA	5,7x	5,0x	3,9x	3,5x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	9,1x	8,5x	6,0x	5,0x
Tổng mức sinh lời:	+37,2%	P/E	8,6x	8,4x	7,0x	6,4x



GT vốn hóa:	3,0 tỷ USD		<u>HPG</u>	<u>Peers*</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	275,6tr USD	P/E (trượt)	8,6x	8,8x	16,7x
GTGD/ngày (30n):	7,5tr USD	P/B (hiện tại)	1,7x	1,0x	2,6x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	44,5%	56,6%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	2,1 tỷ	ROE	23,5%	10,4%	15,4%
Pha loãng:	2,1 tỷ	ROA	13,1%	3,0%	2,5%
PEG 3 năm**	0,6				

Tổng quan Công ty
 HPG là nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam với thị phần mảng thép xây dựng là 24% (công suất thiết kế hiện nay 2 triệu tấn/năm) và mảng ống thép là 28%. Đầu năm 2018, công ty đã đưa vào hoạt động dây chuyền tôn mạ công suất 400.000 tấn/năm. Các hoạt động kinh doanh khác bao gồm sản xuất công nghiệp, BĐS và thức ăn chăn nuôi

* bao gồm CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số thị trường điều chỉnh; ** 2019-2022F

Nguyễn Thảo Vy
 Chuyên viên Cao cấp

Giá quặng sắt và chi phí lãi vay ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận 2019

Lưu Bích Hồng
 Trưởng phòng Cao cấp

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) trong khi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 6% còn 44.600 đồng/CP khi định giá và triển vọng dài hạn của HPG vẫn hấp dẫn, dù điều chỉnh giảm dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS 2019 còn 8,8 nghìn tỷ đồng (+2% YoY) từ 9,6 nghìn tỷ đồng (+12% YoY).
- Mức điều chỉnh giảm 8% LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng của chúng tôi do 1) giá quặng sắt tăng mạnh gần đây do các sự kiện bất ngờ làm gián đoạn nguồn cung tại Brazil và Úc và 2) điều chỉnh tăng chi phí lãi vay phân bổ cho Khu phức hợp Gang thép Dung Quất (DQSC) trong năm nay.
- Chúng tôi duy trì quan điểm về triển vọng dài hạn của HPG trong bối cảnh 1) tiềm năng từ việc mở rộng công suất và danh mục sản phẩm của DQSC, 2) kỳ vọng của chúng tôi về việc HPG tận dụng bối cảnh thách thức của ngành thép để giành thêm thị phần và 3) khả năng sinh lời vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực.
- Rủi ro: mức giảm biên lợi nhuận cao hơn dự kiến do biến động giá quặng sắt.

Biên LN gộp dự phóng năm 2019 bị ảnh hưởng bởi giá quặng sắt tăng mạnh do các sự kiện bất thường tại Brazil và Úc. Như đã đề cập trong báo cáo cập nhật [Sẵn sàng cho giai đoạn tăng trưởng mới](#) ngày 26/02/2019, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt sẽ hạ nhiệt sau sự kiện vỡ đập Vale vào đầu năm 2019 tại Brazil. Tuy nhiên, diễn biến cắt giảm nguồn cung quặng sắt của BHP và Rio Tinto do bão Veronica tại Úc vào cuối tháng 3/2019 đã tạo thêm áp lực tăng cho giá quặng sắt. Giá quặng sắt đã đạt 86 USD/tấn vào đầu tháng 4, so với mức trung bình trong quý 4/2018 là 70 USD/tấn. Chúng tôi tin rằng những diễn biến của giá quặng sắt do các sự kiện như trên mang tính chất đầu cơ hơn là phản ánh các thay đổi về cơ cấu trong cơ chế cung – cầu quặng sắt toàn cầu; do đó, giá cả sẽ dần trở nên bình ổn hơn qua thời gian. Tuy nhiên, xu hướng giá quặng cao được dự báo sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên LN các nhà sản xuất thép trong nửa đầu năm 2019. Do đó, chúng tôi nâng giá định giá quặng sắt trung bình cho HPG thêm 4% lên 78 USD/tấn cho năm 2019.

Chi phí lãi vay từ khoản đầu tư cho DQSC giai đoạn 1 ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận 2019. Theo báo cáo ĐHCĐ 2019 [Ban lãnh đạo tỏ ra thận trọng trước khi đưa lò cao mới vào vận hành](#) của chúng tôi, vốn lưu động và vốn XDCB của DQSC ước tăng thêm 25% so với kế hoạch ban đầu, đạt tổng cộng 65 nghìn tỷ đồng. Mức tăng này cùng với việc phân bổ chi phí lãi vay cao hơn dự kiến cho giai đoạn 1 của DQSC trong năm 2019 khiến chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chi phí tài chính 2019/2020 cho HPG thêm 58%/44%.

Dự án DQSC đúng tiến độ cùng với tăng trưởng sản lượng bán mạnh mẽ trong quý 1 của HPG củng cố cho dự báo sản lượng bán ra của chúng tôi. Trong quý 1/2019, thép xây dựng của HPG ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ 29% YoY, đạt 697.000 tấn và tương ứng với 26% thị phần so với 24% thị phần trong năm 2018. DQSC cũng đang đúng tiến độ để vận hành lò cao BOF đầu tiên của Giai đoạn 1 trong tháng 6/2019 và lò cao BOF thứ hai vào đầu quý 4 năm nay. Chúng tôi duy trì dự báo sản lượng thép xây dựng bán ra đạt 3,2 triệu tấn (+35% YoY) cho năm 2019 và đạt tốc độ tăng trưởng kép dự phóng giai đoạn 2018-2023 là 13%.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về giả định giá bán thép cho HPG trong bối cảnh công ty chuẩn bị có thêm lượng công suất mới. Cả giá bán thép tại Trung Quốc và trong nước đã gia tăng kể từ tháng 12/2018 theo đà tăng với giá quặng sắt. Ngoài ra, các nhà sản xuất thép hồ quang điện (EAF) trong nước cũng nâng giá bán thép để đối phó với mức tăng 8,4% của giá điện trong nước kể từ cuối tháng 3/2019. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng HPG vẫn sẽ duy trì giá bán thép cạnh tranh nhằm chuẩn bị cho lượng công suất mới. Do đó, chúng tôi giữ giả định giá bán thép trung bình của HPG đạt 12,8 triệu đồng/tấn.

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	55.836	70.972	83.758	92.882
Giá vốn hàng bán	-44.166	-57.980	-67.983	-76.017
Lợi nhuận gộp	11.671	12.992	15.774	16.865
Chi phí bán hàng	-677	-916	-1.083	-1.200
Chi phí QLDN	-444	-568	-670	-743
LN hoạt động (EBIT)	10.550	11.508	14.021	14.922
Doanh thu tài chính	294	335	377	414
Chi phí tài chính	-772	-1.623	-2.328	-2.175
- trong đó, chi phí lãi vay	-540	-1.376	-2.092	-1.958
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-1	0	0	0
LN trước thuế	10.071	10.221	12.070	13.161
Thuế TNDN	-1.471	-1.431	-1.569	-1.711
LNST trước CĐTS	8.601	8.790	10.501	11.450
Lợi ích CĐ thiểu số	-28	-28	-33	-36
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	8.573	8.762	10.468	11.414
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	8.573	8.762	10.468	11.414

EBITDA	12.834	14.652	18.492	20.495
EPS cơ bản (đồng)	3.781	3.878	4.633	5.052
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	3.781	3.878	4.633	5.052
EPS pha loãng (đồng)	3.781	3.878	4.633	5.052
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	0	0	2.000	2.500
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	0%	0%	43%	49%

CHỈ SỐ	2018	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	21,0%	27,1%	18,0%	10,9%
EBIT	9,6%	9,1%	21,8%	6,4%
LN trước thuế	8,4%	1,5%	18,1%	9,0%
EPS cơ bản điều chỉnh	1,8%	2,6%	19,5%	9,0%

Khả năng sinh lời:	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp	20,9%	18,3%	18,8%	18,2%
Biên EBIT	18,9%	16,2%	16,7%	16,1%
Biên EBITDA	23,0%	20,6%	22,1%	22,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	15,4%	12,3%	12,5%	12,3%
ROE	23,5%	19,6%	20,2%	19,9%
ROA	13,1%	9,9%	10,5%	11,4%

Chỉ số hiệu quả:	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày tồn kho	106,9	98,9	102,4	107,5
Số ngày phải thu	13,8	12,6	12,7	13,1
Số ngày phải trả	53,4	58,0	56,9	58,1
Chu kỳ luân chuyển tiền	67,2	53,5	58,2	62,4

Thanh khoản:	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,0	1,2	1,5
CS thanh toán nhanh	0,5	0,4	0,5	0,6
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ vay/ Tài sản	31,1%	35,6%	29,6%	22,8%
Nợ vay/ Vốn	37,4%	41,7%	35,2%	27,5%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	44,5%	58,6%	42,5%	26,8%
CS khả năng thanh toán lãi vay	19,7	8,4	6,8	7,7

CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	2.516	2.552	2.766	2.985
Đầu tư TC ngắn hạn	3.725	3.725	3.725	3.725
Các khoản phải thu	2.244	2.674	3.156	3.500
Hàng tồn kho	14.115	17.295	20.837	23.925
TS ngắn hạn khác	2.709	3.444	4.064	4.507
Tổng TS ngắn hạn	25.309	29.689	34.548	38.641
TS cố định (nguyên giá)	61.615	80.323	82.085	83.430
- Khấu hao lũy kế	-10.546	-13.690	-18.160	-23.733
TS cố định (ròng)	51.070	66.633	63.925	59.697
Đầu tư TC dài hạn	67	67	67	67
TS dài hạn khác	1.778	1.778	1.778	1.778
Tổng TS dài hạn	52.914	68.478	65.770	61.542
Tổng Tài sản	78.223	98.167	100.317	100.183

Phải trả ngắn hạn	8.707	9.722	11.474	12.724
Nợ vay ngắn hạn	11.495	16.234	14.276	11.403
Nợ ngắn hạn khác	2.435	2.435	2.435	2.435
Tổng nợ ngắn hạn	22.636	28.391	28.185	26.561
Nợ vay dài hạn	12.811	18.708	15.407	11.405
Nợ dài hạn khác	2.153	2.153	2.153	2.153
Tổng nợ	37.600	49.252	45.744	40.119

Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	21.239	21.239	21.239	21.239
Thặng dư vốn cổ phần	3.212	3.212	3.212	3.212
Lợi nhuận giữ lại	15.126	23.390	29.015	34.470
Vốn khác	919	919	919	919
Lợi ích CĐTS	127	155	188	224
Vốn chủ sở hữu	40.623	48.915	54.573	60.064
Tổng nguồn vốn	78.223	98.167	100.317	100.183

SL cổ phiếu tại cuối năm ^(*) (triệu)	2.124	2.124	2.124	2.124
(*) không bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng trong tương lai				

LCTT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	4.265	2.516	2.552	2.766
LNST sau lợi ích CĐTS	8.601	8.790	10.501	11.450
Khấu hao	2.284	3.144	4.470	5.573
Thay đổi vốn lưu động	3.748	-3.329	-2.893	-2.624
Điều chỉnh khác	-7.033	-526	-628	-685
LCTT từ HĐ kinh doanh	7.600	8.079	11.450	13.714

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-27.594	-18.708	-1.762	-1.345
Khác	6.995	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-20.491	-18.708	-1.762	-1.345

Cổ tức đã trả	0	0	-4.248	-5.310
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	166	4.740	-1.958	-2.874
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	11.160	5.897	-3.301	-4.001
Khác	-184	28	33	36
LCTT từ HĐ tài chính	11.142	10.665	-9.474	-12.149

Lưu chuyển tiền thuần	-1.749	37	213	220
Tiền cuối năm	2.516	2.552	2.766	2.985

Nguồn: báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiến Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.