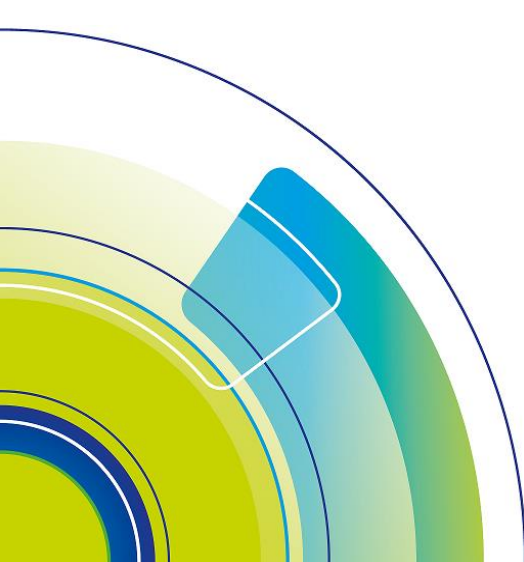




Báo cáo phân tích

HPG - MUA

Ngày 14/04/2017



Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 218

cuongnt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: HPG

Sản xuất thép

Giá hiện tại (VND) **30.900**

Giá mục tiêu (VND) **40.794**

Tỷ lệ tăng giá 32%

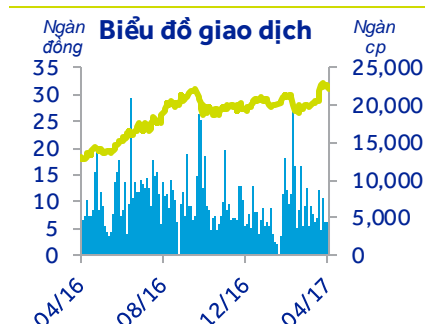
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **32,0%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	7,4	12,2	9,4	80,0
Tương đối	-1,3	10,1	3,2	50,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

ReCollection Pte. Ltd.	11,98%
PYN Rahastoyhtio	5,18%

Thống kê **14/4/2017**

Mã Bloomberg **HPG VN**

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 17,855 - 33,300

SL lưu hành (triệu cp) 1,264

Vốn hóa (tỷ đồng) 39,062

Vốn hóa (triệu USD) 1,726

Room khối ngoại còn lại (%) 11.9

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 50.7

KLGD TB 3 tháng (cp) 5,372,245

VND/USD 22,655

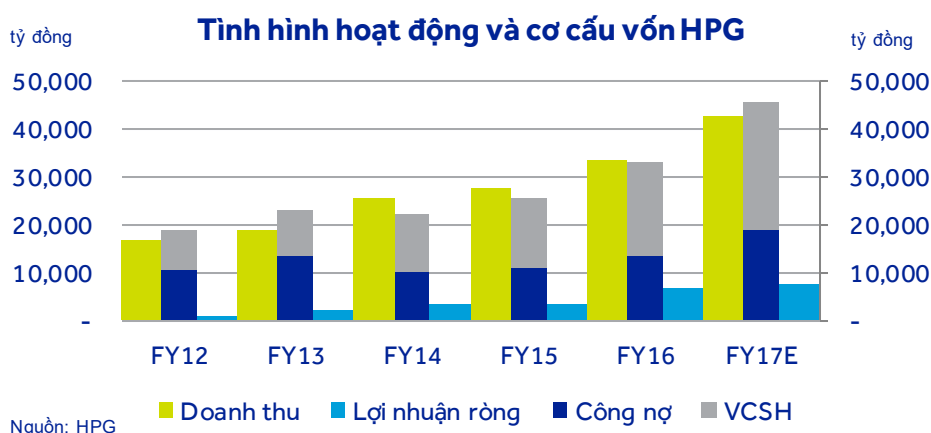
Index: VNIndex / HNX 718.45/ 89.64

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG VN)

Cổ phiếu blue-chip hấp dẫn trên thị trường

Kinh doanh 4 ngành nghề chủ lực, gồm thép, bất động sản, các ngành công nghiệp khác, và nông nghiệp (lần lượt chiếm 86,7%, 1,3%, 7,8% và 4,2% trong năm 2016), CTCP Tập Đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG) là một trong những cổ phiếu đầu ngành khi có được sức khỏe tài chính vững chắc, tốc độ tăng trưởng ổn định, biên lợi nhuận cao, cũng như vị thế đầu ngành sản xuất thép.

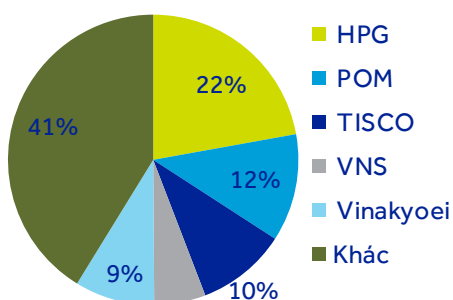
Trong giai đoạn 5 năm, tập đoàn đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) doanh thu ở mức 15%, trong khi tốc độ đó ở lợi nhuận lên đến 30%. Bên cạnh đó, nhờ vào chiến lược đầu tư sâu cho việc sản xuất thép (sản xuất từ quặng), và sự đóng góp từ KLH Gang Thép Hòa Phát, biên lợi nhuận của HPG đã cải thiện đáng kể (từ 12,7% trong năm 2015 lên 19,8% trong năm 2016).



Bảng 3 phương pháp định giá FCFF, tỉ số PE và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính giá trị nội tại của HPG là 40.794 đồng/cp. Tại giá đóng cửa ngày 14/04/17 là 30.900 đồng, chúng tôi kì vọng mức lợi suất tương đương 32%. **MUA**

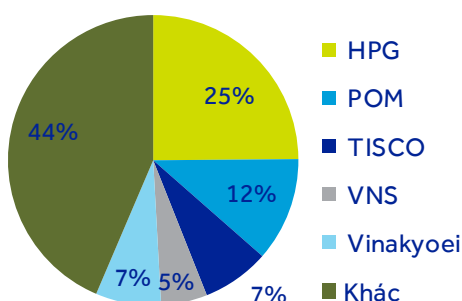
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	33.283	42.717	51.140	66.966	93.244
Tăng trưởng (%)	21,24%	28,34%	19,72%	30,95%	39,24%
EBITDA (tỷ đồng)	9.530	11.000	12.852	15.578	20.650
Tăng trưởng (%)	67,47%	15,42%	16,83%	21,21%	32,56%
LN ròng (tỷ đồng)	6.606	7.601	7.818	8.225	11.418
Tăng trưởng LN (%)	88,51%	15,05%	2,86%	5,21%	38,82%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.214	6.465	5.850	6.154	8.079
Tăng trưởng (%)	92,72%	53,43%	-9,51%	5,20%	31,28%
ROE (%)	38,50%	32,36%	25,19%	21,05%	25,24%
ROIC (%)	22,08%	18,61%	13,34%	10,44%	12,46%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,13	0,75	0,97	0,87	0,78
EV/EBITDA (x)	1,74	2,15	2,17	1,86	1,53
PER (lần)	7,58	4,94	5,46	5,19	3,95
PBR (lần)	1,36	1,78	1,80	1,89	1,99
Cổ tức (đồng)	-	-	-	-	2.500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,82%

Cơ cấu thị trường thép xây dựng trong nước 2016



Nguồn: VSA

Cơ cấu thị trường thép xây dựng trong nước 2T16



Nguồn: VSA

Sản xuất thép: ngành kinh doanh cốt yếu của HPG

HPG là đầu tàu ngành thép xây dựng trong nước. Kể từ năm 2014 khi lần đầu soạn ngôi vương từ POM, HPG vẫn luôn duy trì vị thế ấy. Kết thúc năm 2016, HPG nắm giữ 22% thị phần, cách xa á quân POM (chiếm 12%); trong 2 tháng đầu 2017, thị phần của HPG đã nhảy lên 25%, kèm theo sự tụt dốc từ các công ty liên quan đến VNSteel: TISCO, VNS và Vinakyoei.

Xét về năng lực sản xuất, cùng với sự đóng góp của Giai đoạn 3 KLH Gang Thép Hòa Phát, tổng công suất thiết kế của HPG đã tăng lên mức 2 triệu tấn thép xây dựng mỗi năm - gần như gấp đôi công suất của các nhà sản xuất chủ lực khác trên thị trường, biến HPG trở thành nhà sản xuất thép lớn nhất cả nước.

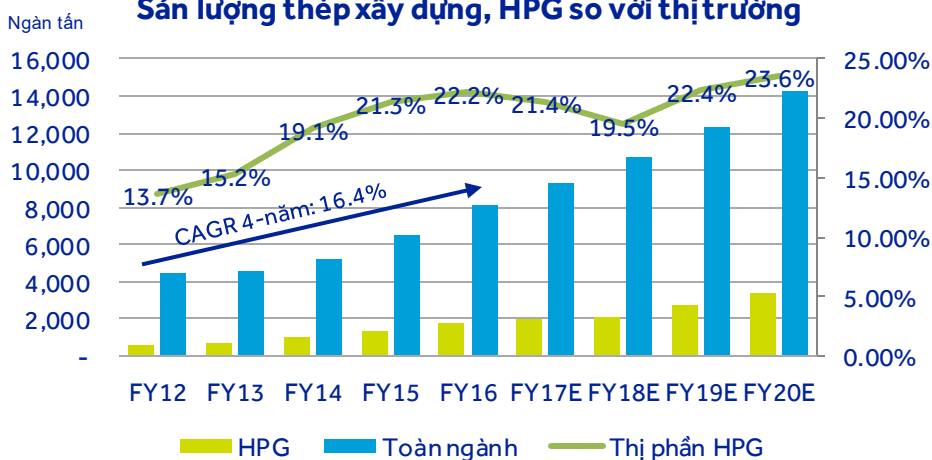
Công ty	Công suất (tr Tấn)	Sản lượng 2016 (tr Tấn)	Công suất
HPG	2.000.000	1.814.164	90,7%
KLH Gang Thép Hòa Phát	1.700.000	1.514.164	89,1%
Cty TNHH MTV Thép Hòa Phát	300.000	300.000*	100,0%*
POM	1.100.000	952.628	86,6%
TISCO	1.000.000	824.456	82,4%
Vinakyoei	1.300.000	724.071	55,7%

(*): ACBS ước tính

Nguồn: Báo cáo công ty, VSA, ACBS ước tính

Trong 2016, HPG đã đạt được mức kỷ lục về thị phần mảng thép xây dựng 22,2%, với 1,8 triệu tấn thép tiêu thụ (+30,7% c/k). Đây được xem là thành quả từ sự đóng góp của toàn bộ KHL Gang thép. Mặc dù GD3 của KLH chỉ vừa được đưa vào sản xuất trong những tháng đầu năm 2016, tuy nhiên toàn bộ KLH đã chạy hơn 89% tổng công suất thiết kế, đồng nghĩa dư địa tăng trưởng trong năm nay chỉ còn lại khoảng 10%. Chính vì lý do đó, dự án KLH Dung Quất được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng, giúp HPG duy trì vị thế đầu tàu của mình trên thị trường. Thế nên, chúng tôi cho rằng thị phần của Hòa Phát sẽ ko tránh khỏi việc điều chỉnh trong vòng 2 năm tới, cho đến khi KLH Dung Quất được đưa vào vận hành trong năm 2019, và có khả năng chiếm đến 23.6% thị phần năm 2020, dựa trên giả thiết thị trường duy trì mức tăng hiện tại.

Sản lượng thép xây dựng, HPG so với thị trường



Nguồn: VSA, ACBS ước tính

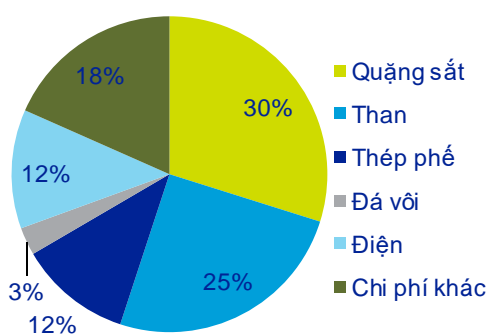
Liên quan đến KLH Dung Quất, có thể xem dự án chính là quân át chủ bài từ chiến lược phát triển của tập đoàn, trong bối cảnh thị trường thép thế giới đang dần tái cấu trúc, bắt đầu từ gã khổng lồ Trung Quốc. Cụ thể hơn, với 40 ngàn tỷ đồng CAPEX trong tổng số 52 ngàn tỷ đồng tổng mức đầu tư, Dung Quất sẽ cung cấp thêm cho tập đoàn khoảng 4 triệu tấn thành phẩm, một khi dự án được hoàn thiện vào năm 2019. So sánh với KLH gang thép tại Hải Dương hiện tại, KLH Dung Quất có kích thước lớn hơn gấp đôi xét về cả tổng mức đầu tư, cũng như công suất thiết kế. Trong đó, GĐ1 (hoàn thiện vào đầu 2019) của dự án sẽ mang về 2 triệu tấn thép dài, và GĐ2 (vào cuối 2019), sẽ cung cấp khoảng 2 triệu tấn thép dẹt.

Nhà máy	C.suất thiết kế (tấn)	Mức đầu tư (tỷ đồng)	Suất đầu tư (triệu đồng/tấn)
KLH Gang Thép Hòa Phát	1.700.000	9.600	5,65
Giai đoạn 1	450.000	2.600	5,78
Giai đoạn 2	500.000	3.200	6,40
Giai đoạn 3	750.000	3.800	5,07
Cty TNHH MTV Thép Hòa Phát	300.000	396	1,32
SL thép x.dựng, tiền Dung Quất	2.000.000	9.996	5,00
KLH Thép Dung Quất Hòa Phát	4.000.000	52.000	13,00
Giai đoạn 1: Thép dài	2.000.000	26.000	13,00
Giai đoạn 2: Thép dẹt	2.000.000	26.000	13,00
SL Thép x.dựng, hậu Dung Quất	4.000.000	35.996	9,00

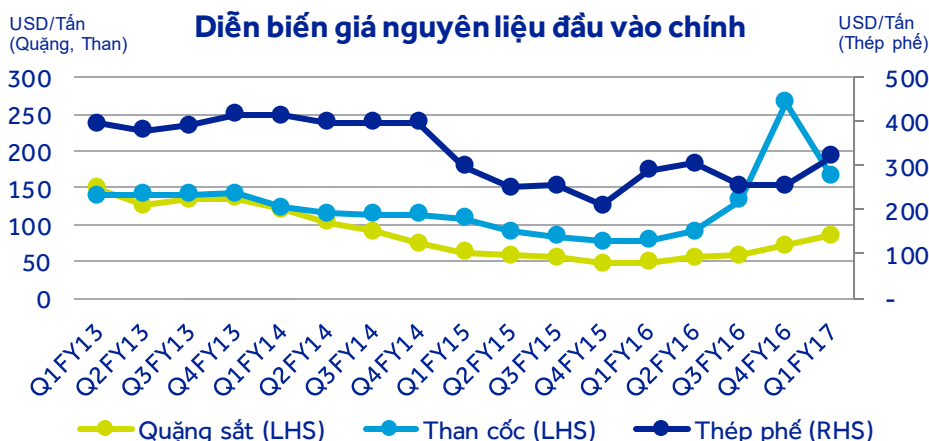
Nguồn: HPG, ACBS ước tính

Giá thép xây dựng với xu thế kì vọng tăng. Phân bổ cấu thành thép xây dựng bằng phương pháp lò cao (BOF), nguyên liệu đầu vào chính trong sản xuất bao gồm quặng sắt than đá, và thép phế, với chi phí lần lượt chiếm 30%, 25% và 12% giá thành sản xuất.

Cơ cấu chi phí sản xuất thép xây dựng



Nguồn: World steel, Steelemart.

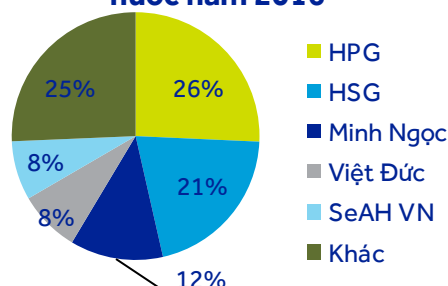


Nguồn: Bloomberg

Ảnh hưởng bởi thực trạng thừa cung trên thị trường toàn cầu, giá thị trường của cả ba nguyên liệu đầu vào đã chạm đáy trong Q4FY15. Tuy nhiên, năm 2016 đã chứng kiến xu hướng giá theo chiều ngược lại, nhờ vào sự hồi phục trên thị trường thép. Cụ thể hơn, giá bình quân của cả quặng sắt và thép phế trong năm 2016 đã lần lượt tăng 4,4% và 8,7% so với cùng kì; trong khi đó, than cốc đã bức phá ngoạn mục ở cuối 2016 (giá trung bình tăng 57,8% so với năm 2015; trong đó, vào tháng 11 năm 2016, giá than cốc đã đạt đỉnh ở mức 299 đô la mỹ trên mỗi tấn, trong khi giá đầu năm chỉ là 77 đô).

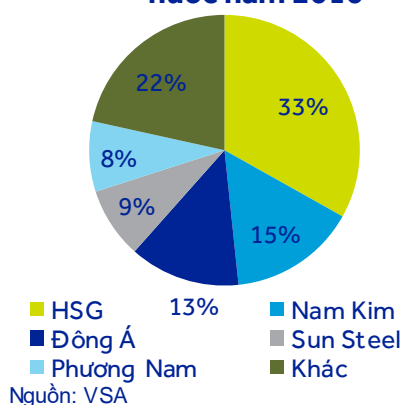
Xét từ đầu năm đến nay, cả 3 nguyên liệu này lại cho thấy một diễn biến khá ôn hòa. Giá quặng sắt tính từ đầu năm dao động quanh mức 83 đô trên tấn, còn giá thép phế đã tăng nhẹ khoảng 5~10%. Trong khi đó, với đợt điều chỉnh mạnh từ sự bức tốc trước đó, giá than cốc hiện đang được giao dịch quanh mức 155 đô la/tấn trong tháng 3 năm nay, mặc dù xu thế tăng nhẹ đã được quan sát thấy trên thị trường than, tính từ đầu tháng 4/2017. Đến cuối năm, chúng tôi kì vọng giá quặng sắt và thép phế sẽ tăng mạnh khoảng 30% so với giá trung bình năm 2016, dựa trên cơ sở thông báo giảm sản lượng sản xuất từ các nhà máy Trung Quốc, trong khi giá than cốc dự báo sẽ tăng nhẹ. Do đó, chi phí sản xuất thép xây dựng dự phóng sẽ tăng khoảng 10%-15% trong năm nay, qua đó tạo ra xu hướng tăng giá bán thép thành phẩm trong những tháng tới.

Cơ cấu ống thép trong nước năm 2016



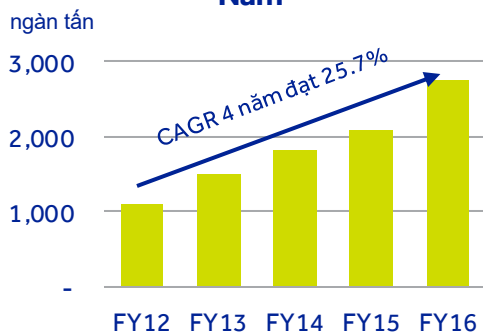
Nguồn: VSA

Cơ cấu ngành tôn trong nước năm 2016



Nguồn: VSA

Diễn biến thị trường tôn Việt Nam



Nguồn: VSA

Chiếm vị thế ngành ống thép, thị trường tôn mạ cạnh tranh khốc liệt. Dẫn đầu ngành với sản lượng tiêu thụ năm 2016 đạt 480 ngàn tấn (+48,8% c/k), HPG hiện đang cùng HSG (386,952 tấn, +43,7%) chiếm lĩnh thị trường ống thép Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng hấp dẫn trong năm rồi đã phần nào củng cố vị thế của HPG, khi mà tốc độ của toàn thị trường chỉ đạt 31,5%. Trong vòng 4 năm qua, ngành ống thép trong nước đã tích lũy được tốc độ tăng trưởng trung bình năm ở mức 30,2%, cho thấy một triển vọng tiềm năng trong ngành, nơi mà các nhà sản xuất có thể gặt hái được dư địa tăng trưởng hai chữ số trong nhiều năm tới. Tuy nhiên, cuộc chơi sẽ là khá khó khăn đối với những nhà sản xuất còn lại khi mà hai gã khổng lồ HPG và HSG vẫn đang dần chiếm lấy thị phần trong nhiều năm qua (tốc độ tăng trưởng CAGR của cả hai lần lượt là 49% và 53%). Xét đến công suất sản xuất, trong năm 2016, HPG đã đạt 81,3% tổng công suất thiết kế của hoạt động sản xuất ống thép (600 ngàn tấn mỗi năm). Do đó, chúng tôi kì vọng toàn tập đoàn sẽ đạt mức sản lượng tối đa trong năm nay, ghi nhận khoảng 576 ngàn tấn ống thép tiêu thụ (+20% YoY).

Xét về mảng tôn mạ, khoản đầu tư trị giá 4.000 tỷ đồng vào nhà máy sản xuất tôn tại tỉnh Hưng Yên đã được Hòa Phát khởi động vào giữa năm ngoái. Dự án được kì vọng sẽ giúp HPG có khả năng sản xuất 400,000 tấn thành phẩm một khi hoàn thành vào năm 2019. Tuy nhiên, thị trường hiện tại đang là sân chơi của riêng một vài nhà sản xuất lớn trong nước, khi những doanh nghiệp này đã chiếm đến hơn 78% tổng thị phần. Dẫn đầu phân khúc chính là HSG, khi trong năm qua doanh nghiệp này đã tung ra thị trường hơn 914,000 tấn sản phẩm, chiếm 33% thị phần. Hơn nữa, bắt nguồn từ sự tràn lan các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc trong quá khứ, mức thuế chống bán phá giá trong 5 năm, dao động từ 3,17% đến 38,34%, đã được kích hoạt bởi Bộ Công Thương trong tháng 3/2017. Sự bảo hộ này kì vọng sẽ tạo điều kiện cho những nhà sản xuất hiện tại chiếm lĩnh được thị phần chắc chắn hơn, trước khi thuế quan hết hiệu lực vào 2022. Dựa trên thực tiễn hiện tại, sẽ không khó để nhận ra những khó khăn trước mắt dành cho HPG trong những bước đầu thâm nhập thị trường trong năm 2019. Dù vậy, chúng tôi tin rằng HPG vẫn sẽ tạo được lợi thế cạnh tranh và tạo được thị phần, nhờ vào tính kinh tế theo quy mô (economics of scale) có được từ giai đoạn 2 KLH Dung Quất, đặt biệt trong năm 2020, khi toàn bộ đại dự án này đi vào hoạt động. Dựa trên tình hình thị trường hiện tại và công năng sản xuất của HPG khi đó, chúng tôi dự phóng HPG sẽ chiếm được ~12% thị phần ngành tôn vào năm 2020, tham gia cuộc đua cùng những nhà sản xuất lớn khác trong nước.

Trong 3 tháng đầu năm 2017, sản lượng tiêu thụ tích lũy của thép xây dựng và ống thép từ HPG lần lượt đạt 505.101 tấn (+28% c/k), và 126.900 tấn (+39% c/k); trong khi đó, giá bán thép trong quý 1 đã tăng ~16% so với bình quân giá thép trong nước năm ngoái. Chúng tôi kì vọng trong năm, HPG sẽ đạt lần lượt 2 triệu tấn thép xây dựng (+11,3% c/k) và 576.240 tấn ống thép (+20,05% c/k).

Vị trí dự án nông nghiệp của HPG



- NM TẮN
- Trại lợn, hiện tại
- Trại gà
- Trại lợn, dự kiến
- Trại bò

Nguồn: HPG

Nông nghiệp: Sự ưu tiên thứ hai từ HPG

Mở rộng thêm ngành nghề kinh doanh ngoài hoạt động sản xuất công nghiệp nặng, HPG hiện đang thâm nhập thị trường nông nghiệp với mảng thức ăn chăn nuôi (TẮN). Về chi tiết, tập đoàn đã đầu tư xây dựng 3 nhà máy sản xuất TẮN với tổng mức trị giá 1,02 ngàn tỷ đồng (340 tỷ mỗi nhà máy), nhằm đạt được tổng công suất 1 triệu tấn thành phẩm mỗi năm. Đến nay, 2 nhà máy tại Hưng Yên và Đồng Nai đã đi vào hoạt động, trong khi nhà máy Phú Thọ dự kiến sẽ tham gia đóng góp sản xuất vào năm 2018. Dựa trên công suất thiết kế hiện tại, chúng tôi kì vọng 2 nhà máy hiện tại sẽ đóng góp thêm khoảng 2,7 ngàn tỉ đồng doanh thu cho toàn tập đoàn (+92,7% YoY) trong năm 2017. Tuy nhiên do hoạt động kinh doanh TẮN chỉ nhằm mục đích chính là thâm nhập thị trường nông nghiệp, bên cạnh việc cung cấp sử dụng trong nội bộ, phục vụ hoạt động chăn nuôi trong tương lai, doanh số bán ngoài từ mảng TẮN kì vọng sẽ dần thu hẹp, đặc biệt khi mảng chăn nuôi bước vào giai đoạn hoạt động ổn định.

Liên quan đến hoạt động chăn nuôi, bắt đầu với đàn heo giống, HPG hiện đang sở hữu 4 nông trại tại Yên Bái, Hòa Bình, Bắc Giang và Đồng Nai, và dự kiến sẽ xây dựng thêm 3 nhà máy khác tại Thái Bình, Lạng Sơn và Hưng Yên trong năm nay. Theo đó, mảng chăn nuôi này sẽ cho ra sản phẩm vào năm 2018, và ghi nhận tăng trưởng vượt bậc trong năm tiếp sau đó. Dựa trên nghiên cứu của chúng tôi, riêng mảng chăn nuôi heo của HPG sẽ đóng góp khoảng 2 ngàn tỷ đồng doanh thu cho toàn tập đoàn vào năm 2019, nếu như giá thịt heo sẽ không biến động lớn trong tương lai.

Về các hoạt động chăn nuôi khác, HPG hiện đang sở hữu một nông trại bò ở Thái Bình với sức chứa lên đến 10 ngàn con, bên cạnh một nông trại khác tại Đồng Nai, và tập đoàn cũng đang lên kế hoạch cho một nông trại khác tại Quảng Bình. Được biết trong năm 2016, hoạt động chăn nuôi bò của HPG đã được đưa vào hoạt động thử nghiệm, qua đó dự kiến sẽ tăng trưởng hơn trong năm nay. Ngoài ra, 2 trại gia cầm với tổng công suất thiết kế là 600 ngàn con gà đẻ trứng được kì vọng có khả năng cung cấp trung bình 300 triệu quả trứng hằng năm.

Bất động sản và ngành công nghiệp khác

Theo báo cáo mới nhất từ HPG, dự án Mandarin Garden 2 đang được cơ bản hoàn thành. Dự án bao gồm 4 tòa tháp này sẽ mở cửa đón cư dân đầu tiên vào cuối năm 2017, và bàn giao toàn bộ ở năm tiếp đó. Dựa vào mặt bằng giá nhà đất trong khu vực lân cận, chúng tôi ước tính HPG sẽ ghi nhận khoảng 512 tỷ đồng doanh thu bán căn hộ trong Quý 4 năm 2017, và khoảng 1,78 ngàn tỷ đồng còn lại trong năm 2018. Do đó, tăng trưởng bất thường từ mảng bất động sản sẽ được khi nhận cho đến năm 2019, khi mà phần lớn nguồn thu từ hoạt động này sẽ trở lại là từ tiền cho thuê khu công nghiệp. Mặt khác, HPG hiện đang có kế hoạch sẽ đầu tư vào dự án Khu đô thị Pháo Núi A. Dự án rộng 262-ha này ước tính sẽ có mức đầu tư vào khoảng 2,7 ngàn tỷ đồng, và hiện đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng.

Phân tích chi tiết hơn về mảng nông nghiệp và dự án bất động sản mới của HPG sẽ được chúng tôi bàn sâu hơn trong các báo cáo sau. Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG có giá trị nội tại là 40.794 đồng/cp, tương đương mức lợi nhuận 32% so với mức thị giá 30.900 đồng (giá đóng cửa ngày 14/04/17). Mặc dù trong năm nay, HPG sẽ lần đầu chào bán ra 250 triệu cp phát hành mới nhằm huy động vốn cho KLH Dung Quất, và vẫn chưa có thông tin chính thức nào khác, chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về cổ phiếu HPG.

MUA

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ HPG	Giá hiện tại (đồng):		30.950	Giá mục tiêu (đồng):	40.794	Vốn hóa (tỷ đồng):	14.915
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	27.453	33.283	42.717	51.140	66.966	93.244	119.049
Tăng trưởng (%)	7,55%	21,24%	28,34%	19,72%	30,95%	39,24%	27,68%
GVHB trừ khấu hao	(20.577)	(22.858)	(30.222)	(36.498)	(49.044)	(69.331)	(89.256)
Chi phí bán hàng và QLDN	(1.185)	(895)	(1.495)	(1.790)	(2.344)	(3.264)	(4.167)
Chi phí bán hàng và QLDN/DTT	-4,32%	-2,69%	-3,50%	-3,50%	-3,50%	-3,50%	-3,50%
EBITDA	5.691	9.530	11.000	12.852	15.578	20.650	25.626
Tỷ suất EBITDA (%)	20,73%	28,63%	25,75%	25,13%	23,26%	22,15%	21,53%
Khấu hao	(1.282)	(1.674)	(1.823)	(3.006)	(4.816)	(5.750)	(6.168)
Lợi nhuận từ HĐKD	4.409	7.856	9.177	9.846	10.762	14.900	19.458
Biên LN HĐKD (%)	16,06%	23,60%	21,48%	19,25%	16,07%	15,98%	16,34%
Chi phí lãi vay ròng	130	142	298	740	1.233	1.686	2.011
Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình	3,28%	5,74%	6,26%	7,14%	9,46%	11,33%	11,34%
Thuế	(485)	(1.096)	(1.271)	(1.284)	(1.308)	(1.814)	(2.450)
Thuế suất thực tế (%)	-11,35%	-14,20%	-14,31%	-14,10%	-13,73%	-13,73%	-14,04%
Lợi ích CĐTS	19	4	19	19	19	19	19
Lợi nhuận ròng	3.504	6.606	7.601	7.818	8.225	11.418	15.028
Biên lợi nhuận ròng (%)	12,77%	19,85%	17,79%	15,29%	12,28%	12,25%	12,62%
Tiền mặt đạt được	2.223	4.932	5.778	4.812	3.409	5.668	8.859
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	733	843	1.514	1.969	2.559	2.943	3.385
EPS (VND)	4.517	7.570	6.465	4.500	3.642	4.157	4.756
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,48	0,56	1,00	1,30	1,69	1,94	2,24
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.186	4.214	6.465	5.850	6.154	8.079	10.629
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	60,14%	92,72%	53,43%	-9,51%	5,20%	31,28%	31,56%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	(1.270)	3.001	1.732	2.053	5.299	5.847	6.573
Capex	5.832	1.178	13.040	20.976	9.782	5.023	6.423
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	(231)	-	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	1.641	(5.258)	(2.433)	17.375	19.558	15.268	4.136
Dòng tiền tự do	(468)	(4.505)	(11.428)	(841)	7.886	10.067	-
Phát hành cp	2.511	1.099	6.714	4.543	5.906	3.839	4.415
Cổ tức đã trả	1.099	-	-	-	-	7.358	8.461
Thay đổi nợ ròng	(490)	(2.517)	7.093	4.137	1.179	2.530	3.177
Nợ ròng cuối năm	3.725	1.208	8.301	12.438	13.617	16.147	19.324
Giá trị doanh nghiệp	19.122	16.605	23.698	27.834	29.014	31.544	34.721
Vốn CSH	14.467	19.850	27.122	34.959	43.204	47.283	53.868
Giá trị sổ sách/cp (VND)	19.738	23.551	17.911	17.758	16.882	16.066	15.916
Nợ ròng / VCSH (%)	25,75%	6,09%	30,61%	35,58%	31,52%	34,15%	35,87%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,65	0,13	0,75	0,97	0,87	0,78	0,75
Tổng tài sản	25.507	33.227	45.734	61.917	75.228	84.757	97.003

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ROE (%)	26,69%	38,50%	32,36%	25,19%	21,05%	25,24%	29,71%
ROA (%)	13,74%	19,88%	16,62%	12,63%	10,93%	13,47%	15,49%
ROIC (%)	15,21%	22,91%	19,90%	15,71%	13,55%	16,09%	18,44%
WACC (%)	13,63%	13,63%	13,63%	13,63%	13,63%	13,63%	13,63%
EVA (%)	1,57%	9,28%	6,26%	2,07%	-0,09%	2,46%	4,81%
PER (x)	14,61	7,58	4,94	5,46	5,19	3,95	3,01
EV/EBITDA (x)	3,36	1,74	2,15	2,17	1,86	1,53	1,35
EV/FCF (x)	(40,87)	(3,69)	(2,07)	(33,10)	3,68	3,13	n/a
PBR (x)	1,62	1,36	1,78	1,80	1,89	1,99	2,01
PSR (x)	0,85	0,81	1,13	1,23	1,22	1,01	0,91
EV/sales (x)	0,70	0,50	0,55	0,54	0,43	0,34	0,29
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,82%	7,82%

Chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Lợi nhuận ròng	7.601	7.818	8.225	11.418	15.028
Chi phí lãi vay, sau thuế	374	753	1.176	1.564	1.844
Lợi nhuận kinh doanh, sau thuế	7.975	8.571	9.401	12.982	16.871
Khấu hao	1.823	3.006	4.816	5.750	6.168
Chi phí vốn	12.570	20.953	9.760	5.000	6.400
Tăng vốn lưu động	1.732	2.053	5.299	5.847	6.573
Dòng tiền hàng năm	(4.505)	(11.428)	(841)	7.886	10.067
Giá trị bền vững					122.436
Hiện giá dòng tiền hàng năm	(4.505)	(10.057)	(651)	5.374	79.470
Giá trị nội tại	69.631				
Nợ lưu hành	12.752				
Giá trị doanh nghiệp	56.879				
Số cổ phiếu lưu hành	1.264.312.500*				
Giá mục tiêu, VNĐ/cp	44.988				

(*): số lượng cổ phiếu lưu hành chưa bao gồm 250 triệu cp phát hành mới theo dự kiến trong năm nay

Tỷ suất EV/EBITDA	
Tỷ số ngành	4,61
EBITDA F12M	11.000
Giá trị doanh nghiệp EV, FY17	50.682
Nợ ròng	8.301
Giá trị công ty, tỷ đồng	
Giá mục tiêu, VNĐ/cp	42.381

Tỷ suất PE	
Tỷ số PE ngành	6,22
EPS F12M	6.465
Giá mục tiêu, VNĐ/cp	40.238

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	44.988	40,00%	17.995
Tỷ suất PE	40.238	40,00%	16.095
Tỷ suất EV/EBITDA	33.521	20,00%	6.704
Tổng cộng			40.794

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM

Tel: (+84 8) 3823 4159

Fax: (+84 8) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (+84 4) 3942 9395

Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

Nguyễn Phương Uyên

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

uyennp@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản

Trần Thị Hải Yến

(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 (ext: 218)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Bất động sản, Nhựa, ETF

Vũ Quang Hưng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)

hungvq@acbs.com.vn

NVPT – Bất động sản

Cao Việt Hùng

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

hungcv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô

Trần Vi Phúc

(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 8) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 8) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 8) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 8) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Đinh Thị Thanh Ngọc

(+84 8) 5404 6626

ngocdtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lê Thị An Nghĩa

(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)

nghialta@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2017). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.