

Ngành Thép- Chính sách thương mại đóng vai trò trọng yếu

Phòng vệ thương mại đã mang lại những màu sắc tươi sáng cho bức tranh ngành thép nội địa sau một giai đoạn chịu sức ép nặng nề từ cơn bão phá giá tới từ Trung Quốc. Về toàn thị trường trong 6T2017, lượng tiêu thụ đạt 6,9 triệu tấn thép xây dựng, ống thép và tôn mạ, cao hơn 14,5% so với cùng kỳ. Các thành viên của Hiệp hội Thép (VSA) xuất khẩu hơn 1,3 triệu tấn thép, tăng mạnh 44,8% so với cùng kỳ. Nhập khẩu thép trong 6T2017 khoảng 7,5 triệu tấn, thấp hơn so với cùng kỳ 5% về lượng nhưng lại tăng 22% về giá trị. Đối với các nhà sản xuất thép, lợi nhuận đã cải thiện đáng kể trong ngắn hạn và được kỳ vọng tiếp tục tích cực trong 2H2017 nhờ tác dụng của các chính sách tự vệ thương mại lên giá bán thép. VSA dự báo tăng trưởng tiêu thụ thép trong 2H2017 gần bằng nửa đầu năm ở mức 12% so với cùng kỳ. Trong dài hạn, các chính sách phòng vệ thương mại sẽ hỗ trợ Bộ Công thương tái cơ cấu ngành thép bằng cách khuyến khích đầu tư vào chuỗi sản xuất hiện đại kéo dài tới thượng nguồn để tạo ra nhiều giá trị gia tăng đóng góp vào nền kinh tế và dần giảm sự lệ thuộc vào nhập khẩu.

Chúng tôi cho rằng phòng vệ thương mại sẽ tạo ra một số chuyển biến về thị trường. Chúng tôi nhận thấy tính tới 15/04/2017, lượng nhập khẩu phôi thép và tôn mạ lạnh, mạ kẽm giảm lần lượt 87% và 27% so với cùng kỳ do tác động của thuế Chống bán phá giá (CBPG) và thuế tự vệ. Vì vậy, sau khi tôn mạ kẽm, mạ lạnh và mạ màu nhận nhập khẩu được áp thuế phòng vệ thương mại, chúng tôi dự báo các doanh nghiệp Việt Nam sẽ nâng dần tỷ trọng tiêu thụ nội địa từ mức dưới 50% trong nửa đầu năm 2017. Khi sản phẩm nhập khẩu dần lui khỏi thị trường và mặt bằng giá bán được cải thiện, các doanh nghiệp trong nước sẽ chuyển trọng tâm về thị trường nội địa, nơi nhu cầu tiêu thụ vẫn đang trong đà tăng trưởng rất khả quan.

Các nhà xuất khẩu sẽ tiếp tục khai thác những cơ hội mới, đồng thời cũng sẽ phải đối mặt với những rủi ro từ xu hướng phòng vệ thương mại trên thị trường thế giới. Trong năm 2016, Việt Nam đã xuất khẩu 4,1 triệu tấn thép, phần lớn nhờ những biện pháp phòng vệ của các nước tiêu thụ thép lớn như Mỹ đối với thép Trung Quốc phá giá. Tuy nhiên, bản thân các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam cũng đang đối mặt với những vụ kiện CBPG bởi lượng bán hàng tăng đột biến.

Dưới tác động của xu hướng phòng vệ thương mại, các doanh nghiệp đang trong giai đoạn mở rộng công suất sẽ có khả năng nắm bắt những cơ hội mới. Ba doanh nghiệp mà chúng tôi sẽ đề cập sau đây đều là những nhà sản xuất thép đang triển khai mở rộng quy mô mạnh mẽ và được kỳ vọng sẽ là những điểm sáng của ngành trong những năm tới.

Mã	Khuyến nghị	Vốn hóa (tỷ đồng)	KLDGTB (20 phiên)	Giá mục tiêu	Upside (%)	PER 2017F (x)	EV/EBITD A 2017F (x)	ROE (%)	ROA (%)	Tỷ suất cổ tức (%)
HSG	MUA	10.709	3.062.677	36.300	9,7	6,9	4,0	36,4	12,2	4,8
NKG	MUA	3.225	654.007	39.800	15,7	4,6	2,4	32,8	8,1	0
HPG	MUA	48.618	4.441.639	40.000	21,2	6,7	5,1	33,4	19,9	5,6
Trung bình		20.851	2.719.441	38.700	15.5	6,1	3,8	34,2	13,4	3,5

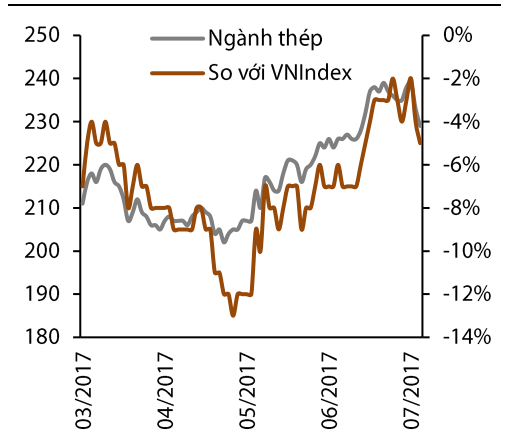
Tích cực

Ngành	Tài nguyên cơ bản
Tiểu ngành	Thép
Vốn hóa (tỷ đồng)	81.658
% tổng vốn hóa thị trường	3,9

Share Diễn biến giá

%	1T	3T	12T
HSG	-6,1	6,8	39,1
NKG	0,8	14,6	49,3
HPG	0,2	13,9	48,4
Thép	1,9	9,7	5,6
VNIndex	6,8	6,8	16,4

Diễn biến giá



Nguyễn Hà Trinh

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1331

trinh.nh@vdsc.com.vn

Phòng vệ thương mại đã mang lại những màu sắc tươi sáng cho bức tranh ngành thép nội địa

Về toàn thị trường trong 6T2017, lượng tiêu thụ đạt 6,9 triệu tấn thép xây dựng, ống thép và tôn mạ, cao hơn 14,5% so với cùng kỳ. Các thành viên của Hiệp hội Thép (VSA) xuất khẩu hơn 1,3 triệu tấn thép, tăng mạnh 44,8% so với cùng kỳ. Nhập khẩu thép trong 6T2017 khoảng 7,5 triệu tấn, thấp hơn so với cùng kỳ 5% về lượng nhưng lại tăng 22% về giá trị. Đối với các nhà sản xuất thép, lợi nhuận đã cải thiện đáng kể trong ngắn hạn và được kỳ vọng tiếp tục tích cực trong 2H2017 nhờ tác dụng của các chính sách tự vệ thương mại lên giá bán thép. VSA dự báo tăng trưởng tiêu thụ thép trong 2H2017 gần bằng nửa đầu năm ở mức 12% so với cùng kỳ. Trong dài hạn, các chính sách phòng vệ thương mại sẽ hỗ trợ Bộ Công thương tái cơ cấu ngành thép bằng cách khuyến khích đầu tư vào chuỗi sản xuất hiện đại kéo dài tới thượng nguồn để tạo ra nhiều giá trị gia tăng đóng góp vào nền kinh tế và dần giảm sự lệ thuộc vào nhập khẩu.

Chúng tôi cho rằng phòng vệ thương mại sẽ tạo ra một số chuyển biến về thị trường

Thứ nhất, chúng tôi nhận thấy tính tới 15/04/2017, lượng nhập khẩu phôi thép và tôn mạ lạnh, mạ kẽm giảm lần lượt 87% và 27% so với cùng kỳ do tác động của thuế Chống bán phá giá (CBPG) và thuế tự vệ. Vì vậy, sau khi tôn mạ kẽm, mạ lạnh và mạ màu nhận nhập khẩu được áp thuế phòng vệ thương mại, chúng tôi dự báo các doanh nghiệp Việt Nam sẽ nâng dần tỷ trọng tiêu thụ nội địa từ mức dưới 50% trong nửa đầu năm 2017. Khi sản phẩm nhập khẩu dần lui khỏi thị trường và mặt bằng giá bán được cải thiện, các doanh nghiệp trong nước sẽ chuyển trọng tâm về thị trường nội địa, nơi nhu cầu tiêu thụ vẫn đang trong đà tăng trưởng rất khả quan. Cụ thể, HSG và NKG có khả năng thay thế khoảng trống trong nguồn cung, trong khi HPG cũng đang “rục rịch” gia nhập thị trường tôn mạ và trực tiếp cạnh tranh tại miền Bắc- thị trường cạnh tranh gay gắt nhất với sản phẩm Trung Quốc bằng nhà máy 400.000 tấn khởi động cuối năm 2017. Nhiều DN tôn mạ cho biết việc chuyển từ xuất khẩu sang tiêu thụ nội địa mang lại biên lợi nhuận cao hơn nhờ mức giá bán trong nước, như vậy đối với các DN như NKG, xuất khẩu trên 60% sản lượng tôn mạ, đây là một cơ hội để cải thiện hiệu quả sản xuất kinh doanh.

Dưới tác động của xu hướng phòng vệ thương mại, các doanh nghiệp đang trong giai đoạn mở rộng công suất sẽ có khả năng nắm bắt những cơ hội mới. Cụ thể, HPG và HSG, với tốc độ tăng sản lượng lần lượt 36% và 26% trong giai đoạn 2013-2016 là những người tiên phong trong việc tận dụng điều kiện thị trường. Hơn nữa, các doanh nghiệp này cũng tạo nên xu hướng đầu tư vào chuỗi sản xuất theo chiều sâu để tăng tỷ suất lợi nhuận và giảm thiểu tác động của thay đổi giá nguyên liệu. Cuối cùng, một xu hướng cũng đang nổi bật trong giới sản xuất là việc đầu tư vào các loại máy móc hiện đại để sản xuất thép chất lượng cao. Một trong những động cơ chính đến từ việc không chỉ các nước nhập khẩu, mà còn người tiêu dùng trong nước đang tỏ ra khắt khe hơn về chất lượng sản phẩm, tạo nên làn sóng đầu tư vào các dây chuyền tiên tiến sử dụng công nghệ châu Âu mà cả HPG, HSG và NKG đều đang thực hiện có hiệu quả.

Các nhà xuất khẩu sẽ tiếp tục khai thác những cơ hội mới

Các nhà xuất khẩu sẽ tiếp tục khai thác những cơ hội mới, đồng thời cũng sẽ phải đối mặt với những rủi ro từ xu hướng phòng vệ thương mại trên thị trường thế giới. Trong năm 2016, Việt Nam đã xuất khẩu 4,1 triệu tấn thép, phần lớn nhờ những biện pháp phòng vệ của các nước tiêu thụ thép lớn như Mỹ đối với thép Trung Quốc phá giá. Tuy nhiên, bản thân các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam cũng đang đối mặt với những vụ kiện CBPG bởi lượng bán hàng tăng đột biến. Hiện tại, thép Việt Nam đang chịu thuế phòng vệ từ một số thị trường truyền thống, hầu hết trong khu vực ASEAN như Indonesia, Malaysia và Thái Lan. Mặt khác, cơ hội mới lại xuất hiện ở các thị trường lớn đang áp thuế CBPG lên thép Trung Quốc như các nước châu Mỹ và Ấn Độ. Như vậy, xu hướng này nhìn chung đang giúp các nhà sản xuất thép, đặc biệt là tôn mạ của Việt Nam đa dạng hoá danh mục xuất khẩu và tiếp cận các thị trường rất tiềm năng.

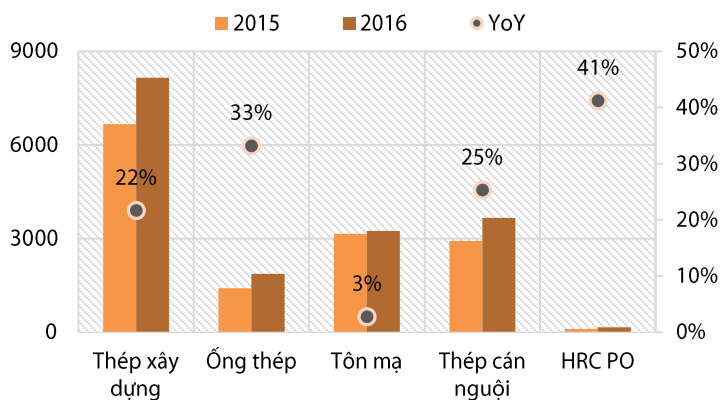
Mặt bằng giá bán thép nội địa được kỳ vọng ổn định trong nửa còn lại của năm 2017

Xu hướng giá thép thế giới vẫn diễn biến khó đoán và tiếp tục lệ thuộc vào những động thái của Trung Quốc- nhà sản xuất đồng thời là thị trường tiêu thụ thép lớn nhất thế giới. Các chuyên gia dự báo giá quặng sắt có thể rơi xuống vùng giá dưới 50USD/tấn bởi tình trạng dư cung ở cả bốn khu vực khai thác trọng điểm. Giá than cốc có thể biến động mạnh bất thường dưới sức ảnh hưởng từ các chính sách tài khoá của Trung Quốc- quốc gia sử dụng phần lớn than cốc trong sản xuất thép, và giá than cốc trung bình năm 2017 được dự báo ở mức 150USD/tấn. Điều này dẫn đến các bán thành phẩm như thép cán nóng (HRC) và phôi thanh dễ dàng biến động mạnh và rất khó đoán, chưa kể tác động từ chính sách cắt giảm công suất toàn ngành của Trung Quốc.

Riêng đối với giá thép nội địa năm 2017, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá đầu ra sẽ ổn định trong suốt nửa còn lại của năm nhờ tác dụng của các chính sách phòng vệ thương mại đang có hiệu lực. Thực tế là giá thép đã tăng tương đối ổn định trong nửa đầu năm. Điều này sẽ tạo điều kiện cho KQKD của HPG, HSG và NKG, đặc biệt là HPG và HSG với sự hỗ trợ của hệ thống phân phối. Ổn định được giá bán, các doanh nghiệp này sẽ phải giải quyết bài toán giá đầu vào bằng chính năng lực dự báo và quản lý hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng HPG và HSG có kinh nghiệm và đã chứng tỏ được năng lực trong suốt giai đoạn giá nguyên liệu thế giới biến động mạnh. Trong dài hạn, bởi hầu hết các chính sách thương mại có tác dụng trong 3-4 năm, chúng tôi cho rằng giá thép trong nước sẽ ổn định và theo sát nhu cầu xây dựng trong nước hơn là chịu ảnh hưởng từ những biến động trên thị trường quốc tế.

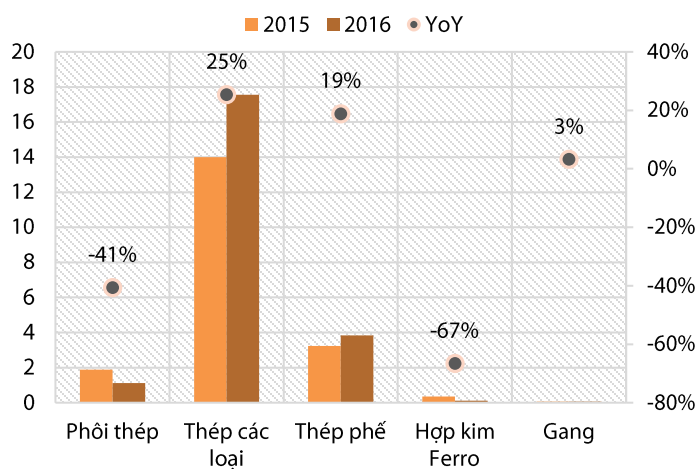
Phụ lục 1: Toàn cảnh ngành thép

Hình 1: Sản lượng thép (nghìn tấn)



Nguồn: VSA

Hình 3: Nhập khẩu thép (triệu tấn)



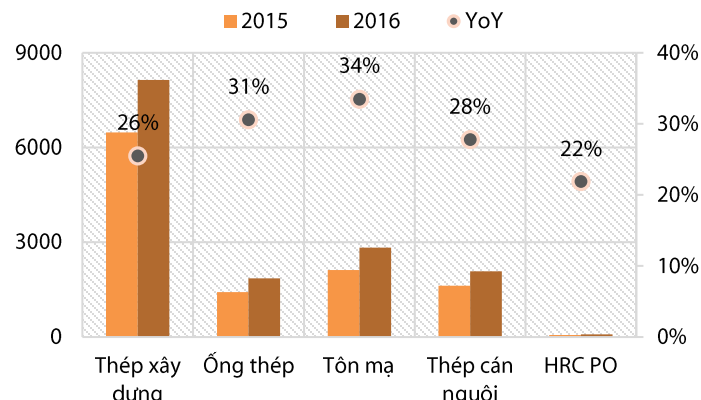
Nguồn: VSA

Hình 5: Giá quặng sắt (USD/tấn)



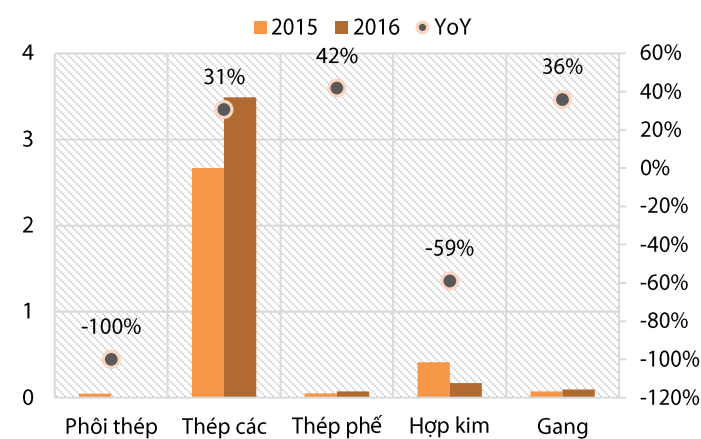
Nguồn: VSA

Hình 2: Tiêu thụ thép trong nước (nghìn tấn)



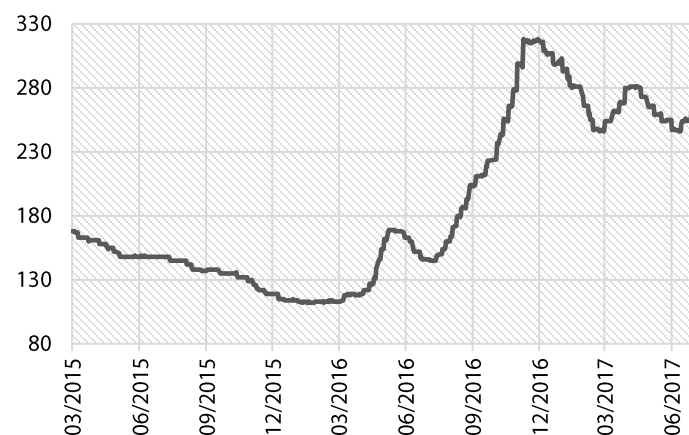
Nguồn: VSA

Hình 4: Xuất khẩu thép (triệu tấn)



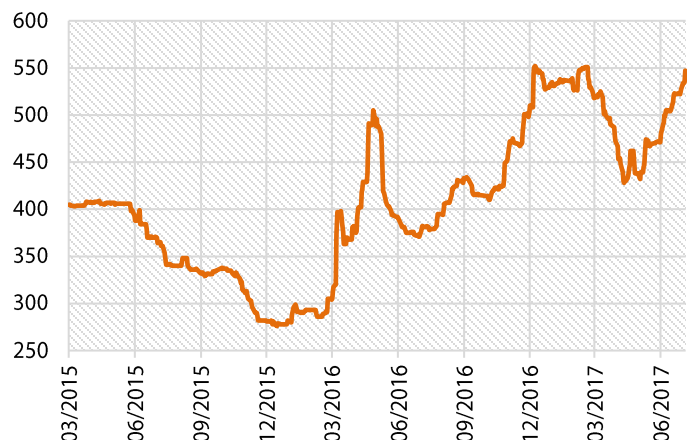
Nguồn: VSA

Hình 6: Giá than cốc (USD/tấn)



Nguồn: VSA

Hình 7: Giá HRC (USD/tấn)



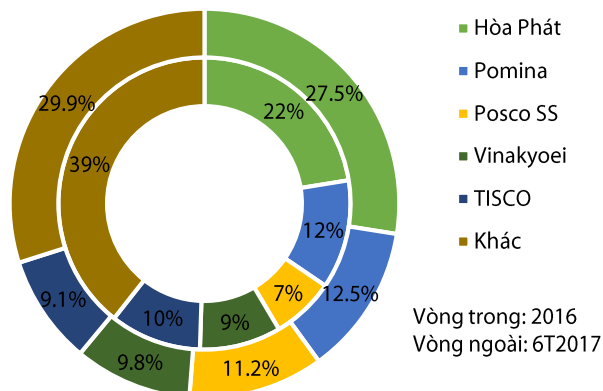
Nguồn: VSA

Hình 8: Giá phôi thanh (USD/tấn)



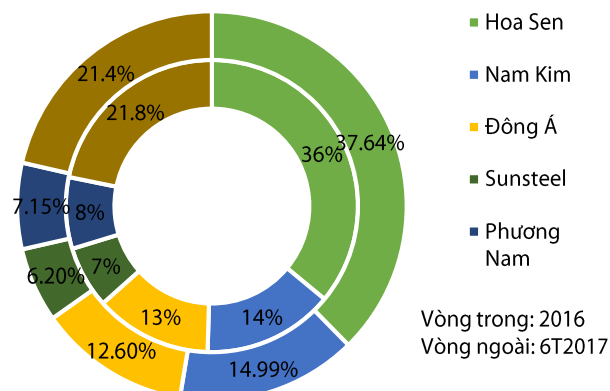
Nguồn: VSA

Hình 9: Thị phần thép xây dựng



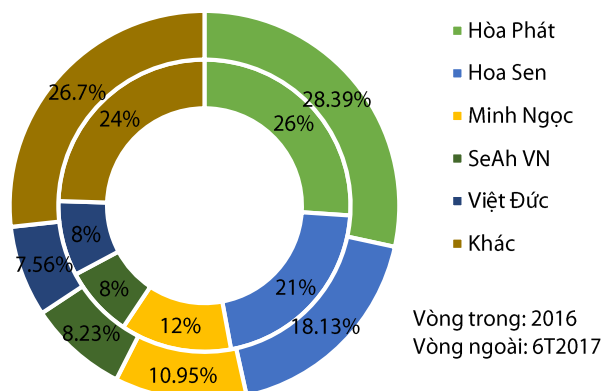
Nguồn: VSA

Hình 10: Thị phần tôn mạ



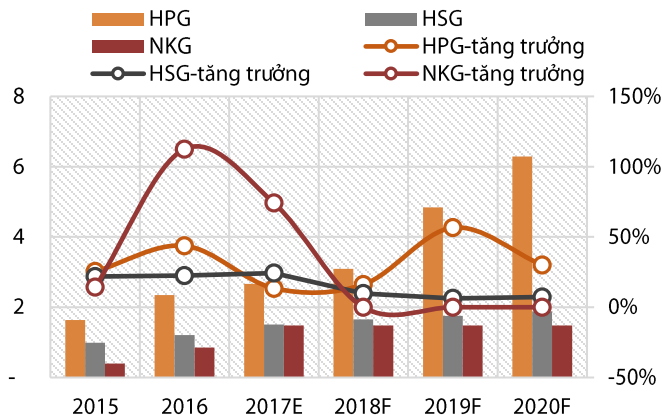
Nguồn: VSA

Hình 11: Thị phần ống thép



Nguồn: VSA

Hình 12: Dự phóng công suất của HPG, HSG và NKG



Nguồn: RongViet Research dự phóng

Phụ lục 2: Các vụ kiện phòng vệ thương mại liên quan đến thép Việt Nam

Bảng 1: Các vụ kiện phòng vệ thương mại của Việt Nam năm 2016

Sản phẩm	Biện pháp	Nguyên đơn	Quốc gia liên quan	Quyết định áp thuế
1 Phôi thép & thép dài XD	SG	HPG, SSC, TISCO, VIS	Tất cả trừ châu Phi & Mỹ La tinh.	Thuế tạm thời 07/03/2016. Phôi 23,3%, Dài 14,2%. Chính thức 18/07/2016: Phôi 23,3% (về 0% vào năm 2020), Dài 15,4% (về 0% vào năm 2020).
2 Tôn màu	SG	DTL, NKG, Tôn Đông Á	Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan.	Chính thức 31/05/2017. Hạn ngạch 381.000; 419.000; 461.000 tấn cho năm 2017, 2018, 2019. Thuế vượt hạn ngạch 19%.
3 Tôn mạ	AD02	CSVC, SSSC, NKG, Tôn Đông Á	Trung Quốc, Hong Kong, Hàn Quốc.	Tạm thời 01/09/2016. Trung Quốc 4,02-38,34%. Hàn Quốc 12,4-19,0%. Chính thức 14/04/2017. Trung Quốc 3,17-38,34%. Hàn Quốc 7,02-19,0%.
4 Thép hình H	AD02	Posco SS Vina	Trung Quốc, Hong Kong.	Gia hạn thời gian kết luận.

Bảng 2: Các vụ kiện phòng vệ thương mại đối với thép Việt Nam xuất khẩu năm 2016

Ngày	Nước khởi kiện	Hình thức	Sản phẩm	Thời gian	Nước bị kiện	Ghi chú
27/09/2016	Mỹ	CBPG Chống lẩn tránh thuế & chống trợ cấp	Thép cán nguội, thép chống ăn mòn	4/11/2016 khởi xướng. 13/12/2016 VCA nhận bản câu hỏi.	Việt Nam	ArcelorMittal USA LLC, Nucor Corporation, United States Steel Corporation nộp đơn kiện.
07/10/2016	Úc	CBPG & chống trợ cấp	Thép mạ kẽm (HS code 7210.49.00, 7212.30.00, 7225.92.00, 7226.99.00)	Giai đoạn điều tra 1/7/2015-30/6/2016	Ấn Độ, Malaysia, Việt Nam	Biên độ phá giá bị cáo buộc của Việt Nam 27,2%
09/11/2016	Mỹ	Rà soát hành chính CBPG	Ống thép dẫn dầu (HS code 730429, 730629, 730520, 730439, 730459)	1/9/2015-31/8/2016	Việt Nam	Quyết định cuối cùng không muộn hơn 30/9/2017
23/12/2016	Indonesia	Tự vệ	Tôn màu (HS code 7210.70.10.00, 7212.40.10.00, 7212.40.20.00)	7/2015-6/2016	Trung Quốc, Việt Nam	

Bảng 3: Cập nhật tình hình các vụ kiện phòng vệ thương mại đối với thép Việt Nam

Sản phẩm	Nước khởi kiện	Hình thức	Nước bị kiện	Ghi chú
Ống thép cuộn carbon	Mỹ	CBPG	Việt Nam, Ấn Độ, Oman, UAE	QĐ cuối cùng: 6/12/2016 Việt Nam không bị áp thuế
Ống thép không gỉ	Thái Lan	CBPG	Việt Nam, TQ, HQ, ĐL	QĐ sơ bộ: 28/9/2016 thuế 310,74% đối với Việt Nam
Tôn lạnh	Thái Lan	CBPG	Việt Nam	Biên độ phá giá bị cáo buộc 86,04% 20/9/2016, mức thuế dự kiến cho Việt Nam 7,94-40,49%
Tôn phủ màu	Thái Lan	CBPG	Việt Nam	Biên độ phá giá bị cáo buộc 89,58% 8/12/2016, mức thuế dự kiến cho Việt Nam 4,51-60,26%
Thép cuộn cán nguội	Malaysia	CBPG	Việt Nam, TQ, HQ	22/1/2016 biên độ phá giá bị cáo buộc 4.58-10.55% 7-17/3/2016 thẩm tra tại chỗ 2 DN Việt Nam.

Nguồn: VSA



CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG – HSX)

Hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tích cực

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q2-FY16/17	Q1-FY16/17	+/- QoQ	Q2-FY15/16	+/- YoY
Doanh thu thuần	6.213	5.767	8%	4,384	42%
Lợi nhuận sau thuế	416	440	-6%	418	-1%
EBIT	700	537	30%	587	19%
Tỷ suất EBIT	11,3%	9,3%	196bps	13,4%	-213bps

Nguồn: HSG, RongViet Research

KQKD 2Q/FY2016-2017: Bám sát kế hoạch

- Tiếp tục mở rộng công suất bằng một loạt dây chuyền sản xuất mới.
- Biên gộp giảm dưới sức ép của diễn biến giá nguyên vật liệu bất lợi.
- Thuế tự vệ mới được ban hành là tin hỗ trợ cho doanh nghiệp.
- Hoàn dự án Cà Ná không mang lại tiêu cực cho Hoa Sen.

Triển vọng Q3/NĐTC2016-2017: Tập trung vào hoạt động kinh cốt lõi là chìa khóa tăng trưởng

Dự phóng Q3/NĐTC16-17 của chúng tôi bao gồm 9,1% tăng trưởng sản lượng, 23% tăng trưởng doanh thu và -5% đối với LNST so với cùng kỳ do HRC tạo đỉnh tại 530USD/tấn trong tháng 3. Dự phóng này tương tự dự phóng trong Báo cáo Cập nhật KQKD HSG gần nhất bởi diễn biến giá HRC tương đồng với kỳ vọng. Về quyết định áp thuế tôn mạ màu nhập khẩu, chúng tôi cho rằng đây là tin hỗ trợ đối với HSG hơn là nhân tố thúc đẩy KQKD Q4. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy giá HRC đang trong đà hồi phục và cho rằng lượng hàng tồn kho của HSG có giá trung bình không đáng lo ngại. Hơn nữa, HSG sẽ tiếp tục kiểm soát tác động của thay đổi giá nguyên liệu thông qua điều chỉnh giá bán tại hệ thống bán lẻ trải rộng trên toàn quốc.

Quan điểm và Định giá: Là doanh nghiệp đầu ngành và hưởng lợi lớn nhất từ các chính sách tự vệ cho ngành tôn mạ, HSG còn có thể tận dụng khả năng kiểm soát tác động tiêu cực của biến động giá HRC để ổn định các tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng trong Q4/NĐTC16-17 HSG vẫn sẽ chứng kiến biên LN gộp giảm nhẹ và LNST thấp hơn so với cùng kỳ. Đối với việc dự án Cà Ná đang tạm dừng, chúng tôi cho rằng đây là một tin tốt cho HSG bởi doanh nghiệp có thể quay về phát triển hoạt động kinh doanh chính vẫn mang lại tăng trưởng lợi nhuận tích cực.

RongViet Research định giá cổ phiếu HSG ở mức **36.300** đồng, cao hơn **20,8%** so với giá đóng cửa của ngày 18/07/2017 và chúng tôi đưa ra quan điểm **MUA** đối với HSG trong **TRUNG HẠN**. Giá mục tiêu này được điều chỉnh so với Báo cáo Cập nhật KQKD HSG phát hành tháng 3/2017 bởi chúng tôi cho rằng HSG xứng đáng với tỷ lệ P/E cao hơn dựa trên cải thiện KQKD và tâm lý NĐT đối với doanh nghiệp. Các nhà đầu tư cũng có thể nắm giữ cổ phiếu cho NĐTC này vì chúng tôi cho rằng một "catalyst" liên quan tới cảng Hoa Sen – Germadept sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu trong quý 4.

MUA

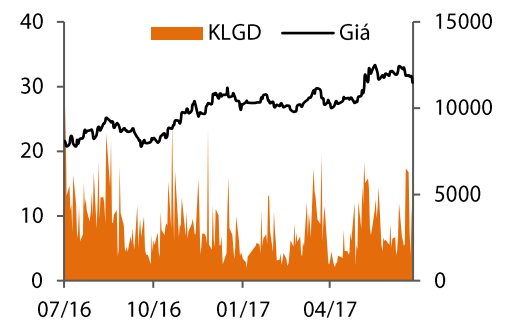
Giá thị trường (VND)	30.050
Giá mục tiêu (VND)	36.300

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	------------------

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Tài nguyên cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.709
SLCPDLH	349.996.683
Beta	1,46
Free Float (%)	40,0
Giá cao nhất 52 tuần	33.300
Giá thấp nhất 52 tuần	20.706
KLGD bình quân 20 phiên	3.062.667

	FY15-16	Hiện tại
EPS	4.200	5.445
Tăng trưởng EPS (%)	120,24	-0,76
EPS điều chỉnh	4.200	5.445
P/E	5,71	5,52
P/B	2,00	2,22
EV/EBITDA	5,02	7,33
Cổ tức	2.500	1.000
ROE (%)	41,04	42,67

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

CTTNHH TĐ ĐT Hoa Sen	25,69
CTTNHH ĐT và DL Hoa Sen	20,61
CTTNHH MTV Tâm Thiện Tâm	6,92
Lê Phước Vũ	4,78
Gới hạn sở hữu NĐTN còn lại (%)	19,41

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2/FY16-17

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16/17	Q1-FY16/17	+/- (QoQ)	Q2-FY15/16	+/- (YoY)	2Q-FY17	+/- (YoY)
Doanh thu	6.213	5.767	7,7%	4.384	41,7%	11.980	44%
Lợi nhuận gộp	1.157	1.047	10,5%	1.097	5,4%	2.203	26%
Chi phí bán hàng và quản lý	457	509	-10,3%	510	-10,5%	966	12%
Thu nhập HĐKD	700	537	30,4%	587	19,2%	1.238	27%
EBITDA	866	693	24,9%	720	20,3%	1.559	36%
EBIT	700	537	30,4%	587	19,2%	1.238	40%
Chi phí tài chính	191	86	122,7%	70	171,5%	277	110%
- Chi phí lãi vay	129	65	99,5%	54	138,0%	194	79%
Khấu hao	166	156	6,2%	133	24,9%	322	23%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	539	515	4,6%	531	1,5%	1.054	41%
Lợi nhuận sau thuế	416	440	-5,5%	418	-0,6%	856	33%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	416	440	-5,5%	418	-0,6%	856	33%

Nguồn: HSG, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY16/17

Chỉ tiêu	Q2-FY16/17	Q1-FY16/17	+/- (QoQ)	Q2-FY16/17	+/- (YoY)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	18,6%	18,1%	47bps	25,0%	-6,4%
EBITDA/Doanh thu	13,9%	12,0%	192bps	16,4%	-2,5%
EBIT/Doanh thu	11,3%	9,3%	196bps	13,4%	-2,1%
TS lợi nhuận ròng	6,7%	7,6%	-94bps	9,5%	-2,8%
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6,7%	7,6%	-94bps	9,5%	-2,8%
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	3,0	3,9	-0,8	4,8	-1,8
-Khoản phải thu	13,9	15,4	-1,6	21,5	-7,7
-Khoản phải trả	13,2	10,1	3,2	10,1	3,1
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	253,8%	167,3%	8,469bps	131,1%	122,7%

Nguồn: HSG (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3-FY16/17

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY16/17	+/- QoQ	+/- YoY
Doanh thu	5.630	-9%	23%
LN gộp	1.005	-13%	-10%
EBIT	515	-26%	-19%
LNST	426	2%	-5%

Nguồn: HSG, RongViet Research

Bảng 4: Dự phóng KQKD Q2-FY16/17 so với thực tế

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Thực tế	Dự phóng	Chênh lệch
Doanh thu	6.213	6.746	-8%
LN gộp	1.157	1.298	-11%
EBIT	700	651	8%
LNST	416	435	-4%

Nguồn: HSG, RongViet Research

Cập nhật:

Quyết định áp thuế tôn màu của Bộ Công thương là một tin hỗ trợ tốt đối với HSG. Mặc dù mức thuế không cao như kỳ vọng, HSG vẫn hưởng lợi trực tiếp từ chính sách này bởi tôn mạ màu ước tính chiếm khoảng 25% cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp (NĐTC2015-2016). Hơn nữa, đây là cơ hội cho HSG và các DN tôn mạ khác giành lại thị phần từ tôn thép Trung Quốc và cải thiện giá bán trung bình. Thực tế là trong những ngày đầu tiên của tháng 7, HSG đã liên tiếp tăng nhẹ giá bán tại các điểm bán lẻ, điều này là minh chứng cho khả năng tận dụng hệ thống bán lẻ để cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Giá HRC đang phục hồi trong khi giá trung bình hàng tồn kho của HSG không đáng ngại. Lượng hàng tồn kho của HSG cao kỷ lục trong quý vừa rồi, ở mức 8.465 tỷ đồng đã khiến các NĐT lo ngại về khả năng phải trích lập giảm giá hàng tồn kho. Bóc tách sâu hơn, lượng tồn kho nguyên liệu và hàng hoá đang vận chuyển trên 5.500 tỷ đồng tại cuối Q2/NĐTC16-17, gần gấp đôi Q1 là tín hiệu đáng lo ngại đối với các NĐT. Tuy nhiên, theo dõi diễn biến giá HRC trong tháng 1-tháng 3, chúng tôi cho rằng không phải toàn bộ lượng hàng tồn kho nói trên đều được mua vào lúc giá HRC tạo đỉnh. Theo đại diện của HSG, lượng nguyên liệu tồn kho trung bình đủ cho 2 tháng sản xuất nên HSG có thể giảm mua hàng trong thời điểm giá cao, và mặc dù giá HRC tạo đỉnh tại 520USD/tấn, đợt hàng có giá cao nhất của HSG cũng chỉ dừng ở mức 480USD/tấn. Chúng tôi cũng nhận thấy giá HRC đang tăng dần trở lại từ mức 430USD trong tháng 4, có thể suy ra rằng ít khả năng HSG chịu ảnh hưởng lớn bởi trích lập dự phòng giảm giá HTK cho Q3&4/NĐTC16-17.

Việc hoãn dự án thép Cà Ná không hẳn là tin xấu cho HSG bởi doanh nghiệp vẫn còn nhiều động lực tăng trưởng. Chỉ riêng phân kỳ I của dự án thép này đã có quy mô trên 1 tỷ USD, được cho là tương đối lớn so với năng lực tài chính của HSG và doanh nghiệp này phù hợp hơn với các khoản đầu tư có quy mô như các nhà máy hiện tại. Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm việc hoãn dự án này là một tin tốt, bởi Hoa Sen có thể tập trung vào các sản phẩm truyền thống là tôn mạ, ống thép và ống nhựa. Đặc biệt là mảng nhựa vẫn còn khá mới đối với HSG khi doanh nghiệp đang sở hữu công suất thiết kế thuộc hàng đầu ngành tuy nhiên công suất hoạt động mới ở mức 50%, đồng nghĩa với việc dư địa tăng trưởng cho mảng ống nhựa còn rất dồi dào. Chưa kể sự hỗ trợ đắc lực từ hệ thống bán lẻ có sẵn, HSG đang thực hiện các chiến dịch marketing và đưa ra các chính sách thương mại rất mạnh mẽ để giành thị phần. Bản thân HSG đang nắm giữ nhiều tiềm năng để tăng trưởng và việc tập trung khai thác những thế mạnh sẵn có này sẽ mang lại hiệu quả hơn là theo đuổi một dự án sẽ mang lại gánh nặng về tài chính, như đã phân tích trong Báo cáo Cập nhật KQKD HSG gần nhất.

Nhìn lại khoảng thời gian HSG chuẩn bị cho dự án Cà Ná, mặc dù việc doanh nghiệp lên kế hoạch và công bố trong thời gian ngắn có thể khiến hầu hết các NĐT ngạc nhiên, chúng tôi cho rằng điều này khá đồng nhất với truyền thống của Hoa Sen: quyết định và thi hành các kế hoạch kinh doanh rất nhanh chóng. Dễ nhận thấy rằng tại Hoa Sen, một số lượng ít cá nhân đang nắm những quyền quyết định cao nhất, nhờ vậy HSG có thể thực hiện những dự án với tiến độ vượt trội và rất đúng thời gian để tận dụng điều kiện thị trường. Mặt khác, sự phụ thuộc vào một vài cá nhân chủ chốt cũng mang lại rủi ro cho HSG, khi những nhân vật này có động thái khiến thị trường dễ dàng phản ứng tiêu cực và được phản ánh ngay vào giá cổ phiếu.

Việc chuyển nhượng cảng Hoa Sen- Germadept sẽ mang lại lợi nhuận đột biến cho NĐTC này. Theo CTCP Germadept (GMD-HSX), doanh nghiệp này đã ký biên bản ghi nhớ với đối tác Hàn Quốc để chuyển nhượng toàn bộ dự án mà HSG nắm 45% cổ phần. Dựa vào những thông tin công bố bởi lãnh đạo GMD, chúng tôi ước tính HSG có thể ghi nhận khoảng 89 tỷ đồng sau thuế từ thương vụ này, bao gồm hoàn nhập từ các khoản đã trích lập cho món đầu tư này trong những năm qua. Theo dự phóng của chúng tôi, Q4 HSG có thể đạt mức LNST gần 500 tỷ đồng, tăng 16% so với Q3 nhờ khoản LN bất thường này.

	tỷ VND			
KQ HKKD	FY14-15	FY15-16	FY16-17E	FY17-18F
Doanh thu thuần	17.447	17.886	23.239	28.214
Giá vốn	14.869	13.708	19.026	23.270
Lãi gộp	2.578	4.178	4.213	4.944
Chi phí bán hàng	864	1.103	1.209	1.468
Chi phí quản lý	512	917	646	824
Thu nhập từ HĐTC	32	38	25	36
Chi phí tài chính	425	274	331	364
Lợi nhuận khác	24	-2	89	0
Lợi nhuận trước thuế	832	1.921	2.139	2.325
Thuế TNDN	179	420	361	417
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	653	1.501	1.778	1.907
EBIT	1.202	2.158	2.357	2.653
EBITDA	1.664	2.675	3.166	3.598

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY14-15	FY15-16	FY16-17E	FY17-18F
Tăng trưởng				
Doanh thu	16,4%	2,5%	29,9%	21,4%
Lợi nhuận HKKD	63,6%	60,8%	18,4%	13,6%
EBIT	75,6%	79,6%	9,2%	12,5%
Lợi nhuận sau thuế	59,1%	129,9%	18,5%	7,3%
Tổng tài sản	-7,5%	30,4%	15,8%	16,1%
Vốn chủ sở hữu	22,3%	41,8%	35,3%	25,5%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,8%	23,4%	18,1%	17,5%
EBITDA/ Doanh thu	9,5%	15,0%	13,6%	12,8%
EBIT/ Doanh thu	6,9%	12,1%	10,1%	9,4%
LNST/ Doanh thu	3,7%	8,4%	7,7%	6,8%
ROA	6,9%	12,2%	12,5%	11,5%
ROE	22,4%	36,4%	31,8%	27,2%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	23,1	16,3	17,7	18,5
Vòng quay HTK	4,2	2,8	3,8	3,7
Vòng quay kh. phải trả	14,5	5,8	8,6	8,5

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	0,9	1,0	1,2	1,4

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	188,7%	140,2%	114,8%	96,3%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	155,3%	105,8%	80,0%	65,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	33,3%	34,4%	34,8%	31,2%

	Tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY14-15	FY15-16	FY16-17E	FY17-18F
Tiền	277	577	1.069	1.377
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	755	1.098	1.313	1.523
Tồn kho	3.544	4.822	4.981	6.358
Tài sản ngắn hạn khác	593	562	674	809
Tài sản cố định hữu hình	3.740	4.591	5.538	5.791
Tài sản cố định vô hình	295	293	290	287
Đầu tư tài chính dài hạn	38	26	26	26
Tài sản dài hạn khác	199	342	359	377
TỔNG TÀI SẢN	9.441	12.310	14.250	16.549
Tiền hàng phải trả & ứng trước	1.025	2.360	2.212	2.744
Vay và nợ ngắn hạn	4.521	4.366	4.466	4.566
Vay và nợ dài hạn	970	1.419	1.944	2.183
Khoản phải trả ngắn hạn khác	5	4	4	5
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	8	31	37	39
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	6.530	8.180	8.663	9.538
Vốn đầu tư của CSH	1.495	2.517	4.052	4.052
Cổ phiếu quỹ	-52	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.453	1.603	1.525	2.949
Khoản thu nhập khác	7	7	7	7
Quỹ đầu tư phát triển	9	0	0	0
TỔNG VỐN	2.911	4.127	5.584	7.007
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	3	3	3

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY14-15	FY15-16	FY16-17E	FY17-18F
EPS (đồng/cp)	1.878	4.317	4.756	5.102
P/E (x)	12,1	5,8	6,9	6,5
BV (đồng/cp)	28.879	20.996	15.953	20.021
P/B (x)	1,4	2,1	2,1	1,6
DPS (đồng/cp)	1.500	2.500	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (%)	3,7%	6,0%	3,0%	3,0%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	37.603	30%	11.281
P/E	35.669	70%	24.968
Giá mục tiêu (đồng/cp)		100%	36.300

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
29/10/2015	18.457	Tích lũy	Dài hạn
22/03/2017	28.971	Trung lập	Trung hạn

CTCP THÉP NAM KIM (NKG – HSX)

Phong độ là nhất thời

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- QoQ	Q1-FY16	+/- YoY
Doanh thu thuần	2.392	2.458	-3%	1.799	33%
Lợi nhuận sau thuế	156	66	138%	66	137%
EBIT	243	117	107%	105	132%
Tỷ suất EBIT	10,2%	4,8%	540bps	5,8%	433bps

Nguồn: NKG, RongViet Research

KQKD Q1/2017: Tương đồng với kỳ vọng

- Nhà máy Nam Kim 3 đang hoàn thiện.
- Cơ cấu cổ đông có sự tham gia của nhóm NĐT mới.
- Hưởng lợi từ chính sách phòng vệ thương mại mới, tương tự HSG.
- Sản lượng bán hàng tăng 10% YoY, tăng trưởng doanh thu phần lớn đến từ cải thiện giá bán. Xuất khẩu vẫn chiếm phần trọng yếu trong cơ cấu thị trường tiêu thụ.

Triển vọng Q22017: Tăng năng lực sản xuất là động lực tăng trưởng chính

2017 là năm quan trọng với NKG bởi nhà máy mới sẽ tăng gấp đôi tổng năng lực sản xuất. Các dây chuyền mới đi vào hoạt động sẽ có đóng góp đáng kể vào KQKD của NKG. Tuy nhiên, KQKD Q2 sẽ chịu tác động tiêu cực từ giá HRC giảm trong quý. Chúng tôi dự phóng Q2 của NKG sẽ ghi nhận 3.385 tỷ đồng doanh thu và 181 tỷ đồng LNST, tăng trưởng lần lượt 56% và -25% YoY. LNST của NKG giảm so với cùng kỳ một phần đến từ việc Q2/2016 là một quý đột biến, LNST cao kỷ lục do diễn biến giá thép có lợi cho NKG.

Quan điểm và định giá: NKG đang có những thay đổi tích cực về nội tại về cả năng lực sản xuất, bán hàng và sức khỏe tài chính. Bên cạnh đó, doanh nghiệp đang tận dụng tương đối tốt xu hướng phòng vệ thương mại đối với thép Trung Quốc ở cả thị trường trong nước và thị trường quốc tế. Hoàn thiện lắp đặt nhà máy mới là bàn đạp để NKG nâng hiệu quả SX-KD, đồng thời các thương vụ phát hành riêng lẻ đang giúp doanh nghiệp cải thiện các chỉ số tài chính. Tiếp tục giữ vững vị trí á quân ngành về quy mô sản xuất, NKG có tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận rất lớn trong năm 2017 và tiếp tục là một trong những cổ phiếu đầu ngành thép có mức P/E hấp dẫn nhất.

Chúng tôi định giá cổ phiếu NKG ở mức **39.800 đồng**, cao hơn **23,4%** so với giá đóng cửa ngày 18/07/2017 và khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**. Giá mục tiêu này được thay đổi so với báo cáo Cập nhật KQKD NKG phát hành tháng 11/2016 bởi chúng tôi tăng dự phóng KQKD năm 2017 và 2018 của doanh nghiệp. Tuy nhiên, NĐT nên cân nhắc rủi ro pha loãng cổ phiếu khi NKG có dự định phát hành riêng lẻ trong nửa cuối năm 2017.

MUA

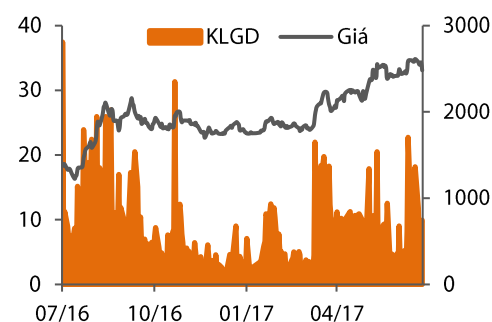
Giá thị trường (VND)	32.250
Giá mục tiêu (VND)	39.800

Thời gian đầu tư **Trung hạn**

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Tài nguyên cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.225
SLCPDLH	100.000.000
Beta	1,32
Free Float (%)	33,4
Giá cao nhất 52 tuần	34.850
Giá thấp nhất 52 tuần	16.333
KLGD bình quân 20 phiên	654.007

	FY2016	Hiện tại
EPS	6.850	7.479
Tăng trưởng EPS (%)	286,20	79,30
EPS điều chỉnh	6.850	7.479
P/E	3,41	4,31
P/B	1,47	1,84
EV/EBITDA	6,51	7,11
Cổ tức	0	0
ROE (%)	46,36	49,51

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

P&Q Ltd	18,47
VEIL	15,00
Hồ Minh Quang	13,44
Trần Uyển Nhân	11,84
Gới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	18,44

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1FY17

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- (QoQ)	Q1-FY16	+/- (YoY)
Doanh thu	2.392	2.458	-2,7%	1.799	33,0%
Lợi nhuận gộp	307	242	26,6%	139	120,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	63	69	-9,0%	43	47,1%
Thu nhập HĐKD	244	173	40,7%	97	152,0%
EBITDA	300	168	78,7%	142	110,4%
EBIT	243	117	107,4%	105	131,7%
Chi phí tài chính	98	127	-23,4%	49	98,3%
- Chi phí lãi vay	53	40	32,5%	27	96,4%
Khấu hao	56	50	11,9%	37	50,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	191	78	145,8%	78	143,8%
Lợi nhuận sau thuế	156	66	137,5%	66	136,7%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	156	66	137,5%	66	136,7%

Nguồn: NKG, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY2017

Chỉ tiêu	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- QoQ	Q1-FY16	+/- YoY
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	12,8%	9,9%	297bps	7,8%	507bps
EBITDA/Doanh thu	12,5%	6,8%	571bps	7,9%	461bps
EBIT/Doanh thu	10,2%	4,8%	540bps	5,8%	433bps
TS lợi nhuận ròng	6,5%	2,7%	385bps	3,7%	286bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6,5%	2,7%	385bps	3,7%	286bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	3,5	5,3	-1,7	6,5	-3,0
-Khoản phải thu	14,7	15,4	-0,7	11,6	3,1
-Khoản phải trả	11,0	12,9	-1,8	8,6	2,4
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	221,6%	183,6%	3.807bps	324,7%	-10.309bps

Nguồn: NKG (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2-FY2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY17	+/- QoQ	+/- YoY
Doanh thu	3.385	42%	56%
LN gộp	414	35%	16%
EBIT	337	38%	9%
LNST	181	16%	-25%

Nguồn: NKG, RongViet Research

Cập nhật:

2017 là một năm trọng yếu đối với NKG bởi nhà máy Nam Kim 3 đưa vào hoạt động sẽ nâng tổng công suất thiết kế lên hơn hai lần. Khi đây chuyển mại cuối cùng bắt đầu hoạt động vào tháng 12/2017, NKG sẽ có công suất thiết kế hơn 1,2 triệu tấn, tiếp tục giữ vị trí thứ 2 toàn ngành về năng lực sản xuất. Nam Kim 3 sẽ là nhà máy sản xuất tôn mạ với chuỗi sản xuất từ thép cuộn cán nóng hoàn thiện nhất tại Việt Nam, được kỳ vọng giúp doanh nghiệp tăng dần thị phần. Chúng tôi dự phóng nhà máy này sẽ hoạt động ở mức 70% công suất trong năm 2017 và 80% trong năm 2018 trước khi chạy đủ công suất vào năm 2019. Đây cũng là động lực tăng trưởng lớn nhất cho Nam Kim trong những năm tới.

Nhà máy ống thép Nam Kim Long An cũng nằm trong kế hoạch mở rộng độ phủ sóng của Thép Nam Kim. Với công suất thực tế tối đa lên tới 25.000 tấn/tháng, nhà máy ống thép này nhằm vào thị trường tiêu thụ miền Tây Nam Bộ, đặt mục tiêu hoạt động tối đa công suất sau 2-3 năm phát triển thị trường và đóng góp tới 300.000 tấn vào sản lượng tiêu thụ toàn công ty. Trong năm 2017, Nam Kim đặt mục tiêu sản lượng tiêu thụ 90.000 tấn cho nhà máy này.

Dự án Nam Kim Corea được đánh giá là một hướng đi mới, khi NKG tham gia chuỗi giá trị ngành thiết bị gia dụng. Liên doanh với cổ đông chiến lược Hàn Quốc có vốn điều lệ 160 tỷ đồng (NKG góp 25%, Unicoh 45%, CT HDQT NKG 30%) sẽ sản xuất thép dùng trong các sản phẩm điện gia dụng như tủ lạnh, máy giặt, máy điều hoà. Sử dụng thép nền chất lượng cao, hoạt động gia công này được lãnh đạo NKG ước tính mang lại biên cao hơn các sản phẩm tôn mạ truyền thống (dùng làm vật liệu xây dựng). Hiện đang làm thủ tục, tuy nhiên NKG cho biết có thể tiến hành xây dựng cơ bản sớm để kịp mục tiêu tháng 6/2018 bắt đầu sản xuất.

Các dây chuyền cán nguội sẽ giúp ổn định biên LN gộp cho NKG. Hai dây chuyền hoạt động lần lượt trong năm 2017 và 2018 sẽ giúp Nam Kim giảm phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu thép cán nguội (CRC) mua ngoài và cải thiện biên LN gộp. Chúng tôi dự phóng kể từ năm 2018, NKG có thể tự cung cấp hơn 60% lượng CRC sử dụng, cải thiện đáng kể từ mức 35% của năm 2016. Nhờ kéo dài chuỗi sản xuất về thượng nguồn, biên LN gộp của NKG sẽ cải thiện 90 điểm phần trăm và 96 điểm phần trăm trong năm 2017 và 2018.

NKG đang có những nỗ lực đáng kể để cải thiện sức khoẻ tài chính. Sau hai lần liên tiếp phát hành cho cổ đông chiến lược năm 2016 thu về hơn 430 tỷ đồng phục vụ mua sắm tài sản, doanh nghiệp tôn mạ có sản lượng tiêu thụ thứ 2 toàn ngành lại tiếp tục tìm cách gọi vốn từ các đối tác chiến lược với dự định phát hành tối đa 30 triệu cổ phiếu. Đây có thể sẽ là đợt phát hành riêng lẻ lớn nhất trong lịch sử hoạt động của CTCP Thép Nam Kim. Theo như hai lần phát hành thành công trước đây, giá phát hành thường thấp hơn giá thị trường tại thời điểm công bố khoảng 18-22%. Chúng tôi ước tính giá cho đợt phát hành này sẽ rơi vào khoảng 26.000 đồng/CP, thấp hơn 25% so với thị giá trung bình 10 phiên gần đây, NKG có thể thu về tối đa 780 tỷ đồng. Về phương án sử dụng vốn thu từ đợt phát hành, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp đang cần “rót tiền” vào một số dự án trọng điểm như (1) 03 dây chuyền mới tại nhà máy Nam Kim 3 đang trong quá trình lắp đặt và dự kiến đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2017, (2) nhà máy ống thép tại Long An vừa hoàn thành và mới bắt đầu hoạt động trong Q2 vừa rồi, (3) dự án Nam Kim Corea sẽ bắt đầu xây dựng trong năm nay. Tổng vốn đối ứng cho các dự án này được ước lượng vào khoảng 400 tỷ đồng theo giả định NKG vay 70% tổng vốn đầu tư. Ngoài ra, đòn bẩy tài chính của NKG hiện đã ở mức rất cao, khoảng 78% và việc cải thiện tỷ lệ này là rất cần thiết cho sức khoẻ tài chính dài hạn của doanh nghiệp. ĐHCĐ bất thường của NKG được tổ chức vào ngày 22/07/2017 để bàn về kế hoạch này sẽ được chúng tôi cập nhật trong thời gian tới.

Các NĐT có mục tiêu ngắn hạn nên thận trọng về khả năng pha loãng của cổ phiếu NKG. Có thể thấy NKG đang cố gắng cải thiện tình hình tài chính bằng cách “đánh đổi” quyền lợi ngắn hạn của cổ đông hiện hữu, bởi tỷ lệ pha loãng tối đa lên tới 30%. Ngoài trừ các cổ đông hiện tại được quyền tham gia mua trong đợt phát hành tới, các NĐT có thể sẽ phải chứng kiến chỉ số Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (EPS) bị pha loãng 30%. Chúng tôi dự phóng NKG sẽ phát hành thành công 20 triệu CP ở mức giá trung bình 26.000 đồng/CP, định giá FCFE của doanh nghiệp sẽ tăng thêm 5.000 tỷ đồng nhờ khoản phát hành này. Chia trên số lượng cổ phiếu sau khi phát hành (119 triệu CP) thì giá trị mỗi cổ phiếu sẽ ở mức 42.163 đồng.

Về định giá cổ phiếu NKG, định giá FCFE như đã nêu ở trên cho ra chỉ số P/E hàm ẩn là 5,62x, mức hợp lý với doanh nghiệp trong hoàn cảnh hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi sử dụng mức P/E 5,0x trong định giá NKG bởi chúng tôi cho rằng doanh nghiệp cần thêm thời gian để chứng minh sự ổn định trong KQKD. Sau một thời gian tăng trưởng “nóng” đặc biệt là năm 2016 rất ấn tượng, NKG sẽ cần ổn định lợi nhuận ở mức hiện tại và chỉ khi đó cổ phiếu NKG mới xứng đáng có mức P/E cao hơn. Mặt khác, các NĐT có mục tiêu dài hạn có thể cân nhắc dự phóng năm 2018 của NKG bao gồm mức EPS trên 10.000 đồng, có nghĩa là ngay cả khi áp dụng mức P/E hiện tại, “upside” của NKG cho năm 2018 vẫn còn rất hấp dẫn.

	Tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	5.751	8.936	13.817	18.549
Giá vốn	5.304	7.924	12.128	16.104
Lãi gộp	447	1.012	1.689	2.444
Chi phí bán hàng	95	162	249	325
Chi phí quản lý	42	54	65	74
Thu nhập từ HĐTC	42	110	4	3
Chi phí tài chính	195	299	378	428
Lợi nhuận khác	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	156	608	1.002	1.619
Thuế TNDN	30	90	180	282
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	1	1
Lợi nhuận sau thuế	126	518	821	1.337
EBIT	310	796	1.375	2.045
EBITDA	432	963	1.731	2.518

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-1,5%	55,4%	54,6%	34,2%
Lợi nhuận HKKD	52,5%	122,7%	79,8%	45,5%
EBIT	64,1%	157,1%	72,7%	48,7%
Lợi nhuận sau thuế	64,5%	310,8%	58,6%	62,8%
Tổng tài sản	21,6%	78,9%	32,1%	19,5%
Vốn chủ sở hữu	26,3%	146,6%	78,2%	32,5%
Khả năng sinh lợi	7,8%	11,3%	12,2%	13,2%
LN gộp / Doanh thu	7,5%	10,8%	12,5%	13,6%
EBITDA/ Doanh thu	5,4%	8,9%	10,0%	11,0%
EBIT/ Doanh thu	2,2%	5,8%	5,9%	7,2%
LNST/ Doanh thu	3,5%	8,1%	9,7%	13,2%
ROA	21,3%	23,1%	28,9%	34,4%
ROE	19,7%	32,8%	29,2%	35,9%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	10,8	18,0	18,0	18,0
Vòng quay HTK	4,8	3,9	3,6	3,8
Vòng quay kh. phải trả	5,6	12,2	11,1	11,1
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	0,9	1,0	1,3	1,4
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	309,2%	263,5%	161,0%	131,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	182,3%	145,5%	92,3%	72,4%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	126,9%	117,9%	68,7%	59,2%

	Tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tiền	51	174	163	231
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	26	29	29
Các khoản phải thu	533	496	767	1.030
Tồn kho	1.098	2.033	3.396	4.187
Tài sản ngắn hạn khác	147	346	415	498
Tài sản cố định hữu hình	1.657	3.233	3.588	4.033
Tài sản cố định vô hình	60	59	57	56
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	25	24	25	26
TỔNG TÀI SẢN	3.572	6.390	8.440	10.090
Tiền hàng phải trả & ứng trước	953	649	1.092	1.449
Vay và nợ ngắn hạn	1.166	2.296	2.596	2.696
Vay và nợ dài hạn	812	1.860	1.931	2.206
Khoản phải trả ngắn hạn khác	1	1	1	2
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0	4	6	10
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	2.933	4.810	5.626	6.363
Vốn đầu tư của CSH	2.933	4.810	5.626	6.363
Cổ phiếu quỹ	501	925	1.775	1.775
Lợi nhuận giữ lại	129	635	978	1.824
Khoản thu nhập khác	1	5	5	5
Quỹ đầu tư phát triển	9	13	54	121
TỔNG VỐN	640	1.577	2.811	3.724
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
EPS (đồng/cp)	1.151	4.966	7.497	10.667
P/E (x)	3,9	3,0	4,6	3,2
BV (đồng/cp)	14.576	23.888	23.616	31.283
P/B (x)	0,5	1,0	1,5	1,1
DPS (đồng/cp)	0	0	1.000	3.000
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	2,9%	8,7%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	42.163	50%	21.081
P/E	37.485	50%	18.743
Giá mục tiêu (đồng/cp)		100%	39.800

Lịch sử định giá	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
06/11/2015	8.947	Trung lập	Trung hạn
1/11/2016	30.466	Mua	Trung hạn

CTCP TẬP ĐOÀN HOÀ PHÁT (HPG – HSX)

Giành ưu tiên cho mảng hoạt động hiệu quả nhất

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- QoQ	Q1-FY16	+/- YoY
Doanh thu thuần	10.265	9.951	3%	7.142	44%
Lợi nhuận sau thuế	1.934	1.949	-1%	1.022	89%
EBIT	2.251	2.312	-3%	1.244	81%
Tỷ suất EBIT	21,9%	23,2%	-131bps	17,4%	451bps

Nguồn: HSG, RongViet Research

KQKD Q12017: Hiệu suất đáng nể của doanh nghiệp đầu ngành

- Sản lượng thép tiêu thụ 632.001 tấn, +30%YoY.
- Giá thép xây dựng tăng 19,6% YoY.
- Biên LN gộp chỉ giảm nhẹ QoQ trong tình cảnh giá thép thế giới biến động mạnh nhờ chuỗi sản xuất thép hoàn thiện.

Triển vọng Q22017: Chịu sức ép từ biến động giá nguyên liệu

Khu liên hợp thép Hải Dương đang hoạt động đủ công suất, giúp mảng thép đóng góp trên 80% vào lợi nhuận toàn tập đoàn. Đây cũng là chuỗi sản xuất hoàn thiện nhất trong ngành thép nội địa và giúp HPG có mức biên LN gộp vượt trội so với trung bình ngành bất kể biến động giá nguyên liệu và giá thành phẩm. Tuy nhiên, trong Q2 Hoà Phát sẽ gặp sức ép lên sản lượng bán hàng do mùa mưa, cũng như giá quặng sắt và than cốc tạo đỉnh ngay đầu quý sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên biên LN gộp.

Dự báo Q2/FY2017 của HPG bao gồm mức tăng trưởng sản lượng 27% YoY, tăng trưởng doanh thu 28% YoY, tuy nhiên LNST sẽ giảm 23% so với cùng kỳ do tác động của giá đầu vào.

Dự án Dung Quất đã khởi công và kế hoạch phát hành thêm nhận được phản ứng tích cực từ thị trường là tín hiệu tốt cho tiến độ của dự án. Quan trọng hơn, năng lực hiện tại của HPG vẫn có thể đảm bảo tiến độ cho giai đoạn I và nhiều khả năng tổ hợp này sẽ có đóng góp vào KQKD chung ngay trong năm 2018.

Quan điểm và định giá: Tăng công suất đã không còn là động lực tăng trưởng chính cho HPG trong năm 2017, tuy nhiên KLH thép Hải Dương vẫn sẽ trở thành nhà máy thép không có đối thủ tại thị trường nội địa về hiệu quả sản xuất và là nhân tố chính cho các tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn của HPG. Chúng tôi giữ quan điểm tích cực về mảng thép của HPG và kỳ vọng sự ổn định của mảng này sẽ giải quyết vấn đề pha loãng EPS năm 2017 do đợt phát hành thêm.

Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án Dung Quất sẽ mang lại tăng trưởng ấn tượng cho HPG khi tổng công suất tăng gấp ba lần. Sử dụng phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu HPG ở mức **40.000 đồng/CP**, cao hơn **24,8%** so với giá đóng cửa ngày 18/07/2017 và khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN**. Giá mục tiêu này được điều chỉnh so với giá mục tiêu trong BCCL năm 2017 dựa trên triển vọng khả quan của dự án Dung Quất trong thời gian tới.

MUA

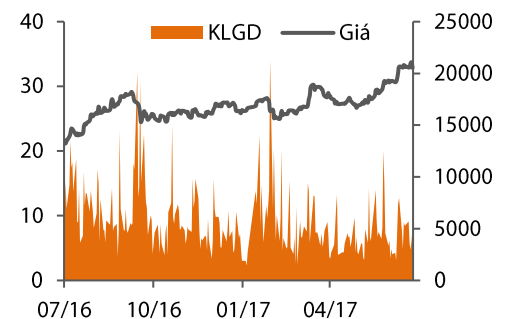
Giá thị trường (VND)	32.050
Giá mục tiêu (VND)	40.000

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Tài nguyên cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	48.618
SLCPDLH	1.516.947.138
Beta	1,32
Free Float (%)	47,8
Giá cao nhất 52 tuần	33.700
Giá thấp nhất 52 tuần	21.150
KLGD bình quân 20 phiên	4.441.639

	FY2016	Hiện tại
EPS	4.470	5.565
Tăng trưởng EPS (%)	82,34	89,61
EPS điều chỉnh	4.470	5.565
P/E	6,02	5,76
P/B	1,84	2,03
EV/EBITDA	3,95	4,72
Cổ tức	1.500	-
ROE (%)	35,31	40,93

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)	
Trần Đình Long & vợ	32,80
Dragon Capital	7,65
Giới hạn sở hữu NTNN còn lại (%)	15,04

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1FY17

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- QoQ	Q1-FY16	+/- YoY
Doanh thu	10.265	9.951	3,2%	7.142	43,7%
Lợi nhuận gộp	2.463	2.639	-6,7%	1.431	72,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	212	327	-35,2%	187	13,3%
Thu nhập HĐKD	2.397	2.652	-9,6%	1.432	67,4%
EBITDA	2.492	2.569	-3,0%	1.451	71,7%
EBIT	2.251	2.312	-2,6%	1.244	81,0%
Chi phí tài chính	112	101	10,9%	94	18,8%
- Chi phí lãi vay	84	63	33,7%	81	3,3%
Khấu hao	241	257	-6,3%	207	16,3%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	2.243	2.253	-0,4%	1.211	85,2%
Lợi nhuận sau thuế	1.934	1.949	-0,8%	1.022	89,2%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1.934	1.949	-0,8%	1.022	89,2%

Nguồn: HPG, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY2017

Chỉ tiêu	Q1-FY17	Q4-FY16	+/- QoQ	Q1-FY16	+/- YoY
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	24,0%	26,5%	-253bps	20,0%	396bps
EBITDA/Doanh thu	24,3%	25,8%	-154bps	20,3%	396bps
EBIT/Doanh thu	21,9%	23,2%	-131bps	17,4%	451bps
TS lợi nhuận ròng	18,8%	19,6%	-75bps	14,3%	453bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	18,8%	19,6%	-75bps	14,3%	453bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	3	3	-0,2	4	-0,5
-Khoản phải thu	16,8	17,9	-1,1	17,2	-0,4
-Khoản phải trả	6	6	0,0	7	-1,3
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	67,6%	62,6%	499bps	59,8%	781bps

Nguồn: HPG, (*) thường niên hoá

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2-FY2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY17	+/- QoQ	+/- YoY
Doanh thu	10.287	0%	28%
LN gộp	2.061	-16%	-20%
EBIT	1.833	-19%	-24%
LNST	1.558	-19%	-23%

Nguồn: HPG, RongViet Research



Cập nhật:

Cập nhật một số dự án bất động sản:

Dự án chung cư Mandarin Garden 2 (Hà Nội) với tổng vốn đầu tư 1.500 tỷ đồng sẽ có đóng góp vào KQKD trong năm 2018. Đây là dự án bất động sản nhà ở được đánh giá vừa túi tiền với giá bán khoảng 26 triệu đồng/m². 640 căn hộ mở bán từ Q3/2016 dự kiến sẽ được bàn giao vào cuối năm 2017 và đủ điều kiện cho HPG ghi nhận doanh thu trong năm 2018.

Dự án chung cư 70 Nguyễn Đức Cảnh (Hà Nội) có số lượng căn hộ thấp hơn (200 căn) và diện tích đa dạng hơn (50-120m²) cho thấy Hoà Phát đang tập trung vào phân khúc trung cấp cho người có nhu cầu sinh sống tại Thủ đô, thay vì khai thác mảng cao cấp như đã làm với Mandarin Garden 1. Dự án đang trong giai đoạn thi công phần hầm và dự kiến sẽ bàn giao vào cuối năm 2018. Giá bán dự kiến thấp hơn Mandarin Garden 2 được cho là tương đối hấp dẫn với vị trí của dự án và có thể giúp Hoà Phát nhanh chóng tiêu thụ lượng căn hộ này.

Dự án Khu công nghiệp Yên Mỹ II (Hưng Yên) cũng được đánh giá là đúng thời điểm nhu cầu thuê đất KCN đang tăng trưởng khả quan. Hoà Phát cho biết dự án có tổng diện tích cho thuê 169ha được chia thành 2 giai đoạn. Giai đoạn I HPG sẽ đưa vào kinh doanh 107ha và sẽ giải ngân tổng cộng 630 tỷ đồng (bao gồm cả chi phí đền bù) vốn đầu tư vào KCN này. Chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê trung bình sẽ đạt 65USD/m² và tỷ lệ lấp đầy sẽ đạt mức tối đa trong vòng 4 năm triển khai dự án như kế hoạch của doanh nghiệp. Với cách ghi nhận doanh thu một lần và bắt đầu triển khai kinh doanh vào cuối năm 2017, KCN Yên Mỹ II nhiều khả năng sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng mảng bất động sản của HPG trong năm 2018.

Dự án Khu đô thị Bắc Phố Nối (Hưng Yên) là dự án bất động sản nhà ở lớn nhất của Hoà Phát kể từ Mandarin Garden 1 với tổng diện tích 262ha, bao gồm hai giai đoạn. Giai đoạn I có tổng vốn đầu tư 2.700 tỷ đồng bao gồm hai sản phẩm chính là biệt thự liền kề và chung cư, hiện đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng và đền bù. Đây là dự án có quy mô lớn nhất trong danh mục hiện tại của mảng BĐS của HPG và được kỳ vọng đóng góp lớn vào KQKD toàn mảng.

HPG đang tỏ ra thận trọng với mảng nông nghiệp. Hiện tại, Hoà Phát đang sở hữu hai nhà máy thức ăn chăn nuôi đang hoạt động với tổng công suất 600.000 tấn tại miền Bắc và một nhà máy tại miền Nam chuẩn bị chạy thử. Đàn gia súc hiện tại của HPG gồm heo, bò và gà đẻ trứng. Hoà Phát đang cung cấp bò hơi cho các lò giết mổ và có dự định cung cấp sản phẩm trứng gà và thịt heo ra thị trường trong thời gian tới. Đáng chú ý, so với mục tiêu phát triển đàn heo đạt “1 triệu đầu heo” mà HPG từng đặt ra, doanh nghiệp đang tỏ ra rất thận trọng khi đầu tư từng bước một. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ cần rất nhiều thời gian để hoàn thành mục tiêu phát triển mảng nông nghiệp tới quy mô sánh ngang với mảng thép.

Cập nhật về Dự án Khu liên hợp gang thép Dung Quất:

Tổ hợp thép này gồm hai giai đoạn với công suất thiết kế 4 triệu tấn/năm, tương đương 2 lần công suất thép xây dựng hiện tại của HPG, được kỳ vọng mang lại tăng trưởng đáng kể cho KQKD của HPG. RongViet Research dự phóng KQKD năm 2019 của HPG sẽ tăng trưởng ấn tượng nhờ bắt đầu hoạt động cả hai giai đoạn của Dung Quất. Trong dự phóng sơ lược của chúng tôi cho Dung Quất, dự án này sẽ đóng góp 1,7 triệu tấn thép, tương đương 30% tổng sản lượng tiêu thụ thép vào năm 2019, con số năm 2021 sẽ tăng lên 3,4 triệu tấn, tương đương một nửa tổng tiêu thụ thép của HPG. Về tỷ suất lợi nhuận, giai đoạn I của dự án (thép dài xây dựng) sẽ ổn định biên gộp ở mức trên 20% tương đương với giai đoạn III của KLH Hải Dương, trong khi giai đoạn II của Dung Quất (thép cán nóng (HRC)) sẽ có biên lợi nhuận gộp yếu hơn do chúng tôi cho rằng HPG chưa thể ổn định hiệu quả sản xuất trong những năm đầu tiên sản xuất thép phẳng. Tuy nhiên, nhìn chung biên LNG của HPG năm 2019 vẫn sẽ được cải thiện, bởi phần lớn HRC được tiêu thụ nội bộ, có nghĩa là biên LN của mảng ống thép sẽ tốt hơn nhờ sản xuất từ thượng nguồn. Về dòng tiền, chúng tôi ước tính NPV của Dung Quất vào khoảng gần 12.500 tỷ đồng. Theo đó, đối với các NGT tham gia vào đợt phát hành thêm, dòng tiền từ dự án này sẽ mang lại khoảng 5.800 đồng cho mỗi cổ phiếu trước phát hành.

Việc khởi động dự án Dung Quất cho thấy Hoà Phát vẫn giành ưu tiên cho mảng kinh doanh mang lại nhiều lợi nhuận nhất. Dự án này được kỳ vọng kế thừa kinh nghiệm vượt trội của Hoà Phát về dự báo giá nguyên liệu cũng như quản lý sản xuất và bán hàng. Có thể thấy lãnh đạo HPG đang nỗ lực tránh pha loãng quyền biểu quyết bằng cách phát hành cho cổ đông hiện hữu, đồng thời thể hiện năng lực tài chính dồi dào khi tỷ lệ vay vốn cố định chỉ 50% (hầu hết DN thép nội địa sử dụng tỷ lệ vay trên 70%). Đáng chú ý, mới đây Bộ Giao thông vừa thông báo đã duyệt dự án Cảng Dung Quất và đưa vào quy hoạch cảng biển Trung Bộ tới năm 2020, đây là tin rất thuận lợi cho tiến độ xây dựng tổ hợp thép của Hoà Phát cũng như cho hoạt động của nhà máy này trong tương lai. Chúng tôi nhận thấy năng lực nội tại cũng như các yếu tố bên ngoài đang tạo điều kiện cho dự án tỷ đô này của Hoà Phát và cho rằng doanh nghiệp đã chọn thời gian thực hiện dự án tương đối hợp lý, vì vậy chúng tôi giữ nguyên quan điểm tích cực đối với cổ phiếu HPG trong dài hạn.

Bảng: Chi tiết dự án Khu liên hợp gang thép Dung Quất

	Giai đoạn I	Giai đoạn II
Công suất	2 triệu tấn/năm	2 triệu tấn/năm
Sản phẩm	1 triệu tấn thép dài xây dựng 1 triệu tấn thép rút dây chất lượng cao (dùng trong sản xuất bu lông, ốc vít)	2 triệu tấn HRC
Thị trường tiêu thụ	Nội địa & xuất khẩu	Tiêu thụ nội bộ (dùng trong sản xuất ống thép) Nội địa & xuất khẩu
Thời gian hoạt động	02/2019	08/2019
Vốn đầu tư	Vốn cố định 20.000 tỷ đồng Vốn lưu động 6.000 tỷ đồng	Vốn cố định 20.000 tỷ đồng Vốn lưu động 6.000 tỷ đồng
Tài trợ vốn đầu tư	50% bằng vốn tự có 50% vay dài hạn	25% bằng phát hành thêm 25% lợi nhuận chưa phân phối giai đoạn 2017-2018 50% vay dài hạn
Dự kiến giải ngân	N/A	2017: 3.200 tỷ đồng 2018: 4.200 tỷ đồng 2019: 12.000 tỷ đồng 2020: 600 tỷ đồng
Tiến độ (tháng 6/2017)	Thanh toán chi phí đền bù cho Quảng Liên (chủ đầu tư cũ) Thi công cơ sở hạ tầng (cầu cảng)	
Ưu đãi thuế	Miễn thuế 4 năm đầu tiên có thu nhập chịu thuế 10% trong 9 năm tiếp theo	

Nguồn: HPG, RongViet Research

	Tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	27.453	33.283	40.212	50.897
Giá vốn	21.859	24.533	30.649	39.752
Lãi gộp	5.594	8.751	9.564	11.145
Chi phí bán hàng	424	490	597	741
Chi phí quản lý	761	405	344	361
Thu nhập từ HĐTC	249	197	161	203
Chi phí tài chính	566	368	331	752
Lợi nhuận khác	-101	17	17	17
Lợi nhuận trước thuế	3.990	7.702	8.470	9.510
Thuế TNDN	485	1.096	1.252	1.617
Lợi ích cổ đông thiểu số	19	4	4	5
Lợi nhuận sau thuế	3.485	6.602	7.214	7.889
EBIT	4.409	7.856	8.623	10.043
EBITDA	5.691	9.530	10.727	13.408

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tăng trưởng				
Doanh thu	7,6%	21,2%	20,8%	26,6%
Lợi nhuận HKKD	7,0%	67,5%	12,6%	25,0%
EBIT	4,6%	78,2%	9,8%	16,5%
Lợi nhuận sau thuế	10,9%	89,4%	9,3%	9,4%
Tổng tài sản	15,5%	30,1%	38,3%	43,3%
Vốn chủ sở hữu	22,4%	36,7%	56,2%	23,8%

Khả năng sinh lợi	20,4%	26,3%	23,8%	21,9%
LN gộp / Doanh thu	20,7%	28,6%	26,7%	26,3%
EBITDA/ Doanh thu	16,1%	23,6%	21,4%	19,7%
EBIT/ Doanh thu	12,7%	19,8%	17,9%	15,5%
LNST/ Doanh thu	13,7%	19,9%	15,7%	12,0%
ROA	27,8%	36,4%	25,8%	19,5%
ROE	24,1%	33,4%	23,4%	20,7%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	17,1	13,9	13,9	13,9
Vòng quay HTK	3,2	2,4	2,8	2,9
Vòng quay kh. phải trả	6,2	4,0	4,8	5,3

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,2	1,6	1,7	1,8

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	47,5%	32,7%	24,7%	49,7%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	42,3%	27,8%	19,6%	17,4%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	5,1%	4,9%	5,1%	32,3%

	Tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
Tiền	2.373	4.559	6.037	7.447
Đầu tư tài chính ngắn hạn	758	694	763	763
Các khoản phải thu	1.608	2.395	2.893	3.662
Tồn kho	6.937	10.247	10.797	13.651
Tài sản ngắn hạn khác	239	289	346	416
Tài sản cố định hữu hình	12.579	13.799	23.806	38.552
Tài sản cố định vô hình	255	257	254	251
Đầu tư tài chính dài hạn	103	79	78	78
Tài sản dài hạn khác	652	862	905	950
TỔNG TÀI SẢN	25.504	33.180	45.880	65.768
Tiền hàng phải trả & ứng trước	3.527	6.097	6.436	7.553
Vay và nợ ngắn hạn	6.117	5.488	6.037	6.641
Vay và nợ dài hạn	739	972	1.568	12.312
Khoản phải trả ngắn hạn khác	308	419	461	507
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	349	400	437	478
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	11.040	13.376	14.939	27.490
Vốn đầu tư của CSH	8.004	9.103	17.699	17.699
Cổ phiếu quỹ	-1	-1	-1	-1
Lợi nhuận giữ lại	5.549	9.486	11.981	19.318
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	891	1.156	1.156	1.156
TỔNG VỐN	14.444	19.745	30.835	38.172
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	106	110	115

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018F
EPS (đồng/cp)	3.587	4.823	4.898	4.836
P/E (x)	3,7	3,4	6,7	6,8
BV (đồng/cp)	19.706	23.425	20.325	25.161
P/B (x)	0,8	1,1	1,6	1,3
DPS (đồng/cp)	1.000	1.500	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	6,5%	5,6%	0	0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	40.898	50%	20.449
P/E	39.186	50%	19.593
Giá mục tiêu (đồng/cp)		100%	40.000

Lịch sử định giá	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
15/01/2016	21.833	MUA	Dài hạn
21/11/2016	31.250	TÍCH LŨY	Dài hạn
15/03/2017	35.556	MUA	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%	<-15%
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.**