



Báo cáo Cập nhật

HPG - MUA

Ngày 11/04/2018



Nguyễn Trí Cường

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 218

cuongnt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: HPG

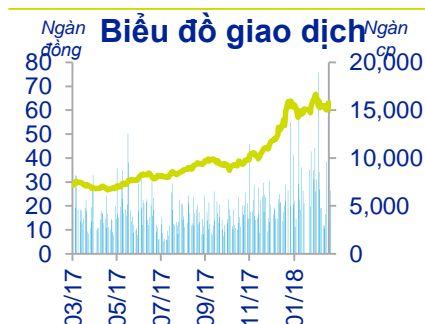
Sản xuất Thép

Giá hiện tại (VND)	60.800
Giá mục tiêu (VND)	78.548
Tỷ lệ tăng giá	29,2%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	29,2%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	28,9	-4,7	22,5	99,7
Tương đối	6,5	-13,9	4,2	30,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long (Chủ tịch)	25,15%
QLQ Dragon Capital	7,65%
Vũ Thị Hiền (vợ Chủ tịch)	7,29%

Thông kê

Mã Bloomberg	HPG VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	26,588 - 67,800
SL lưu hành (triệu cp)	1.517
Vốn hóa (tỷ đồng)	92.234
Vốn hóa (triệu USD)	4.025
Room khối ngoại còn lại (%)	9,4
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	58,9
KLGD TB 3 tháng (cp)	6,045,445
VND/USD	22,765
Index: VNIndex / HNX	1.204,33 / 138,02

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG VN)

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG) tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc và khẳng định vị thế dẫn đầu của mình với một loạt những kỉ lục mới. Kết thúc năm tài chính vừa qua, HPG ghi nhận 46,2 ngàn tỷ đồng doanh thu (+38,7% c/k) và 8 ngàn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+21,3% c/k). Trong quý I đầu năm 2018, cả doanh thu và lợi nhuận lần lượt ước đạt 12 ngàn tỷ đồng (+15,4% c/k) và trên 2,000 tỷ đồng (mức tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2017).

Mảng kinh doanh thép tiếp tục là đầu tàu thúc đẩy sự tăng trưởng của HPG, đóng góp 86% tổng doanh thu và 92% tổng lợi nhuận trong niên độ tài chính (NTC) vừa qua. Cụ thể hơn, HPG ghi nhận mức sản lượng tiêu thụ thép kỉ lục, bao gồm 2,2 triệu tấn thép xây dựng (+10% c/k), 600 ngàn tấn ống thép (+18% c/k), và 200 ngàn tấn sản phẩm tôn mạ vừa được đưa vào sản xuất mới trong năm qua. Trong năm 2018, chúng tôi dự kiến tập đoàn sẽ tiếp tục ghi nhận những thành quả vượt bậc, trong đó tăng trưởng sản lượng các mặt hàng thép xây dựng, ống thép và tôn mạ lần lượt được dự phóng đạt mức 11,4%, 13,3% và 60,0%; nhờ vào việc vận hành sớm dự án Dung Quất – GD 1, và việc công suất sản xuất ở hai mặt hàng ống và tôn mạ.

Ngoài ra, ngành kinh doanh bất động sản của tập đoàn cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, đạt 74,6% so với cùng kỳ, nhờ có một phần doanh thu từ Mandarin Garden 2 (MD2) và việc cho thuê mới từ các Khu công nghiệp. Trong năm nay, chúng tôi ước tính dự án MD2 sẽ tiếp tục mang về ~476 tỷ đồng lợi nhuận cho Hòa Phát, bên cạnh sự đóng góp khác từ Khu công nghiệp. Cùng hòa nhịp phát triển, mảng Nông nghiệp cũng chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng, đạt 107,6% so với cùng kỳ năm trước. Theo chúng tôi dự phóng, tốc độ tăng trưởng của mảng nông nghiệp sẽ đạt mức 49% trong năm nay, tiếp tục nhờ vào việc kinh doanh thức ăn chăn nuôi, bán buôn bò úc, và việc ra mắt các sản phẩm mới: trứng gia cầm và thịt lợn.

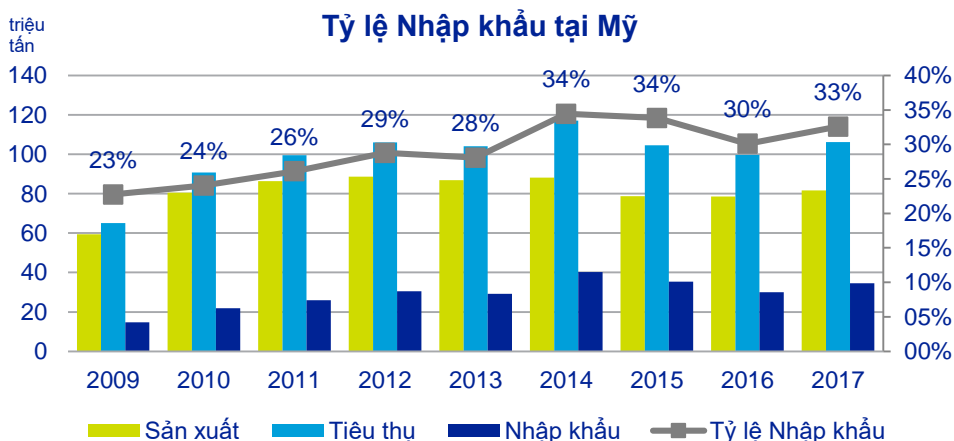
Nhằm duy trì sự tăng trưởng trong trung hạn, tập đoàn cho biết sẽ tiếp tục tập trung nguồn lực cho công tác đầu tư; do đó, việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt được dự báo sẽ hoãn lại cho đến năm 2020. Thay vào đó, cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 40% cho NTC 2017, và dự kiến cổ tức 30% cho năm 2018, đã được phê duyệt trong đại hội cổ đông vừa qua. Dựa trên 3 phương pháp định giá, bao gồm FCFF và 2 phương pháp so sánh, chúng tôi ước tính giá trị nội tại của HPG vào khoảng 78.548/cp, tương ứng mức lợi nhuận 29,2% so với giá đóng cửa 60.800/cp vào ngày 10/04/18. **MUA.**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	33.283	46.162	57.375	80.673	102.787
Tăng trưởng (%)	21,24%	38,69%	24,29%	40,61%	27,41%
EBITDA (tỷ đồng)	9.530	11.626	13.798	21.423	29.133
Tăng trưởng (%)	67,47%	22,00%	18,68%	55,26%	35,99%
LN ròng (tỷ đồng)	6.606	8.015	9.215	14.000	19.729
Tăng trưởng LN (%)	88,51%	21,32%	14,97%	51,93%	40,92%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.206	5.895	7.080	10.760	14.181
Tăng trưởng (%)	92,72%	40,16%	20,10%	51,98%	31,79%
ROE (%)	38,50%	30,68%	24,90%	28,81%	32,82%
ROIC (%)	22,08%	17,84%	13,90%	16,31%	19,22%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,13	(0,11)	0,87	0,53	0,41
EV/EBITDA (x)	9,81	7,83	7,55	4,83	3,57
PER (lần)	14,46	10,31	8,59	5,65	4,29
PBR (lần)	2,58	2,85	3,10	3,25	3,36
Cổ tức (đồng)	-	-	-	-	3.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,93%

Ngành Thép Toàn cầu: Cơ hội hướng tới mô hình bền vững

Ngành thép toàn cầu gần đây đã trải qua hai sự kiện quan trọng: (1) những cố gắng của chính phủ Trung Quốc nhằm đẩy lùi tình trạng dư cung, bắt nguồn từ chính quốc gia này, và (2) việc Nhà Trắng chính thức áp thuế lên mặt hàng thép nhập khẩu từ nước ngoài, một động thái làm dấy lên nhiều quan ngại trong giới đầu tư về khả năng xảy ra một cuộc chiến thương mại giữa các quốc gia trên thế giới. Nhưng theo quan điểm của chúng tôi, tuy triển vọng của ngành thép thế giới hiện nay vẫn còn nhiều mơ hồ và diễn biến phức tạp, chúng tôi tin rằng một nền công nghiệp thép phát triển ổn định và dài hạn hơn trong thời gian tới là hoàn toàn khả thi.

Xét về những hành động của Hoa Kỳ, trong cuộc điều tra và nghiên cứu gần đây của chính quốc gia này, Bộ Thương Mại Mỹ cho rằng họ đang dẫn đầu thế giới về nhập khẩu thép, trong đó tính riêng trong năm 2017, sản lượng thép nhập khẩu đã đạt 34,6 triệu tấn, chiếm ~8% tổng sản lượng thép nhập khẩu toàn cầu. Trong số những nguồn xuất chính vào Mỹ, Canada, Brazil và Hàn Quốc hiện đứng trong top 3, chiếm lần lượt 17%, 14% và 10% sản lượng thép nhập; trong khi đó, Trung Quốc (bao gồm cả Đài Loan) chỉ chiếm khoảng 2% và Việt Nam đứng thứ 12 (sau khi lượng nhập khẩu tụt giảm đáng kể 19% so với cùng kỳ). Xét về tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) từ 2009, sản lượng sản xuất của Mỹ ghi nhận mức tăng chỉ 4,1%, trong khi đó, tốc độ tăng trưởng từ tiêu thụ và nhập khẩu lần lượt đạt 6,3% và 11,2%. Nói cách khác, nguồn cung thép chính của Mỹ đang dịch chuyển từ tự cung tự cấp sang hướng phụ thuộc vào xuất khẩu. Do đó, nền kinh tế lớn nhất thế giới này liên tiếp ghi nhận tỷ lệ nhập khẩu (được tính bằng sản lượng nhập khẩu trên mỗi đơn vị tiêu thụ trong nước) có xu hướng tăng, qua đó lý giải động lực nằm sau mục tiêu áp thuế của tổng thống Trump, nhằm bảo vệ nền công nghiệp truyền thống nước nhà.



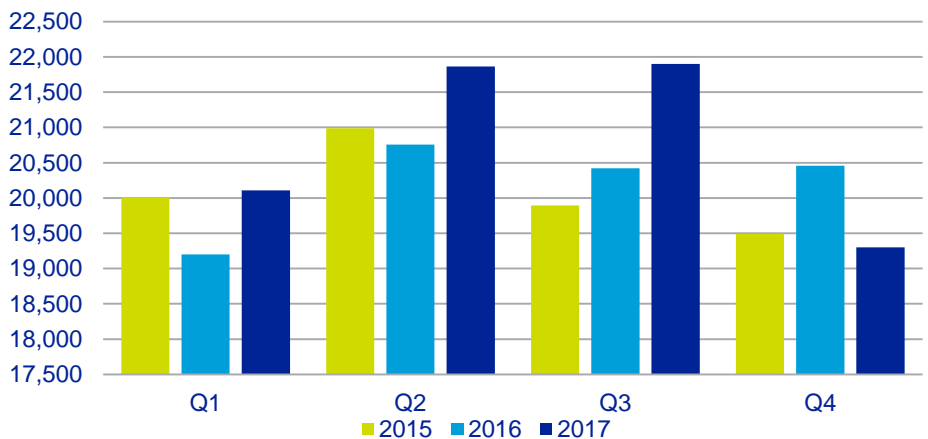
Theo đó, dưới Mục Điều tra 232 về thuế quan nhằm vào các sản phẩm thép và nhôm nhập khẩu của Mỹ, Nhà Trắng đã quyết định áp 24% thuế đối với hai mặt hàng được nhập khẩu từ mọi quốc gia trên thế giới; trừ các sản phẩm từ Canada, Brazil, Hàn Quốc, Mexico, các thành viên của EU, vv... sẽ được tạm hoãn thuế quan đến ngày 01/05/18, dù chính những quốc gia này có đóng góp ít nhất 45% tổng lượng thép nhập khẩu của Mỹ trong năm 2017. Động thái bảo hộ từ phía Nhà Trắng nhằm bảo vệ an ninh quốc gia, sẽ nhắm đến việc tăng công suất sản xuất lên mức 80% từ mức 72,3% hiện tại. Nói cách khác, một khi chính sách này chứng minh được sự hiệu quả, Hoa Kỳ dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 8,7 triệu tấn thép (tương đương mức tăng trưởng 10% so với sản lượng sản xuất

năm 2017). Kéo theo đó sẽ là nhu cầu sản xuất gia tăng, làm nền tảng cho xu hướng tăng giá cho các nguyên liệu thô đầu vào, đặc biệt là quặng sắt và than.

Về phần quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới hiện nay, dù chính phủ Trung Quốc đã khẳng định thành công trong việc cắt giảm hơn 145 triệu tấn năng lực sản xuất mỗi năm kể từ 2015, xuống mức dưới 1 tỷ tấn (hoàn tất kế hoạch cắt giảm từ 100-150 triệu tấn sớm hơn nhiều so với dự kiến ban đầu), thế nhưng chúng tôi tin rằng Trung Quốc sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong công cuộc giảm tải nguồn dư cung, khi mà xu hướng giá thép tăng sẽ đồng nghĩa với việc gia tăng sản lượng sản xuất. Cụ thể hơn, sau hai năm điều tiết tình trạng dư cung, hoạt động sản xuất thép thô ghi nhận mức tăng trưởng dương trở lại trong năm 2017, đạt 831,7 triệu tấn, tăng 2,99% so với 2016, theo số liệu từ Tổng Cục Thống Kê Quốc Gia Trung Quốc (NBS). Không những thế, trong 2 tháng đầu năm nay, Trung Quốc đã tiếp tục ghi nhận mức tăng đáng kể đạt 136,8 triệu tấn thép thô (+6,25% c/k). Với tốc độ sản xuất hiện tại, kèm theo xu hướng giá thép cải thiện thời gian qua, sẽ không quá ngạc nhiên nếu giả khổng lồ Trung Quốc tiếp tục gia tăng sản lượng sản xuất trong năm nay.

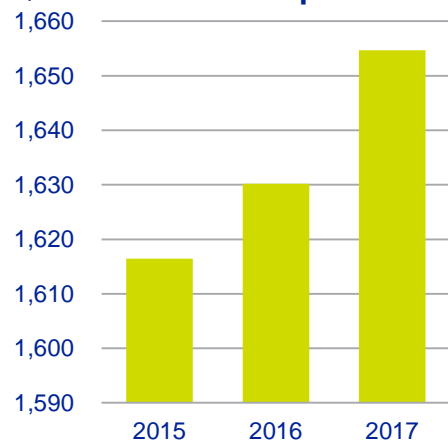
ngàn tấn

Sản lượng sản xuất hàng quý của Trung Quốc



Nguồn: Tổng cục Thống kê Quốc Gia Trung Quốc

Nhu cầu Thép Toàn cầu



Nguồn: Hiệp hội Thép Thế giới

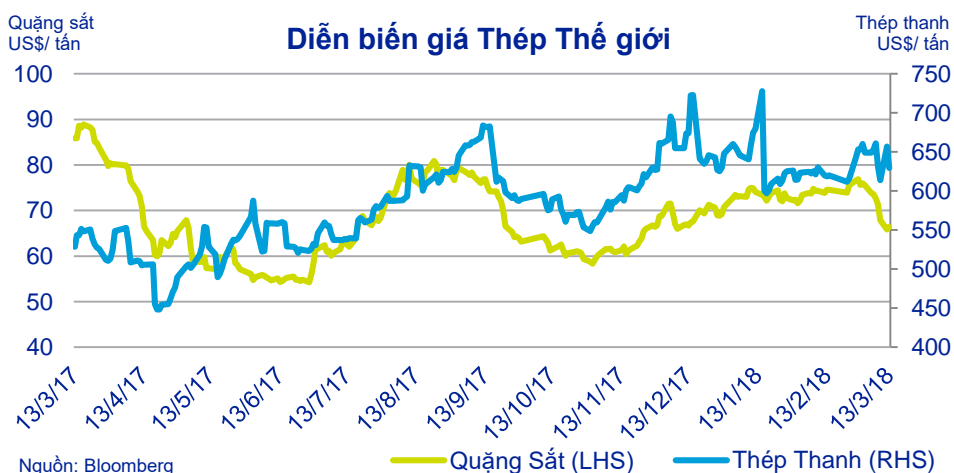
Tuy nhiên, nhìn vào bức tranh tổng thể, nhu cầu tiêu thụ toàn thế giới được dự báo sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng hiện tại, khi sản lượng thép tiêu thụ năm 2017 đã tăng trưởng 1,5% so với 2016, mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2014. Do đó, sức ép từ sản lượng gia tăng của Trung Quốc sẽ phần nào được cân bằng bởi nhu cầu tiêu thụ thế giới, qua đó củng cố cho xu thế tăng ngắn hạn của giá thép toàn cầu.

Xét về thị trường quặng sắt, sau nhịp điều chỉnh dịp cuối năm 2017, giá quặng sắt đã dần cải thiện từ tháng 11 năm 2017, cho đến khi chịu ảnh hưởng từ động thái bảo hộ từ phía Chính phủ Mỹ, cùng chính sách thắt chặt sản lượng đầu ra của Chính phủ Trung Quốc, và lượng quặng tồn kho tại các cảng của quốc gia này được ghi nhận ở mức cao. Theo đó, sau khi đạt đỉnh ở mức 76,9 đô la mỗi tấn quặng trong những ngày cuối tháng 2 vừa qua, giá quặng đã trượt dốc hơn 13,6%. Tuy nhiên, với những phân tích trên, thị trường quặng sắt dự kiến sẽ được cải thiện dần trong năm nay nhờ vào nguồn cầu trong gia tăng sản xuất từ cả phía Mỹ và Trung Quốc.

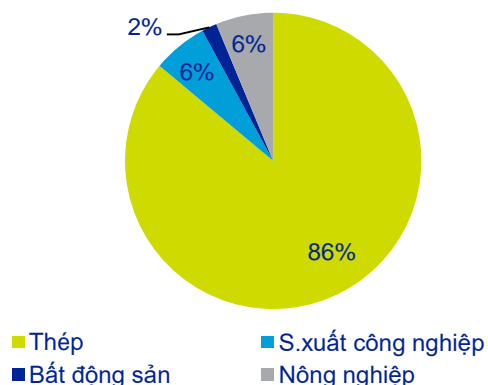
Về phía thị trường thép thành phẩm, biểu đồ giá thép cho thấy thị trường vẫn đang trong quá trình xác định xu hướng cụ thể. Kể từ đợt điều chỉnh đáng kể trong tháng 1 vừa qua, giá thép thanh gần như chỉ biến động quanh vùng 600-650 đô la mỗi tấn. Mặc dù giá thép thanh đã tăng tới 19% xét trong giai đoạn một năm qua, tăng trưởng được dự báo

sẽ có phần giảm tốc năm 2018, trong những cố gắng điều tiết của Chính phủ Trung Quốc. Hiện tại giá thép thanh đang được giao dịch ở mức 602 đô la/ tấn tại Thượng Hải.

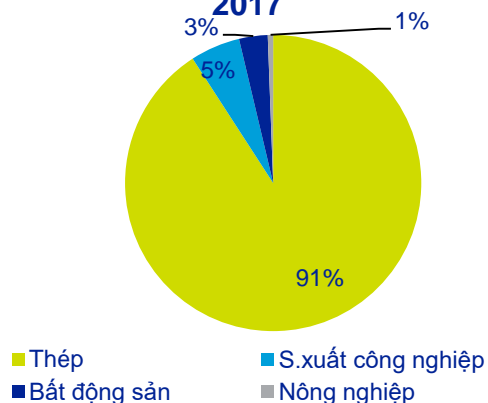
Với tình hình hiện tại từ cả thị trường nguyên liệu thô và thép thành phẩm toàn cầu, triển vọng ngành năm nay dự kiến sẽ tiếp tục đầy thử thách, do lợi nhuận biên giữa giá nguyên liệu đầu vào và giá bán đầu ra đang có chiều hướng thắt chặt lại, khi mà tốc độ gia tăng của nguyên liệu được dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh hơn giá bán thành phẩm. Thêm vào đó, với những căng thẳng gần đây liên quan đến phía Mỹ và những quốc gia khác, khả năng nổ ra cuộc chiến thương mại giữa các nước với nhau sẽ kéo theo hàng loạt hệ lụy khó lường trước, phản ánh rủi ro gia tăng trong bối cảnh căng thẳng có thể leo thang nhanh chóng, đặc biệt đối với những nhà sản xuất thép phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu.



Cơ cấu doanh thu của Hòa Phát năm 2017

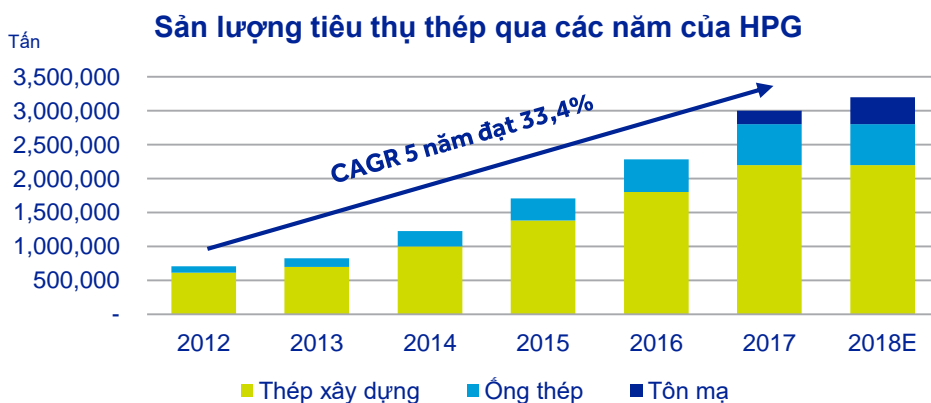


Cơ cấu lợi nhuận năm 2017



Năm bản lề cho diện mạo mới của Mảng Thép Hòa Phát

Tiếp tục một năm tăng trưởng trong toàn ngành thép, Hòa Phát cũng cùng đó tận hưởng nhiều lợi ích nhất định khi mảng kinh doanh thép của chính tập đoàn tiếp tục trở thành đầu tàu, đóng góp 86% tổng doanh thu và 92% lợi nhuận thuần. Trong năm qua, HPG ghi nhận sản lượng tiêu thụ ở mức cao kỷ lục, đạt 2,2 triệu tấn thép xây dựng (+10% c/k), 600 ngàn tấn ống thép (+18% c/k), và 200 ngàn tấn tôn mạ vừa được đưa vào sản xuất trong năm. Với kết quả kinh doanh như trên, HPG tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu trong thị trường thép xây dựng với 24% thị phần, và thị trường ống thép với 26,4% thị phần cả nước.



Trong năm 2018, chúng tôi dự phóng tập đoàn sẽ một lần nữa vượt kế hoạch đề ra, với doanh thu ghi nhận ở mức 58,2 ngàn tỷ đồng (+26,1% c/k). Trong đó phải kể đến hoạt động kinh doanh thép chủ chốt được dự phóng tăng 22,8%, đạt 48,8 ngàn tỷ đồng, đóng góp 84% tổng doanh thu của toàn tập đoàn. Cụ thể hơn, do HPG đã gần như đạt công suất tối đa trong một vài hoạt động trong năm qua, nền tảng tăng trưởng của mảng thép trong năm 2018 được kì vọng đến từ: (1) xu hướng giá thép liên tục tăng gần đây, một phần nhờ vào xu hướng của giá thép thế giới; (2) sản lượng sản xuất gia tăng từ sản phẩm tôn mạ (trong tương ứng theo ước tính của chúng tôi, HPG sẽ tăng công suất 50% trong năm 2017 lên mức trên 80% trong năm nay), và sản phẩm ống thép; (3) việc đưa dây chuyền sản xuất thuộc dự án Dung Quất – GĐ1 vào vận hành trong quý 3 năm nay, sớm hơn dự kiến ban đầu. Về phần dự án Dung Quất, chúng tôi tin rằng những lô hàng thép dài đầu tiên từ dự án tại Quảng Ngãi của Hòa Phát sẽ không chỉ giúp công ty đánh giá và thâm nhập thị trường, mà còn bước đầu đóng góp khoảng 4% vào tổng doanh thu của Hòa Phát. Với tình hình thị trường thép hiện tại, và công suất sản xuất lên tới 4 triệu tấn sản phẩm mỗi năm, chúng tôi ước tính chỉ riêng dự án chủ chốt này sẽ mang về hơn 44 ngàn tỷ đồng doanh thu cho chính Hòa Phát vào năm 2020, tương đương 43% tổng doanh thu dự kiến toàn tập đoàn trong năm. Đối với năm 2018, chúng tôi dự phóng HPG sẽ ghi nhận khoảng 9,2 ngàn tỷ đồng lợi nhuận thuần sau thuế (+15,8% YoY), trong đó mảng thép sẽ đóng góp 89,6%, theo sau đó là lợi nhuận từ các hoạt động BĐS, nông nghiệp và sản xuất công nghiệp khác.

Tăng trưởng vượt bậc từ kinh doanh Bất động sản

Từ cuối năm 2017, dự án bất động sản Mandarin Garden 2 của tập đoàn Hòa Phát đã được hoàn thiện đầy đủ và bàn giao lại cho chủ hộ. Do đó, trong số 760 tỷ đồng doanh thu từ mảng bất động sản (+74,6% c/k) trong năm vừa qua, dự án nhà ở này ước tính chiếm 29% số doanh thu. Đối với năm 2018, chúng tôi dự phóng dự án Mandarin Garden 2 sẽ tiếp tục đóng góp 800 tỷ đồng doanh thu và 476 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho Hòa Phát. Bên cạnh đó, mảng kinh doanh bất động sản từ Khu Công nghiệp dự phóng sẽ mang về khoảng 500 tỷ đồng doanh thu cho toàn tập đoàn. Qua đó, tổng doanh thu từ hoạt động BĐS của Hòa Phát được kì vọng sẽ có bước tăng trưởng đáng kể, có thể tăng lên đến 79% so 2016, tương đương 1,36 ngàn tỷ đồng.

Bên cạnh đó, nhằm duy trì tăng trưởng trong trung hạn, hai dự án được kì vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho hoạt động BĐS của HPG trong thời gian tới bao gồm dự án tòa nhà chung cư tại 70 Nguyễn Đức Cảnh, và Khu đô thị Phố Nối. Với dự án KĐT Phố Nối tại Hưng Yên, giá trị đầu tư ban đầu được ước tính vào khoảng 2,4 ngàn tỷ đồng và hiện đang trong quá trình thi công hạ tầng khu đô thị. Thông tin chi tiết về hai dự án bất động sản mới của HPG sẽ được cập nhật trong những bài báo cáo sau.

Nông nghiệp: Thời kì thu hoạch thành quả

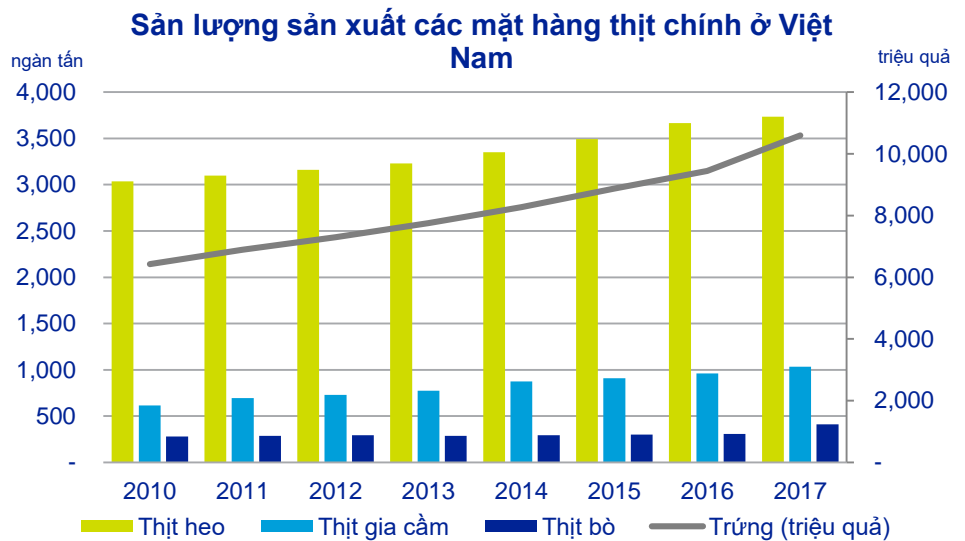
Nhìn lại phân khúc tiêu thụ thịt các loại tại Việt Nam, có thể thấy tâm điểm hiện tại vẫn xoay quanh đợt khủng hoảng thịt lợn từ 2016, do vấn đề tìm nguồn đầu ra cho người chăn nuôi vẫn chưa được giải quyết rõ ràng. Chính vì thế, giá thịt lợn trung bình toàn quốc hiện nay vẫn đang được duy trì dưới mức 30.000 đồng/kg, khiến cho người chăn nuôi phải dần cắt giảm quy mô đàn. Theo số liệu từ Tổng cục thống kê Việt Nam, sản lượng thịt heo sản xuất trong giai đoạn 2011-2016 đã ghi nhận mức tăng trưởng khá tốt, dao động từ 2% đến 5% hằng năm, trong đó đỉnh điểm 2016 là 4,95%. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng trong năm 2017 đã hạ nhiệt với tốc độ chỉ khoảng 1,87%, đạt 3,7 triệu tấn thịt heo tiêu thụ. Trong bản báo cáo hàng tháng gần nhất, Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam cũng đã chỉ ra rằng số lượng đàn lợn toàn quốc trong tháng 3 vừa qua đã giảm 6,2% so với cùng kỳ, khiến cho sản lượng thịt heo sản xuất của cả quý 1 đầu năm giảm 1,2%.

Ở chiều ngược lại, thị trường thịt gia cầm và thịt bò vẫn ghi nhận tốc độ tăng trưởng khả quan hơn, với tốc độ lần lượt của từng thị trường đạt 7,3% và 32,7% so với cùng kỳ (trong đó, sản lượng trứng gia cầm tiêu thụ tăng 12,2% c/k). Xét đến thói quen tiêu dùng của người dân Việt Nam, thịt heo vẫn được xem là mặt hàng chủ lực với sản lượng tiêu thụ bình quân đầu người đạt 38,9kg mỗi năm, cách xa hai mặt hàng chính còn lại là thịt bò (4,3kg/người) và thịt gia cầm (10,8kg/người). Tuy nhiên, mức tiêu thụ thịt heo tính trên đầu người đang dần bão hòa, khi tốc độ tăng trưởng trung bình hằng năm trong suốt 7 năm qua chỉ vồn vện ở mức 1,6%, thấp hơn khá nhiều so với tốc độ tiêu thụ thịt bò (6,2%) và thịt gia cầm (6,3%). Nhìn chung, với tiền thân là một quốc gia nông nghiệp, có thể thấy ngành chăn nuôi ở Việt Nam nói riêng hiện khó còn dư địa cho tăng trưởng vượt bậc khi đi theo hướng truyền thống. Thế nhưng, nguồn cầu trong nước dành cho những sản phẩm hữu cơ và an toàn hơn đang mở ra một hướng đi mới cho sự phát triển của ngành nông nghiệp nói chung, và trong đó, HPG cùng nhiều tập đoàn khổng lồ khác ở Việt Nam hiện đã và đang đầu tư mạnh mẽ.

Lượng tiêu thụ thịt các loại hằng năm trên đầu người ở Việt Nam

Sản Phẩm	2010	2017	CAGR 7 năm
Thịt hơi	46.2	54.2	2.31%
Thịt heo	34.9	38.9	1.56%
Thịt gia cầm	7.1	10.8	6.18%
Thịt trâu, bò	4.2	4.3	0.34%
Trứng	72.5	110.8	6.25%

Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam
Đơn vị: kg/ người; ngoại trừ sản phẩm trứng tính trên đơn vị số trứng/ người



Sau hai năm kể từ ngày HPG bước chân vào lĩnh vực nông nghiệp, tập đoàn Hòa Phát cũng đã gặt hái được thành quả nhất định trong NTC vừa qua. Hoạt động nông nghiệp của tập đoàn ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể, đạt 2,9 ngàn tỷ đồng doanh thu (+107,6% c/k) dù chỉ mang về 47 tỷ đồng lợi nhuận (+70,4% c/k). Do hoạt động sản xuất chính của mảng nông nghiệp vẫn phần lớn đến từ sản xuất thức ăn chăn nuôi và buôn bán bò với tỷ suất lợi nhuận thấp, trong khi hai phân khúc mới sẽ tung ra thị trường năm nay là trứng gia cầm và thịt heo có tỷ suất dự kiến cải thiện hơn.

Với những thách thức từ nền nông nghiệp đã trưởng thành, cùng khủng hoảng trong phân khúc thịt heo, năm nay được dự báo sẽ khá khó khăn đối với mảng nông nghiệp của HPG (khi mà công ty sẽ đưa sản phẩm thịt heo của mình ra thị trường trong quý 3 này), bên cạnh kế hoạch tiêu thụ hơn 20 triệu trứng gà trong năm. Dựa trên mục tiêu do công ty đề ra cho NTC 2018, chúng tôi dự phóng mảng nông nghiệp sẽ đóng góp khoảng 7,5% tổng doanh thu của Hòa Phát, tương ứng 4,3 ngàn tỷ đồng (+49% c/k); trong đó mảng thức ăn chăn nuôi sẽ tiếp tục đóng vai trò trụ cột, và hoạt động chăn nuôi cũng sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ từ việc thâm nhập thị trường thực phẩm.

Định giá

Với ba phương pháp định giá bao gồm FCFF, phương pháp so sánh chỉ số PE và EV/EBITDA, chúng tôi ước tính giá trị nội tại của HPG trong năm nay ở mức 78.548 đồng/cp, tương đương lợi nhuận tiềm năng ở mức 29,2% so với giá đóng cửa của cổ phiếu HPG vào ngày 10/04/18 là 60.800/cp. Khuyến nghị **MUA**.

Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi chọn lọc những công ty trong ngành có sự tương đồng với Hòa Phát về khả năng sinh lời và cấu trúc tài chính, nhằm tạo mẫu so sánh. Với kì vọng lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS forward) trong năm 2018 ở mức 7.080 đồng/cp, cùng mức EBITDA vào khoảng 13,8 ngàn tỷ đồng, chúng tôi định giá lần lượt giá mục tiêu của HPG là 74.545 đồng/cp và 93.159 đồng/cp. Vui lòng tham khảo bảng danh sách các công ty làm mẫu so sánh ở phần mục lục bên dưới.

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Tỷ trọng đóng góp
FCFF	79.305	45,00%	35.687
Chỉ số PE	74.545	45,00%	33.545
Chỉ số EV/EBITDA	93.159	10,00%	9.316
Tổng cộng			78.548

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ HPG	Giá hiện tại (đồng):		60.800	Giá mục tiêu (đồng):	78.548	Vốn hóa (tỷ đồng):	92.238
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	25.525	27.453	33.283	46.162	57.375	80.673	102.787
Tăng trưởng (%)	34,81%	7,55%	21,24%	38,69%	24,29%	40,61%	27,41%
GVHB trừ khấu hao	(19.232)	(20.577)	(22.858)	(33.531)	(41.856)	(56.588)	(70.262)
Chi phí bán hàng và QLDN	(973)	(1.185)	(895)	(1.004)	(1.721)	(2.662)	(3.392)
Chi phí bán hàng và QLDN/DTT	-3,81%	-4,32%	-2,69%	-2,17%	-3,00%	-3,30%	-3,30%
EBITDA	5.320	5.691	9.530	11.626	13.798	21.423	29.133
Tỷ suất EBITDA (%)	20,84%	20,73%	28,63%	25,19%	24,05%	26,55%	28,34%
Khấu hao	(1.106)	(1.282)	(1.674)	(2.005)	(2.451)	(4.242)	(5.137)
Lợi nhuận từ HĐKD	4.214	4.409	7.856	9.622	11.346	17.180	23.996
Biên LN HĐKD (%)	16,51%	16,06%	23,60%	20,84%	19,78%	21,30%	23,35%
Chi phí lãi vay ròng	240	130	142	371	727	1.042	1.265
Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình	5,18%	3,28%	5,74%	-5652,68%	13,50%	8,96%	10,96%
Thuế	(519)	(485)	(1.096)	(1.274)	(1.434)	(2.179)	(3.055)
Thuế suất thực tế (%)	-13,07%	-11,35%	-14,20%	-13,77%	-13,51%	-13,50%	-13,44%
Lợi ích CĐTS	106	19	4	8	8	8	8
Lợi nhuận ròng	3.250	3.504	6.606	8.015	9.215	14.000	19.729
Biên lợi nhuận ròng (%)	12,73%	12,77%	19,85%	17,36%	16,06%	17,35%	19,19%
Tiền mặt đạt được	2.144	2.223	4.932	6.010	6.763	9.758	14.592
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	482	733	843	1.517	2.124	2.973	3.568
EPS (VND)	4.290	4.517	7.570	5.895	5.057	5.490	6.029
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,32	0,48	0,56	1,00	1,40	1,96	2,35
EPS hiệu chỉnh (VND)	1.363	2.182	4.206	5.895	7.080	10.760	14.181
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	5,79%	60,14%	92,72%	40,16%	20,10%	51,98%	31,79%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	(169)	(1.270)	3.001	5.169	5.070	5.573	6.042
Capex	611	5.832	2.399	5.929	20.966	9.773	9.013
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	(55)	(231)	(11)	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	(1.056)	1.187	1.876	775	(14)	(2.177)	4.657
Dòng tiền tự do	702	(921)	1.418	(4.312)	(19.286)	(7.765)	4.195
Phát hành cp	628	2.511	1.099	6.742	6.068	8.496	5.947
Cổ tức đã trả	482	1.099	-	-	-	-	10.705
Thay đổi nợ ròng	(848)	(490)	(2.517)	(2.430)	13.218	(730)	563
Nợ ròng cuối năm	4.215	3.725	1.208	(1.221)	11.997	11.266	11.829
Giá trị doanh nghiệp	96.453	95.963	93.447	91.017	104.235	103.505	104.068
Vốn CSH	11.796	14.467	19.850	32.397	41.604	55.596	64.613
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24.478	19.738	23.551	21.355	19.588	18.697	18.108
Nợ ròng / VCSH (%)	35,73%	25,75%	6,09%	-3,77%	28,84%	20,26%	18,31%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,79	0,65	0,13	(0,11)	0,87	0,53	0,41
Tổng tài sản	22.088	25.507	33.227	53.022	70.535	90.126	103.814

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ROE (%)	30,52%	26,69%	38,50%	30,68%	24,90%	28,81%	32,82%
ROA (%)	14,71%	13,74%	19,88%	15,12%	13,06%	15,53%	19,00%
ROIC (%)	15,22%	15,21%	22,91%	19,33%	15,93%	18,55%	21,48%
WACC (%)	12,07%	14,28%	14,28%	14,28%	14,28%	14,28%	14,28%
EVA (%)	3,15%	0,92%	8,63%	5,04%	1,65%	4,27%	7,19%
PER (x)	44,62	27,86	14,46	10,31	8,59	5,65	4,29
EV/EBITDA (x)	18,13	16,86	9,81	7,83	7,55	4,83	3,57
EV/FCF (x)	137,42	(104,19)	65,92	(21,11)	(5,40)	(13,33)	24,81
PBR (x)	2,48	3,08	2,58	2,85	3,10	3,25	3,36
PSR (x)	1,15	1,62	1,54	2,00	2,25	2,24	2,11
EV/sales (x)	3,78	3,50	2,81	1,97	1,82	1,28	1,01
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,64%	2,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,93%

Chiết khấu dòng tiền (tỷ đồng)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Lợi nhuận ròng	9.215	14.000	19.729	24.736	29.127
Chi phí lãi vay, sau thuế	723	996	1.189	1.405	1.683
Lợi nhuận kinh doanh, sau thuế	9.938	14.996	20.918	26.141	30.810
Khấu hao	2.451	4.242	5.137	5.916	6.923
Chi phí vốn	5.469	20.953	9.760	9.000	11.250
Tăng vốn lưu động	5.070	5.573	6.042	7.645	7.005
Dòng tiền hàng năm	1.851	(7.288)	10.253	15.412	19.478
Giá trị bền vững					196.986
Hiện giá dòng tiền hàng năm	1.851	(6.377)	7.850	10.325	126.897
Giá trị nội tại	140.547				
Nợ lưu hành	20.235				
Giá trị doanh nghiệp	120.311				
Số cổ phiếu lưu hành	1.517.079.000				
Giá mục tiêu, VNĐ/cp	79.305				

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	P/E	EV/EBITDA	P/B	ROE	ROA	NPM
Hoa Phat Group	VN	93,136	11.08	7.2	2.88	30.8%	18.6%	17.4%
Sansteel Minguang Co Ltd -A	CH	106,015	10.23	12.8	3.10	35.0%	20.9%	30.3%
China Oriental Group Co Ltd	CH	63,426	7.71	5.3	1.43	20.3%	10.3%	18.5%
Xinjiang Ba Yi Iron & Steel-A	CH	41,772	9.88	14.8	3.47	42.2%	7.9%	35.2%
Nmdc Ltd	IN	137,877	15.49	10.6	1.75	9.8%	8.7%	11.3%
Jiangsu Shagang Co Ltd -A	CH	128,056	77.69	n.a.	11.56	16.6%	5.9%	14.9%
Nanjing Iron & Steel Co-A	CH	80,786	6.52	8.7	1.94	34.9%	8.9%	29.7%
Sgis Songshan Co Ltd-A	CH	65,411	7.22	9.0	6.11	146.7%	17.1%	84.7%
Lingyuan Iron & Steel Co-A	CH	41,171	10.26	20.7	1.85	19.8%	6.9%	18.1%
Qingdao East Steel Tower-A	CH	40,297	56.99	n.a.	1.64	2.8%	2.0%	2.9%
Feng Hsin Steel Co Ltd	TA	26,668	12.60	9.6	2.06	13.0%	11.3%	16.3%
Seah Besteel Corp	SK	20,193	7.43	11.4	0.52	7.1%	3.6%	7.0%
Ratnamani Metals & Tubes Ltd	IN	14,499	28.78	16.4	3.49	12.9%	10.6%	12.1%
Kiswire Ltd	SK	12,347	11.79	31.4	0.41	3.5%	2.0%	3.5%
Seah Steel Corporation	SK	10,665	5.46	10.7	0.37	7.1%	4.0%	6.8%
Trung bình điều hòa		29,679	10.53	11.1	1.20	9.8%	5.4%	9.7%

Nguồn: Bloomberg

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

Quản lý – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 8) 3823 4159(ext: 250)
giaonbt@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– Logistic, Nhựa
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 8) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô
Trần Vi Phúc
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

KHỐI 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

NVGDKHĐC
Hang Nguyen
(+84 28) 38234160
hangnx@acbs.com.vn

NVGDKHĐC
ThanhTran
(+84 28) 54046626
thanhtt@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 ở 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.