

## Việt Nam

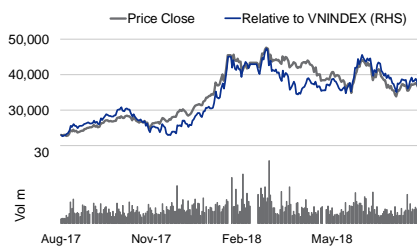
### MUA (giữ nguyên)

Consensus ratings\*: Mua 9 Giữ 1 Bán 0

Giá hiện tại:	VND36.550
Giá mục tiêu:	VND47.800
Giá mục tiêu cũ:	VND77.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	30,8%
CGS-CIMB / Consensus:	-6,5%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG VN
Thị giá vốn:	US\$3.303,4tr
	VND77.628.810tr
GTGD bình quân:	US\$10,06tr
	VND230.310tr
Số CP đang lưu hành:	2.124tr
Free float:	67,6%
*Nguồn: Bloomberg	

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh EPS giai đoạn 2018-2019 giảm 32,5% do trả cổ tức cổ phiếu vào tháng 5/2018.



Nguồn: Bloomberg

<b>Diễn biến giá</b>	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0	-6,4	57,3
Tương đối (%)	-5,9	0,1	35,6

#### Cổ đông chính

	% nắm giữ
Trần Đình Long	25,2
Vũ Thị Hiền	7,3
VOF Investment Limited	4,7

#### Chuyên viên phân tích


**Trần Thị Hà My**

T (84) 96 681 1636

E my.tranha@vndirect.com.vn

**Nguyễn Xuân Hùng**

T (84) 28 7300 0688

E hung.nguyensexuan@vndirect.com.vn

## Tập đoàn Hòa Phát

### Gặp ít trở ngại từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung

- Kết quả Q2/2018 tăng trưởng tốt do sản lượng tiêu thụ và giá thép đều tăng
- Ngành thép dài của Việt Nam đã được bảo hộ trong chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc nhờ Chính phủ áp thuế tự vệ.
- HPG có thể hưởng lợi nhất định từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc trong trung hạn.
- Theo ước tính của chúng tôi, HPG vẫn có thể cạnh tranh với thép nhập khẩu Trung Quốc kể cả khi thuế tự vệ của Việt Nam không còn hiệu lực vào năm 2020.
- Duy trì khuyến nghị Mua do HPG ít bị ảnh hưởng bởi các cú sốc từ chiến tranh thương mại so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

#### HPG đã được bảo vệ do thép Trung Quốc bị áp thuế nhập khẩu cao

Mỹ đã áp thuế đối với thép Trung Quốc vào tháng 11/2015 và sau đó các nhà sản xuất thép của Trung Quốc phải mở rộng thị trường xuất khẩu bằng cách bán thép giá rẻ cho các nước châu Á bao gồm Việt Nam. Trong năm 2016, chính phủ Việt Nam đã áp thuế đối với thép Trung Quốc để bảo hộ các nhà sản xuất thép trong nước. Trong 6T2018, sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tiếp tục giảm 17,6% so với cùng kỳ. Trong khi thép Trung Quốc dư thừa phải xuất khẩu sang khu vực lân cận, Việt Nam lại không bị ảnh hưởng nhiều. Ngoài ra, xuất khẩu thép sang Mỹ chỉ chiếm 1-2% sản lượng bán hàng của HPG.

#### HPG có thể hưởng lợi nhất định từ chiến tranh thương mại

Chúng tôi dự báo việc gia tăng bảo hộ của Mỹ đối với Trung Quốc sẽ thúc đẩy các nhà máy có định hướng xuất khẩu chuyển từ Trung Quốc qua Việt Nam để vượt qua rào cản thương mại. Chúng tôi nhận thấy vốn FDI đăng ký từ Trung Quốc sang Việt Nam có xu hướng tăng lên trong giai đoạn 2014-17 và cho rằng điều này sẽ dẫn đến nhu cầu thép cho lĩnh vực công nghiệp ở Việt Nam tăng lên. Chúng tôi cho rằng HPG có thể tận dụng vị thế dẫn đầu trong thị trường thép dài và công suất bổ sung từ nhà máy mới Dung Quất (giai đoạn 1 sẽ bắt đầu vào tháng 8/2018) để hưởng lợi từ cơ hội này.

#### HPG có thể cạnh tranh với thép Trung Quốc dù không có thuế tự vệ

Việc áp thuế đối với thép Trung Quốc tại Việt Nam sẽ hết hiệu lực vào tháng 3/2020 và xác suất về khả năng gia hạn thời gian áp thuế tự vệ là chưa rõ ràng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng HPG có thể duy trì được năng lực cạnh tranh nhờ: 1) các biện pháp bảo vệ môi trường ở Trung Quốc khuyến khích các nhà sản xuất thép nhập khẩu Trung Quốc chuyển sang phương pháp sản xuất lò điện hồ quang (EAF) thân thiện với môi trường nhưng tốn kém hơn có thể sẽ làm tăng giá bán, và sử dụng quặng sắt và than cốc chất lượng cao với chi phí cao hơn; và 2) lợi thế về quy mô của HPG khi năng công suất lên gấp đôi.

#### Công suất bổ sung của HPG sẽ được hấp thụ dần

Chúng tôi ước tính công suất sản xuất thép dài trong nước sẽ tăng thêm 5 triệu tấn trong 3 năm tới, tương ứng với hơn 40% công suất của năm 2017. Với vị thế dẫn đầu của HPG trong ngành thép của Việt Nam, chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng bán hàng của HPG có thể theo kịp nhu cầu tăng lên của thép xây dựng (giả định 10% mỗi năm trong 2 năm tới). Ngoài ra, HPG đã chứng minh khả năng giành thị phần từ đối thủ nội địa, đặc biệt trong giai đoạn thị trường suy yếu. Chúng tôi cũng dự báo sản lượng thép nhập khẩu Trung Quốc (15-20% tổng nhu cầu thép dài) sẽ tiếp tục giảm nhờ thuế tự vệ; điều này sẽ tạo nhiều cơ hội hơn cho các doanh nghiệp nội địa, đặc biệt là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường như HPG.

#### Giữ khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 47.800 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu và ước tính EPS để phản ánh số lượng cổ phiếu đang lưu hành của HPG tăng lên sau khi chia cổ tức bằng cổ phiếu 40%. Định giá của các công ty cùng ngành trong khu vực đã giảm mạnh do chính sách thuế nhập khẩu của Mỹ nên chúng tôi điều chỉnh giảm mức P/E mục tiêu 12T từ 10,2x xuống còn 8,7x, duy trì mức chênh lệch 30% so với các công ty cùng ngành trong khu vực do HPG có ROE cao hơn và ít bị ảnh hưởng bởi chiến tranh thương mại. Giá mục tiêu của chúng tôi là 47.800 đồng/cp dựa trên mức giá bình quân của hai phương pháp: 1) P/E dự phóng 8,7x dựa trên EPS trung bình trong giai đoạn 2018-2019, và 2) định giá DCF trong giai đoạn 5 năm. Các yếu tố rủi ro đối với khuyến nghị bao gồm 1) giá thép giảm sâu, 2) nguyên liệu đầu vào tăng giá, và 3) các quy định về môi trường ở Việt Nam nghiêm ngặt hơn.

Tóm tắt số liệu tài chính	12/15A	12/16A	12/17A	12/18F	12/19F
Doanh thu (tỷ đồng)	27.453	33.283	46.162	60.111	78.587
EBITDA (tỷ đồng)	5.982	9.530	11.626	15.362	24.220
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	3.325	6.036	7.826	8.891	13.428
EPS HD lõi (đồng)	1.359	2.451	3.411	3.977	6.006
Tăng trưởng EPS lõi (%)		80,3%	39,2%	16,6%	51,0%
P/E lõi dự phóng (lần)		14,81	10,64	9,13	6,04
Cổ tức tiền mặt (đồng)	254,6	519,1	1,8	-	1.000,0
Tỷ suất cổ tức	0,70%	1,43%	0,00%	0,00%	2,75%
EV/EBITDA (lần)	13,62	8,29	7,39	5,87	3,78
P/FCFE (lần)		39,3	NA	244,6	11,2
Tỷ lệ đòn bẩy ròng	31,0%	9,6%	26,9%	31,3%	27,2%
P/B (lần)	5,34	3,90	2,39	1,87	1,47
ROE		30,4%	27,8%	23,0%	27,2%
% thay đổi trong EPS lõi dự phóng				-32,5%	-32,4%
CIMB/Consensus EPS (lần)				0,97	1,12

NGUỒN: VND RESEARCH, HPG | Ghi chú: lợi nhuận ròng sau chi trả khen thưởng, phúc lợi

# KQKD Q2 diễn biến sát với kỳ vọng trong nửa đầu năm

## Kết quả Q2/2018 tăng trưởng tốt do sản lượng tiêu thụ và giá thép đều tăng

Sản lượng thép xây dựng của HPG tăng 8,2% so với cùng kỳ đạt 1,1 triệu tấn, trong khi sản lượng ống thép tăng 14,9% so với cùng kỳ đạt 314.200 tấn. Doanh thu đạt 14.260,9 tỷ đồng (tăng 34,3% so với cùng kỳ và cùng mức với dự báo của chúng tôi) và lợi nhuận ròng Q2/2018 tăng 42,8% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tiêu thụ cao hơn và giá thép xây dựng tiếp tục tăng (+24,9% so với cùng kỳ). Lợi nhuận 6T2018 tương ứng 47,1% dự báo năm 2018 của chúng tôi (lợi nhuận 6T2017 chiếm 43,4% lợi nhuận ròng năm 2017). Chi phí bán hàng giảm giúp cho tăng trưởng lợi nhuận vượt tăng trưởng doanh thu.

## Biên lợi nhuận gộp diễn biến sát dự báo cả năm của chúng tôi

Trong Q2/2018, giá thép chạm mức 13,5 triệu đồng/tấn (+1,6% so với quý trước); trong khi đó, giá quặng sắt và than cốc lần lượt giảm 13,2% và 2,7% so với quý trước. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp lại giảm còn 20,2% trong Q2/2018, giảm 2,6 điểm % so với quý trước và 0,4 điểm % so với cùng kỳ, do: 1) bảo trì nhà máy và nâng cấp lò thổi trong tháng 04-05/2018; và 2) mảng thức ăn chăn nuôi với biên gộp thấp đóng góp nhiều hơn vào doanh thu trong 6T2018 (tăng từ mức 4,8% lên 8,4% tổng doanh thu), làm giảm biên lợi nhuận gộp chung. Tuy nhiên, biên LNG của HPG vẫn đạt 21,4% trong 6T2018 và diễn biến sát với mức dự báo 21,8% của chúng tôi cho năm 2018.

## Cải thiện hiệu quả sử dụng vốn lưu động giúp dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt lên

Tại thời điểm cuối tháng 6/2018, các khoản phải thu và khoản phải trả gần như không đổi so với đầu năm. Trong khi đó, hàng tồn kho chỉ tăng 9,7% so với cùng kỳ, tương ứng với tốc độ tăng sản lượng tiêu thụ khoảng 9,6%. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu ròng của doanh nghiệp tăng từ mức 26,9% vào năm 2017 lên 30,5% tại thời điểm cuối Q2 do nợ dài hạn tăng lên phục vụ cho mục đích đầu tư xây dựng nhà máy Dung Quất. Tuy nhiên, nhìn chung doanh nghiệp vẫn có sức khỏe tài chính tốt. Trong 6T2018, HPG tạo ra dòng tiền từ HĐKD dồi dào (4.212 tỷ đồng, +63% so với cùng kỳ). Điều này dẫn đến khoản mục tiền và tương đương tiền tăng gần 25% so với đầu năm. HPG có thể sử dụng nguồn tiền này để giải ngân cho việc xây dựng nhà máy Dung Quất, do đó, chúng tôi dự báo 2 giai đoạn của nhà máy Dung Quất sẽ đi vào hoạt động như kế hoạch.

## Chúng tôi dự báo sản lượng sẽ tăng mạnh hơn trong nửa sau năm 2018

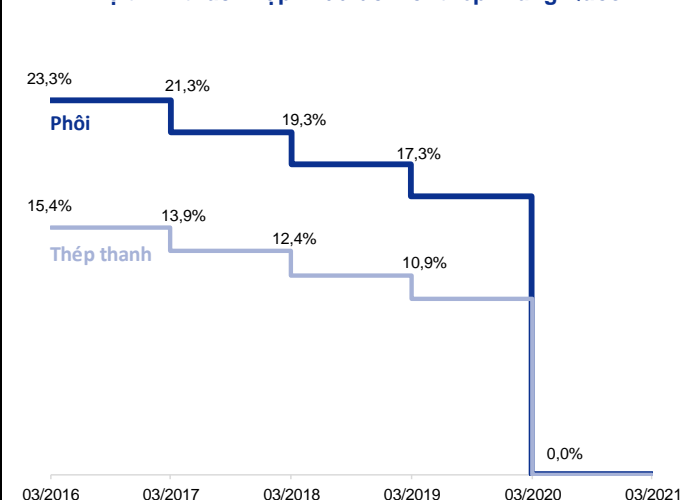
Trong 6T2018, nhu cầu thép dài trong nước tăng mạnh (+16,3% so với cùng kỳ), sát với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, do công suất hoạt động chưa thể mở rộng và việc bảo trì nhà máy trong Q2/2018 nên thị phần của doanh nghiệp trong mảng thép xây dựng giảm còn 22,2% từ mức 23,8% trong năm 2017. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm này chỉ là tạm thời và doanh nghiệp sẽ giành lại thị phần đã mất trong 6 tháng cuối năm 2018 nhờ hoàn thành dây chuyền cán thép đầu tiên của dự án Khu Liên hợp Gang thép Dung Quất với công suất 600.000 tấn thép xây dựng/năm vào tháng 8/2018. Đối với nhà máy thép mạ kẽm công suất 400.000 tấn/năm đã đi vào hoạt động từ tháng 4/2018, HPG kỳ vọng công suất nhà máy này sẽ đạt 50% trong năm nay do cạnh tranh gay gắt trong phân khúc thép dẹt, đặc biệt là sản phẩm tôn mạ. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có thể sử dụng tôn mạ kẽm cho mục đích tiêu thụ nội bộ để xây dựng nhà máy Dung Quất.

# Gặp ít trở ngại từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung

## Ngành thép trong nước được bảo hộ khỏi thép giá rẻ của Trung Quốc

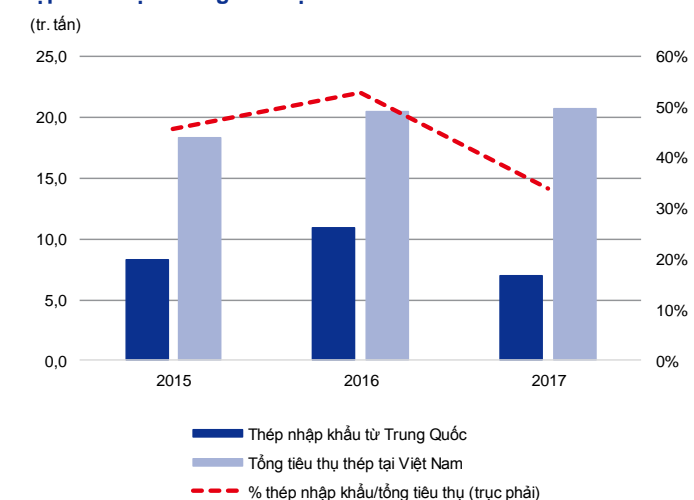
Gần đây chiến tranh thương mại Mỹ - Trung leo thang bằng việc Mỹ áp thuế 25% lên thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Trên thực tế, Mỹ đã tiến hành nhiều cuộc điều tra và áp dụng nhiều biện pháp bảo hộ (bao gồm thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp) đối với thép Trung Quốc từ tháng 11/2015, khiến cho các nhà sản xuất thép của Trung Quốc phải mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước lân cận như Việt Nam. Trong năm 2016, chính phủ Việt Nam áp thuế đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc để bảo hộ các nhà sản xuất thép nội địa. Vì vậy, sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam giảm 35,4% so với cùng kỳ trong năm 2017. Xu hướng này vẫn tiếp tục trong nửa đầu năm 2018, với sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc giảm 17,6% so với cùng kỳ.

Hình 1: Lộ trình thuế nhập khẩu đối với thép Trung Quốc



NGUỒN: BTC, VND RESEARCH

Hình 2: Sau khi áp thuế nhập khẩu, sản lượng thép Trung Quốc nhập vào Việt Nam giảm mạnh

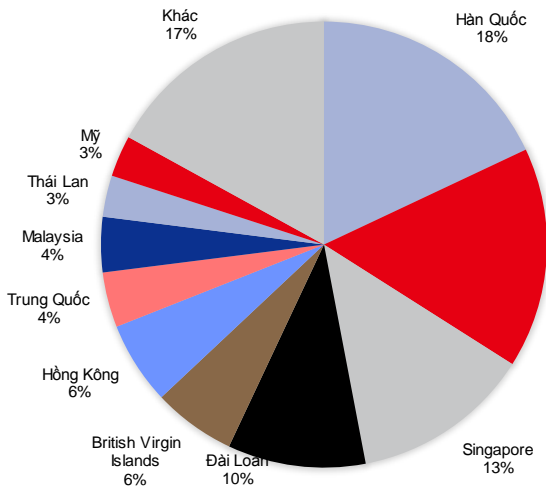


NGUỒN: VSA, VND RESEARCH

## HPG có thể hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung Quốc trong trung hạn

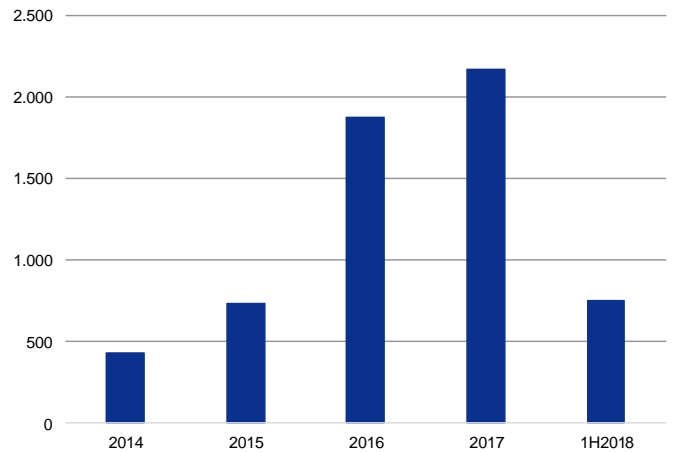
Vốn FDI đăng ký từ Trung Quốc vào Việt Nam tăng lên đáng kể trong giai đoạn 2014-17 nhờ 1) sự phát triển nhanh của Việt Nam nổi lên như một trung tâm sản xuất mới ngay cạnh Trung Quốc; và 2) các nhà máy của Trung Quốc chuyển qua Việt Nam để bù đắp cho chi phí nhân công gia tăng ở Trung Quốc và chống lại chính sách bảo hộ của Mỹ. Chúng tôi cho rằng căng thẳng từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung có thể thúc đẩy nguồn vốn FDI từ Trung Quốc đổ vào Việt Nam. Điều này sẽ đẩy mạnh nhu cầu xây dựng công nghiệp và nhu cầu thép dài nội địa. HPG sẽ được hưởng lợi lớn từ việc bổ sung công suất mới ở nhà máy Dung Quất (giai đoạn đầu với công suất 600.000 tấn thép dài sẽ cho ra sản phẩm vào tháng 08/2018).

**Hình 3: Trung Quốc thuộc top 10 nước rót vốn đầu tư vào Việt Nam**



NGUỒN: FII, VND RESEARCH

**Hình 4: Vốn đầu tư trực tiếp của Trung Quốc vào Việt Nam (2014-1H2018)**



NGUỒN: FII, VND RESEARCH

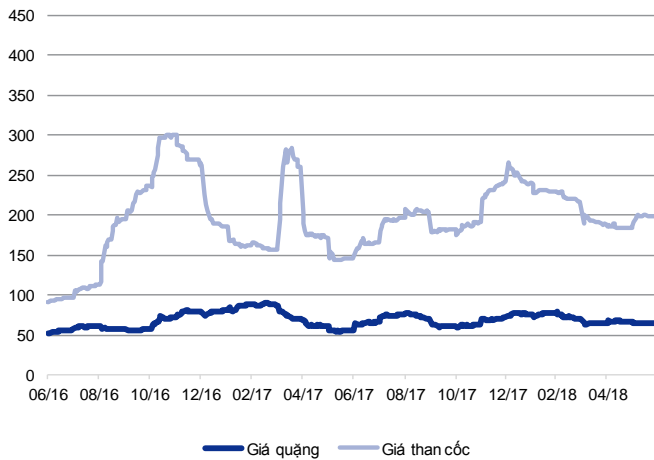
## HPG vẫn có thể cạnh tranh với thép nhập khẩu của Trung Quốc sau thuế nhập khẩu hết hiệu lực

Như đã đề cập ở trên, chính phủ Việt Nam áp thuế tự vệ đối với thép Trung Quốc vào năm 2016. Mức thuế này giảm dần hàng năm và sẽ hết hiệu lực vào tháng 3/2020. Chính phủ vẫn có thể gia hạn thêm thời gian đánh thuế nhưng điều này không chắc chắn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HPG vẫn có thể cạnh tranh với thép nhập khẩu Trung Quốc kể cả khi thuế nhập khẩu hết hiệu lực vào năm 2020 nhờ vào các yếu tố sau:

- Trung Quốc hiện đang quan tâm hơn về các vấn đề môi trường và điều này khiến cho chi phí sản xuất thép tăng lên do phải sử dụng các phương pháp sản xuất thân thiện với môi trường nhưng tốn kém hơn. Trong khi đó, các nhà sản xuất thép Việt Nam không phải tuân thủ các quy định nghiêm ngặt về bảo vệ môi trường. Chúng tôi nhận thấy các nhà sản xuất thép Trung Quốc chuyển sang sử dụng quặng và than cốc chất lượng cao hơn so với trước đây. Theo ước tính của chúng tôi, các lò cao (BOF) của Trung Quốc không thân thiện với môi trường bằng lò điện hồ quang (EAF) và các nhà sản xuất thép sẽ phải chịu chi phí tăng lên 15% nếu họ thay thế hoàn toàn quặng sắt và than cốc truyền thống bằng loại cao cấp hơn. Điều này cho thấy các nhà sản xuất thép lò BOF của Trung Quốc sẽ phải chịu chi phí cao hơn các nhà sản xuất Việt Nam nếu các quy định về môi trường được thực hiện nghiêm ngặt. Để duy trì biên lợi nhuận, các nhà sản xuất thép Trung Quốc phải nâng giá bán. Vì vậy, giá thép Trung Quốc có thể tăng khiến cho giá thép thế giới tăng lên và các nhà sản xuất thép Việt Nam sẽ có thể được hưởng lợi gián tiếp từ việc đó.
- Chúng tôi dự báo công suất sản xuất lò EAF của Trung Quốc sẽ tăng trong những năm tới do 1) các biện pháp bảo vệ môi trường thắt chặt hơn, và 2) xu hướng khai thác nguồn thép phế liệu trong nước. Đây là một trong những mục tiêu của chính phủ Trung Quốc đối với ngành thép. Theo ước tính của chúng tôi tại khu vực Bắc Mỹ, châu Âu, Trung Quốc và Việt Nam, phương pháp lò BOF hiệu quả hơn về mặt chi phí so với lò EAF trong việc sản xuất thép. Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất thép của lò EAF trung bình cao hơn 20-30% so với lò BOF (dựa trên giá nguyên liệu vào 31/07/2018).



**Hình 5: Diễn biến giá nguyên liệu chính của công nghệ lò BOF (\$/tấn)**



NGUỒN: BLOOMBERG, VND RESEARCH

GHI CHÚ: Quặng sắt và than cốc chiếm tỷ trọng lần lượt là 29% và 25% trong tổng giá vốn

**Hình 6: Diễn biến nguyên liệu chính của công nghệ lò EAF (\$/tấn)**



NGUỒN: BLOOMBERG, VND RESEARCH

GHI CHÚ: Thép phế và điện chiếm tỷ trọng lần lượt là 56% và 26% trong tổng giá vốn

- Giá nguyên liệu biến động mạnh sẽ gây khó khăn cho việc dự báo giá nguyên liệu đầu vào của thép lò BOF và EAF trong 3 năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng các biện pháp bảo vệ môi trường ở Trung Quốc có thể làm tăng chi phí đối với các nhà sản xuất thép lò BOF của Trung Quốc.
- Do chi phí đầu tư ở Việt Nam khá thấp so với khu vực châu Á nên chúng tôi cho rằng HPG có lợi thế về chi phí vốn đầu tư so với các nhà sản xuất thép của Trung Quốc. Chúng tôi ước tính HPG có chi phí vốn đầu tư bình quân 230USD/tấn so với mức 450USD/tấn của các nhà sản xuất thép lò BOF của Trung Quốc. Điều này sẽ tạo nên lợi thế về chi phí cố định nhờ vào chi phí khấu hao thấp hơn.

## Công suất bổ sung của HPG có thể được hấp thụ tốt

Nhà máy Dung Quất – Hòa Phát bao gồm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 sẽ sản xuất 2 triệu tấn thép dài mỗi năm, bao gồm 1 triệu tấn thép thanh và 1 triệu tấn thép cuộn và thép dài chất lượng cao. Giai đoạn 2 sẽ sản xuất 2 triệu tấn thép cán nóng (HRC) mỗi năm.

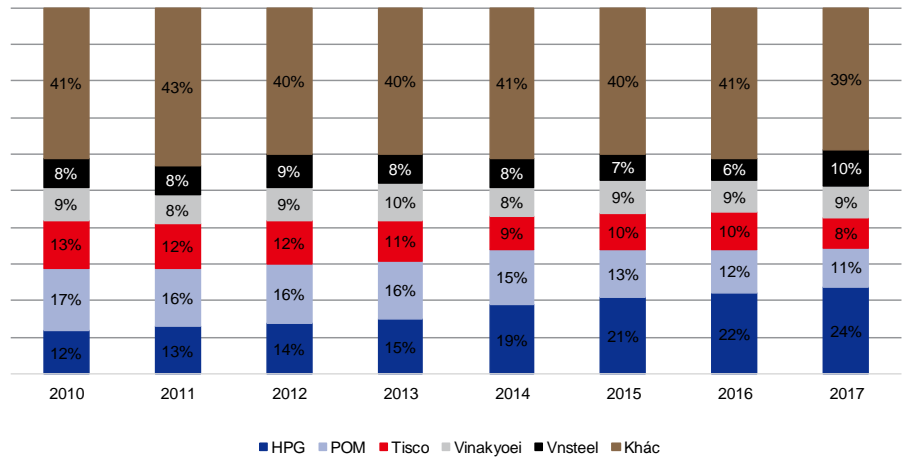
Chúng tôi cho rằng công suất thép dài bổ sung của HPG có thể được thị trường hấp thụ tốt dựa trên các lý do:

- Hiện tại nhu cầu thép Việt Nam khoảng 18,5 tấn mỗi năm, trong đó thép dài chiếm khoảng 12,6 triệu tấn mỗi năm. Công suất bổ sung 2 triệu tấn sản phẩm thép dài mỗi năm của HPG sẽ đáp ứng khoảng 15% nhu cầu thép dài. Nếu nhu cầu thép dài nội địa tăng 10% mỗi năm, giai đoạn 1 của nhà máy mới sẽ có thể chạy với công suất tối đa trong vòng 1-2 năm, giả định HPG có thể chiếm phần lớn nhu cầu tăng thêm trong thị trường nhờ vị thế đầu ngành.
- Thuế tự vệ đối với nhập khẩu làm lượng thép nhập khẩu giảm đi đáng kể. Thép nhập khẩu của Trung Quốc chiếm khoảng 23% tổng nhu cầu thép (bao gồm cả bán thành phẩm và thành phẩm) trong năm 2017, giảm từ 9,4 triệu tấn vào năm 2016 xuống còn 7 triệu tấn vào năm 2017. Chúng tôi ước tính thép dài nhập khẩu từ Trung Quốc chỉ chiếm 15-20% tổng tiêu thụ thép dài. Sự sụt giảm mạnh của thép nhập khẩu sẽ tạo thêm nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là doanh nghiệp đầu ngành như HPG.
- Kể cả khi các nhà sản xuất thép dài nội địa tăng công suất hoạt động trong tương lai gần (xem Hình 8), HPG vẫn có những lợi thế riêng. Theo ước tính của chúng tôi, công suất sản xuất thép dài tại Việt Nam sẽ tăng khoảng 4-5 triệu tấn đến năm 2020, tương đương khoảng 40-50% nhu cầu về thép dài năm 2017. Riêng HPG sẽ chiếm khoảng một nửa lượng công suất tăng thêm này. Hiệu suất hoạt động hiện tại của ngành thép Việt Nam ước tính vào khoảng 77%. Tuy nhiên, trong khi các doanh nghiệp khác chỉ hoạt động với công suất khá thấp (dưới 60%), HPG thường hoạt động với công suất tối đa nhờ lợi thế về chi phí. HPG có thể chiếm thị phần từ thép nhập khẩu cũng

như các đối thủ không hoạt động hiệu quả. Chúng tôi kỳ vọng HPG vẫn sẽ tiếp tục giành thị phần trong tương lai.

- Tuy nhiên, dựa trên giả định cơ sở của chúng tôi, xét về cung cầu ngành thép trong nước, tăng trưởng nguồn cung (tăng trưởng kép 20% trong giai đoạn 2017-2020) sẽ vượt tăng trưởng nhu cầu (giả định 10% mỗi năm). Vì vậy, chúng tôi dự báo giá thép nội địa sẽ giảm vào năm 2020 và sau đó vẫn duy trì trong giai đoạn 2021-2022, mặc dù lạm phát ở Việt Nam đang tăng.

**Hình 7: Thị phần thép xây dựng tại Việt Nam (2010-17)**



NGUỒN: VSA, VND RESEARCH

HPG đặt mục tiêu đẩy mạnh chuỗi sản xuất thép dẹt do thị trường thép dẹt của Việt Nam hiện đang thiếu thép cán nóng (HRC), một loại thép dẹt bán thành phẩm. Chúng tôi dự báo doanh nghiệp sẽ sử dụng hầu hết các sản phẩm thép cán nóng để làm nguyên liệu sản xuất ống thép và thép mạ kẽm. Sau khi kết thúc giai đoạn 2, HPG sẽ trở thành nhà sản xuất thép thứ 2 ở Việt Nam, sau Formosa (nhà sản xuất thép Việt Nam có vốn nước ngoài), có thể sản xuất cả thép dài và thép dẹt.

**Hình 8: Mở rộng công suất sản xuất thép tại Việt Nam (2018-22F)**

Dự án	Nhà đầu tư	Công suất		Thời gian hoàn thành
Thép dẹt		HRC	CRC	GI/GL (dự kiến)
Formosa Hà Tĩnh (GĐ 2)	Formosa	1.800.000		Tháng 05/2018
KLH Thép Dung Quất	Tập đoàn Hòa Phát	2.000.000		Tháng 12/2019
Hoa Sen Nhơn Hội - Bình Định	Tập đoàn Hoa Sen		350.000	250.000 Q2&Q32018
Nam Kim 3	Thép Nam Kim			350.000 Tháng 09/2018
Nam Kim BR-VT	Thép Nam Kim		1.000.000	1.000.000 2022
NA	Tôn Đông Á		400.000	500.000 Q12018
NA	Tôn Phương Nam			150.000 Tháng 05/2020
NA	Thép Pomina			600.000 Tháng 01/2019
Tổng		3.800.000	1.750.000	2.850.000
Thép dài		Thép thô	Thép thanh	Thép cuộn
Formosa Hà Tĩnh (GĐ 2)	Formosa	NA	600.000	600.000 Tháng 05/2018
KLH Thép Dung Quất	Tập đoàn Hòa Phát	2.000.000	1.000.000	1.000.000 2019
NA	Thép Tung Ho	600.000		600.000 Q32018
NA	Kyoei Việt Nam	700.000		500.000 NA
NA	Thép Pomina	800.000		500.000 2019
Tổng		4.100.000	3.200.000	1.600.000
NGUỒN: VND RESEARCH				

NGUỒN: VND RESEARCH

## Duy trì khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 47.800 đồng/cp

Mặc dù thị trường lo ngại về chiến tranh thương mại và việc mở rộng công suất của HPG nhưng chúng tôi vẫn đánh giá tích cực về HPG. Chúng tôi giảm giá mục tiêu và các dự báo để phản ánh số lượng cổ phiếu lưu hành của HPG tăng lên sau khi trả cổ tức bằng cổ phiếu 40% (xem Hình 9). Vì gần đây định giá của các công ty cùng ngành trong khu vực giảm mạnh do Mỹ áp thuế thép nên chúng tôi điều chỉnh P/E mục tiêu 12T của HPG từ 10,2x xuống còn 8,7x (Hình 11), vẫn cao hơn 30% so với trung bình ngành do HPG có ROE cao hơn các đối thủ và được

bảo hộ tốt hơn từ căng thẳng thương mại Mỹ - Trung so với các nhà sản xuất thép Trung Quốc. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 47.800 đồng, dựa trên tính toán bình quân của hai phương pháp: 1) P/E forward 8,7x dựa trên EPS trung bình giai đoạn 2018-2019, và 2) định giá DCF trong giai đoạn 5 năm (xem Hình 11, 12 và 13). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua. Các yếu tố rủi ro đối với khuyến nghị bao gồm: 1) giá thép giảm sâu; 2) giá nguyên liệu tăng và 3) các biện pháp thắt chặt bảo vệ môi trường ở Việt Nam. Các yếu tố khiến giá cổ phiếu tăng hơn kỳ vọng bao gồm 1) HPG có thể mở rộng thị phần tốt hơn kỳ vọng, và 2) giá thép nội địa tiếp tục tăng sau khi thuế hết hiệu lực vào năm 2020.

**Hình 9: Thay đổi trong dự phóng (tỷ đồng)**

	Dự phóng trước		Dự phóng mới		Thay đổi	
	12/18F	12/19F	12/18F	12/19F	12/18F	12/19F
Doanh thu	60.064	78.313	60.111	78.587	0,1%	0,3%
Lợi nhuận gộp	13.184	19.403	13.121	19.360	-0,5%	-0,2%
EBIT	11.563	17.313	11.498	17.262	-0,6%	-0,3%
Lợi nhuận trước thuế	10.997	16.556	10.931	16.490	-0,6%	-0,4%
Lợi nhuận ròng	9.416	14.191	9.360	14.134	-0,6%	-0,4%
SLCP đang lưu hành (cp)	1.517	1.517	2.124	2.124	40,0%	40,0%
EPS (đồng)	5.896	8.886	3.977	6.006	-32,5%	-32,4%

NGUỒN: VND RESEARCH

**Hình 10: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực**

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (đồng nội tệ)	Giá mục tiêu (đồng nội tệ)	Vốn hóa (triệu \$)	ROE (%)		P/BV (x)		P/E (x)	
						CY18F	CY19F	CY18F	CY19F	CY18F	CY19F
JSW Steel	JSTL IN	BÁN	328	222	11.593,2	23,6	19,5	2,4	2,0	10,6	10,6
Tata Steel	TATA IN	BÁN	556	460	9.305,5	13,7	12,7	1,0	0,9	7,5	7,4
NMDC	NMDC IN	MUA	107	139	4.954,7	15,7	12,8	1,3	1,3	8,2	8,3
Shanxi Taigang Stainless-A	000825 CH	KHÔNG KN	6	na	4.814,7	15,8	14,7	1,1	0,9	7,2	6,1
Sansteel Minguang Co Ltd -A	002110 CH	MUA	20	31	4.722,4	30,7	27,2	1,8	1,4	5,5	5,1
Steel Authority of India	SAIL IN	BÁN	77	58	4.647,9	8,2	9,1	0,8	0,7	9,4	7,7
Maanshan Iron & Steel-A	600808 CH	MUA	4	5	4.370,7	17,7	15,8	1,1	1,0	6,8	6,5
Hunan Valin Steel Co Ltd -A	000932 CH	MUA	10	12	4.239,4	35,5	27,7	1,8	1,3	5,3	5,1
Liuzhou Iron & Steel Co-A	601003 CH	KHÔNG KN	9	na	3.553,9	40,4	32,3	2,4	1,9	6,6	6,3
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	MUA	7	10	3.345,7	23,4	21,1	1,4	1,2	5,8	5,4
Nanjing Iron & Steel Co-A	600282 CH	GIỮ	5	5	3.125,4	24,9	21,1	1,4	1,2	5,7	5,4
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	BÁN	202	123	2.858,7	3,4	6,2	0,6	0,6	20,5	10,1
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	000778 CH	KHÔNG KN	5	na	2.658,8	6,5	6,9	0,9	0,8	11,6	10,6
SGIS Songshan Co Ltd-A	000717 CH	MUA	7	10	2.599,0	54,6	37,1	2,9	1,9	5,7	5,6
Bình quân						22,4	18,9	1,5	1,2	8,3	7,1
Trung vị						20,5	17,7	1,3	1,2	7,0	6,4
<b>Tập đoàn Hòa Phát</b>	<b>HPG VN</b>	<b>MUA</b>	<b>36.550</b>	<b>47.800</b>	<b>3.303,4</b>	<b>24,2</b>	<b>28,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>8,7</b>	<b>5,8</b>

NGUỒN: BLOOMBERG, VND RESEARCH

**Hình 11: Mô hình DCF**

Giá định chính	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	Sau năm 2022
Tỷ suất sinh lợi phi rủi ro (TPCP 10 năm)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Phân bù rủi ro vốn cổ phần	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Beta (nguồn: Bloomberg)	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Chi phí sử dụng vốn	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Tăng trưởng dài hạn								2,1%
ROE (%)								23,0%
(tỷ đồng)								
Giá trị doanh nghiệp			114.757					
Trừ: Tổng nợ			12.980					
Cộng: Tiền và tương đương tiền			4.265					
Giá trị cổ phần			106.042					
SLCPDLH			2.124					
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)			49.925					

SOURCES: CGS-CIMB RESEARCH, COMPANY REPORTS

**Hình 12: Phương pháp so sánh**

	FY18F	FY19F	Bq. CY18-19F
EPS	4.186	6.322	5.254
P/E trung vị của ngành	7,0	6,4	6,7
Phần bù			30,0%
P/E mục tiêu			8,7
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)			45.691

NGUỒN: VND RESEARCH

**Hình 13: Giá mục tiêu theo 2 phương pháp**

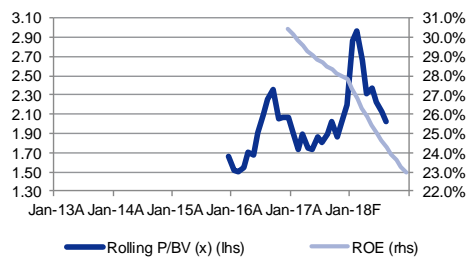
Phương pháp	Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá theo tỷ trọng (đồng)
DCF	49.925	50%	24.963
P/E	45.691	50%	22.845
Giá mục tiêu (đồng)			47.808

NGUỒN: VND RESEARCH

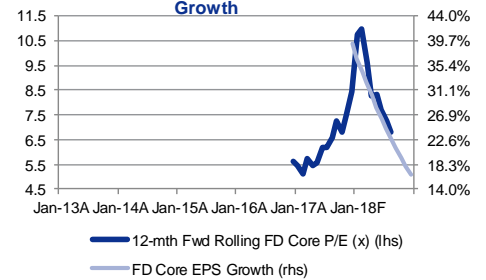


## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

**P/BV vs ROE**



**12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth**



### Kết quả kinh doanh

tỷ đồng	12/15A	12/16A	12/17A	12/18F	12/19F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>27.453</b>	<b>33.283</b>	<b>46.162</b>	<b>60.111</b>	<b>78.587</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.594</b>	<b>8.751</b>	<b>10.674</b>	<b>13.121</b>	<b>19.360</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5.982</b>	<b>9.530</b>	<b>11.626</b>	<b>15.362</b>	<b>24.220</b>
Khấu hao	(1.573)	(1.674)	(2.005)	(3.863)	(6.958)
<b>EBIT</b>	<b>4.409</b>	<b>7.856</b>	<b>9.622</b>	<b>11.498</b>	<b>17.262</b>
Thu nhập/(Chi phí) tài chính	(318)	(171)	(370)	(603)	(808)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-
Thu nhập/(Chi phí) khác	(102)	17	36	36	36
<b>Thu nhập trước thuế (trước TNBT)</b>	<b>3.990</b>	<b>7.702</b>	<b>9.288</b>	<b>10.931</b>	<b>16.490</b>
Khoản mục bất thường (TNBT)					
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>3.990</b>	<b>7.702</b>	<b>9.288</b>	<b>10.931</b>	<b>16.490</b>
Thuế	(485)	(1.096)	(1.274)	(1.551)	(2.339)
Khoản mục bất thường - sau thuế					
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3.504</b>	<b>6.606</b>	<b>8.015</b>	<b>9.380</b>	<b>14.151</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(19)	(4)	(8)	(21)	(16)
Cổ tức ưu đãi					
Lãi/(lỗ) chênh lệch tỷ giá - sau thuế					
Các điều chỉnh khác - sau thuế	(160)	(566)	(181)	(468)	(707)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3.325</b>	<b>6.036</b>	<b>7.826</b>	<b>8.891</b>	<b>13.428</b>
Lợi nhuận hoạt động lõi	2.886	5.205	7.245	8.447	12.756
<b>Lợi nhuận hoạt động lõi sau pha loãng</b>	<b>2.886</b>	<b>5.205</b>	<b>7.245</b>	<b>8.447</b>	<b>12.756</b>

### Lưu chuyển tiền tệ

tỷ đồng	12/15A	12/16A	12/17A	12/18F	12/19F
<b>EBITDA</b>	<b>5.982</b>	<b>9.530</b>	<b>11.626</b>	<b>15.362</b>	<b>24.220</b>
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư & LDLK					
Thay đổi vốn lưu động	(410)	(1.405)	(3.149)	1.072	(6.026)
(Tăng)/Giảm khoản mục dự phòng	-	-	-	-	-
(Thu nhập)/Chi phí không bằng tiền khác	13	22	(5)	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	(141)	(421)	(361)	(288)	(315)
Lãi vay (trả)/nhận	(419)	(154)	(333)	(567)	(772)
Thuế	(448)	(753)	(1.724)	(1.551)	(2.339)
<b>Dòng tiền hoạt động kinh doanh</b>	<b>4.576</b>	<b>6.819</b>	<b>6.055</b>	<b>14.028</b>	<b>14.768</b>
Vốn đầu tư cố định	(3.387)	(3.417)	(8.875)	(20.871)	(21.058)
Thanh lý tài sản/thoái vốn	32	28	7	-	-
Đầu tư công cụ nợ của đơn vị khác					
Tiền chi đầu tư khác	(410)	261	(9.058)	2.000	7.000
<b>Dòng tiền hoạt động đầu tư</b>	<b>(3.764)</b>	<b>(3.128)</b>	<b>(17.926)</b>	<b>(18.870)</b>	<b>(14.057)</b>
Thu/(trả) nợ vay	108	(1.731)	5.837	5.158	6.184
Thu từ bán cổ phần	-	-	5.057	-	-
Mua cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Chi trả cổ tức	(541)	(1.102)	(4)	-	(2.124)
Chi trả cổ tức ưu đãi					
Tiền chi tài trợ khác	(0)	(7)	1	(164)	(470)
<b>Dòng tiền hoạt động tài chính</b>	<b>(433)</b>	<b>(2.840)</b>	<b>10.891</b>	<b>4.993</b>	<b>3.589</b>
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	379	851	(980)	151	4.300
<b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>	<b>920</b>	<b>1.960</b>	<b>(6.034)</b>	<b>315</b>	<b>6.894</b>
<b>Dòng tiền tự do cho công ty</b>	<b>1.231</b>	<b>3.845</b>	<b>(11.537)</b>	<b>(4.275)</b>	<b>1.482</b>

SOURCES: VND, COMPANY REPORTS

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH (tiếp tục)

### Cân đối kế toán

tỷ đồng	12/15A	12/16A	12/17A	12/18F	12/19F
Tiền và tương đương tiền	2.373	4.559	4.265	5.105	6.801
Khoản phải thu	1.608	2.395	6.555	3.607	7.466
Hàng tồn kho	6.937	10.247	11.769	15.506	19.545
Tài sản ngắn hạn khác	997	982	10.489	8.599	1.931
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.915</b>	<b>18.183</b>	<b>33.077</b>	<b>32.817</b>	<b>35.742</b>
Tài sản cố định	12.582	13.846	18.652	34.942	49.047
Tổng đầu tư	103	79	17	17	17
Tài sản vô hình	255	257	240	234	229
Tài sản dài hạn khác	652	862	1.035	1.087	1.141
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>13.592</b>	<b>15.044</b>	<b>19.945</b>	<b>36.280</b>	<b>50.434</b>
Nợ ngắn hạn	6.117	5.488	11.329	11.421	14.146
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Khoản phải trả	3.527	6.097	6.487	8.458	10.661
Phải trả ngắn hạn khác					
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>9.643</b>	<b>11.585</b>	<b>17.815</b>	<b>19.879</b>	<b>24.807</b>
Nợ dài hạn	739	972	1.651	6.605	6.982
Nợ dài hạn khác	658	819	1.158	1.322	1.793
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>1.397</b>	<b>1.791</b>	<b>2.809</b>	<b>7.928</b>	<b>8.775</b>
Tổng dự phòng	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>11.040</b>	<b>13.376</b>	<b>20.624</b>	<b>27.807</b>	<b>33.582</b>
Vốn chủ sở hữu	14.444	19.745	32.287	41.180	52.484
Lợi ích cổ đông thiểu số	23	106	111	111	111
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.467</b>	<b>19.850</b>	<b>32.398</b>	<b>41.291</b>	<b>52.594</b>

### Chỉ số chính

	12/15A	12/16A	12/17A	12/18F	12/19F
Tăng trưởng doanh thu	N/A	21,2%	38,7%	30,2%	30,7%
Tăng trưởng EBITDA	N/A	59,3%	22,0%	32,1%	57,7%
Biên EBITDA	21,8%	28,6%	25,2%	25,6%	30,8%
Tiền mặt/cp (đồng)	(2.111)	(895)	(4.104)	(6.084)	(6.746)
Giá trị sổ sách (đồng)	6.801	9.297	15.202	19.389	24.712
Khả năng chi trả lãi gộp	17,54	28,06	20,06	15,46	17,49
Thuế suất thực tế	12,2%	14,2%	13,7%	14,2%	14,2%
Tỷ lệ chi trả cổ tức ròng	16,3%	18,3%	0,0%	NA	15,8%
Số ngày phải thu	N/A	22,01	35,38	30,85	25,71
Số ngày tồn kho	N/A	128,20	113,20	105,90	108,00
Số ngày phải trả	N/A	71,79	64,71	58,04	58,91
ROIC (%)	N/A	40,3%	42,8%	27,2%	31,1%
ROCE (%)	N/A	33,6%	27,1%	22,2%	26,2%
ROA (%)	N/A	21,1%	19,0%	15,6%	18,4%

### Giá định chính

	12/15A	12/16A	12/17A	12/18F	12/19F
Giá bán bình quân (% thay đổi)	-16,2%	-10,9%	9,7%	7,0%	5,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	25,4%	51,1%	21,1%	22,8%	31,6%
Công suất (%)	100,2%	91,0%	106,4%	95,9%	60,9%

NGUỒN: VND, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

### KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: [anirban.lahiri@vndirect.com.vn](mailto:anirban.lahiri@vndirect.com.vn)

### Trần Thị Hà My – Chuyên viên phân tích

Email: [my.tranha@vndirect.com.vn](mailto:my.tranha@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Xuân Hùng – Chuyên viên phân tích

Email: [hung.nguyenxuan@vndirect.com.vn](mailto:hung.nguyenxuan@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>