

Ngành thép xây dựng

Báo cáo cập nhật Q4/2018

28 tháng 12, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **47.020**

Giá thị trường (28/12/2018) 30.950

Lợi nhuận kỳ vọng 52%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	29.700-47.640
Vốn hóa	64.354 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	2.123.907.166 CP
KLGD bình quân 10 ngày	5.479.691 CP
% sở hữu nước ngoài	39,12%
Room nước ngoài	49%

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 202

chethimaitrang@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG

Reuters: HPG.HM

Bloomberg: HPG VN

Yếu tố tiêu cực vẫn hiện hữu trong Q1/2019 nhưng 2019 là cơ hội tốt để giải ngân HPG

Trong kịch bản cơ sở, BVSC ước tính lợi nhuận HPG có thể tăng 14% năm 2019 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh. Năm 2018, lợi nhuận ròng/tấn thép của các doanh nghiệp lò điện bình quân ở mức 850.000 VNĐ/tấn, trong khi lợi nhuận ròng của HPG ở mức 3 triệu VNĐ/tấn và lợi nhuận gộp khoảng 4 triệu VNĐ/tấn. Trong điều kiện bình thường, với mục tiêu đạt thị phần, BVSC giả định lợi nhuận của HPG sẽ giảm ở mức 850.000 VNĐ/tấn để đẩy các doanh nghiệp lò điện về điểm hòa vốn. Theo đó lợi nhuận sau thuế 2019 có thể đạt khoảng 10.000 tỷ VNĐ, tăng 14%yoy.

Kịch bản tiêu cực nhất, chúng tôi ước tính LNST 2019 giảm khoảng 15% so với 2018 tuy nhiên xác suất xảy ra là cực kỳ thấp. Năm 2018, lợi nhuận/tấn thép của HPG ở mức kỷ lục nhờ giá phế ở mặt bằng rất cao so với giá quặng sắt (giá thép Việt Nam được xác định theo giá phế, trong khi chi phí sản xuất của HPG phụ thuộc vào giá quặng sắt). Trong điều kiện bình thường các năm trước khi giá thép phế diễn biến sát giá quặng, lợi nhuận gộp HPG đạt 2,5 triệu VNĐ/tấn. Nếu trong thời gian tới giá thép phế giảm mạnh so với giá quặng, biên gộp của HPG có thể bị thu hẹp. Tuy nhiên công nghệ lò cao có lợi thế hơn rất nhiều so với lò điện ở khả năng phối trộn do đó có thể giảm được rủi ro nếu giá phế giảm mạnh so với giá quặng. Do đó, lợi nhuận sau thuế HPG ở mức 7.500 tỷ VNĐ là kịch bản xấu nhất mà chúng tôi đưa ra để xác định ngưỡng thấp nhất về lợi nhuận của HPG năm 2019, và chúng tôi đánh giá xác suất xảy ra kịch bản này là rất thấp.

Lợi nhuận 2020 – 2021 dự báo tăng trưởng 23%yoy. Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm lạc quan về triển vọng lợi nhuận 2020-2021, khi lò cao được đưa vào vận hành và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt. Giả định thận trọng mức lợi nhuận gộp về mức 2,5 triệu VNĐ/tấn như giai đoạn trước từ năm 2020 trở đi, chúng tôi ước tính lợi nhuận của HPG sẽ tăng 23%/năm trong giai đoạn 2020 – 2021 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh.

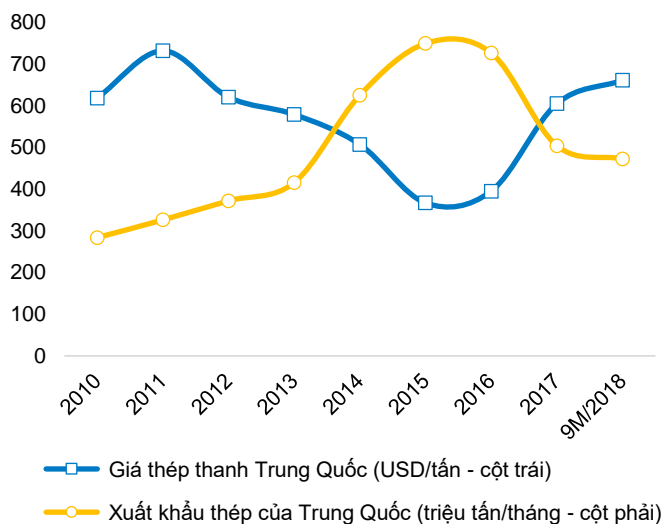
Khuyến nghị đầu tư. Tiềm năng tăng trưởng của ngành thép Việt Nam cao hơn rất nhiều so với bình quân thế giới. Sau khi Dung Quất hoàn thành, HPG có thể đạt thị phần 35%, tương đương với tổng thị phần của top 10 doanh nghiệp thép lớn nhất của Trung Quốc gộp lại và giúp HPG tăng trưởng gấp 3,5 lần về sản lượng so với hiện nay. Chúng tôi cho rằng mức P/E hợp lý phản ánh được tiềm năng tăng trưởng của HPG trong thời gian tới là 10 lần, cao hơn so với bình quân ngành thép thế giới hiện nay (8 lần). Mức giá hợp lý của HPG theo định giá của BVSC là **47.020 VNĐ/cổ phần** và chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM**. Tuy nhiên cũng lưu ý rằng trong vòng 6 tháng đầu năm 2019, không có nhiều yếu tố cơ bản hỗ trợ về giá cổ phiếu của HPG, khi kết quả kinh doanh Q1/2019 có thể thấp hơn so với cùng kỳ và khu liên hợp Dung Quất đang trong giai đoạn chạy thử trong Q2/2019. Tuy nhiên, từ Q3/2019 sau khi lợi nhuận của Dung Quất được đưa vào kết quả kinh doanh thì lợi nhuận của HPG có thể tăng trưởng rất tốt so với cùng kỳ và có thể tạo nên yếu tố hỗ trợ tốt về giá cho cổ phiếu HPG.

Mặt bằng giá thép thế giới năm 2019 dự báo sẽ thấp hơn so với 2018

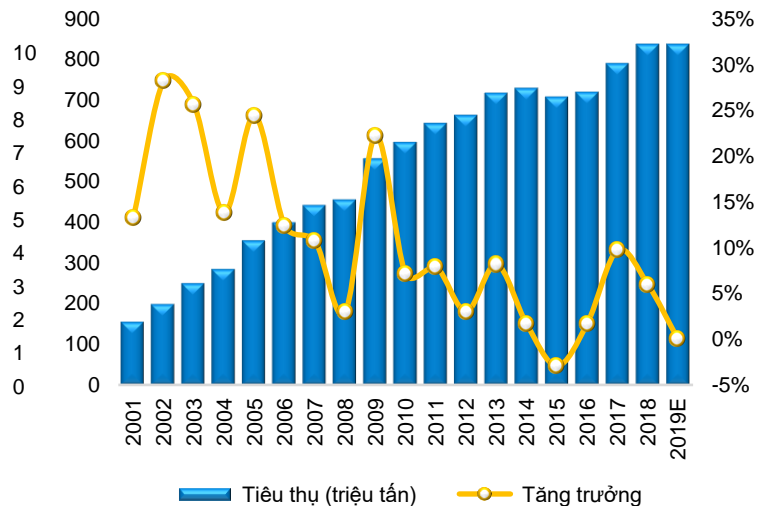
Nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu năm 2019 dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại. Theo World steel association, tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu năm 2018 ước tính khoảng 3,9%, tuy nhiên dự báo tăng trưởng năm 2019 chỉ ở mức 1,4%, thấp hơn so với 2018 chủ yếu do tốc độ tăng trưởng của ngành thép Trung Quốc có thể giảm mạnh (ước tính đạt 6% trong năm 2018 và 0% năm 2019).

Sản lượng thép Trung Quốc dự báo tiếp tục tăng trong năm 2019 tạo sức ép lên giá thép. Tính đến cuối năm 2018, Trung Quốc cắt giảm khoảng 145 triệu tấn thép, gần đạt mục tiêu 150 triệu tấn thép giai đoạn 2016-2020 trong kế hoạch cải cách ngành thép Trung Quốc. Công suất cắt giảm giai đoạn 2019-2020 sẽ chỉ còn khoảng 5 triệu tấn, thấp hơn nhiều so với các năm trước đó. Trong giai đoạn 2016 đến nay, sản lượng thép Trung Quốc vẫn tiếp tục tăng mặc dù công suất giảm do các nhà máy gia tăng hiệu suất sử dụng; do đó năm 2019 khi công suất cắt giảm không còn nhiều trong khi nhu cầu tiêu thụ nội địa đi ngang sẽ tạo sức ép lên sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc. Giá thép thế giới có mối quan hệ chặt chẽ và ngược chiều với sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc, do đó khi sản lượng xuất khẩu tăng thì mặt bằng giá thép sẽ có thể thấp hơn trong năm 2019.

Quan hệ giữa giá thép và sản lượng XK của Trung Quốc



Tiêu thụ thép của Trung Quốc

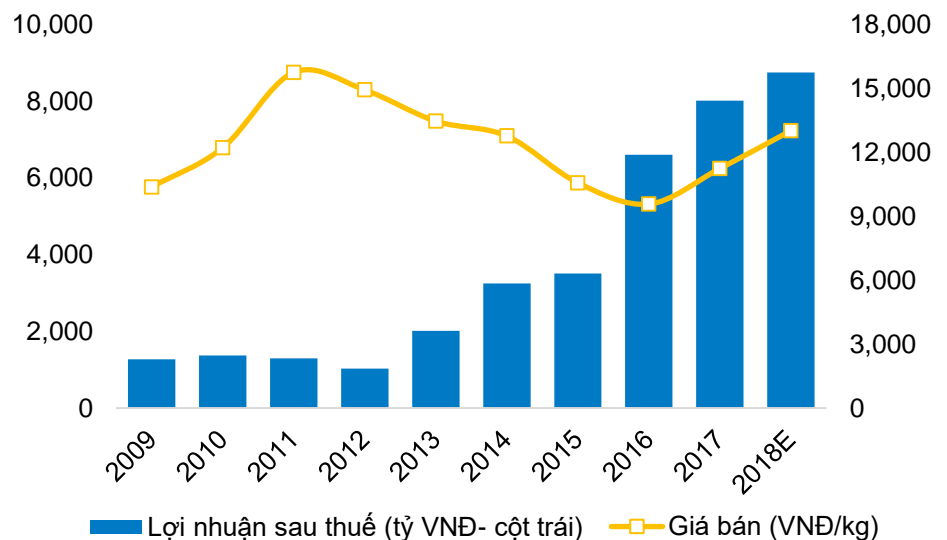


Nguồn: Bloomberg, WSA, BVSC tổng hợp

Tuy nhiên giá thép giảm trong năm 2019 không đồng nghĩa với việc lợi nhuận của HPG sẽ sụt giảm

Trong quá khứ giá thép nhiều lần sụt giảm tuy nhiên lợi nhuận sau thuế vẫn tiếp tục tăng trưởng, do giá nguyên liệu đầu vào cũng thường giảm theo giá thép khiến biên lợi nhuận không bị ảnh hưởng nhiều. Yếu tố quyết định tới lợi nhuận của HPG là (1) sản lượng tiêu thụ và (2) lợi nhuận ròng/tấn thép. Trong điều kiện giá thép giảm nhưng sản lượng tiêu thụ vẫn tiếp tục tăng trưởng và lợi nhuận ròng/tấn thép không bị sụt giảm mạnh, HPG vẫn có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2019.

Giá bán thép và LNST của HPG



Nguồn: BVSC ước tính

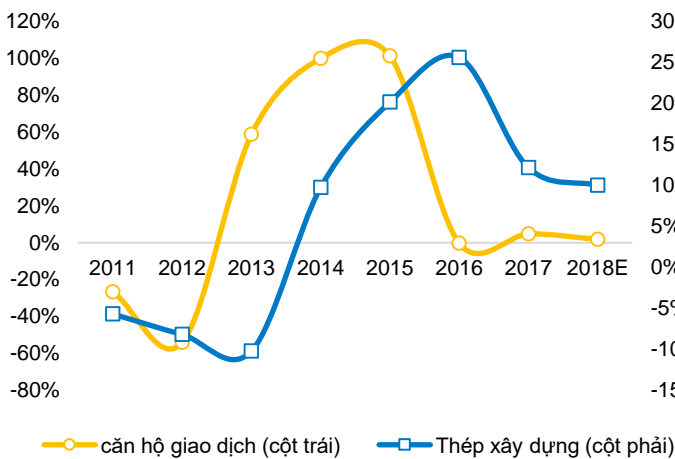
Trong kịch bản cơ sở, BVSC ước tính lợi nhuận HPG có thể tăng 14% năm 2019 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh

Nhu cầu tiêu thụ thép năm 2019 dự báo tiếp tục tăng trưởng so với 2018.

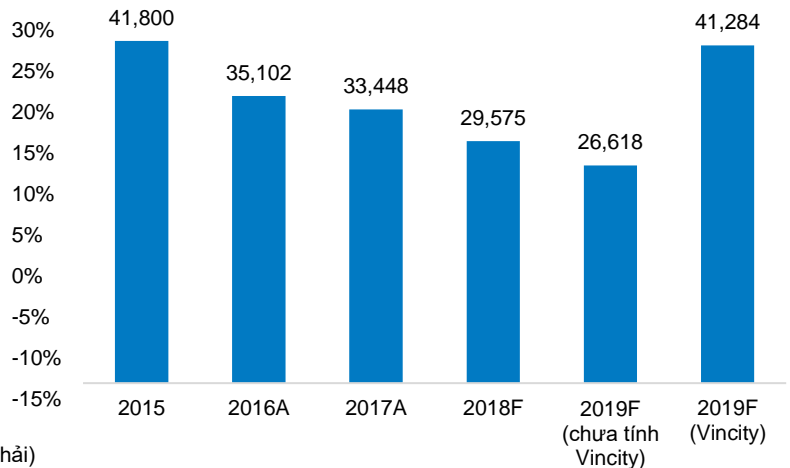
Thị trường bất động sản đã có các dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong vòng 2 năm trở lại đây và khiến nhiều nhà đầu tư lo lắng về khả năng tiêu thụ của ngành thép trong năm 2019. Việc ước tính nhu cầu thép dựa trên việc đánh giá về cung cầu thị trường bất động sản là khá khó khăn, tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy một mối quan hệ khá thú vị giữa tốc độ tăng trưởng tiêu thụ của ngành thép xây dựng với tổng số lượng căn hộ giao dịch tại thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh. Theo đó 2 số liệu này có mối tương quan cùng chiều, và tăng trưởng thép xây dựng thường có độ trễ khoảng 1 năm so với tăng trưởng số lượng căn hộ giao dịch như đồ thị dưới đây. Năm 2019, các dự án mở bán mới là không nhiều, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng vào các dự án bất động sản của Vincity với số lượng rất lớn sẽ bù đắp được sự sụt giảm từ nguồn cung của các chủ đầu tư khác,

giúp tổng nguồn cung căn hộ mở bán và giao dịch năm 2019 có thể tăng trưởng so với 2018. Ngoài ra, có thể nhận thấy với tốc độ giao dịch căn hộ trong năm 2018 đi ngang và có độ trễ 1 năm với tăng trưởng thép xây dựng, thì năm 2019 tốc độ tăng trưởng của ngành thép xây dựng có thể tương đương so với 2018 (khoảng 10%yoy). Với giá thành sản xuất vượt trội so với ngành, chúng tôi không lo ngại về khả năng gia tăng mạnh sản lượng và giành thị phần của HPG ngay cả trong tình hình thị trường tiêu thụ trầm lắng, tuy nhiên nếu nhu cầu thép xây dựng ổn định và tăng trưởng sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn rất nhiều và mức độ giảm của biên lợi nhuận sẽ thấp hơn so với trong điều kiện nhu cầu thị trường sụt giảm.

Quan hệ giữa tăng trưởng căn hộ giao dịch HN & HCM và thép xây dựng (%)



Nguồn cung căn hộ mới tại Tp. Hồ Chí Minh (căn)



Nguồn: VSA, CBRE, BVSC ước tính

Lợi nhuận ròng/tấn thép của các doanh nghiệp lò điện bình quân 2018 chỉ khoảng 850.000 VNĐ/tấn, thấp hơn rất nhiều so với HPG (khoảng 3 triệu VNĐ/tấn). BVSC ước tính lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp luyện thép từ phế liệu bình quân trong năm 2018 chỉ ở mức 850.000 VNĐ/tấn. Trong tháng 12/2018, giá thép trong nước có thời điểm xuống thấp nhất ở mức 12 triệu VNĐ/tấn. Tại mức giá này, lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp trên chỉ ở mức 356.000 VNĐ/tấn và có rất nhiều doanh nghiệp luyện thép từ lò điện hồ quang (chiếm 70% công suất luyện thép từ phế và có chi phí luyện cao hơn bình quân ngành) đã về mức hòa vốn và thua lỗ. Đối với HPG, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng/tấn thép trong Q4/2018 của HPG ở mức 2,7 triệu VNĐ/tấn và **tại thời điểm giá thép ở mức đáy của năm 2018 (12 triệu VNĐ/tấn), lợi nhuận ròng vẫn ở mức 2 triệu VNĐ/tấn và lợi nhuận gộp khoảng 3 triệu VNĐ/tấn.**

Báo cáo cập nhật Q4/2018 - HPG

Lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp luyện thép từ phế liệu					
STT	Chỉ tiêu	Đơn vị/giá định	2018	Tại thời điểm giá thép thấp nhất 2018	Ghi chú
1.	Giá phế nhập khẩu	USD/tấn	342	317	Nguồn: tổng cục hải quan
2.	Tỷ giá USD/VND		23.026	23.291	
3.	Chi phí luyện	VNĐ/tấn	3.200.000	3.200.000	Theo khảo sát từ các chuyên gia trong ngành, chi phí luyện thép lò điện hồ quang bình quân khoảng 3,5 triệu VNĐ/tấn và lò trung tần khoảng 2,5 triệu VNĐ/tấn. Khoảng 70% các doanh nghiệp luyện thép từ phế tại VN sử dụng công nghệ lò điện và 30% là lò trung tần, do đó BVSC ước tính chi phí luyện thép bình quân từ phế là 3,2 triệu VNĐ/tấn.
4.	Giá thành sản xuất phôi	VNĐ/tấn	11.074.892	10.583.247	$= (1) * (2) + (3)$
5.	Chi phí cán	VNĐ/tấn	700.000	700.000	Đây là mức chi phí cán thép thấp nhất theo khảo sát của BVSC, với các doanh nghiệp cán thép liên tục từ phôi tự luyện. Đối với các doanh nghiệp chỉ mua phôi về cán, chi phí cán sẽ ở mức 1-1,1 triệu VNĐ/tấn
6.	Giá thành thép xây dựng	VNĐ/tấn	11.774.892	11.283.247	$= (4) + (5)$
7.	Chi phí Lãi vay+ QLDN+ bán hàng	3% doanh thu	390.591	360.000	Giả định dựa trên ước tính bình quân của các doanh nghiệp thép trong ngành (HPG, VGS, VIS, POM...)
8.	Tổng chi phí sx thép xây dựng	VNĐ/tấn	12.165.483	11.643.247	$= (6) + (7)$
9.	Giá bán	VNĐ/tấn	13.019.688	12.000.000	
10.	Lợi nhuận ròng	VNĐ/tấn	854.205	356.753	

Nguồn: Tổng cục hải quan, BVSC ước tính

Trong điều kiện bình thường, với mục tiêu giành thị phần, lợi nhuận/tấn thép của HPG giảm tối đa ở mức đẩy các doanh nghiệp khác về điểm hòa vốn. Khu liên hợp Dung Quất sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2019 và HPG đặt mục tiêu sản lượng khá cao ở mức 3,5-4 triệu tấn năm 2019, tăng khoảng 47%-68% về sản lượng tiêu thụ trong năm sau. Với mức chênh lệch về biên lợi nhuận cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi cho rằng HPG có thể hoàn thành mục tiêu đã đề ra bằng cách giảm giá để lấy thị phần – đồng nghĩa với việc biên lợi nhuận sẽ giảm. Vấn đề là biên lợi nhuận sẽ giảm

bao nhiêu là đủ để đạt mục tiêu này? Chúng tôi cho rằng trong điều kiện thị trường bất động sản không sụt giảm mạnh năm 2019 và diễn biến giá phế liệu và giá quặng sắt ổn định như hiện nay (chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn về mối quan hệ giữa giá phế và giá quặng sắt ảnh hưởng tới lợi nhuận của HPG ở phần dưới), **lợi nhuận gộp của HPG sẽ giảm tối đa ở mức 850.000 VNĐ/tấn tương đương toàn bộ mức lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp luyện thép từ phế năm 2018**. Với mức sản lượng tiêu thụ tăng mạnh năm 2019, chúng tôi ước tính lợi nhuận 2019 đạt 9.997 tỷ VNĐ, tăng 14% so với 2018. Mức dự báo này thấp hơn 14% so với trong báo cáo cập nhật Q3/2018 của BVSC do (1) giai đoạn 2 Dung Quất đi vào chậm hơn so với dự kiến trước đây của chúng tôi khiến sản lượng HRC thấp hơn so với dự kiến và (2) HPG đang rất quyết liệt trong việc giành lấy thị phần và có thể biên lợi nhuận giảm nhiều hơn dự kiến.

Các giả định chính dự báo lợi nhuận 2019			
Chỉ tiêu	Giả định		Ghi chú
Giá bán (VNĐ/tấn)	12,3 triệu VNĐ/tấn	Giá thép Việt Nam có mức độ ổn định tốt hơn nhiều so với giá thép Trung Quốc do ngành thép Việt Nam có mức độ cạnh tranh thấp hơn nhiều. Trong giai đoạn giảm giá liên tục 2012-2015, thép Trung Quốc giảm bình quân 15%/năm và thép Việt Nam giảm 9%/năm. Năm khó khăn nhất của ngành thép Trung Quốc là 2015 với mức giảm giá 28% thì giá thép Việt Nam giảm 17%. Do đó chúng tôi cho rằng giá thép Trung Quốc sẽ giảm khoảng 10% năm 2019 và giá thép Việt Nam giảm khoảng 5%. Tuy nhiên, ước tính lợi nhuận sau thuế 2019 của HPG được chúng tôi xác định dựa trên dự báo sản lượng tiêu thụ và mức biên lợi nhuận/tấn, do đó giá thép chỉ ảnh hưởng tới dự báo về doanh thu và không ảnh hưởng nhiều tới dự báo lợi nhuận ròng của chúng tôi.	
Biên lợi nhuận gộp/tấn	Giảm 850.000 VNĐ/tấn	Lợi nhuận gộp/tấn giảm về 3,2 triệu VNĐ/tấn	
Tiến độ Dung Quất	<p>Lò cao 1: bắt đầu chạy thử từ tháng 2 - tháng 4 và bắt đầu hạch toán từ tháng 6/2019, 2 tháng đầu từ khi hạch toán hiệu suất 80%, sau đó tăng lên 90%.</p> <p>Lò cao 2: bắt đầu chạy thử từ tháng 5 - tháng 7 và bắt đầu hạch toán từ tháng 9/2019, 2 tháng đầu hiệu suất 80%, sau đó tăng lên 90%.</p> <p>Tiến độ này chậm hơn khoảng 2 tháng so với forecast trước đây của BVSC. Chúng tôi giả định hiệu suất lò cao khá cao vì trước khi đưa vào hạch toán doanh thu lợi nhuận thì lò cao đã được chạy thử khoảng 3 tháng. Với kỹ thuật tại giai đoạn 1 của Dung Quất không khác nhiều so với Hải Dương, chúng tôi cho rằng HPG sẽ không gặp nhiều vấn đề trong vận hành.</p>		
Sản lượng thép xây dựng	3,3 triệu tấn	Sản lượng kế hoạch của HPG là 3,5-4 triệu tấn, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức sản lượng để hạch toán doanh thu lợi nhuận sẽ ở mức thấp hơn do (1) 1 phần sản lượng được đưa vào giai đoạn chạy thử và (2) 1 phần sản lượng là mua phế bên ngoài về cán để tạo lập thị trường, chuẩn bị cho lò cao đi vào hoạt động do đó phần sản lượng này có thể không có lợi nhuận.	
Sản lượng HRC	100.000 tấn	Phục vụ nội bộ chứ 0 bán ra bên ngoài. Không đưa vào doanh thu nhưng có thể tăng biên lợi nhuận của mảng tôn mạ.	

Sản lượng tôn mạ	240.000 tấn Màng tôn mạ giả định hòa vốn năm 2019. Từ 2020 trở đi, khi HRC của giai đoạn 2 đưa vào vận hành, cung cấp được nguyên liệu giá rẻ cho tôn mạ và ống thép, sản lượng tôn mạ dự báo tối đa công suất (400.000 tấn/năm).
Ống thép	Ống thép giả định tăng trưởng doanh thu 10% năm 2019, và biên lợi nhuận vẫn ở mức thấp như 2018 do khó khăn chung của ngành thép dẹt (tôn mạ, ống thép).

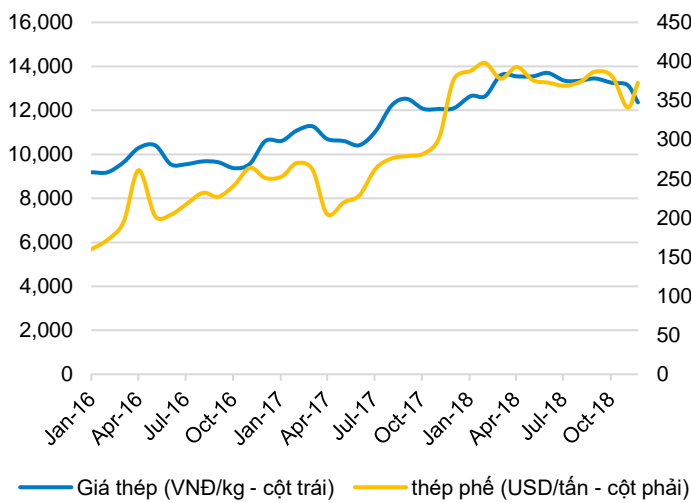
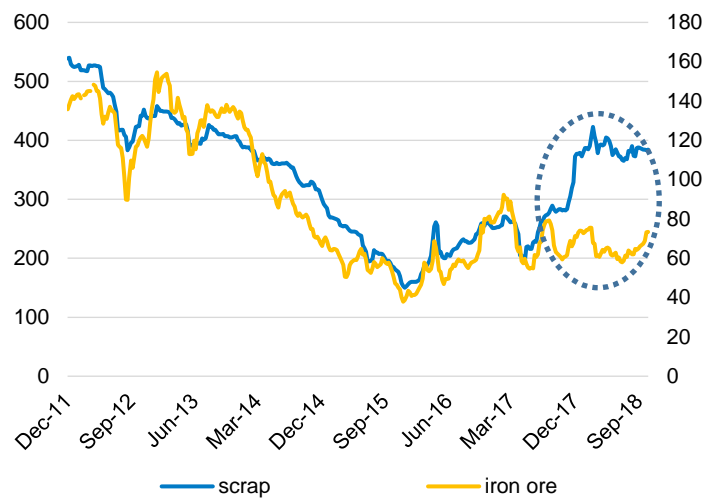
Nguồn: BVSC thu thập và ước tính

Lợi nhuận sau thuế Q1/2019 có thể ở mức thấp nhưng có thể tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm 2019. Hiện tại còn rất sớm để dự báo Q1/2019, tuy nhiên chúng tôi cho rằng LNST Q1/2019 nhiều khả năng sẽ sụt giảm so với cùng kỳ 2018. Trong giả định xấu nhất của chúng tôi: giá nguyên liệu vẫn duy trì ở mức cao như hiện nay trong khi giá thép ở mặt bằng thấp, LNST Q1/2019 sẽ ở mức 1.500 tỷ VNĐ. Nếu giá thép thời gian tới tăng trở lại, thì LNST Q1 có thể ở mức 1.700-1.800 tỷ và tích cực (giá nguyên liệu giảm mạnh trong Q1/2019) thì có thể khoảng 2.000 tỷ (lợi nhuận Q1/2018 là 2.200 tỷ VNĐ trong đó bao gồm khoảng 200 tỷ VNĐ lợi nhuận hạch toán Mandarin Garden 2). Nếu không có yếu tố nào đột biến, lợi nhuận Q2 sẽ trở về điều kiện bình thường và lợi nhuận Q3-Q4/2019 có thể tăng mạnh khi lò cao của Dung Quất bắt đầu được hạch toán doanh thu lợi nhuận.

Kịch bản tiêu cực nhất, LNST 2019 giảm khoảng 15% so với 2018 tuy nhiên xác suất xảy ra là rất thấp.

Giá cổ phiếu HPG đã giảm liên tục gần 32% trong vòng 3 tháng trở lại đây, trước những lo ngại về nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc 2019 giảm, giá thép Trung Quốc lao dốc -17% trong vòng 2 tuần và giá thép Việt Nam cũng giảm mạnh 1.000 VNĐ/kg trong vòng 1 tháng. Để xác định yếu tố cơ bản có thể hỗ trợ giá cổ phiếu HPG, chúng tôi đi tìm kịch bản xấu nhất có thể xảy ra đối với lợi nhuận của HPG năm 2019 cũng như xác suất có thể xảy ra kịch bản này.

Lợi nhuận/tấn thép của HPG đạt mức cao trong năm 2018 nhờ giá thép phế cao hơn rất nhiều so với giá quặng sắt. Giá thép Việt Nam có hệ số tương quan lên đến 95% so với giá thép phế do 70% công suất luyện thép tại Việt Nam từ phế liệu và chỉ khoảng 30% từ quặng sắt và than coke (Gang thép Thái Nguyên, Hòa Phát, Đình Vũ, Vạn Lợi, Cao Bằng...). Trong khi giá thành sản xuất của HPG phụ thuộc chính vào giá quặng sắt và than coke.

Báo cáo cập nhật Q4/2018 - HPG
Quan hệ giá thép VN và giá thép phế

Giá thép phế và giá quặng sắt (USD/tấn)


Chúng tôi nhận thấy trong điều kiện giá thép phế và giá quặng sắt tương quan chặt chẽ với nhau, lợi nhuận gộp của HPG có thể duy trì ổn định ở mức khoảng 2,5 triệu VNĐ/tấn. Năm 2017, loại trừ 700 tỷ VNĐ lợi nhuận từ hedge quặng sắt, lợi nhuận gộp/tấn thép của HPG ở mức 3,2 triệu VNĐ/tấn. Năm 2018, với các chính sách khuyến khích sử dụng thép phế của Trung Quốc để giảm ô nhiễm môi trường (gia tăng công suất các nhà máy luyện thép từ phế liệu và tăng tỷ lệ sử dụng phế trong phối trộn tại các lò BOF) đã hỗ trợ giá thép phế cao hơn rất nhiều so với giá quặng sắt. Đây là yếu tố khiến biên lợi nhuận gộp/tấn thép của HPG ở mức cao kỷ lục khoảng 4 triệu VNĐ/tấn năm 2018.

	Giai đoạn khó khăn của ngành thép, các dự án BĐS đóng băng khiến cho tình hình tiêu thụ thép của HPG gặp khó khăn, biên gộp thấp			Giai đoạn bình thường, HPG duy trì lợi nhuận gộp khoảng 2,5 triệu VNĐ/tấn			Không tính 700 tỷ lợi nhuận từ hedge quặng, lợi nhuận 2017 đạt 3,2 tr/tấn	2018 lợi nhuận/tấn cao do giá quặng rẻ trong khi giá thép phế cao
Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lợi nhuận gộp (triệu VNĐ/tấn)	2,5	1,9	2,2	2,5	2,4	2,9	3,5	4,1
Sản lượng tiêu thụ	582,750	630,817	611,593	698,642	1,001,017	1,380,505	1,803,525	2,180,766
Thị phần	11%	11%	14%	19%	21%	22%	24%	24%

Nguồn: BVSC thu thập và ước tính

Nếu trong thời gian tới giá thép phế giảm mạnh so với giá quặng, biên gộp của HPG có thể bị thu hẹp. Nếu trong thời gian tới, giá phế giảm mạnh hơn quặng sắt và về tương quan trước đây, lợi nhuận gộp của HPG có thể giảm. Nếu tính mức lợi nhuận gộp về 2,5 triệu VNĐ/tấn của giai đoạn trước (tương

đương biên gộp giảm từ 31% xuống 20% năm 2019), lợi nhuận 2019 của HPG giảm 15%yoy, về mức 7.500 tỷ VNĐ, tương đương EPS 3,500 VNĐ/cổ phần.

Tuy nhiên công nghệ lò cao có lợi thế hơn rất nhiều so với lò điện ở khả năng phối trộn do đó có thể giảm được rủi ro nếu giá phế giảm mạnh so với giá quặng. Nếu như lò điện hoặc lò trung tần luyện thép từ phế liệu sẽ sử dụng nguyên liệu 90% là thép phế và phụ thuộc hoàn toàn vào giá phế thì công nghệ BOF của HPG có thể phối trộn các nguyên liệu (thép phế, quặng sắt, than coke) theo tỷ lệ linh hoạt chứ không cố định. Đây chính là lợi thế rất lớn của các doanh nghiệp sản xuất lò cao, do đó trong điều kiện giá phế giảm mạnh hơn so với giá quặng sắt, thì HPG vẫn có thể tăng tỷ lệ phối trộn phế và giảm tỷ lệ quặng sắt/than coke để đạt được mức giá thành tối ưu. **Do đó, chúng tôi xin nhắc lại rằng kịch bản lợi nhuận gộp về 2,5 triệu VNĐ/tấn và lợi nhuận sau thuế HPG ở mức 7.500 tỷ VNĐ là kịch bản xấu nhất mà chúng tôi đưa ra để xác định ngưỡng thấp nhất về lợi nhuận của HPG năm 2019, và chúng tôi đánh giá xác suất xảy ra kịch bản này là cực kỳ thấp** do chúng tôi chưa nhìn thấy yếu tố rõ ràng khiến giá phế giảm mạnh đột biến so với giá quặng trong thời gian tới. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi xác định mức lợi nhuận gộp sẽ ở mức 3,2 triệu VNĐ/tấn là mức đẩy các doanh nghiệp lò điện về điểm hòa vốn, lợi nhuận HPG có thể tăng trưởng 14% yoy năm 2019. Trong điều kiện thuận lợi nếu giá phế duy trì mặt bằng cao hơn nữa so với giá quặng sắt năm 2019 và biên gộp chỉ cần giảm khoảng 400.000 VNĐ/tấn về 3,7 triệu VNĐ/tấn, lợi nhuận của HPG có thể tăng trưởng rất tốt so với 2018 (11.464 tỷ VNĐ, 31%yoy).

Các kịch bản lợi nhuận của HPG dựa trên biến động lợi nhuận gộp/tấn										
Biên gộp/tấn (triệu VNĐ/tấn)	2,50	2,70	2,90	3,10	3,2	3,30	3,50	3,70	3,90	4,10
LNST	7.504	8.164	8.824	9.484	9.997	10.144	10.804	11.464	12.124	12.784
%yoy	-14%	-7%	1%	8%	14%	16%	23%	31%	39%	46%
EPS (VNĐ/cp)	3.533	3.844	4.155	4.466	4.702	4.776	5.087	5.398	5.708	6.019

Tiếp tục duy trì triển vọng lạc quan 2020-2021

Lợi nhuận 2020 – 2021 có thể tăng trưởng 23%yoy. Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm lạc quan về triển vọng lợi nhuận 2020-2021, khi lò cao được đưa vào vận hành và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt. Giả định thận trọng mức lợi nhuận gộp về mức 2,5 triệu VNĐ/tấn như giai đoạn trước từ năm 2020 trở đi, chúng tôi ước tính lợi nhuận của HPG sẽ tăng 23%/năm trong giai đoạn 2020 – 2021 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh.

Tiêu thụ HRC của giai đoạn 2 sẽ vẫn rất tốt mặc dù ngành tôn mạ có thể tiếp tục khó khăn. 2 lò cao giai đoạn 2 tại Dung Quất sẽ đi vào chạy thử khoảng tháng 9/2019 và tháng 12/2019 do đó chưa đóng góp được nhiều vào kết quả kinh doanh của HPG năm 2019. Sản phẩm HRC là một sản phẩm rất mới đối với HPG do đó thời gian chạy thử và các vấn đề vận hành sẽ phức tạp hơn, tuy nhiên chúng tôi tin rằng với năng lực của Ban lãnh đạo và kinh nghiệm lâu năm trong ngành, HPG có thể nhanh chóng vận hành trơn tru dây chuyền giai đoạn

2. Khoảng 60%- 70% sản lượng của giai đoạn 2 năm 2020 sẽ được phục vụ nội bộ cho mảng ống thép và tôn mạ của HPG, và chỉ tiêu thụ ra ngoài khoảng 500.000 tấn (2020) và 800.000 tấn (2021) - là phần rất nhỏ so với tổng nhu cầu của thị trường (9 triệu tấn). Ngoài ra cũng cần nhắc lại là các doanh nghiệp ngành tôn mạ hiện tại đang rất khó khăn, tuy nhiên nhu cầu tiêu thụ tôn mạ nội địa mặc dù chậm lại nhưng vẫn tiếp tục tăng trưởng và các doanh nghiệp tôn mạ sẽ vẫn phải mua HRC để sản xuất. Tổng nhu cầu tiêu thụ HRC tại Việt Nam ước tính khoảng 9 triệu tấn/năm, với Formosa cung cấp khoảng 5,5 triệu tấn/năm và 2 triệu tấn/năm của HPG thì Việt Nam vẫn phải nhập khẩu, do đó giá HRC bán tại Việt Nam sẽ theo sát với giá thế giới và giai đoạn 2 của HPG sẽ rất nhanh chóng đạt tối đa công suất sau khi đi vào vận hành. Ngoài ra, trong báo cáo cập nhật Q3/2018 chúng tôi đã phân tích về giá thành sản xuất của HPG hiện tại tại Hải Dương đã thấp hơn so với trung bình của ngành thép Trung Quốc, và giá thành tại Dung Quất không cao hơn nhiều so với Hải Dương do đó sau khi giai đoạn 2 của Dung Quất đi vào hoạt động với giá bán HRC tương đương với các sản phẩm nhập khẩu thì chúng tôi cho rằng lợi nhuận/tấn của HRC cũng sẽ ở mức tương đương so với sản phẩm thép xây dựng.

Dự báo KQKD 2018E-2021E				
Chỉ tiêu	2018E	2019E	2020E	2021E
Doanh thu	55.570	73.637	106.536	130.911
Giá vốn	43.895	59.872	88.424	109.885
Lợi nhuận gộp	11.676	13.765	18.112	21.026
Doanh thu tài chính	296	291	285	193
Chi phí tài chính	696	1.192	2.245	1.245
Lợi nhuận sau thuế	8.750	9.997	12.320	15.249
EPS	4.157	4.702	5.540	6.910
%yoy	+7%	+14%	+23%	+23%

Nguồn: BVSC ước tính

Khuyến nghị đầu tư

Trước những lo ngại về tình hình tiêu thụ của thép Trung Quốc năm 2019, giá thép và định giá P/E của các doanh nghiệp thép trên thế giới đã sụt giảm đáng kể trong 3 tháng trở lại đây và HPG cũng trong tình trạng tương tự. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng không nên đồng nhất về tiềm năng của HPG tương tự như bình quân của ngành thép trên thế giới:

- ❑ **Tiềm năng tăng trưởng của ngành thép Việt Nam cao hơn rất nhiều so với bình quân thế giới.** Kể cả trong trường hợp xấu thị trường bất động sản có khả năng đình trệ trong thời gian tới sau một giai đoạn tăng trưởng nóng, thì về dài hạn Việt Nam là quốc gia đang trong quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa với tốc độ cao, do đó tiềm năng tăng trưởng của ngành thép có thể đạt bình quân 10%/năm trong vòng 5 năm tới, cao hơn rất nhiều so với tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành thép thế giới

(1%-3%/năm). Có thể nhìn thấy rất rõ điều này khi đối chiếu lại giai đoạn 2011-2013, tăng trưởng tiêu thụ toàn ngành giảm 9%/năm do thị trường bất động sản đóng băng, thì đến năm 2014-2017, tăng trưởng bình quân toàn ngành thép xây dựng đã bật tăng trở lại rất mạnh mẽ với tốc độ bình quân 19%/năm. Đáng chú ý là ngay cả trong giai đoạn ngành thép khó khăn (2011-2013) HPG vẫn đạt mức tăng trưởng tiêu thụ 5%/năm và trong giai đoạn 2014-2017, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bình quân đạt 30%/năm, cao hơn rất nhiều so với bình quân ngành nhờ khả năng quản trị sản xuất và ưu thế về công nghệ.

- ❑ **Ngành thép Việt Nam có độ ổn định cao hơn nhiều so với ngành thép Trung Quốc.** Sau khi Dung Quất hoàn thành, HPG có thể đạt thị phần 35%, tương đương với tổng thị phần của top 10 doanh nghiệp thép lớn nhất của Trung Quốc gộp lại. Ngoài ra, ngành thép Việt Nam có độ tập trung rất cao, với 5 doanh nghiệp lớn chiếm 60% thị phần toàn ngành, do đó khả năng duy trì giá bán ổn định hơn rất nhiều so với ngành thép Trung Quốc (chúng tôi đã phân tích vấn đề này trong giả định về giá bán thép của HPG năm 2019).
- ❑ **Sau khi đạt tối đa công suất, Dung Quất có thể giúp HPG tăng trưởng gấp 3,5 lần về sản lượng so với hiện nay.** KLH Dung Quất là một dự án có quy mô rất lớn, sau khi hoàn thành có thể đưa HPG trở thành 1 trong top 50 doanh nghiệp thép lớn nhất trên thế giới. Trong ngắn hạn, năm 2019 với mục tiêu khá quyết liệt về thị phần và thâm nhập mạnh mẽ hơn vào thị trường miền Nam và miền Trung có thể khiến HPG phải đánh đổi về biên lợi nhuận. Tuy nhiên từ 2020 trở đi, khi thị phần của Dung Quất đã được xác định thì HPG có thể đạt mức tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận.

Dựa trên các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng mức P/E hợp lý phản ánh được tiềm năng tăng trưởng của HPG trong thời gian tới là 10 lần, cao hơn so với bình quân ngành thép thế giới hiện nay (8 lần). Mức giá hợp lý của HPG theo định giá của BVSC là **47.020 VNĐ/cổ phần** và chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM**. Chúng tôi cũng lưu ý rằng trong vòng 6 tháng đầu năm 2019, không có nhiều yếu tố cơ bản hỗ trợ về giá cổ phiếu của HPG, khi kết quả kinh doanh Q1/2019 có thể thấp hơn so với cùng kỳ và khu liên hợp Dung Quất đang trong giai đoạn chạy thử trong Q2/2019. Tuy nhiên, từ Q3/2019 sau khi lợi nhuận của Dung Quất được đưa vào kết quả kinh doanh thì lợi nhuận của HPG có thể tăng trưởng rất tốt so với cùng kỳ và có thể tạo nên yếu tố cơ bản hỗ trợ tốt về giá cho cổ phiếu HPG.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Doanh thu	46.162	55.570	73.637	106.536	130.911
Giá vốn	35.487	43.895	59.872	88.424	109.885
Lợi nhuận gộp	10.674	11.676	13.765	18.112	21.026
Doanh thu tài chính	186	296	291	285	193
Chi phí tài chính	556	696	1.192	2.245	1.245
Lợi nhuận sau thuế	8.015	8.750	9.997	12.320	15.249

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Tiền & khoản tương đương tiền	4.265	5.851	7.823	6.426	4.952
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.555	5.044	6.684	9.670	11.882
Hàng tồn kho	11.769	14.020	18.578	26.879	33.028
Tài sản cố định hữu hình	12.987	12.693	30.337	44.995	43.144
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	17	115	153	221	272
Tổng tài sản	53.022	67.723	93.146	97.666	102.370
Nợ ngắn hạn	18.521	16.460	24.483	30.242	31.263
Nợ dài hạn	2.104	9.623	20.825	10.995	3.036
Vốn chủ sở hữu	32.287	41.518	47.700	56.259	67.861
Tổng nguồn vốn	53.022	67.723	93.146	97.666	102.370

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	39%	20%	33%	45%	23%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	21%	9%	14%	23%	24%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	23%	21%	19%	17%	16%
Lợi nhuận thuần biên (%)	17%	16%	14%	12%	12%
ROA (%)	19%	15%	12%	13%	15%
ROE (%)	27%	27%	27%	27%	27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	39%	39%	49%	42%	34%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	64%	63%	95%	73%	51%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	5.278	4.115	4.702	5.795	7.172
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.233	19.521	22.442	26.491	31.975

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Chế Thị Mai Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888