



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	26,400
Giá thị trường (5/3/2013)	21,800
Giá cắt lỗ	21,200
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	419.1
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	10351
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	8294
Sở hữu nước ngoài (%)	39.7%
Giá hiện tại (đ/cp)	24.7
KLTB 10 ngày (cp)	1251679
Giá thấp nhất 52T (đ)	15
Giá cao nhất 52T (đ)	25.3
+/- 7 ngày qua	3.8%
+/- 1 tháng qua	12.3%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❖ **Ngành thép vẫn sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2013.** Ngành thép mặc dù đang gặp nhiều khó khăn nhưng có triển vọng phục hồi trở lại khi thị trường bất động sản nhận được những chính sách hỗ trợ trong năm 2013.
- ❖ **HPG có thị phần đứng thứ 3 trong ngành thép (13.7%),** chỉ sau VNSteel, Pomina nhưng lại đứng đầu về qui mô lợi nhuận và thị phần miền Bắc. Hiệu quả kinh doanh của HPG cao hơn so với 2 đối thủ cạnh tranh chính là VNSteel và Pomina do chi phí sản xuất thấp, nhờ chủ động phần lớn nguồn quặng sắt từ các mỏ do chính HPG khai thác.
- ❖ **Doanh thu và lợi nhuận chỉ giảm nhẹ trong năm 2012.** Doanh thu năm 2012 của HPG đã giảm 5.5%, chủ yếu do sản lượng và giá thép xây dựng giảm. LNST giảm 18% xuống 1,030 tỷ đồng do chi phí sản xuất đầu vào tăng. Tuy nhiên ROS chỉ giảm nhẹ từ 7% năm 2011 xuống 6% trong năm 2012. Các chỉ tiêu tài chính cơ bản của HPG khá ổn định, hệ số thanh toán vẫn ở mức cao. Số ngày tồn kho tăng lên ít so với các doanh nghiệp thép khác.
- ❖ **Dự án Mandarin Garden.** HPG đã bán được gần 600 căn hộ trên tổng số 999 căn hộ tại dự án Mandarin Garden nhưng chưa ghi nhận doanh thu trong năm 2012. Dự kiến khi dự án hoàn thành vào tháng 9 năm 2013 sẽ đóng khoảng 16% doanh thu và 30% lợi nhuận của HPG trong năm 2013.
- ❖ **Rủi ro trích lập dự phòng cổ phiếu.** Công ty chưa trích lập dự phòng 264 tỷ đồng cho số cổ phiếu Thép Hòa Phát nhận chuyển nhượng từ CTCP Đầu tư Hà Nội ACB cầm cố tại ACB. Chúng tôi không đủ dữ liệu để xác định mức độ phải trích lập dự phòng đối với khoản đầu tư này.
- ❖ HPG là một cổ phiếu bluechip trên thị trường, thanh khoản tốt, giá ít khi giảm mạnh do luôn được các nhà đầu tư tổ chức, ETF và nhà đầu tư nước ngoài quan tâm. Sau đợt điều chỉnh mạnh, HPG hiện đang nằm ở vùng giá hấp dẫn để mua vào.

Chúng tôi khuyến nghị đầu tư vào cổ phiếu HPG ở mức giá hợp lý dưới 23,000 đồng/cp trong kỳ đầu tư 3 tháng, mức giá kỳ vọng là 26,400 đồng/cp

Chuyên viên phân tích
Trần Anh Tuấn
Email: tuanta@bsc.com.vn
Tel: + 84439352722

Thông tin cơ bản	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần (tỷ đ)	8,365	8,123	14,267	17,852	16,858
% tăng trưởng y-o-y	#N/A	-3%	76%	25%	-6%
Tổng tài sản (tỷ đ)	5,639	10,243	14,904	17,525	18,957
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	4,071	4,825	6,398	7,414	8,085
Vốn điều lệ (tỷ đ)	1,964	1,964	3,178	3,178	3,492
LN sau thuế (tỷ đ)	854	1,272	1,349	1,236	1,031
% tăng trưởng y-o-y		49%	6%	-8%	-18%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	4,377	6,471	4,330	4,080	2,386
Giá trị sổ sách (đ/cp)	20,730	24,572	20,129	23,325	23,751
Lợi nhuận gộp biên	14.8%	24.0%	17.0%	15.9%	14.6%
ROS	10.2%	15.7%	9.5%	6.9%	6.0%
ROE	19.8%	25.1%	20.0%	15.5%	12.7%
ROA	15.1%	12.4%	9.1%	7.1%	5.4%

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP XÂY DỰNG

Thị phần thị trường thép XD 6 tháng đầu năm 2012

DN	Tổng TS	VCSH	Thị phần
Vnsteel	26,243	6,600	26.3%
POM	8,150	2,602	15.5%
HPG	17,702	8,008	13.7%

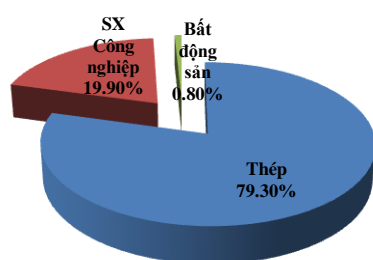
Nguồn: BCTN HPG, *đơn vị: ngàn tấn

Lượng cung thép xây dựng hiện đã nhiều hơn gần 50% so với nhu cầu. Nhu cầu toàn ngành thép xây dựng giảm 6.3% trong khi giá bán bình quân toàn ngành giảm 4.6%. Các doanh nghiệp sản xuất cầm chừng để giải phóng hàng tồn kho, nhiều doanh nghiệp tên tuổi đã lâm vào tình trạng phá sản như Thái Sơn, Đình Vũ, Vạn Lợi...

Ngành thép xây dựng phụ thuộc nhiều vào sự hồi phục của nền kinh tế và có thể được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ với bất động sản. Năm 2013 Chính phủ sẽ triển khai nhiều chính sách với mục tiêu giảm nợ xấu, phá băng thị trường bất động sản, gián tiếp hỗ trợ ngành đầu vào như vật liệu xây dựng. Tuy nhiên đến nay việc "phá băng" cho thị trường bất động sản chưa có nhiều chuyển biến, giải pháp gỡ khó cho sản xuất trong nước có thể chưa có tác dụng tức thì.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP VÀ BẤT ĐỘNG SẢN

Cơ cấu doanh thu năm 2011



• **Thép tiếp tục là sản phẩm chủ lực của HPG chiếm khoảng 80% doanh thu.** Trong năm 2012, thép xây dựng Hòa Phát tiêu thụ khoảng 610 ngàn tấn, mặc dù giảm so với năm 2011 nhưng cao hơn 0.4% so với thị phần năm 2011 là 13.3%.

Hiện nay, HPG đang vận hành 2 khu sản xuất thép tại Hưng Yên với công nghệ lò điện và Khu liên hợp sản xuất gang thép (KLH) tại Hải Dương với công nghệ tiên tiến. HPG đang làm chủ khá tốt khâu sản xuất, và sẽ chiếm dần thị phần tiêu thụ của các đối thủ cạnh tranh đang suy yếu.

Sản lượng thép của HPG sẽ tăng lên đáng kể trong năm 2013 khi hoàn thành giai đoạn 2 khu liên hợp sản xuất thép tại Hải Dương.

• **Tỷ trọng doanh thu bất động sản sẽ gia tăng trong năm 2013.** HPG đang đẩy mạnh bán dự án Mandarin Garden thông qua việc giảm giá bán các căn hộ. Trong quý IV năm 2012 và tháng 1 năm 2013, dự án Mandarin Garden của HPG đã bán thêm được gần 400 căn hộ với mức giá bình quân từ 28.6 triệu/m² cho căn hộ chưa có nội thất đến khoảng 37 triệu/m² cho căn hộ đủ nội thất. Tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận từ việc bán gần 600 căn hộ vẫn chưa được ghi nhận trong năm 2012. Mandarin Garden đã xây thô xong 4 tòa nhà dự kiến bàn giao vào tháng 9/2013.

Nếu HPG bán được hết dự án này thì sẽ đóng góp vào doanh thu năm 2013 khoảng 3,100 tỷ đồng, chiếm khoảng 16% tổng doanh thu dự báo của HPG năm 2013. Lợi nhuận dự kiến của dự án khoảng 400 tỷ đồng, chiếm khoảng 30% tổng LNST dự báo của HPG năm 2013. Do đó HPG sẽ giải phóng được nguồn tiền từ dự án này để bổ sung cho hoạt động kinh doanh chính.

Ngoài ra việc cho thuê đất khu công nghiệp vẫn đang được tiến hành nhưng doanh thu không lớn (khoảng 100 tỷ/năm)

• **Các sản phẩm công nghiệp khác** như thiết bị phụ tùng, nội thất, điện lạnh tuy doanh thu có giảm nhưng vẫn giữ vững được thị phần

Phân tích các yếu tố đầu vào:

- HPG có chi phí đầu vào thấp hơn nhiều doanh nghiệp sản xuất thép khác do một phần tự chủ động nguồn quặng sắt. Các nhà máy chế biến quặng sắt của HPG hiện cung cấp hơn 50% nhu cầu nguyên liệu cho công ty. Dự kiến HPG sẽ tự chủ hơn 70% lượng quặng sắt trong năm 2013 khi mở rộng khai thác mỏ Tùng Bá và khai thác mới mỏ Tiên Tinh.
- Khu liên hợp sản xuất thép tại Hải Dương sử dụng công nghệ lò thổi oxi đi vào hoạt động sẽ giúp HPG giảm khoảng 5% đến 10% chi phí sản xuất thép so với công nghệ của các doanh nghiệp khác.

Phân tích các yếu tố đầu ra:

- HPG là doanh nghiệp đứng đầu thị phần thép xây dựng tại miền Bắc với mạng lưới phân phối rộng nên ít bị các doanh nghiệp nhỏ khác cạnh tranh
- Nhu cầu thép xây dựng và nội thất văn phòng phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của thị trường bất động sản

Phân tích các yếu tố rủi ro:

HPG chưa trích lập dự phòng 264 tỷ đồng cho sổ cổ phiếu Thép Hòa Phát nhận chuyển nhượng từ CTCP Đầu tư ACB nhưng đã bị cầm cố trước đó tại ngân hàng ACB.

Điểm mạnh	Điểm yếu
+Thị phần thép đứng thứ 3 cả nước +Đứng đầu thị phần về máy xây dựng, nội thất văn phòng +Chi phí sản xuất thấp nhất ngành thép do chủ động một phần về nguồn nguyên liệu	+Kết quả kinh doanh phụ thuộc nhiều vào thị trường bất động sản +Nhu cầu vay nợ lớn
Cơ hội	Thách thức
+Do chi phí sản xuất thấp nên HPG có cơ hội mở rộng thị phần khi thị trường hồi phục + Dự án Mandarin Garden đã bán được hơn một nửa và khả năng sẽ bán hết với mức giá quanh 30 triệu đồng/m ²	+Nền kinh tế và ngành bất động sản hiện chưa hồi phục + Công ty chưa trích lập dự phòng số cp Thép Hòa Phát

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Mặc dù tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đã giảm nhưng HPG vẫn tăng được thị phần trong ngành thép. Biên lợi nhuận chỉ giảm nhẹ trong tình hình khó khăn của ngành thép.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản vẫn ổn định và có phần được cải thiện. Lượng hàng tồn kho không tăng mạnh như các doanh nghiệp sản xuất thép khác

Doanh thu năm 2013 của HPG dự kiến tăng trưởng khoảng 15%, chủ yếu từ tiền bán các căn hộ của dự án Mandarin Garden

• Tốc độ tăng trưởng đã chững lại

Doanh thu thuần năm 2012 của HPG đạt 16,857 tỷ đồng, giảm 5.5% so với năm 2011. Doanh thu giảm chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm 3% mặc dù thị phần của HPG tăng nhẹ 0.4%. Lợi nhuận thuần năm 2012 chỉ đạt 1,030 tỷ đồng, giảm 18% so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh của HPG giảm do nhu cầu cũng như giá thép xây dựng giảm, ảnh hưởng gián tiếp từ thị trường bất động sản.

Nhưng với thị phần lớn, mở rộng khu liên hợp sản xuất cũng như việc chủ động về nguồn quặng sắt và than cốc sẽ giúp HPG phục hồi nhanh và gia tăng thị phần do nhiều doanh nghiệp sản xuất thép đang gặp nhiều khó khăn, thu hẹp sản xuất.

• Cơ cấu vốn và cơ cấu tài sản:

Tỷ lệ vốn vay/VCSH đã giảm đáng kể trong năm 2012 từ 0.81 xuống còn 0.65 chủ yếu do các khoản vay dài hạn giảm 414 tỷ. Do đó chi phí lãi vay cũng giảm đáng kể xuống chỉ còn 3.5% doanh thu.

Cơ cấu tài sản tương đối ổn định ở mức 50% tài sản ngắn hạn, 50% tài sản dài hạn. Tỷ suất doanh thu trên một đồng tài sản giảm nhẹ do việc đầu tư xây dựng giai đoạn 2 khu liên hợp sản xuất thép tại Hải Dương.

• Khả năng thanh toán được cải thiện

Hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh đều tăng trong 3 năm gần đây. Hệ số thanh toán ngắn hạn đạt 1.76 thể hiện năng lực thanh toán tốt của HPG

• Các chỉ tiêu về năng lực hoạt động vẫn ổn định

Số ngày phải thu và số ngày phải trả của HPG đều tăng nhẹ. Số ngày tồn kho chỉ tăng lên 5 ngày, rất ít so với các doanh nghiệp sản xuất thép khác. Lượng hàng tồn kho thành phẩm chỉ còn 2000 tấn, bằng một nửa cùng kỳ năm 2011.

• Chỉ tiêu về khả năng sinh lời:

Biên lợi nhuận gộp giảm 1.3% xuống còn 14.6% chủ yếu do tăng giá điện và chi phí nhân công. ROS cũng giảm nhẹ 1% xuống 6%. Trong tình hình ngành thép gặp khó khăn như năm 2012, mức giảm biên lợi nhuận như trên là chấp nhận được

ROE và ROA năm 2012 của HPG cũng giảm lần lượt xuống 12.7% và 5.4% do LNST giảm mạnh trong khi VCSH và tổng tài sản lại tăng nhẹ.

Chỉ tiêu cơ bản	POM			TIS			VIS			HPG		
	2010	2011	9T/12	2010	2011	2010	2011	9T/12		2010	2011	9T/12
Cơ cấu vốn												
Vốn vay/VCSH	2.71	3.03	4.68	1.66	2.84	0.92	1.34	3.03		0.83	0.81	0.64
Tổng tài sản/VCSH				2.88	4.28	2.85	2.52	4.28		2.21	2.20	2.00
Cơ cấu tài sản												
TS ngắn hạn/ Tổng TS	0.74	0.57	0.70	0.56	0.58	0.19	0.17	0.40		0.47	0.46	0.45
TS dài hạn/ Tổng TS				0.44	0.42	0.81	0.83	0.60		0.53	0.54	0.55
Khả năng thanh toán												
Hệ số TT nhanh	1.40	1.16	1.09	0.55	0.46	0.44	0.94	0.52		0.54	0.47	0.59
Hệ số TT ngắn hạn				1.04	0.88	1.25	1.38	0.92		1.28	1.43	1.76
Năng lực HĐ (ngày)												
Số ngày phải thu	92	86	93	51	60	11	26	41		47	39	46
Số ngày tồn kho	23	45	84	61	71	110	35	74		140	155	160
Số ngày phải trả				9	27	62	5	9		33	25	29
Khả năng sinh lời (%)												
Lợi nhuận gộp biên	5.9%	3.4%	0.1%	11.5%	11.0%	7.5%	6.5%	6.4%		17.0%	15.9%	0.0%
ROS	23.3%	14.1%	0.2%	2.5%	1.3%	3.6%	0.7%	-0.5%		9.5%	6.9%	6.5%
ROE	8.6%	4.7%	0.0%	10.3%	6.3%	19.0%	5.2%	-2.7%		20.0%	15.5%	9.6%
ROA	1.34	1.50	2.24	3.6%	1.5%	6.7%	2.1%	-0.6%		9.1%	7.1%	4.7%

Nguồn: BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư:

- Mua
- Giá kỳ vọng: 27,000
- Kỳ đầu tư: 3 tháng

ĐỊNH GIÁ

Báo cáo sử dụng các phương pháp phổ biến để định giá HPG gồm P/E, P/B và FCFF

1. Phương pháp so sánh P/E

- Hệ số P/E ngành là 14.2

- EPS đạt là **2,386 đ/CP**.
- Giá hợp lý trên một cổ phần là **33,881 đ/CP**.

2. Phương pháp so sánh P/B

- Hệ số P/B ngành là **0.9**
- Giá trị sổ sách của doanh nghiệp là **23,751 đ/CP**.
- Giá hợp lý trên một cổ phần là **21,376 đồng/CP**

3. Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

Giả định:

- ROS giữ nguyên ở mức 7%, nhà máy thép giai đoạn 2 hoạt động với 20% công suất thiết kế trong năm 2013 và tăng dần tới 90% trong năm 2016. Dự án Mandarin Garden đóng góp 400 tỷ lợi nhuận trong năm 2013.
- WACC ước tính 17.5%, tốc độ tăng trưởng cuối là 5%
- Không trích lập dự phòng 264 tỷ đồng cổ phiếu Thép Hòa Phát bị cầm cố tại ACB

Giá hợp lý trên một cổ phần là **26,531 đồng/CP**

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Mức giá mua vào: 21,800 – 23,000

Mức giá kỳ vọng: 26.400

Mức giá cắt lỗ: 21,200



HPG là một cổ phiếu bluechips của sàn HSX, nằm trong danh mục của nhiều nhà đầu tư nước ngoài và quỹ đầu tư nên giá của HPG thường không giảm mạnh khi thị trường điều chỉnh. HPG hiện chiếm 6.5% danh mục của FTSE ETF và 2.4% danh mục của VNM ETF.

Sau chu kỳ tăng giá từ cuối tháng 11/2012, giá HPG đã có điều chỉnh giảm theo thị trường. Mức giá đóng cửa ngày 5/3 là 21,800 đ đã chạm đường hỗ trợ trong kênh tăng giá từ cuối tháng 11 cũng như tương đương với mức giá của đợt điều chỉnh ngày 23/1 trước đó. RSI cũng đã giảm về vùng quá bán.

Do đó nếu thị trường không giảm mạnh tiếp thì mức giá ngày 5/3 sẽ là mức giá thấp nhất trong đợt điều chỉnh. Tuy nhiên mức giá kỳ vọng trong ngắn hạn khó vượt mức đỉnh ngắn hạn là 26,400 đ/cp.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 1,10,11 BIDV Tower, 35 Hàng Vôi, Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8128508

Fax: 84 8 3 8128510

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH CƠ BẢN**Trần Thăng Long****Nguyễn Tuấn Anh****Trần Anh Tuấn****Nguyễn Thanh Hoa****Phạm Thị Thu Hằng****Trần Thị Bích Nhung****Khuyến cáo sử dụng:**

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.