

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)

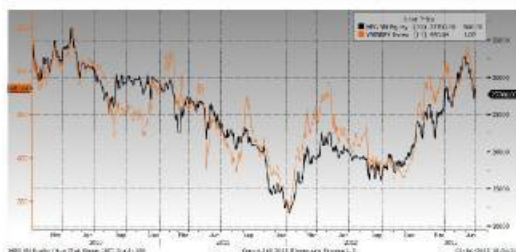
Khuyến nghị:

MUA

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá hiện tại (đồng)	27,700
Giá mục tiêu (đồng)	36,000
Lợi nhuận CL giá kỳ vọng	30.0%
Tỷ lệ cổ tức kỳ vọng	7.2%
Tổng lợi nhuận kỳ vọng	37.2%

Các chỉ số chính	01/07/2013
Ngành	Thép
Số lượng cổ phiếu phát hành	419,052,500
Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	11,607,755
Room nước ngoài (%)	6.6%
Cao nhất/thấp nhất trong 52 tuần	33,200 / 15,833
KLGD bình quân ngày 3 tháng	705,730
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	N/A
Diễn biến giá	1M 3M 6M
Thay đổi (%)	-15.55% -0.36% 31.90%
MQH với VN-Index (%)	-7.62% 5.28% 16.55%
Cơ cấu sở hữu	
Trong nước	57.61%
Nước ngoài	42.39%
Khác	
Trần Đình Long	24.12%
Vũ Thị Hiền	7.39%
DB AG & Deutsche AM (Asia) Ltd	6.95%



BỘ PHẬN PHÂN TÍCH

Lê Đình Minh Phương
Trưởng bộ phận phân tích
phuong.ld@kisvn.vn

Tôn Long Nhất Âu
Chuyên viên phân tích
au.tl@kisvn.vn

Lợi nhuận biên cao nhất ngành nhờ quy trình sản xuất khép kín

Nhờ vào công nghệ lò cao BOF và quy trình khép kín, HPG đã tạo ra sản phẩm với giá thành thấp hơn so với các công ty trong ngành khoảng 10%.

- Công nghệ BOF có quy trình sản xuất nhanh hơn và chi phí thấp hơn so với công nghệ lò cao trước đây. Ngoài ra, công nghệ BOF cho ra sản phẩm chất lượng cao hơn nên giá bán thường cao hơn các sản phẩm cùng loại sản xuất từ công nghệ EAF.
- HPG chủ động tới 70% nguồn nguyên liệu quặng sắt dành cho sản xuất thép. Chi phí khai thác ở các mỏ quặng của HPG chỉ vào khoảng 105 USD/tấn, thấp hơn 20% so với giá quặng sắt nhập khẩu giúp giá thành của HPG thấp hơn so với đối thủ khoảng 6% so với các đối thủ cùng ngành (giá quặng sắt chiếm 30% giá thành sản phẩm).
- Nguyên liệu than coke cũng được HPG sản xuất với chi phí chỉ khoảng 360 USD/tấn, thấp hơn khoảng 20% so với giá than nhập khẩu. Điều này giúp cho HPG tiết kiệm hơn 4% giá thành sản phẩm thép.
- Ngoài ra, nhiệt lượng trong quá trình sản xuất than coke cũng được HPG sử dụng để sản xuất điện. Ước tính đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu của khu liên hợp với giá chỉ bằng một nửa giá bán của EVN.

Cơ hội mở rộng thị phần trong thời điểm khó khăn

Tổng năng lực sản xuất thép hiện tại vào khoảng 9-10 triệu tấn/năm, cao hơn 50% so với nhu cầu thép. Tuy nhiên, chỉ khoảng 12% công ty thép ở Việt Nam sử dụng công nghệ hiện đại và 30% sử dụng công nghệ nâng cấp từ công nghệ cũ. Phần lớn các công ty thép tại Việt Nam đều sử dụng công nghệ lạc hậu sản xuất ra sản phẩm với giá thành cao hơn và chất lượng thấp hơn. Do đó, việc ngành thép tái cơ cấu là điều tất yếu, những công ty yếu kém sẽ bị đào thải. Thị phần hiện tại của 5 công ty thép lớn nhất khoảng 60% và sẽ được kỳ vọng tăng lên mức 80% trong thời gian tới. Đây là điều đã từng xảy ra ở những quốc gia khác trong khu vực. Trong 5 tháng đầu năm, mặc dù sản lượng tiêu thụ của các công ty thép thuộc VSA giảm so với cùng kỳ 2012 tuy nhiên sản lượng HPG và POM vẫn tăng so với cùng kỳ, thị phần tăng lên 14,3% từ mức 13,7% năm 2012 trong khi thị phần POM tăng từ 14,5% năm 2012 lên 16% đầu năm nay. Điều này cho thấy quá trình tái cơ cấu đã bắt đầu.

Mở rộng quy mô sản xuất để thúc đẩy tăng trưởng

Giai đoạn 2 của HPG dự kiến được đưa vào hoạt động kể từ tháng 9/2013 sẽ nâng công suất hiện tại của HPG từ 650.000 tấn lên 1.150.000 tấn/năm. Giai đoạn 1 đưa vào hoạt động năm 2010 đã giúp HPG tăng thị phần đáng kể từ 8,5% lên 13,2% năm 2011. Như vậy, việc đưa vào vận hành giai đoạn 2 cũng sẽ giúp HPG thúc đẩy tăng trưởng thị phần, nhất là trong giai đoạn các công ty khác trong ngành đang gặp khó khăn. Do chậm tiến độ nên tăng trưởng về sản lượng của HPG sẽ đạt khoảng 20% trong năm nay.

Hưởng lợi tích cực từ gói cứu trợ bất động sản

Trong bối cảnh lạm phát và tăng trưởng kinh tế đều giảm mạnh, chính phủ đã có những động thái mở rộng chính sách tài khóa và tiền tệ. Riêng đối với lĩnh vực bất động sản chính phủ đã có gói kích cầu 30.000 tỷ nhằm phá băng cho bất động sản cùng với việc giảm 50% thuế VAT đang mang lại những hiệu ứng tích cực. Bên cạnh đó, việc các ngân hàng thương mại hạ điều kiện cho vay mua nhà ở, tâm lý nhà đầu tư tin tưởng hơn vào thị trường. Tại Hà Nội và TP Hồ Chí Minh, nhiều dự án phát triển nhà ở có xu hướng chuyển đổi cơ cấu căn hộ sang diện tích nhỏ, hoặc chuyển đổi công năng từ nhà ở thương mại sang nhà ở xã hội. Chúng tôi kỳ vọng các động thái trên sẽ kích thích tiêu thụ thép tăng trưởng trở lại.

Cập nhật thông tin dự án Madarin

Dự án trong giai đoạn hoàn thiện và dự kiến sẽ giao nhà trong tháng 9/2013. Nhờ việc áp dụng linh động giảm giá căn hộ tới gần 50%, từ mức 45 triệu đồng/m² dự kiến xuống chỉ còn khoảng 26 triệu đồng/m² chưa có nội thất, HPG đã bán được 700 căn trên tổng số 999 căn của dự án. Theo dự kiến, HPG sẽ chỉ ghi nhận khoảng 1.000 tỷ doanh thu và 100 tỷ lợi nhuận từ dự án này trong quý IV năm nay.

Chi phí tài chính giảm mạnh

Vốn là công ty có hệ số vay nợ cao nên lãi suất cho vay giảm từ cuối năm 2012 đã giảm bớt gánh nặng chi phí cho HPG. Hiện tại, các khoản vay ngắn hạn của HPG chỉ khoảng từ 6 – 7% thay vì mức 14 - 16% so với cách đây 1 năm. Cụ thể, trong quý 1/2013, chi phí lãi vay đã giảm xuống mức 81,4 tỷ thay vì 176 tỷ cùng kỳ năm ngoái. Lãi suất dự kiến sẽ khó tăng trở lại trong tương lai gần sẽ giúp HPG tiết kiệm đáng kể chi phí tài chính trong năm nay.

Dự tính hoàn nhập dự phòng từ nợ khó đòi

Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng HPG sẽ có thể lấy lại được số tiền liên quan đến tranh chấp về 20 triệu cổ phiếu Thép Hòa Phát với ACB Hà Nội. Trong năm 2012, HPG đã trích lập dự phòng phải thu khó đòi trị giá 164 tỷ đồng trên tổng số 264 tỷ đồng phải thu khó đòi, chính là giá trị ban đầu của thương vụ. Hiện có vẻ những khúc mắc liên quan đến thương vụ này chỉ là vấn đề thời gian thực hiện không thuận lợi và về bản chất đây là một giao dịch bình thường giữa HPG và ACB Hà Nội. Theo đó, các nhân vật có liên quan đã bị bắt giữ trước khi thương vụ hoàn tất nên thương vụ đã không thể kết thúc. Hiện tất cả các bên đã và đang phối hợp để tháo gỡ vấn đề. Nếu giải quyết được vấn đề này trong năm nay, thì HPG có thể hoàn nhập dự phòng và ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường 164 tỷ đồng trong năm 2013.

Yếu tố cạnh tranh trong ngành

Ngành thép Việt Nam đa phần là các công ty thép xây dựng như thép thanh, ngoại trừ HSG là công ty chuyên sản xuất tôn mạ. Cả nước có khoảng 27 công ty thép thuộc Hiệp hội thép Việt Nam, trong đó 5 công ty dẫn đầu đã chiếm tới 60% thị phần với POM (16%), HPG (14.3%), TISCO (12.2%). Thị trường Miền Bắc tiêu thụ khoảng 40-45% sản lượng và áp lực cạnh tranh rất lớn do hiện diện nhiều công ty thép quy mô lớn như HPG, TISCO, VIS. Thị trường miền Nam mặc dù chiếm tới 55-60% sản lượng tuy nhiên áp lực cạnh tranh thấp hơn do không có nhiều công ty lớn và nhiều công ty có công nghệ lạc hậu hoặc thuộc sở hữu của nhà nước.

Định giá hấp dẫn

Với kết quả kinh doanh quý 1/2013 đạt 456,9 tỷ đồng, chúng tôi dự báo HPG sẽ đạt lợi nhuận sau thuế năm 2013 khoảng 1.500 tỷ đồng tương đương EPS 3.600 đồng. Với mức P/E dự kiến năm 2013 là 10x, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA VÀO đối với HPG trong 12 tháng tới với giá mục tiêu là 36.000 đồng.

Các yếu tố rủi ro tiềm ẩn**Rủi ro bị loại khỏi danh mục ETF**

Room cho nhà đầu tư nước ngoài hiện tại của HPG chỉ còn khoảng 6,6% từ 11% đầu năm 2013. Nếu xu hướng mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục room khối ngoại có thể giảm xuống dưới 5%, không đáp ứng được yêu cầu của ETF. Khi đó, hai quỹ ETF có thể sẽ loại HPG ra khỏi danh mục và tạo áp lực cung khá lớn lên thị trường.

Rủi ro tăng giá điện

Theo dự thảo cơ cấu giá bán lẻ điện đang được Bộ Công Thương soạn thảo và dự kiến sẽ áp dụng từ ngày 1-7 tới, giá điện cho các ngành sản xuất dự kiến sẽ tăng, trong đó ngành thép và xi măng sẽ bị áp giá điện riêng. Theo đó, giá điện cho ngành thép và xi măng sẽ tăng cao hơn các doanh nghiệp khác khoảng 2-6%. Nếu dự thảo được thông qua, chi phí đầu vào của các doanh nghiệp ngành thép sẽ tăng mạnh trong bối cảnh các doanh nghiệp trong ngành đang gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, đối với HPG, do chủ động được 30% lượng điện dành cho sản xuất nên tác động đến HPG sẽ được giảm nhẹ so với các doanh nghiệp cùng ngành.

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Đơn vị: triệu đồng	2008	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	8,364,805	8,123,395	14,267,084	17,851,897	16,826,852	18,509,537
EBITDA	1,190,244	1,877,919	2,364,276	2,795,535	2,220,430	
EBIT	1,013,442	1,655,051	2,004,836	2,253,612	1,624,203	1,991,019
Lãi ròng	854,191	1,271,888	1,349,314	1,236,438	994,024	1,489,743
Cổ tức	1,515	505	2,273	1,000	1,000	2,000
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu	10,574	12,600	15,249	17,909	19,294	20,849
Tiền mặt & các khoản tương đương tiền	510,218	1,480,491	1,047,177	1,064,384	1,294,494	
Tổng tài sản	5,639,375	10,243,240	14,903,658	17,524,683	19,015,763	
Vốn lưu động	2,592,678	842,728	1,729,612	2,839,064	2,858,779	
Nợ dài hạn	6,035	503,748	1,544,868	1,869,050	1,455,709	
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	726,058	41,697	449,001	487,904	2,335,442	
Chi tiêu vốn	(463,641)	(1,458,257)	(979,887)	(1,723,753)	(1,828,105)	
Ngân lưu tự do	262,416	(1,416,559)	(530,886)	(1,235,849)	507,337	

	2008	2009	2010	2011	2012	TB
Tỷ lệ lãi gộp	15.0%	24.3%	17.2%	16.1%	14.8%	17.5%
Tỷ lệ lãi EBITDA	14.2%	23.1%	16.6%	15.7%	13.2%	16.6%
Tỷ lệ lãi EBIT	12.1%	20.4%	14.1%	12.6%	9.7%	13.8%
Tỷ lệ lãi ròng	10.2%	15.7%	9.5%	6.9%	5.9%	9.6%
ROA	16.4%	16.0%	10.7%	7.6%	5.4%	11.2%
ROE	23.6%	28.2%	23.9%	17.9%	12.8%	21.3%
Vòng quay tổng tài sản	1.6	1.0	1.1	1.1	0.9	1.2
Tổng tài sản/VCSH	1.3	2.0	2.2	2.2	2.2	2.0
Kỳ thu tiền bình quân	22.82	27.16	32.86	34.20	27.02	28.81
Kỳ trả tiền bình quân	15.56	19.62	17.76	20.00	30.41	20.67
Chỉ số thanh toán hiện hành	3.06	1.18	1.28	1.43	1.39	1.67
Chỉ số thanh toán nhanh	1.37	0.52	0.52	0.39	0.34	0.63
Tổng nợ/tổng nguồn vốn	0.12	0.45	0.45	0.47	0.42	0.38
Tổng nợ/VCSH	0.14	0.81	0.83	0.87	0.74	0.68

Định giá	31/03/2013	5 năm		
		Cao nhất	Thấp nhất	Trung Bình
P/E (LTM)	8.66	11.81	4.47	8.27
P/E (NTM)	6.57	13.80	3.32	7.66
P/B	1.28	2.34	0.74	1.51
P/CF	5.65	275.49	3.74	54.89
P/S	0.65	1.41	0.31	0.74
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.06	7.59	4.26	6.03
Giá trị doanh nghiệp/Doanh thu	0.98	1.75	0.67	1.03
Tỷ suất cổ tức		9.5%	0.0%	3.8%

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.

Liên hệ

Trụ sở chính

Tòa nhà Maritime Bank
Tầng 3, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: +84 8 3838 6068-3914 8585.
Fax: +84 8 3821 6898-38216899

Chi nhánh Hà Nội

Tòa nhà CTM
Tầng 6, 299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
ĐT: (844) 3974 4448
Fax: (844) 3974 4501

Phòng Phân tích

Trưởng phòng Phân tích
Lê Đình Minh Phương
phuong.ld@kisvn.vn