

Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

14 tháng 10, 2013

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **36.324**

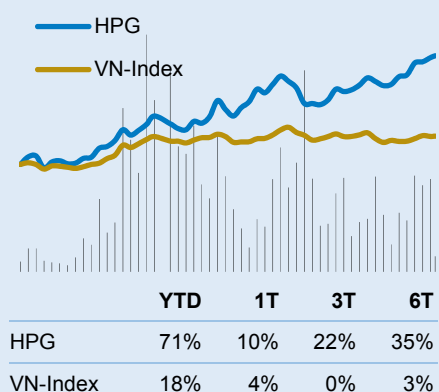
Giá thị trường (14/10/2013) 36.000

Lợi nhuận kỳ vọng 1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.280-36.400
Vốn hóa	15.086 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	419.052.533 CP
KLGD bình quân 10 ngày	651.681 CP
% sở hữu nước ngoài	43,87%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 VNĐ /CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6%
Beta	1.19

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai trang@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG

Reuters: HPG.HM

Bloomberg: HPG VN

Thu hồi khoản phải thu từ CTCP đầu tư Hà Nội ACB

Dự báo KQKD Q3/2013. Chúng tôi ước tính trong Q3/2013, HPG có thể đạt được 4.121 tỷ đồng doanh thu và 486 tỷ đồng LNST, tăng trưởng 2% về doanh thu và 57% về lợi nhuận so với cùng kỳ 2012.

- **Dự án Khu liên hợp Thép giai đoạn II.** Lò cao giai đoạn II đã đi vào hoạt động từ ngày 8/10/2013, chính thức đưa toàn bộ Khu liên hợp vào vận hành đồng bộ. Tính đến cuối Q3/2013, tổng vốn vay dài hạn cho Giai đoạn II khoảng 1.500 tỷ trên tổng vay dài hạn của toàn Tập đoàn khoảng 2.400 – 2.500 tỷ.
- **Than coke.** Để chuẩn bị trước nguyên liệu cho Khu liên hợp giai đoạn II, nhà máy coke II đã vận hành từ 21/8/2013, tuy nhiên mới chỉ đưa vào vận hành 40 trên tổng số 80 buồng lò với tổng công suất 175.000 tấn/năm. Trong tháng 9/2013, coke II mới hoạt động cầm chừng với sản lượng dưới 10.000 tấn và được coi như vẫn trong giai đoạn vận hành thử nghiệm do đó chưa bị trích khấu hao.

Triển vọng 2013. HPG đặt mục tiêu huy động 60% công suất của giai đoạn II trong Q4/2013, tương đương sản lượng giai đoạn II đạt 75.000 tấn và sản lượng tiêu thụ bình quân tháng của toàn Tập đoàn phải đạt gần 80.000 tấn trong Q4/2013, tăng trưởng hơn 40% so với bình quân trong Q3/2013. Chúng tôi tin tưởng HPG có thể hoàn thành mục tiêu này và giả định trong cả năm 2013, HPG có thể tiêu thụ được 720.000 tấn thép, tăng trưởng 14% so với 2012. Nếu giữ nguyên kế hoạch hạch toán 20% Mandarin trong năm 2013, HPG có thể đạt 18.616 tỷ đồng doanh thu và 1.820 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 10% về doanh thu và 77% về lợi nhuận so với năm 2012.

Khuyến nghị. Giá cổ phiếu HPG đã tăng 22% sau báo cáo cập nhật Q2/2013 và đã khá sát giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra (36.324 VNĐ/cổ phần). P/E của cổ phiếu HPG sau khi loại trừ lợi nhuận đột biến 104 tỷ từ bán cổ phần công ty cấp 2 trong Q1/2013 và 164 tỷ hoàn nhập dự phòng trong Q3/2013 hiện ở mức 9,66 lần, không phải là mức quá hấp dẫn để đưa ra quyết định đầu tư. Do đó chúng tôi giảm khuyến nghị đối với HPG xuống **NEUTRAL**.

Một số chỉ tiêu tài chính của HPG

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q3/2012	Q3/2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	17.852	16.858	18.616	4.022	4.121
EBITDA (tỷ đồng)	2.800	2.300	3.177	606	794
EBIT (tỷ đồng)	2.255	1.733	2.535	461	649
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1.297	1.031	1.820	310	486
EPS (đồng/cổ phần)	2.951	2.372	4.189	739	1.160
P/E (x)	12,20	15,18	8,59	48,74	31,05
P/B (x)	1,47	1,79	1,56	1,79	1,56
ROA (%)	7%	5%	9%	2%	2%
ROE (%)	17%	13%	21%	4%	6%

Báo cáo cập nhật Q3/2013
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	43,87%
Sở hữu khác	56,13%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Trần Đình Long	24,11%
Deutsche Bank AG London	6,42%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft và Deutsche Asset Management (Asia) Limited	5,42%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	8.123	14.267	17.852	16.858	18.616
Giá vốn	6.147	11.808	14.979	14.381	15.628
Lợi nhuận gộp	1.976	2.459	2.873	2.477	2.988
Doanh thu tài chính	132	205	329	183	195
Chi phí tài chính	281	694	1.070	604	482
Lợi nhuận sau thuế	1.271	1.371	1.297	1.031	1.820

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.480	1.047	1.064	1.484	1.360
Các khoản phải thu ngắn hạn	883	1.850	1.897	1.646	2.027
Hàng tồn kho	2.557	4.540	6.347	6.749	7.467
Tài sản cố định hữu hình	876	3.982	4.392	4.346	7.645
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.102	697	273	26	26
Tổng tài sản	10.243	14.924	17.525	18.957	21.280
Nợ ngắn hạn	4.639	6.137	6.647	7.303	7.525
Nợ dài hạn	539	2.045	2.914	3.076	4.011
Vốn chủ sở hữu	4.825	6.404	7.414	8.085	8.874
Tổng nguồn vốn	10.243	14.924	17.525	18.957	21.280

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-3%	76%	25%	-6%	10%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	48%	8%	-5%	-21%	77%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	24%	17%	16%	15%	16%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16%	10%	7%	6%	10%
ROA (%)	16%	11%	8%	6%	9%
ROE (%)	29%	24%	19%	13%	21%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	51%	55%	55%	55%	54%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	107%	128%	129%	128%	130%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	6.477	4.314	2.951	2.372	4.189
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	24.394	20.833	24.538	20.072	23.022

Thu hồi khoản phải thu từ CTCP đầu tư Hà Nội ACB

Tình hình tiêu thụ của ngành thép xây dựng. Sản lượng tiêu thụ của toàn ngành trong tháng 7 & 8/2013 tăng trưởng lần lượt 12% và 3% so với cùng kỳ 2012, tuy nhiên trong tháng 9/2013 sụt giảm nhẹ khoảng 3% do điều kiện thời tiết mưa nhiều ảnh hưởng tới tiến độ thực hiện các dự án xây dựng. Tính chung 9 tháng đầu năm, ngành thép đạt mức tăng trưởng khoảng 3% với tổng sản lượng tiêu thụ 3,38 triệu tấn.

Sản lượng tiêu thụ toàn ngành theo tháng (nghìn tấn)

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
2012	234	389	522	444	352	298	351	356	362
2013	404	253	451	420	386	351	395	368	350
Chênh lệch	73%	-35%	-14%	-5%	10%	18%	12%	3%	-3%

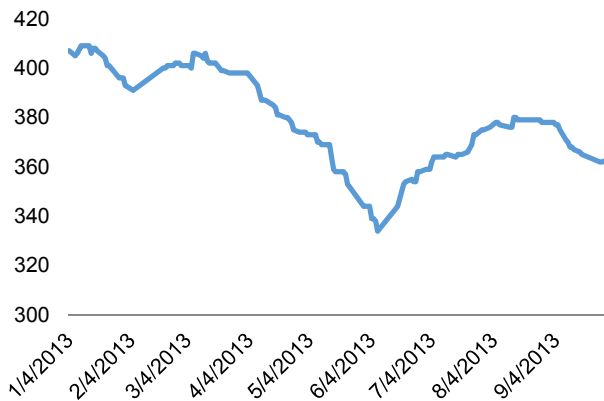
Nguồn: Hiệp hội thép, BVSC tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ HPG. HPG tiếp tục là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu ngành về tăng trưởng trong Q3/2013 với sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 167.000 tấn, tăng 14% so với cùng kỳ 2012. Lũy kế 9 tháng đầu năm, HPG tiêu thụ được 491.600 tấn, đạt tốc độ tăng trưởng 8% - gấp 2,8 lần so với trung bình ngành; trong khi đối thủ cạnh tranh chính là thép Thái Nguyên (TISCO) sụt giảm gần 3% (số liệu 8T/2013 – Hiệp hội thép). Nhiều doanh nghiệp lớn khác tại miền Bắc cũng chịu sụt giảm mạnh về sản lượng hoặc đạt mức tăng trưởng thấp trong 8 tháng đầu năm, như Việt Đức (-24%), Việt Ý (0,82%), SSE (-32%). Nhờ giá thành sản xuất cạnh tranh, thị phần của HPG tiếp tục được mở rộng lên 14,6% so với mức 14,2% cuối Q2/2013.

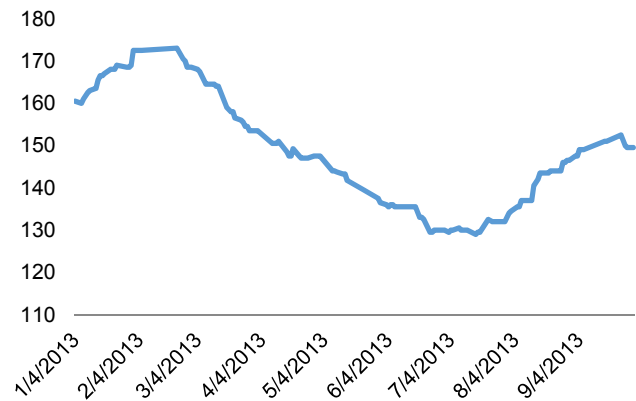
Giá nguyên liệu đầu vào. Nguồn quặng sắt HPG sử dụng trong Q3 vẫn được lấy từ hợp đồng mua 100.000 tấn với HAG đã ký trước đó và phần công ty tự sản xuất do đó giá quặng đầu vào trong Q3 ổn định ở mức 1,8 triệu đồng/tấn. Tuy nhiên giá thép phế và than luyện coke đều có xu hướng tăng khá mạnh trong Q3. Giá phế Thép Nhí Kỳ HMS 80:20 CFR đã tăng 12% từ mức thấp nhất trong vòng 47 tháng trở lại đây (334 USD/tấn) tại ngày 7/6/2013 lên 379 USD/tấn ngày 27/8/2013. Giá than luyện coke cũng tăng từ mức 130 USD/tấn cuối tháng 6/2013 lên 149,5 USD/tấn (30/9/2013).

Báo cáo cập nhật Q3/2013

Giá phế HMS 80:20 CFR



Giá coking coal



đến cuối Q3/2013, tổng vốn vay dài hạn cho Giai đoạn II khoảng 1.500 tỷ trên tổng vay dài hạn của toàn Tập đoàn khoảng 2.400 – 2.500 tỷ.

Than coke. Dự án coke II đã có thể đi vào hoạt động từ năm 2012 tuy nhiên HPG muốn tạm hoãn để đợi Khu liên hợp giai đoạn II hoàn thành. Điều này là hợp lý khi ngay cả dự án coke I của HPG vẫn chưa được huy động tối đa công suất. Năm 2012, sản lượng của nhà máy coke I chỉ đạt 280.000 tấn trên công suất 350.000 tấn do hoạt động xuất khẩu gặp nhiều khó khăn. Trong 6 tháng đầu năm 2013, HPG cũng mới xuất khẩu được khoảng 10.000 tấn coke và ngoài phục vụ cho Khu liên hợp I (khoảng 14.000 tấn/tháng) thì được bán ra bên ngoài cho các lò luyện kim ferro, manga khoảng 5.000 – 7.000 tấn/tháng.

Để chuẩn bị trước nguyên liệu cho Khu liên hợp giai đoạn II, nhà máy coke II đã vận hành từ 21/8/2013, tuy nhiên mới chỉ đưa vào vận hành 40 trên tổng số 80 buồng lò với tổng công suất 175.000 tấn/năm. Trong tháng 9/2013, coke II mới hoạt động cầm chừng với sản lượng dưới 10.000 tấn và được coi như vẫn trong giai đoạn vận hành thử nghiệm do đó chưa bị trích khấu hao. Dự án coke II hiện vay dài hạn khoảng 488 tỷ tuy nhiên do mới chỉ đưa vào vận hành 50% dây chuyền, chi phí tài chính cho coke II có thể sẽ tiếp tục được vốn hóa trong Q4/2013.

Hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi. HPG đã thu hồi được 264 tỷ đồng từ CTCP đầu tư Hà Nội ACB trong Q3/2013 do đó khoản 164 tỷ dự phòng trích lập cuối năm 2012 sẽ được ghi nhận vào trong KQKD Q3/2013.

Bất động sản. Trong Q3/2013, Mandarin Gardan đã tiêu thụ được khoảng 100 căn, nâng tổng số căn lấp đầy lên 800/1.000 căn hộ. HPG đã bắt đầu tiến hành giao nhà và theo điều khoản trong hợp đồng, thời gian giao nhà chậm nhất là cuối Q1/2014.

Chúng tôi ước tính trong Q3/2013, HPG có thể đạt được 4.121 tỷ đồng doanh thu và 486 tỷ đồng LNST, tăng trưởng 2% về doanh thu và 57% về lợi nhuận so với cùng kỳ 2012.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2013 của HPG

Chỉ tiêu	Q3/2012	Q3/2013F	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	4.022	4.121	2%	12.622	12.401	-2%
- Sản lượng tiêu thụ (tấn)	147.778	168.999	14%	455.760	491.602	8%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	310	486	57%	852	1.499	76%

Nguồn: DPM, BVSC ước tính

Triển vọng 2013

Với việc đưa vào vận hành dự án Thép và than coke giai đoạn II, mô hình hoạt động của HPG trong vòng 5 năm tới có thể đã được thiết lập một cách ổn định khi tất cả các dự án lớn đều đã hoàn thành. HPG đặt mục tiêu huy động 60% công suất của giai đoạn II trong Q4/2013, tương đương sản lượng giai đoạn II

Báo cáo cập nhật Q3/2013

đạt 75.000 tấn và sản lượng tiêu thụ bình quân tháng của toàn Tập đoàn phải đạt gần 80.000 tấn trong Q4/2013, tăng trưởng hơn 40% so với bình quân trong Q3/2013. Chúng tôi tin tưởng HPG có thể hoàn thành mục tiêu này và giả định trong cả năm 2013, HPG có thể tiêu thụ được 720.000 tấn thép, tăng trưởng 14% so với 2012. Nếu giữ nguyên kế hoạch hạch toán 20% Mandarin trong năm 2013, HPG có thể đạt 18.616 tỷ đồng doanh thu và 1.820 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 10% về doanh thu và 77% về lợi nhuận so với năm 2012.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013 của HPG

Chỉ tiêu	2012	2013F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	16.858	18.616	10%	Giá thép xây dựng được giả định tăng trong Q4/2013, trung bình ở mức 13.600 VNĐ/kg do giá nguyên liệu đầu vào ở mức cao, và nhu cầu tiêu thụ tăng do tính mùa vụ. Sản lượng tiêu thụ thép trong Q4 được giả định 228.000 tấn. Doanh thu từ Mandarin có thể đóng góp khoảng 900 tỷ đồng trong Q4.
Giá vốn	14.381	15.628	9%	
Lợi nhuận gộp	2.477	2.988	21%	Biên lợi nhuận gộp từ thép trong Q4 có thể giảm so với 3 quý trước do Khu liên hợp mới đi vào hoạt động, hiệu suất sử dụng chưa cao và các chi phí cố định lớn.
Doanh thu tài chính	183	195	6%	
Chi phí tài chính	604	482	-20%	Chi phí lãi vay trong Q4 tăng khoảng 40 tỷ so với các quý trước khi bắt đầu hạch toán vay nợ của Thép II. Giả định lãi vay của Coke II vẫn được vốn hóa do còn 50% dây chuyền chưa đưa vào sản xuất.
Chi phí bán hàng	274	303	10%	
Chi phí QLDN	591	281	-52%	Chi phí QLDN giảm mạnh do hoàn nhập dự phòng 164 tỷ thu hồi được từ CTCP đầu tư Hà Nội ACB.
Lợi nhuận trước thuế	1.205	2.119	76%	
Lợi nhuận sau thuế	1.031	1.820	77%	
EPS	2.372	4.189	77%	

Khuyến nghị đầu tư

Giá cổ phiếu HPG đã tăng 22% sau báo cáo cập nhật Q2/2013 và đã khá sát giá kỳ vọng do chúng tôi đưa ra (36.324 VNĐ/cổ phần). P/E của cổ phiếu HPG sau khi loại trừ lợi nhuận đột biến 104 tỷ từ bán cổ phần công ty cấp 2 trong Q1/2013 và 164 tỷ hoàn nhập dự phòng trong Q3/2013 hiện ở mức 9,66 lần, không phải là mức quá hấp dẫn để đưa ra quyết định đầu tư. Do đó chúng tôi giảm khuyến nghị đối với HPG xuống **NEUTRAL**.

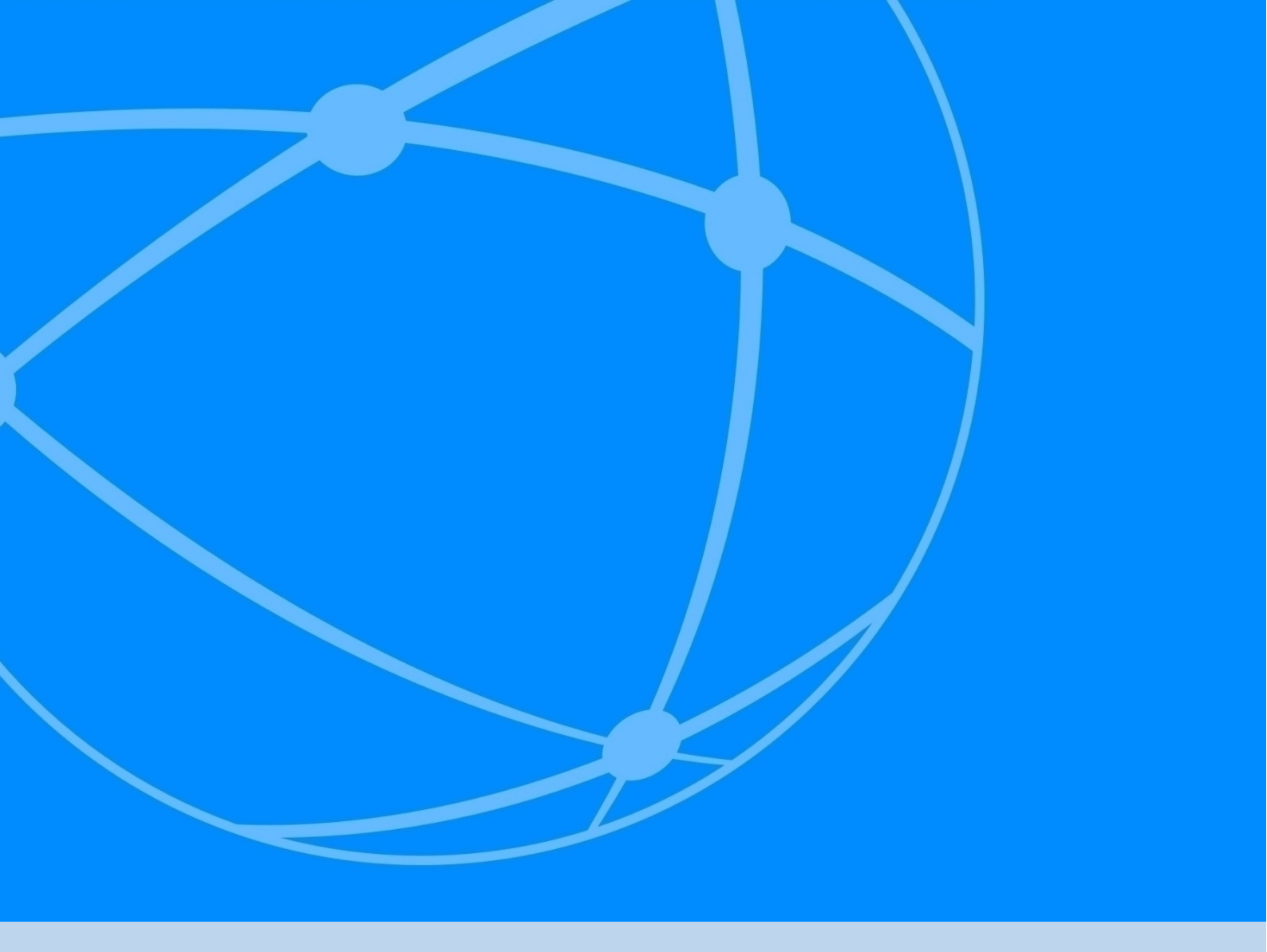
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999