

Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

08 tháng 01, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **46.436**

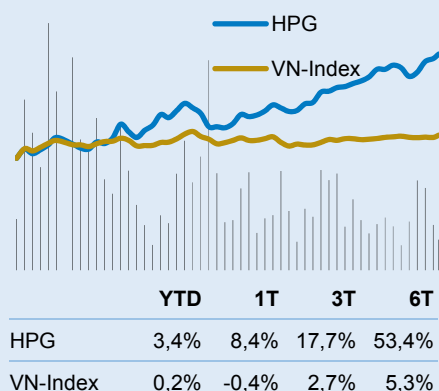
Giá thị trường (08/01/2014) 42.500

Lợi nhuận kỳ vọng 9%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.000-42.500
Vốn hóa	17.810 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	419.052.533 CP
KLGD bình quân 10 ngày	520.119 CP
% sở hữu nước ngoài	45,2%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 VND/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,7%
Beta	1,08

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG

Reuters: HPG.HM

Bloomberg: HPG VN

Vươn lên vị trí dẫn đầu về sản lượng tiêu thụ toàn ngành

Khu liên hợp giai đoạn II đi vào hoạt động ổn định. Việc đưa vào vận hành lò cao II đạt mức tối đa công suất đã giúp cho Khu liên hợp II của HPG được huy động với hiệu suất bình quân khoảng 60% - 70% trong Q4/2013, trong đó khâu cán thép đạt khoảng 40% - 50% và lò cao khoảng 80% - 90%. Nhờ việc đưa Khu liên hợp II vào hoạt động từ đầu tháng 10/2013, sản lượng thép của HPG đã tăng trưởng mạnh trong Q4 và đã vượt lên Pomina để trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về sản lượng tiêu thụ của toàn ngành. Thị phần HPG đã tăng từ mức 14,5% tháng 9/2013 lên 14,8% trong tháng 10/2013 và lên 15% tháng 11/2013.

Dự báo LN 2013. Chúng tôi ước tính năm 2013 HPG có thể đạt được 17.709 tỷ đồng doanh thu và 1.854 tỷ đồng LNST (chưa loại trừ lợi ích của cổ đông thiểu số), tăng 5% về doanh thu và 80% về lợi nhuận so với năm 2012. Doanh thu không tăng trưởng nhiều tuy nhiên lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu do biên lợi nhuận gộp năm 2013 được cải thiện, chi phí tài chính giảm mạnh, hoàn nhập dự phòng 164 tỷ phải thu khó đòi và thu được khoản doanh thu tài chính 105,9 tỷ từ bán cổ phần tại một công ty trực thuộc Tập đoàn.

Triển vọng 2014. Doanh thu và lợi nhuận năm 2014 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ thép tăng, cùng với việc tăng tỷ lệ hạch toán Mandarin Garden. Chúng tôi ước tính năm 2014 HPG có thể đạt 27.450 tỷ đồng doanh thu và 2.242 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 55% về doanh thu và 21% về lợi nhuận so với năm 2013.

Khuyến nghị đầu tư. Khu liên hợp giai đoạn II đi vào hoạt động đã có thể nhanh chóng đạt được hiệu suất tối đa của lò BOF sau chưa đến 3 tháng vận hành. P/E 2014 của HPG theo dự báo của chúng tôi hiện ở mức 8,06 lần, là mức thấp nhất nếu so sánh với các doanh nghiệp thép trong khu vực có mức vốn hóa trên 500 triệu USD. Đồng thời so sánh trong ngành thép Việt Nam, HPG là doanh nghiệp dẫn đầu, có hiệu quả hoạt động tốt nhất và có giá thành cạnh tranh ngang với các doanh nghiệp thép lớn trong khu vực. Do đó chúng tôi nâng khuyến nghị NEUTRAL lên **OUTPERFORM** đối với HPG.

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q4/2012	Q4/2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	17.852	16.858	17.709	4.236	5.235
EBITDA (tỷ đồng)	2.800	2.300	3.123	451	694
EBIT (tỷ đồng)	2.255	1.733	2.566	306	516
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1.297	1.031	1.854	178	334
EPS (đồng/cổ phần)	2.951	2.372	4.268	425	1.159
P/E (x)	14,10	17,54	9,75	97,86	35,88
P/B (x)	1,70	2,07	1,80	2,07	1,80
ROA (%)	7%	5%	9%	1%	2%
ROE (%)	17%	13%	21%	2%	4%

Báo cáo cập nhật Q4/2013
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	45,2%
Sở hữu khác	54,8%

CỔ ĐÔNG 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)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	14.267	17.852	16.858	17.709	27.450
Giá vốn	11.808	14.979	14.381	14.740	23.418
Lợi nhuận gộp	2.459	2.873	2.477	2.969	4.033
Doanh thu tài chính	205	329	183	230	101
Chi phí tài chính	694	1.070	604	467	572
Lợi nhuận sau thuế	1.371	1.297	1.031	1.854	2.242

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.047	1.064	1.484	1.336	2.036
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.850	1.897	1.646	1.928	3.161
Hàng tồn kho	4.540	6.347	6.749	6.798	6.669
Tài sản cố định hữu hình	3.982	4.392	4.346	7.633	6.866
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	697	273	26	26	26
Tổng tài sản	14.924	17.525	18.957	20.430	22.515
Nợ ngắn hạn	6.137	6.647	7.303	5.271	8.164
Nợ dài hạn	2.045	2.914	3.076	5.369	3.175
Vốn chủ sở hữu	6.404	7.414	8.085	8.904	10.105
Tổng nguồn vốn	14.924	17.525	18.957	20.430	22.515

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	76%	25%	-6%	5%	55%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8%	-5%	-21%	80%	21%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17%	16%	15%	17%	15%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10%	7%	6%	10%	8%
ROA (%)	11%	8%	6%	9%	10%
ROE (%)	24%	19%	13%	22%	24%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	55%	55%	55%	52%	50%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	128%	129%	128%	120%	112%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.314	2.951	2.372	4.268	5.160
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.833	24.538	20.072	23.133	26.448

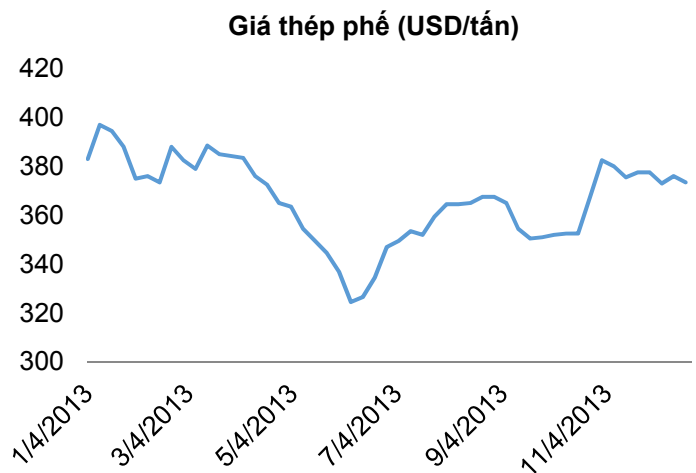
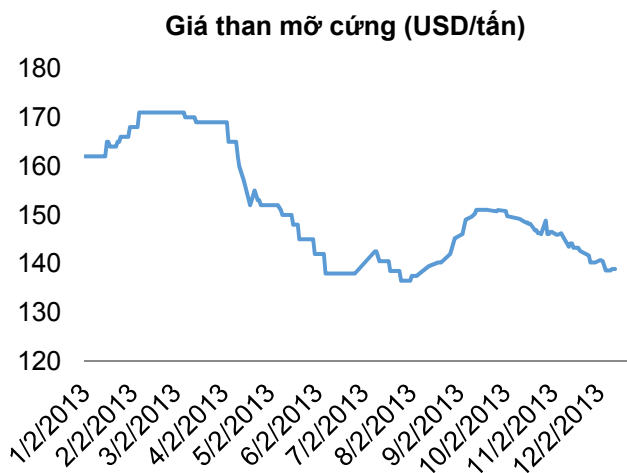
Vươn lên dẫn đầu về sản lượng

Khu liên hợp giai đoạn II chính thức được đưa vào hoạt động đồng bộ từ ngày 8/10/2013. Bình quân trong Q4/2013, Khu liên hợp II được huy động với hiệu suất bình quân khoảng 60% - 70%, trong đó khâu cán thép đạt khoảng 40% - 50% và lò cao khoảng 80% - 90%. Sản lượng phôi từ Lò cao II ngoài việc cung cấp cho Nhà máy Cán II còn được phục vụ cho nguồn phôi vốn thiếu hụt từ trước tại Nhà máy cán thép tại Hưng Yên (có công suất 300.000 tấn/năm, trong khi Nhà máy phôi tại Hưng Yên chỉ đạt công suất 250.000 tấn/năm). Phần sản lượng dư thừa sẽ được tiêu thụ nội địa hoặc xuất khẩu. Lượng phôi xuất khẩu của HPG trong Q4/2013 đạt khoảng 12.000 tấn, thông qua 1 hợp đồng xuất khẩu phôi đi Philippines với giá bán khoảng 11,3 triệu VNĐ/tấn. Ngoài ra, HPG mới ký được hợp đồng tiêu thụ phôi nội địa khoảng 20.000 tấn, với thời gian thực hiện từ T12/2013 - T2/2014.

Các nhà máy thép và than coke của HPG					
	Vốn ĐT (tỷ VNĐ)	Hoạt động	Địa điểm	Công suất (tấn/năm)	Hiệu suất
THÉP XÂY DỰNG					
I. Nhà máy tại Hưng Yên	501				
Thép cán	264	T6/2002	KCN Như Quỳnh, Hưng Yên	300.000	100%
Phôi thép	237	T7/2004	KCN Như Quỳnh, Hưng Yên	250.000	100%
II. Khu liên hợp giai đoạn I	2.400				
Thép cán		T6/2010	Kinh Môn, Hải Dương	350.000	100%
Phôi thép		T6/2010	Kinh Môn, Hải Dương	350.000	100%
III. Khu liên hợp giai đoạn II	3.200				
Thép cán		T10/2013	Kinh Môn, Hải Dương	500.000	40%-50%
Phôi thép		T10/2013	Kinh Môn, Hải Dương	500.000	80%-90%
THAN COKE					
Giai đoạn I	1.400				
Nhà máy coke I		T10/2009	Kinh Môn, Hải Dương	350.000	80%
Nhà máy điện I		T10/2009	Kinh Môn, Hải Dương	15MW	
Giai đoạn II	1.300				
Nhà máy coke II		T9/2013	Kinh Môn, Hải Dương	350.000	
Nhà máy điện II		T9/2013	Kinh Môn, Hải Dương	27MW	
ỐNG THÉP					
Nhà máy ống thép I		1996	KCN Như Quỳnh, Hưng Yên	120,000	100%
Nhà máy Bình Dương		T8/2010	KCN Sóng Thần 2, Dĩ An, Bình Dương	40,000	100%
Nhà máy cán nguội		T8/2011	KCN Phố Nối A, Hưng Yên	40,000	100%

Vượt qua Pomina trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về thị phần. Nhờ đưa Khu liên hợp II vào hoạt động từ đầu tháng 10/2013, sản lượng thép của HPG đã tăng trưởng mạnh trong Q4. Theo thống kê của Hiệp hội thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm tháng 10 và 11 của HPG đạt bình quân 70.663 tấn/tháng, tăng trưởng 22% so với cùng kỳ năm 2012. Một điểm đáng chú ý là ngay sau khi Khu liên hợp đi vào hoạt động, HPG đã vượt lên Pomina để trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về sản lượng tiêu thụ của toàn ngành, mặc dù Pomina hiện vẫn hơn HPG về công suất thiết kế (công suất Pomina đạt 1,6 triệu tấn thép và 1,5 triệu tấn phôi; công suất của HPG là 1,15 triệu tấn thép và 1,1 triệu tấn phôi). Điều này cho thấy sức cạnh tranh và hệ thống đại lý được xây dựng rất mạnh của Hòa Phát, có thể mở rộng thị trường ngay khi có điều kiện. Thị phần HPG đã tăng từ mức 14,5% tháng 9/2013 lên 14,8% trong tháng 10/2013 và lên 15% tháng 11/2013. Tính chung 11 tháng đầu năm, tổng sản lượng của HPG đạt 632.903 tấn, đạt mức tăng trưởng 10,7%; cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng chung của ngành thép xây dựng (2,25%).

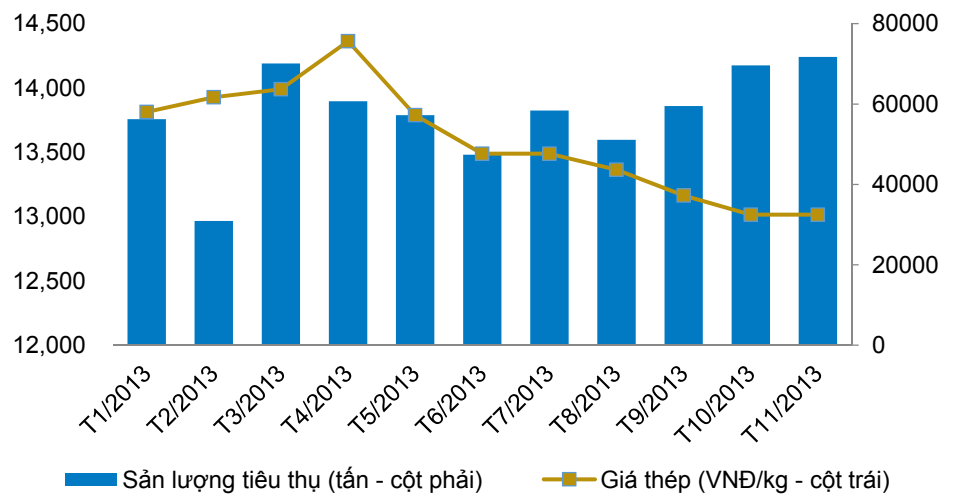
Giá nguyên liệu đầu vào. Giá than mỡ có xu hướng giảm trong Q4/2013, tuy nhiên giá bình quân vẫn tương đương với Q3/2013. Tuy nhiên giá thép phế trong Q4/2013 tăng lên. Giá thép phế HMS ½ 80/20 từ Mỹ, Úc chào tại cảng Việt Nam đầu tháng 9/2013 đạt 380 USD/tấn CFR thì cuối tháng 11/2013 đã đạt 415 – 425 USD/tấn CFR. Dựa trên dữ liệu giá thép phế trên Bloomberg, chúng tôi ước tính mức tăng trung bình của giá thép phế trong Q4/2013 vào khoảng 3,3% so với Q3/2013.



Nguồn: Bloomberg

Giá bán. Giá thép của HPG trong Q4 có xu hướng giảm nhẹ khoảng 300.000 VNĐ/tấn so với Q3, trung bình đạt khoảng 13 triệu VNĐ/tấn, một phần nhằm kích cầu tiêu thụ khi nguồn cung của Công ty gia tăng. Cùng với việc giá nguyên liệu phế tăng trong Q4 và việc đưa nhà máy mới đi vào hoạt động với hiệu suất sử dụng chưa đạt tối đa, các chi phí cố định bình quân vẫn ở mức cao, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của thép sẽ giảm nhẹ trong Q4/2013.

Sản lượng và giá thép HPG trong năm 2013



Nguồn: Hiệp hội thép, BVSC tổng hợp

Bất động sản. Hiện tại Mandarin đã bán được khoảng 900 căn hộ trên tổng số 999 căn của dự án. Nhiều khách hàng đã tiến hành nộp tiền đợt cuối và nhận bàn giao nhà để lắp đặt nội thất, chuẩn bị để có thể vào ở trước tết Nguyên Đán. Việc hạch toán lợi nhuận của Mandarin nếu để sang năm 2014 sẽ có lợi hơn cho HPG do thuế suất thuế TNDN giảm còn 22% thay vì mức 25% như hiện nay. Do đó chúng tôi ước tính năm 2013, tỷ lệ hạch toán của Mandarin sẽ chỉ khoảng 5%, tương đương 226 tỷ doanh thu và 27 tỷ lợi nhuận.

Lũy kế cả năm 2013, chúng tôi ước tính năm 2013 HPG có thể đạt được 17.709 tỷ đồng doanh thu và 1.854 tỷ đồng LNST (chưa loại trừ lợi ích của cổ đông thiểu số), tăng 5% về doanh thu và 80% về lợi nhuận so với năm 2012. Doanh thu không tăng trưởng nhiều tuy nhiên lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu do biên lợi nhuận gộp năm 2013 được cải thiện (nhờ các chỉ tiêu nguyên vật liệu của Khu liên hợp I đã được tối ưu hóa và tình hình thị trường thép bớt khó khăn hơn năm 2012), chi phí tài chính giảm mạnh, đồng thời hoàn nhập được khoản dự phòng 164 tỷ phải thu khó đòi và thu được khoản doanh thu tài chính 105,9 tỷ từ bán cổ phần tại một công ty trực thuộc Tập đoàn.

Ước tính kết quả kinh doanh Q4/2013 của HPG

Chỉ tiêu	Q4/2012	Q4/2013F	% thay đổi	2012	2013F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	4.236	5.235	24%	16.858	17.709	5%
- Sản lượng tiêu thụ (tấn)	155.833	228.043	46%	611.593	719.621	18%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	178	334	87%	1.031	1.854	80%

Nguồn: HPG, BVSC ước tính

Triển vọng 2014

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2014 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ thép tăng lên, cùng với việc tỷ lệ hạch toán Mandarin Garden ở mức cao. Ước tính năm 2014, HPG có thể đạt 27.450 tỷ đồng doanh thu và 2.242 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 55% về doanh thu và 21% về lợi nhuận so với năm 2013.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013-2014 của HPG

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	17.709	27.450	55%	<p><i>Thép xây dựng.</i> Sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm được giả định đạt 840.000 tấn năm 2014, tăng 19% so với 2013 nhờ việc thị trường BĐS có thể khả quan hơn trong năm sau, cùng với việc HPG đặt mục tiêu mở rộng thị trường miền Trung và miền Nam để gia tăng sản lượng tiêu thụ. Ngoài ra, sản lượng phôi thép xuất khẩu và tiêu thụ nội địa bên ngoài được giả định bình quân đạt mức 20.000 tấn/tháng. Giá thép năm 2014 được giả định sẽ chỉ tương đương với 2013, bình quân 13,5 triệu VNĐ/tấn.</p> <p><i>Than coke.</i> Chúng tôi cho rằng nhà máy Than coke II sẽ chỉ tiếp tục được huy động 50% dây chuyền trong năm 2014. Tổng sản lượng coke ngoài phục vụ cho Khu liên hợp (khoảng 35.000 tấn/tháng) được giả định tiêu thụ bên ngoài khoảng 9.000 tấn/tháng.</p> <p><i>Bất động sản.</i> Mandarin được giả định sẽ hạch toán khoảng 80% trong năm 2014, tương đương 3.628 tỷ đồng doanh thu và 428 tỷ đồng lợi nhuận.</p>
Giá vốn	14.740	23.418	59%	
Lợi nhuận gộp	2.969	4.033	36%	Biên lợi nhuận gộp từ thép xây dựng được giả định giảm so với 2013 do việc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu phôi có biên gộp thấp hơn so với bán thép thành phẩm, cùng với việc chấp nhận biên mỏng hơn để đẩy mạnh tiêu thụ tại thị trường miền Nam và miền Trung trong năm sau. Các mảng hoạt động khác (ngoại trừ bất động sản) được giả định biên lợi nhuận gộp tương đương với năm 2013.
Doanh thu tài chính	230	101	-56%	
Chi phí tài chính	467	572	22%	Chi phí lãi vay tăng do không còn được vốn hóa chi phí lãi vay từ hoạt động đầu tư Khu liên hợp II.
Chi phí bán hàng	288	421	46%	
Chi phí QLDN	284	544	91%	Năm 2013, được hoàn nhập dự phòng 164 tỷ khoản phải thu khó đòi do đó chi phí QLDN thấp.
LN sau thuế	1.854	2.242	21%	
EPS	4.268	5.160	21%	

Khuyến nghị đầu tư

HPG đã chứng minh được khả năng mở rộng thị phần đi cùng với hoạt động đầu tư nâng cao công suất, vượt lên Pomina vốn là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trong nhiều năm trở lại đây. Khu liên hợp giai đoạn II đi vào hoạt động đã có thể nhanh chóng đạt được hiệu suất tối đa của lò BOF sau chưa đến 3 tháng vận hành. P/E 2014 của HPG theo dự báo của chúng tôi hiện ở mức 8,06 lần, là mức thấp nhất nếu so sánh với các doanh nghiệp thép trong khu vực có mức vốn hóa trên 500 triệu USD. Đồng thời so sánh trong ngành thép Việt Nam, HPG là doanh nghiệp dẫn đầu, có hiệu quả hoạt động tốt nhất và có giá thành cạnh tranh ngang với các doanh nghiệp thép lớn trong khu vực. Do đó chúng tôi nâng khuyến nghị NEUTRAL lên **OUTPERFORM** đối với HPG.

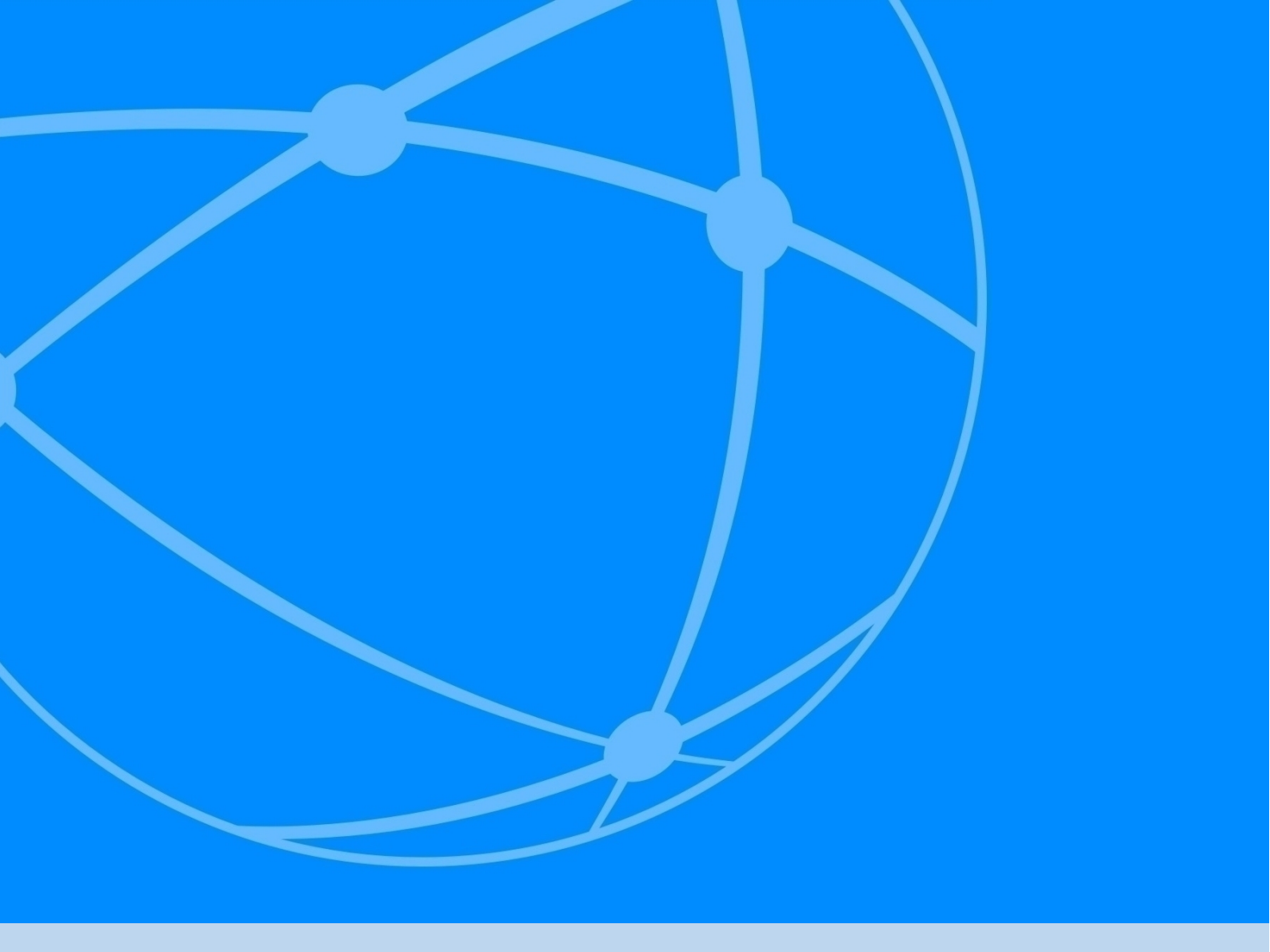
THUYẾT MINH BÁO CÁO

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, khuyến 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