

**Ngành Thép**

Báo cáo cập nhật

2 tháng 6, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **59.000**

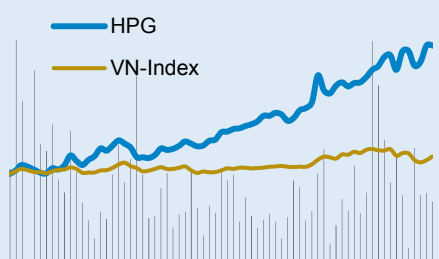
Giá thị trường (2/6/2014) 51.000

Lợi nhuận kỳ vọng 15,7%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	23.043 - 52.500
Vốn hóa	24.818 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	481.908.175 CP
KLGD bình quân 10 ngày	544.554 CP
% sở hữu nước ngoài	45,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 đồng/CP
Beta	1,09

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
HPG	44,1%	3,6%	22,1%	46,6%
VN-Index	10,8%	-3,3%	-2,5%	9,3%

Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG

Reuters: HPG.HM

Bloomberg: HPG VN

## Triển vọng lạc quan trong Q2/2014

**Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2014.** Chúng tôi ước tính HPG có thể đạt 6.341 tỷ VNĐ doanh thu và 753 tỷ LNST trong Q2/2014, trong đó Mandarin Garden đóng góp khoảng 610 tỷ VNĐ doanh thu và khoảng 100 tỷ lợi nhuận.

□ **Sản lượng tiêu thụ.** Q2 thường là quý tiêu thụ cao điểm của ngành thép, đồng thời tình hình thị trường bất động sản đang có những dấu hiệu hồi phục khiến sức tiêu thụ thép tăng mạnh trong tháng 4. Sản lượng tiêu thụ thép của HPG trong tháng 4/2014 đạt 101.643 tấn, tăng 54% so với bình quân của 3 tháng đầu năm và tăng 67% so với cùng kỳ năm 2013. Với tình hình tiêu thụ thép lạc quan như trên, chúng tôi dự báo HPG có thể tiêu thụ được khoảng 245.000 tấn thép xây dựng và 45.000 tấn phôi trong Q2/2014.

□ **Biên lợi nhuận có thể tiếp tục duy trì ở mức cao.** Trước tình hình tiêu thụ thép khả quan, nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu tăng giá với mức điều chỉnh tăng khoảng 300.000 VNĐ/tấn, lên 12,8 triệu VNĐ/tấn. Trong khi đó, giá thép phế đang tương đối ổn định và giá than mỡ vẫn đang có xu hướng giảm. Giá bình quân than mỡ tính từ đầu Q2 đến giữa tháng 5 đạt 115 USD/tấn, giảm khoảng 9% so với mức bình quân trong Q1/2014.

**Dự báo 2014.** Chúng tôi ước tính năm 2014 HPG có thể đạt 24.481 tỷ VNĐ doanh thu và 2.688 tỷ LNST. Tình hình trong nửa cuối năm dự báo có thể không thuận lợi như 2 quý đầu năm do trong Q3/2014, lò cao I của HPG sẽ dừng hoạt động trong vòng 3-4 tháng từ đầu tháng 7 để tiến hành nâng cấp nhằm tăng công suất, do đó sản lượng tiêu thụ sẽ giảm khoảng 100.000 tấn. Trong Q4/2014, phần hạch toán từ Mandarin Garden sẽ giảm mạnh do việc bàn giao nhà có thể sẽ tập trung trong Q2 và Q3.

**Khuyến nghị đầu tư.** Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HPG nhờ các ưu thế vượt trội về quy trình công nghệ, khả năng quản trị giá thành tốt, các ngành nghề có sự gắn kết và hỗ trợ lẫn nhau, hoạt động sản xuất kinh doanh bền vững và triển vọng tăng trưởng tốt. Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh 2014 của HPG được dự báo tương đối khả quan với mức tăng trưởng về lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 34%. Mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu HPG chúng tôi xác định vào khoảng **59.000 đồng/cổ phần**.

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q2/2013	Q2/2014
Doanh thu (tỷ đồng)	16.858	18.934	24.481	4.345	6.341
EBITDA (tỷ đồng)	2.307	3.415	4.718	829	1.231
EBIT (tỷ đồng)	1.733	2.766	3.653	677	964
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1.031	2.010	2.688	532	753
EPS (đồng/cổ phần)	2.372	4.663	5.422	1.104	1.563
P/E (x)	21,50	10,94	9,41	46,19	32,64
P/B (x)	2,54	2,27	2,25	2,27	2,25
ROA (%)	5%	9%	12%	2%	3%
ROE (%)	13%	21%	24%	5%	7%

**Báo cáo cập nhật Q2/2014**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	45,14%
Sở hữu khác	54,86%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

Trần Đình Long	24,11%
Vũ Thị Hiền	7,39%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft và Deutsche Asset Management (Asia) Limited	5,42%
Bank Invest	4,84%
VOF Investment Limited	4,48%
Deutsche Bank AG London	3,81%
BI Private Equity New Markets II K/S	3,75%

**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	18.934	24.481
Giá vốn	11.808	14.979	14.381	15.651	19.933
Lợi nhuận gộp	2.459	2.873	2.477	3.284	4.548
Doanh thu tài chính	205	329	183	276	140
Chi phí tài chính	694	1.070	604	528	490
Lợi nhuận sau thuế	1.371	1.297	1.031	2.010	2.688

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.047	1.064	1.294	2.125	2.356
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.850	1.897	1.646	1.629	2.388
Hàng tồn kho	4.540	6.347	6.822	8.030	7.441
Tài sản cố định hữu hình	3.982	4.392	4.296	8.864	7.799
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	697	273	26	21	21
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.924</b>	<b>17.525</b>	<b>19.016</b>	<b>23.076</b>	<b>22.636</b>
Nợ ngắn hạn	6.137	6.647	7.362	11.143	9.550
Nợ dài hạn	2.045	2.914	3.076	2.347	1.981
Vốn chủ sở hữu	6.404	7.414	8.085	9.500	10.989
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>14.924</b>	<b>17.525</b>	<b>19.016</b>	<b>23.076</b>	<b>22.636</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	76%	25%	-6%	12%	29%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8%	-5%	-21%	95%	34%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17%	16%	15%	17%	19%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10%	7%	6%	11%	11%
ROA (%)	11%	8%	6%	10%	12%
ROE (%)	24%	19%	13%	23%	26%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	55%	55%	55%	58%	51%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	128%	129%	129%	142%	105%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	4.314	2.951	2.372	4.663	5.422
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.833	24.538	20.072	22.427	22.661

## Cập nhật KQKD Q1/2014

Trong Q1/2014, HPG đạt 6.515 tỷ VNĐ doanh thu và 910 tỷ LNST, tăng trưởng 66% về doanh thu và 89% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2013.

- ❑ **Sản lượng tiêu thụ tăng 52%.** Trong Q1/2014, HPG tiêu thụ được 198.556 tấn thép xây dựng và khoảng 40.000 tấn phôi thép (trong đó 20.000 tấn phôi xuất khẩu) tương đương tổng tiêu thụ thép xây dựng đạt khoảng 238.500 tấn, tăng trưởng 52% so với Q1/2013. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ ống thép của HPG trong Q1/2014 cũng đạt 60.000 tấn, tăng trưởng khoảng 30% so với cùng kỳ năm 2013.
- ❑ **Biên lợi nhuận tăng do giá đầu vào giảm mạnh.** Biên lợi nhuận gộp của toàn Tập đoàn đạt 21% trong Q1/2014, tăng 3% so với mức biên gộp trong Q1/2013, một phần do việc hạch toán dự án bất động sản (Mandarin Garden) có mức biên gộp cao (22%) dẫn đến biên gộp của toàn Tập đoàn được cải thiện. Ngoài ra, giá các loại nguyên liệu luyện thép cũng giảm tương đối mạnh trong Q1/2014 giúp HPG giảm được giá thành sản xuất. Giá than mỡ cứng và thép phế tại thời điểm 31/3/2014 đã giảm tương ứng 16% và 7% so với thời điểm đầu năm 2014, trong khi giá bán đầu ra chỉ giảm khoảng 4%.
- ❑ **Hạch toán Mandarin Garden.** Trong Q1/2014, HPG đã hạch toán tiếp 1.600 tỷ doanh thu và 264 tỷ lợi nhuận ròng từ dự án Mandarin Garden. Như vậy, Mandarin Garden tính đến cuối Q1/2014 đã hạch toán khoảng 2.900 tỷ doanh thu và 464 tỷ lợi nhuận, chiếm khoảng 60% doanh thu và lợi nhuận của dự án theo ước tính của chúng tôi.

Tăng trưởng doanh thu các mảng hoạt động (tỷ đồng)			
Lĩnh vực hoạt động	Q1/2013	Q1/2014	%yoy
Sản xuất kinh doanh thép	3.309	4.345	31%
Kinh doanh máy móc	55	51	-7%
Sản xuất đồ nội thất, điện lạnh	421	355	-16%
Bất động sản	15	1.594	10398%
Thăm dò khai thác khoáng sản, luyện kim	133	171	28%
<b>Tổng</b>	<b>3.934</b>	<b>6.515</b>	<b>66%</b>

Nguồn: HPG

## Dự báo KQKD Q2/2014

Tình hình hoạt động kinh doanh của HPG trong Q2/2014 có thể tiếp tục thuận lợi khi giá than mỡ vẫn đang trong xu thế giảm và giá thép trong nước đang có chiều hướng tăng nhẹ do nhu cầu tiêu thụ cao. Chúng tôi ước tính HPG có thể đạt 6.341 tỷ VNĐ doanh thu và 753 tỷ LNST trong Q2/2014. So với cùng kỳ năm 2013, doanh thu thuần có thể tăng 46% và lợi nhuận tăng 42%.

- ❑ **Công suất sản xuất tăng.** Hiện tại công suất sản xuất thép xây dựng của HPG đạt 1,2 triệu tấn, tăng 50.000 tấn/năm sau khi tiến hành đầu tư một lò trung tần tại Hưng Yên. Ngoài ra, công suất sản xuất ống thép cũng đã tăng lên 236.000 tấn/năm sau khi đưa Công ty TNHH Một thành viên Ống thép Đà Nẵng với công suất 36.000 tấn/năm, sản phẩm gồm ống thép hàn đen và ống tôn mạ kẽm đi vào hoạt động từ tháng 4/2014.
- ❑ **Sản lượng tiêu thụ.** Q2 thường là quý tiêu thụ cao điểm của ngành thép, đồng thời tình hình thị trường bất động sản đang có những dấu hiệu hồi phục khá lạc quan, khiến sức tiêu thụ thép tăng mạnh trong tháng 4. Theo báo cáo của Hiệp hội thép, tổng tiêu thụ thép xây dựng trong tháng 4/2014 đạt 484.531 tấn, tăng 34% so với mức trung bình của 3 tháng đầu năm. Sản lượng tiêu thụ thép của HPG trong tháng 4/2014 đạt 101.643 tấn, tăng 54% so với bình quân của 3 tháng đầu năm và tăng 67% so với cùng kỳ năm 2013. Với tình hình tiêu thụ thép lạc quan như trên, chúng tôi dự báo HPG có thể tiêu thụ được khoảng 245.000 tấn thép xây dựng và 45.000 tấn phôi trong Q2/2014.
- ❑ **Biên lợi nhuận có thể tiếp tục duy trì ở mức cao.** Trước tình hình tiêu thụ thép khả quan, nhiều doanh nghiệp đã bắt đầu tăng giá với mức điều chỉnh tăng khoảng 300.000 VNĐ/tấn, lên 12,8 triệu VNĐ/tấn. Trong khi đó, giá thép phế và than mỡ vẫn đang tương đối ổn định và giá bình quân than mỡ tính từ đầu Q2 đến cuối tháng 5 vẫn đang thấp hơn khoảng 7,5% so với mức bình quân trong Q1/2014. Nếu diễn biến giá các loại nguyên vật liệu không có đột biến trong tháng 6, HPG sẽ vẫn có thể duy trì được mức biên lợi nhuận cao trong Q2/2014.
- ❑ **Hạch toán Mandarin Garden.** Trong Q2/2014, HPG sẽ tiếp tục hạch toán dự án Mandarin dựa trên tình hình nhận bàn giao nhà thực tế của khách hàng. Chúng tôi tạm thời giả định HPG sẽ hạch toán 15% doanh thu của Mandarin trong Q2/2014, tương ứng 610 tỷ VNĐ doanh thu và khoảng 100 tỷ lợi nhuận thuần của Mandarin trong Q2/2014.

**Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2014 của HPG**

Chỉ tiêu	Q2/2013	Q2/2014F	% thay đổi	6T/2013	6T/2014F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	4.345	6.341	46%	8.600	12.857	49%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	532	753	42%	543	1.663	206%

*Nguồn: HPG, BVSC ước tính*

## Triển vọng 2014

Chúng tôi ước tính, HPG có thể đạt 24.481 tỷ VNĐ doanh thu và 2.688 tỷ LNST trong năm 2014. Tình hình trong nửa cuối năm của HPG dự báo có thể không thuận lợi như 2 quý đầu năm do trong Q3/2014, lò cao I của HPG sẽ dừng hoạt động trong vòng 3-4 tháng từ đầu tháng 7 để tiến hành nâng cấp

nhằm tăng công suất, do đó sản lượng tiêu thụ sẽ giảm đi khoảng 100.000 tấn. Trong Q4/2014, phần hạch toán từ Mandarin Garden sẽ giảm mạnh do việc bàn giao nhà có thể sẽ tập trung trong Q2 và Q3.

<b>Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của HPG</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>%</b>	<b>Cơ sở dự báo</b>
Doanh thu	18.934	24.481	29%	<b>Hoạt động sản xuất thép.</b> Sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm được giả định đạt 850.000 tấn năm 2014, tăng 22% so với năm 2013. Giá thép bình quân HPG được giả định khoảng 12,8 triệu VNĐ/tấn. Ngoài ra, HPG có thể tiêu thụ khoảng 150.000 tấn phôi, với giá trung bình 11 triệu VNĐ/tấn.  <b>Bất động sản.</b> Chúng tôi ước tính Mandarin Garden có thể hạch toán khoảng 2.800 tỷ doanh thu trong năm 2014, tương ứng 60% doanh thu của toàn dự án và đến cuối 2014, toàn bộ dự án Mandarin có thể sẽ được hạch toán 90%.
Giá vốn	15.651	19.933	27%	
Lợi nhuận gộp	3.284	4.548	39%	Do tình hình giá thép và nguyên vật liệu diễn biến thuận lợi trong nửa đầu năm, chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của hoạt động sản xuất thép xây dựng đạt bình quân 19% trong năm 2014, tăng 2% so với năm 2013. Biên gộp của mảng bất động sản đạt 22%. Các mảng hoạt động khác được giả định biên lợi nhuận gộp tương đương với năm 2013.
Doanh thu tài chính	276	140	-49%	Doanh thu tài chính giảm do lãi gửi ngân hàng giảm và không còn khoản lợi nhuận đột biến từ thanh lý công ty con như trong năm 2013 (106 tỷ VNĐ)
Chi phí tài chính	528	490	-7%	
Chi phí bán hàng	254	328	29%	
Chi phí QLDN	416	750	80%	Năm 2013, được hoàn nhập dự phòng 164 tỷ khoản phải thu khó đòi do đó chi phí QLDN thấp.
Lợi nhuận trước thuế	2.395	3.163	32%	
Lợi nhuận sau thuế	2.010	2.688	34%	
EPS	4.663	5.422	16%	

## Khuyến nghị đầu tư

Với mức giá hiện tại, HPG đang được giao dịch với mức P/E 9,4 lần (tính theo số lượng cổ phiếu sau phát hành thêm để trả cổ tức), thấp hơn so với P/E bình quân của các doanh nghiệp thép có mức vốn hóa tương đương tại các nước đang phát triển thuộc Châu Á Thái Bình Dương là 11,36 lần và của nhóm các cổ phiếu blue chips tại Việt Nam là 12,9 lần. HPG cũng là một doanh nghiệp đầu ngành, có ưu thế vượt trội về quy trình công nghệ và khả năng quản trị giá thành tốt, các ngành nghề có sự gắn kết và hỗ trợ lẫn nhau, hoạt động sản xuất kinh doanh bền vững và triển vọng tăng trưởng tốt. Do đó chúng tôi duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HPG.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

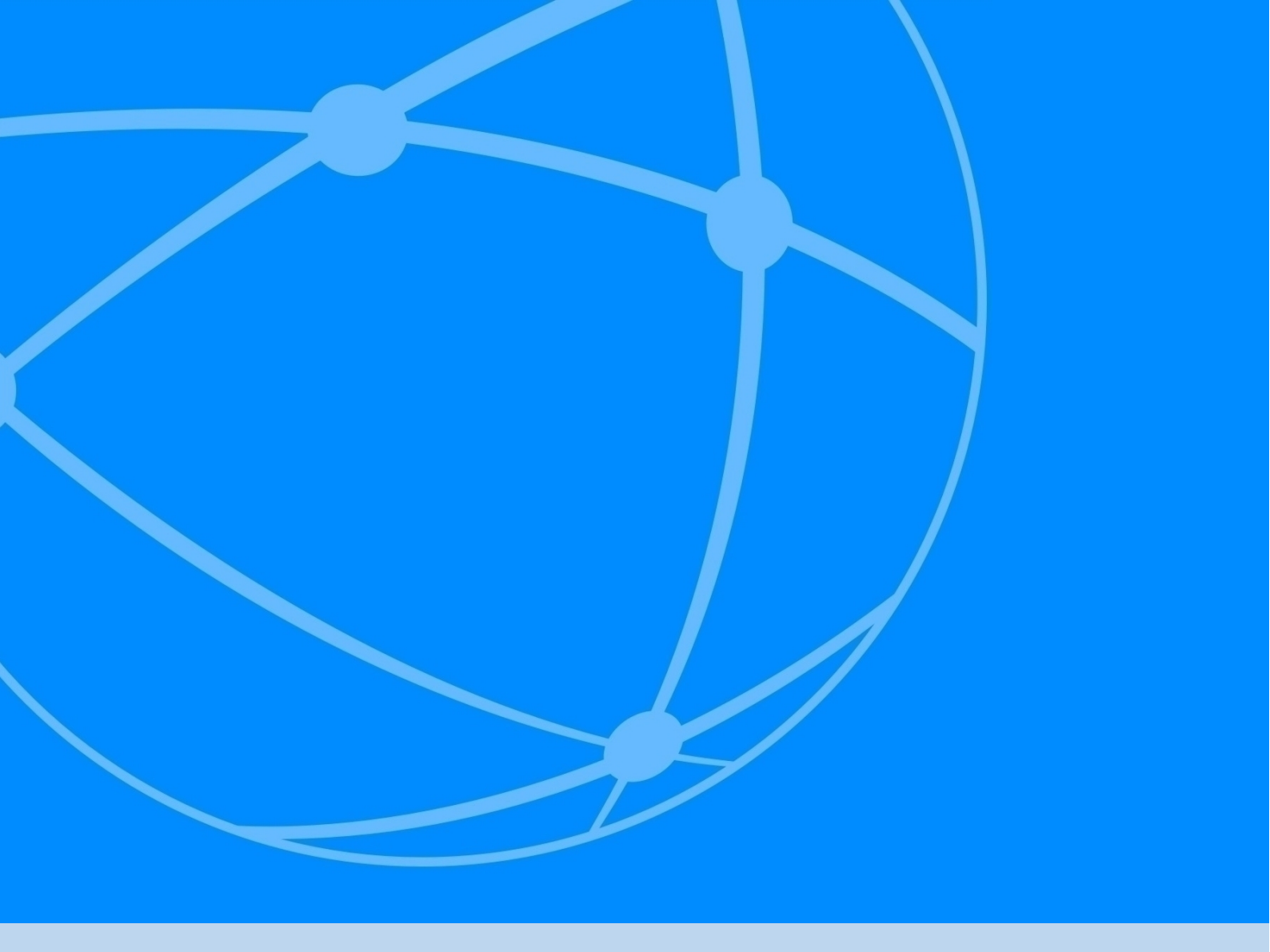
**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng 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