

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

MUA

Nguyễn Hồng Quang
Chuyên viên

Cập nhật công ty Ngành thép

Giá mục tiêu	66.568
Giá hiện tại	55.000
TL tăng	21%
Lợi suất cổ tức	0%
Tổng lợi nhuận	21%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	988,5 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	1,5 triệu
Sở hữu của khối ngoại	44%
Room tối đa cho khối ngoại	49%

SL cổ phiếu lưu hành	481 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	481 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	58.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	24.241

Cơ cấu cổ đông

Trần Đình Long	24,12%
Vũ Thị Hiền	7,39%
Deutsche Bank AG & DAM	6,04%
VOF Investment Limited	5,29%
Khác	57,16%

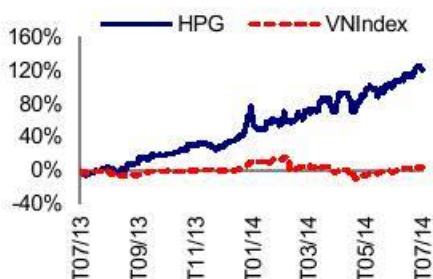
Thuộc danh mục

Chỉ số VNI và VN30
Chỉ số FTSE VN ALL (quỹ ETF)

Mô tả công ty

HPG là công ty thép lớn nhất tại Việt Nam, với các sản phẩm chính là thép xây dựng và thép ống. Ngoài ra, Công ty còn hoạt động trong các lĩnh vực như kinh doanh sản phẩm nội thất, thiết bị đồng lạnh và máy móc xây dựng. HPG chiếm 18% tổng thị phần thép xây dựng. Thị trường chính của Công ty là khu vực miền Bắc. Công ty hiện đang mở rộng thị phần tại miền Trung và miền Nam.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu VCB so với chỉ số VNI



KQLN sáu tháng đầu năm ấn tượng; triển vọng phát triển khả quan

Chúng tôi giữ nguyên đánh giá khả quan dành cho HPG sau khi kết quả lợi nhuận Quý 2/2014 được công bố và sau chuyển thăm doanh nghiệp mà chúng tôi thực hiện trong thời gian gần đây. Chúng tôi tin rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu HPG sẽ là 66.568 đồng/cổ phiếu (tỷ lệ tăng 21%). Năm 2014 sẽ là một năm phát triển bền vững của HPG, sau đó chúng tôi sẽ chú trọng vào năm 2016 khi việc tăng công suất sẽ giúp Công ty tăng trưởng và giành thêm thị phần. Trong trung và dài hạn, HPG đặt mục tiêu mở rộng thị phần ở cả miền Trung, miền Nam và thị trường các nước Đông Nam Á.

Tăng trưởng nhờ mở rộng thị phần và thâm nhập vào thị trường các nước Đông Nam Á. Trong 12 tháng qua, thị phần của HPG tăng 13,9% lên 18%. Nhờ các lợi thế về chi phí và việc sở hữu cảng riêng giúp HPG tiếp cận được với các phương tiện vận chuyển giá rẻ, Công ty có thể sẽ tiếp tục mở rộng thị phần bằng cách thâm nhập vào thị trường miền Trung và miền Nam. Chúng tôi dự báo vào cuối năm 2014, HPG sẽ chiếm 18,2% tổng thị phần thép xây dựng. Ngoài ra, Philippines tỏ ra là một thị trường có tiềm năng to lớn đối với sản phẩm phôi thép của HPG vì quốc gia này đang chuẩn bị đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng trên diện rộng.

Vấn đề hạn chế về công suất trong ngắn hạn. Trong năm 2014, các nhà máy thép của HPG sẽ hoạt động ở mức xấp xỉ 86% công suất sản xuất thép. Sang năm 2015, Công ty sẽ đạt công suất tối đa với 1,15 triệu tấn thép xây dựng/năm. Dự án nâng công suất dự kiến hoàn thành trong tháng 03/2016 sẽ phần nào giúp giải quyết vấn đề hạn chế về công suất bằng cách tăng thêm 750.000 tấn phôi thép/năm. Theo sau việc tăng nguyên liệu đầu vào phôi thép, HPG sẽ xây một nhà máy cán thép với công suất tương tự nếu công ty không muốn đánh mất thị phần trong phân khúc thép xây dựng và tìm kiếm thị trường tiêu thụ lượng phôi thép dư thừa không dùng để sản xuất thép.

Công ty Gang thép Formosa Hà Tĩnh (FHS): Trở ngại trong tương lai. Vào cuối tháng 05/2015, dự án Formosa dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động. FHS có công suất 7,5 triệu tấn/năm, trong đó 1,2 triệu tấn là sản phẩm thép xây dựng. Do đó, HPG có khả năng sẽ phải chia sẻ một phần tăng trưởng của Công ty cho FHS. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng HPG sẽ tiếp tục là nhà cung ứng thép công nghiệp lớn nhất tại thị trường Việt Nam.

Định giá rẻ: PER dự phóng của hoạt động kinh doanh cốt lõi trong năm 2014 là 10 lần, so với mức trung vị của các công ty thép khác là 13,2 lần. Tại mức giá đóng cửa 55.000 đồng/cổ phiếu, HPG đang giao dịch ở PER dự phóng của hoạt động kinh doanh cốt lõi trong năm 2014 là 10 lần, thấp hơn so với mức trung vị 13,2 lần của các công ty thép tại các thị trường mới nổi trong khu vực Đông Nam Á. Dựa theo mô hình định giá DCF mà chúng tôi sử dụng, chúng tôi tính được mức giá phù hợp dành cho cổ phiếu HPG là 66.568 đồng/cổ phiếu, qua đó tỷ lệ tăng là 21%.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.827	18.934	24.732	23.364	25.104
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	994	1.954	3.070	2.823	2.446
Biên LN từ HĐ (%)	9,7	13,8	16,4	16,0	13,6
Biên LN ròng sau thuế (%)	5,9	10,3	12,4	12,1	9,7
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	2.698	5.304	6.660	5.094	3.905
Tăng trưởng EPS (%)	-43,9	96,6	25,6	-23,5	-23,3
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	2.000	1.500	0	0	0
Lợi suất cổ tức (%)	11,6	4,3	CXD	CXD	CXD
GT doanh nghiệp / Doanh thu	0,8 lần	1,1 lần	1,5 lần	2,0 lần	1,8 lần
EV / EVBITDA	5,6 lần	5,9 lần	7,2 lần	9,4 lần	9,4 lần
Giá CP / Dòng tiền, theo giá TT	2,7 lần	3,8 lần	12,2 lần	12,1 lần	12,9 lần
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	11,3 lần	30,2 lần	15,1 lần	-203,2 lần	15,5 lần
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	6,4 lần	6,6 lần	10,0 lần	12,1 lần	12,1 lần
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	0,8 lần	1,3 lần	2,7 lần	2,8 lần	2,4 lần
ROA (%)	5,6	9,6	13,6	11,4	8,8
ROE (%)	12,5	22,1	26,5	19,7	14,6
Nợ/CSH (%)	73,5	79,0	60,6	43,0	39,0

Ghi chú: CXD = Chưa xác định

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
KQLN						Bảng CĐKT					
Doanh thu thuần	16.827	18.934	24.732	23.364	25.104	Tiền và tương đương	1.294	2.125	3.421	2.294	5.547
- Giá vốn hàng bán	-14.342	-15.651	-19.731	-18.732	-20.730	Đầu tư TC ngắn hạn	220	388	228	322	4
Lợi nhuận gộp	2.485	3.284	5.002	4.632	4.374	Các khoản phải thu	972	1.244	1.230	1.347	1.464
- Chi phí bán hàng	-274	-254	-331	-313	-336	Hàng tồn kho	6.822	8.030	7.992	8.777	9.822
- Chi phí quản lí DN	-587	-416	-610	-576	-619	TS ngắn hạn	912	616	237	258	281
LN thuần HĐKD	1.624	2.614	4.061	3.743	3.419	Tổng TS ngắn hạn	10.221	12.403	13.108	12.999	17.118
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-4	-55	-60	-66	-72	TS dài hạn (gộp)	9.306	11.943	12.413	15.912	16.431
- Lợi nhuận khác	125	206	154	158	143	- Khấu hao lũy kế	-2.234	-2.883	-3.959	-5.057	-6.477
EBIT	1.745	2.765	4.154	3.835	3.489	TS dài hạn (ròng)	7.072	9.060	8.453	10.855	9.955
- Chi phí lãi vay	-527	-371	-591	-631	-577	Đầu tư TC dài hạn	469	450	450	450	450
Lợi nhuận trước thuế	1.218	2.394	3.563	3.204	2.912	TS dài hạn khác	1.254	1.164	946	930	927
- Thuế TNDN	-188	-384	-432	-315	-408	Tổng TS dài hạn	8.795	10.674	9.849	12.235	11.331
LNST	1.031	2.010	3.131	2.889	2.504	Tổng Tài sản	19.016	23.076	22.957	25.234	28.449
- Lợi ích CDTs	-36	-56	-61	-66	-58	Phải trả ngắn hạn	1.521	2.314	2.064	2.266	2.536
LNST cổ đông CT Mẹ	994	1.954	3.070	2.823	2.446	Nợ ngắn hạn	4.850	5.744	5.250	4.859	5.403
EBITDA	2.337	3.476	5.230	4.933	4.909	Phải trả ngắn hạn khác	991	3.085	1.803	1.975	2.147
SL CP lưu hàng (triệu)	368	481	481	626	626	Nợ ngắn hạn	7.362	11.143	9.116	9.101	10.085
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	368	481	481	626	626	Vay và nợ dài hạn	1.456	1.832	1.759	1.299	1.117
EPS	2.698	5.304	6.660	5.095	3.907	Phải trả dài hạn khác	1.620	515	515	515	515
EPS pha loãng hoàn toàn	2.698	5.304	6.660	5.095	3.907	Tổng nợ dài hạn	3.076	2.347	2.274	1.814	1.632
Tăng trưởng						Tổng nợ	10.438	13.489	11.390	10.915	11.718
Tăng trưởng doanh thu	-5,7	12,5	30,6	-5,5	7,4	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	-27,9	60,9	55,3	-7,8	-8,7	Thặng dư	2.207	2.207	2.207	2.207	2.207
Tăng trưởng EBIT	-22,6	58,5	50,2	-7,7	-9,0	Vốn cổ phần	4.191	4.191	4.819	6.265	6.265
Tăng trưởng EPS	-43,9	96,6	25,6	-23,5	-23,3	Lợi nhuận giữ lại	1.687	3.102	4.453	5.761	8.173
Khả năng sinh lợi						Lợi ích CDTs	492	87	87	87	87
Biên LN gộp %	14,8	17,3	20,2	19,8	17,4	Vốn chủ sở hữu	8.578	9.587	11.566	14.319	16.731
Biên LN từ HĐ %	9,7	13,8	16,4	16,0	13,6	Tổng cộng nguồn vốn	19.016	23.076	22.957	25.234	28.449
EBIT %	10,4	14,6	16,8	16,4	13,9	Dòng tiền					
EBITDA %	13,9	18,4	21,1	21,1	19,6	Tiền đầu năm	1.064	1.294	2.125	3.421	2.294
Biên LN ròng %	5,9	10,3	12,4	12,1	9,7	Lợi nhuận sau thuế	994	1.954	2.532	2.753	2.412
ROE %	12,5	22,1	26,5	19,7	15,2	Khấu hao	596	720	1.076	1.098	1.420
ROA %	5,6	9,6	13,6	11,4	9,0	Thay đổi vốn lưu động	801	685	-1.102	-549	-742
Chỉ số hiệu quả vận hành						Điều chỉnh khác					
Số ngày tồn kho	167,6	173,2	173,6	165,4	164,0	Tiền từ hoạt động KD	2.335	3.334	2.506	3.302	3.089
Số ngày phải thu	26,9	21,4	21,5	20,4	20,5	Chi mua sắm TSCĐ	-1.777	-2.910	-469	-3.499	-519
Số ngày phải trả	31,3	44,7	47,4	42,7	42,3	Đầu tư	51	-443	378	-79	322
TG luân chuyển tiền	163,2	149,8	147,6	143,1	142,1	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.726	-3.353	-91	-3.578	-198
Thanh khoản						Cổ tức đã trả	-362	-420	-553	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,1	1,4	1,4	1,7	Tăng (giảm) vốn					
CS thanh toán nhanh	0,5	0,4	0,6	0,5	0,7	Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-625	1.269	-567	-851	362
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,4	0,3	0,6	Tiền từ hoạt động TC	-380	849	-1.119	-851	-258
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	230	831	1.296	-1.127	3.253
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	Tiền cuối năm	1.294	2.125	3.421	2.294	5.547
Nợ/Vốn CSH	0,7	0,8	0,6	0,4	0,4						
Khả năng thanh toán lãi vay	3,3	7,5	5,9	5,9	6,0						

Nguồn: Báo cáo Tài Chính của HPG & dự báo của VCSC

Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của HPG)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của HPG	Dự báo của VCSC
Doanh thu	6.576	6.763				25.000	24.732
LN gộp	1.390						5.002
Biên LN gộp (%)	21,1						20,2%
LN từ hoạt động	1.068						4.061
Biên LN từ hoạt động (%)	16,2						16,4
LN ròng sau thuế	870					3.000	3.070
Biên LN ròng sau thuế (%)	13,2						12,4
<i>Chưa công bố</i>							
2013	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD		
Doanh thu	3.934	4.345	4.195	6.460	18.934		
LN gộp	692	861	657	1.091	3.284		
Biên LN gộp (%)	17,6	19,8	15,7	16,9	17,3		
LN từ hoạt động	535	706	672	695	2.614		
Biên LN từ hoạt động (%)	13,6	16,3	16,0	10,8	13,8		
LN ròng sau thuế	457	512	496	490	1.954		
Biên LN ròng sau thuế (%)	11,6	11,8	11,8	7,6	10,6		
2012	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD		
Doanh thu	4.086	4.515	4.022	4.205	16.827		
LN gộp	547	683	540	715	2.485		
Biên LN gộp (%)	13,4	15,1	13,4	17,0	14,8		
LN từ hoạt động	420	541	389	274	1.624		
Biên LN từ hoạt động (%)	10,3	12,0	9,7	6,5	9,7		
LN ròng sau thuế	195	335	289	175	994		
Biên LN ròng sau thuế (%)	4,8	7,4	7,2	4,2	6,1		
2011	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD		
Doanh thu	4.748	4.509	4.146	4.449	17.852		
LN gộp	989	813	566	504	2.873		
Biên LN gộp (%)	20,8	18,0	13,6	11,3	16,1		
LN từ hoạt động	860	652	423	318	2.254		
Biên LN từ hoạt động (%)	18,1	14,4	10,2	7,2	12,6		
LN ròng sau thuế	526	458	102	150	1.236		
Biên LN ròng sau thuế (%)	11,1	10,2	2,5	3,4	7,3		

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh

Doanh thu

Lợi nhuận ròng

USD/VND = 21.100

Thép xây dựng, thép ống

18.934 tỷ đồng, tương đương 897 triệu USD (2013)

1.954 tỷ đồng, tương đương 93 triệu USD (2013)

Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Các khách hàng chính

Thép xây dựng, giá thép

Quặng sắt, than cốc, giá nguyên liệu

Ngành thép với cung vượt cầu, tỷ giá USD/VND

Các chủ đầu tư

Lãnh đạo

Ông Trần Đình Long (Chủ tịch HĐQT),

Ông Trần Tuấn Dương (TGD)

Địa chỉ

39 Nguyễn Đình Chiểu, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội

Website

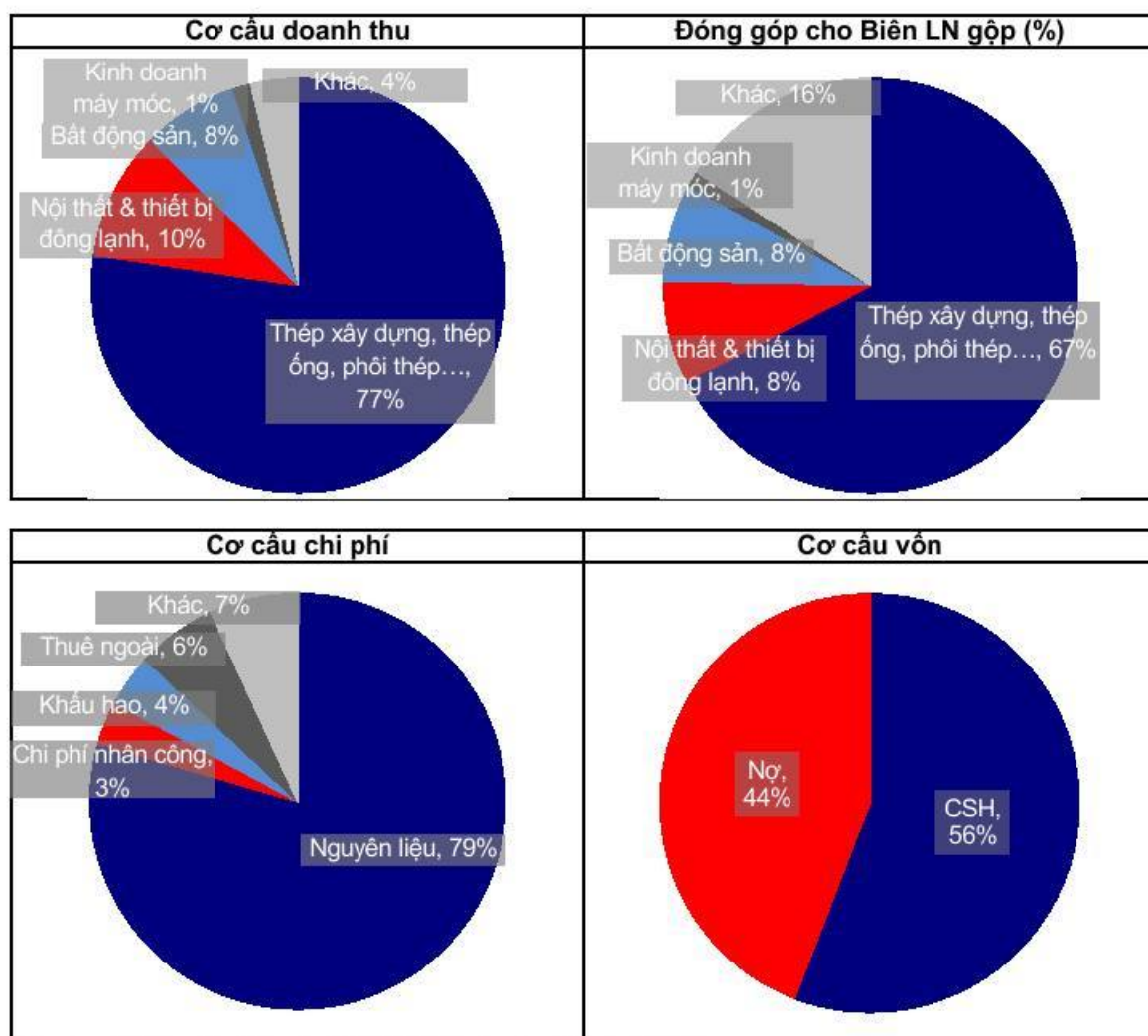
<http://www.hoaphat.com.vn>

Email

N/A

Điện thoại

(+84) 4 3628 2011; (+84) 4 6284 8666



Nguồn: Số liệu tài chính của HPG (2013) và ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Tổng quan KQLN sáu tháng đầu năm 2014
- Cơ hội tăng trưởng: Thị trường trong nước và thị trường các nước Đông Nam Á
- Triển vọng lợi nhuận
- Định giá
- Rủi ro đầu tư

Tổng quan kết quả KQLN sáu tháng đầu năm 2014

Sản lượng tiêu thụ thép tăng ấn tượng

Trong sáu tháng đầu năm 2014, HPG đã bán được 445.000 tấn thép xây dựng, cao hơn 38% so với cùng kỳ năm 2013. Kết quả này tốt hơn so với ngành gang thép, với tăng trưởng toàn ngành chỉ đạt 10,4% trong sáu tháng đầu năm nay. Trong Quý 2/2014, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ tăng 27% so với Quý 1/2014, nhờ các nguyên nhân sau 1) Yếu tố thời vụ: tháng tư và tháng năm là thời gian cao điểm của ngành xây dựng do các công trình cần được hoàn tất trước mùa mưa; 2) Các lợi thế về mặt chi phí đã giúp HPG thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bằng cách giữ giá bán cạnh tranh. Do đó, trong sáu tháng đầu năm 2014, thị phần của HPG tăng lên 18% so với 13,9% trong cùng kỳ năm 2013.

Trong nửa đầu năm 2014, doanh thu của HPG đạt 13.339 tỷ đồng (tăng 61,1% so với cùng kỳ năm 2013) và lợi nhuận ròng đạt 1.874 tỷ đồng (tăng 84,9%)

Dự án Mandarin Garden: Doanh thu tăng so với Quý 1/2014

Trong Quý 2/2014, Dự án Mandarin Garden đóng góp 2.000 tỷ đồng cho doanh thu và 345 tỷ đồng cho lợi nhuận ròng. Trong Quý 1/2014, HPG báo cáo doanh thu của dự án này đạt 1.583 tỷ đồng. Công ty đã nhận đủ tiền thanh toán mua nhà từ khách hàng. Cho đến nay, Công ty đã ghi nhận hơn 90% giá trị dự án. Trong năm 2014, dự án này tạm thời sẽ hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG. Kể từ năm 2015 trở đi, HPG sẽ không tham gia vào bất kỳ dự án bất động sản dân dụng nào khác. Công ty sẽ tập trung vào phân khúc bất động sản công nghiệp, bao gồm cho thuê đất và cơ sở hạ tầng.

Chuẩn bị bảo trì Lò cao số 1

Lò cao số 1 sẽ tạm ngưng hoạt động để thực hiện bảo trì từ tháng 08-12/2014. Chi phí bảo trì ước tính khoảng 150 tỷ đồng. Sau đợt bảo trì này, công suất của Lò cao số 1 sẽ tăng từ 350.000 tấn/năm lên 400.000 tấn/năm. Trong năm 2013, lò này chiếm 38% tổng doanh thu và 28% LNST. Nhằm dự trữ nguồn phôi thép để chuẩn bị cho việc Lò cao số 1 tạm ngưng hoạt động, Khu liên hợp Gang Thép đã liên tục hoạt động ở hơn 90% công suất thiết kế. Trong năm 2014, các nhà máy thép của HPG dự kiến sẽ hoạt động ở 86% công suất. Con số này cao hơn hẳn so với công suất trung bình của ngành gang thép là khoảng 50%. Sang năm 2015, HPG sẽ ngừng xuất khẩu phôi thép do tất cả số phôi thép mà Công ty sản xuất sẽ được dùng để sản xuất thép xây dựng.

Tăng công suất của các nhà máy sản xuất thép ống

Trong Quý 2/2014, HPG đã đầu tư vào một nhà máy sản xuất thép ống ở Đà Nẵng. Nhà máy này có công suất thiết kế 36.000 tấn/năm, và cho đến năm 2016 Công ty dự kiến sẽ nâng công suất của nhà máy này lên 60.000 tấn/năm. Thép ống là sản phẩm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất của HPG. Trong năm 2013, sản lượng tiêu thụ thép ống tăng 33%. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ thép ống nửa đầu năm 2014 tăng 30% so với cùng kỳ năm 2013. Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) cho biết, HPG nắm giữ 18,8% thị phần thép ống, chỉ đứng sau HSG với 20,2% tổng thị phần. Hiện tại, HPG có tổng công suất sản xuất thép ống đạt 236.000 tấn/năm.

Doanh thu từ xuất khẩu

Trong nửa đầu năm 2014, HPG đã xuất khẩu được 72.000 tấn phôi thép sang Philippines và Thái Lan. HPG là một trong số ít các công ty thép Việt Nam có cơ cấu chi phí cho phép xuất khẩu thép ra nước ngoài. Hai rào cản lớn đối với việc xuất các sản phẩm thép là chi phí vận chuyển và sức ép cạnh tranh từ các công ty thép Trung Quốc. HPG sở hữu cảng riêng, do đó Công ty có chi phí vận chuyển thấp hơn hẳn. Hiện tại, phôi thép của HPG có giá tương đương với phôi thép Trung Quốc. Trong bối cảnh này, HPG có thể xuất sang các nước Đông Nam Á do Việt Nam có vị trí gần các nước này hơn so với Trung Quốc. Các nước Đông Nam Á là thị trường có tiềm năng rất lớn đối với sản phẩm phôi thép vì hai nguyên nhân. Thứ nhất, các công ty thép trong khu vực Đông Nam Á chủ yếu sử dụng công nghệ lò hồ quang điện (EAF), do đó sẽ có chi phí sản xuất phôi thép cao hơn. Thứ hai, các nước Đông Nam Á nhập khẩu rất nhiều bán thành phẩm kim loại từ Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, v.v.

Cơ hội tăng trưởng: Thị trường trong nước và thị trường các nước Đông Nam Á

Thị trường trong nước

Trong năm 2012 và 2013, thị trường thép xây dựng giảm khoảng 9% do tăng trưởng tín dụng yếu. Thanh khoản trên thị trường bất động sản bị siết chặt do các ngân hàng tỏ ra khó khăn hơn trong việc cho vay. Các ngân hàng sẽ bắt đầu cho vay trở lại nhờ tình trạng nợ xấu đang dần được giải quyết.

Nhu cầu thép sẽ tăng nhờ sức tiêu thụ của các công trình xây dựng, đặc biệt là ở phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp. Cho đến thời điểm hiện tại, các chủ đầu tư chủ yếu tập trung phát triển các căn hộ cao cấp vì căn hộ loại này có biên lợi nhuận cao. Do đó, phân khúc nhà ở cho người thu nhập thấp ít được chú ý. Nguồn cung của phân khúc này rất hạn chế. Chúng tôi tin rằng phân khúc này có tiềm năng rất lớn đối với các chủ đầu tư vì những nguyên nhân sau:

- Hà Nội và TP. HCM là hai khu vực có nhu cầu mua nhà lớn. Hai thành phố lớn này là nơi sinh sống của khoảng 4,4 triệu người thuộc nhóm dân số trẻ trong độ tuổi 20 – 35 tuổi. Do đó, 70.000 – 90.000 đám cưới được tổ chức hàng năm khiến nhu cầu mua nhà mới xấp xỉ 35.000 căn/năm.
- Các cặp vợ chồng trẻ thuộc tầng lớp trung lưu có xu hướng ở riêng, ngay cả trong trường hợp căn hộ riêng có diện tích nhỏ. Thông thường thì cha mẹ sẽ hỗ trợ giúp các cặp vợ chồng trẻ này về mặt tài chính để đáp ứng nhu cầu sống tự lập. Mức hỗ trợ tương ứng ít nhất 30% giá bán có thể khuyến khích các cặp vợ chồng này quyết định mua nhà. Đối với hầu hết các bậc cha mẹ, số tiền họ dùng để hỗ trợ con có được là nhờ quá trình tích lũy trong nhiều năm.
- Tốc độ đô thị hóa tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu mua nhà trong dài hạn. Trong vòng 10 năm tới, tỷ lệ dân số sống ở thành thị sẽ chiếm khoảng 50%, tương đương với các nước đang phát triển khác trong khu vực Đông Nam Á. Hiện tại, dân số ở thành thị chiếm 31% tổng dân số. Do đó, nhu cầu xây dựng đối với nhà ở và cơ sở hạ tầng sẽ tăng lên.

Nhu cầu của thị trường các nước Đông Nam Á

Nhìn chung, thị trường các nước Đông Nam Á có nhu cầu tiêu thụ thép rất lớn. Kể từ năm 2006, sức tiêu thụ thép tăng trung bình 7%/năm, chủ yếu là nhờ lĩnh vực xây dựng. Nhu cầu thép được đáp ứng phần lớn là nhờ việc nhập khẩu cả thành phẩm lẫn bán thành phẩm. Các công ty thép tại khu vực Đông Nam Á chủ yếu dùng thép phế liệu để sản xuất thép xây dựng. Do đó, vấn đề quan trọng là HPG sản xuất thép từ quặng sắt, thay vì dùng thép phế liệu với chi phí sản xuất cao hơn hẳn, vì thế Công ty có lợi thế chi phí rất đáng kể so với các công ty thép khác trong khu vực. Phôi thép của HPG có giá bằng với phôi thép của Trung Quốc.

Trong nửa đầu năm 2014, HPG đã xuất khẩu 72.000 tấn phôi thép sang Philippines và Thái Lan.

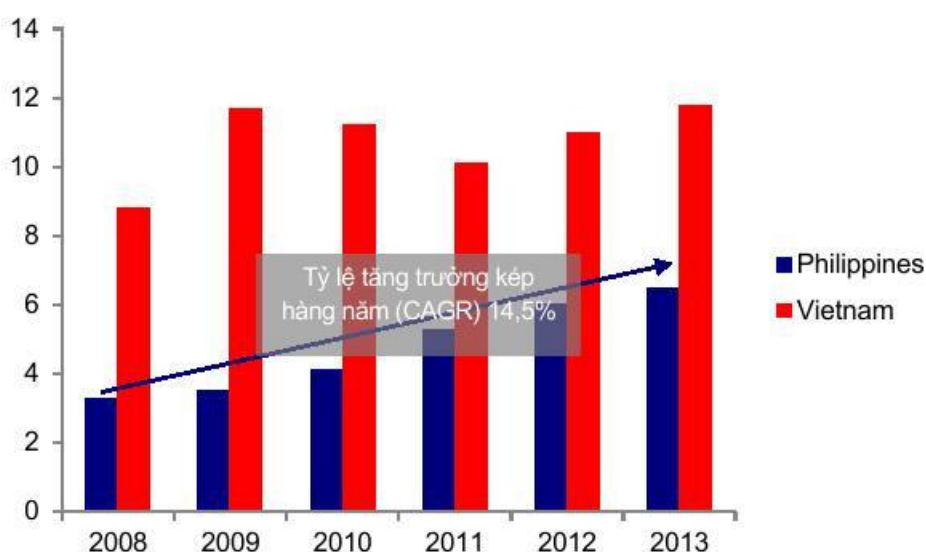
Chúng tôi nhận thấy Philippines có nhu cầu mua phôi thép rất lớn vì quốc gia này đang chuẩn bị đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng trên diện rộng. Quá trình này sẽ được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

- Nguồn vốn đầu tư liên tiếp được đổ vào ngành bất động sản. Tại Philippines, lĩnh vực xây dựng chiếm 81% tổng cầu tiêu thụ thép.
- Việc xây dựng lại nhà cửa và cơ sở hạ tầng tại các khu vực bị ảnh hưởng bởi bão và động đất.
- Chính phủ tăng cường chi tiêu cơ sở hạ tầng.
- Philippines và Việt Nam có nhiều điểm tương đồng: 1) Dân số: Philippines 98 triệu dân so với Việt Nam 89 triệu dân; 2) GDP bình quân đầu người (PPP): Philippines 4.682 USD/người so với Việt Nam 4.000 USD/người. Tuy nhiên, sức tiêu thụ thép của Philippines thấp hơn so với Việt Nam: trong năm 2013, Philippines tiêu thụ 2,9 triệu tấn phôi thép (trong đó nhập khẩu 1,7 triệu tấn, tăng 31% so với năm 2012), 4,3 tấn thép xây dựng (trong đó nhập khẩu 1,3 tấn) và 2,4 tấn thép tấm/thép lá (nhập khẩu 100%).

Vì sao HPG có thể xuất khẩu thép sang Philippines?

- Các công ty thép của Philippines có năng lực sản xuất khá hạn chế. Trong năm 2013, nước này chỉ sản xuất được 3,2 triệu tấn thép xây dựng. Các công ty này sẽ mở rộng công suất nhưng vẫn phải nhập rất nhiều phôi thép và thép phế liệu.
- Các công ty thép của Philippines sử dụng công nghệ EAF, do đó có chi phí sản xuất cao hơn so với HPG.
- Các công ty thép của Philippines phải đối mặt với rủi ro thiếu điện phục vụ sản xuất. Công nghệ EAF đòi hỏi cần có nguồn điện ổn định, do đó, các công ty này buộc phải nhập phôi thép để giảm thiểu rủi ro thiếu điện.
- Giá phôi thép do HPG sản xuất rẻ bằng phôi thép của các công ty Trung Quốc. Tuy nhiên, HPG có thể hưởng lợi khi tình hình tranh chấp lãnh thổ giữa Philippines và Trung Quốc trở nên căng thẳng.

Hình 1: Tiêu thụ thép ở Philippines và Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD)

Triển vọng 2014

Tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số

Chúng tôi dự báo tính chung cả năm 2014 HPG sẽ thu về 24.732 tỷ đồng doanh thu (tăng 30,6% so với năm 2013) và 3.070 tỷ đồng LNST (tăng 57,1%). Trong đó, các sản phẩm thép và dự án Mandarin Garden đóng góp phần lớn doanh thu. Chúng tôi cho rằng đến cuối năm 2014, HPG sẽ nắm giữ thị phần 18,2% vì các yếu tố sau:

- HPG hiện đang giành được thị phần từ các công ty thép khác: Từ tháng 06/2013 đến tháng 06/2014, thị phần của HPG tăng 4%. Các công ty bị mất thị phần chủ yếu là các công ty thép của Tổng Công ty Thép Việt Nam (VNSteel) và các liên doanh của Tổng Công ty Thép Việt Nam, mất khoảng 7% thị phần. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ tiếp tục mở rộng thị phần nhờ chi phí sản xuất thấp.
- HPG hiện đang thâm nhập thị trường miền Trung và miền Nam. Nhờ sở hữu cảng nên công ty có thể vận chuyển sản phẩm vào miền Nam với chi phí rất thấp. Cảng này có công suất 3 triệu tấn/năm. Công suất cảng có thể được mở rộng dễ dàng vì HPG có cầu cảng dài đến 1,7km. Các công ty thép khác tại miền Bắc tuy có thể vận chuyển hàng bằng đường biển nhưng phải vận chuyển sản phẩm đến cảng. Vì vậy, chi phí vận chuyển là một gánh nặng thực sự. Thị phần của HPG tại thị trường miền Nam trong 12 tháng qua lên đến 2,2% trong khi không công ty thép nào khác của miền Bắc có thể đạt được con số này. Bên cạnh đó, ban lãnh đạo dự kiến sẽ xây một kho chứa rộng hơn tại miền Nam để đảm bảo nguồn cung sẽ luôn ổn định.

Hình 2: Diễn biến thị phần từ tháng 06/2013 đến tháng 06/2014

	Miền Bắc	Miền Nam	Miền Trung	Xuất khẩu	Tổng cộng
VNSteel	-5,8%	-2,6%	-3,8%	10,5%	-4,0%
TISCO	-5,8%	-9,8%	-3,9%	0,4%	-5,6%
VNS	0,0%	10,0%	0,1%	10,1%	2,6%
Cevimetal	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Biên Hòa	0,0%	-3,7%	0,0%	0,0%	-1,0%
Thủ Đức	0,0%	-2,9%	0,0%	0,0%	-0,9%
Nhà Bè	0,0%	3,7%	0,0%	0,0%	0,9%
VNSteel – liên doanh	-0,9%	-1,1%	-7,5%	-11,6%	-3,1%
Vina Kyoei	0,0%	0,5%	-7,9%	-1,9%	-1,7%
VPS	-0,7%	0,0%	0,0%	-8,9%	-0,9%
Vinausteel	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Natsteelvina	0,0%	0,0%	0,0%	-11,8%	-0,9%
Tây Đô	0,0%	-1,7%	0,4%	11,0%	0,3%
Khác	6,7%	3,8%	11,3%	1,1%	7,1%
SSE	1,8%	0,0%	-1,1%	0,0%	1,1%
Nam Đô	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
HPS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
HPG	3,6%	2,2%	5,5%	0,0%	4,0%
Sunsteel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
POM	-1,4%	1,6%	5,5%	1,1%	-0,4%
VIS	-1,5%	0,0%	0,5%	0,0%	-0,4%
TN Steel	-0,4%	0,0%	-0,3%	0,0%	-0,3%
DANA – Italy	0,0%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%
Thăng Long Kansai	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sông Hồng	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%
Sheng Li Steel	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%
Việt Đức	2,6%	0,0%	0,7%	0,0%	1,7%
TBD Steel	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%	0,4%
Kyoei VN	1,7%	0,0%	-3,1%	0,0%	0,6%

Nguồn: VSA

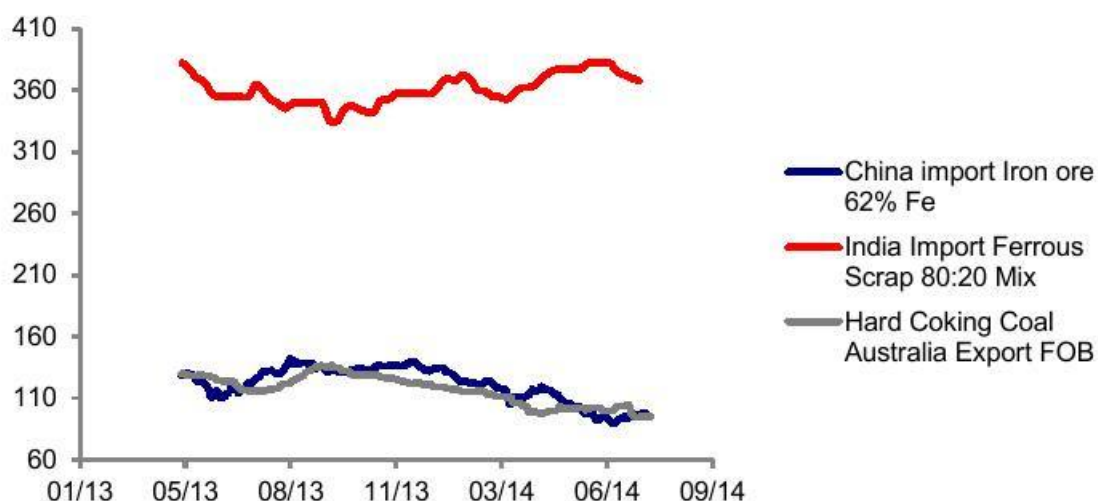
Biên lợi nhuận gộp cải thiện

Biên lợi nhuận gộp của HPG năm 2014 sẽ tăng 2-3% nhờ giá than luyện cốc giảm. Giá nguyên liệu luyện kim từ năm ngoái đến nay đã giảm do nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc thấp đi. Giá quặng sắt vận chuyển bằng đường biển là 100USD/tấn, thấp hơn so với mức trung bình năm 2013 là 135USD/tấn. Giá thép phế liệu là 367USD/tấn, giảm so với mức 400USD/tấn hồi tháng 01/2013. Giá than mỡ cứng giảm xuống 95USD/tấn, thấp hơn so với mức trung bình năm 2012 là 210USD/tấn. Dù vậy, xu hướng giảm có thể sẽ chấm dứt trong thời gian tới và chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu khó có thể giảm tiếp.

Tuy nhiên, HPG có thể sẽ không hưởng lợi từ việc giá nguyên liệu giảm tiếp:

- HPG mua quặng sắt từ các công ty khoáng sản trong nước. Giá quặng sắt trong nước dao động trong khoảng 80-100USD/tấn. Giá quặng sắt trên thị trường thế giới vào khoảng 100USD/tấn. HPG không có nhu cầu nhập khẩu quặng sắt vì như vậy sẽ phải trả thêm chi phí vận chuyển.
- Giá than luyện cốc có thể sẽ không giảm tiếp. Trên thị trường có nhiều ý kiến cho rằng các công ty sản xuất than của Úc sẽ đóng cửa bớt các mỏ và giá than có thể tăng trở lại vào năm sau. HPG nhập khẩu phần lớn than luyện cốc từ Úc. Than luyện cốc chỉ chiếm khoảng 10% chi phí sản xuất thép của HPG.

Hình 3: Giá quặng sắt, sắt phế liệu và than cốc cứng



Nguồn: Bloomberg

Thi công giai đoạn 3 Khu liên hợp gang thép Hòa Phát

HPG đã lên kế hoạch mở rộng công suất bằng cách xây thêm một lò cao. Lò cao này sẽ nâng tổng công suất thổi thép thêm 750.000 tấn/năm lên 1,9 triệu tấn/năm. Dự án sẽ được khởi công trong năm nay và hoàn tất vào tháng 03/2016. Tổng giá trị đầu tư XDCB khoảng 3.000 tỷ đồng, được trích từ lợi nhuận giữ lại. Vì vậy, HPG có thể sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt cho các năm 2014 và 2015. Tuy nhiên, theo nghị quyết HĐQT công bố vào tháng ba, HPG có thể sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu, tỷ lệ 10:3. Sau khi hoàn tất Giai đoạn 3, HPG sẽ trở thành công ty sản xuất thổi thép lớn thứ hai. Công ty lớn nhất trong lĩnh vực này sẽ là Công ty TNHH gang thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh (FHS) với công suất 7,5 triệu tấn/năm.

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và đạt được giá mục tiêu 66.568 đồng, với PER cốt lõi tương ứng là 12,1 lần. HPG hiện đang giao dịch tại PER cốt lõi dự phóng 10 lần và PER cốt lõi 12 tháng qua là 11,3 lần. PER của cổ phiếu HPG thấp hơn so với trung vị của các công ty khác (13,2 lần).

Về dự án Mandarin Garden, tính đến Quý 2, HPG đã nhận được toàn bộ tiền thanh toán của khách hàng. HPG đã ghi nhận trên 90% tổng giá trị doanh thu trên hợp đồng và phần còn lại sẽ được ghi nhận khi một số căn hộ còn lại được bàn giao cho khách hàng. Vì vậy, dự án sẽ không còn hỗ trợ giá cổ phiếu trong tương lai.

Khó có thể tìm được các công ty cùng ngành trong khu vực để so sánh tương quan với HPG vì:

- HPG đang tạo ra lợi nhuận trong khi phần lớn các công ty sản xuất thép trong khu vực khác có lợi nhuận thấp hoặc bị lỗ. Phương pháp định giá tương đối theo PE trung bình không đáng tin cậy vì PE của các công ty này có sự chênh lệch lớn, từ 10 lần đến hơn 80 lần. PE trung bình 43 lần là quá cao và không thể dùng làm PE chuẩn được.
- ROE trung bình của HPG trong 5 năm qua là 22% trong khi mức trung bình của các công ty trong ngành dưới 10%. Nhờ có ROE cao, HPG có PB lên đến 2,7 lần. PB của các công ty khác đều dưới 1,5 lần.

Trong quá trình định giá tương đối, chúng tôi chỉ lấy trung vị PE của các công ty thép trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương (thị trường mới nổi). Các công ty này có trung vị PE là 13,2 lần và trung vị ROE là 3,6 lần. So với các công ty này, giá cổ phiếu của HPG vẫn hấp dẫn. Có thể xem trung vị PE là chỉ báo đáng tin cậy hơn so với trung vị PE.

Định giá

Hình 4: Các giả định khi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định	2014	2015	2016	2017	2018
Lãi suất phi rủi ro	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Phí bảo hiểm rủi ro	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Chi phí CSH	16,9%	16,8%	16,8%	16,7%	16,7%
Chi phí nợ	8,5%	8,4%	8,2%	8,1%	7,9%
Hệ số beta	1,20	1,19	1,18	1,18	1,17
Tỷ lệ nợ	44,1%	37,7%	30,1%	28,0%	24,8%
WACC	12,4%	12,9%	13,7%	13,8%	14,1%

Hình 5: Các giả định về doanh thu và biên lợi nhuận

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu (tỷ đồng)	24.732	23.364	25.104	25.874	31.637
Sản lượng thép xây dựng bán ra (tấn)	991.840	1.150.000	1.150.000	1.150.000	1.481.282
Tỷ lệ tăng trưởng	42%	16%	0%	0%	29%
Giá tăng/giảm	0%	0%	0%	0%	3%
Sản lượng phôi thép bán ra (tấn)	72.000	0	205.000	256.000	375.262
Tỷ lệ tăng trưởng	N/A	N/A	N/A	25%	47%
Giá tăng/giảm	0%	0%	0%	0%	3%
Biên lợi nhuận gộp	20,2%	19,8%	17,4%	15,7%	17,7%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	16,4%	16,0%	13,6%	11,9%	13,9%
Biên lợi nhuận ròng	12,4%	12,1%	9,7%	8,9%	10,9%
Biên EBITDA	21,1%	21,1%	19,6%	21,1%	19,3%

Hình 6: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm

Định giá chiết khấu dòng tiền nhiều giai đoạn	FCFF
Giai đoạn định giá (năm)	5
Giá trị dòng tiền tự do	7.512
Giá trị cuối cùng	28.515
Tổng Giá trị dòng tiền tự do + Giá trị hiện tại	36.027
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	2.513
Nợ ngắn và dài hạn	7.575
Giá trị vốn CSH bao gồm lợi ích CĐTS	30.965
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	461
Giá cổ phiếu	66.568

Phương pháp so sánh

Hình 7: So sánh với các công ty thép khác

	Quốc gia	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/Doanh thu	ROE	ROA
CTCP Tập đoàn Hòa Phát Việt Nam		11,3	2,7	6,6	1,3	28,0	11,6
Trung vị các công ty khác		13,2	0,8	7,9	0,7	3,6	1,1
Baoshan Iron & Steel	Trung Quốc	12,4	0,6	N/A	0,7	5,1	2,5
Tata Steel	Ấn Độ	15,9	1,3	7,4	0,7	9,2	2,3
Hebei Iron & Steel	Trung Quốc	70,4	0,5	N/A	0,9	0,6	0,1
Shanxi Taigang Stainless	Trung Quốc	29,0	0,6	N/A	0,5	2,2	0,7
Gansu Jiu Steel Group	Trung Quốc	N/A	0,9	N/A	0,4	-16,8	-5,3
Wuhan Iron & Steel	Trung Quốc	54,1	0,6	N/A	0,7	1,0	0,4
Angang Steel	Hồng Kông	39,3	0,6	8,8	0,7	1,6	0,8
Maanshan Iron & Steel	Hồng Kông	66,7	0,5	10,1	0,6	0,7	0,2
Shandong Iron and Steel	Trung Quốc	N/A	0,8	N/A	0,4	-1,7	-0,4
Xinxing Ductile Iron Pipes	Trung Quốc	13,6	0,9	N/A	0,5	6,7	2,0
Hunan Valin Steel	Trung Quốc	17,2	0,6	N/A	0,8	3,5	0,5
JSW Steels	Ấn Độ	69,4	1,4	6,6	1,2	2,2	0,7
Fosun International	Hồng Kông	9,5	1,3	30,3	2,0	14,8	3,2
Steel Authority of India	Ấn Độ	13,8	0,9	8,8	1,0	5,7	2,8
Bengang Steel Plates	Trung Quốc	21,2	0,4	N/A	0,5	1,9	0,7

Nguồn: Bloomberg

Rủi ro khi đầu tư vào HPG

Công suất hạn chế

Tất cả các nhà máy thép của HPG sẽ hoạt động với công suất tối đa trong năm 2015, sản xuất 1,2 triệu tấn thép dài. Trong năm nay, các nhà máy này sẽ hoạt động với 86% công suất, trong đó Lò cao số 1 đang hoạt động với 67% công suất. Sau khi hoàn tất Giai đoạn 3 Khu liên hợp gang thép Hòa Phát, HPG sẽ có công suất 1,9 triệu tấn phôi thép /năm, nhưng công suất thép dài sẽ vẫn ở mức 1,15 triệu tấn. Nếu không xây thêm nhà máy cán thép, HPG hoàn toàn có thể mất thị phần. Theo ước tính của chúng tôi, từ năm 2016 cho đến khi xây xong nhà máy cán thép mới, HPG có thể mất 1% thị phần mỗi năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HPG sẽ khẩn trương tiến hành xây dựng nhà máy cán thép ngay sau khi hoàn tất lò cao. Việc thi công nhà máy cán thép có thể kéo dài khoảng 1 năm.

FHS: Trở ngại trong tương lai

Công ty TNHH gang thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh (FHS) là liên doanh của Formosa Plastic Group, một tập đoàn Đài Loan chuyên về lọc dầu, hóa dầu, và nguyên liệu nhựa. Các nhà đầu tư khác là China Steel và Nan Ya Plastics. Dự án là một khu liên hợp gang thép khép kín gồm lò cao, nhà máy cán thép, nhà máy luyện cốc, và cảng nước sâu. Khu liên hợp sẽ có tổng công suất mỗi năm là 7,5 triệu tấn sản phẩm thép các loại, gồm phôi thép và thép tấm, phục vụ ngành công nghiệp ô tô và xây dựng (cụ thể là 1,2 triệu tấn). Dự kiến khu liên hợp sẽ đi vào hoạt động vào cuối tháng 05/2015. Tổng giá trị dự án ước tính khoảng 10 tỷ USD, trong đó đến nay đã giải ngân 4 tỷ USD.

Chúng tôi cho rằng FHS sẽ là một đối thủ cạnh tranh lớn của HPG vì:

- FHS sẽ có chi phí sản xuất mỗi tấn phôi thép thấp hơn nhờ quy mô lớn. FHS sẽ có 2 lò cao, mỗi lò có dung tích hoạt động 4.350m³. HPG hiện có 2 lò cao, dung tích 350m³ và 450m³. Lò cao số 3 của HPG, dự kiến sẽ được hoàn tất trong năm 2016, sẽ có dung tích 580m³. Dung tích lò cao lớn hơn đồng nghĩa với việc hệ số hiệu dụng thấp hơn. Hệ số này là tỷ suất của sản lượng sắt mỗi ngày (đơn vị: m³/ngày) chia cho thể tích lò (đơn vị: m³). Tuy nhiên, lò cao lớn hơn sẽ đòi hỏi ít nhân công để điều hành hơn, tiêu thụ ít nhiên liệu hơn và sử dụng nguyên liệu hiệu quả hơn.
- FHS là một thách thức lớn đối với HPG và các công ty thép khác của Việt Nam vì FHS không chịu ràng buộc nào về mặt pháp lý trong việc bán thép tại thị trường Việt Nam.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn chưa thể khẳng định FHS sẽ thành công. FHS có thể khiến cạnh tranh trở nên gay gắt hơn nhưng điều này không có nghĩa là HPG sẽ bị đánh bại vì:

- Lò cao lớn sẽ đòi hỏi nguồn quặng sắt lớn và ổn định. Trong chuyến thăm HPG vừa qua, chúng tôi được biết công ty không muốn xây lò cao lớn vì không có nguồn quặng sắt ổn định. Mỗi năm HPG cần khoảng 2 triệu tấn quặng sắt. FHS, với công suất gấp 3 lần HPG, cần đến 5-6 triệu tấn quặng sắt/năm; FHS nhiều khả năng sẽ nhập khẩu quặng sắt và chịu mức giá cao hơn khi giá quặng sắt trên thị trường thế giới phục hồi. Thực vậy, tập đoàn Formosa Plastics Group (FPG) đã đầu tư 1,15 tỷ USD vào Iron Bridge Joint Venture của Fortescue Metal Group (FMG), sở hữu hai mỏ sắt trong nước với tổng trữ lượng 5,2 tỷ tấn, và dự kiến sẽ cung cấp cho FHS 3 triệu tấn/năm. Trong ngắn và trung hạn, FHS không thể phụ thuộc vào mỏ sắt Thạch Khê, một nguồn quặng thép khác trong nước vì công ty sở hữu mỏ này hiện đang gặp khó khăn về mặt tài chính và điều hành. Trong dài hạn, nếu HPG mở rộng sản xuất, công ty có thể sẽ phải nhập khẩu quặng sắt.
- HPG sở hữu thương hiệu mạnh, với hơn 20 năm có mặt trên thị trường. Hiện tại, HPG vẫn tiếp tục quảng cáo mỗi buổi sáng trên các kênh truyền hình lớn. Các khách hàng trung thành sẽ không nhanh chóng chuyển từ HPG sang thương hiệu khác. FHS nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng tới các nhà sản xuất thép có chi phí sản xuất cao tại Việt Nam.

Lịch sử khuyến nghị

Thời điểm	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
03/2014	KHẢ QUAN	51.000	60.000
12/2013	THÊM VÀO	40.300	45.300
10/2013	MUA	36.100	44.000
07/2013	NĂM GIỮ	28.400	31.400
12/2012	NĂM GIỮ	20.700	20.800

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Hồng Quang, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố tác động cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như: tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.