

Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

27 tháng 07, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **44.280**

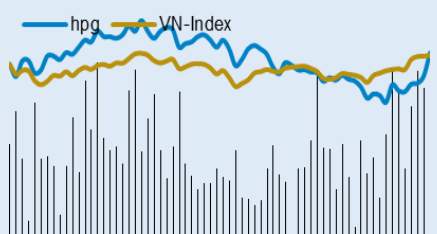
Giá thị trường (27/07/2015) 35.600

Lợi nhuận kỳ vọng 24%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	24.800 - 39.730
Vốn hóa	26.093
SL cổ phiếu lưu hành	732.933.319
KLGD bình quân 10 ngày	2.399.571
% sở hữu nước ngoài	40,4%
Giá trị cổ tức/cổ phần	667
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,0%
Beta	0,99

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HPG	1,1%	24,0%	16,6%	0,8%
VN-Index	15,7%	7,0%	11,6%	8,4%

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai@baoviet.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG

Reuters: HPG.HM

Bloomberg: HPG VN

Chiếm lĩnh thị phần thép trong nước nhờ chiến lược đầu tư đúng đắn về công nghệ

Kỷ lục về lợi nhuận trong Q2/2015. HPG đã công bố doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế quý II/2015 lần lượt đạt 7.740 và 1.252 tỷ đồng, tăng trưởng 16% về doanh thu và 30% về lợi nhuận thuần so với cùng kỳ năm 2014. Đây là quý đạt KQKD tốt nhất của HPG từ trước đến nay và điểm đáng chú ý là lợi nhuận từ Mandarin Garden chỉ đóng góp khoảng 70 tỷ VNĐ lợi nhuận vào KQKD và toàn bộ tăng trưởng lợi nhuận còn lại đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn, trong đó chủ yếu là thép xây dựng và ống thép.

Các dự án mới đang được triển khai đúng tiến độ. Khu liên hợp thép giai đoạn III hiện đã giải ngân khoảng 2.000 tỷ VNĐ và dự kiến xong xây dựng cơ bản cuối tháng 9/2015. Nhà máy phôi và lò cao sẽ được đưa vào chạy thử cuối năm 2015. Năm 2016, HPG đặt kế hoạch tiêu thụ khoảng 300.000 tấn thép từ Khu liên hợp, đưa tổng sản lượng tiêu thụ lên 1,5 triệu tấn và mục tiêu đạt 1,8 triệu tấn trong năm 2017. Nhà máy thức ăn chăn nuôi đang được tiến hành xây dựng và bắt đầu cho ra sản phẩm trong Q1/2015 tuy nhiên từ tháng 9/2015, HPG sẽ bắt đầu bán sản phẩm để thăm dò thị trường.

Rủi ro về cạnh tranh với Formosa tạm thời không đáng lo ngại. Dự án Formosa giai đoạn 1 không làm thép xây dựng, do đó trong vòng ít nhất 3 năm tới, Formosa sẽ không phải là mối lo ngại đối với HPG. Đồng thời, chúng tôi cho rằng, ngay cả khi giai đoạn 2 Formosa sản xuất thép xây dựng thì cũng không phải là nguy cơ đối với HPG. HPG có công nghệ sản xuất vượt trội hơn so với các doanh nghiệp trong ngành thép hiện nay và nếu Formosa có đầu tư thép xây dựng, thì các doanh nghiệp nhỏ với công nghệ sản xuất lạc hậu sẽ phải đóng cửa. Khi thị trường có tính tập trung hơn với số lượng doanh nghiệp giảm xuống, thì quyền lực ảnh hưởng về giá với các doanh nghiệp lớn sẽ càng cao, và nói cách khác, về dài hạn việc Formosa đầu tư vào thép xây dựng có thể lại mang tính tích cực hơn là tiêu cực đối với HPG.

Ngành thép vẫn là ngành được bảo hộ trong các hiệp định thương mại.

Trong vài năm trở lại đây Việt Nam ký hàng loạt các hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương với các cam kết dỡ bỏ hàng rào thuế quan. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy ngành thép vẫn là ngành được bảo hộ cao khi Việt Nam ký kết các hiệp định thương mại tự do đa phương và song phương.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của HPG năm 2015 đạt 26.965 tỷ VNĐ và 3.328 tỷ VNĐ. Với mức giá đóng cửa ngày 27/07/2015, P/E dự báo 2015 ở mức 8,11 lần. HPG hiện có mức vốn hóa khoảng 1,1 tỷ USD. P/E bình quân của các doanh nghiệp thép trên thế giới có mức vốn hóa tương đương với HPG (700 triệu – 1,5 tỷ USD) sau khi đã loại trừ đi các biến bất thường hiện ở mức 12,6 lần. Do doanh thu và lợi nhuận từ thép có thể đóng góp khoảng 80% vào kết quả kinh doanh của Tập đoàn trong năm 2015, chúng tôi sử dụng mức chiết khấu 20% để tính P/E hợp lý của HPG. Theo đó, giá hợp lý của HPG theo đánh giá của chúng tôi ở mức **44.280 VNĐ/cổ phần**, cao hơn khoảng 24% so với mức giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với HPG

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	39,98%
Sở hữu khác	60,027%

CỔ ĐÔNG LỚN

Trần Đình Long	25,15%
Vũ Thị Hiền	7,28%
VOF Investment Limited	5,82%
Bank Invest	4,78%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft và Deutsche Asset Management (Asia) Limited	3,93%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013F	2014	2015F
Doanh thu	17.852	16.858	18.934	25.525	26.965
Giá vốn	14.979	14.381	15.651	20.338	21.863
Lợi nhuận gộp	2.873	2.477	3.284	5.187	5.102
Doanh thu tài chính	329	183	276	160	151
Chi phí tài chính	1.070	604	528	351	388
Lợi nhuận sau thuế	1.297	1.031	2.010	3.250	3.328

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013F	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.064	1.294	2.125	2.026	2.159
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.897	1.646	1.629	1.720	1.860
Hàng tồn kho	6.347	6.822	8.030	7.386	8.030
Tài sản cố định hữu hình	4.392	4.296	8.864	8.548	7.549
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	273	26	21	61	61
Tổng tài sản	17.525	19.016	23.076	22.089	25.129
Nợ ngắn hạn	6.647	7.362	11.143	9.017	8.593
Nợ dài hạn	2.914	3.076	2.347	1.107	1.195
Vốn chủ sở hữu	7.414	8.085	9.500	11.796	15.168
Tổng nguồn vốn	17.525	19.016	23.076	22.089	25.129

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013F	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	25%	-6%	12%	35%	6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-5%	-21%	95%	62%	2%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	16%	15%	17%	20%	19%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7%	6%	11%	13%	12%
ROA (%)	8%	6%	10%	14%	14%
ROE (%)	19%	13%	23%	31%	25%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	55%	55%	58%	46%	39%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	129%	129%	142%	86%	65%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.951	2.372	4.663	6.900	4.393
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	24.538	20.072	22.427	24.455	20.690

Chiếm thị phần từ các doanh nghiệp nhỏ, sản lượng tiêu thụ của HPG tăng trưởng 52% so với cùng kỳ

HPG đã công bố doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế quý II/2015 lần lượt đạt 7.740 và 1.252 tỷ đồng, tăng trưởng 16% về doanh thu và 30% về lợi nhuận thuần so với cùng kỳ năm 2014. Đây là quý đạt KQKD tốt nhất của HPG từ trước đến nay và điểm đáng chú ý là lợi nhuận từ Mandarin Garden chỉ đóng góp khoảng 70 tỷ VNĐ lợi nhuận vào KQKD và toàn bộ tăng trưởng lợi nhuận còn lại đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn, trong đó chủ yếu là thép xây dựng và ống thép.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 52% trong 6 tháng đầu năm. Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ đạt 675.000 tấn, tăng 52% so với 6T/2014. Mức tăng trưởng ấn tượng của HPG đạt được nhờ các yếu tố sau:

- Tăng trưởng chung của toàn ngành thép. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành thép trong nửa đầu năm 2015 đạt 3,05 triệu tấn, tăng 24% so với cùng kỳ năm 2014 và HPG vẫn luôn là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ cao hơn nhiều so với trung bình ngành.
- Đẩy mạnh tiêu thụ thị trường miền Nam và miền Trung. Sản lượng tiêu thụ tại thị trường miền Nam và miền Trung đạt 168.750 tấn, tăng 87% so với 6T/2014 (89.962 tấn). Sau khi Chính phủ siết chặt kiểm soát tải trọng xe, chi phí vận chuyển tăng mạnh và các doanh nghiệp khác gần như không thể tiêu thụ được vào thị trường miền Nam. Tuy nhiên HPG có lợi thế khi Khu liên hợp thép đặt ngay tại cảng sông, do đó có thể vận chuyển thép vào miền Nam với chi phí thấp hơn khoảng 300.000-500.000 VNĐ/tấn so với việc vận chuyển bằng đường bộ. Đồng thời giá thành sản xuất thấp giúp HPG vẫn có lợi nhuận khi tiêu thụ tại thị trường miền Nam mặc dù chịu chi phí vận chuyển cao hơn.
- Chiếm đoạt thị phần của các doanh nghiệp nhỏ. Mặc dù bức tranh lợi nhuận của HPG khá tích cực tuy nhiên không phản ánh được toàn cảnh của thị trường thép nói chung. Ngành thép hiện tại đang rất khó khăn. Ngoài HPG và TIS, các doanh nghiệp thép còn lại đều sử dụng công nghệ lò điện với phôi sản xuất từ phế liệu hoặc nhập phôi về để cán. Mặc dù giá thép bình quân trong Q2/2015 giảm khoảng 4% so với Q1/2015, tuy nhiên giá thép phế không hề giảm và vẫn giữ mức bình quân khoảng 277 USD/tấn. Trong khi đó, giá quặng sắt tiếp tục giảm khoảng 6% và than mỡ giảm khoảng 17% trong Q2/2015. Do đó nhìn chung trong Q2/2015 chỉ có HPG và TIS được hưởng lợi và hầu như các doanh nghiệp thép khác sẽ có kết quả kinh doanh tiêu cực hơn so với Q1. Ngay cả lò điện của HPG tại Hưng Yên (đã hết khấu hao máy móc thiết bị) hiện cũng chỉ ở mức hòa vốn và không có lãi do giá thép giảm trong khi giá phế giữ nguyên.

Chính do lợi thế về giá thành sản xuất do công nghệ khác biệt đã giúp HPG và TIS tăng trưởng sản lượng tiêu thụ khá mạnh trong Q2/2015. HPG và TIS đều tăng trưởng khoảng 50% về sản lượng tiêu thụ so với cùng kỳ năm 2014, trong khi nhiều doanh nghiệp sản xuất lò điện sụt giảm về sản lượng hoặc tăng trưởng thấp hơn so với trung bình ngành. Thị phần của HPG đã tăng từ mức 18% trong T6/2014 lên 22,1% trong T6/2015. Nếu chỉ tính riêng thị trường miền Bắc, hiện HPG đã chiếm gần 30% thị phần (miền Bắc có mức tiêu thụ thép gấp 2 lần miền Nam và gấp gần 6 lần miền Trung – Bản tin Hiệp hội thép 5 tháng đầu năm 2015).

Sản lượng tiêu thụ ống thép tăng 44% so với cùng kỳ năm 2014. Trong 6 tháng đầu năm, HPG sản xuất 187.000 tấn, tiêu thụ 196.000 tấn, tăng 44% so với nửa đầu năm 2014. Nhà máy sản xuất ống thép tại Đà Nẵng được thành lập năm 2014 đã giúp sản lượng tiêu thụ tại thị trường miền Trung trong nửa đầu năm 2015 tăng trưởng gấp đôi so với cùng kỳ 2014. Doanh thu từ ống thép tại khu vực miền Trung đạt 615 tỷ VNĐ, tăng gần 90% so với cùng kỳ 2014. HPG hiện là doanh nghiệp duy nhất có 3 nhà máy sản xuất ống thép tại cả 3 miền Bắc Trung Nam, với tổng công suất sản xuất đạt 400.000 tấn/năm và thị phần chiếm 22% toàn ngành.

Công suất sản xuất ống thép của HPG		
Nhà máy	Địa điểm	Công suất (tấn/năm)
Nhà máy Đà Nẵng	KCN Hòa Khánh	80.000
Nhà máy Hưng Yên	KCN Như Quỳnh	250.000
Nhà máy Bình Dương	KCN Sóng Thần II	90.000

Nguồn: HPG, BVSC tổng hợp

Trong các năm trở lại đây ống thép là mặt hàng có mức tăng trưởng tốt nhất trong ngành thép, với tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ 24% trong năm 2014 và 35% trong 5 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ 2014. HPG vẫn là doanh nghiệp có thị phần sản xuất ống thép đứng đầu ngành và Công ty liên tục tiến hành mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu liên tục tăng của thị trường.

Hiệu suất 2 nhà máy than coke được huy động gần như tối đa là một trong những nguyên nhân giúp biên lợi nhuận của HPG khả quan. Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng sản xuất than coke là 314.000 tấn và tiêu thụ đạt 340.000 tấn, tăng 38% so với cùng kỳ năm 2014. Hiệu suất sử dụng tăng từ mức 73% trong năm 2014 lên 90% trong nửa đầu năm 2015, giúp giảm các chi phí cố định (khấu hao, nhân công) trên một đơn vị sản phẩm và tạo điều kiện để HPG đạt được mức biên lợi nhuận tốt. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao/tấn coke trong nửa đầu năm 2015 giảm bình quân khoảng 90.000 VNĐ/tấn so với trung bình trong năm 2014.

Các dự án mới đang được triển khai đúng tiến độ

Khu liên hợp thép giai đoạn III. Dự án có vốn đầu tư 3.800 tỷ VNĐ, toàn bộ sử dụng vốn tự có do đó không gây áp lực lên nợ vay của Tập đoàn. Hiện tại đã giải ngân khoảng 2.000 tỷ VNĐ và dự kiến xong xây dựng cơ bản cuối tháng 9/2015. Nhà máy phôi và lò cao sẽ được đưa vào chạy thử cuối năm 2015. Năm 2016, HPG đặt kế hoạch tiêu thụ khoảng 300.000 tấn thép từ Khu liên hợp, đưa tổng sản lượng tiêu thụ lên 1,5 triệu tấn và mục tiêu đạt 1,8 triệu tấn trong năm 2017.

Dự án bất động sản 493 Trương Định. Dự án bao gồm 640 căn hộ, được xây dựng trên khu đất 1,3ha, vốn đầu tư dự kiến 1.500 tỷ VNĐ, với phân khúc mục tiêu là trung bình do đó sẽ có giá bán thấp hơn so với Mandarin Garden. Hiện tại dự án đã hoàn thiện móng và dự kiến năm 2016 bắt đầu bán hàng. HPG dự kiến sẽ hạch toán lợi nhuận vào năm 2017.

Dự án nhà máy thức ăn chăn nuôi. Nhà máy có công suất 300.000 tấn/năm, vốn đầu tư 300 tỷ VNĐ. HPG hiện tại đang bước đầu tìm hiểu thị trường đầu vào bằng cách nhập nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi để bán cho các nhà sản xuất trong nước. Nhà máy đang được tiến hành xây dựng và bắt đầu cho ra sản phẩm trong Q1/2016 tuy nhiên từ tháng 9/2015, HPG sẽ bắt đầu bán sản phẩm để thăm dò thị trường. Sản phẩm của HPG sẽ được thực hiện thông qua một số đơn vị gia công và bán thử nghiệm/tiếp thị cho người dân dùng thử sản phẩm qua đó thăm dò nhu cầu thị trường. HPG cũng dự kiến sẽ xây dựng một nhà máy tại thị trường miền Nam với công suất 200.000 tấn/năm nếu tình hình khả thi.

Rủi ro về cạnh tranh với Formosa tạm thời không đáng lo ngại.

Formosa sẽ không làm thép xây dựng trong giai đoạn I. Dự án Formosa giai đoạn 1 không làm thép xây dựng. Do đó trong vòng ít nhất 3 năm tới, Formosa sẽ không phải là mối lo ngại đối với HPG.

Formosa giai đoạn II có ảnh hưởng tới HPG hay không? Hiện tại Formosa chưa công bố cơ cấu sản phẩm giai đoạn 2, tuy nhiên nếu giai đoạn 2 Formosa sản xuất thép dài với công suất giữ nguyên 1,2 triệu tấn/năm như ý định ban đầu của giai đoạn 1, thì câu hỏi được đặt ra là ảnh hưởng của Formosa đối với HPG như thế nào?

Vị trí nhà máy của Formosa đặt tại Hà Tĩnh, do đó nếu tiêu thụ trực tiếp tại thị trường Việt Nam thì miền Bắc sẽ là thị trường tiêu thụ chính của Formosa – nghĩa là sẽ cạnh tranh trực tiếp với HPG.

Thị trường thép miền Bắc chiếm khoảng 55% sản lượng cả nước, và ước tính đến 2017 nhu cầu của miền Bắc sẽ đạt 4,3 triệu tấn. Giả sử trong trường hợp

xấu, chi phí sản xuất của Formosa vượt trội so với HPG và Formosa có thể nhanh chóng tiêu thụ 1,2 triệu tấn và các doanh nghiệp nội phải giành giật miếng bánh thị phần trong 3,1 triệu tấn còn lại, thì chúng tôi cho rằng HPG sẽ vẫn có thể duy động được tối đa công suất (1,8 triệu tấn của cả 3 giai đoạn). Trong các năm trở lại đây, HPG đã chứng minh ưu thế vượt trội về công nghệ sản xuất khi Khu liên hợp 1 và 2 ra đời đều nhanh chóng chiếm lĩnh được thị phần. Công nghệ lò cao có giá thành sản xuất thấp hơn so với lò điện, đặc biệt trong điều kiện giá quặng sắt giảm mạnh như hiện nay. Ngoài trừ TISCO và HPG, hiện tại tất cả các doanh nghiệp đều sử dụng công nghệ lò điện để sản xuất thép hoặc nhập phôi về cán. Ngay cả các dự án thép đang đầu tư của những doanh nghiệp lớn trong ngành, thì toàn bộ là dự án luyện thép bằng lò điện, ngoại trừ dự án Giai đoạn 2 của TISCO. Tuy nhiên hiện tại TISCO vẫn đang thu xếp vốn cho dự án này và thời gian hoàn thành tiếp tục bị trì hoãn. Do đó, trong tương lai gần, nếu Formosa có đầu tư thép xây dựng, thì HPG vẫn có thể đạt tối đa sản lượng và các doanh nghiệp nhỏ với công nghệ sản xuất lạc hậu sẽ phải đóng cửa. Khi thị trường có tính tập trung hơn với số lượng doanh nghiệp giảm xuống, thì quyền lực ảnh hưởng về giá với các doanh nghiệp lớn sẽ càng cao, và nói cách khác, về dài hạn có thể Formosa đầu tư vào thép xây dựng lại mang tính tích cực hơn là tiêu cực đối với HPG.

Top 10 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất ngành thép và dự án đầu tư mới

Mã CK	Thị phần 2014	Tiêu thụ 2014 (tấn)	Công suất (tấn/năm)		Dự án (tấn/năm)			Dự kiến hoàn thành
			Thép cán	Phôi thép	Phôi thép	Cán thép	Công nghệ	
HPG	19,1%	1.001.017	1.250.000	1.200.000	600.000	750.000	Lò cao	Cuối 2015
Pomina	15,1%	792.892	1.100.000	1.500.000				
TISCO	9,1%	476.674	650.000	350.000	500.000	500.000	Lò cao cuối 2014 (chậm tiến độ)	
Vinakyoei	8,4%	440.729	450.000		500.000	500.000	Lò điện	T6/2014 (chậm tiến độ)
VNS	7,5%	394.900	400.000	500.000				
Việt Ý	5,3%	276.440	250.000	400.000				
Việt Đức	5,1%	266.056	350.000					
SSE	4,5%	235.846	250.000					
ShengLi	4,3%	227.500	600.000	600.000				
Kyoei VN	4,1%	216.311	300.000		1.000.000	500.000	Lò điện	2016

Nguồn: BVSC tổng hợp

Các hiệp định thương mại ảnh hưởng như thế nào đối với HPG

Trong vài năm trở lại đây Việt Nam ký hàng loạt các hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương với các cam kết dỡ bỏ hàng rào thuế quan. Vấn đề được đặt ra là việc thuế suất nhập khẩu giảm dần sẽ ảnh hưởng thế nào đến ngành thép nói chung và HPG nói riêng?

Trung Quốc. Trung Quốc vẫn là đối thủ đáng lo ngại nhất của ngành thép Việt Nam. Với sản lượng sản xuất chiếm hơn 50% sản lượng thép toàn cầu, Trung

Quốc có khả năng gây ảnh hưởng tới tất cả các quốc gia khác, đặc biệt khi ngành thép Trung Quốc đang dư thừa công suất. Thị trường bất động sản Trung Quốc đang trải qua giai đoạn khó khăn khi giá nhà giảm mạnh, ảnh hưởng tới nhu cầu xây dựng nhà ở – vốn chiếm 2/3 nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc. Kinh tế tăng trưởng chậm cũng khiến nhu cầu thép giảm, và là lý do khiến Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu thép. Điều này cũng đã được nhìn nhận rõ, khi năm 2014, xuất khẩu thép của Trung Quốc đạt kỷ lục 93,8 triệu tấn- tăng 50,5% so với 2013. Trong 4 tháng đầu năm 2015, xuất khẩu thép cũng tăng 32,7% so với cùng kỳ 2014. Hiện tại thuế nhập khẩu thép xây dựng từ Trung Quốc vào Việt Nam là 15%. Nếu mức thuế này bị dỡ bỏ hoàn toàn, ngành thép Việt Nam sẽ chịu áp lực cạnh tranh rất mạnh từ thép Trung Quốc

Trong các hiệp định thương mại Việt Nam đã hoặc sắp ký kết liên quan đến Trung Quốc có Hiệp định ACFTA (ASEAN – Trung Quốc) và RCEP (ASEAN +6):

- ❑ Hiệp định ASEAN – Trung Quốc (ACFTA). Trong biểu thuế suất giai đoạn 2015-2018, thép xây dựng vẫn là mặt hàng được bảo hộ bởi mức thuế suất nhập khẩu là 15%. Phôi thép có thuế suất 5% từ 2015-2017 và sẽ giảm xuống 0% vào 2018. Tuy nhiên thuế nhập khẩu phôi thép không ảnh hưởng tới HPG do HPG tự chủ hoàn toàn phôi.
- ❑ Hiệp định RCEP (ASEAN +6). Các nước tham gia bao gồm các nước ASEAN và 6 đối tác (Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, Niu Di-lân, Ôt-xtrây-lia và Trung Quốc). Hiệp định vẫn đang trong quá trình đàm phán, tuy nhiên qua báo cáo “Đánh giá tác động của Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP) đối với nền kinh tế Việt Nam” của VCCI, ngành thép vẫn sẽ là ngành được lựa chọn bảo hộ và xếp đầu tiên trong danh mục các hàng hóa nhạy cảm của Việt Nam và là một trong các ngoại lệ không tham gia cắt giảm thuế của Việt Nam.

Liên Bang Nga. Nga là quốc gia đứng thứ 5 trên thế giới về sản lượng sản xuất thép (70 triệu tấn) và sản lượng xuất khẩu chiếm 40% tổng sản lượng (27,7 triệu tấn – 2014). Lợi thế về nguồn nguyên liệu giúp Nga là một trong những quốc gia có chi phí sản xuất thép tốt nhất thế giới. Chi phí vận chuyển thép từ Nga về Việt Nam tương đương với Trung Quốc (khoảng 20 USD/tấn) và thời gian mất khoảng 2 tuần, chỉ lâu hơn một chút so với Trung Quốc (10 ngày). Việc đồng rúp Nga mất giá càng khiến thép Nga có lợi thế trở thành một trong những đối thủ của Trung Quốc trong xuất khẩu thép.

Việt Nam đã ký kết hiệp định FTA với Liên minh kinh tế Á Âu (bao gồm Liên bang Nga, Cộng hòa Belarus, Cộng hòa Kazakhstan, Cộng hòa Armenia, Cộng hòa Kyrgyzstan) và đã từng có nhiều lo ngại về việc ngành thép trong nước sẽ bị đe dọa bởi thép nhập khẩu từ Nga. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy, trong lộ trình giảm thuế, thuế nhập khẩu thép xây dựng trong hiệp định này sẽ giảm dần và chỉ về 0% vào năm 2025 do đó trong vòng 5 năm tới, cạnh tranh với thép Nga chưa phải là vấn đề lớn đối với HPG.

Thuế suất cam kết theo hiệp định Liên minh Á Âu

	Thuế cơ sở	Khi có hiệu lực	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Thuế cam kết (%)	15,0	13,6	12,3	10,9	9,5	8,2	6,8	5,5	4,1	2,7	1,4	-

Nguồn: VCCI, BVSC tổng hợp

Tóm lại, ngành thép vẫn là ngành được bảo hộ cao khi Việt Nam ký kết các hiệp định thương mại tự do đa phương và song phương. Điều này xuất phát từ thực tế các doanh nghiệp trong ngành vốn có quy mô công suất khá nhỏ, công nghệ sản xuất tương đối lạc hậu, nguyên liệu chủ yếu nhập khẩu và mức biên lợi nhuận rất mỏng.

Thức ăn chăn nuôi có phải là hướng đi đúng đắn?

Ngành thức ăn chăn nuôi Việt Nam hiện đứng đầu ASEAN và đứng thứ 12 thế giới về sản lượng. Mức biên lợi nhuận không cao tuy nhiên ngành có quy mô rất lớn. Quy mô toàn ngành đạt 16 triệu tấn/năm, tương đương 6 tỷ USD, gấp đôi về doanh thu và gấp 3 về sản lượng so với ngành thép xây dựng. Tốc độ tăng trưởng toàn ngành đạt 10%-13%/năm.

Sự hấp dẫn về quy mô và tốc độ tăng trưởng là nguyên nhân khiến HPG quyết định đầu tư vào ngành thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên, ngành thức ăn chăn nuôi có mức độ cạnh tranh khá khốc liệt, đặc biệt khi 60% thị phần đang bị nắm giữ bởi các doanh nghiệp nước ngoài. Trong top 10 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất ngành, ngoại trừ Dabaco, toàn bộ đều là doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài hoặc liên doanh với nhà đầu tư nước ngoài.

Hiện tại HPG chưa công bố nhiều thông tin về dự án sản xuất thức ăn chăn nuôi, và để đánh giá về tính đúng đắn quyết định này cũng là khá sớm, tuy nhiên dựa trên những gì HPG đã chứng minh trong các năm qua, chúng tôi không đánh giá tiêu cực về việc mở rộng ngành nghề của HPG:

- ❑ *Thứ nhất: trong quá khứ, đây không phải là lần đầu tiên HPG mở rộng ngành nghề kinh doanh.* Ngành nghề đầu tiên HPG kinh doanh là thiết bị phụ tùng xây dựng, sau đó mở rộng lần lượt là nội thất, ống thép, thép xây dựng, điện lạnh, khu công nghiệp, khoáng sản, than coke, xi măng và bất động sản. Hiện tại, HPG dẫn đầu trong phân khúc thép xây dựng, ống thép, nội thất và than coke (22% thị phần thép xây dựng, 22% thị phần ống thép, dẫn đầu thị trường nội thất và 70% thị phần than coke).
- ❑ *Thứ hai: hoạt động đầu tư của HPG đều thực hiện rất bài bản và cẩn trọng.* Trong ngành thép, không phải chỉ HPG nhìn thấy lợi thế từ công nghệ lò cao mà từ năm 2007 trở lại đây (cùng thời điểm HPG đầu tư Khu liên hợp 1), rất nhiều các dự án sản xuất thép lò cao được khởi công như Thép Vạn Lợi, Thép Đình Vũ, Gang thép Hà Tĩnh, Gang thép Cao Bằng, Giai đoạn II Thép Thái Nguyên... tuy nhiên chưa có dự án

nào có thể đi vào vận hành và cho lợi nhuận. Nguyên nhân chính là do quá trình đầu tư manh mún và không đồng bộ. Để sản xuất thép theo công nghệ lò cao không đơn giản chỉ cần một lò cao luyện gang mà phải đầu tư rất nhiều các công trình phụ trợ như nhà máy thiêu kết quặng sắt, lò thổi oxy, lò điện, lò tinh luyện, máy đúc liên tục... mới có thể tiết giảm được tiêu hao nguyên vật liệu và cho ra sản phẩm đạt tiêu chuẩn để đưa ra thị trường. Tuy nhiên nhiều dự án đơn thuần chỉ đầu tư lò cao, sử dụng quặng thô thay vì đầu tư nhà máy sản xuất quặng thiêu kết, vè viên để giảm tiêu hao nguyên liệu... đã khiến cho giá thành sản xuất vẫn ở mức cao và khó có khả năng cạnh tranh. Trong khi đó, ngay từ giai đoạn I của Khu liên hợp, HPG đã chuẩn bị rất đầy đủ và bài bản từ nguồn nguyên liệu quặng sắt (2 mỏ quặng Tùng Bá và Sàng Thần có tổng trữ lượng khoảng 50 triệu tấn) đến than coke (nhà máy than coke có công suất 350.000 tấn/năm, cùng nguồn điện dư được sử dụng cho nhà máy thép) và mặt bằng sản xuất (mặt bằng xây dựng được chuẩn bị để mở rộng công suất sau này, và cả 3 Khu liên hợp đều được xây dựng tại Kinh Môn, tạo điều kiện cho việc vận chuyển và quản lý sản xuất).

- ❑ *Thứ ba: HPG luôn quản lý tài chính rất cẩn trọng.* HPG luôn là doanh nghiệp có mức lãi suất vay vốn ưu đãi nhất trên thị trường. Hiện tại, lãi suất vay ngắn hạn của HPG là 4,5%/năm với VNĐ và 1,5%/năm với USD. Khu liên hợp giai đoạn III với vốn đầu tư 3.800 tỷ VNĐ toàn bộ đều sử dụng vốn tự có.
- ❑ *Thứ tư: HPG không phải là doanh nghiệp bảo thủ trong quá trình vận hành.* HPG đã từng đầu tư vào ngành xi măng. Dự kiến ban đầu là xây dựng 2 nhà máy có tổng công suất 3 triệu tấn/năm, vốn đầu tư 3.200 tỷ đồng. Giai đoạn 1 đã được tiến hành với công suất 1 triệu tấn/năm, vốn đầu tư 1.700 tỷ đồng. Dự án đi vào hoạt động từ tháng 4/2010. Trong năm đầu tiên đi vào hoạt động, dự án ghi nhận lỗ khoảng 10 tỷ VNĐ. Nhận thấy những khó khăn trong ngành xi măng, HPG đã nhanh chóng tiến hành thoái vốn, bán toàn bộ cổ phần tại dự án này.

HPG cũng đã xác định, để có thể đạt được thị phần mục tiêu 10% toàn ngành và đưa ngành thức ăn chăn nuôi thành ngành có doanh thu tương đương với thép hiện nay, cần ít nhất 5-7 năm tới. Vốn đầu tư HPG dự kiến đầu tư vào ngành là 8.000 – 10.000 tỷ VNĐ, tuy nhiên bước đầu vốn đầu tư cho nhà máy đầu tiên có công suất 300.000 tấn/năm chỉ là 300 tỷ VNĐ.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của HPG năm 2015 đạt 26.965 tỷ VNĐ và 3.328 tỷ VNĐ. Nếu loại trừ lợi nhuận đột biến do ảnh hưởng của Mandarin Garden, lợi nhuận của HPG có thể tăng trưởng 37% so với 2014. Với mức giá đóng cửa ngày 27/07/2015, P/E dự báo 2015 ở mức 8,11 lần. HPG hiện có mức vốn hóa khoảng 1,1 tỷ USD. P/E bình quân của các doanh nghiệp thép trên thế giới có mức vốn hóa tương đương với HPG (700 triệu –

1,5 tỷ USD) hiện ở mức 12,6 lần. Do doanh thu và lợi nhuận từ thép có thể đóng góp khoảng 80% vào kết quả kinh doanh của Tập đoàn trong năm 2015, chúng tôi sử dụng mức chiết khấu 20% để tính P/E hợp lý của HPG. Theo đó, giá hợp lý của HPG theo đánh giá của chúng tôi ở mức **44.238 VNĐ/cổ phần**, cao hơn khoảng 24% so với mức giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với HPG.

P/E của các doanh nghiệp thép có vốn hóa tương đương HPG		
Doanh nghiệp	Vốn hóa (USD)	P/E
YEONG GUAN ENERG	715.780.736	20,1
AICHI STEEL CORP	871.335.744	17,6
ELECMETAL	955.087.168	17,6
SCHMOLZ+BICK-REG	796.348.288	15,4
SANYO SPECIAL ST	732.254.912	14,0
GRUPO SIMEC-B	1.428.314.112	14,0
OSAKA STEEL CO	729.059.328	13,3
YAMATO KOGYO	1.420.291.712	13,2
KYOEI STEEL LTD	732.190.208	12,7
TOKYO STEEL MFG	1.058.535.872	11,8
RUSSEL METALS	1.007.131.904	11,3
STP&I PUB CO LTD	708.079.168	9,4
NISSHIN STEEL CO	1.265.691.264	8,9
SHOUGAN HIERRO-C	1.216.577.536	8,6
NIPPON & SUMIKIN	1.054.158.976	7,5
OKAYA & CO LTD	776.470.592	6,9
Trung bình	966.706.720	12,6

Nguồn: Bloomberg

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