

HPG [Giữ KN KQ + 17,2%] - Môi trường cạnh tranh ngày càng bất lợi - Cập nhật

Đinh Thị Thùy Dương
Chuyên viên cao cấp

02/06/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	40%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	725,9 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	725,9 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	39.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	16.633

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT & liên quan	31,5%
CEO	2,7%
Dragon Capital	8,8%
VinaCapital	6,5%
Khác	50,5%

Mô tả công ty

HPG là công ty thép tư nhân niêm yết 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, điện lạnh, máy móc xây dựng và BĐS. Thị phần thép xây dựng của HPG là 18%. Thị trường chính của Công ty là khu vực miền Bắc và công ty hiện đang mở rộng thị trường vào miền Trung và miền Nam.

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG), Nhà sản xuất thép

Giá thị trường: 26.700 VND Giá mục tiêu: 30.400 VND TL tăng + Cổ tức: 17,2%
Giá trị vốn hóa: 858 triệu USD GTGD (30 ngày): 1,3 triệu USD Room KN: 9%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng doanh thu	12,5%	34,8%	-5,5%	15,8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế từ HĐ cốt lõi	96,6%	26,1%	-0,2%	13,8%
Tăng trưởng LNST trừ lợi ích CĐTS	96,6%	60,9%	-18,7%	13,3%
Tăng trưởng EPS	96,6%	26,1%	-0,2%	13,8%
PER theo giá thị trường	8,8	7,0	7,0	6,2
PBR theo giá thị trường	1,6	1,9	1,3	1,1
ROE	22,1%	30,2%	20,3%	19,9%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	3,3%	2,0%	3,7%	3,7%

- Chúng tôi giữ khuyến nghị **KHẢ QUAN** dành cho CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG), giá mục tiêu giảm 11% xuống 30.400 đồng do áp lực từ thép nhập khẩu của Trung Quốc lên giá thép vẫn chưa có tín hiệu suy giảm. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá thép năm 2016 từ 11,6 triệu đồng/tấn xuống 11,4 triệu đồng/tấn. Chúng tôi không nhận thấy giá cổ phiếu HPG có thể tăng mạnh trở lại nếu giá thép không phục hồi. HPG hiện đang giao dịch với PER 7 lần EPS 2015 dự phóng do chúng tôi đưa ra, thấp hơn khoảng 31% so với các cổ phiếu thép khác, khiến HPG vẫn hấp dẫn so với các cổ phiếu này.

- Giá thép trong nước hiện cao hơn giá thép Trung Quốc (một phần nhờ sản lượng tiêu thụ trong nước cao) sau 3 năm thấp hơn, cho thấy rủi ro có thể giảm. Vì vậy, chúng tôi sử dụng giá định thận trọng hơn đối với năm 2016.

- KQLN Quý 1/2015 phù hợp với dự báo của chúng tôi và biên lợi nhuận gộp không đổi dù giá bán trung bình tháng tư giảm 1,8% so với tháng 03/2015.

- Thép xây dựng của Formosa (FHS): Hai kịch bản, xác suất 50:50, nhưng trong tất cả các kịch bản thép nhập khẩu Trung Quốc đều tràn ngập thị trường.

Sự gia tăng cạnh tranh từ thép Trung Quốc có thể sẽ không suy giảm cho đến khi nhu cầu nội địa Trung Quốc phục hồi rõ nét: Để dự đoán thời điểm nền kinh tế Trung Quốc đảo chiều không phải là chuyên môn của chúng tôi, nhưng một vấn đề đáng lo ngại hơn là giá thép tại Trung Quốc đã giảm sâu hơn so với mặt hàng tương tự ở Việt Nam, giúp cho các công ty Trung Quốc thu lợi nhiều hơn khi xuất khẩu sang Việt Nam.

Kết quả kinh doanh (KQKD) quý 1 đang đi đúng hướng: Lợi nhuận ròng sau thuế (NPAT) cốt lõi quý 1/2015 đạt 600 tỷ đồng, tương ứng với 24% dự báo năm 2015 của chúng tôi. Dù LNST cốt lõi này đã giảm 7% so với quý 1/2014 khi biên lợi nhuận ròng của mảng thép đã giảm còn 5% trong quý 1/2015 so với 7% cùng kỳ năm trước, dù sản lượng bán hàng đã tăng 46%.

Mức tăng EPS 13,8% cho năm 2016: Quá trình mở rộng lò cao giai đoạn 3 của HPG khi hoàn tất vào tháng 3/2016 sẽ đưa HPG lên vị trí 65 trong số 100 nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới. Với quy mô này, chúng tôi tin tưởng mức tăng trưởng EPS 2 con số sẽ xuất hiện trở lại.

Chúng tôi cho rằng HPG có thể cạnh tranh với FHS: Chúng tôi đã chỉ ra rằng chi phí sản xuất của FHS chỉ thấp hơn HPG 2,8%. Sản lượng thép dài 1,2 triệu tấn của FHS có thể sẽ được bán trong nước hoặc xuất khẩu sang các nước Đông Nam Á. Nếu trường hợp thứ hai xảy ra, FHS dự kiến sẽ thay thế các công ty thép quy mô nhỏ hoặc đối đầu trực tiếp với thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi vẫn ước tính tăng trưởng thị phần của HPG sẽ đạt 23,7% vào năm 2013 so với mức 22,9% hiện tại (tháng 3/2015), Tuy nhiên các yếu tố khả biến sẽ là áp lực giảm giá đối với biên lợi nhuận trong trường hợp hai.

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh

Thép xây dựng & ống thép; máy móc xây dựng; nội thất & tủ lạnh; BĐS

Yếu tố doanh thu chính

Thép xây dựng

Yếu tố chi phí chính

Quặng sắt, than cốc & thép vụn

Yếu tố rủi ro chính

Rủi ro cạnh tranh & thừa cung

Các khách hàng chính

Các chủ đầu tư BĐS và cơ sở hạ tầng

Lãnh đạo

Ông Trần Đình Long (Chủ tịch) & Ông Trần Tuấn Dương (CEO)

Địa chỉ

39 Nguyễn Đình Chiểu, đường Hai Bà Trưng Street, Hà Nội

Website

www.hoaphat.com.vn

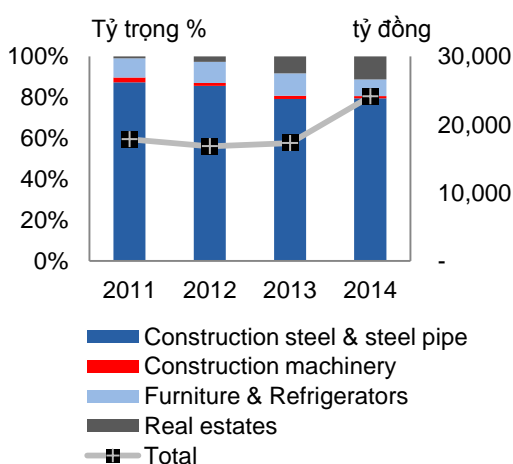
Email

Điện thoại

(+84) 4 3628 2011

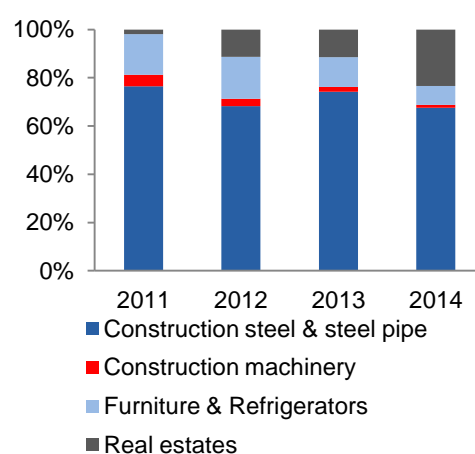
CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

Cơ cấu doanh thu

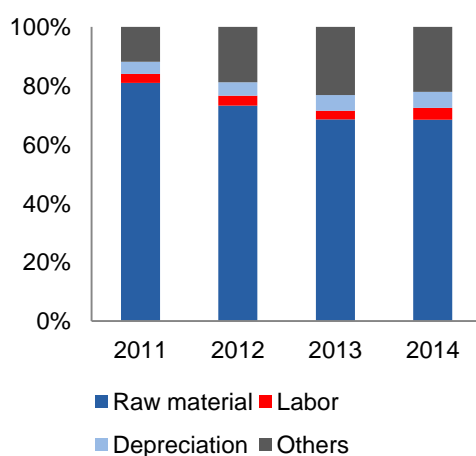


Đóng góp LNST

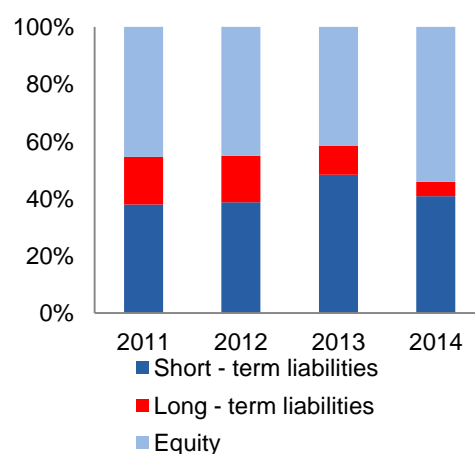
tỷ đồng



Cơ cấu chi phí



Cơ cấu vốn



Nguồn: Báo cáo tài chính của HPG

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F
KQLN				
Doanh thu thuần	18.934	25.525	24.119	27.936
- Giá vốn hàng bán	-15.651	-20.338	-19.893	-23.062
Lợi nhuận gộp	3.284	5.187	4.226	4.874
- Chi phí bán hàng	-254	-366	-311	-401
- Chi phí quản lí DN	-416	-607	-651	-838
LN thuần HĐKD	2.614	4.214	3.264	3.635
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-55	-63	-59	-69
- Lợi nhuận khác	206	-31	99	104
EBIT	2.765	4.120	3.303	3.670
- Chi phí lãi vay	-371	-351	-286	-265
Lợi nhuận trước thuế	2.394	3.770	3.017	3.405
- Thuế TNDN	-384	-519	-388	-427
LNST	2.010	3.250	2.629	2.978
- Lợi ích CĐ thiểu số	-56	-106	-74	-84
LN ròng	1.954	3.144	2.555	2.894
EBITDA	3.476	5.212	4.549	4.977
SL CP lưu hành (triệu)	419	482	726	726
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	419	482	726	726
EPS	3.032	4.878	3.964	4.490
EPS pha loãng hoàn toàn	3.032	3.824	3.815	4.341

	2013A	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	12,5	34,8	-5,5	15,8
Tăng trưởng LN HĐKD	60,9	61,2	-22,5	11,4
Tăng trưởng EBIT	58,5	49,0	-19,8	11,1
Tăng trưởng EPS	96,6	26,1	-0,2	13,8
Khả năng sinh lợi				
Biên LN gộp %	17,3	20,3	17,5	17,4
Biên LN từ HĐ %	13,8	16,5	13,5	13,0
EBIT %	14,6	16,1	13,7	13,1
EBITDA %	18,4	20,4	18,9	17,8
Biên LN ròng %	10,6	12,7	10,9	10,7
ROE %	22,1	30,2	20,3	19,9
ROA %	9,6	14,4	11,8	11,9
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	173,2	138,3	125,7	119,1
Số ngày phải thu	21,4	17,5	17,9	16,3
Số ngày phải trả	44,7	38,1	26,7	26,8
TG luân chuyển tiền	149,8	117,8	116,9	108,6
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,4	1,4
CS thanh toán nhanh	0,4	0,5	0,6	0,7
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,4	0,5
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,3	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,3	0,3
Nợ/Vốn CSH	0,8	0,6	0,4	0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	7,5	11,8	11,5	13,8

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F
Bảng CĐKT				
Tiền và tương đương	2.125	2.026	3.605	5.631
Đầu tư TC ngắn hạn	388	507	228	322
Các khoản phải thu	1.244	1.207	1.158	1.341
Hàng tồn kho	8.030	7.386	6.311	8.740
TS ngắn hạn	616	620	232	267
Tổng TS ngắn hạn	12.403	11.746	11.534	16.302
TS dài hạn (gộp)	11.943	13.058	14.974	16.296
- Khấu hao lũy kế	-2.883	-3.883	-4.995	-6.108
TS dài hạn (ròng)	9.060	9.175	9.979	10.188
Đầu tư TC dài hạn	450	0	0	0
TS dài hạn khác	1.164	1.168	964	978
Tổng TS dài hạn	10.674	10.343	10.943	11.166
Tổng Tài sản	23.076	22.089	22.477	27.467
Phải trả ngắn hạn	2.314	1.928	981	2.405
Nợ ngắn hạn	5.744	5.737	5.499	6.701
Phải trả ngắn hạn khác	3.085	1.352	1.874	2.171
Nợ ngắn hạn	11.143	9.017	8.354	11.277
Vay và nợ dài hạn	1.832	1.011	151	-31
Phải trả dài hạn khác	515	96	96	96
Tổng nợ dài hạn	2.347	1.107	247	65
Tổng nợ	13.489	10.124	8.601	11.342
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	4.191	4.819	7.259	7.259
Vốn cổ phần	2.207	2.207	2.207	2.207
Lợi nhuận giữ lại	3.102	4.770	4.240	6.423
Lợi ích CĐTS	87	169	169	169
Vốn chủ sở hữu	9.587	11.965	13.876	16.058
Tổng cộng nguồn vốn	23.076	22.089	22.477	27.467

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F
Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	1.294	2.125	2.026	3.605
Lợi nhuận sau thuế	1.954	3.144	2.555	2.894
Khấu hao	720	1.106	1.112	1.113
Thay đổi vốn lưu động	-26	648	0	0
Điều chỉnh khác	685	-2.109	1.088	-928
Tiền từ hoạt động KD	3.334	2.789	4.755	3.079
Chi mua sắm TSCĐ	-2.910	-1.063	-1.916	-1.321
Đầu tư	-443	-214	483	-108
Tiền từ HĐ đầu tư	-3.353	-1.277	-1.434	-1.429
Cổ tức đã trả	-420	-681	-645	-645
Tăng (giảm) vốn	1	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	1.270	-930	-1.098	1.021
Tiền từ hoạt động TC	849	-1.611	-1.743	376
Tổng lưu chuyển tiền tệ	831	-99	1.579	2.026
Tiền cuối năm	2.125	2.026	3.605	5.631

Nguồn: Báo cáo tài chính của HPG, dự báo của VCSC

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG HÀNG QUÝ

Tỷ đồng							
2015F	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của HPG	Dự báo của VCSC
Doanh thu	5.838	6.030	5.025	7.035	5.838	22.500	24.119
Lợi nhuận gộp	1.016	1.057	880	1.233	1.016		
Biên lợi nhuận gộp (%)	17,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,4%		
Lợi nhuận từ hoạt động	805	816	680	952	805		
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	13,8%	13,5%	13,5%	13,5%	13,8%		
LNST	649	639	532	745	649	2.300	2.555
Biên LNST (%)	11,1%	10,6%	10,6%	10,6%	11,1%		
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	6.515	6.681	5.747	6.582	25.525		
Lợi nhuận gộp	1.390	1.433	1.330	1.034	5.187		
Biên lợi nhuận gộp (%)	21,3%	21,4%	23,1%	15,7%	20,3%		
Lợi nhuận từ hoạt động	1.169	1.217	1.113	714	4.214		
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	17,9%	18,2%	19,4%	10,9%	16,5%		
LNST	870	943	857	474	3.144		
Biên LNST (%)	13,4%	14,1%	14,9%	7,2%	12,7%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	3.934	4.345	4.195	6.460	18.934		
Lợi nhuận gộp	692	861	657	1.091	3.284		
Biên lợi nhuận gộp (%)	17,6%	19,8%	15,7%	16,9%	17,3%		
Lợi nhuận từ hoạt động	535	706	672	695	2.614		
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	13,6%	16,3%	16,0%	10,8%	13,8%		
LNST	457	512	496	490	1.954		
Biên LNST (%)	11,6%	11,8%	11,8%	7,6%	10,6%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	4.086	4.515	4.022	4.205	16.827		
Lợi nhuận gộp	547	683	540	715	2.485		
Biên lợi nhuận gộp (%)	13,4%	15,1%	13,4%	17,0%	14,8%		
Lợi nhuận từ hoạt động	420	541	389	274	1.624		
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	10,3%	12,0%	9,7%	6,5%	9,7%		
LNST	195	335	289	175	994		
Biên LNST (%)	4,8%	7,4%	7,2%	4,2%	6,1%		

DỰ BÁO CHO NĂM TÀI CHÍNH 2015

Tỷ đồng	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	2014	YoY % (so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	24.119	24.119	25.525	-5,5%	
<i>Thép xây dựng & ống thép</i>	14.009	14.009	14.646	-4,4%	
<i>Ống thép</i>	7.509	7.509	4.614	62,8%	
<i>Nội thất & tủ lạnh</i>	1.995	1.995	1.900	5,0%	
<i>Máy móc xây dựng</i>	266	266	253	5,0%	
<i>BDS</i>	340	340	3.720	-90,9%	
<i>Khác</i>	-	-	392	-100,0%	
Lợi nhuận gộp	4.226	4.226	5.187	-18,5%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	(311)	(311)	(366)	-15,0%	
Chi phí quản lý	(651)	(651)	(607)	7,2%	
Lợi nhuận từ hoạt động	3.264	3.264	4.214	-22,5%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	99	99	(94)	NM	
Lợi nhuận trước thuế	3.303	3.303	4.120	-19,8%	
Chi phí lãi vay	(286)	(286)	(351)	-18,3%	
LN trước thuế	3.017	3.017	3.770	-20,0%	
LN sau thuế	2.629	2.629	3.250	-19,1%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	2.555	2.555	3.144	-18,7%	Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2015 khi kết quả quý 1 phù hợp với dự báo của chúng tôi, trong khi biên LN tháng 4 khá ổn định so với quý 1
<i>LNST lãi</i>	2.459	2.459	2.465	-0,2%	
<i>LNST không cốt lõi</i>	96	96	679	-85,9%	
EBITDA	4.549	4.549	5.212	-12,7%	
Biên LN gộp %	17,5%	17,5%	20,3%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	1,3%	1,3%	1,4%		
Chi phí quản lý / doanh thu	2,7%	2,7%	2,4%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	13,5%	13,5%	16,5%		
Biên EBIT %	13,7%	13,7%	16,1%		
Biên EBITDA %	18,9%	18,9%	20,4%		
Biên LNST %	10,9%	10,9%	12,7%		
Thuế suất %	12,9%	12,9%	13,8%		

Mục lục

Nhìn lại KQKD quý 1: LNST giảm 7% nhưng phù hợp với dự báo của chúng tôi	7
Mức chênh lệch giữa giá thép trong nước với thép Trung Quốc do nhu cầu trong nước tăng mạnh	7
Việc mở rộng nhà máy hiện tại sẽ đưa HPG vào danh sách 100 nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới	9
Nguồn: VSA và VCSC	10
Thép xây dựng của FHS: Hai kịch bản.....	11
Kịch bản 1: Xuất khẩu thép dài	11
Kịch bản 2: Không thể loại trừ khả năng bán thép trong nước.....	12
Các công ty sản xuất thép khác trong khu vực	13
LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ	14

Hình & Bảng

Hình 1: Giá thép trong nước và giá thép Trung Quốc trong vòng 4 năm qua.....	7
Hình 2: Giá thép trong nước so với giá thép Trung Quốc trong năm 2015.....	8
Hình 3: Giá thép dài ở Việt Nam.....	8
Hình 4: Giá quặng sắt trên thị trường thế giới.....	9
Hình 5: Kế hoạch mở rộng công suất của HPG	9
Hình 6: Dự báo sản lượng bán ra của HPG tại miền Bắc và cả nước.....	10
Hình 7: Dự thị phần của HPG tại miền Bắc và cả nước.....	10
Hình 8: Vị trí nhà máy sản xuất của FHS và HPG.....	11
Hình 9: Lượng thép tiêu thụ và nhập khẩu của khối ASEAN	12
Hình 10: Các công ty thép khác trong khu vực	13

Nhìn lại KQKD quý 1: LNST giảm 7% nhưng phù hợp với dự báo của chúng tôi

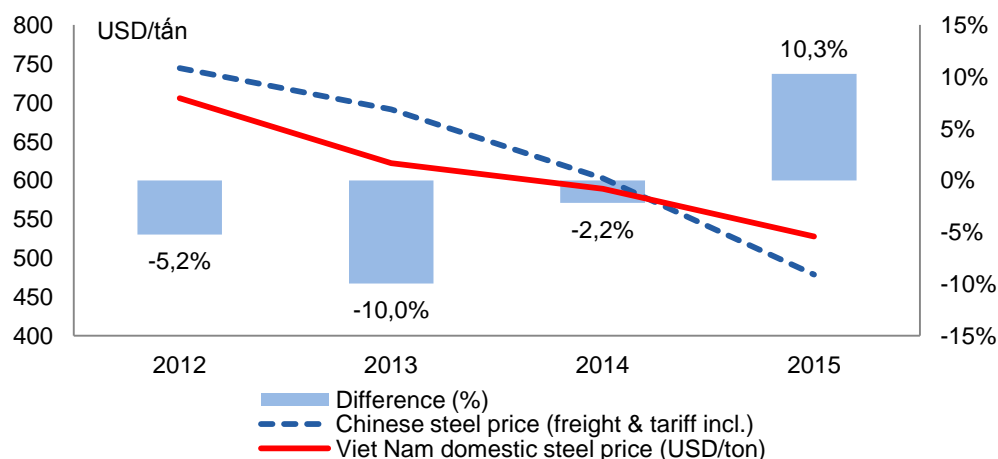
- HPG đã công bố báo cáo tài chính KQKD quý 1/2015 đầy đủ, trong đó LNST chính thức đạt 649 tỷ đồng, cao hơn con số sơ bộ 8%.
- Ngoài ra, LNST cốt lõi là 600 tỷ đồng, đạt 24% ước tính LNST năm 2015. Đáng chú ý, mức LNST này đã giảm 7% so với quý 1/2014 khi biên LN ròng mảng thép đã giảm còn 5% trong quý 1/2015 từ mức 7% cùng kỳ năm ngoái, làm pha loãng hiệu ứng từ doanh số bán ra và thị phần cao hơn. Giá thép của HPG đã giảm 7% trong 3 tháng đầu năm 2015, cao hơn mức giảm của giá các nguyên liệu đầu vào.
- Doanh số bán hàng của HPG trong quý 1 đạt 290.000 tấn, tăng 46% so với quý 1/2014. Thị phần của HPG tiếp tục tăng đạt 22,9% tính đến tháng 3/2015, so với 19,6% trong tháng 12/2014. Ngoài ra, ở thời điểm tháng 4, doanh số 4 tháng đầu năm của HPG vẫn ổn định ở mức 437.000 tấn, cao hơn 44% so với cùng kỳ năm 2014. Do đó, HPG đã đạt được 36% sản lượng kế hoạch cũng như dự báo cả năm của chúng tôi.
- Đáng chú ý, doanh thu được báo cáo đạt 5.973 tỷ đồng, giảm 10,4% so với quý 1/2014 trong khi LNST giảm 25,4% so với cùng kỳ năm 2014 do thiếu sự đóng góp từ mảng BĐS.

Giá thép trong nước hiện cao hơn thép Trung Quốc do nhu cầu trong nước tăng mạnh

Giá thép trong nước tại Việt Nam đã cao hơn đối với các loại thép tương tự từ Trung Quốc, vì vậy, có khả năng giá thép trong nước sẽ điều chỉnh giảm. Trong vòng 3 năm qua, giá thép trong nước đã luôn thấp hơn giá thép Trung Quốc sau khi tính đến yếu tố chi phí vận chuyển cũng như thuế suất 15%. Loại trừ các chi phí này, giá thép Trung Quốc thấp hơn thép trong nước 8-16%.

Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng giá thép quốc nội trong 4 tháng đầu năm 2015 đang cao hơn 10,3% so với thép Trung Quốc. Chúng tôi nhận định có 2 nguyên nhân cho điều này: 1) Nhu cầu thép cao khi lượng tiêu thụ thép trong 4 tháng đầu năm 2015 đã tăng 16,5% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ thị trường BĐS đang dần phục hồi; 2) Ảnh hưởng định giá của 5 doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực thép, khi 5 doanh nghiệp này chiếm khoảng 70% thị phần.

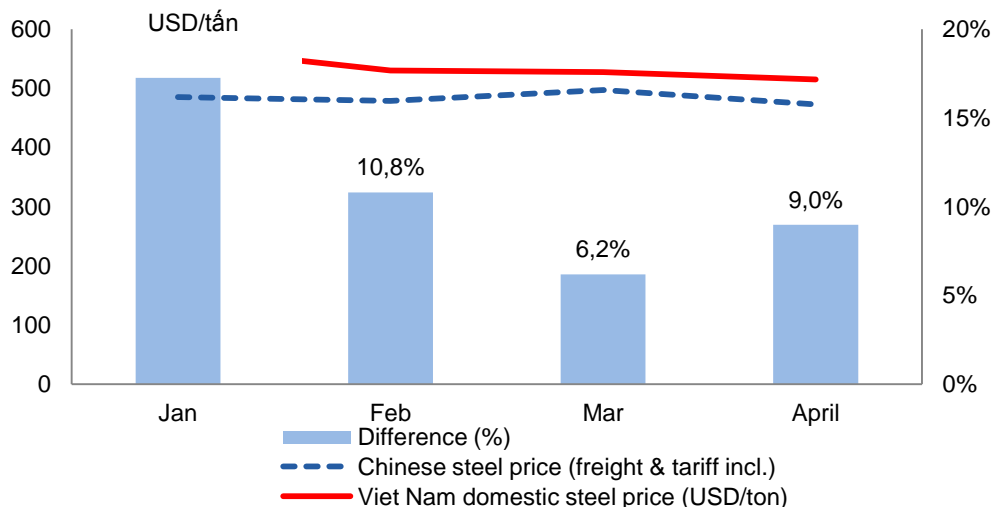
Hình 1: Giá thép trong nước và giá thép Trung Quốc trong vòng 4 năm qua



Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), Bloomberg và VCSC

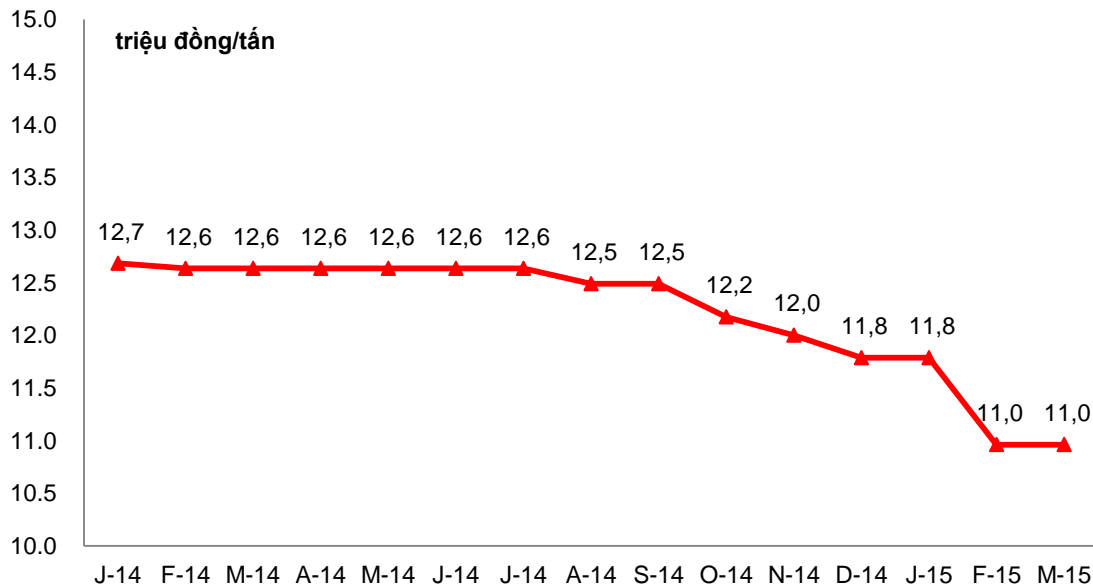
Ngoài ra, chúng tôi cũng nhìn thấy khoảng cách giá giữa thép trong nước và thép Trung Quốc đang dần thu hẹp. Ở thời điểm tháng 1, mức chênh lệch là 17,3% nhưng giảm còn 9% tại thời điểm tháng 4.

Hình 2: Giá thép trong nước so với giá thép Trung Quốc trong năm 2015



Nguồn: VSA, Bloomberg và VCSC

Hình 3: Giá thép dài ở Việt Nam

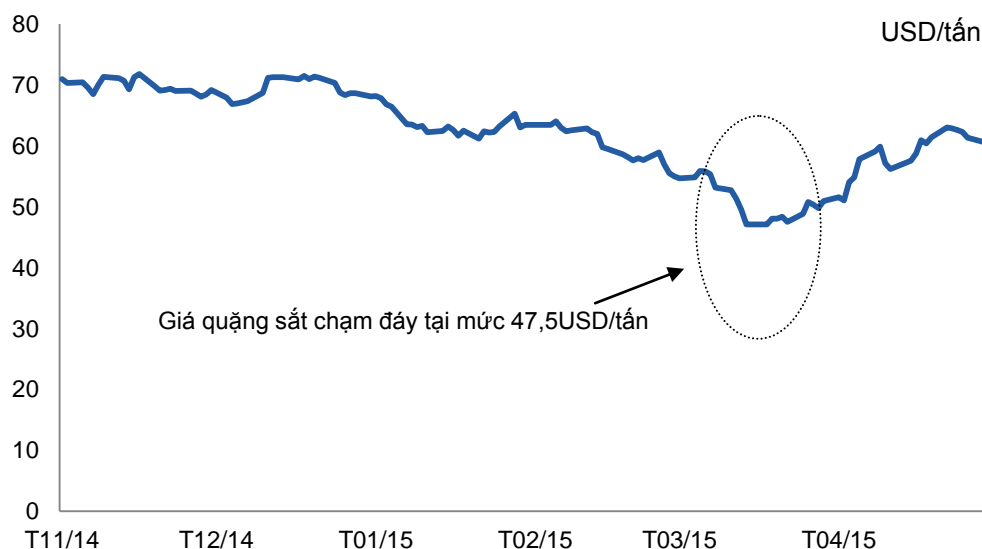


Nguồn: VSA

Thông qua hình 3, chúng tôi giữ nguyên quan điểm của mình rằng đợt giá cổ phiếu HPG sẽ chỉ tạm tăng cho đến khi giá thép thực sự hồi phục.

Giá quặng sắt hiện tại cũng chưa hoàn toàn tốt cho HPG vì hiện tại khi giá quặng sắt tăng, chi phí đầu vào của HPG tăng. Chỉ khi giá tăng vượt qua 70 USD/tấn mới có lợi cho HPG vì lúc đó HPG có thể tăng tỷ lệ quặng sắt tự sản xuất.

Hình 4: Giá quặng sắt trên thị trường thế giới



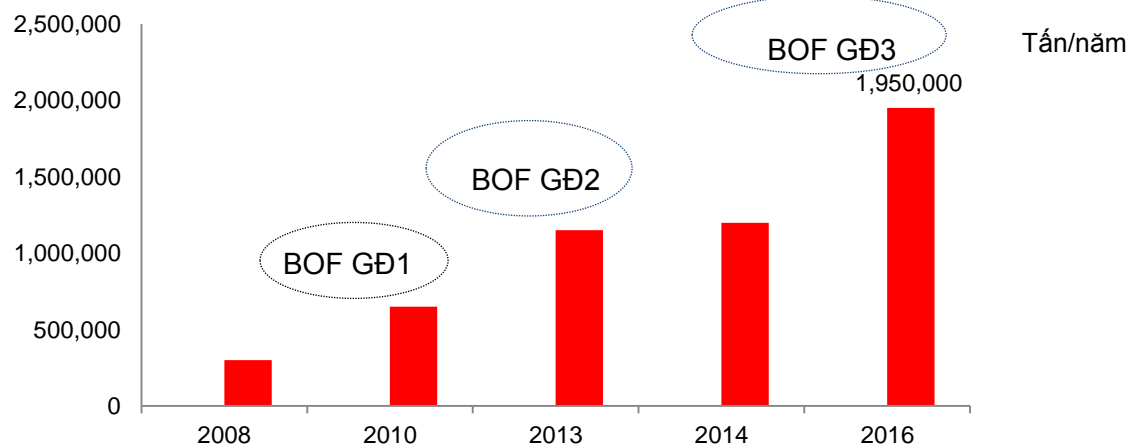
Nguồn: Bloomberg & VCSC

Việc mở rộng nhà máy hiện tại sẽ đưa HPG vào danh sách 100 nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới

HPG hiện đang xây dựng giai đoạn 3 dự án BOF và dự kiến sẽ đưa vào hoạt động trong tháng 03/2016. Một khi hoàn tất, công suất của HPG sẽ đạt 2 triệu tấn và giúp công ty đứng thứ 65 trong danh sách 100 nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới.

Chúng tôi cho rằng từ năm 2016 trở đi, EPS của HPG sẽ lấy lại mức tăng trưởng 13,8%. Chúng tôi xin lưu ý nhà đầu tư là giá thép đã giảm trong 5 năm qua nhưng EPS từ hoạt động cốt lõi của HPG vẫn đạt tăng trưởng 30%-40% trong giai đoạn 2012-2014 nhờ mở rộng công suất.

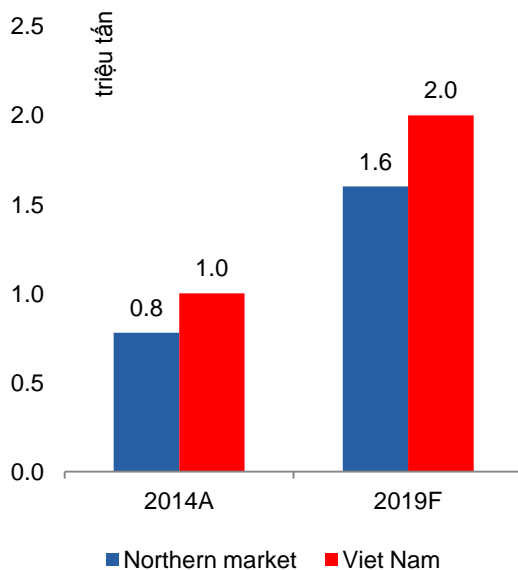
Hình 5: Kế hoạch mở rộng công suất của HPG



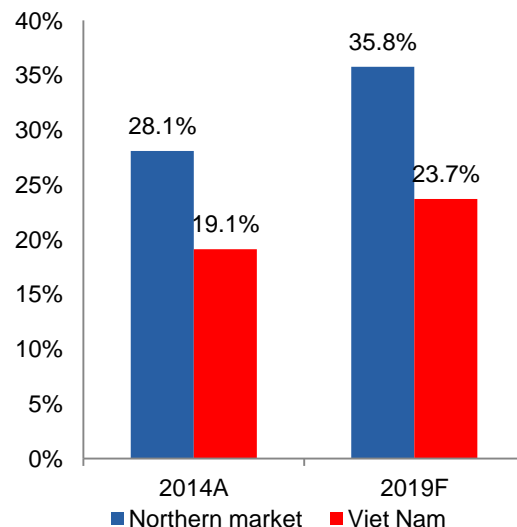
Nguồn: HPG & VCSC

Chúng tôi ước tính sản lượng bán ra của HPG tại thị trường miền Bắc đến năm 2019 sẽ tăng hai lần từ 0,8 triệu tấn lên 1,6 triệu tấn và thị phần của công ty tại khu vực này sẽ tăng từ 28,1% lên 35,8%. Như vậy, thị phần cả nước của HPG sẽ đạt 23,7% trong 5 năm tới.

Hình 6: Dự báo sản lượng bán ra của HPG tại miền Bắc và cả nước



Hình 7: Dự thị phần của HPG tại miền Bắc và cả nước

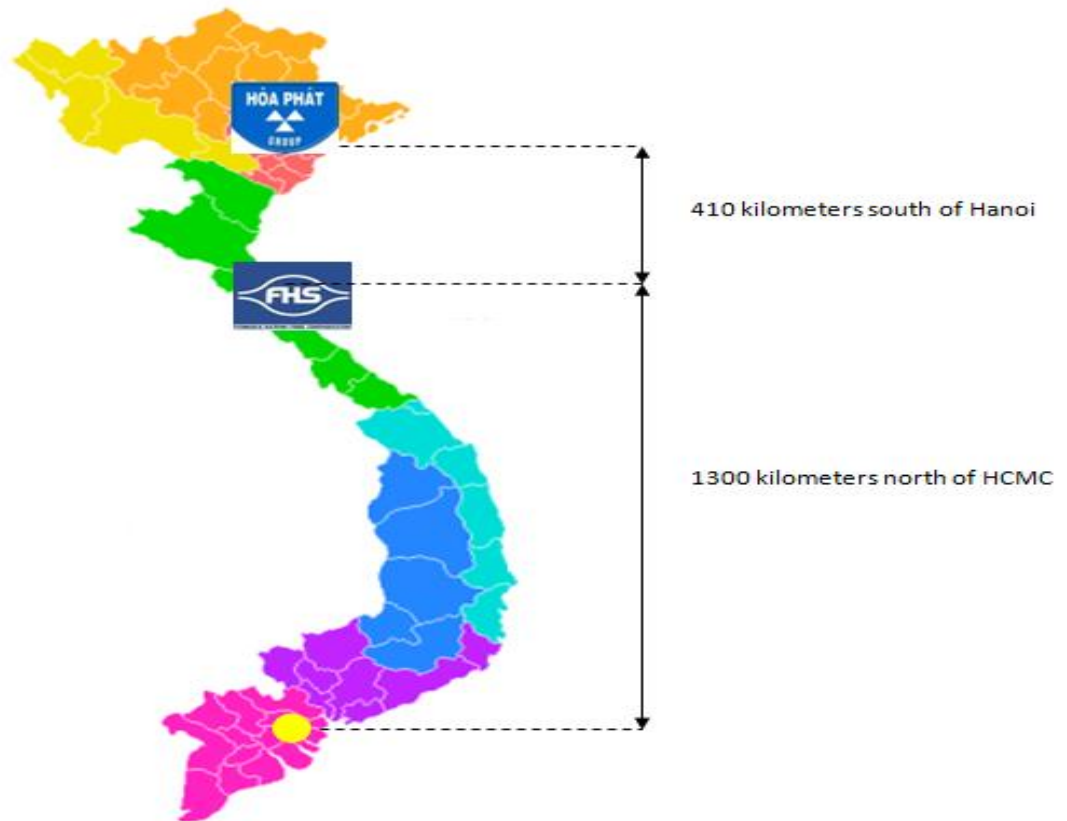


Nguồn: VSA và VCSC

Vị trí của HPG thuận lợi hơn một chút so với của FHS: Như chúng tôi đã trình bày trong báo cáo ngành thép (trang 32) thị trường miền Bắc chiếm hơn một nửa lượng thép tiêu thụ của cả nước trong ba năm qua. Ngoài ra, nhu cầu thép tại miền Bắc trong các năm tới dự báo sẽ đạt mức cao vì dòng vốn FDI tăng, nhiều khu công nghiệp được xây dựng thêm cũng như việc tiếp tục đầu tư vào cơ sở hạ tầng. Vì vậy, miền Bắc vẫn là thị trường thép lớn nhất tại Việt Nam. Nhìn chung, ngành thép Việt Nam dự báo sẽ tăng trưởng 10%-12%/năm.

Do đó, tại thị trường miền Bắc, HPG có lợi thế về vị trí hơn FHS một chút vì nhà máy của HPG được đặt tại tỉnh Hải Dương, chỉ cách Hà Nội 100km trong khi nhà máy của FHS được đặt tại tỉnh Hà Tĩnh, cách Hà Nội 410km. Sự khác biệt về vị trí này nhìn chung dường như không đáng kể nhưng dầu sao khoảng cách cũng đóng một vai trò nhất định, chúng tôi cho rằng gần Hà Nội hơn có nghĩa là HPG có lợi thế hơn tại thị trường miền Bắc.

Hình 8: Vị trí nhà máy sản xuất của FHS và HPG



Nguồn: FHS và HPG

Thép xây dựng của FHS: Hai kịch bản

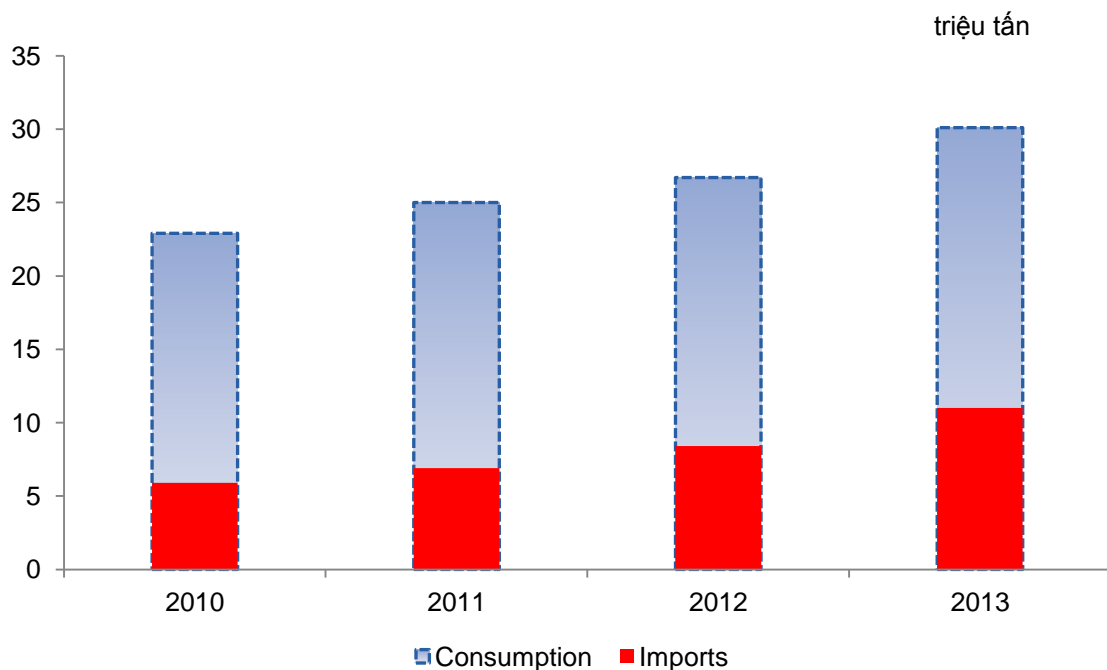
Giai đoạn 1 của dự án FHS bao gồm công suất 1,2 triệu tấn thép dài. Việc FHS sẽ sản xuất thép dài hay sử dụng công suất này để tăng cường sản xuất thép dẹt sẽ tùy thuộc vào chênh lệch về giá giữa hai loại thép này tại thời điểm nhà máy đi vào hoạt động (giá thép dẹt thường cao hơn 5%-10% so với giá thép dài). Một yếu tố khác FHS phải cân nhắc là nên xuất khẩu sản phẩm hay bán ra tại thị trường trong nước. Hiện chúng tôi không có thông tin nào rõ rệt về vấn đề này ngoài một tuyên bố chung chung của FHS là công ty sẽ xuất khẩu sản phẩm sang Đông Nam Á.

Như vậy, có hai kịch bản có thể xảy ra: FHS xuất khẩu sang các nước Đông Nam Á khác hoặc bán thép tại thị trường Việt Nam.

Kịch bản 1: Xuất khẩu thép dài

- Các nước Đông Nam Á (trừ Việt Nam) vẫn nhập khẩu 1/3 lượng thép dài tiêu thụ.
- FHS khi xuất khẩu thép sang các nước ĐNA khác sẽ được miễn thuế theo hiệp định AFTA.
- Cùng với các đơn hàng thép dẹt, sản phẩm của FHS sẽ đáp ứng các nhu cầu đa dạng của khách hàng và giảm chi phí vận chuyển cho khách hàng.

Hình 9: Lượng thép tiêu thụ và nhập khẩu của khối ASEAN



Nguồn: SEIASI

Kịch bản 2: Không thể loại trừ khả năng bán thép trong nước

- Không có quy định nào cấm FHS bán thép dài tại thị trường Việt Nam.
- Nhưng thị trường thép dài trong nước hiện đang bị dư cung.
- Thép nhập khẩu từ Trung Quốc chịu mức thuế khá cao, rõ ràng nhằm mục đích bảo hộ các nhà sản xuất trong nước (cụ thể là theo ACFTA và WTO). Tuy nhiên, điều này không ngăn cản được thép Trung Quốc gây áp lực khiến thép Việt Nam phải giảm giá, và Chính phủ đến nay vẫn chưa tỏ ra năng động trong việc khắc phục các lỗ hổng pháp lý mà các doanh nghiệp nhập khẩu lợi dụng. Tuy nhiên, khó có thể cho rằng sẽ không còn sự can thiệp trong tương lai. FHS nếu tham gia vào thị trường thép trong nước có gây tác động hay không hiện chỉ là phỏng đoán.
- Trong trường hợp FHS có thể hoạt động với công suất tối đa (nghĩa là sản xuất thép dài), chúng tôi cho rằng sản lượng này sẽ giành 16% thị trường từ các công ty thép dài yếu kém nhất tại Việt Nam, thị phần hiện khoảng 28% hoặc cạnh tranh với thép Trung Quốc. Tuy chúng tôi cho rằng HPG vẫn có thể mở rộng thị phần trong bối cảnh này, cạnh tranh giá tăng sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận của tất cả các đối thủ và qua đó ảnh hưởng bất lợi đối với giá cổ phiếu HPG.

Các công ty sản xuất thép khác trong khu vực

Trong ba tháng qua, P/E của các công ty sản xuất thép khác trong khu vực (trừ Trung Quốc) đã giảm từ 13 lần xuống 10,2 lần. Như vậy, P/E 2015 của HPG vẫn thấp hơn 31,3%. Định giá các công ty khu vực giảm (trừ Trung Quốc) là tín hiệu cho thấy ảnh hưởng của thép Trung Quốc ngày càng lớn tại khu vực. Lượng thép Trung Quốc nhập khẩu vào Ấn Độ tăng gấp hai lần trong năm 2014 so với năm 2013, nhưng nếu xem về số tuyệt đối, lượng nhập khẩu 2.8 triệu tấn vẫn khá là nhỏ so với quy mô ngành thép Ấn Độ. Ngành thép Thái Lan khá khác với Việt Nam vì Thái Lan phụ thuộc vào nhập khẩu nhiều hơn, do đó khó có thể so sánh trực tiếp.

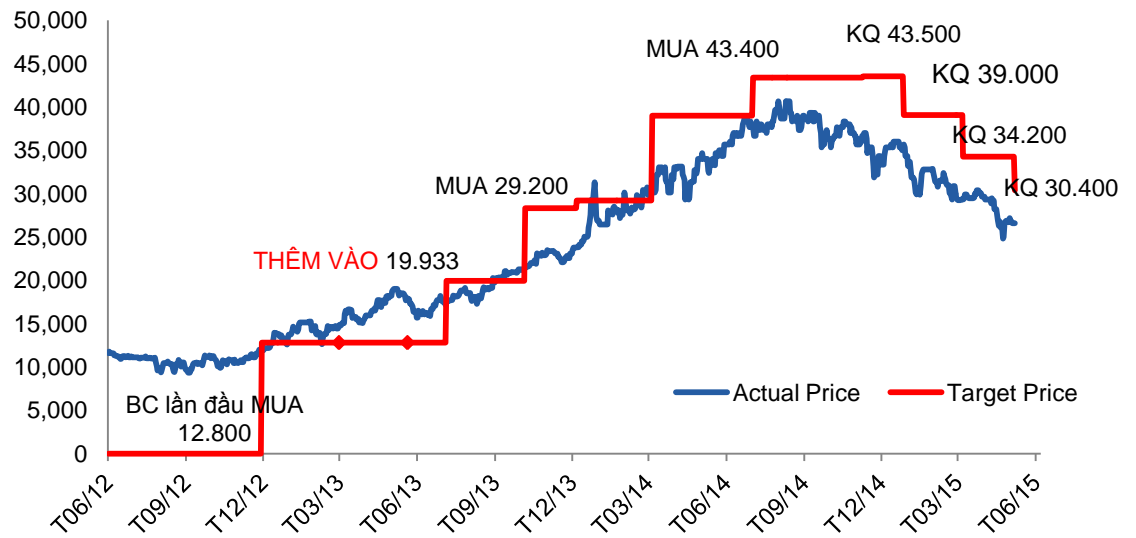
Ngành thép các nước khác có thể cũng đang rất khó khăn do cạnh tranh từ thép Trung Quốc.

Hình 10: Các công ty thép khác trong khu vực

Công ty	GTVH (triệu USD)	P/E (x)	P/B (x)	GTDN/E BITDA (x)	Nợ/CSH ròng (%)	ROE (%)
Hoa Phat Group	858,0	7,0	1,3	5,1	40,7	20,3
Peers's median ex-China	3.869,0	10,2	1,3	6,3	(2,1)	14,3
Peers' median	3.474,3	39,8	1,7	10,3	49,4	6,0
China's median	3.239,8	47,3	1,9	12,4	49,4	4,7
Daye Special Steel	1.023,4	22,4	1,9	11,1	5,7	8,6
Anhui Honglu	1.086,6	47,3	2,8	n,a	115,2	6,0
Jiangsu Changb	1.146,7	28,9	2,4	17,1	1,7	8,5
Shandong Hongd	1.626,4	65,6	8,6	n,a	22,8	14,2
Shandong Jinli	1.875,2	79,4	3,7	n,a	(0,9)	4,7
Xinyu Iron & Steel	1.899,0	38,3	1,5	n,a	50,9	4,0
Beijing Lier	2.015,2	65,3	4,2	n,a	3,6	6,6
Silvery Dragon	2.218,0	79,3	13,5	n,a	25,3	18,5
Bengang Steel	3.239,8	57,4	0,7	n,a	70,4	1,2
Nanjing Iron	3.563,0	66,1	2,7	n,a	181,7	4,1
Xinxing Ductil	4.471,6	44,2	1,7	15,5	92,1	3,8
Maanshan Iron	6.518,3	85,3	0,8	12,4	93,9	1,0
Angang Steel	7.699,7	39,8	0,8	9,0	42,3	2,0
Hebei Iron	8.545,9	73,7	1,2	13,0	175,6	1,6
Wuhan Iron & Steel	9.197,9	38,3	1,6	10,3	110,8	4,2
Fosun Intl	19.259,9	15,9	2,2	15,5	49,4	15,4
Baoshan Iron	22.099,7	23,9	1,2	9,4	37,5	5,1
India's median	4.263,7	10,3	1,0	7,1	53,0	8,1
JSW Steel Ltd	3.474,3	12,7	1,0	5,5	142,4	8,1
Steel Authority	4.263,7	10,3	0,6	7,4	53,0	6,2
NMDC Ltd	8.170,5	8,0	1,6	7,1	(57,3)	20,4
Thailand's median	804,6	10,1	3,4	4,7	(83,9)	37,7
STP&L Pub Co Ltd	804,6	10,1	3,4	4,7	(83,9)	37,7

Nguồn: Bloomberg & VCSC

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang kế tiếp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, 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	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 xúc tác 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

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

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.