

HPG – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 11/08/2020)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	24.250
KLGD TB QUÝ	12.730.654
Vốn hoá (tỷ đồng)	80.347
Số lượng CPLH	3.313.282.659
% sở hữu nước ngoài	36,82%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Kỳ Anh
tkanh@vcbs.com.vn
+84-28 3820.8116 ext 642

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

H1/2020: KQKD H1/2020 ghi nhận sự tăng trưởng vượt trội

HPG ghi nhận mức doanh thu đạt **39.655 tỷ đồng, +39,6% yoy (46% kế hoạch)**, LNST đạt **5.060 tỷ đồng, +31,1% yoy (56% kế hoạch)**. Động lực tăng trưởng đến từ hai mảng sản xuất & kinh doanh thép sau khi KLH gang thép Dung Quất đi vào hoạt động chính thức và mảng nông nghiệp đạt nhiều thuận lợi.

Sản lượng tiêu thụ thép (SLTT) của HPG ghi nhận sự tăng trưởng tích cực tại các sản phẩm thép xây dựng nhờ lợi thế cạnh tranh về chi phí sản xuất từ KLH gang thép Dung Quất, từ đó đã chiếm lĩnh được thị trường miền Nam và miền Trung, cùng với sản lượng tiêu thụ phôi cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh từ các hợp đồng xuất khẩu. Trong khi mảng thép ống giảm -3% yoy theo xu hướng suy giảm chung toàn ngành.

Dự phóng 2020: Trên đà hoàn thành kế hoạch năm 2020

Chúng tôi ước tính doanh thu 2020 HPG **khoảng 78.954 tỷ đồng**, đạt khoảng 92% kế hoạch, tương ứng với mức tăng trưởng **+24% yoy**. Đồng thời, chúng tôi ước tính LNST đạt khoảng **9.164 tỷ đồng**, vượt **2%** kế hoạch, tăng trưởng **+21% yoy** dựa trên cơ sở phần ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp từ KLH gang thép Dung Quất và ước tính biên lợi nhuận hoạt động các mảng.

Lợi thế cạnh tranh

Trong ngắn và trung hạn lợi thế cạnh tranh lớn về chi phí sản xuất. Bản chất giữa các sản phẩm thép xây dựng không có sự khác biệt, vì vậy giá thành sản xuất đóng vai trò quyết định trong việc hình thành lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp. Trong năm 2019, theo ước tính của chúng tôi, chi phí sản xuất phôi bằng lò cao của HPG chỉ ở mức 9,1 triệu đồng/tấn phôi thấp hơn 10-17% so với chi phí sản xuất phôi của các doanh nghiệp lò điện trong nước. Điều này đã giúp HPG có thể gia tăng áp lực cạnh tranh giá bán lên các đối thủ miền Nam và miền Trung sau khi KLH gang thép Dung Quất vận hành chính thức.

Đồng thời, với thuận lợi ở thời điểm hiện tại Formosa Hà Tĩnh (FHS) chỉ được phép bán tối đa 1,5 triệu tấn phôi thép trong nước, trong khi dự án lò cao của Pomina đang triển khai khá chậm, bên cạnh các rào cản về thuế tự vệ & nhập khẩu với các nhà sản xuất Trung Quốc, Indonesia, Malaysia cản trở hoạt động nhập khẩu từ các quốc gia trong khu vực cho phép HPG chưa gặp nhiều trở ngại trong việc mở rộng thị phần tại thị trường miền Nam và miền Trung trong những năm tiếp theo.

Triển vọng

- Trong ngắn và trung hạn, nhu cầu thép HRC nội địa lớn so với nguồn cung trong nước
- Trong ngắn, trung và dài hạn, sự ưu đãi thuế TNDN tại KLH gang thép Dung Quất
- Triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng Việt Nam
- Dự địa tăng trưởng từ mảng Bất động sản.

Rủi ro

- Trong ngắn hạn, rủi ro ngành xây dựng đã tăng trưởng chậm lại trong năm 2021

- Rủi ro cạnh tranh từ các quốc gia Trung Quốc, Indonesia và Malaysia ...
- Trong trung và dài hạn, rủi ro từ việc xóa bỏ thuế tự vệ
- Trong dài hạn, rủi ro dự báo giá thép phế trong dài hạn giảm
- Các rủi ro biến động giá nguyên vật liệu và tỷ giá.

Định giá & quan điểm đầu tư:

Dựa trên các phân tích về lợi thế cạnh tranh và triển vọng dài hạn, Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HPG với giá mục tiêu **32.600 đồng/CP, upside +35%** so với giá trị thị trường ngày 11.08.2020

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Theo công bố BCTC H1/2020, HPG ghi nhận mức doanh thu đạt **39.655 tỷ đồng, +39,6% yoy**, LNST đạt **5.060 tỷ đồng, +31,1% yoy**. Động lực tăng trưởng đến từ hai mảng SX & KD thép sau khi KLH gang thép Dung Quất vận hành chính thức các lò cao và mảng nông nghiệp đạt nhiều thuận lợi.

BẢNG 1: KQKD HPG H1/2020

(tỷ đồng)	H1/2020	H1/2019	%YoY	Các tỷ lệ biên	H1/2020	H1/2019
Doanh thu thuần	39.655	30.596	29,6%	Biên LNG	18,8%	18,5%
- SX&KD thép	32.944	23.599	39,6%	CPBH/ DT	1,3%	1,5%
- SX công nghiệp khác	1.313	1.807	-27,3%	CP QLDN/ DT	0,8%	0,7%
- Kinh doanh BDS	356	1.093	-67,4%	Biên LNHD	14,4%	15,1%
- Nông nghiệp	5.043	3.562	41,6%	CP lãi vay/ EBIT	14,9%	7,9%
Giá vốn hàng bán	32.186	24.948	29,0%	Biên LNNT	14,5%	15,2%
Lợi nhuận gộp	7.469	5.648	32,2%	Biên LNST	12,8%	12,6%
Chi phí bán hàng	517	462	11,9%			
Chi phí QLDN	308	227	35,6%			
Doanh thu tài chính	424	210	101,6%			
Chi phí tài chính	1.364	541	152,1%			
Chi phí lãi vay	1004	401	150,7%			
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	14	0				
LN HĐKD	5.717	4.627	23,5%			
Lợi nhuận khác	36	23	53,6%			
Lợi nhuận trước thuế	5.753	4.651	23,7%			
Lợi nhuận sau thuế	5.060	3.860	31,1%			

(tỷ đồng)	DT	LNST
TH 2020	39.655	5.060
KH 2020	86.000	9.000
%TH/KH	46,1%	56,2%

Nguồn: HPG, VCBS research

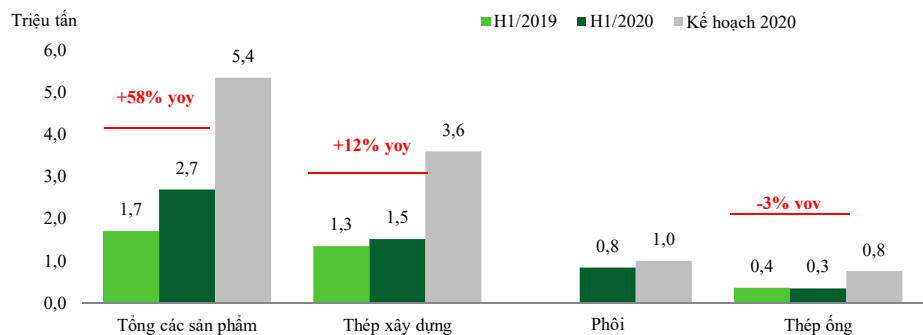
VỀ DOANH THU

MẢNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH THÉP

Hoạt động kinh doanh trong H1/2020

Sản lượng tiêu thụ thép (SLTT) của HPG ghi nhận sự tăng trưởng tích cực tại các sản phẩm thép xây dựng nhờ lợi thế cạnh tranh về chi phí sản xuất từ KLH gang thép Dung Quất (KLH Dung Quất), từ đó đã chiếm lĩnh được thị trường miền Nam và miền Trung, cùng với sản lượng tiêu thụ phôi cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh từ các hợp đồng xuất khẩu. Trong khi mảng thép ống giảm -3% yoy theo xu hướng suy giảm chung toàn ngành (biểu đồ 1).

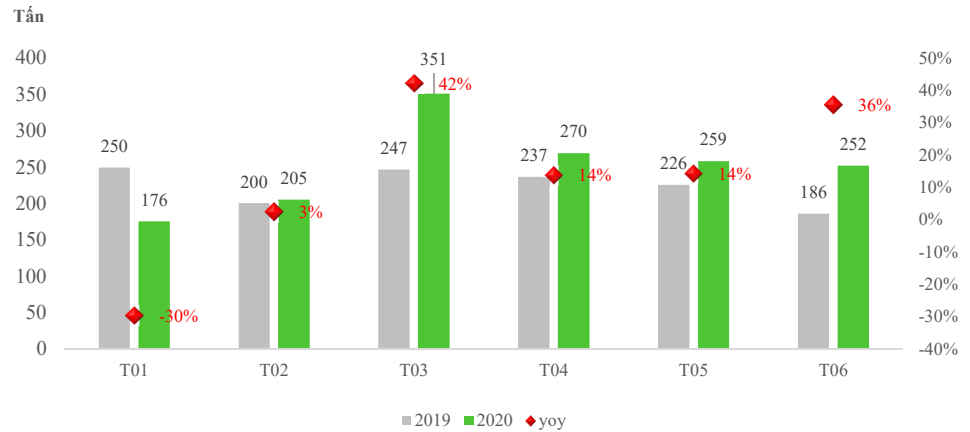
BIỂU ĐỒ 1: Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép HPG, H1/2019 – H1/2020



Nguồn: VSA, VCBS research

a. Thép xây dựng thành phẩm

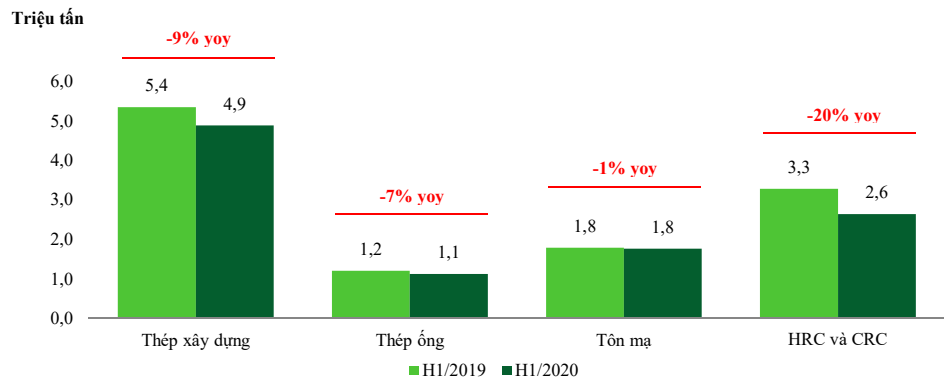
BIỂU ĐỒ 2: Sản lượng tiêu thụ thép thanh và thép cuộn HPG, H1/2019 – H1/2020



Nguồn: VSA, VCBS research

Thép xây dựng ghi nhận SLTT đạt 1,5 triệu tấn, tăng trưởng +12% so với cùng kỳ. Ngoại trừ T1/2020 ghi nhận sự tăng trưởng âm về sản lượng tiêu thụ do ảnh hưởng bởi tết âm lịch đến sớm, các tháng trở lại đây đã ghi nhận tăng trưởng tích cực sản lượng tiêu thụ tích cực sau khi KLH Dung Quất vận hành chính thức các lò cao (Biểu đồ 2).

BIỂU ĐỒ 3: Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép toàn ngành, H1/2019 – H1/2020



Nguồn: VSA, VCBS research

HPG hiện đang sở hữu lợi thế cạnh tranh cách biệt về chi phí sản xuất so với cái đối thủ cùng ngành

Mặc dù trong bối cảnh thị trường thép dài toàn ngành chịu sự suy giảm nhu cầu xây dựng từ nhiều yếu tố (biểu đồ 3), tuy nhiên sau khi vận hành chính thức các lò cao KLH Dung Quất đã giúp HPG **gia tăng thị phần miền Nam một cách đột biến nhờ lợi thế cạnh tranh cách biệt về chi phí sản xuất**. Theo ước tính của VCBS, chi phí sản xuất thép của HPG có khoảng cách rất lớn, thấp hơn từ 11-17% so với các doanh nghiệp sản xuất thép lò điện.

Theo thống kê từ VSA và nghiên cứu của VCBS, tại các tỉnh miền Trung và miền Nam hai khu vực thuận tiện cho hoạt động thương mại thị trường miền Nam, hiện có 12 doanh nghiệp đang hoạt động sản xuất phôi thép (bảng 2). Trong đó:

- Hoạt động sản xuất thép bằng lò cao ở thời điểm hiện tại vốn có lợi thế về chi phí sản xuất tốt hơn so với các doanh nghiệp sản xuất lò điện. Ở khu vực miền Trung và Nam bộ, chỉ có Formosa Hà Tĩnh (FHS) và KLH Dung Quất-HPG sử dụng công nghệ lò cao để sản xuất thép

và thực hiện đầy đủ tất cả quá trình sản xuất (Thiêu kết → Lò Cao → Lò tinh luyện (LF) → Lò thổi oxi (BOF) → Nhà máy cán). Tuy nhiên FHS đang bị Chính phủ giới hạn chỉ được bán tối đa 1,5 triệu tấn phôi thép dài tại thị trường Việt Nam nhằm bảo vệ ngành công nghiệp thép trong nước.

BẢNG 2: Danh sách các công ty luyện thép tại khu vực miền Trung và miền Nam năm 2019-2020

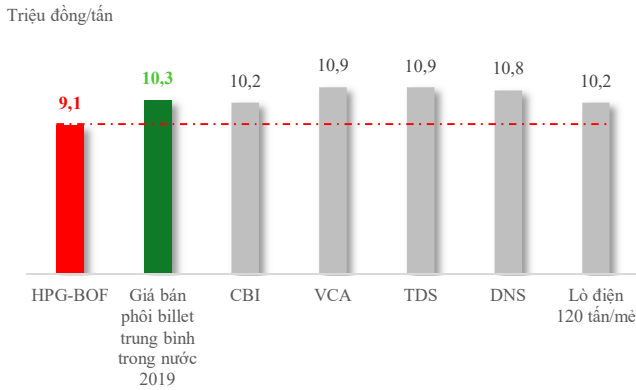
Stt	Nhóm liên quan	Tên công ty	Mã CK	Vị trí	Công nghệ	Số lò	CST K lò (tấn/m ²)	Tiêu hao điện luyện phôi (Kwh/tấn gang tinh luyện)	Công suất	SLSX phôi H1/2019	SLSX phôi H1/2020	Notes
1		Thép Hòa Phát - Dung Quất		Quảng Ngãi	Lò cao	2			4.000.000	NA	NA	
2		Thép Formosa Hà Tĩnh		Hà Tĩnh	Lò cao	2			7.500.000	3.281.612	4.231.740	Cả phôi thép dài và HRC
3	Thép Việt Nam	Thép Miền Nam (Phú Mỹ)		BRVT	EAF	1	70	440	500.000	308.408	336.225	
4		Thép Biên Hòa	VCA	Đồng Nai	EAF	1	20	586	120.000	131.936	82.947	
5		Thép Thủ Đức	TDS	HCM	EAF	1	20	526	120.000	104.358	82.459	
6		Thép An Hưng Tường		Bình Dương	EAF	5 cấp	12	NA	170.000	NA	NA	
7	VAS	Thép Đà Nẵng	DNS	Đà Nẵng	EAF	1		590-620	250.000	47.000	36.000	
8		Thép Nghi Sơn		Thanh Hóa	IF	1	120	400-410	1.000.000	0	NA	Giai đoạn 1A, sản xuất thương mại từ năm 2020
9	Thép Việt & Pomina	Thép Pomina	POM	BRVT	EAF	1	60	454	500.000	520.499	351.714	NM Pomina 1
				BRVT	EAF	1	120	405	1.000.000			
10		LD Thép Vinakyoeci		BRVT	EAF	1	70	NA	500.000	414.065	305.493	
11		Thép PoscoSS		BRVT	EAF	1	120	NA	1.000.000	464.212	214.894	Hoạt động chính ở sản phẩm thép hình. Dây chuyền thép thanh-cuộn đã chuyển nhượng năm 2019.
12		Thép TungHo		BRVT	EAF	1	120	NA	1.000.000	174.852	115.779	

Nguồn: VSA, VCBS research

Tiêu hao điện luyện phôi được thống kê nhằm mục đích so sánh giữa các lò điện

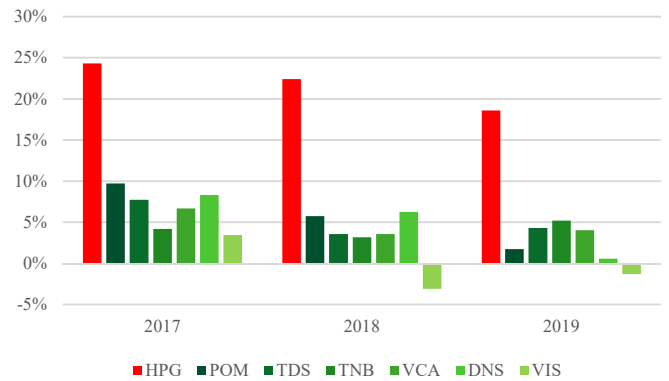
- Trong khi các doanh nghiệp còn lại sử dụng công nghệ lò điện (lò EAF hoặc IF) với chi phí thép phế và giá điện hiện tại ước tính có chi phí sản xuất khá cao so với giá phôi nhập khẩu. Theo VCBS ước tính, giá vốn sản xuất phôi lò cao của HPG năm 2019 chỉ ở mức 9,1 triệu tấn, thấp hơn đáng kể so với giá bán phôi bình quân trong nước ở mức 10,3 triệu đồng/tấn năm 2019 (thấp hơn 11,7%, đây cũng là giá bán đại diện cho phôi thép dài nhập khẩu từ các nước Trung Quốc, Indonesia và Malaysia) và thấp hơn rất nhiều với các doanh nghiệp sản xuất thép lò điện tại miền Nam đang niêm yết (VCA, TDS, DNS) được thể hiện qua giá thành sản xuất và đối chiếu với biên lợi nhuận gộp mảng thép của các công ty. Thậm chí một số doanh nghiệp sản xuất lò điện còn có chi phí sản xuất cao hơn giá bán phôi trên thị trường (biểu đồ 3 & 4).

BIỂU ĐỒ 3: Giá vốn sản xuất 1 tấn phôi thép ước tính một số công ty



Nguồn: BCTC, BCTN, VCBS research

BIỂU ĐỒ 4: Biên lợi nhuận gộp mẫn thép một số công ty



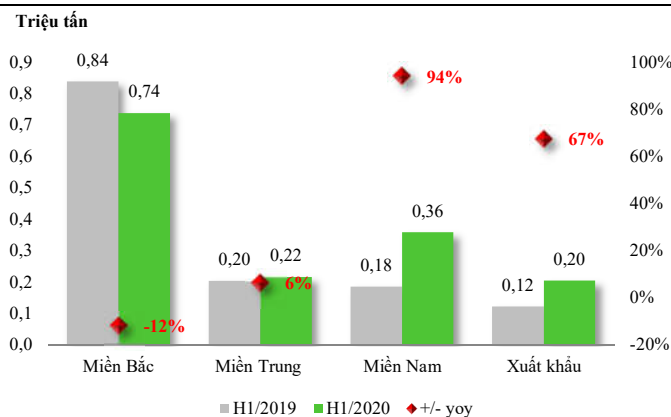
Nguồn: BCTC, VCBS research

HPG: Biên lợi nhuận gộp cả mẫn thép, bao gồm cả ống thép và tôn. VCBS ước tính dựa trên số liệu BCTC

TNB: không sản xuất phôi chỉ cán thép

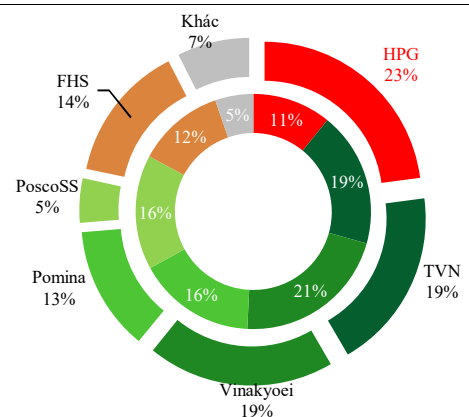
Ở đây chúng tôi không tiếp cận được có số liệu BCTC của các doanh nghiệp sản xuất lò điện khối FDI và các công ty không niêm yết như Vina Kyoiei, Tung Ho hoặc Posco, Nghi Sơn, An Hưng Tường và Thép Miền Nam, hầu hết các doanh nghiệp này có năng lực sản xuất tốt hơn so với các doanh nghiệp lò điện đang niêm yết phân tích trên. Tuy nhiên chúng tôi ước tính chi phí sản xuất của những doanh nghiệp này năm 2019 vào khoảng 9,8-10,5 triệu đồng/tấn phôi (lò 120 tấn/mẻ) dựa vào quy mô, khối lượng một mẻ luyện và chi phí các nguyên vật liệu chính là thép phế, điện & than điện cực. Vì vậy, so với các doanh nghiệp này chi phí sản xuất của KLH Dung Quất ở thời điểm hiện tại vẫn có khoảng cách khá tốt.

BIỂU ĐỒ 5: Sản lượng tiêu thụ thép dài HPG, H1/2019 – H1/2020



Nguồn: VSA, VCBS research

BIỂU ĐỒ 6: Thị phần thép dài tại miền Nam trong H1/2019 – H1/2020



Nguồn: VSA, VCBS research

Với lợi thế giá bán cạnh tranh tốt, kết quả trong H1/2020, thị phần sản lượng tiêu thụ thép của HPG tại miền Nam đã tăng rất nhanh chóng từ 11% trong H1/2019 lên 23% trong H1/2020. Biểu đồ 6 còn cho thấy sự gia tăng thị phần tích cực của doanh nghiệp sản xuất lò cao khác là FHS trong nửa đầu 2020, trong khi đó các doanh nghiệp sản xuất lò điện hầu như đều ghi nhận giảm thị phần trong 2020.

Tuy nhiên, tại thị trường miền Bắc trong 6 tháng đầu năm 2020, HPG lại ghi nhận SLTT giảm 12% so

với cùng kỳ. Đây cũng là mức giảm chung của mảng thép dài cả nước trong 6T/2020, theo chúng tôi đánh giá nguyên nhân chính khả năng từ tác động tăng trưởng chậm xây dựng kéo dài từ năm 2019 và ảnh hưởng dịch Covid-19.

Năm 2020, với sản lượng tiêu thụ toàn dụng công suất tại NM thép Hưng Yên và KLH Hải Dương hàng năm vào khoảng 2,35 triệu tấn thép dài/năm, bên cạnh thị trường miền Nam kỳ vọng có thể đạt được sản lượng 750-800.000 ngàn tấn trong năm 2020 (tương đương SLTT trong H2/2020 đạt khoảng 390-440.000 tấn thép dài). Chúng tôi kỳ vọng cả năm 2020, SLTT thép dài của HPG ở mức **3,1-3,2 triệu tấn**.

Có thể nói, ở thời điểm hiện tại khi thuế tự vệ và nhập khẩu vẫn còn hiệu lực tạo rào cản lớn cho hoạt động nhập khẩu chính ngạch từ các quốc gia Trung Quốc, Indonesia và Malaysia, HPG đang nắm giữ lợi thế cạnh tranh rất lớn tại mảng thép xây dựng nội địa.

b. Phôi thép dài

Trong 6 tháng đầu năm 2020, sản lượng tiêu thụ phôi thép dài của HPG đạt 831.427 tấn, đạt 83% kế hoạch, so với cùng kỳ HPG chỉ sử dụng phôi thép cho sản xuất thép thành phẩm nội bộ. Sản lượng tiêu thụ phôi thép chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu.

Trong đó các hợp đồng giá trị lớn đã thực hiện trong H1/2020: hợp đồng đã ký với Kyohei Japan (50.000 tấn/tháng từ tháng 12/2019) và tập đoàn CIEC Hàng Châu (tổng giá trị 120.000 tấn phôi thép, trong tháng 05/2020). **Với các giá trị hợp đồng này, cùng sản lượng tiêu thụ nội địa vào khoảng 12.000 tấn/tháng, chúng tôi ước tính sản lượng phôi thép tiêu thụ năm 2020 của HPG có thể lên đến 1,3-1,5 triệu tấn.**

c. Ống thép và tôn

Sản lượng ống thép tiêu thụ trong H1/2020 ở mức 34.7100 tấn, giảm 3% so với cùng kỳ theo đà giảm chung của thị trường.

Dự báo 2020 và triển vọng dài hạn

Trong năm 2020, Chúng tôi kỳ vọng mảng sản xuất và kinh doanh thép của HPG sẽ đạt khoảng **64.484 tỷ đồng doanh thu, +39% yoy**.

Đồng thời trong những năm tiếp theo, tiềm năng tăng trưởng doanh thu mảng thép của HPG vẫn còn dư địa tăng trưởng từ lợi thế cạnh tranh lớn từ chi phí sản xuất và sự thiếu hụt nguồn cung thép HRC nội địa. Bên cạnh dư địa tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước. Dựa vào các luận điểm sau:

a. Mảng thép dài (thép xây dựng)

Năm 2020, dựa trên tổng năng lực sản xuất của HPG trong năm 2020 vào khoảng 4,4 triệu tấn (phôi và thép dài) và đều có khả năng tiêu thụ hết như đã phân tích trên, so với tổng sản lượng đã tiêu thụ trong H2/2019 ở mức 1,65 triệu tấn (phôi 0,22 triệu tấn và thép dài: 1,43 triệu tấn). **Ước tính các tháng còn lại, tổng sản lượng tiêu thụ phôi và thép dài các tháng còn lại trong H2/2020 đều có khả năng tăng trưởng trung bình ở mức 12-14% yoy.**

Từ 2021 trở đi, chúng tôi không đặt kỳ vọng quá lớn vào hoạt động xuất khẩu phôi thép sang thị trường Trung Quốc, nếu hoạt động sản xuất của quốc gia này quay trở lại ổn định. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong nước của HPG vẫn sẽ sự tăng trưởng từ tăng trưởng chung toàn ngành hàng năm và sự mở rộng thị phần từ năng lực cạnh tranh tốt của HPG.

Ngoài ra trong trong ngắn hạn 2021-2022 chúng tôi chưa nhận thấy mối đe dọa đáng kể thị phần thép dài của HPG dựa trên các phân tích:

Dư địa tăng trưởng ngắn trung và dài hạn nhờ lợi thế cạnh tranh lớn từ chi phí sản xuất và sự thiếu hụt nguồn cung thép HRC nội địa. Bên cạnh dư địa tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng trong nước

- Tại thị trường nội địa hai dự án lò cao kỳ vọng có thể gia tăng sự cạnh tranh lớn trong ngành là dự án thép Cà Ná của Hoa Sen và dự án lò cao của Pomina. Tuy nhiên đến thời điểm hiện tại, dự án Cà Ná đã chính thức dừng triển khai, trong khi hoạt động triển khai dự án lò cao của POM đang khá chậm.
- Tại thị trường trong khu vực, xét về năng lực giá thành sản xuất, các đối thủ đáng lo ngại hiện nay của ngành thép Việt Nam là Trung Quốc, Indonesia và Malaysia. Trong đó, về khía cạnh công nghệ sản xuất, theo nghiên cứu của chúng tôi công nghệ sản xuất lò cao của HPG đã tiệm cận với các quốc gia sản xuất thép hàng đầu thế giới như Nhật Bản khi so sánh về mức độ tiêu hao của các nguyên vật liệu chính như: quặng thiêu kết (1,45 tấn quặng thiêu kết/tấn nước gang thô), than mỡ luyện cốc (0,66 tấn than mỡ và 0,34 tấn than anthracit/tấn than đa phối trộn), than cốc (0,36 tấn cốc/tấn nước gang thô), than phun PCI (0,18 tấn than phun/tấn nước gang thô) ...

Vấn đề chính còn lại mang lại sự khác biệt giữa các công ty thép nằm ở chi phí mua vào nguyên vật liệu sản xuất. Trong đó: Trung Quốc có lợi thế đáng kể về nguồn than mỡ luyện cốc sẵn có trong nước, tuy nhiên lợi thế này đã giảm đáng kể khi nguồn cung than mỡ giá rẻ trong nước của Trung Quốc bị cắt giảm 40% do hoạt động hạn chế khai thác tại tỉnh Sơn Tây. Hai quốc gia vừa có các nhà máy thép quy mô lớn đi vào hoạt động trong những năm gần đây là: Indonesia và Malaysia, bản chất cũng giống Việt Nam không có quá nhiều lợi thế cạnh tranh trong ngành sản xuất thép khi không sở hữu nhiều mỏ quặng sắt và không có nguồn than mỡ nội địa, do đó hai nguồn nguyên liệu này chủ yếu đều dựa vào nguồn nhập khẩu, tuy nhiên có chi phí cước vận chuyển rẻ hơn từ Úc so với Việt Nam. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá lợi thế này không thực sự lớn khi hai quốc gia này phải tốn 3-5USD/tấn phối cước vận chuyển nếu muốn bán sang thị trường Việt Nam. Vì vậy, trong bối cảnh bình thường (không có sức ép dư cung lớn buộc phải bán xung quanh hoặc dưới ngưỡng giá thành sản xuất) rào cản thuế tự vệ, thuế nhập khẩu và chi phí vận chuyển sẽ là rào cản tương đối lớn cho việc xuất khẩu phôi thép từ các quốc gia này vào Việt Nam. Với việc trong Q2/2020 HPG đã có những hợp đồng xuất khẩu phôi sang Trung Quốc đã một phần minh chứng cho năng lực sản xuất của HPG so với các quốc gia này.

b. Mảng thép dẹt (HRC - ống thép - tôn)

Từ năm 2021 trở đi, kỳ vọng sau khi giai đoạn 2 KLH Dung Quất chính thức hoạt động thương mại với công suất 2 triệu tấn thép HRC (tối đa 2,4 triệu tấn) và các giá trị cộng hưởng mang lại cho các nhà máy ống thép và tôn mạ kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhanh tăng trưởng doanh thu mảng thép nói riêng và doanh thu cả công ty nói chung.

Riêng trong năm 2021, với SLTT ước tính 2 triệu tấn thép HRC trong năm sau, chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2021 tăng thêm từ giai đoạn 2 vào khoảng 20.000 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng +23% kế hoạch doanh thu 2020.

Ở thời điểm hiện tại, mảng thép dẹt trong nước đang trong tình trạng khan hiếm nguồn cung. Theo báo cáo của Hiệp hội thép Việt Nam (VSA) nhu cầu thép HRC và CRC nội địa trong năm 2019 vào khoảng 11 triệu tấn, tuy nhiên đến năm 2019 trong nước duy nhất chỉ có FHS sản xuất thép HRC với sản lượng cung nội địa 4,5 triệu tấn, chỉ mới đáp ứng khoảng 40% nhu cầu trong nước. Do đó việc tiêu thụ toàn dụng công suất 2 triệu thép HRC từ KLH Dung Quất ngay trong năm đầu thương mại (2021) của giai đoạn 2 là rất khả thi, dựa trên các luận điểm sau:

- Trong 2 triệu tấn thép HRC, ước tính HPG đã sử dụng khoảng hơn 1 triệu tấn thép HRC cho hoạt động sản xuất ống thép và tôn nội bộ. Việc này giúp HPG gia tăng năng lực cạnh tranh rất lớn khi có thể đẩy mạnh hoạt động cạnh tranh về giá tại hai mảng kinh doanh ống thép và tôn khi được tận dụng thêm khoảng **16,5-18,5% biên lợi nhuận gộp** từ thép HRC tự sản xuất.

Mảng thép dẹt kỳ vọng tạo động lực tăng trưởng doanh thu tích cực cho HPG năm 2021

Ngoài ra, về mảng tôn đã được HPG chuẩn bị từ cuối năm 2017 khi nhà máy tôn Hưng Yên đi vào cán thử nghiệm, đến năm 2020 mới bắt đầu đạt được hòa vốn lợi nhuận gộp. Trong giai đoạn 2018-2019 mảng tôn của HPG chủ yếu tập trung phát triển hệ thống phân phối tại thị trường miền Bắc đã tương đối ổn định, và bắt đầu định hướng phát triển thị trường phía Nam. Dự kiến từ năm 2021, với sự hỗ trợ lớn về năng lực cạnh tranh giá từ nguồn đầu vào thép HRC tự sản xuất và uy tín từ thương hiệu thép Hòa Phát, kỳ vọng mảng tôn của HPG sẽ tăng trưởng và mở rộng thị phần nhanh chóng.

- Một triệu tấn thép HRC còn lại kỳ vọng có thể tiêu thụ toàn bộ bên ngoài thị trường trong năm đầu đi vào thương mại khi thị trường nội địa đang thiếu nguồn cung. Phân tích về chi phí sản xuất, chúng tôi cho rằng từ năm 2021 trở đi, giá thành sản xuất/tấn phôi thép của HPG Dung Quất sẽ ngang bằng với FHS khi xét về công nghệ và quy mô sự khác biệt giữa hai công ty không quá lớn nếu không nói HPG có phần tốt hơn, sự khác biệt hiện tại (năm 2020) là chi phí mua vào nguyên vật liệu của công ty khi FHS có lợi thế hơn khi có thể đón tàu 200.000 tấn có thể tiết kiệm hơn từ 3-5 USD/tấn nguyên liệu, tuy nhiên theo chúng tôi lợi thế này sẽ bị sang bằng khi việc nạo vét, xử lý đá ngầm tại cảng Dung Quất dự kiến sẽ hoàn tất trong H2/2020 sẽ giúp HPG cũng có thể đón tàu tải trọng tương tự trong năm 2021. Vì vậy hoạt động bán thép HRC của HPG từ năm 2021 hoàn toàn có khả năng cạnh tranh với Formosa Hà Tĩnh.

Trong các năm tiếp theo (sau 2021), chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép HRC sẽ giảm qua các năm thay bằng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm ống thép và tôn khi công suất thiết kế nhà máy tôn của HPG lên tới 400.000 tấn/năm (dự kiến năm 2020 chỉ mới hoạt động 33% công suất) và hoạt động xây dựng/mở rộng các nhà máy mạ/cán mảng thép ống và tôn khá đơn giản. Việc này có thể giúp HPG thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận tốt hơn do giá trị gia tăng cao hơn mà các sản phẩm ống và tôn mang lại.

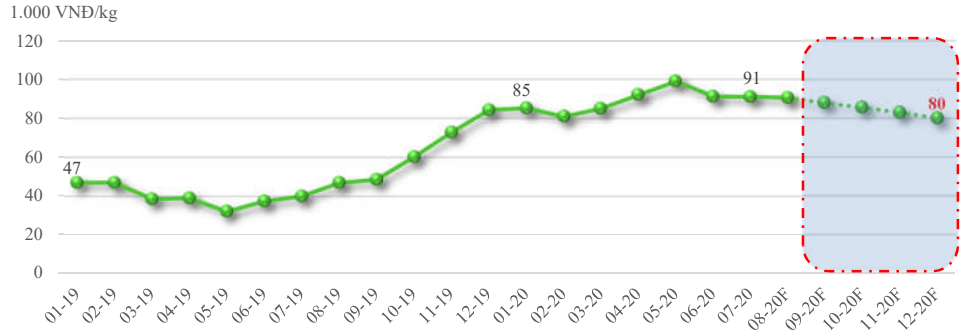
Ngoài ra, trong dài hạn cả mảng thép xây dựng và thép dẹt của HPG còn có tiềm năng tăng trưởng rất lớn từ ngành xây dựng trong nước từ nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sản bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp. Đặc biệt trong ngắn hạn 2020-2021, hoạt động thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ kỳ vọng sẽ giúp quá trình phát triển và hoàn thiện mảng thép của HPG thuận lợi hơn.

Bên cạnh đó, HPG vẫn còn dư địa mở rộng giai đoạn 3 và 4 KLH Dung Quất cho sản phẩm thép dẹt trong tương lai, khi trong bối cảnh hiện tại trong số các doanh nghiệp sản xuất thép nội địa, ngoài HPG và HSG chưa có doanh nghiệp nội địa khác lên kế hoạch triển khai dự án sản phẩm này, do dự án yêu cầu lớn về nguồn lực tài chính, cũng như nhiều yếu tố rất quan trọng khác để đạt được chấp thuận đầu tư. Trong khi đó, tại Việt Nam ngành thép vẫn đóng vai trò chủ đạo trong các ngành công nghiệp nặng và luôn được sự ưu tiên phát triển cho khối doanh nghiệp nội địa hơn cho các doanh nghiệp vốn FDI.

MẢNG NÔNG NGHIỆP

Trong H1/2020 ghi nhận doanh thu 5.043 tỷ đồng, tăng 41,3% yoy. Nguyên nhân đến từ giá bán lợn hơi và bò úc tăng đột biến trong nửa đầu năm 2020 (heo hơi: 49.000 đồng/kg năm 2019 lên mức 88.000 đồng/kg trong H1/2020, bò úc 65.000 đồng/kg năm 2019 lên mức 90-100.000 đồng/kg trong H1/2020).

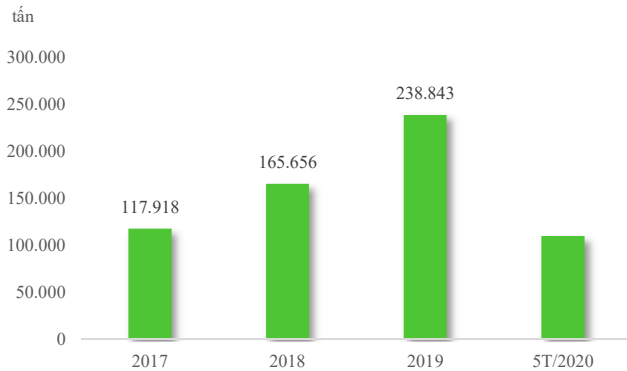
BIỂU ĐỒ 7: Diễn biến giá thịt heo hơi 2019-H1/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng mảng nông nghiệp sẽ có thể mang về **10.960 tỷ đồng doanh thu**, tương đương mức tăng trưởng **+37% yoy**. Khi diễn biến giá thịt lợn hơi vẫn ở mức cao trong tháng 7 và đầu tháng 8/2020 và kỳ vọng và kỳ vọng giá thịt lợn hơi vẫn giữ ở mức trên 80.000 đồng/kg tại thời điểm cuối 2020¹.

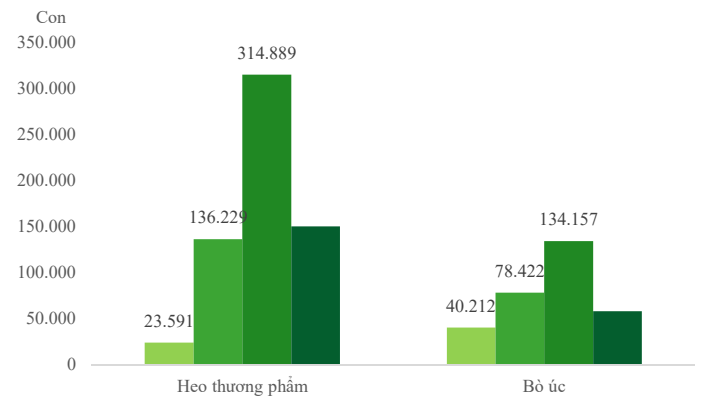
BIỂU ĐỒ 8: Sản lượng tiêu thụ thức ăn chăn nuôi HPG, 2017-5T/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

Trong đó sản lượng tiêu thụ nội bộ thức ăn chăn nuôi vào khoảng 40%

BIỂU ĐỒ 9: Sản lượng tiêu thụ heo hơi và bò úc chăn nuôi HPG, 2017-5T/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

¹ Nguồn Cục Chăn Nuôi:

Tính đến tháng 6, tổng đàn heo của Việt Nam đạt 24,9 triệu con, tương đương với 79,5% so với cuối năm 2018 (thời điểm trước khi xảy ra dịch tả heo châu Phi).

Trong đó, đàn heo heo của 15 doanh nghiệp chăn nuôi tính đến tháng 6 đạt 4,16 triệu con, tăng 66,35% so với tháng 1/2019. Nếu so sánh với đầu năm nay, con số này cao hơn gần 31%. Ngay cả khi nguồn cung được dự báo sẽ đủ trong năm nay nhưng Cục Chăn nuôi vẫn cho rằng giá heo hơi cuối năm không thể giảm xuống mức 70.000 đồng/kg khi chi phí nuôi vẫn còn cao bởi giá con giống hiện rất đắt.

"Chúng tôi kì vọng, khi nguồn cung cuối năm đáp ứng đủ cho người tiêu dùng, giá heo hơi sẽ giảm xuống khoảng 80.000 đồng/kg. Mức giá này đảm bảo cân bằng lợi ích cho cả người tiêu dùng và người chăn nuôi", ông Trọng nói.

Tuy nhiên, *trong trung và dài hạn* chúng tôi không kỳ vọng mảng nông nghiệp của HPG vẫn giữ được mức tăng trưởng này khi dịch bệnh được kiểm soát và chỉ tăng trưởng ở mức trung bình 10-20% nhờ sự tăng trưởng sản lượng hàng năm.

MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN

Hoạt động kinh doanh H1/2020: Mảng bất động sản ghi nhận doanh thu 356 tỷ đồng, giảm 67,4% yoy. Theo chúng tôi nguyên nhân do:

- (1) Sự sụt giảm doanh thu BĐS nhà ở trong năm 2020, khi HPG đã hoàn thành xây dựng bán hết các căn hộ tại hai dự án Mandarin 2 và dự án Nguyễn Đức Cảnh trong năm 2019. Trong khi đó, dự án tiếp nối là khu đô thị Phố Nối A với diện tích 262 ha tại Hưng Yên dự kiến đầu 2021 mới có thể được ra mắt.
- (2) Quỹ đất KCN cho thuê của HPG trong năm 2020 có phần bị hạn chế hơn so với năm 2019. Ở thời điểm 2019-2020, HPG chỉ có hai khu công nghiệp là KCN Yên Mỹ II – giai đoạn 1 và KCN Hòa Mạc có khả năng cho thuê. Trong đó:

BẢNG 3: Tổng hợp số liệu các KCN của HPG, thời điểm cuối 2019

S tt	Thời điểm tháng cuối 2019	Vị trí	Năm thành Lập	Năm kết thúc	Tổng DT (ha)	DT công nghiệp (ha)	DT đã cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Notes
1	KCN Phố Nối A	H. Văn Lâm, Hưng Yên	2004	2054	390	273	259	95%	Gần như đã lấp đầy hoàn toàn
2	KCN Phố Nối A mở rộng - phần 204 ha	H. Văn Lâm, Hưng Yên			204	143	139	97%	Gần như đã lấp đầy hoàn toàn
3	KCN Phố Nối A mở rộng - phần 92,5 ha	H. Văn Lâm, Hưng Yên			92,5	65	0	0%	Dự kiến có thể cho thuê từ năm 2021.
4	KCN Yên Mỹ II - giai đoạn 1	H. Yên Mỹ, Hưng Yên	2015	2065	98	70	57	81%	Dự kiến sẽ lấp đầy trong năm 2020
5	KCN Yên Mỹ II - giai đoạn 2	H. Yên Mỹ, Hưng Yên			70	50	0	0%	Dự kiến có thể cho thuê từ năm 2022.
6	KCN Yên Mỹ II - mở rộng	H. Yên Mỹ, Hưng Yên			216				Đang làm thủ tục
7	KCN Hòa Mạc - giai đoạn 1	H. Duy Tiên, Hà Nam	2008	2058	131	88	58	66%	
8	KCN Hòa Mạc - giai đoạn 2	H. Duy Tiên, Hà Nam			72				Chưa triển khai
9	KCN số 6 Ân Thi	H. Ân Thi, Hưng Yên			308				Đang làm thủ tục

Nguồn: HPG, VCBS research

- KCN Yên Mỹ là KCN có vị trí địa lý thuận lợi hơn, sau năm 2019 tăng trưởng khá tốt, diện tích cho thuê đạt khoảng 28 ha (chiếm 65% diện tích đất thương phẩm HPG đã cho thuê năm 2019), nâng tỷ lệ lấp đầy cuối năm 2019 đã lên đến 82% và chỉ còn dư địa 13 ha có thể cho thuê trong năm 2020.
- Trong khi KCN Hòa Mạc mặc dù vẫn còn quỹ đất thương phẩm tốt tuy nhiên so với các khu công nghiệp khác tại tỉnh Hà Nam là Đồng Văn 3 (của DTD), Đồng Văn 4 (của VGC) và Châu Sơn (của IDV) có vị trí không thuận lợi bằng, bên cạnh điểm hạn chế lớn nhất của KCN Hòa Mạc hiện nay là diện tích khá nhỏ chỉ hơn 131 ha với tỷ lệ lấp đầy đạt 64% (giai đoạn 1, giai đoạn 2 chưa triển khai), vì vậy số lượng các doanh nghiệp đang hoạt động tại KCN này khá ít, dẫn đến sự hỗ trợ giữa các doanh nghiệp trong cùng KCN chưa được hiệu quả. Bên cạnh cơ sở hạ tầng, KCN Hòa Mạc được xây dựng từ 2008 (thời gian thuê đến 2058) nên cơ sở hạ tầng tại KCN Hòa Mạc có nhiều điểm hạn chế so với các khu công nghiệp đối thủ vừa được triển khai xây dựng đồng bộ trong những năm trở lại đây.

Dự báo năm 2020, từ những lý do nêu trên chúng tôi cho rằng doanh thu năm 2020 mảng Bất động sản của HPG sẽ ghi nhận sự suy giảm doanh thu khá lớn. Theo ước tính của chúng tôi doanh thu mảng BĐS của HPG trong năm 2020 sẽ ở mức **694 tỷ đồng, -57% yoy** chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê 38-43 ha khu công nghiệp (13 ha còn lại KCN Yên Mỹ và khoảng 25-30 ha KCN Hòa Mạc) từ những biên bản thỏa thuận đã ký từ năm 2019.

Mảng BĐS triển vọng tăng trưởng dài hạn từ quỹ đất chưa khai thác lớn và vị trí địa lý thuận lợi

Triển vọng dài hạn, mặc dù trong ngắn hạn 2020 doanh thu mảng Bất động sản của HPG dự báo sẽ giảm sút rất mạnh. Tuy nhiên, **trong trung và dài hạn, chúng tôi nhận thấy triển vọng mảng Bất động sản có thể mang lại doanh thu – lợi nhuận – dòng tiền ở mức ổn định như giai đoạn 2018-2019** dựa trên các cơ sở:

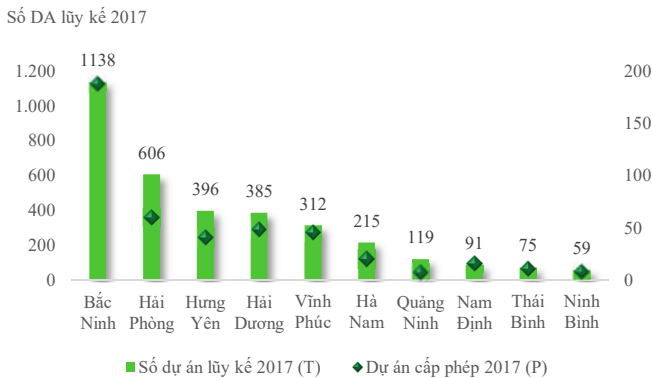
- (1) Quỹ đất chưa khai thác lớn: chúng tôi ước tính riêng quỹ đất thương phẩm tại các KCN sở hữu HPG vào khoảng 360-575 ha (575 ha là số tối đa đã bao gồm KCN số 6 Ân Thi), với diện tích cho thuê trung bình một năm khoảng 50 ha, ước tính HPG có thể mảng KCN có thể mang lại dòng tiền ổn định trong 7-12 năm nữa.
 - Phát triển KCN Phố Nối A mở rộng phần 92,5 ha (Hung Yên) nâng tổng diện tích KCN Phố Nối lên 686,5 ha, đã có thể cho thuê từ năm 2021.
 - Phát triển Dự Án Khu Đô Thị Phố Nối giai đoạn 1 & 2 với diện tích 262 ha, tại tỉnh Hưng Yên. Dự án đang được triển khai xây dựng xây dựng, trong đó phân kỳ 1 của dự án dự kiến sẽ ra mắt vào đầu năm 2021.
 - Phát triển KCN Yên Mỹ II _GD2 tại tỉnh Hưng Yên, đã được cấp giấy chứng nhận đầu tư từ năm 2015, dự kiến có thể cho thuê từ năm 2022.
 - Ngoài ra, trong kế hoạch của HPG còn có hai dự án KCN số 6 Ân Thi, diện tích 308 ha tại tỉnh Hưng Yên và KCN Yên Mỹ II mở rộng, diện tích 216 ha. Tuy nhiên hai dự án này chỉ mới dừng lại ở bước chuẩn bị thủ tục để được cấp chứng nhận đầu tư.

(2) Vị trí địa lý rất thuận lợi

Đồng Bằng Sông Hồng là khu vực phát triển kinh tế dẫn đầu tại khu vực phía Bắc, ngoại trừ Hà Nội không còn chính sách phát triển khu công nghiệp. Hiện Bắc Ninh và Hải Phòng đang là hai tỉnh hoạt động mạnh mẽ nhất trong hoạt động thu hút dòng vốn FDI vào các lĩnh vực sản xuất-chế tạo nhờ vị trí địa lý thuận lợi: nằm sát Hà Nội và dễ dàng trong việc vận chuyển container đường thủy, lẫn đường bộ ra cảng nước sâu Hải Phòng.

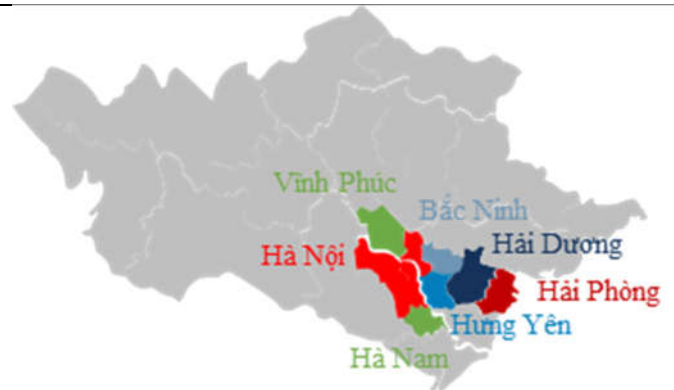
Các tỉnh Hưng Yên, Hà Nam mặc dù không có vị trí ưu thế bằng hai tỉnh Bắc Ninh và Hải Phòng nhưng vị trí địa lý vẫn khá thuận lợi khi giáp Hà Nội và có hệ thống đường thủy kết nối với cảng Hải Phòng giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển và có thể lệ hấp thụ tăng nhanh trong những năm trở lại đây.

BIỂU ĐỒ 10: Số lượng dự án FDI các tỉnh ĐBSH



Nguồn: GSO, VCBS research

BIỂU ĐỒ 11: Bản đồ các tỉnh phát triển KCN phía Bắc

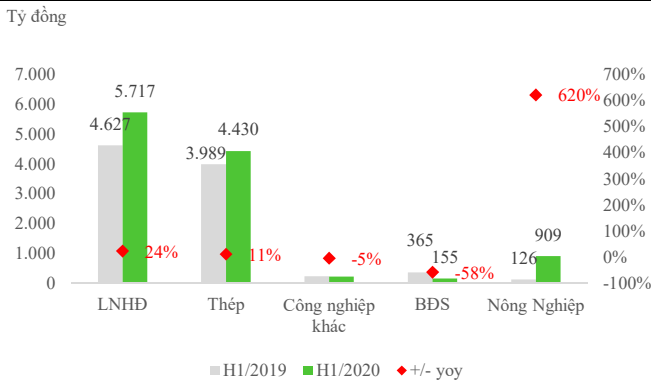


Nguồn: Google map, VCBS research

VỀ LỢI NHUẬN

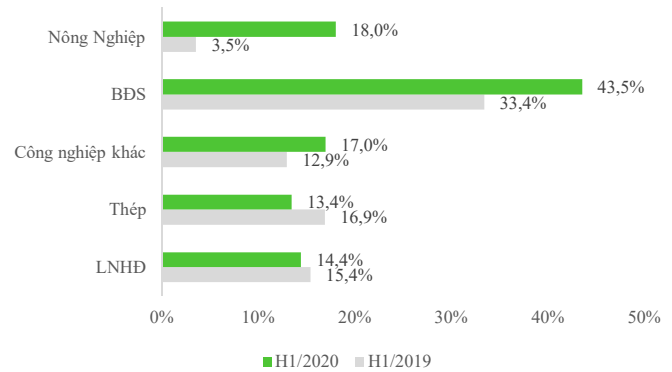
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh trong H1/2020 của HPG đạt 5.717 tỷ đồng, tăng 23,5% yoy. Biên lợi nhuận hoạt động chung cả công ty đạt 14,4% giảm 0,7% so với cùng kỳ. Nguyên nhân tăng trưởng đến sự đóng góp lợi nhuận gia tăng mảng thép và nông nghiệp. Cụ thể:

BIỂU ĐỒ 12: LNHD các mảng kinh doanh HPG, H1/2019 - H1/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

BIỂU ĐỒ 13: Biên LNHD các mảng kinh doanh HPG, H1/2019 – H1/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

- Mảng thép:** ghi nhận sự tăng trưởng lợi nhuận hoạt động khả quan trọng, H1/2020 đạt khoảng 4.430 tỷ đồng, tăng +11% yoy. Tuy nhiên sự tăng trưởng này chưa tương xứng với mức tăng trưởng doanh thu theo chúng tôi đến từ ba nguyên nhân chính: (1) sự thu hẹp giữa giá bán và chi phí nguyên vật liệu đầu vào, (2) việc tăng nhanh khấu hao từ việc đưa KLH Dung Quất vào hoạt động chính thức đầu Q1/2020 và (3) tạm dừng vốn hóa chi phí lãi vay vào tài sản cố định làm tăng nhanh chi phí lãi vay. Hệ quả, biên lợi nhuận hoạt động mảng thép trong H1/2020 đạt khoảng 13,4%, giảm 3,5% so với H1/2019, tuy nhiên xu hướng có dấu hiệu cải thiện trong Q2/2020 đạt 14,6% so với Q1/2020 đạt 12,2%.

Trong H2/2020, theo ước tính của chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động mảng thép vẫn có thể giữ ở mức 14-15% ngang bằng với biên lợi nhuận hoạt động trong Q2/2020. Trái với bối cảnh giai đoạn năm 2019-Q1/2020 khu vực Châu Á đang trong tình trạng dư thừa lượng lớn tồn kho thép dài, thời điểm hiện tại giá phôi thép khu vực đã có thể di chuyển cùng chiều so với sự biến động giá nguyên vật liệu đầu vào thời điểm hiện tại cầu thép dài đang tăng nhanh từ Trung Quốc, bên cạnh với giá thép phế hiện nay không ủng hộ hoạt động sản xuất các doanh nghiệp lò điện.

Đồng thời chúng tôi cho rằng việc các giai đoạn của KLH Dung Quất từng bước đi vào hoạt động sẽ giúp các chỉ số biên lợi nhuận của mảng thép được cải thiện khi ước tính biên lãi gộp thép dài của KLH Dung Quất năm 2020 ở mức 20% và biên lợi nhuận gộp thép HRC ở mức 16,5-18,5% cao hơn so với mức lợi nhuận gộp bình quân mảng thép hiện tại ở mức 16% (không bao gồm KLH Dung Quất).

Năm 2021 và các năm theo, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng LNHD mảng sản xuất và kinh doanh thép của HPG vẫn rất tích cực dựa trên các yếu tố sau:

- Thép dài: Tỷ trọng lượng thép dài thành phẩm sẽ gia tăng thay thế lượng tiêu thụ phôi thép nhờ sự tăng trưởng chung toàn ngành và gia tăng thị phần từ năng lực cạnh tranh tốt của HPG.
- Thép dẹt: Với kỳ vọng SLTT ở mức 2 triệu tấn thép HRC trong năm 2021 và biên lợi

Sự vận hành chính thức các giai đoạn KLH Dung Quất sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ và cải thiện các chỉ số biên lợi nhuận

Trong năm 2021, mảng thép dẹt có thể mang lại 2.500-2.700 tỷ đồng LNST tương đương với mức tăng trưởng +28-30% kế hoạch LNST 2020

Việc hưởng lợi từ ưu đãi thuế TNDN tại KLH Dung Quất ước tính có thể tiết kiệm khoảng 280-340 tỷ đồng tiền thuế mỗi năm, tương đương với mức tăng trưởng +3,1-3,7% kế hoạch LNST năm 2020 (9.000 tỷ đồng).

nhuận gộp ở mức 16,5-18,5%. **Chúng tôi ước tính giai đoạn 2 thép dẹt có thể đóng góp thêm khoảng 2.800-3.000 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động và 2.500-2.700 tỷ đồng LNST cho HPG trong năm 2021, tương đương với mức tăng trưởng +28-30% kế hoạch LNST 2020.**

- **Mảng nông nghiệp** trong H1/2020 ghi nhận mức lợi nhuận hoạt động khoảng 909 tỷ đồng, tăng 620% yoy. Theo phân tích của chúng tôi, nguyên nhân tăng trưởng chính đến từ giá bán thịt lợn hơi và bò úc tăng nhanh trong H1/2020. Điều này đã khiến biên lợi nhuận hoạt động mảng nông nghiệp trong H1/2020 tăng mạnh lên đến 18%, so với H1/2019 con số này chỉ ở mức 3,5%.

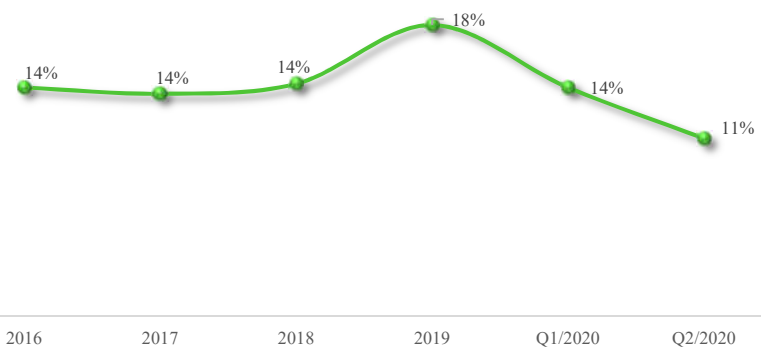
Trong H2/2020, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động mảng nông nghiệp vẫn có thể giữ ở mức 16-18% khi diễn biến giá thịt lợn hơi vẫn ở mức cao trong tháng 7 và đầu tháng 8/2020 và kỳ vọng vẫn giữ ở mức trên 80.000 đồng/kg tại thời điểm cuối 2020.

Lợi nhuận sau thuế, trong H1/2020 đạt 5.060 tỷ đồng, +31,1% yoy. Sự tăng trưởng LNST ghi nhận tốt hơn so với mức tăng trưởng lợi nhuận hoạt động. Nguyên nhân bên cạnh đà tăng trưởng lợi nhuận hoạt động, trong H1/2020 mức thuế suất TNDN bình quân của HPG có phần giảm mạnh, khả năng đến từ việc gia tăng tỷ trọng đóng góp lợi nhuận trước thuế từ mảng nông nghiệp có thuế suất TNDN chỉ ở mức thấp khoảng 7%, bên cạnh việc hưởng lợi ưu đãi thuế TNDN của KLH Dung Quất sau khi dự án bắt đầu có lợi nhuận trước thuế.

So với mức thuế TNDN trung bình đang ở mức 14% tại các công ty con mảng thép của HPG đang hoạt động, **KLH Dung Quất được hưởng thuế suất TNDN ưu đãi 10% trong 30 năm (2017-2047).**

Vì vậy, trong ngắn trung và dài hạn tỷ lệ biên lợi nhuận sau thuế của HPG kỳ vọng sẽ cải thiện tốt khi tỷ trọng doanh thu KLH Dung Quất ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn. Theo ước tính của chúng tôi, kể từ 2021 trở đi, khi KLH Dung Quất hoạt động toàn dụng công suất 4 triệu tấn thép, với mức thuế TNDN được hưởng thấp hơn 4% mức bình quân của mảng sản xuất và kinh doanh thép hiện tại, KLH Dung Quất có thể **tiết kiệm khoảng 280-340 tỷ đồng tiền thuế mỗi năm², tương đương với mức tăng trưởng +3,1-3,7% kế hoạch LNST năm 2020 (9.000 tỷ đồng).**

BIỂU ĐỒ 14: Thuế suất thực tế mảng sản xuất và kinh doanh thép của HPG, 2016-Q2/2020



Nguồn: BCTC HPG, VCBS research

² VCBS ước tính từ năm 2021 trở đi, với giá bán và chi phí tham khảo 2020, doanh thu KLH Dung Quất đạt khoảng 44-55.000 tỷ đồng, LNHT từ 7.300-9.000 tỷ đồng, thuế TNDN 10%.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

VỀ TÀI SẢN – NGUỒN VỐN

Tính đến cuối Q2/2020, tổng tài sản của HPG là 112,6 ngàn tỷ đồng, tăng 10,7% so với thời điểm cuối năm 2019.

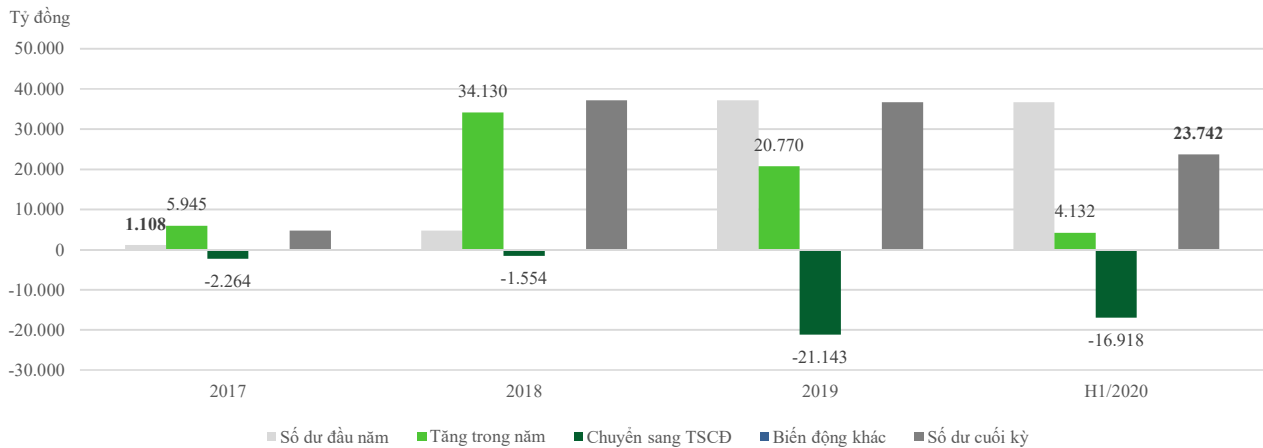
Tài sản ngắn hạn

Tiền & tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn ghi nhận tăng nhanh trong H1/2020. Cuối Q2/2020 tổng số dư của hai tài khoản này là 12.147 tỷ đồng, tăng 6.208 tỷ đồng, gấp hơn hai lần so với đầu kỳ. Tuy nhiên sự gia tăng các tài sản này song song với giá trị nợ vay được tăng thêm ở mức tương đương.

Tài sản dài hạn

Trong H1/2020, tài sản dài hạn ghi nhận sự kết chuyển lớn từ Chi phí xây dựng cơ bản dở dang (XDCBDD) sang Tài sản cố định hữu hình (TSCĐHH). Theo BCTC Q2/2020, giá trị lũy kế kết chuyển sang TSCĐHH trong H1/2020 là 16.917 tỷ đồng. Tính từ lúc KLH Dung Quất hình thành tài sản trên BCTC từ Q2/2017, H1/2020 là giai đoạn được kết chuyển chi phí XDCBDD sang TSHH nhiều nhất. Đồng thời, theo số liệu từ BCTC, chúng tôi ước tính phần TSCĐHH của KLH gang thép Dung Quất đã được kết chuyển từ Chi phí XDCBDD vào khoảng 35.000 tỷ đồng (tổng mức đầu tư KLH Dung Quất 60.000 tỷ đồng). **Vì vậy, chúng tôi cho rằng gần như toàn bộ giai đoạn 1, dự án thép dài KLH Dung Quất đã được đưa vào khấu hao hoạt động.** Trên cơ sở này, chúng tôi nhận thấy chi phí lãi vay và chi phí khấu hao của HPG sẽ tăng nhanh trong năm 2020.

BIỂU ĐỒ 15: Biến động Chi phí xây dựng cơ bản dở dang HPG, 2017 -H1/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

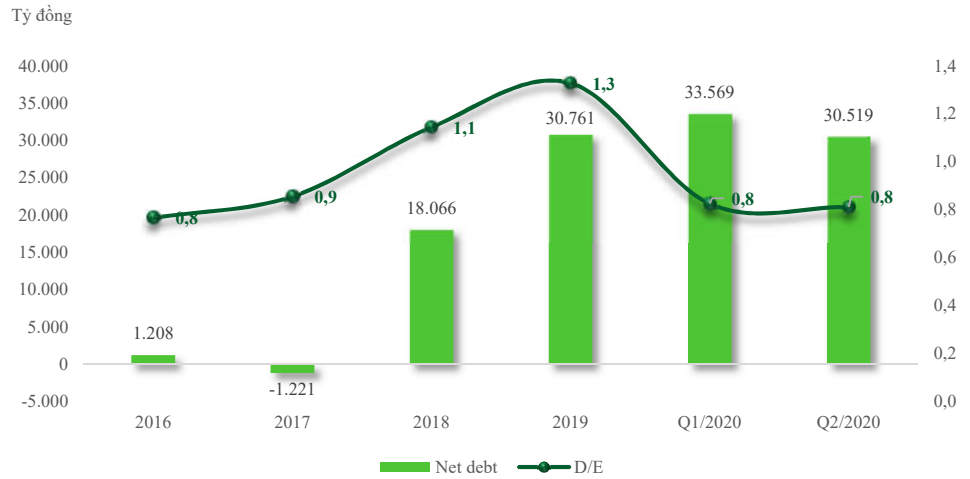
Nguồn vốn

Trong H1/2020 bên phần nguồn vốn của HPG ghi nhận sự tăng nhanh của dư nợ vay. Đến cuối Q2/2020 tổng dư nợ vay của HPG là 41.344 tỷ đồng, tăng 4.664 tỷ đồng so với đầu năm, tương đương +13%. Tuy nhiên giá trị vay nợ ròng (net debt) ở mức 30.519 tỷ đồng, biến động giảm nhẹ so với đầu kỳ. Theo trao đổi từ phía HPG, các khoản vay gia tăng nhằm mục đích tài trợ cho những hạng mục cuối cùng của giai đoạn 2, thép det.

Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (D/E) của HPG đã có xu hướng giảm từ đầu năm đến nay, từ mức 1,3 lần thời điểm đầu năm xuống mức 0,8 lần cuối Q2/2020. Với hiệu quả sử dụng vốn đầu tư (ROIC) hiện tại

ở mức 12,9%, cao hơn nhiều so với chi phí đi vay bình quân của HPG ở mức hiện tại khoảng 5%/năm. Với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận hoạt động kinh doanh trong ngắn, trung và dài hạn như đã phân tích trên, chúng tôi nhận định việc sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức độ hiện tại vẫn mang lại hiệu quả đòn bẩy ROE cho cổ đông. Ngoài ra, theo phân tích của chúng tôi HPG vẫn còn dư địa gia tăng đòn bẩy tài chính để tăng trưởng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

BIỂU ĐỒ 16: Nợ vay HPG Q1/2018 – Q1/2019



Nguồn: HPG, VCBS research

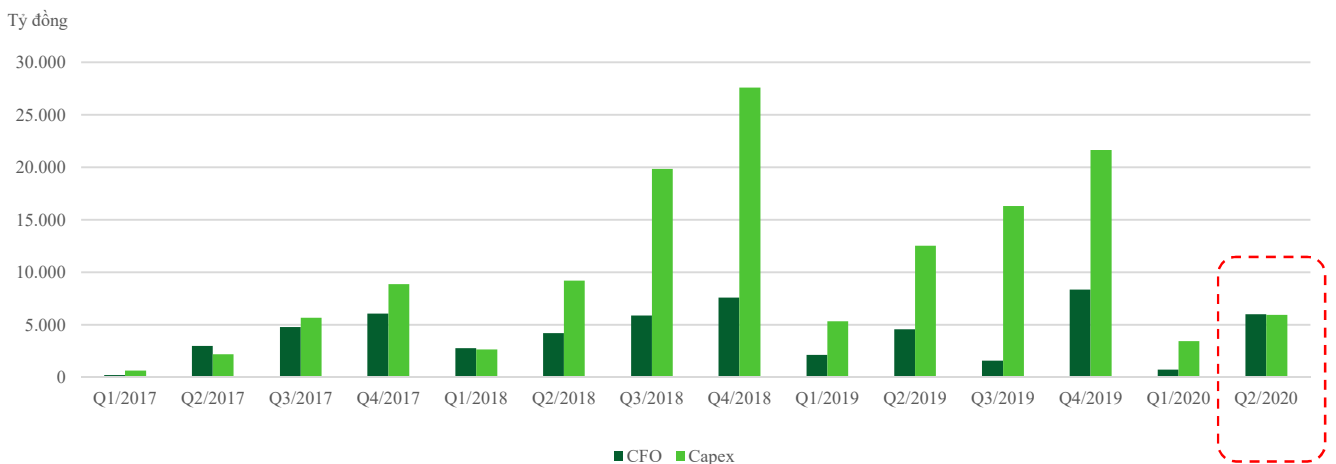
Dòng tiền lũy kế trong BCTC Q2/2020 của HPG thể hiện dấu hiệu tích cực, báo hiệu sự tăng trưởng tốt dòng tiền tự do trong các quý tiếp theo.

VỀ DÒNG TIỀN

Dòng tiền lũy kế trong BCTC Q2/2020 của HPG thể hiện dấu hiệu tích cực, báo hiệu sự tăng trưởng tốt dòng tiền tự do trong những quý tiếp theo.

Lũy kế thời điểm Q2/2020 dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh của HPG ghi nhận sự tăng trưởng đột biến cho thấy sự hiệu quả từ việc chính thức vận hành thương mại các lò cao của KLH Dung Quất. Tuy nhiên điểm đáng chú ý, H1/2020 ghi nhận thời điểm đầu tiên sau khi bắt tay xây dựng dự án KLH Dung Quất dòng tiền CFO lớn hơn dòng tiền đầu tư tài sản dài hạn (Capex).

BIỂU ĐỒ 17: Dòng tiền HPG, 2017 – Q2/2020



Nguồn: HPG, VCBS research

Như đã phân tích trên, trong những quý tiếp theo kỳ vọng hoạt động kinh doanh vẫn tăng trưởng khả quan nhờ sản lượng thép dài dự kiến vẫn tăng trưởng và sự vận hành giai đoạn 2, thép HRC-KLH Dung Quất trong năm 2021, sẽ thúc đẩy dòng CFO tăng trưởng tăng tốt. Trong khi đó, dòng tiền đầu tư CAPEX dự báo tăng chậm lại khi hoạt động đầu tư dự án KLH Dung Quất dần hoàn thiện, kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền tự do tăng nhanh cho HPG từ Q3/2020.

- Nguyên nhân chúng tôi cho rằng dòng CAPEX dự báo sẽ giảm nhanh trong các quý tiếp theo khi theo ước tính từ giá trị gia tăng khoản mục tài sản xây dựng cơ bản dở dang trên BCTC từ năm 2018-Q2/2020 khoảng 59.000 tỷ đồng (biểu đồ 15), trong đó ước tính tổng đầu tư vào dự án KLH Dung Quất vào khoảng 55.000 tỷ đồng/60.000 tỷ đồng (90% kế hoạch) dựa trên tỷ trọng số dư tăng thêm hàng quý của các hạng mục xây dựng. Điều này phù hợp với công bố trong Tài liệu ĐHCĐ năm 2020, “Đối với giai đoạn 2, 80% hạng mục thiết bị chính đã hoàn thành, dự kiến đưa vào hoạt động hai lò cao còn lại và dây chuyền đúc cán thép dẹt trong nửa cuối năm 2020”.

ROE

Như đã phân tích trên HPG có nhiều dư địa để tăng trưởng ROE trong các giai đoạn tiếp theo tiếp theo:

- Cải thiện biên lợi nhuận sau thuế nhờ cải thiện biên LNST từ việc gia tăng biên lợi nhuận gộp toàn công ty và thuế suất TNDN ưu đãi từ việc gia tăng doanh thu từ KLH Dung Quất.
- Cải thiện hiệu suất sử dụng tài sản khi dự án KLH Dung Quất đang và chuẩn bị mang lại doanh thu tại cả hai giai đoạn.

MỘT SỐ THÔNG TIN KHÁC

Kế hoạch kinh doanh 2020

BẢNG 4: Kế hoạch Doanh thu –LNST năm 2020 của HPG

(tỷ đồng)	KH 2020	+/-TH2019
Doanh thu bán hàng & cung cấp dịch vụ	86.000	+35%
LNST	9.000	+19%

Nguồn: HPG, VCBS research

Kế hoạch cổ tức từ hoạt động kinh doanh 2020

Trong năm 2021, HPG dự kiến sẽ chi trả cổ tức ở mức 20% mệnh giá, tuy nhiên phương án chi trả bằng tiền hoặc cổ phiếu sẽ được quyết định nhiều bởi kết quả hoạt động kinh doanh trong năm. Tuy nhiên theo chia sẻ từ phía HPG, Công ty sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu ít nhất 10%/năm, song song với tỷ lệ cổ tức bằng tiền từ 10-15% năm trong những năm tới.

DỰ PHÓNG DT-LN 2020

VỀ DOANH THU

Dựa trên những phân tích trên, chúng tôi ước tính doanh thu 2020 HPG **khoảng 78.954 tỷ đồng**, đạt khoảng **92% kế hoạch**, tương ứng với mức tăng trưởng **+24%** yoy. Trong đó:

Mảng sản xuất & kinh doanh thép: Trong năm 2020, Chúng tôi kỳ vọng mảng sản xuất và kinh doanh thép của HPG sẽ đạt khoảng **64.484 tỷ đồng, +39% yoy**.

- Thép dài: Với sản lượng tiêu thụ toàn dụng công suất tại NM thép Hưng Yên và KLH Hải Dương hàng năm vào khoảng 2,35 triệu tấn thép dài/năm, bên cạnh thị trường miền Nam kỳ

vọng có thể đạt được sản lượng 750-800.000 ngàn tấn trong năm 2020 (tương đương SLTT trong H2/2020 đạt khoảng 390-440.000 tấn thép dài). Chúng tôi kỳ vọng cả năm 2020, SLTT thép dài của HPG ở mức 3,1-3,2 triệu tấn.

- **Phôi thép:** Trong H1/2020 HPG đã ký hợp đồng với Kyoei Japan (50.000 tấn/tháng từ tháng 12/2019) và tập đoàn CIEC Hàng Châu (tổng giá trị 120.000 tấn phôi thép, trong tháng 05/2020). Với các giá trị hợp đồng này, cùng sản lượng tiêu thụ nội địa vào khoảng 12.000 tấn/tháng, chúng tôi ước tính sản lượng phôi thép tiêu thụ năm 2020 của HPG có thể lên đến 1,3-1,5 triệu tấn.

Mảng nông nghiệp trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng mảng nông nghiệp sẽ có thể mang về **10.960 tỷ đồng doanh thu**, tương đương mức tăng trưởng **+37% yoy**. Khi diễn biến giá thịt lợn hơi vẫn ở mức cao trong tháng 7 và đầu tháng 8/2020 và kỳ vọng và kỳ vọng giá thịt lợn hơi vẫn giữ ở mức trên 80.000 đồng/kg tại thời điểm cuối 2020.

Mảng bất động sản, chúng tôi ước tính doanh thu mảng BĐS của HPG trong năm 2020 sẽ ở mức **694 tỷ đồng, -57% yoy** chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê 38-43 ha khu công nghiệp (13 ha còn lại KCN Yên Mỹ và khoảng 25-30 ha KCN Hòa Mạc) từ những biên bản thỏa thuận đã ký từ năm 2019.

VỀ LỢI NHUẬN

Đồng thời, chúng tôi ước tính LNST đạt khoảng **9.164 tỷ đồng**, vượt **2%** kế hoạch, **tăng trưởng +21% yoy** dựa trên cơ sở phân ưu đãi thuế TNDN từ KLH Dung Quất và ước tính biên lợi nhuận hoạt động các mảng.

- **Mảng thép:** Trong H2/2020, theo ước tính của chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động mảng thép vẫn có thể giữ ở mức 14-15% ngang bằng với biên lợi nhuận hoạt động trong Q2/2020. Trái với bối cảnh giai đoạn năm 2019-Q1/2020 khu vực Châu Á đang trong tình trạng dư thừa lượng lớn tồn kho thép dài, thời điểm hiện tại giá phôi thép khu vực đã có thể di chuyển cùng chiều so với sự biến động giá nguyên vật liệu đầu vào thời điểm hiện tại cầu thép dài đang tăng nhanh từ Trung Quốc, bên cạnh với giá thép phế hiện nay không ủng hộ hoạt động của sản xuất của các doanh nghiệp lò điện.
- **Mảng nông nghiệp** trong H2/2020, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động mảng nông nghiệp vẫn có thể giữ ở mức 16-18% khi diễn biến giá thịt lợn hơi vẫn ở mức cao trong tháng 7 và đầu tháng 8/2020 và kỳ vọng vẫn giữ ở mức trên 80.000 đồng/kg tại thời điểm cuối 2020.

TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

TRIỂN VỌNG

Trong ngắn và trung hạn lợi thế cạnh tranh lớn về chi phí sản xuất. Bản chất giữa các sản phẩm thép xây dựng không có sự khác biệt, vì vậy giá thành sản xuất đóng vai trò quyết định trong việc hình thành lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp. Trong năm 2019, theo ước tính của chúng tôi, chi phí sản xuất phôi bằng lò cao của HPG chỉ ở mức 9,1 triệu đồng/tấn phôi thấp hơn 10-17% so với chi phí sản xuất phôi của các doanh nghiệp lò điện trong nước. Điều này đã giúp HPG có thể gia tăng áp lực cạnh tranh giá bán lên các đối thủ miền Nam và miền Trung sau khi KLH gang thép Dung Quất vận hành chính thức.

Đồng thời, với thuận lợi ở thời điểm hiện tại Formosa Hà Tĩnh (FHS) chỉ được phép bán tối đa 1,5 triệu tấn phôi thép trong nước, trong khi dự án lò cao của Pomina đang triển khai khá chậm, bên cạnh các rào cản về thuế tự vệ & nhập khẩu với các nhà sản xuất Trung Quốc, Indonesia, Malaysia cản trở hoạt động nhập khẩu từ các quốc gia trong khu vực cho phép HPG chưa gặp nhiều trở ngại trong việc mở rộng thị

phần tại thị trường miền Nam và miền Trung trong những năm tiếp theo.

Trong ngắn và trung hạn, nhu cầu thép HRC nội địa lớn so với nguồn cung trong nước. Trong năm 2019 ước tính tổng nhu cầu thép HRC trong nước trên 15 triệu/tấn (Dựa vào số liệu VSA 10T/2019, VCBS ước tính) Ngoại trừ Formosa với sản lượng tiêu thụ nội địa cả năm 2019 ước tính đạt 3,8 triệu tấn, chỉ đáp ứng khoảng 25% nhu cầu sản xuất trong nước, phần còn lại thép HRC tại Việt Nam đều phải nhập khẩu. Nhằm giảm rủi ro tăng giá nguyên liệu đầu vào do Chính phủ Việt Nam thực thi các chính sách bảo hộ và rủi ro điều tra thương mại và áp thuế, đặc biệt các sản phẩm đầu ra có nguồn gốc phôi từ Trung Quốc khả năng các nhà sản xuất trong nước sẽ đa dạng hóa một phần sản lượng nhập khẩu sang các nhà sản xuất thép HRC nội địa. Vì vậy có thể xem KLH Dung Quất - giai đoạn 2 đang đứng trước cơ hội tiếp cận thị trường trong nước khá lớn.

Trong ngắn, trung và dài hạn, sự ưu đãi thuế thuế TNDN từ KLH gang thép Dung Quất. So với mức thuế TNDN trung bình đang ở mức 14% tại các công ty con mảng thép của HPG đang hoạt động. KLH Dung Quất được hưởng thuế suất TNDN ưu đãi 10% trong 30 năm (2017-2047).

Vì vậy, trong ngắn trung và dài hạn tỷ lệ biên lợi nhuận sau thuế của HPG kỳ vọng sẽ cải thiện tốt khi tỷ trọng doanh thu KLH Dung Quất ngày càng chiếm tỷ trọng đáng kể. Theo ước tính của chúng tôi kể từ 2021 trở đi, khi KLH Dung Quất hoạt động toàn dụng công suất 4 triệu tấn thép, với mức thuế TNDN được hưởng thấp hơn 4% mức bình quân của mảng sản xuất và kinh doanh thép hiện tại, KLH Dung Quất có thể tiết kiệm khoảng 280-340 tỷ đồng tiền thuế mỗi năm, tương đương với mức tăng trưởng +3,1-3,7% kế hoạch LNST năm 2020 (9.000 tỷ đồng).

Triển vọng tăng trưởng dài hạn ngành xây dựng Việt Nam. Nhu cầu xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng trong tương lai dự báo tăng trưởng khả quan khi tỷ lệ dân số đô thị hóa và diện tích sàn bình quân người tại Việt Nam còn khá thấp so với một số quốc gia trong khu vực và các quốc gia phát triển trên thế giới, các hoạt động thu hút dòng vốn FDI cùng với các chính sách hỗ trợ công nghiệp hóa và hiện đại hóa của Chính phủ sẽ tạo động lực thúc đẩy ngành xây dựng công nghiệp. Đặc biệt trong ngắn hạn 2020-2021, hoạt động thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ kỳ vọng sẽ giúp quá trình phát triển và hoàn thiện mảng thép của HPG thuận lợi hơn.

Dư địa tăng trưởng từ mảng Bất động sản. Mặc dù trong ngắn hạn 2020 doanh thu mảng Bất động sản của HPG dự báo sẽ giảm sút rất mạnh. Tuy nhiên trong trung và dài hạn, chúng tôi nhận thấy triển vọng mảng Bất động sản có thể mang lại doanh thu – lợi nhuận – dòng tiền ở mức ổn định như giai đoạn 2018-2019 khi có quỹ đất chưa khai thác lớn và vị trí thuận lợi.

- *Phát triển KCN Phố Nối A mở rộng phần 92,5 ha (Hưng Yên) nâng tổng diện tích KCN Phố Nối lên 686,5 ha, đã có thể cho thuê từ năm 2021.*
- *Phát triển Dự Án Khu Đô Thị Phố Nối giai đoạn 1 & 2 với diện tích 262 ha, tại tỉnh Hưng Yên. Dự án đang được triển khai xây dựng xây dựng, trong đó phân kỳ 1 của dự án dự kiến sẽ ra mắt vào đầu năm 2021.*
- *Phát triển KCN Yên Mỹ II _GD2 tại tỉnh Hưng Yên, đã được cấp giấy chứng nhận đầu tư từ năm 2015, dự kiến có thể cho thuê từ năm 2022.*
- *Ngoài ra, trong kế hoạch của HPG còn có hai dự án KCN số 6 Ân Thi, diện tích 308 ha tại tỉnh Hưng Yên và KCN Yên Mỹ II mở rộng, diện tích 216 ha. Tuy nhiên hai dự án này chỉ mới dừng lại ở bước chuẩn bị thủ tục để được cấp chứng nhận đầu tư.*

RỦI RO

Trong ngắn hạn, rủi ro ngành xây dựng đã tăng trưởng chậm lại trong năm 2021. Chúng tôi quan ngại phân khúc BĐS thương mại sẽ chững lại do chính sách siết chặt dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực BĐS (theo TT 19/2017/TT-NHNN NHNN yêu cầu giảm tỷ lệ cho vay vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 45% xuống còn 40% và nâng hệ số rủi ro cho vay BĐS từ 200% lên 250%), cũng như siết chặt

các quy trình pháp lý cấp phép từ đó đã làm tốc độ nguồn cung các dự án mới ra thị trường có phần kém sôi động hơn. Bên cạnh rủi ro từ dịch cúm Covid-19 sẽ hạn chế hoạt động chi tiêu cá nhân và triển khai các dự án từ các chủ đầu tư trong các năm 2020-2021.

Trong ngắn hạn, rủi ro cạnh tranh từ các quốc gia Indonesia và Malaysia. Nếu các nhà máy công suất lớn tại Indonesia và Malaysia đi vào hoạt động, dự kiến sẽ là 36 triệu tấn (tương đương 36% lượng tiêu thụ tại khu vực Đông Nam Á) trong giai đoạn 2019-2022, từ đó sẽ càng gia tăng áp lực dư cung cho toàn ngành thép Châu Á. Từ đó khiến cho các khó có khả năng cải thiện biên lợi nhuận gộp khi thị trường hồi phục, cũng như giảm giá mạnh khi khu vực rơi vào suy thoái.

Tuy nhiên, Indonesia và Malaysia bản chất cũng không có lợi thế cạnh tranh về việc sản xuất thép, các quốc gia này đều không có lợi thế về mỏ quặng sắt và phải nhập khẩu than cốc giống Việt Nam. Nếu muốn bán sang thị trường Việt Nam, các sản phẩm nhập khẩu phải tốn chi phí vận chuyển 5 USD/tấn phôi và phải bị áp các loại thuế tự vệ và nhập khẩu. Vì vậy, trong trường hợp khả quan nhất, hai quốc gia này cũng chỉ có thể bán thép sang Việt Nam như giá Trung Quốc đang tại thị trường Việt Nam và khả năng tác động suy giảm không đáng kể đến biên lợi nhuận gộp của HPG trong bối cảnh thị trường bình thường.

Trong trung và dài hạn, rủi ro từ việc xóa bỏ thuế tự vệ. Hiện thuế tự vệ bảo vệ cho mảng thép dài trong nước rất lớn, ta đánh thuế 11,3% đến 03/2023 cho phôi và 6,4% cho thép thành phẩm, rủi ro sau năm 2023 ngành thép có thể không còn được bảo hộ.

Việc thuế tự vệ được bãi bỏ sau tháng 3/2023 đồng nghĩa với giá phôi Trung Quốc có thể giảm thêm 6%, để cạnh tranh thì giá bán của HPG cũng áp lực giảm quanh mức 6%. Như vậy, rủi ro lợi nhuận gộp của HPG có thể suy giảm ở mức 6% nếu sau 2023 Việt Nam không còn gia hạn thuế tự vệ.

Trong dài hạn, rủi ro giá thép phế trong dài hạn giảm do nguồn thép phế dự báo gia tăng từ các ngành công nghiệp tại khu vực Châu Á và các quốc gia đang phát triển. Trong bối cảnh kinh tế thế giới ngày càng đẩy mạnh phát triển công nghiệp dự báo nguồn cung thép phế sẽ dồi dào sẽ giúp gia tăng năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất lò điện. Tuy nhiên chúng tôi không quá lo ngại vấn đề này. Nguyên nhân:

- (1) Thép phế và quặng sắt là hai loại hàng hóa thay thế, nếu xét về xu hướng biến động dài hạn giá của hai loại nguyên liệu này có xu hướng biến động cùng chiều, tuy nhiên trong một số giai đoạn ngắn xu hướng này có thể thay đổi, ví dụ như trong năm 2019 giá quặng sắt tăng nhanh do sự sụp đổ Vale làm giá quặng sắt tăng nhanh. Tuy nhiên trong thời điểm này lượng tồn kho thép dài tại khu vực Châu Á đang ở mức cao sau thời gian dài tăng trưởng kinh tế, đặc biệt tại Trung Quốc đang diễn ra tình trạng đóng băng bất động sản. Trong khi đó các dự án thép quy mô lớn tại Malaysia và Indonesia bắt đầu đi vào hoạt động khiến nguồn cung trong khu vực tăng đột biến. Chính các nguyên nhân này có thể đã khiến giá thép phế và giá thép dài tại khu vực Đông Á có xu hướng đi ngang so với biến động tăng nhanh giá quặng sắt năm 2019.
- (2) Trong công nghệ luyện thép lò cao, giai đoạn tinh luyện gang tại lò LF diễn ra quá trình phối trộn giữa nước gang thô từ lò cao và thép phế, tỷ lệ này ở KLH Hải Dương và KLH Dung Quất vào khoảng 10-15% thép phế. Tuy nhiên khi thép phế giảm đến một mức nhất định so với quặng sắt, nhà sản xuất lò cao có thể tăng tỷ trọng thép phế trong phối nước gang tinh luyện sẽ giúp rút ngắn thời gian sản xuất và tiết kiệm chi phí sản xuất hơn.

Các rủi ro biến động giá nguyên vật liệu và tỷ giá.

ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HPG với giá mục tiêu **32.600 đồng/CP**, **upside +35%** so với giá trị thị trường ngày 11.08.2020, theo phương pháp định giá DCF.

- Dựa trên các phân tích về lợi thế cạnh tranh và triển vọng dài hạn
- Dòng tiền lũy kế trong BCTC Q2/2020 của HPG thể hiện dấu hiệu tích cực, báo hiệu sự tăng trưởng dòng tiền tự do tích cực
- Và các cơ sở giá định dự phóng sau đây.

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		Giai đoạn tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	3,70%	D/E mục tiêu	48%
Beta (U)	0,68	Ke mục tiêu	14,00%
Equity risk premium (ERP)	10,95%	WACC mục tiêu	10,77%
SLCP hiện tại (triệu CP)	3.313,29	Thuế suất tại năm cuối dự phóng	20%
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	3.313,29	Tăng trưởng dài hạn	0%

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	Proj				
	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23
TÀI SẢN					
Tiền & tương đương tiền	4.565	5.662	12.982	26.519	41.657
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.374	4.668	4.668	4.668	4.668
Khoản phải thu ngắn hạn	3.575	4.291	4.948	5.393	5.505
Hàng tồn kho	19.412	21.450	24.185	17.802	17.334
TSNH khác	1.546	1.917	2.198	2.454	2.477
Tài sản ngắn hạn	30.472	37.988	48.981	56.836	71.641
Các khoản phải thu dài hạn	28	34	39	44	44
TSCĐ cố định	30.974	49.516	61.647	61.150	60.611
TSCĐ vô hình	269	250	231	230	229
TSCĐ thuê tài chính	0	0	0	0	0
BDS đầu tư	577	726	1.042	1.373	1.382
TSDĐ dài hạn	37.441	22.841	9.913	9.498	9.398
Đầu tư công ty con, LDLK	26	33	33	33	33
TSDH khác	2.004	1.974	2.263	2.527	2.551
Tài sản dài hạn	71.319	75.374	75.169	74.854	74.248
TỔNG TÀI SẢN	101.791	113.361	124.150	131.691	145.889
NỢ PHẢI TRẢ	0	0	0	0	0
Nợ vay ngắn hạn	16.838	23.385	23.072	16.448	16.316
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	409	507	581	649	655
Phải trả người bán ngắn hạn	6.178	8.685	9.959	11.117	11.223
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	27	0	0	0	0
Phải trả ngắn hạn khác	3.546	3.657	4.194	4.682	4.726
Nợ phải trả ngắn hạn	26.998	36.234	37.807	32.896	32.920
Phải trả người bán dài hạn	6.652	3.527	4.044	4.514	4.557
Nợ vay dài hạn	19.842	16.514	12.385	8.257	4.128
Trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	3	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	507	629	721	805	813
Nợ phải trả dài hạn	27.005	20.669	17.151	13.576	9.499
Nợ phải trả	54.003	56.903	54.957	46.472	42.419
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ					
Lợi ích cổ đông thiểu số	183	268	393	550	729
VỐN CHỦ SỞ HỮU					
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Cổ phiếu thường	27.611	27.611	27.611	27.611	27.611
Thặng dư vốn cổ phần	3.212	3.212	3.212	3.212	3.212
LN giữ lại	15.858	24.444	37.053	52.922	70.994
Quỹ khác thuộc CSH	924	924	924	924	924
Vốn chủ sở hữu	47.605	56.190	68.799	84.668	102.741
TỔNG NGUỒN VỐN	101.791	113.361	124.150	131.691	145.889

VCBS dự phòng

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	Dec-19	Proj	Proj	Proj	Proj
		Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23
Doanh thu	63.658	78.954	90.539	101.064	102.028
Giá vốn hàng bán	52.473	65.092	72.042	79.399	79.085
LN gộp	11.185	13.862	18.497	21.665	22.943
Biên LNG	17,6%	17,6%	20,4%	21,4%	22,5%
Chi phí bán hàng & QLDN	1.442	1.789	2.051	2.290	2.312
Doanh thu tài chính	471	317	595	1.314	2.300
Chi phí tài chính	1.182	2.027	1.810	1.544	1.169
<i>Trong đó: CP lãi vay</i>	937	2.024	1.774	1.504	1.129
Lãi/lỗ trong công ty LDLK	-1	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	66	50	50	50	50
LNTT	9.097	10.413	15.281	19.196	21.812
Thuế TNDN	1.518	1.250	1.834	2.304	2.617
LNST	7.578	9.164	13.447	16.893	19.195
Biên LNST	11,9%	11,6%	14,9%	16,7%	18,8%

VCBS dự phòng

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	Dec-19	Proj	Proj	Proj	Proj
		Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23
Lợi nhuận trước thuế	9.097	10.413	15.281	19.196	21.812
	0	0	0	0	0
Điều chỉnh:	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Khấu hao	2.638	4.509	6.042	6.568	7.115
Các khoản dự phòng	-6	0	0	0	0
(Lãi) lỗ tỷ giá chưa thực hiện	9	0	0	0	0
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư	-421	-364	-610	-1.325	-2.310
CP lãi vay	937	2.024	1.774	1.504	1.129
LN hoạt động trước thay đổi VLD	12.254	16.583	22.487	25.944	27.746
(Tăng) giảm khoản phải thu	-131	-1.064	-1.232	-969	-160
(Tăng) giảm hàng tồn kho	-5.132	-2.038	-2.735	6.383	469
Tăng (giảm) Khoản phải trả	4.130	-318	2.495	2.267	208
(Tăng) giảm CP trả trước	-10	0	0	0	0
Lãi vay đã trả	-867	-2.024	-1.774	-1.504	-1.129
Thuế đã trả	-1.551	-1.250	-1.834	-2.304	-2.617
Chi khác cho HĐKD	-339	0	0	0	0
Thu khác từ HĐKD	0	0	0	0	0
Chứng khoán kinh doanh	0	0	0	0	0
CFO	8.354	9.395	16.694	28.950	23.572
Thu thanh lý (chi mua sắm, đầu tư) TSCĐ	-21.600	-8.581	-5.543	-5.986	-6.484
Lãi (lỗ) thanh lý TSCĐ	0	50	50	50	50
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	517	314	560	1.275	2.260
(Tăng) giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	2.385	-3.293	0	0	0
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty khác	0	-7	0	0	0
CFI	-18.698	-11.517	-4.933	-4.661	-4.174
Tăng (giảm) vay ròng	12.406	3.219	-4.441	-10.752	-4.261
Tăng (giảm) trái phiếu chuyển đổi	0	0	0	0	0
Chi trả cổ tức	-13	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn góp CSH	0	0	0	0	0
CFF	12.393	3.219	-4.441	-10.752	-4.261
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	2.049	1.097	7.320	13.537	15.138
Số dư Tiền đầu năm	2.516	4.565	5.662	12.982	26.519
Ảnh hưởng ngoại tệ	0	0	0	0	0
Số dư Tiền cuối năm	4.565	5.662	12.982	26.519	41.657

VCBS dự phòng

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Kỳ Anh

Chuyên viên Phân tích

tkanh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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