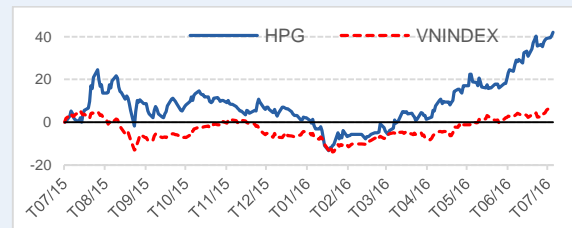


Ngày báo cáo:	18/07/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	42.300VND	Tăng trưởng DT	7,6%	17,0%	16,4%
Giá mục tiêu:	46.500VND	Tăng trưởng EPS	33,0%	35,2%	36,8%
Giá mục tiêu trước đây:	37.300VND	Biên LN gộp	20,3%	20,0%	22,9%
		Biên LN ròng	16,0%	17,0%	19,8%
TL tăng:	+9,9%	EPS (VND)	4.517	6.108	8.359
Lợi suất cổ tức:	4,8%	Cổ tức/CP (VND)	738	1.500	1.500
Tổng mức sinh lời:	+14,8%	P/E	9,4x	6,9x	5,1x



Ngành:	Sản xuất thép	<u>HPG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	1,4 tỷ USD	P/E (trượt)	9,4x	10,4x
Room KN:	110 triệu USD	P/B (hiện tại)	2,1x	1,2x
GTGD/ngày (30n):	6,5 triệu USD	Nợ ròng/CSH	47,4x	66,1x
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	26,4%	10,6%
SL cổ phiếu lưu hành	732,8 triệu	ROA	14,6%	6,9%
Pha loãng	732,8 triệu			2,4%

HPG là nhà sản xuất thép lớn thứ hai Việt Nam, sau Tổng Công ty Thép Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty là thép dài dùng trong xây dựng và ống thép. Ngoài ra, công ty còn tham gia vào các lĩnh vực kinh doanh khác như nội thất và điện lạnh, máy móc xây dựng, BĐS và thức ăn chăn nuôi. Thị trường chính của công ty là miền Bắc và hiện đang mở rộng vào miền Trung và miền Nam. Hiện HPG có thị phần thép xây dựng lớn thứ hai với 20,46%.

\* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh.

Lý Thị Mỹ Dung  
Chuyên viên

## Giá thép được bảo vệ trong bốn năm giúp cân bằng thị trường thép

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 25% lên 46.500 đồng và điều chỉnh tăng khuyến nghị lên KHẢ QUAN để phản ánh giá bán tích cực hơn nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ của Chính phủ đối với các nhà sản xuất thép trong nước thông qua Quyết định số 2968/QĐ-BCT ngày 18/07/2016.

**Quyết định cuối cùng về thuế chống bán phá giá tạo ra chu kỳ bảo vệ 4 năm đối với thép dài.** Ngày 18/07/2016, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định Số 2968/QĐ-BCT nhằm áp thuế chống bán phá giá cho phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam sau hơn 3 tháng điều tra. Quyết định này có hiệu lực từ ngày 02/08/2016 và sẽ áp dụng trong thời gian 4 năm tính từ ngày quyết định tạm thời có hiệu lực (22/03/2016).

Mức thuế chống bán phá giá cho phôi thép là 23,3% trong năm đầu, giảm 2% mỗi năm sau đó đạt 17,3% trong năm 2019. Sau ngày 22/03/2020, mức thuế sẽ được điều chỉnh lại về mức 0%. Đối với thép dài, mức thuế bổ sung được áp dụng kể từ ngày có hiệu lực chính thức là 15,4% (cao hơn 1% so với quyết định tạm thời), giảm 1-2% trong vòng 4 năm tới để đạt 10,9% trong năm 2019 và điều chỉnh về mức 0% sau ngày 22/03/2020.

**Quyết định này sẽ giúp các nhà sản xuất thép có quy trình sản xuất khép kín như HPG hưởng lợi, nhưng ít thuận lợi hơn cho các công ty khác trong ngành.** Tuy vấp phải sự phản đối của một số công ty sản xuất thép sử dụng phôi thép nhập khẩu làm nguyên liệu, và được Bộ Công Thương ủng hộ với lý do “lợi ích chung” của ngành, quyết định này rõ ràng có lợi cho các doanh nghiệp có quy trình sản xuất khép kín như HPG, không gây tác động nào đối với các doanh nghiệp sử dụng thép vụn, và bất lợi đối với các doanh nghiệp sử dụng phôi thép. Quyết định cuối cùng này nhằm mục đích bảo vệ ngành thép Việt Nam trước tình trạng thép nhập khẩu gia tăng, đặc biệt từ Trung Quốc, và do đó, dự kiến sẽ hỗ trợ giá bán và sản lượng bán ra của các công ty thép trong nước phục hồi bằng cách giảm bớt cạnh tranh từ thép Trung Quốc.

**Mức thuế áp dụng cho thép dài tương ứng với mức thuế tạm thời áp dụng tại Châu Âu trong năm 2016.** Mức thuế chống bán phá giá dành cho thép dài tại Việt Nam xấp xỉ với tại Châu Âu. Tại khu vực này, thuế dành cho thép dài dành cho xây dựng nhập khẩu từ Trung Quốc là 13% kể từ tháng 01/2016.

**Giá bán trung bình của HPG từ tháng 03/2016 đã gia tăng, sau đó giảm trở lại, nhưng chúng tôi cho rằng giá bán trung bình sẽ ở mức 11 triệu đồng/tấn trong dài hạn.** Giá bán trung bình

của HPG ban đầu tăng 7% trong tháng 05/2016 so với tháng 03/2016, nhưng sau đó giảm xuống và chỉ còn cao hơn 1%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chi phí phôi thép tăng đều đặn trong bối cảnh thị trường xây dựng tích cực sẽ khiến giá bán trung bình không thể tăng ngay. Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giá bán trung bình lên 10 triệu đồng/tấn cho năm 2016 và dự báo giá bán thép sẽ ổn định tại mức 11 triệu đồng/tấn từ 2017 đến 2020.

**Khối lượng hàng bán mạnh mẽ sẽ là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của HPG.**

Trong 6 tháng đầu năm 2016, HPG đã ghi nhận sản lượng bán ra đầy ấn tượng 785.000 tấn, tăng 16,3% so với 6 tháng đầu năm 2015, nhưng thấp hơn so với tỷ lệ tăng trưởng của toàn ngành là 25%. Tuy nhiên, trong Quý 2/2016, sản lượng bán ra của HPG đạt 385.000 tấn, xấp xỉ Quý 2/2015 và không chênh lệch nhiều so với tăng trưởng toàn ngành 2% cùng kỳ năm ngoái vì bắt đầu vào mùa mưa. Quý 1/2016 tiêu thụ thép có tốc độ tăng trưởng cao chủ yếu do đầu cơ của giới kinh doanh thép cho rằng giá bán trung bình sẽ tăng sau khi áp dụng quyết định tạm thời. Tuy khó có thể so sánh với thị trường chung vì tác động của nhập khẩu, HPG vẫn đạt kết quả tốt so với các doanh nghiệp khác thuộc Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) và thị phần tăng từ 19,5% trong Quý 1 lên 20,5% trong Quý 2.

Đối với năm 2016, chúng tôi giữ giả định sản lượng thép xây dựng bán ra của HPG sẽ tăng 25%, cao hơn so với dự báo mức tăng trưởng toàn ngành 15% nhờ nhu cầu tiêu thụ trong nước mạnh trong bối cảnh thị trường BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn tiếp tục khả quan.

Tốc độ tăng trưởng này dự báo sẽ duy trì tại mức 10% trong năm 2017, sau đó tăng đều đặn 5% trong 5 năm tới vì HPG sẽ hoạt động với 96,8% công suất thép xây dựng năm 2017, và do đó sản lượng bán ra sẽ tăng trưởng chậm hơn do công suất bị hạn chế. Vì vậy, HPG phải thực sự xem xét việc mở rộng hoạt động thép xây dựng.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Thị Mỹ Dung, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 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.

## CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105  
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

#### Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

#### Vĩ mô

Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

### Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

#### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

### BDS và Xây dựng

#### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

### Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

#### Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

### Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

### Khách hàng cá nhân

#### Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Nguyễn Thảo Vy, CV ext 147  
Nguyễn Đắc Phú Thành CV ext 194

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
michel.tosto@vcsc.com.vn

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 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.