

**Việt Nam**
**MUA** (trước đó **NẮM GIỮ**)

Consensus ratings\*: Mua 5 Giữ 2 Bán 0

Giá hiện tại:	VND23.450
Giá mục tiêu:	VND26.139
Giá mục tiêu cũ:	VND26.900
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	11,5%
CGS-CIMB / Consensus:	-7,1%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG VN
Thị giá vốn:	US\$2.790tr
	VND64.747.188tr
GTGD bình quân:	US\$4,98tr
	VND115.913tr
SLCP đang lưu hành:	2.761tr
Free float:	59,7%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Điều chỉnh giảm 10,3-15,8% dự phóng doanh thu 2019-21.
- Điều chỉnh giảm 3,9-6,2% dự phóng EPS 2019-21.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	7,1	-4,9	-20,4
Tương đối (%)	8,1	-5,7	-19,2

**Cổ đông chính**

	% năm giữ
Trần Đình Long	25,4
Dragon Capital	7,7
Vũ Thị Hiền	7,3

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Thị Hà My**

T (84) 96 681 1636

E my.tranha@vndirect.com.vn

# Tập đoàn Hòa Phát

## Lạc quan về triển vọng 2020-21

- Chúng tôi cho rằng thị phần của HPG tiếp tục tăng sau khi đẩy mạnh dự án Khu Liên hợp Gang thép Dung Quất mặc dù nhu cầu về thép tăng chậm lại.
- Lợi nhuận kỳ vọng phục hồi trong 2020-21 do giá quặng sắt giảm và triển vọng tích cực của dự án Dung Quất.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua với giá mục tiêu 26.139 đồng/cp.

**Mở rộng thị phần trong bối cảnh nhu cầu giảm tốc**

Trong 6T2019, thị phần của HPG về thép xây dựng tăng từ 23,8% trong năm 2018 lên mức 25,1%. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu sau khi đẩy mạnh Khu liên hợp Gang thép Dung Quất dựa trên những lợi thế vượt trội trong ngành thép Việt Nam bao gồm tính hiệu quả trong giá thành sản xuất, thương hiệu uy tín và hệ thống phân phối rộng lớn.

**KQKD 6T2019 kém tích cực do giá thép giảm và giá quặng sắt tăng**

Trong 6T2019, HPG ghi nhận doanh thu tăng 10,3% sv cùng kỳ nhưng lợi nhuận ròng giảm 12,8% sv cùng kỳ. Doanh thu thấp hơn dự báo của chúng tôi do tăng trưởng sản lượng thấp hơn kỳ vọng nhưng lợi nhuận tương đối phù hợp với dự phóng. Tăng trưởng trong doanh thu chủ yếu nhờ mức tăng 22% sv cùng kỳ đến từ sản lượng bán hàng trong khi giá thép xây dựng của HPG giảm 6,5% sv cùng kỳ. Trong khi đó, biên LNG 6T2019 lại giảm xuống mức 18,8% (-2,7 điểm % so với 6T2018) do giá quặng sắt tăng.

**Triển vọng nửa cuối năm 2019 kém khả quan do giá quặng sắt tăng**

Theo chúng tôi, sự sụt giảm biên LNG trong 6T2019 chưa phản ánh đầy đủ mức tăng giá quặng sắt. Vì vậy, chúng tôi dự báo biên LNG của HPG sẽ tiếp tục giảm trong nửa cuối 2019 do HPG gặp khó khăn trong việc chuyển chi phí sản xuất gia tăng sang khách hàng trong bối cảnh muốn đẩy mạnh sản lượng giai đoạn 1 của dự án thép Dung Quất.

**Chúng tôi kỳ vọng KQKD tích cực hơn trong giai đoạn 2020-21**

Mặc dù lợi nhuận được dự phóng suy giảm trong năm 2019, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn vẫn tích cực vì 1) thị phần tiếp tục mở rộng ở thị trường nội địa; 2) chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt giảm xuống mức hợp lý hơn trong các năm sau; và 3) biên lợi nhuận của HPG sẽ cải thiện sau khi dự án Dung Quất giai đoạn 2 đi vào hoạt động. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của HPG đạt tăng trưởng kép 14,4% trong giai đoạn 2020-21.

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 26.139 đồng/cp**

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Nắm giữ lên Mua với giá mục tiêu 26.139 đồng/cp, dựa trên sự kết hợp hai phương pháp sau với tỷ trọng bằng nhau 1) P/E dự phóng 7,2x áp dụng cho EPS bình quân 2019-20, và 2) mô hình định giá DCF 10 năm. Giá mục tiêu giảm nhẹ so với trước đó do điều chỉnh giảm giá định sản lượng bán hàng, dẫn đến sự sụt giảm nhẹ trong EPS dự phóng 2010-21. Rủi ro gồm: 1) giá quặng sắt tiếp tục tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của HPG; 2) nhu cầu về thép tăng chậm hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	46.162	55.836	62.657	68.516	73.782
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	11.417	12.524	12.688	15.923	18.618
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7.826	8.392	7.087	7.605	9.444
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.834	3.039	2.567	2.754	3.420
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	29,6%	7,2%	-15,5%	7,3%	24,2%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	7,92	7,39	8,75	8,15	6,56
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1,4	2,1	0,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	0,01%	0,01%	0,00%	2,13%	2,13%
EV/EBITDA (lần)	5,57	6,62	7,96	5,98	4,49
P/FCFE	NA	NA	210,7	23,8	57,9
Tỷ lệ đòn bẩy ròng	-3,8%	44,5%	74,8%	54,8%	29,1%
PIB (lần)	2,01	1,60	1,34	1,17	1,01
ROE	30,1%	23,1%	16,0%	14,7%	15,9%
Thay đổi ước tính EPS cốt lõi (%)			-3,9%	-6,2%	-3,9%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			0,81	0,76	0,80

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Kỳ vọng sự phục hồi lợi nhuận trong năm 2020-21

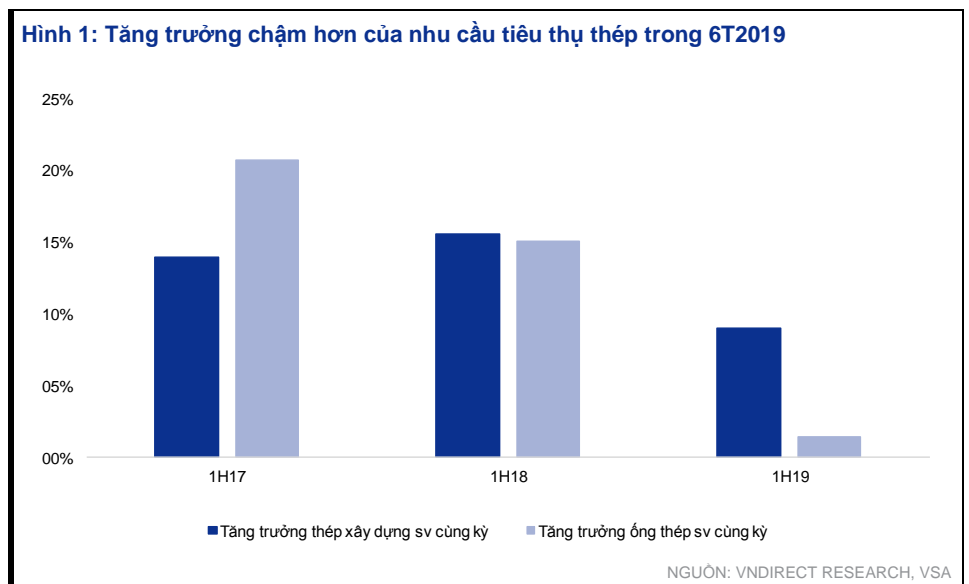
### Mở rộng thị phần trong bối cảnh tăng trưởng tiêu thụ thép chậm lại

#### Nhu cầu tiêu thụ thép chững lại trong 6T2019 >

Số liệu từ Hiệp hội thép Việt Nam cho thấy sự suy yếu của nhu cầu tiêu thụ thép trong nửa đầu năm 2019, cụ thể, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 5,4 triệu tấn (+9,0% sv cùng kỳ, thấp hơn mức tăng trưởng 15,6% trong 6T2018). Đồng thời, sản lượng tiêu thụ ống thép cũng chỉ đạt 1,2 triệu tấn, tăng 1,4% sv cùng kỳ và thấp hơn mức tăng trưởng 15,1% trong 6T2018.

Tiêu thụ thép tăng chậm lại đến từ hai nguyên nhân chính: 1) sự chững lại của nguồn cung trên thị trường bất động sản do thắt chặt các quy định về cấp phép dự án và vốn tài trợ cho các dự án bất động sản; 2) giải ngân vốn đầu tư công chậm trong nửa đầu năm 2019. Điều này khiến cho hoạt động xây dựng trở nên trầm lắng và tác động tiêu cực đến triển vọng tiêu thụ thép. Chúng tôi cho rằng những vấn đề ảnh hưởng đến thị trường bất động sản khó có thể giải quyết trong ngắn hạn, do đó triển vọng tiêu thụ thép cũng không khả quan được như con số tăng trưởng của các năm trước, đồng thời các nhà sản xuất thép cũng sẽ đối mặt với cạnh tranh cao hơn khi nhu cầu tiêu thụ tăng chậm lại.

**Hình 1: Tăng trưởng chậm hơn của nhu cầu tiêu thụ thép trong 6T2019**



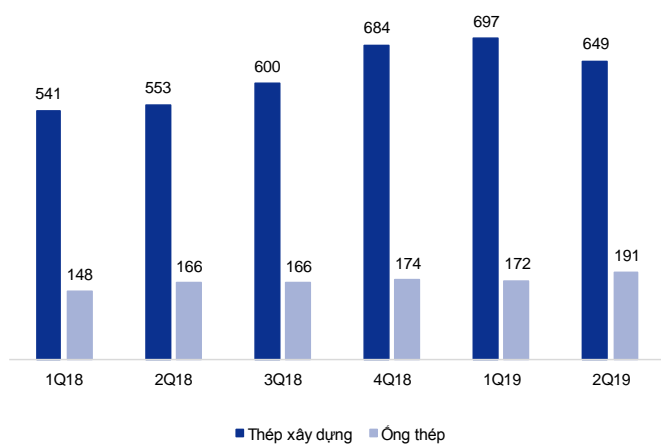
#### HPG tiếp tục nâng cao thị phần >

Trong Q2/2019, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG tiếp tục tăng 17,3% sv cùng kỳ do doanh nghiệp tích cực đẩy mạnh bán hàng ở khu vực miền Trung và miền Nam cũng như thị trường xuất khẩu. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng tiêu thụ của HPG ở khu vực miền Trung và miền Nam lần lượt tăng 72,3% và 230,5% sv cùng kỳ trong khi sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 139,5% sv cùng kỳ trong Q2/2019.

Trong 6T2019, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép của HPG lần lượt đạt 1,35 triệu tấn (+22,9% sv cùng kỳ) và 0,36 triệu tấn (+15,6% sv cùng kỳ). Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi về vị thế dẫn đầu của HPG giúp công ty đạt được mức tăng trưởng cao hơn tăng trưởng tiêu thụ toàn ngành của thép xây dựng và ống thép ở mức 9,0% và 1,4% sv cùng kỳ trong 6T2019.

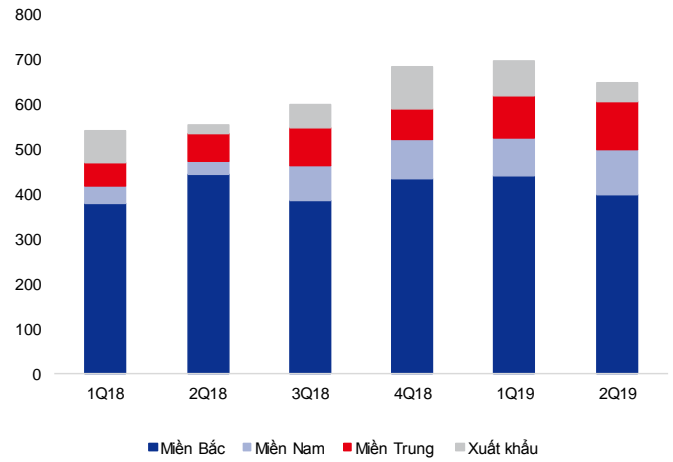
Vì vậy, thị phần của HPG về thép xây dựng tăng từ 23,8% trong năm 2018 lên mức 25,1% trong 6T2019. Ngoài ra, theo VSA, thị phần về ống thép cũng tăng từ 27,5% lên 30,3% trong 6T2019.

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ của HPG (nghìn tấn)



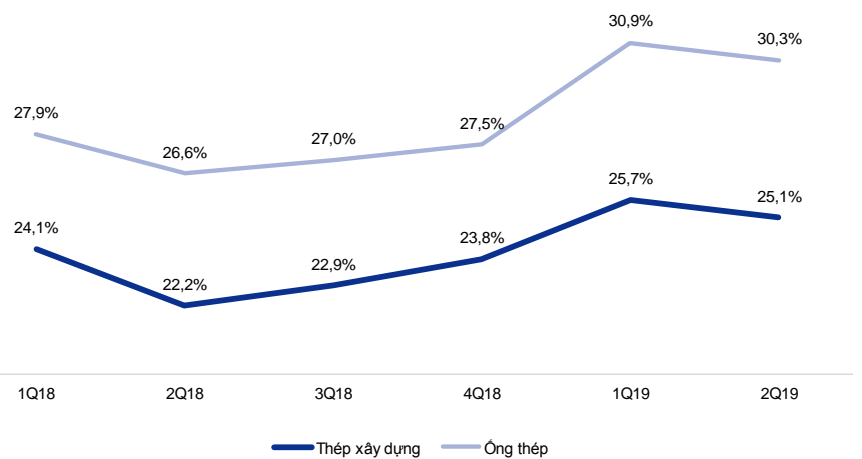
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 3: Sản lượng thép xây dựng của HPG theo khu vực (nghìn tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 4: Thị phần của HPG theo sản phẩm



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

## KQKD Q2/2019: tăng trưởng doanh thu thấp, lợi nhuận cải thiện so với quý trước

Hình 5: Tóm tắt KQKD

Năm tài chính (tỷ đồng)	Q2/2019	Q2/2018	Tăng trưởng sv cùng kỳ	Q1/2019	Tăng trưởng sv quý trước	6T2019	6T2018	Tăng trưởng sv cùng kỳ	% sv dự phòng 2019
Doanh thu	15.097	14.261	5,9%	14.963	0,9%	30.061	27.262	10,3%	48,0%
Thép	11.636	11.736	-0,9%	11.964	-2,7%	23.599	22.610	4,4%	
SX công nghiệp	998	923	8,0%	809	23,3%	1.807	1.575	14,7%	
Nông nghiệp	1.809	1.196	51,3%	1.753	3,2%	3.562	2.011	77,1%	
Bất động sản	656	406	61,6%	437	50,0%	1.093	1.066	2,5%	
Lợi nhuận gộp	3.027	2.881	5,1%	2.621	15,5%	5.648	5.847	-3,4%	
Biên LNG (%)	20,0%	20,2%	-0,2% pts	17,5%	2,5% pts	18,8%	21,4%	-2,7% pts	50,9%
Chi phí q.ly và bán hàng	375	221	69,9%	314	19,4%	690	479	43,9%	47,9%
LN từ HĐ kinh doanh	2.652	2.660	-0,3%	2.707	-2,1%	4.958	5.368	-7,6%	51,3%
Chi phí lãi vay	215	135	59,3%	185	16,3%	401	253	58,2%	33,6%
LN trước thuế	2.480	2.577	-3,8%	2.171	14,2%	4.651	5.186	-10,3%	54,2%
LN sau thuế	2.050	2.202	-6,9%	1.810	13,2%	3.860	4.425	-12,8%	52,9%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, HPG

## Tăng trưởng doanh thu thấp vì giá thép giảm >

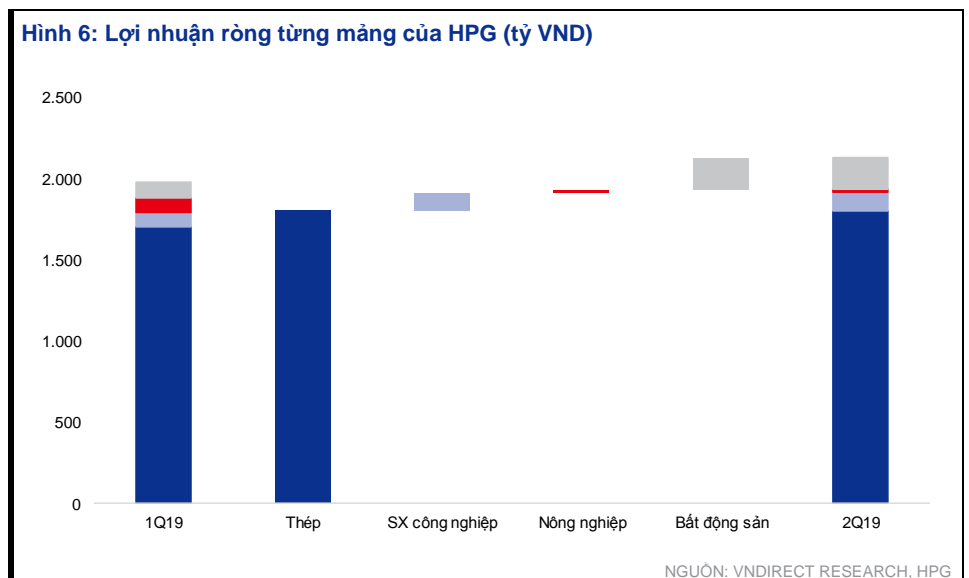
Trong Q2/2019, HPG ghi nhận doanh thu thuần đạt 15.097 tỷ đồng (+5,9% sv cùng kỳ và +0,9% sv quý trước). Tuy nhiên, doanh thu mảng kinh doanh cốt lõi (thép xây dựng) lại giảm 0,9% sv cùng kỳ do giá thép giảm 7,2% sv Q2/2018 mặc dù sản lượng tiêu thụ tăng 16,8%.

Tăng trưởng doanh thu Q2/2019 chủ yếu được đóng góp bởi tăng trưởng của mảng nông nghiệp và bất động sản. Doanh thu hai mảng này lần lượt tăng 51,3% và 61,6% sv cùng kỳ nhờ sự cải thiện của mảng sản xuất thức ăn chăn nuôi và tỷ trọng đóng góp của mảng bất động sản khu công nghiệp gia tăng.

## Biên lợi nhuận gộp Q2/2019 phục hồi mặc dù giá quặng sắt tăng >

Biên lợi nhuận gộp (LNG) Q2/2019 của HPG tăng lên 20,0% so với mức 17,5% trong Q1/2019. Ban lãnh đạo cho biết doanh nghiệp vẫn còn quặng sắt tồn kho giá rẻ trong Q2/2019 nên ảnh hưởng từ giá quặng sắt tăng mạnh vẫn chưa được phản ánh vào KQKD quý này.

Trong Q2/2019, lợi nhuận ròng của HPG đạt 2.050 tỷ đồng (-6,9% sv cùng kỳ nhưng +13,2% sv quý trước). Mặc dù lợi nhuận Q2/2019 của HPG phục hồi so với quý trước, lợi nhuận ròng mảng thép xây dựng chỉ tăng 5,6% so với quý trước. Trong khi đó, mảng sản xuất công nghiệp và bất động sản ghi nhận lợi nhuận ròng tăng mạnh trong Q2/2019, lần lượt tăng trưởng 31,7% và +99,4% sv quý trước.



## Triển vọng kém khả quan trong nửa cuối năm 2019

Do nhu cầu thép trong nước giảm tốc nên ban lãnh đạo cho biết sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2019 dự kiến đạt 2,8-3,0 triệu tấn, thấp hơn so với mục tiêu 3,0-3,5 triệu tấn vào đầu năm. Với khả năng đẩy mạnh bán hàng để giành thị phần từ các đối thủ cạnh tranh của HPG, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ đạt 2,84 triệu tấn trong năm 2019 (+19,4% sv cùng kỳ). Tổng sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 3,7 triệu tấn trong năm 2019 (+17,1% sv cùng kỳ).

Chúng tôi nhận thấy giá thép trong nước ở mức thấp trong 6T2019 do các nhà sản xuất thép không thể chuyển phần chi phí tăng từ giá quặng sắt sang giá thép. Trong nửa đầu năm 2019, giá bán thép xây dựng của HPG giảm 6,5% sv cùng kỳ. Do đó, chúng tôi cho rằng sự cải thiện biên lợi nhuận của mảng sản xuất thép trong Q2/2019 là không bền vững và biên LNG của HPG dự kiến sẽ giảm trong nửa cuối năm nay do tăng trưởng nhu cầu thép chậm lại trong bối cảnh chi phí nguyên liệu gia tăng. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của HPG trong nửa cuối năm 2019 đạt mức 16,7% (-2,1 điểm % so với 6T2019) với

giả định giá quặng sắt ở mức 90 USD/tấn và giá bán vẫn duy trì ở mức hiện tại cho đến cuối năm nay.

Chúng tôi cho rằng HPG khó có thể hoàn thành mục tiêu doanh thu 70.000 tỷ đồng trong năm nay do giá thép giảm và sản lượng tiêu thụ tăng chậm hơn dự báo. Doanh thu năm 2019 ước tính đạt 62.657 tỷ đồng (+12,2% sv cùng kỳ) và LNST đạt 7.270 tỷ đồng (-15,2% sv cùng kỳ) vì giá quặng sắt tăng và chi phí lãi vay cao hơn sau khi dự án Dung Quất giai đoạn 1 đi vào hoạt động.

**Hình 7: Thay đổi trong dự phóng sản lượng**

Sản lượng (nghìn tấn)	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			Chênh lệch giữa dự phóng mới và cũ			Ghi chú
	FY19F	FY20F	FY21F	FY19F	FY20F	FY21F	FY19F	FY20F	FY21F	
Thép xây dựng	3.508	3.841	3.941	2.841	3.241	3.441	-19,0%	-15,6%	-12,7%	Chúng tôi điều chỉnh giả định sản lượng của HPG do dự án Dung Quất đi vào vận hành chậm hơn chúng tôi kỳ vọng và nhu cầu tiêu thụ thép tăng chậm lại.
Nhà máy hiện hữu	2.241	2.241	2.241	2.241	2.241	2.241	0,0%	0,0%	0,0%	
Dung Quất giai đoạn 1	1.267	1.600	1.700	600	1.000	1.200	-52,6%	-37,5%	-29,4%	
Ông thép	719	791	870	719	791	870	0,0%	0,0%	0,0%	Chúng tôi kỳ vọng HPG tiếp tục nâng thị phần ống thép, không thay đổi dự phóng về sản lượng.
Tôn mạ	160	200	200	151	158	166	-5,8%	-20,9%	-16,9%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng bán hàng tôn mạ do áp lực cạnh tranh gay gắt trên thị trường đối với sản phẩm này.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Thay đổi trong dự phóng (đv: tỷ đồng)**

	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			Chênh lệch giữa dự phóng mới và cũ			Ghi chú
	FY19F	FY20F	FY21F	FY19F	FY20F	FY21F	FY19F	FY20F	FY21F	
Doanh thu	69.886	79.143	87.626	62.657	68.516	73.782	-10,3%	-13,4%	-15,8%	Doanh thu giảm do điều chỉnh giảm sản lượng bán hàng.
Lợi nhuận gộp	12.393	12.857	14.876	11.097	12.498	14.589	-10,5%	-2,8%	-1,9%	Lợi nhuận gộp giảm chủ yếu do sự sụt giảm trong doanh thu.
Lợi nhuận trước thuế	8.934	9.823	11.897	8.585	9.209	11.428	-3,9%	-6,2%	-3,9%	
Lợi nhuận sau thuế	7.565	8.319	10.077	7.270	7.800	9.686	-3,9%	-6,2%	-3,9%	
SLCPDLH (tr. cp)	2.761	2.761	2.761	2.761	2.761	2.761	0,0%	0,0%	0,0%	
EPS (đồng)	2.671	2.937	3.558	2.567	2.754	3.420	-3,9%	-6,2%	-3,9%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Phân tích độ nhạy của chúng tôi trong Hình 9 cho thấy diễn biến lợi nhuận của HPG theo giá quặng sắt và giá thép trong nước. Với giả định giá thép trong nước giữ nguyên, nếu giá quặng sắt tăng 10 US\$ so với kịch bản cơ sở của chúng tôi thì dự phóng lợi nhuận ròng năm 2019 sẽ giảm khoảng 10%.

**Hình 9: Ảnh hưởng của thay đổi giá thép và giá quặng sắt lên lợi nhuận ròng năm 2019 của HPG**

Giá thép (đồng/kg)	Giá quặng sắt (\$/tấn)						
	60	70	80	90	100	110	120
	11.200	8.651	7.902	7.154	6.405	5.657	4.908
11.300	8.939	8.190	7.442	6.693	5.945	5.196	4.448
11.500	9.227	8.479	7.730	6.982	6.233	5.484	4.736
11.600	9.515	8.767	8.018	7.270	6.521	5.773	5.024
11.700	9.804	9.055	8.306	7.558	6.809	6.061	5.312
11.800	10.092	9.343	8.595	7.846	7.097	6.349	5.600
12.000	10.380	9.631	8.883	8.134	7.386	6.637	5.888

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

## Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận phục hồi trong 2020-21

### Dự án Khu liên hợp Gang thép Dung Quất: duy trì quan điểm về triển vọng tích cực ➤

Tính đến cuối tháng 6/2019, HPG đã đầu tư 45.000 tỷ đồng (~1,9 tỷ USD) vào dự án Khu liên hợp Gang thép Dung Quất. Theo HPG, giai đoạn đầu của dự án này với 2,0 triệu tấn thép xây dựng đã chạy thử nghiệm vào tháng 7/2019. Trong khi đó, doanh nghiệp dự kiến sẽ hoàn thành giai đoạn 2 với 2,0 triệu tấn thép cán nóng vào tháng 3/2020.

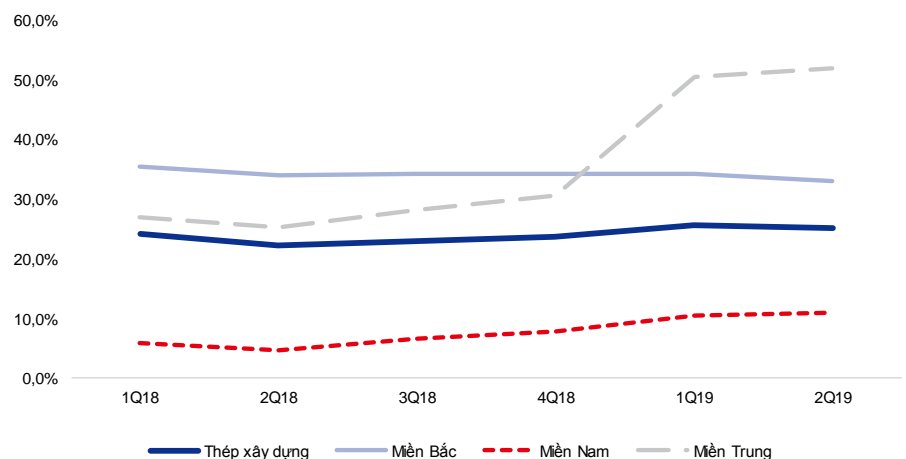
Việc bổ sung công suất lớn trong bối cảnh thị trường giảm tốc là thách thức đối với HPG. Theo ban lãnh đạo, chiến lược của doanh nghiệp sẽ là chiếm lĩnh thị trường miền Nam bằng cách mở rộng hệ thống phân phối để đảm bảo chất lượng sản phẩm và giao hàng kịp thời cho khách hàng. Trong 6T2019, thị phần của HPG tại miền Nam tăng từ 7,8% lên 10,9% (+3,1 điểm %). Trong khi đó, doanh nghiệp đã nhanh chóng chiếm lĩnh thị trường miền Trung sau khi dây chuyền cán thép đầu tiên của Dung Quất đi vào hoạt động (12/2018) với thị phần tại khu vực này tăng mạnh từ 30,7% năm 2018 lên 51,9% trong 6T2019. Với những kết quả trên, chúng tôi cho rằng HPG đã chứng minh được năng lực giành thị phần từ các đối thủ trong nước và thép nhập khẩu Trung Quốc. Chúng tôi ước tính công suất hoạt động của dự án Dung Quất giai đoạn 1 sẽ tăng từ 50% lên 80% trong 2020-23, tương ứng với tăng trưởng kép 7,8% về sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong giai đoạn này.

**Hình 10: Dự án Khu liên hợp Gang thép Dung Quất**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, HPG

**Hình 11: Thị phần thép xây dựng của HPG theo khu vực**



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng của dự án Dung Quất giai đoạn 2 vì HPG có thể sử dụng 80-90% sản lượng thép cán nóng để phục vụ cho chính hoạt động sản xuất ống thép và tôn mạ của doanh nghiệp. Theo đó, HPG có thể cải thiện biên lợi nhuận mảng thép dẹt khi dự án Dung Quất giai đoạn 2 đi vào hoạt động. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng phần sản lượng HRC còn lại sẽ dễ dàng được tiêu thụ bởi các nhà sản xuất tôn mạ trong nước.

Mặc dù triển vọng lợi nhuận kém tích cực trong năm 2019, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của HPG sẽ phục hồi trong 2020-21 và lợi nhuận ròng ước tính đạt tăng trưởng kép 14,4% trong giai đoạn này.

### Chúng tôi dự báo giá quặng sắt giảm trong 2020-21 do các doanh nghiệp lớn đẩy mạnh sản xuất >

Nguồn cung sụt giảm từ các nhà sản xuất hàng đầu trên thế giới gây áp lực cho thị trường quặng sắt, cụ thể, Vale - nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới đã tạm ngừng sản xuất 90 triệu tấn sau vụ vỡ đập vào tháng 1/2019 tại Brazil, hay sản lượng quặng ở phía Tây Australia bị ảnh hưởng bởi bão. Giá quặng sắt chạm đỉnh cao nhất 5 năm (119 US\$/tấn) vào đầu tháng 7 do các biện pháp kích thích kinh tế của Trung Quốc trong bối cảnh nguồn cung bị gián đoạn ở Brazil và Australia. Tuy nhiên, chúng tôi quan sát thấy giá quặng đã giảm mạnh trong nửa tháng trở lại đây do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung leo thang và tồn kho gia tăng tại các cảng của Trung Quốc.



Trong Q2/2019, chúng tôi nhận thấy một số dấu hiệu tích cực về nguồn cung xuất hiện. Cụ thể, Vale đã hoạt động lại một phần ở mỏ Brucutu vào cuối tháng 6, dự kiến sẽ bổ sung khoảng 5,4 triệu tấn quặng sắt trong năm nay. Ngoài ra, chuỗi cung ứng của Australia đang phục hồi, tổng đơn hàng quặng sắt của phía Tây Australia tăng hơn 20% so với cùng kỳ tại thời điểm cuối tháng 6. Mặc dù có những điểm sáng về phía cung, việc thiếu cung thị trường quặng sắt dự kiến duy trì, ước tính thiếu hụt khoảng 60 triệu tấn do sự cố tại Brazil. Chúng tôi giả định giá quặng sắt trung bình sẽ ở mức 90 US\$/tấn trong năm nay.

Theo Bộ Công nghiệp của Australia, xuất khẩu quặng sắt của nước này dự kiến tăng từ mức ước tính 806 triệu tấn trong năm 2018-19 lên 869 triệu tấn trong năm 2020-21 (+7,8% so với niên độ trước) do các nhà sản xuất quy mô lớn tăng cường khai thác. Trong khi đó, sự phục hồi hoàn toàn về sản xuất của Vale có thể bù đắp nguồn cung khoảng 60 triệu tấn trong 2-3 năm tới. Theo đó, thị trường sẽ trở lại vị thế cân bằng hơn từ năm 2020 trở đi. Vì vậy, chúng tôi cho rằng áp lực lên biên lợi nhuận của HPG sẽ giảm xuống cùng với công suất hoạt động cao hơn từ dự án Dung Quất trong 2020-21.

**Hình 13: Các dự án quặng sắt lớn tại Australia (2019-22)**

Công ty	Mỏ	Vốn đầu tư (triệu \$)	Tr. Tấn/năm	% Fe	Năm vận hành
Mt Gibson	Koolan Island (Restart)	97	5	65	2019
Rio Tinto	Billiard South	118	na	59	2019
BHP	Port Hedland Tug Haven	280	na	na	2019
FMG	Eliwana	1700	30	60	2020
Rio Tinto	Dampier Port Upgrades	70	na	na	2020
BHP	South Flank	4700	80	62	2021
Rio Tinto	West Valley Mesa	1300	na	62	2021
Rio Tinto	West Angelas Deposits	800	na	62	2021
Rio Tinto	Koodaideri	3500	43-70	60	2021
FMG	Iron Bridge Stage 2	3700	22	67	2022
FMG	Queens Valley	400	na	58	2022

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Công nghiệp Australia

## Định giá

Như đã đề cập ở trên, mặc dù triển vọng kém khả quan trong nửa cuối năm 2019, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn vẫn tích cực do 1) thị phần liên tục mở rộng ở thị trường trong nước; 2) chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt sẽ giảm xuống mức hợp lý hơn trong 2-3 năm tới (75-90 US\$/tấn); và 3) biên lợi nhuận của HPG sẽ cải thiện sau khi dự án Dung Quất giai đoạn 2 đi vào hoạt động.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 26.139 đồng/cp bằng cách kết hợp hai phương pháp sau với tỷ trọng bằng nhau: 1) P/E dự phóng 7,2x dựa trên EPS trung bình 2019-20, và 2) mô hình định giá DCF giai đoạn 10 năm.

Trong bối cảnh định giá của các doanh nghiệp cùng ngành sụt giảm gần đây do giá quặng sắt tăng cao ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng lợi nhuận của các nhà sản xuất thép, chúng tôi điều chỉnh giảm P/E mục tiêu của HPG từ 8,4x xuống 7,2x (Hình 15). Chúng tôi cho rằng HPG có thể được định giá cao hơn 37,0% so với trung bình ngành vì HPG ít bị ảnh hưởng hơn bởi chiến tranh thương mại Mỹ-Trung so với các nhà sản xuất thép Trung Quốc (chiếm phần lớn danh mục công ty cùng ngành).

**Hình 14: Mô hình DCF**

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP - 10 năm)	4,4%
Phần bù rủi ro	8,6%
Beta (nguồn: BB, 1 năm)	1,1
Chi phí vốn	13,5%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%
(tỷ đồng)	
Hiện giá dòng tiền 10 năm	70.593
Hiện giá dòng tiền cuối kỳ	56.876
Giá trị doanh nghiệp	127.469
Trừ: tổng nợ	39.770
Cộng: Tiền & tương đương tiền	3.568
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	154
Giá trị cổ phần	91.112
SLCPĐLH	2.761
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	32.999

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Phương pháp định giá so sánh P/E**

	FY19F	FY20F	Bq. 2019-20F
EPS	2.567	2.754	2.661
P/E trung bình ngành			5,3
Phần bù			37,0%
P/E mục tiêu			7,2
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)			19.278

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá theo tỷ trọng (đồng)
DCF	32.999	50%	16.499
P/E	19.278	50%	9.639
Giá mục tiêu (đồng)			26.139

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH



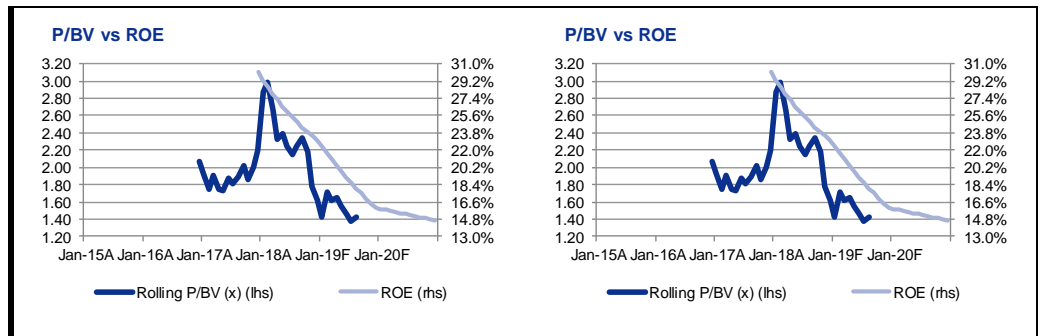
**Hình 17: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá h.tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)		
			đồng nội tệ	đồng nội tệ		tr. \$	CY19F	CY20F	EPS 3 năm (%)	CY19F	CY20F	CY19F	CY20F	CY19F	CY20F
<b>Các doanh nghiệp thép trong khu vực</b>															
Sansteel Minguang Co Ltd -A	002110 CH	Mua	7,91	10,2	2.744	3,6	3,5	na	1,1	0,9	1,9	1,7	23,2	21,3	
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	000778 CH	na	3,86	na	2.180	8,2	7,5	76,7	0,7	0,7	5,5	5,3	7,5	7,5	
Steel Authority Of India	SAIL IN	Mua	36,35	48,2	2.106	4,5	3,9	na	0,4	0,3	5,2	4,9	8,0	7,2	
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	Mua	4,37	6,1	1.972	3,9	3,8	437,3	0,6	0,5	2,3	2,0	16,8	15,2	
Hangzhou Iron & Steel Co-A	600126 CH	Mua	3,99	5,2	1.907	10,8	8,9	na	na	na	14,9	14,4	6,4	7,1	
Nanjing Iron & Steel Co-A	600282 CH	na	2,97	na	1.861	4,0	4,0	na	0,7	0,6	2,7	2,7	19,2	17,2	
Liuzhou Iron & Steel Co-A	601003 CH	Mua	4,69	6,7	1.701	5,3	5,0	na	1,1	0,9	14,1	63,8	20,9	19,7	
SGIS Songshan Co Ltd-A	000717 CH	na	3,72	na	1.274	4,2	3,5	na	1,2	0,9	2,4	2,2	25,8	22,1	
<i>Trung bình</i>						1.968	5,6	5,0		0,8	0,7	6,1	12,1	16,0	14,7
<i>Trung vị</i>						1.939	4,4	3,9		0,7	0,7	4,0	3,8	18,0	16,2
<b>Tập đoàn Hòa Phát</b>	<b>HPG VN</b>	<b>Mua</b>	<b>23.450</b>	<b>26.139</b>	<b>2.790</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>35,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>8,2</b>	<b>6,3</b>	<b>16,0</b>	<b>14,7</b>	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU NGÀY 13/08/2019

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ **Nắm giữ** lên **Mua** vì chúng tôi vẫn đánh giá tích cực về triển vọng dài hạn của HPG. Động lực tăng giá bao gồm: 1) giá quặng sắt giảm mạnh nếu việc bù đắp nguồn cung nhanh hơn dự kiến; 2) sản lượng tiêu thụ vượt kỳ vọng cùng với sự phục hồi của giá thép. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) giá quặng sắt tiếp tục tăng có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của HPG; 2) nhu cầu thép tăng chậm hơn dự kiến.

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>46.162</b>	<b>55.836</b>	<b>62.657</b>	<b>68.516</b>	<b>73.782</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.674</b>	<b>11.671</b>	<b>11.097</b>	<b>12.498</b>	<b>14.589</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>11.417</b>	<b>12.524</b>	<b>12.688</b>	<b>15.923</b>	<b>18.618</b>
Chi phí khấu hao	(1.871)	(2.206)	(3.206)	(5.194)	(5.965)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>9.546</b>	<b>10.318</b>	<b>9.482</b>	<b>10.729</b>	<b>12.653</b>
TN từ hoạt động tài chính	(293)	(245)	(965)	(1.498)	(1.217)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKKD	36	(1)	68	(21)	(8)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9.288</b>	<b>10.071</b>	<b>8.585</b>	<b>9.209</b>	<b>11.428</b>
Các khoản đặc biệt					
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>9.288</b>	<b>10.071</b>	<b>8.585</b>	<b>9.209</b>	<b>11.428</b>
Thuế	(1.274)	(1.471)	(1.288)	(1.381)	(1.714)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.015</b>	<b>8.601</b>	<b>7.297</b>	<b>7.828</b>	<b>9.714</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(8)	(28)	(28)	(28)	(28)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(181)	(181)	(182)	(196)	(243)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>7.826</b>	<b>8.392</b>	<b>7.087</b>	<b>7.605</b>	<b>9.444</b>
Lợi nhuận thường xuyên	7.826	8.392	7.087	7.605	9.444

### Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
<b>EBITDA</b>	<b>11.417</b>	<b>12.524</b>	<b>12.688</b>	<b>15.923</b>	<b>18.618</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(0)	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.149)	(2.766)	(4.376)	(4.606)	(2.136)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(11)	(73)	0	0	0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	0	0	0	0	0
Dòng tiền hoạt động khác	4	(86)	(8)	(134)	(128)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(480)	(540)	(1.194)	(1.715)	(1.444)
Thuế đã trả	(1.724)	(1.416)	(1.288)	(1.381)	(1.714)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>6.058</b>	<b>7.642</b>	<b>5.822</b>	<b>8.086</b>	<b>13.196</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(8.875)	(27.594)	(13.443)	(2.188)	(800)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản ĐT	7	65	0	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	(9.182)	6.148	2.980	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	124	849	0	0	0
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(17.926)</b>	<b>(20.533)</b>	<b>(10.463)</b>	<b>(2.188)</b>	<b>(800)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	6.520	11.137	4.948	(3.173)	(11.277)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	5.057	11	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(4)	(6)	0	(1.381)	(1.381)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>11.574</b>	<b>11.143</b>	<b>4.948</b>	<b>(4.553)</b>	<b>(12.658)</b>
Tổng tiền trong năm	(294)	(1.748)	307	1.345	(262)
<b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>	<b>(5.347)</b>	<b>(1.754)</b>	<b>307</b>	<b>2.725</b>	<b>1.119</b>
<b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp</b>	<b>(11.388)</b>	<b>(12.351)</b>	<b>(3.447)</b>	<b>7.613</b>	<b>13.840</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b> <b>(tỷ đồng)</b>	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tiền và tương đương tiền	14.201	6.240	3.568	4.913	4.651
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.555	3.210	3.433	5.808	7.075
Hàng tồn kho	11.769	14.115	16.245	18.024	19.574
Tài sản ngắn hạn khác	562	1.743	1.956	2.139	2.303
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>33.068</b>	<b>25.309</b>	<b>25.202</b>	<b>30.884</b>	<b>33.604</b>
Tài sản cố định	18.672	50.852	70.990	68.595	63.129
Tổng đầu tư	17	67	67	67	67
Tài sản vô hình	186	217	206	195	183
Tài sản dài hạn khác	1.079	1.778	1.995	2.182	2.350
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>19.954</b>	<b>52.914</b>	<b>73.258</b>	<b>71.038</b>	<b>65.728</b>
Vay & nợ ngắn hạn	11.329	11.495	20.705	18.643	10.227
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	4.226	8.707	6.906	7.727	8.081
Nợ ngắn hạn khác	2.965	2.435	2.732	2.987	3.217
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>18.520</b>	<b>22.636</b>	<b>30.343</b>	<b>29.357</b>	<b>21.525</b>
Vay & nợ dài hạn	1.651	12.811	19.065	16.574	13.041
Nợ dài hạn khác	453	2.153	627	685	738
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>2.105</b>	<b>14.964</b>	<b>19.692</b>	<b>17.259</b>	<b>13.779</b>
Dự phòng	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>20.625</b>	<b>37.600</b>	<b>50.035</b>	<b>46.616</b>	<b>35.304</b>
Vốn chủ sở hữu	32.287	40.496	48.270	55.123	63.819
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	127	154	182	210
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>32.398</b>	<b>40.623</b>	<b>48.425</b>	<b>55.305</b>	<b>64.028</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tăng trưởng doanh thu	38,7%	21,0%	12,2%	9,4%	7,7%
Tăng trưởng LNHKD	25,0%	9,7%	1,3%	25,5%	16,9%
Biên LNHKD	24,7%	22,4%	20,3%	23,2%	25,2%
LN trên cổ phiếu	442	(6.543)	(13.112)	(10.975)	(6.743)
Giá trị sổ sách/cp	11.694	14.667	17.482	19.964	23.114
Khả năng thanh toán lãi vay	19,90	19,11	7,94	6,26	8,76
Thuế suất hiệu dụng	13,7%	14,6%	15,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,0%	0,1%	NA	15,4%	12,4%
Số ngày phải thu	35,38	31,92	19,35	24,68	31,87
Số ngày tồn kho	113,0	106,9	107,5	112,0	115,9
Số ngày phải trả	40,88	53,44	55,26	47,80	48,74
ROIC	38,5%	27,9%	13,3%	10,7%	12,5%
ROCE	27,2%	19,2%	12,7%	12,2%	14,5%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	21,7%	15,4%	10,4%	10,3%	12,1%

<b>Các nhân tố chính</b>	<b>12/17A</b>	<b>12/18F</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/20F</b>
Giá bán trung bình (% thay đổi)	13,4%	8,0%	-7,0%	-5,0%	-2,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	19,2%	6,4%	17,1%	13,3%	9,4%
Hiệu suất hoạt động (%)	100,0%	84,7%	88,5%	77,0%	81,7%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Trần Thị Hà My – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [my.tranha@vndirect.com.vn](mailto:my.tranha@vndirect.com.vn)

## Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>