

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

MUA; Giá mục tiêu: 29.900 VNĐ (+16%)

Cập nhật

- Quý 3 năm 2020, chúng tôi dự báo sản lượng** thép xây dựng đạt khoảng 920.000 tấn (+ 48% YoY, + 17,9% QoQ). Thị phần của HPG duy trì ở mức khoảng 35% trong quý này (so với thị phần năm 2019 là 26%). Chúng tôi dự báo tổng sản lượng thép xây dựng năm 2020 sẽ đạt khoảng 3,3 triệu tấn (+ 19% YoY).
- Chúng tôi dự báo **lợi nhuận sau thuế** quý 3 sẽ đạt khoảng 2.850 tỷ đồng, + 62% YoY và LNST cả năm 2020 đạt khoảng 10.400 tỷ đồng (+ 40% YoY).

Luận điểm đầu tư

- HPG là công ty dẫn đầu thị trường thép tại Việt Nam, với sức khỏe tài chính và khả năng cạnh tranh mạnh mẽ. HPG có giá thành sản xuất thấp hơn hẳn so với các đối thủ trong nước và nhiều DN nước ngoài, vì vậy ngay cả trong hoàn cảnh khó khăn của ngành, HPG sẽ có cơ hội lớn để giành thị phần và có tiềm năng tăng trưởng dài hạn lớn.
- HPG sẽ có mức tăng trưởng ổn định trong 2-3 năm tới từ dự án Dung Quất, và những năm sau sẽ có hiệu quả và biên lợi nhuận ngày càng cao do giảm dần sức ép từ chi phí vay và khấu hao.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ kinh tế vĩ mô thuận lợi: tăng trưởng GDP cao, lãi suất duy trì thấp và ổn định, đầu tư công tăng trưởng trong những năm tới và tỷ lệ sử dụng thép trên đầu người của Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp.

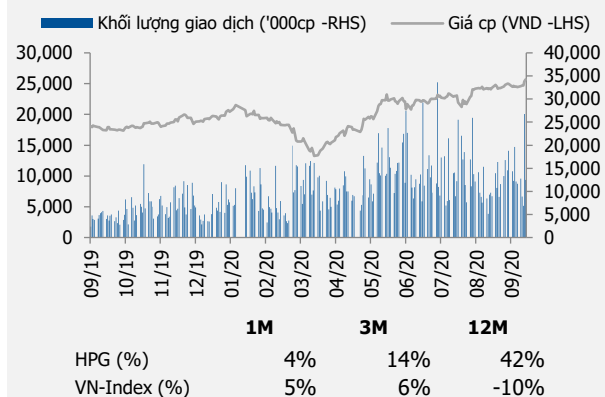
Rủi ro chính

- Virus Corona gây suy giảm tới kinh tế toàn cầu, có thể ảnh hưởng tới nhu cầu và giá thép thế giới cũng như trong nước.
- Rủi ro chung đối với thép Việt Nam: (1) tính chất biến động chu kỳ và ngắn hạn của giá thép và giá quặng sắt; (2) rủi ro từ thắt dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh trong nước do các DN gia tăng năng lực sản xuất.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 29.900 đồng (tăng 16%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, với WACC là 14,4% và tăng trưởng dài hạn là 2%.

Biến động giá cổ phiếu



Ngày báo cáo	21-9-2020
Thị giá ngày báo cáo	25,700 VNĐ/cp
Giá mục tiêu (VNĐ)	29,900 VNĐ/cp
Tăng / giảm (%)	16%
Mã Bloomberg	HPG VN
Vốn hóa	85,151 tỷ VNĐ
Biến động 52 tuần	VND 13,253 – VND 25,700
KLGDBQ	211 tỷ VNĐ
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	35%

Đơn vị: tỷ đồng	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	63,658	76,978	98,488	106,330
EBIT	9,743	13,811	15,955	17,481
LNST	7,578	10,482	11,908	13,809
EPS (VNĐ)	2,582	2,976	3,381	3,921
Tăng trưởng EPS (%)	-33%	15%	14%	16%
P/E (x)	9.1	8.6	7.6	6.6
EV/EBITDA (x)	7.7	5.5	3.9	2.9
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	0%	0%	0%	6%
P/B (x)	1.4	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	16%	16%	16%	16%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	77%	50%	43%	34%

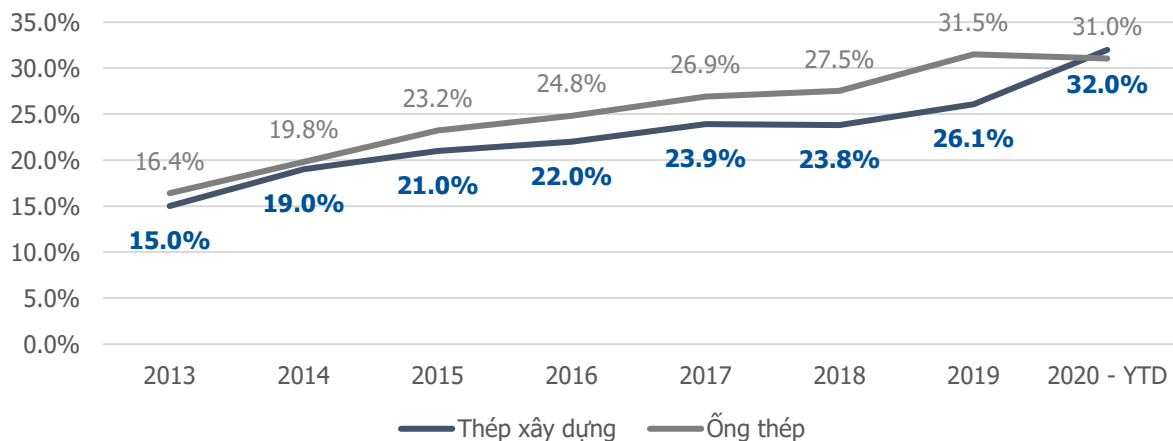
Nguồn: MBS Research

Nguồn: HPG, MBS Research

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

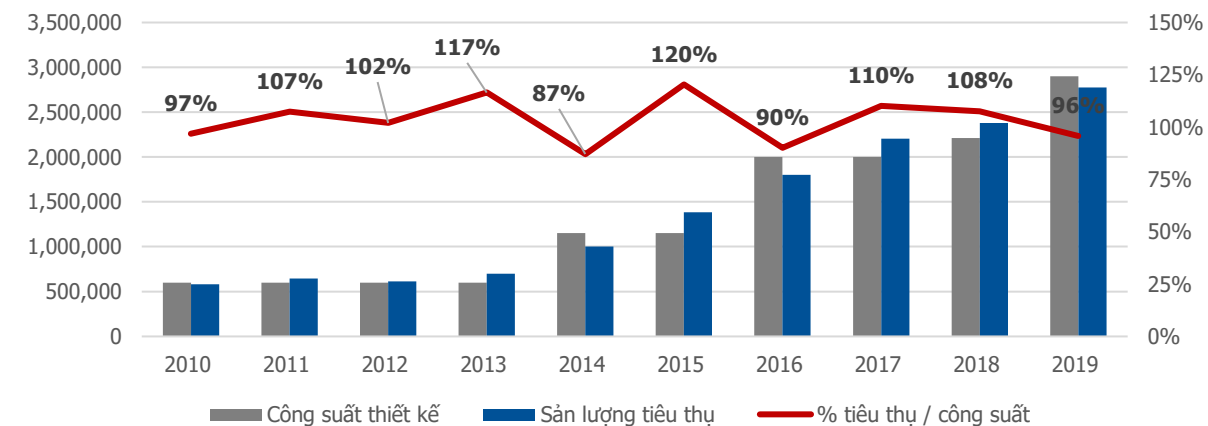
Thép XD	2018 (tấn)	2019 (tấn)	2020 (tấn)	Thay đổi (%)	Thị phần 2019	Thị phần 2020
Tháng 1	197,861	249,574	175,806	-30%	27%	29%
Tháng 2	163,549	200,355	205,490	3%	25%	31%
Tháng 3	180,083	246,904	351,136	42%	25%	34%
Tháng 4	177,996	236,793	270,000	14%	26%	30%
Tháng 5	228,089	226,037	258,500	14%	25%	29%
Tháng 6	146,901	185,943	252,000	36%	23%	31%
Tháng 7	199,209	235,166	300,000	28%	26%	35%
Tháng 8	179,400	193,321	320,000	66%	24%	35%
Tháng 9	220,998	193,067			24%	
Tháng 10	250,060	221,277			26%	
Tháng 11	220,000	301,266			31%	
Tháng 12	213,013	285,363			30%	
Total	2,377,159	2,775,066	3,300,000 (dự phóng)	19%	26%	

Thị phần thép HPG



Ống thép	2018 (tấn)	2019 (tấn)	2020 (tấn)	Thay đổi (%)	Thị phần 2019	Thị phần 2020
Tháng 1	55,500	59,600	44,500	-25%	30%	35%
Tháng 2	40,200	54,000	47,900	-11%	35%	30%
Tháng 3	52,500	58,400	52,500	-10%	29%	30%
Tháng 4	53,000	54,000	60,200	11%	28%	33%
Tháng 5	58,500	65,700	70,500	7%	29%	30%
Tháng 6	54,500	66,200	71,500	8%	30%	31%
Tháng 7	53,200	70,600	75,200	7%	33%	31%
Tháng 8	58,500	55,300	76,468	38%	30%	31%
Tháng 9	54,400	62,923			33%	
Tháng 10	61,300	65,700			34%	
Tháng 11	56,800	72,500			34%	
Tháng 12	55,500	62,500			34%	
Total	653,900	747,423	710,052 (dự phóng)	-5%	32%	

Sản lượng & công suất thép xây dựng HPG



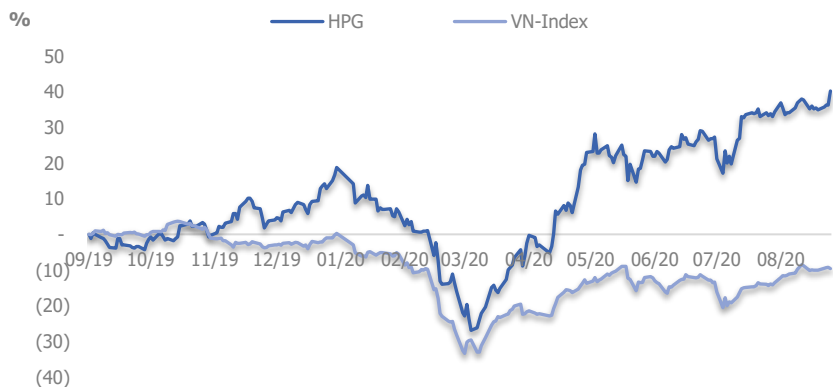
Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 29.900 đồng (tăng 16%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,4% (Re 18% và Rd 9%), tương đương P/E năm 2020 khoảng 10 lần.

Phương pháp FCFF	Tỷ suất lựa chọn
WACC	14,4%
Tốc độ tăng trưởng cuối	2%
Giá mục tiêu (VND / cổ phiếu)	29.900

HPG và VNIndex – 12 tháng gần nhất



DỰ PHÓNG

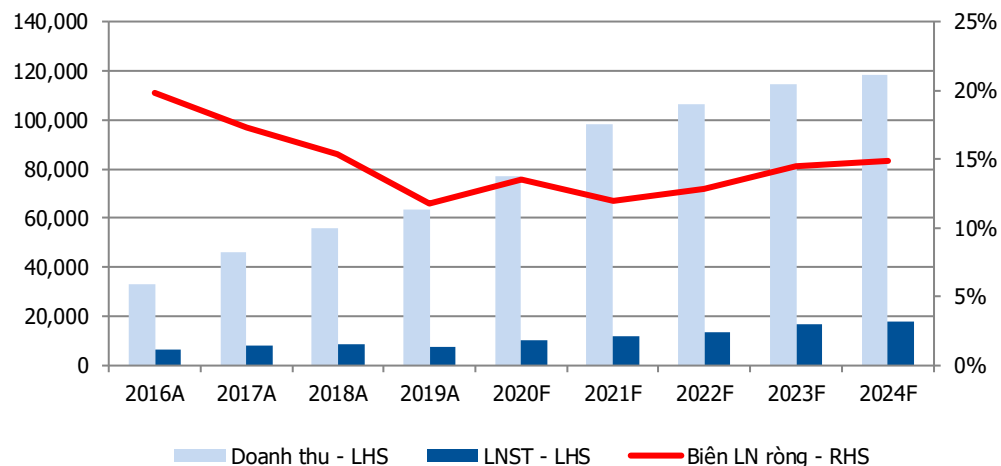
- Chúng tôi nâng dự phóng năm 2020-2021** từ việc sản lượng tiêu thụ của HPG là khá cao trong bối cảnh ảnh hưởng lớn từ Virus Corona tới kinh tế và hoạt động xây dựng trong nước. Thị phần của HPG trong năm 2020 đã tăng mạnh từ mức 26% năm 2019 lên mức 32% trong 8 tháng đầu năm.
- Dự án Dung Quất sẽ đóng góp vào tăng trưởng trong 2-3 năm tới**, chúng tôi dự phóng doanh thu và thị phần của HPG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, do HPG là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trên thị trường, sức cạnh tranh cao và sức khỏe tài chính tốt.
- Biên lợi nhuận của công ty** trong những năm đầu Dung Quất sẽ thấp hơn do (1) áp lực lên giá bán do cạnh tranh về thị phần; (2) cạnh tranh tăng lên tại thị trường trong nước, (3) rủi ro tính chu kỳ và sức ép từ thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc.

Dự phóng KQKD

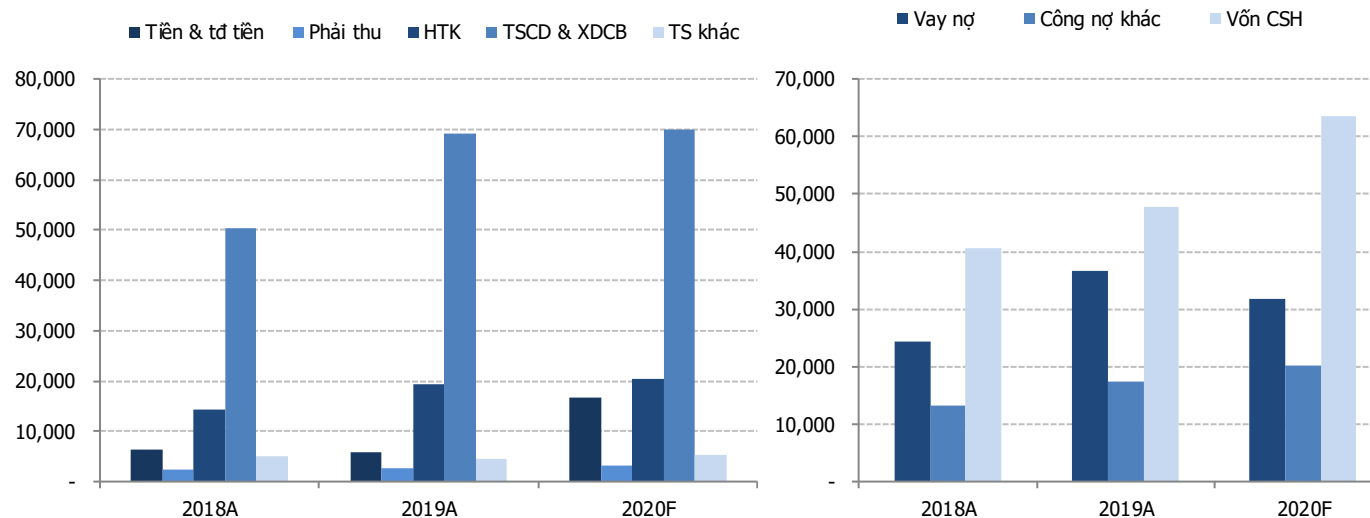
Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Sản lượng thép XD	2,377,159	2,775,066	3,300,000	3,600,000	4,000,000	4,400,000	4,460,000
<i>Tăng trưởng</i>	8%	17%	19%	9%	11%	10%	1%
Sản lượng ống thép	653,900	747,423	710,052	745,554	782,832	821,974	863,072
<i>Tăng trưởng</i>	11%	14%	-5%	5%	5%	5%	5%
Doanh thu	55,836	63,658	76,978	98,488	106,330	114,470	118,253
<i>Tăng trưởng</i>	21%	14%	21%	28%	8%	8%	3%
Giá vốn	44,166	52,473	61,386	80,245	86,367	91,680	94,358
Lợi nhuận gộp	11,671	11,185	15,592	18,244	19,963	22,790	23,894
<i>Tăng trưởng</i>	10%	-4%	39%	17%	9%	14%	5%
LNST	8,601	7,578	10,482	11,908	13,809	16,790	17,738
<i>Tăng trưởng</i>	7%	-12%	38%	14%	16%	22%	6%
EPS	3,866	2,582	2,976	3,381	3,921	4,767	5,036
<i>Tăng trưởng</i>	-26%	-33%	15%	14%	16%	22%	6%
BVPS	19,120	17,308	19,177	22,738	25,354	28,837	32,675
ROE	21.1%	15.7%	16.3%	15.7%	16.3%	17.4%	16.2%
ROA	11.0%	7.4%	9.0%	8.8%	9.7%	11.1%	11.0%

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

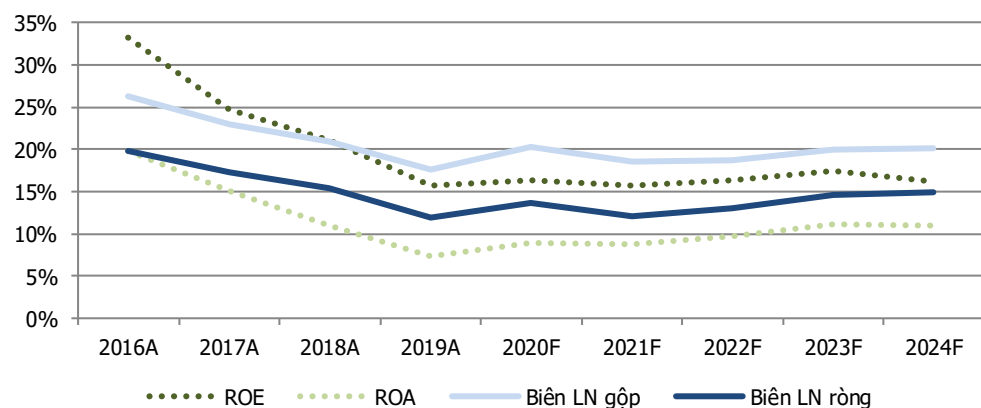
Doanh thu & lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Các chỉ số lợi nhuận



Các chỉ số tài chính

Dupont	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
LNST / Doanh thu	0.12x	0.14x	0.12x	0.13x	0.15x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	2.13x	1.82x	1.78x	1.67x	1.57x
Doanh thu / Tài sản	0.63x	0.67x	0.74x	0.76x	0.76x
ROE	15.7%	16.3%	15.7%	16.3%	17.4%

Số ngày vòng quay	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Thời gian thu tiền khách hàng bình	14 ngày	14 ngày	13 ngày	14 ngày	14 ngày
Thời gian tồn kho bình quân	117 ngày	119 ngày	107 ngày	117 ngày	118 ngày
Thời gian trả tiền bình quân	57 ngày	39 ngày	36 ngày	39 ngày	39 ngày
Chu kỳ tiền mặt	74 ngày	94 ngày	85 ngày	92 ngày	93 ngày

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	55,836	63,658	76,978	98,488	106,330
Giá vốn hàng bán	44,166	52,473	61,386	80,245	86,367
Lợi nhuận gộp	11,671	11,185	15,592	18,244	19,963
Doanh thu hoạt động tài chính	294	471	633	1,195	1,717
Chi phí tài chính	772	1,182	2,394	3,461	3,323
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,121	1,442	1,780	2,289	2,482
Lợi nhuận trước thuế	10,071	9,097	12,049	13,687	15,872
Lợi nhuận sau thuế	8,601	7,578	10,482	11,908	13,809
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	8,573	7,508	10,385	11,797	13,681
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	28	71	98	111	128

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	26,014	30,472	42,999	65,877	78,724
I. Tiền & tương đương tiền	2,516	4,565	15,184	30,077	40,235
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,725	1,374	1,416	1,458	1,502
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,244	2,663	3,037	3,885	4,195
IV. Hàng tồn kho	14,115	19,412	20,390	26,654	28,687
V. Tài sản ngắn hạn khác	3,414	2,458	2,972	3,802	4,105
Tài sản dài hạn	52,211	71,319	72,415	67,904	61,600
I. Các khoản Phải thu dài hạn	22	28	34	43	46
II. Tài sản cố định	12,783	31,244	48,305	58,796	55,182
1. Tài sản cố định hữu hình	12,565	30,974	48,055	58,564	54,969
2. Tài sản cố định vô hình	217	269	250	232	214
III. Bất động sản đầu tư	180	577	552	528	504
IV. Tài sản dở dang dài hạn	37,404	37,441	21,087	5,444	2,535
V. Đầu tư tài chính dài hạn	67	26	26	26	26
VI. Tài sản dài hạn khác	1,756	2,004	2,411	3,067	3,307
Tổng tài sản	78,225	101,791	115,413	133,781	140,323
Nợ phải trả	37,616	54,003	51,875	58,444	56,319
I. Nợ ngắn hạn	24,299	26,998	26,843	28,695	28,592
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	12,804	10,160	11,690	15,057	16,317
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	11,495	16,838	15,154	13,638	12,275
II. Nợ dài hạn	13,317	27,005	25,032	29,749	27,727
1. Các khoản phải trả dài hạn	506	7,163	8,380	10,954	11,790
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	12,811	19,842	16,651	18,794	15,937
Vốn chủ sở hữu	40,609	47,788	63,538	75,337	84,004
1. Vốn điều lệ	21,239	27,611	33,133	33,133	33,133
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	15,111	15,858	25,673	37,252	45,654
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	128	183	243	288	322
5. Vốn khác	919	924	1,278	1,452	1,684
Tổng nguồn vốn	78,225	101,791	115,413	133,781	140,323

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Định giá			
EPS	2,582	2,976	3,381
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	17,308	19,177	22,738
P/E	9.1	8.6	7.6
P/B	1.4	1.3	1.1
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	18%	20%	19%
Biên EBITDA	19%	24%	22%
Biên lợi nhuận sau thuế	12%	14%	12%
ROE	16%	16%	16%
ROA	7%	9%	9%
Tăng trưởng			
Doanh thu	14%	21%	28%
Lợi nhuận trước thuế	-10%	32%	14%
Lợi nhuận sau thuế	-12%	38%	14%
EPS	-33%	15%	14%
Tổng tài sản	30%	13%	16%
Vốn chủ sở hữu	18%	33%	19%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.13	1.60	2.30
Thanh toán nhanh	0.22	0.62	1.10
Nợ/tài sản	36%	28%	24%
Nợ/vốn chủ sở hữu	77%	50%	43%
Khả năng thanh toán lãi vay	10.40	6.66	5.23
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	25.6	26.6	28.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14 ngày	14 ngày	13 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	3.1	3.1	3.4
Thời gian tồn kho bình quân	117 ngày	119 ngày	107 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	6.3	9.4	10.2
Thời gian trả tiền bình quân	57 ngày	39 ngày	36 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F
LCTT từ HĐ kinh doanh	8,354	14,912	14,906
LCTT từ HĐ đầu tư	-18,698	-5,000	-686
LCTT từ HĐ tài chính	12,393	708	673
LCTT trong kỳ	2,049	10,620	14,893
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	2,516	4,565	15,184
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	4,565	15,184	30,077

CONTACT: Equity Research

Team leader - Equity Research

Truong Thuy Duong

(Duong.TruongThuy@mbs.com.vn - Tel 0942434432)

Industrial, Oil&Gas

Chu The Huynh

(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn - Tel: 0919336595)

Construction Materials, Real Estate

Nguyen Bao Trung

(Trung.NguyenBao@mbs.com.vn - Tel: 0988739505)

Gas & Power

Nguyen Quoc Trung

(Trung.NguyenQuoc@mbs.com.vn - Tel: 0352253024)

Plastics, Consumer Goods

Dinh Cong Luyen

(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn - Tel: 0978877784)

Banking, Logistics

Le Khanh Tung

(Tung.LeKhanh@mbs.com.vn - Tel: 0335699989)

Consumer Goods, Retail, IT

Pham Viet Duy

(Duy.PhamViet@mbs.com.vn - Tel: 0986696617)

Aviation

Pham Thu Yen

(Yen.PhamThu@mbs.com.vn - Tel: 0376965910)

Textile

Pham Thi Phuong Anh

(Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn - Tel: 0886721196)

STOCK RATING: The recommendation is based on the difference between the 12-month target price and the current price:

Rating	When (target price – current price)/ current price
BUY	>=15%
HOLD	From -15% to +15%
SELL	<= -15%

MBS HEAD OFFICE

MB Building, 3 Lieu Giai, Ba Dinh, Ha Noi

Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600

Website: www.mbs.com.vn

DISCLAIMER: Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Authors have based this document on information from sources they believe to be reliable but which they have not independently verified. The views expressed in this report are those of the authors and not necessarily related, by any sense, to those of MBS. Neither any information nor comments were written for advertising purposes or recommendation to buy / sell any securities. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, on any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying recording, or otherwise, without the prior written permission of MBS.