

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*:	KQ 7	TL 0	KKQ 1
Giá hiện tại:	VND23.800		
Giá mục tiêu:	VND29.700		
Giá mục tiêu cũ:	VND29.700		
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	24.8%		
CGS-CIMB / Consensus:	-2,2%		
Reuters:	HPG.HM		
Bloomberg:	HPG VN		
Thị giá vốn:	US\$2.827tr		
	VND65.713.564tr		
GTGD bình quân:	US\$6,01tr		
	VND140.267tr		
SLCP đang lưu hành:	2.761tr		
Free float:	59,7%		
*NGUỒN: Bloomberg			

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ Không thay đổi



NGUỒN: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-1,7	3,5	4,9
Tương đối (%)	1,5	11,4	4,9

Cổ đông lớn	% nắm giữ
Trần Đình Long	25,4
Dragon Capital	7,7
Vũ Thị Hiền	7,3

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Thanh Tuấn

T (84) 94 814 2970

E tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung

T (84) 97 665 3885

E trung.tranba@vndirect.com.vn

Tập đoàn Hòa Phát

Công bố kế hoạch mở rộng tham vọng

- HPG vừa công bố thông tin về kế hoạch tăng gấp đôi công suất của Khu liên hiệp Dung Quất (KLHDQ) lên 9-10 triệu tấn/năm.
- Theo thông tin từ HPG, dự án mở rộng này có thể sẽ bắt đầu xây dựng vào năm 2023 và hoàn thành vào năm 2029.
- Kế hoạch mở rộng Dung Quất không phải là thông tin mới, tuy nhiên điều khiến thị trường bất ngờ nằm ở quy mô đầu tư 2,1 tỷ USD. Duy trì khuyến nghị Khả quan.

HPG đang xin ý kiến cổ đông để nâng công suất của KLHDQ lên gấp đôi

Dự án mở rộng Dung Quất dự kiến sẽ bổ sung thêm 5 triệu tấn thép/năm (+100% so với công suất hiện tại của KLHDQ). Khi Dung Quất mở rộng chính thức đi vào hoạt động, HPG có thể sản xuất 13,9 triệu tấn thép mỗi năm (tính cả sản lượng HRC tự tiêu dùng), tăng 184,9% so với công suất cuối năm 2019. Dự án mở rộng sẽ được xây dựng trên diện tích đất 166 ha (tăng 38% so với diện tích hiện tại của KLHDQ).

Tuy nhiên kế hoạch mở rộng Dung Quất vẫn là câu chuyện dài hạn

Theo như chia sẻ của HPG, lịch trình dự kiến của kế hoạch mở rộng như sau: (1) HĐQT HPG thông qua chủ trương mở rộng Dung Quất vào ngày 10/2/2020, (2) Sau khi được cổ đông thông qua bằng văn bản dự kiến trong tháng 3, HPG sẽ nộp kế hoạch cũng như nghị quyết cổ đông cho Sở Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT) Quảng Ngãi, (3) Sở KH&ĐT Quảng Ngãi sẽ trình dự thảo dự án xin chấp thuận của các cơ quan Trung ương. Tiến trình được các cơ quan chấp thuận đầu tư có thể mất khoảng 2-3 năm (dựa vào lịch sử từ Dung Quất giai đoạn 1-2), (4) Dự án Dung Quất mở rộng có thể sẽ khởi công trong năm 2023. Giai đoạn 1 của dự án mở rộng dự kiến hoàn thành trong 36 tháng kể từ khi được chấp thuận xây dựng và giai đoạn 2 sẽ mất thêm 36 tháng nữa để chính thức đi vào hoạt động.

Kế hoạch mở rộng Dung Quất không phải là thông tin mới, tuy nhiên điều khiến thị trường bất ngờ là quy mô đầu tư 2,1 tỷ USD

HPG đã chia sẻ thông tin về kế hoạch mở rộng Dung Quất trước đây và trong cuộc gặp gỡ nhà đầu tư gần đây nhất. DN cũng đã xin chủ trương thực hiện dự án mở rộng này cho tỉnh Quảng Ngãi từ năm 2017. Do thiếu thông tin về thời gian và quy mô, chúng tôi vẫn chưa đưa dự án mở rộng này vào trong mô hình dự báo gần nhất của mình. Điều gây bất ngờ đối với thị trường có lẽ là ở quy mô dự án do trước đây HPG không chia sẻ chi tiết về mức đầu tư của giai đoạn mở rộng này. Dự án mở rộng cần nguồn vốn capex khoảng 50.000 tỷ đồng cho giai đoạn 2023-2029, nâng tổng mức đầu tư của Hòa Phát tại Dung Quất lên 102.000 tỷ đồng (+96,2%).

Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 29.700 đồng/cp

Giá mục tiêu 29.700 đồng/cp dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 8,0x cho EPS 2020; và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tăng trưởng nhu cầu thép chậm hơn dự kiến, và (2) hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến của KLHDQ.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	55.836	63.658	72.825	85.160	95.704
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	12.524	11.914	17.556	19.872	22.710
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8.392	7.326	8.903	10.416	13.216
EPS cốt lõi (VNĐ)	3.039	2.653	3.225	3.773	4.787
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	7,2%	-12,7%	21,6%	17,0%	26,9%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	7,83	8,97	7,38	6,31	4,97
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	2,1	0,0	500,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	0,01%	0,00%	1,98%	1,98%	3,97%
EV/EBITDA (lần)	6,69	8,11	5,51	4,37	3,21
P/FCFE	NA	36,30	32,78	26,10	21,50
P/B (lần)	1,62	1,38	1,15	0,98	0,83
ROE	23,1%	16,6%	17,0%	16,8%	18,1%
Thay đổi ước tính EPS cốt lõi (%)			0,00%	-0,19%	-0,51%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,04	1,00	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Công bố kế hoạch mở rộng tham vọng

Dung Quất mở rộng sẽ tập trung vào HRC và sản phẩm thép mới

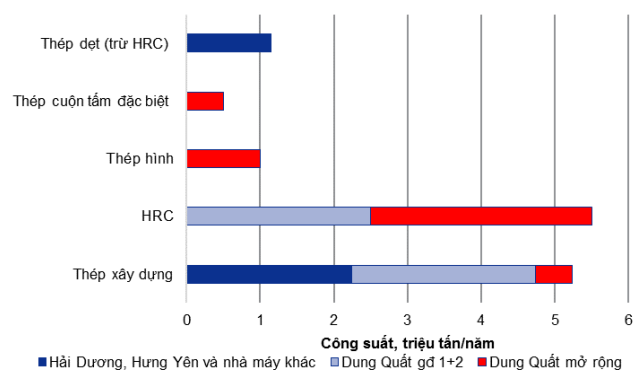
KLHDQ mở rộng sẽ bổ sung thêm công suất 0,5 triệu tấn thép xây dựng (+10% so với hiện tại), 3 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC) (+120% so với 2 đả của KHLĐQ) và 1,5 triệu tấn sản phẩm thép mới (thép hình, thép tròn cơ khí chế tạo). Với danh mục sản phẩm trong giai đoạn mở rộng này, HPG tập trung chủ yếu vào HRC.

Hình 1: So sánh dự án Dung Quất và Dung Quất mở rộng

	KLH Dung Quất	Dung Quất mở rộng
Khởi công	2017	2023 (estimated)
Tổng diện tích	430ha	166ha
Ước tính thời gian hoàn thành	Giai đoạn 1: 2019 Giai đoạn 2: 2020	Giai đoạn 1: 2026 Giai đoạn 2: 2029
Tổng vốn đầu tư	52.000 tỷ đồng	50.000 tỷ đồng
Công suất	5 triệu tấn/năm	5 triệu tấn/năm
Sản phẩm chủ yếu	Thép xây dựng, HRC	Thép xây dựng, HRC, thép hình, thép cuộn đặc biệt

NGUỒN: VND RESEARCH, HPG

Hình 2: Cơ cấu sản phẩm thép của Hòa Phát



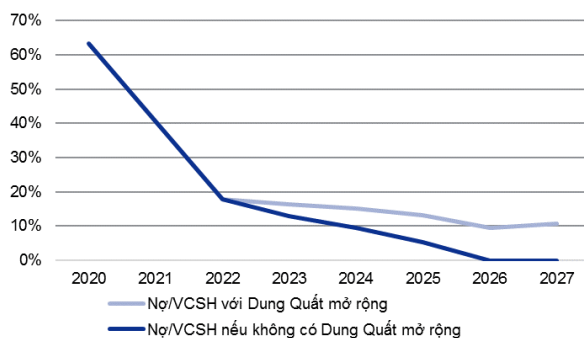
NGUỒN: VND RESEARCH, HPG

Tổng mức đầu tư của giai đoạn mở rộng rất lớn nhưng sẽ không tạo áp lực lớn lên HPG

HPG dự kiến cấu trúc vốn cho dự án mở rộng này gồm 60% vốn tự có (vốn chủ sở hữu) và 40% từ nguồn vay. Do chúng tôi cho rằng dự án mở rộng sẽ khởi công sớm nhất vào năm 2023, tổng mức đầu tư lớn của KLHDQ mở rộng sẽ không gây áp lực về vốn cho HPG trong một vài năm tới.

Theo tính toán của chúng tôi, HPG có thể tích lũy được 22.756 tỷ đồng dòng tiền tự do (trước khi chi trả cổ tức) đến cuối năm 2023, tương đương với 73% tổng nhu cầu vốn tự có. Nếu nguồn vốn vay được giải ngân theo tiến độ 6 năm của dự án mở rộng, chúng tôi ước tính quy mô nợ/VCSH của HPG giai đoạn 2023-2025 sẽ chỉ ở mức 9-16%, nằm trong ngưỡng an toàn.

Hình 3: Ước tính tác động của Dung Quất mở rộng đến chỉ số nợ/VCSH của HPG



NGUỒN: VND RESEARCH, HPG

Hình 4: Chi tiết tổng mức đầu tư của Dung Quất mở rộng

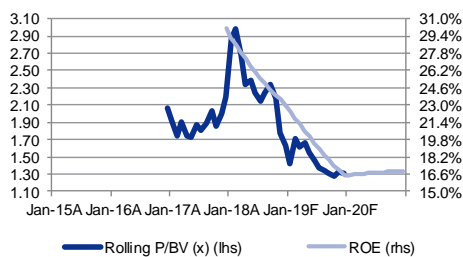
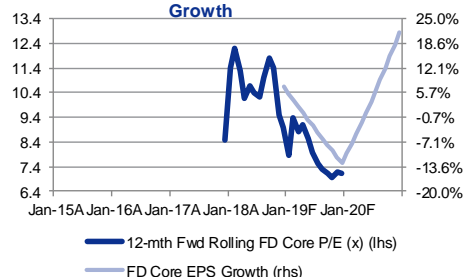
	Giá trị (tỷ đồng)
Tổng nhu cầu vốn	60.000
Capex	50.000
Trong đó	
Máy móc thiết bị	32.000
Xây dựng	15.000
Khác (chi phí lãi vay vốn hóa)	3.000
Vốn lưu động	10.000
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu/tổng vốn	60%

NGUỒN: VND RESEARCH, HPG

Hình 5: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	K/N	Giá ht	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ	tr.USD	2019F	2020F	EPS 3 năm	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
Các doanh nghiệp thép trong khu vực														
Sansteel Minguang Co Ltd -A	002110 CH	na	8,34	na	2.930	5,2	4,7	na	1,0	0,9	3,0	2,9	19,7	18,7
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	000778 CH	na	3,58	na	2.048	7,4	7,0	76,7	0,7	0,6	5,3	5,0	8,0	8,0
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	na	4,48	na	2.047	4,0	4,0	437,3	0,6	0,6	3,3	2,9	15,8	13,8
Nanjing Iron & Steel Co-A	600282 CH	na	3,19	na	2.025	4,3	4,2	na	0,8	0,7	4,2	4,1	18,6	17,1
Liuzhou Iron & Steel Co-A	601003 CH	na	5,1	na	1.873	6,2	5,7	na	1,1	1,0	14,0	63,8	18,8	17,9
Hangzhou Iron & Steel Co-A	600126 CH	na	4,63	na	2.241	na	na	na	na	na	14,8	14,4	na	na
SGIS Songshan Co Ltd-A	000717 CH	na	4,17	na	1.446	5,4	5,5	na	1,3	1,0	3,6	3,4	23,1	18,9
<i>Trung bình</i>					2.141	6,2	5,4		0,8	0,7	6,9	13,7	14,8	13,9
<i>Trung vị</i>					2.099	4,9	4,7		0,8	0,7	3,9	3,9	17,5	15,7
Hoa Phat Group	HPG VN	Khả quan	23.800	29.700	2.827	7,4	6,3	7,7	1,2	1,0	5,7	4,6	16,5	16,9

Ghi chú: Số liệu các công ty không khuyến nghị dựa trên thống kê của Bloomberg.
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, số liệu ngày 12/02/2020

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	55.836	63.658	72.825	85.160	95.704
Lợi nhuận gộp	11.671	11.185	14.316	16.255	13.216
LN hoạt động thuần	12.524	11.914	17.556	19.872	22.710
Chi phí khấu hao	(2.206)	(2.417)	(5.194)	(5.965)	(5.965)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	10.318	9.498	12.362	13.906	16.745
TN từ hoạt động tài chính	(245)	(465)	(1.563)	(1.295)	(720)
TN từ các Cty LK & LD	0	(1)	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(1)	66	(22)	(10)	(45)
Lợi nhuận trước thuế	10.071	9.097	10.776	12.602	15.980
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	10.071	9.097	10.776	12.602	15.980
Thuế	(1.471)	(1.518)	(1.616)	(1.890)	(2.397)
Lợi nhuận sau thuế	8.601	7.578	9.160	10.712	13.583
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(28)	(71)	(28)	(28)	(28)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(181)	(182)	(229)	(268)	(340)
Lợi nhuận ròng	8.392	7.326	8.903	10.416	13.216
Lợi nhuận thường xuyên	8.392	7.326	8.903	10.416	13.216

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	12.524	11.914	17.556	19.872	22.710
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	(1)	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(2.766)	(8.494)	(2.054)	(5.302)	(1.731)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(73)	0	0	0	0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	0	0	0	0	0
Dòng tiền hoạt động khác	(86)	(8)	(134)	(128)	(383)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(540)	(937)	(1.782)	(1.444)	(1.064)
Thuế đã trả	(1.416)	(1.518)	(1.616)	(1.714)	(2.397)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7.642	955	11.970	13.196	17.136
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(27.594)	(27.594)	(1.099)	(800)	(500)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản ĐT	65	0	-	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	6.148	2.350	629	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	849	41	41	0	0
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(20.533)	25.203	(510)	(800)	(500)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	11.137	26.058	(10.214)	(11.277)	(13.514)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	11	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(6)	0	(1.381)	(1.381)	(2.761)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	11.143	26.058	(11.595)	(12.658)	(16.276)
Tổng tiền trong năm	(1.748)	1.810	(136)	(262)	360
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(1.754)	1.810	1.245	1.119	3.121
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(12.351)	(23.311)	13.241	13.840	17.699

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH (tiếp)

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	6.240	5.939	5.175	6.388	7.066
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.210	3.575	6.173	8.166	7.555
Hàng tồn kho	14.115	19.412	19.360	22.786	26.247
Tài sản ngắn hạn khác	1.743	1.546	2.274	2.659	2.988
Tổng tài sản ngắn hạn	25.309	30.472	32.982	39.999	43.856
Tài sản cố định	50.852	68.992	69.684	65.732	61.780
Tổng đầu tư	67	26	67	67	67
Tài sản vô hình	217	269	195	183	172
Tài sản dài hạn khác	1.778	2.032	2.319	2.712	3.048
Tổng tài sản dài hạn	52.914	71.319	72.264	68.694	65.066
Vay & nợ ngắn hạn	11.495	16.838	19.492	13.349	2.073
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	8.707	6.178	8.071	9.247	10.675
Nợ ngắn hạn khác	2.435	3.982	3.175	3.713	4.173
Tổng nợ ngắn hạn	22.636	26.998	30.738	26.309	16.921
Vay & nợ dài hạn	12.811	19.842	16.574	14.082	11.992
Nợ dài hạn khác	2.153	7.163	728	852	957
Tổng nợ dài hạn	14.964	27.005	17.302	14.934	12.949
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	37.600	54.003	48.040	41.243	29.870
Vốn chủ sở hữu	40.496	47.605	57.024	67.240	78.715
Lợi ích cổ đông thiểu số	127	183	182	210	237
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	40.623	47.788	57.206	67.450	79.052

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	21,0%	14,0%	14,4%	16,9%	12,4%
Tăng trưởng LNHĐKD	9,7%	-4,9%	47,4%	13,2%	14,3%
Biên LNHĐKD	22,4%	18,7%	24,1%	23,3%	23,7%
LN trên cổ phiếu	(6.543)	(11.134)	(11.188)	(7.621)	(2.535)
Giá trị sổ sách/cp	14.667	17.241	20.653	24.353	28.545
Khả năng thanh toán lãi vay	19,11	10,14	6,94	8,69	15,74
Thuế suất hiệu dụng	14,6%	16,7%	15,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,1%	NA	13,1%	11,2%	17,7%
Số ngày phải thu	31,92	19,45	24,50	30,73	29,98
Số ngày tồn kho	106,9	116,6	121,3	111,6	117,2
Số ngày phải trả	53,44	51,77	44,56	45,87	47,63
ROIC	27,9%	13,0%	12,3%	13,3%	15,9%
ROCE	19,2%	13,3%	14,2%	15,1%	18,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	15,4%	10,3%	11,5%	12,6%	14,9%

Các nhân tố chính	12/18F	12/19A	12/20F	12/20F	12/20F
Giá bán trung bình (% thay đổi)	9,8%	-6,1%	-3,9%	0,1%	-0,4%
Tăng trưởng doanh số (%)	6,4%	13,0%	27,8%	20,1%	14,5%
Tỷ lệ hoạt động	84,7%	63,9%	68,9%	77,6%	83,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

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 nghiêm ngặt, 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

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng nhóm Phân tích

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: trung.tranba@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

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