

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)

Nguyễn Nhật Hoàng

Chuyên viên phân tích

 Email: hoangnn@fpts.com.vn

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

CẬP NHẬT KQKD QUÝ 1/2020

Trong Q1/2020, doanh thu thuần của HPG đạt 19.232 tỷ đồng (+28% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 2.304 tỷ đồng (+27% yoy). Đây là kết quả khá tích cực trong bối cảnh dịch COVID-19 vẫn đang diễn biến phức tạp. Lĩnh vực thép là mảng đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu, trong khi mảng nông nghiệp đóng góp chính trong tăng trưởng lợi nhuận.

Về mảng thép, trong Q1/2020, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG đạt trên 732 nghìn tấn (+5,3% yoy) và ống thép đạt gần 145 nghìn tấn (-15,8% yoy). Đáng chú ý, sản lượng phôi thép tiêu thụ đạt trên 350 nghìn tấn (cùng kỳ không bán phôi thép), chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và các quốc gia Đông Nam Á. Trong bối cảnh thị trường thép nội địa suy giảm, việc mở rộng sang thị trường xuất khẩu và đa dạng hóa sản phẩm là một bước đi tích cực của HPG, giúp các lò cao của khu liên hợp Dung Quất đạt hiệu suất cao. Tuy vậy, do giá thép thành phẩm suy giảm, ước tính lợi nhuận sau thuế của mảng này chỉ tăng khoảng 7,3% trong khi doanh thu tăng khoảng 30,3% so với cùng kỳ ([chi tiết](#))

Về mảng nông nghiệp, trong Q1/2020, doanh thu đạt 2.779 tỷ đồng (+58,5% yoy) và lợi nhuận sau thuế ước đạt 480 tỷ đồng (tăng hơn 4 lần so với cùng kỳ). Đây là mảng có đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng lợi nhuận của HPG, do giá thịt lợn tăng khoảng 50% so với cùng kỳ. ([chi tiết](#))

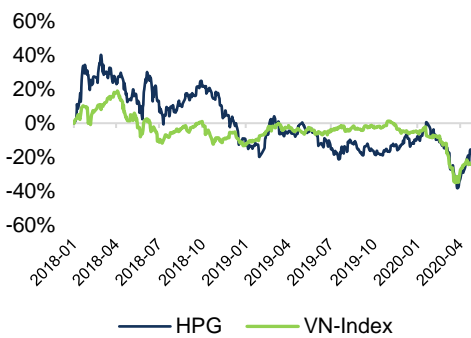
Về dự án Dung Quất, HPG cho biết giai đoạn II sẽ triển khai chậm hơn dự kiến (Q2/2020) do các chuyên gia từ châu Âu không thể đến Việt Nam khi giai đoạn dịch COVID-19 vẫn đang diễn biến phức tạp, tuy nhiên vẫn sẽ nỗ lực đưa giai đoạn II vào hoạt động trong cuối năm 2020. HPG cũng đã thông qua chủ trương mở rộng khu liên hợp Dung Quất với công suất tăng thêm 5 triệu tấn/năm và tổng vốn đầu tư 60.000 tỷ đồng.

FPTS ước tính HPG có thể đạt doanh thu 78.550 tỷ VND và lợi nhuận sau thuế 8.563 tỷ VND trong năm 2020, tương đương mức EPS ở mức 3.118 VND/cp ([chi tiết](#)). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** và nắm giữ dài hạn với cổ phiếu HPG với mức giá mục tiêu **25.000 VND/cp** (cao hơn 19,0% so với mức giá hiện tại) với các điểm nhấn đầu tư:

- Trong ngắn hạn: diễn biến tích cực của giá thịt lợn có thể đem lại lợi nhuận đột biến trong năm 2020.
- Trong dài hạn: đóng góp của dự án Dung Quất giúp HPG hoàn thiện chuỗi giá trị và củng cố vị thế dẫn đầu ngành thép Việt Nam.

Một số rủi ro cần lưu ý với nhà đầu tư:

- Rủi ro biến động giá nguyên liệu: quặng sắt và than luyện cốc.
- Rủi ro triển khai và vận hành dự án thép Dung Quất.
- Rủi ro dịch bệnh ảnh hưởng đến lĩnh vực nông nghiệp.

Biến động giá HPG và VN-Index

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (VND/cp)	21.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	34.150
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	16.200
Số lượng CP niêm yết (tỷ cp)	2,76
Số lượng CP lưu hành (tỷ cp)	2,76
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	8,140,985
% sở hữu nước ngoài	36,74%
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ)	59,363
P/E trailing 12 tháng (lần)	7.35x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2.923

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát
Địa chỉ	Khu công nghiệp Phố Nối A, huyện Yên Mỹ tỉnh Hưng Yên
Doanh thu chính	Thép; Bất động sản và Nông nghiệp.
Chi phí chính	Quặng sắt, than cốc, điện, khấu hao.
Lợi thế cạnh tranh	- Chi phí sản xuất thấp - Thương hiệu, hệ thống phân phối.

Danh sách cổ đông Tỷ lệ sở hữu

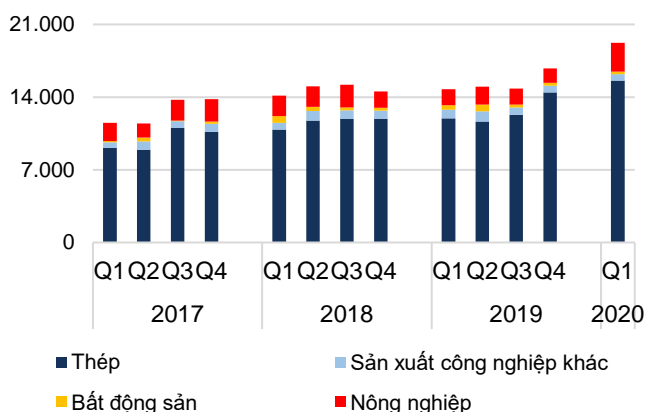
Ông Trần Đình Long và gia đình	34,2%
VOF Investment Limited	3,7%
PENM III Germany GMBH	2,3%
Khác	59,8%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2020

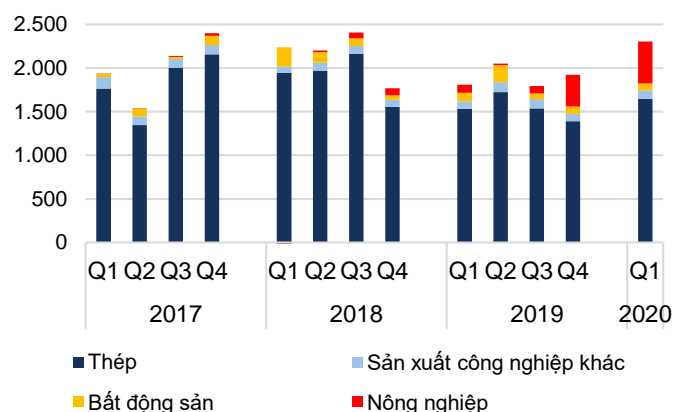
Đơn vị: tỷ VND	Q1/2020	Q1/2019	% thay đổi	Nhận xét
Doanh thu thuần	19.232	14.963	+28,5%	
Thép	15.592	11.964	+30,3%	- Tổng sản lượng thép thành phẩm và phôi thép bán được đạt hơn 1.2 triệu tấn (+41.6%) với mức tăng chủ yếu đến từ xuất khẩu phôi thép. Tiêu thụ thép xây dựng tăng 5,3% và ống thép giảm 15,8% so với cùng kỳ. - Giá thép trung bình trong Q1/2020 giảm khoảng 12-13% so với cùng kỳ.
Nông nghiệp	2.779	1.753	+58,5%	- Nhu cầu thị lợn tăng trong dịch COVID-19 khiến giá thị lợn tăng mạnh, giúp doanh thu và lợi nhuận mảng nông nghiệp tăng đột biến.
Bất động sản	252	437	-42,3%	- Cùng kỳ năm 2019 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án Nguyễn Đức Cảnh, trong khi 2020 không có dự án nào có quy mô tương tự. Mảng BĐS khu công nghiệp có doanh thu ổn định.
Sản xuất công nghiệp khác	609	809	-24,7%	- Ảnh hưởng bởi dịch COVID-19
Lợi nhuận gộp	3.763	2.620	+43,6%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,6%	17,5%		Tỷ suất lợi nhuận mảng thép co hẹp (giá thép thành phẩm giảm mạnh hơn giá nguyên vật liệu) được bù đắp bởi mảng nông nghiệp
Chi phí bán hàng	257	192	+34%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng so với cùng kỳ, nhưng vẫn được giữ ở mức hợp lý – chiếm khoảng 2,1% doanh thu
Chi phí quản lý doanh nghiệp	153	121	+26%	
Lợi nhuận từ HĐKD	3.353	2.308	+45,3%	
Doanh thu tài chính	109	92	+18%	Chi phí tài chính tăng thêm chủ yếu là chi phí lãi vay của dự án Dung Quất
Chi phí tài chính	823	241	+241%	
Lợi nhuận sau thuế	2.305	1.810	+27,3%	

Trong Q1/2020, doanh thu thuần của HPG đạt 19.232 tỷ đồng (+28% yoy), và lợi nhuận sau thuế đạt 2.304 tỷ đồng (+27% yoy). Theo ước tính từ BCTC, lĩnh vực thép là mảng đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu, trong khi mảng nông nghiệp đóng góp chính trong tăng trưởng lợi nhuận.

Cơ cấu doanh thu của HPG



Cơ cấu LNST của HPG



Nguồn: FPT S ước tính từ BCTC của HPG

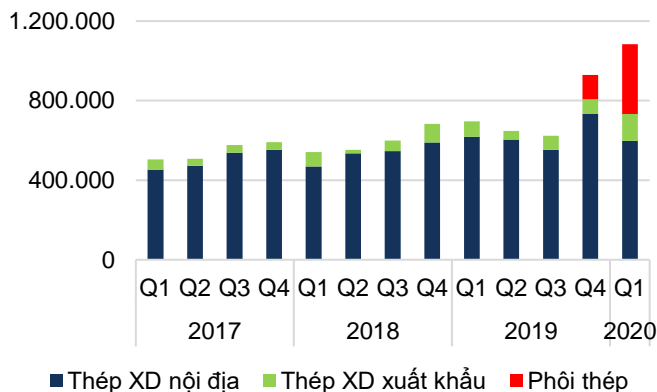
1. Mảng thép – sản lượng tăng trưởng tích cực, tỷ suất lợi nhuận thu hẹp do biến động giá thành phẩm ([quay lại](#))

Trong bối cảnh sản lượng thép xây dựng toàn ngành giảm 16,8% và ống thép giảm 18,0% so với cùng kỳ vì ảnh hưởng từ dịch COVID-19, sản lượng tiêu thụ trong Q1/2020 của HPG là khá tích cực. Đáng chú ý, sản lượng phôi thép tiêu thụ đạt trên 350 nghìn tấn (cùng kỳ không bán phôi thép), chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và các quốc gia Đông Nam Á. Việc mở rộng sang thị trường xuất khẩu và đa dạng hóa sản phẩm giúp các lò cao của khu liên hợp Dung Quất giai đoạn I hoạt động với hiệu suất cao. Tuy vậy, do giá thép thành phẩm suy giảm, vì vậy dù doanh thu mảng này đạt 15.592 nghìn tỷ (+30,3% yoy), lợi nhuận sau thuế mảng thép ước tính chỉ đạt mức 1.650 tỷ đồng (+7.3 % so với cùng kỳ).

Thép xây dựng và phôi thép

Trong Q1/2020, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG đạt hơn 732 nghìn tấn (+5,3% yoy). Dù sản lượng tại miền Bắc giảm 22% so với cùng kỳ theo xu hướng thị trường chung, sản lượng tại thị trường miền Nam và xuất khẩu đã tăng lần lượt +86% và +75%.

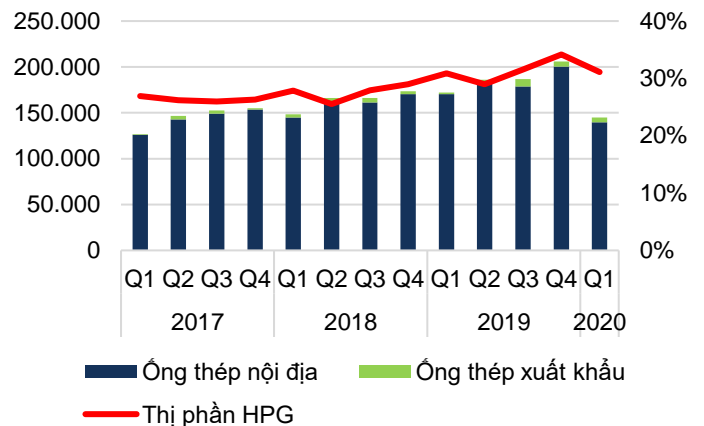
Bán hàng thép XD và phôi thép HPG



Ống thép

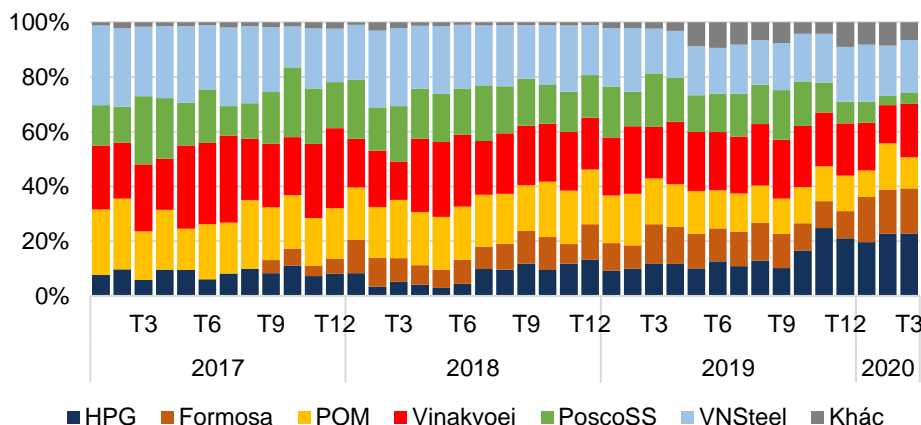
Trong Q1/2020, sản lượng thép ống tiêu thụ của HPG đạt gần 144.900 tấn (-15,8% yoy), cùng xu hướng với toàn ngành (-16,4% yoy). Thị phần dẫn đầu của HPG trong mảng này vẫn được duy trì ở mức 31,3%.

Bán hàng ống thép HPG



Trong năm 2020, HPG đặt kế hoạch tiêu thụ 3,5 - 3,6 triệu tấn thép xây dựng (+26% so với 2019). Như vậy, với sản lượng phôi bán trong Q1 khoảng hơn 300 nghìn tấn, HPG đang đặt ra kế hoạch ~4 triệu tấn (tương đương hiệu suất 100% của giai đoạn I dự án Dung Quất). Từ khi dự án này đi vào hoạt động từ Q3/2019, với trọng tâm là phát triển thị trường miền Nam, HPG đang dần lấy được thị phần của các doanh nghiệp khác như PoscoSS, Pomina hay VNSteel tại thị trường này. Chúng tôi cho rằng với lợi thế về chi phí sản xuất, HPG có thể đạt được 100% kế hoạch về sản lượng trong năm 2020.

Thị phần thép tại khu vực miền Nam



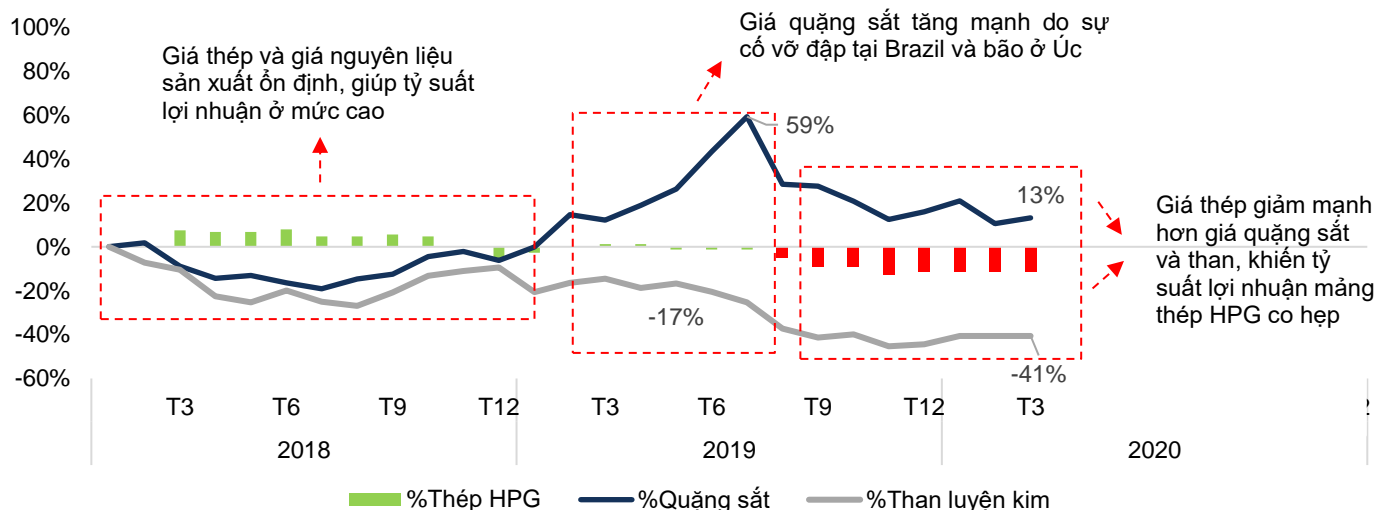
Nguồn: Hiệp hội thép Việt Nam, FPTS tổng hợp

1.1 Biến động giá nguyên liệu sản xuất và giá thép thành phẩm

Sau khi đạt mức đỉnh 120 USD/tấn vào Q2/2019, giá quặng sắt đã giảm trở lại về mức 80-90 USD/tấn trong Q1/2020. Theo báo cáo của Vale, Rio Tinto và BHP (3 nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới), công suất bị ảnh hưởng sẽ được phục hồi phần nào trong 2020. Theo Fitch Solutions, cung và cầu của thị trường quặng sắt sẽ cân bằng và ổn định trở lại, và **giá quặng sắt được dự báo sẽ ở quanh mức 85 USD/tấn trong năm 2020**. Ngoài ra, giá than luyện coke cũng đang có xu hướng giảm khá mạnh (~25-30% so với cùng kỳ) do nguồn cung tăng thêm từ Úc, Nga và Mông Cổ, và **được dự báo ở quanh mức 130 USD/tấn trong 2020**.

Về giá bán, giá thép xây dựng của HPG đã giảm trung bình 12-13% trong Q1/2020 so với cùng kỳ. Hiện tại, với xu hướng giảm của giá quặng sắt và than luyện kim, chúng tôi cho rằng giá thép sẽ tiếp tục duy trì mức giá thấp này trong thời gian sắp tới, và là cơ hội để HPG để giành thêm thị phần (đặc biệt là ở khu vực miền Trung và miền Nam) cũng như tối đa hóa hiệu suất sản xuất của dự án Dung Quất.

Biến động giá thép thành phẩm và nguyên liệu sản xuất



Nguồn: Bloomberg, Hiệp hội thép Việt Nam, FPTTS tổng hợp

1.2 Chủ trương đẩy mạnh đầu tư công hỗ trợ triển vọng hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng trong dài hạn, hoạt động xây dựng nhà ở và nhà không để ở giảm sút

Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), tăng trưởng GDP trong Q1/2020 của Việt Nam đạt 3,82% - mức tăng trưởng thấp nhất trong 10 năm qua - khi gần như toàn bộ các ngành đều bị tác động mạnh bởi đại dịch COVID-19. Trong bối cảnh triển vọng xuất khẩu tiêu cực hơn khi nhu cầu hàng hóa toàn cầu suy giảm vì dịch bệnh và nguồn vốn FDI cũng sụt giảm, đầu tư công có thể sẽ đóng vai trò quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Trong 4-5 năm qua, giải ngân vốn đầu tư công luôn chậm tiến độ do vướng mắc về pháp lý xung quanh các quy định của Luật đầu tư công, chông chéo về các quy định trong các bộ luật khác nhau trong khâu giải phóng mặt bằng, phê duyệt dự án. Để giải quyết những vấn đề này, chính phủ đã có những động thái để đẩy nhanh giải ngân đầu tư công trong năm 2020, trong đó đáng chú ý nhất là:

- **[Nghị định 40/2020/NĐ-CP](#)**: Hướng dẫn Luật Đầu tư công (sửa đổi) được ban hành ngày 6/4/2020
- **[Thông báo 147/TB-VPCP](#)**: Thủ tướng Chính phủ chấp thuận chuyển đổi hình thức đầu tư tại 8 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam phía Đông và đường bộ cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ từ Hợp tác công tư (PPP) sang Đầu tư công vào ngày 7/4/2020

Đây là những thay đổi đầu tiên nhằm thúc đẩy đầu tư công của Chính phủ, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ phải mất thêm thời gian để thúc đẩy các hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng quy mô lớn (xem bảng dưới), và **kỳ vọng vào sự đột biến của đầu tư công và xây dựng cơ sở hạ tầng trong thời điểm hiện tại là chưa khả thi, ít nhất là trong năm 2020**. Mặc dù vậy, đây vẫn là phân khúc tiêu thụ đáng chú ý cho ngành thép trong trung hạn và dài hạn khi các yếu tố về dịch bệnh và tăng trưởng kinh tế giảm tốc sẽ là động lực cho các thay đổi lớn trong chính sách kích thích đầu tư công từ chính phủ.

Danh sách các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, đầu tư công trọng điểm đang chậm tiến độ thực hiện

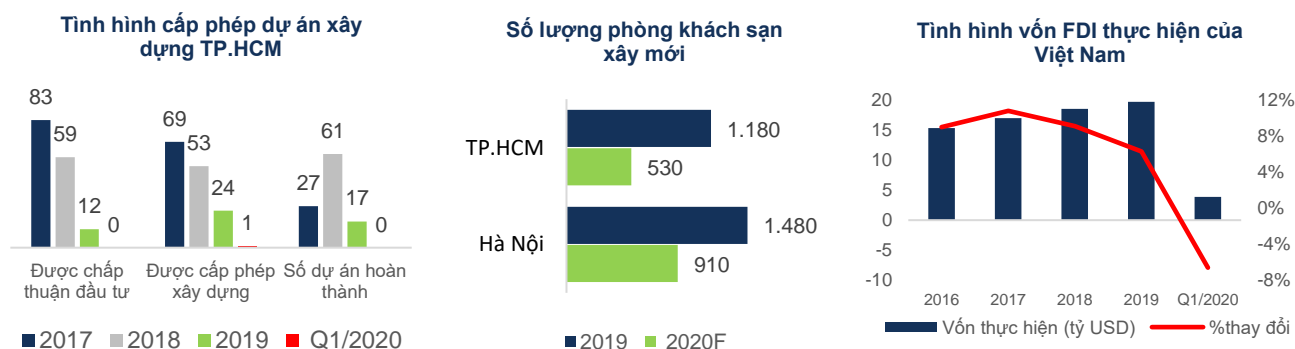
Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Dự kiến khởi công – hoàn thành
Sân bay Long Thành	114.450	2021 - 2025
Cao tốc Bắc – Nam	101.218	2020 - 2025
Cao tốc Dầu Giây – Liên Khương	65.000	2019 - 2025
Metro số 2 Bến Thành – Tham Lương	47.800	2014 - 2019
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	31.320	2015 - 2018
Cao tốc Trung Lương – Mỹ Thuận – Cần Thơ	19.597	2015 - 2018
Cao tốc Cam Lộ – La Sơn – Túy Loan	19.200	2015 - 2018

Nguồn: Bộ Xây Dựng, Bộ Kế hoạch & Đầu tư, Bộ Giao thông Vận tải, FPTS tổng hợp

Hoạt động xây dựng nhà ở và nhà không để ở tiếp tục giảm sút về tăng trưởng

Do ảnh hưởng của dịch COVID-19, nhiều hoạt động xây dựng dự tính khởi công sau dịp Tết Nguyên đán đã chọn dời lịch sang thời điểm khác do lo ngại về thời gian hoàn thành cũng như chi phí xây dựng tăng cao. Đồng thời, các quy định trong về việc dừng các hoạt động kinh doanh không thiết yếu (bao gồm kinh doanh vật liệu xây dựng), tạm dừng hoạt động thi công xây dựng và giãn cách xã hội trong gần 1 tháng cũng ảnh hưởng lớn tới nhu cầu vật liệu xây dựng trên cả nước. Theo khảo sát của Hiệp hội vật liệu xây dựng Việt Nam, trong các tháng đầu năm 2020, doanh thu của các nhà phân phối, đại lý bán vật liệu tại các thị trường xây dựng chính là Hà Nội và TP.HCM sụt giảm khoảng 15 - 20% so với cùng kỳ.

- **Hoạt động xây dựng nhà ở xây dựng nhà ở** bị giới hạn bởi chỉ tiêu tăng trưởng diện tích nhà ở của Bộ Xây dựng ở mức 3% (so với mức ~4% giai đoạn 2016-2019). Ngoài ra, từ năm 2020, Thông tư 22/2019/TT-NHNN bắt đầu có hiệu lực với các nội dung chính về giới hạn cho vay mua nhà ở cá nhân, cho vay đầu tư bất động sản và siết chặt quy định cấp giấy phép xây nhà ở tại đô thị kéo theo nhu cầu nhà ở trong năm sẽ tăng trưởng thấp.
- **Hoạt động xây dựng nhà không để ở** với 2 phân khúc chính là xây dựng cơ sở lưu trú, khách sạn và xây dựng công nghiệp đều bị ảnh hưởng nặng nề từ dịch COVID-19. Hiệu suất lấp đầy phòng khách sạn tại các thành phố lớn giảm từ 30 đến 50% so với cuối năm 2019, sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu xây mới cơ sở lưu trú. Ảnh hưởng của dịch bệnh tới nền kinh tế của các quốc gia dẫn đầu vốn đầu tư FDI như Hàn Quốc, Trung Quốc và Nhật Bản có thể khiến dòng vốn đổ vào công nghiệp Việt Nam suy giảm.



Nguồn: Sở Xây dựng TP.HCM, JLL Việt Nam, Cục đầu tư nước ngoài

1.3 Cập nhật về khu liên hợp gang thép Dung Quất

HPG cho biết giai đoạn II sẽ triển khai chậm hơn dự kiến (Q2/2020) do các chuyên gia từ châu Âu không thể đến Việt Nam khi giai đoạn dịch COVID-19 vẫn đang diễn biến phức tạp, tuy nhiên vẫn sẽ nỗ lực đưa giai đoạn II vào hoạt động trong cuối năm 2020. Ngoài ra, HPG cũng đã thông qua chủ trương mở rộng khu liên hợp Dung Quất với công suất tăng thêm 5 triệu tấn/năm và tổng vốn đầu tư 60.000 tỷ đồng.

Thông tin về dự án mở rộng khu liên hợp gang thép Dung Quất

Chỉ tiêu	KLH Dung Quất	Dung Quất mở rộng
Khởi công	2017	2023 (ước tính)
Diện tích	430 ha	166 ha
Thời gian hoàn thành	2020	Sau 2026
Tổng vốn đầu tư	60.000 tỷ	60.000 tỷ
Công suất	4 triệu tấn/năm	5 triệu tấn/năm

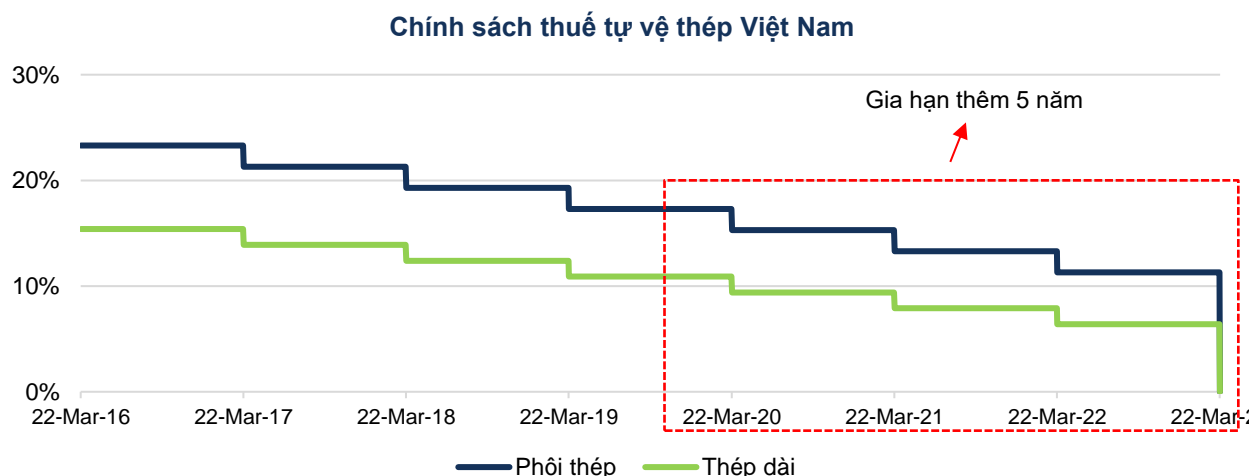
Chỉ tiêu	Tổng vốn đầu tư (tỷ VND)
Vốn cố định	50.000 (Vốn tự có: 30.000, vốn vay: 20.000)
Máy móc thiết bị	32.000
Xây dựng cơ bản	15.000
Khác	3.000
Vốn lưu động	10.000

Nguồn: HPG, FPTS tổng hợp

Về sản phẩm, phần mở rộng này sẽ có công suất 5 triệu tấn/năm (bao gồm 3 triệu tấn HRC, 1 triệu tấn thép xây dựng, 1 triệu tấn thép dây cuộn và thép tròn cơ khí). Có thể thấy sản phẩm trọng tâm sẽ là thép HRC. Ước tính sau khi hoàn thành, HPG có thể cung cấp 5 triệu tấn/năm HRC (tương đương Formosa và khoảng 50% nhu cầu nội địa hiện tại). Cần lưu ý rằng dự án này cần xin chấp thuận của các cơ quan Trung ương và quá trình này có thể mất khoảng 2-3 năm, do đó chúng tôi ước tính dự án mở rộng này sẽ mang tính dài hạn và sẽ khởi công vào 2023 và hoàn thành phân kỳ I vào 2026.

1.4 Cập nhật các chính sách thương mại

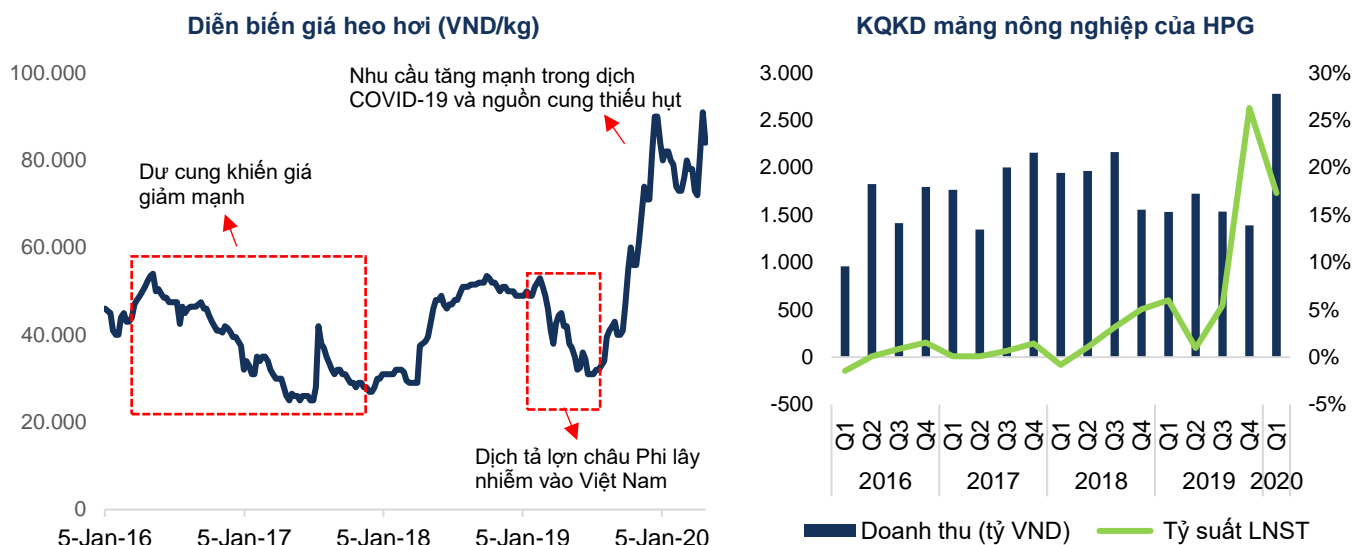
Trong tháng 3/2020, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 918/QĐ-BCT gia hạn áp dụng biện pháp tự vệ đối với sản phẩm phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam, kéo dài đến tháng 3/2023, với việc thép dài giảm dần từ 9,4% về 0%; và Phôi thép từ 15% về 11% trong 3 năm, và sau đó là 0%. Việc gia hạn thuế tự vệ này sẽ hạn chế bớt cạnh tranh với thép nhập khẩu, đặc biệt là từ Trung Quốc và tạo môi trường thuận lợi để HPG củng cố vị thế của mình.



Nguồn: Bộ Công thương, FPTS tổng hợp

2. Màng nông nghiệp – Lợi nhuận đột biến trong năm 2020 ([quay lại](#))

Trong Q1/2020, giá thịt lợn tăng hơn 50% là nguyên nhân chủ yếu giúp màng nông nghiệp của HPG có được doanh thu 2.779 tỷ đồng (+58,5% yoy) và LNST đạt 480 tỷ đồng (tăng hơn 4 lần so với cùng kỳ).



Nguồn: Bộ NN&PTNT, HPG, FPTS tổng hợp

Trong khoảng 3 năm gần đây, giá thịt lợn biến động rất mạnh do mất cân bằng về cung – cầu. Giai đoạn 2017-2018 xảy ra tình trạng tăng đàn ồ ạt, thiếu kiểm soát và thị trường Trung Quốc ngừng nhập khẩu dẫn đến dư thừa nguồn cung thịt lợn, khiến giá giảm xuống mức dưới 30.000 VND/kg. Chính phủ đã phải kêu gọi chiến dịch “giải cứu” thịt lợn. Sau đó, vào tháng 6/2019, dịch tả lợn châu Phi lây nhiễm vào Việt Nam và bùng phát trên diện rộng, khiến nhu cầu giảm mạnh trong thời gian này. Tuy nhiên, việc số lượng lợn mắc bệnh và bị tiêu hủy, cùng với việc không thể tái đàn ở các vùng dịch trong những tháng tiếp theo đã khiến nguồn cung thịt lợn trong nước giảm mạnh. Yếu tố này kết hợp với nhu cầu tích trữ thực phẩm khi dịch COVID-19 bùng phát đã khiến cho giá thịt lợn tăng mạnh từ Q4/2019 (lên mức 90.000 VND/kg tại thời điểm hiện tại), giúp cho màng nông nghiệp của HPG tăng trưởng đột biến và đạt mức tỷ suất lợi nhuận rất cao.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tỷ suất lợi nhuận này khó có thể duy trì được quá lâu do:

- Việc tái đàn sau dịch tả lợn châu Phi đang được triển khai. Với thời gian xuất chuồng khoảng 6-9 tháng thì nguồn cung lợn trong nước có thể tăng trở lại vào Q3-Q4/2020.
- Các giải pháp bình ổn giá của Chính phủ:
 - Nhập khẩu lợn: tính đến T4/2020, Việt Nam nhập khẩu hơn 46.000 tấn thịt lợn (+300% yoy)
 - Các doanh nghiệp lớn cam kết đưa giá lợn xuất chuồng xuống 70.000 VND/kg

Trong giai đoạn 5 năm sắp tới, HPG đặt mục tiêu đạt công suất tối đa 600.000 tấn thức ăn chăn nuôi/năm, 450.000 đầu heo thương phẩm/năm, 150.000 bò thịt và 300 triệu trứng gà sạch. **Chúng tôi ước tính HPG có thể đạt mức doanh thu 10.000 tỷ VND và LNST ở mức 1.000 tỷ VND cho màng nông nghiệp trong năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức lợi nhuận sẽ giảm xuống trong nửa cuối 2020 và trở về mức bình thường trong 2021.**

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH (quay lại)

Chúng tôi cho rằng HPG có thể tiêu thụ 3,6 triệu tấn thép xây dựng, 400 nghìn tấn phôi thép và 750 nghìn tấn ống thép trong năm 2020. Mảng nông nghiệp sẽ có lợi nhuận đột biến trong năm 2020, nhưng sẽ giảm xuống trong các năm sau đó. FPT S đưa ra dự phóng về doanh thu và lợi nhuận của HPG như sau:

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Tổng sản lượng thép (triệu tấn)	3,6	4,8	6,3	7,3	7,3
Tăng trưởng doanh thu	+14,0%	+23,4%	+26,7%	+10,4%	+1,1%
Tăng trưởng LNST	-11,9%	+14,1%	+4,7%	16,2%	0,4%
Tỷ suất LNG	17,6%	18,3%	15,3%	14,9%	14,1%
Tỷ suất LNST	11,9%	11,0%	9,1%	9,6%	9,5%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	0,77	0,75	0,62	0,46	0,34

Những thay đổi về giả định cho năm 2020 so với [báo cáo cập nhật định giá Tháng 11/2019](#)

Chỉ tiêu	Báo cáo cập nhật định giá T4/2020	Báo cáo cập nhật định giá T11/2019	Thay đổi	Diễn giải
Doanh thu	78.555	78.050	+0.65%	
Giá thép xây dựng 2020 (VND/kg)	11.600	12.000	-3,3%	Do ảnh hưởng của dịch bệnh lên hoạt động xây dựng
Lợi nhuận gộp	14.390	12.139	+18,5%	Lợi nhuận tốt từ mảng nông nghiệp bù đắp cho tỷ suất lợi nhuận giảm xuống của mảng thép
Lợi nhuận sau thuế	8.563	7.820	+9,5%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp 2020	18,3%	15,6%		
Hệ số chiết khấu				
ERP: Phần bù rủi ro thị trường	8,49%	9,88%		Cập nhật tới tháng 4/2020
Rf	3,25%	4,50%		Cập nhật tới tháng 4/2020
Beta	1,2	1,2		Cập nhật tới tháng 4/2020

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ (quay lại)

Chúng tôi định giá HPG sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu và chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và nắm giữ mục tiêu dài hạn với giá trị hợp lý của cổ phiếu HPG là **25.000 VNĐ/cp**, cao hơn 19,0% so với mức giá đóng cửa ngày 04/05/2019.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	22.000	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	28.000	50%
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		25.000	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	10,98%	Phần bù rủi ro	8,49%
Chi phí sử dụng nợ	7,59%	Hệ số Beta	1,20
Chi phí sử dụng VCSH	15,99%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kì hạn 10 năm	3,25%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	118.379
(+) Tiền và tương đương tiền (tỷ VNĐ)	1.678
(-) Vay ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	42.506
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	77.551
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.761
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	28.000
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	60.467
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	2.761
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	22.000

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	25.000
---------------------	---------------	---------------

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND

HĐKD	2019	2020F	2021F	2022F	CĐKT	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	63.658	78.555	99.564	109.942	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	52.473	64.165	84.333	93.510	+ Tiền và tương đương tiền	4,545	1,660	5,481	12,534
Lợi nhuận gộp	11.185	14.390	15.232	16.432	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1,374	1,374	1,374	1,374
- Chi phí bán hàng	873	983	1.257	1.398	+ Các khoản phải thu	3,561	4,537	5,723	6,309
- Chi phí quản lí DN	569	637	862	887	+ Hàng tồn kho	19,412	30,334	38,383	43,746
Lợi nhuận thuần HĐKD	9.743	12.771	13.113	14.147	+ Tài sản ngắn hạn khác	2	2	2	2
- (Lỗ)/lãi HĐTC	226	(3)	168	525	Tổng tài sản ngắn hạn	30,437	39,450	52,505	65,506
- Lợi nhuận khác	66	-	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	43,805	63,805	83,805	93,805
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	10.035	12.768	13.281	14.671	+ Khấu hao lũy kế	(12,825)	(17,001)	(23,067)	(30,965)
- Chi phí lãi vay	937	2.607	2.589	2.229	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	30,980	46,804	60,738	62,840
Lợi nhuận trước thuế	9.097	10.161	10.692	12.442	+ Đầu tư tài chính dài hạn	46	46	46	46
- Thuế TNDN	1.603	1.514	1.635	1.915	+ Tài sản dài hạn khác	1,943	1,943	1,943	1,943
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	5,474	38,107	37,435	29,005
LNST	7.578	8.647	9.057	10.527	Tổng tài sản dài hạn	19,945	52,914	71,339	78,679
- Lợi ích cổ đông thiểu số	51	38	59	69	Tổng Tài sản	101,776	118,129	128,060	134,208
LNST của cổ đông CT Mẹ	7.527	8.609	8.998	10.458	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	2.726	3.118	3.259	3.788	+ Phải trả người bán	7,507	9,264	11,742	12,965
EBITDA	19.131	21.377	22.279	25.130	+ Vay và nợ ngắn hạn	16,838	17,324	19,396	18,702
Khấu hao	9.097	8.609	8.998	10.458	+ Quỹ khen thưởng	807	807	807	807
Tăng trưởng doanh thu	14.0%	23.4%	26.7%	10.4%	Nợ ngắn hạn	26,984	29,558	34,457	35,103
Tăng trưởng LN HĐKD	-8%	31%	3%	8%	+ Vay và nợ dài hạn	19,842	25,182	21,157	16,132
Tăng trưởng EBIT	-5%	27%	4%	10%	+ Phải trả dài hạn khác	7	7	7	7
Tăng trưởng EPS	-32%	14%	5%	16%	Nợ dài hạn	27,005	32,142	28,117	23,092
Chỉ số khả năng sinh lợi	2019	2020F	2021F	2022F	Tổng nợ	53,989	61,700	62,574	58,196
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,6%	18,3%	15,3%	14,9%	+ Thặng dư	3,212	3,212	3,212	3,212
Tỷ suất LNST	11,9%	11,0%	9,1%	9,6%	+ Vốn điều lệ	27,611	27,611	27,611	27,611
ROE DuPont	15,9%	15,3%	13,8%	13,8%	+ LN chưa phân phối	15,877	24,891	33,889	44,347
ROA DuPont	7,4%	7,3%	7,0%	7,8%	Vốn chủ sở hữu	47,623	56,632	65,630	76,088
Tỷ suất EBIT	15,8%	16,3%	13,3%	13,3%	Lợi ích cổ đông thiểu số	163	202	261	330
LNST/LNNT	83,3%	85,1%	84,7%	84,6%	Tổng cộng nguồn vốn	101,776	118,534	128,465	134,614
LNNT / EBIT	90,7%	79,6%	80,5%	84,8%					
Vòng quay tổng tài sản	62,5%	66,5%	77,7%	81,9%					
Đòn bẩy tài chính	213,0%	207,8%	194,4%	175,6%					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F	Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	16,3	16,3	16,3	16,3	Tiền đầu năm	2.516	4.545	1.660	5.481
Số ngày tồn kho	131,1	131,1	131,1	131,1	Lợi nhuận sau thuế	9.097	8.609	8.998	10.458
Số ngày phải trả	43,0	43,0	43,0	43,0	+ Khấu hao	2.593	4.230	6.120	7.952
Thời gian luân chuyển tiền	104,3	104,3	104,3	104,3	+ Điều chỉnh	(2.098)	(164)	59	69
COGS / Hàng tồn kho	2,7	2,1	2,2	2,2	+ Thay đổi vốn lưu động	(1.871)	(9.811)	(6.408)	(4.607)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020F	2021F	2022F	Tiền từ HĐKD	7.715	2.864	8.769	13.872
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,5	1,9	+ Thanh lý tài sản cố định	27	-	-	-
CS thanh toán nhanh	0,4	0,3	0,4	0,6	+ Chi mua sắm TSCĐ	(20.825)	(11.570)	(2.996)	(1.099)
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2	0,4	+ Tăng (giảm) đầu tư	2.365	-	-	-
Nợ/Tài sản	0,4	0,4	0,3	0,3	+ Các hđ đầu tư khác	370	-	-	-
Nợ/Vốn CSH	0,8	0,8	0,6	0,5	Tiền từ hđ đầu tư	(18.064)	(11.570)	(2.996)	(1.099)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4	0,3	0,3	0,2	+ Cổ tức đã trả	(13)	-	-	-
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,4	0,4	0,3	0,2	+ Tăng (giảm) vốn	0	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	10,7	4,9	5,1	6,6	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	487	2.072	(694)
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	5.340	(4.025)	(5.025)
					+ Hoạt động TC khác	-	(5)	-	-
					Tiền từ HĐTC	12.378	5.821	(1.953)	(5.720)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.029	(2.885)	3.820	7.053
					Tiền cuối năm	4.545	1.660	5.481	12.534

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 28 cổ phiếu HPG, người phê duyệt báo cáo và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam,
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam,
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền,
số 130 Đống Đa, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng, Việt Nam,
ĐT: (84.23) 6 3553 666
Fax: (84.23) 6 3553 888