16 tháng 4, 2021



TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT

[Việt Nam / Nguyên vật liệu / Thép]

Mã Bloomberg (HPG VN) | Mã Reuters (HPG.HM)

MUA

Báo cáo lần đầu

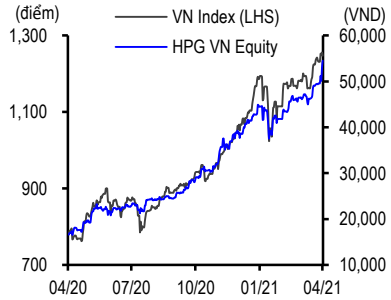
Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND65,700**
Giá hiện tại (16/4/2021)	VND54,500
Suất sinh lời (%)	+20.6%



[Analyst]

Sang Nguyễn ☎ (84-28) 6299-8012
✉ sang.nm@shinhan.com

VNINDEX			1,247
HNXINDEX			296
Vốn hóa (tỷ VND)			180,573,905
SLCP lưu hành (triệu CP)			3,313.3
Tỷ lệ giao dịch (triệu CP)			1,782.4
52-tuần cao/thấp (VND)			54,700/16,458
KLGD bình quân 60 ngày			28.8
GTGD bình quân 60 ngày (tỷ VND)			1,726
Sở hữu nước ngoài (%)			30
Cổ đông lớn	Trần Đình Long		26.08
	Vũ Thị Hiền		7.06
Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	22.5	87.6	225.4
Tương đối (%)	18.0	55.3	164.9



Truyền thuyết kỵ sĩ thép

Khuyến nghị lần đầu với định giá MUA, mục tiêu VND65,700

Thế giới đang dần hồi phục từ đại dịch COVID-19 và khiến giá thép tăng mạnh do nhu cầu xây dựng quay trở lại. Tuy nhiên, thông báo mới nhất về việc cắt giảm phát thải từ các lò cao ở Đường Sơn đã "châm dầu vào lửa" càng khiến giá thép tăng mạnh. Nhờ đó, Hòa Phát có thể đạt mức lãi lớn nhờ vào giá thép cao và sản lượng thép cán nóng (HRC) tăng thêm.Trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu Tập đoàn Hòa Phát (HPG) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với mức giá 65,700 đồng nhờ vào dòng tiền thuần bền vững. Như vậy, HPG được ước tính giao dịch ở mức PER 2021 dự phóng vào khoảng 7.5 lần và nhỉn hơn mức trung bình 3 năm gần nhất.

Thanh gươm đế vương

Tập đoàn Hòa Phát sau nhiều năm phát triển đã trở thành nhà sản xuất thép lớn nhất trong ngành với thị phần áp đảo. Bên cạnh đó, 2 lò cao số 3 và 4 vừa hoàn thành gần đây với tổng công suất 2.7 triệu tấn đã phá vỡ thế độc tôn HRC của Formosa. Ngoài ra, tập đoàn Hòa Phát nhiều năm trước đã chọn đúng thời điểm khi mà ngành thép đang gặp khó khăn để đầu tư vào KLH Dung Quất với suất đầu tư khá thấp. Những lợi thế này giúp thép Hòa Phát có giá tương đối phải chăng trong khi tập đoàn vẫn có thể duy trì mức lãi ròng cao.

Cuộc viễn chinh của kim loại

Đầu tư cơ sở hạ tầng trong năm 2021 là điểm sáng của nền kinh tế Việt Nam. Những năm gần đây, các dự án PPI (tư nhân tham gia đầu tư cơ sở hạ tầng) đã đóng góp phần làm sản lượng thép tăng đáng kể. Thép Hòa Phát vốn xuất hiện nhiều trong các dự án PPI từ 2015 đến 2020 sẽ tiếp tục được tin dùng trong các dự án sắp tới và giúp tập đoàn giữ được mức công suất huy động ấn tượng (90%).

Thế khó của những gã khổng lồ phương Bắc

Do các vấn đề về môi trường, chính quyền Đường Sơn, Hà Bắc đã quyết định cắt giảm sản xuất khiến sản lượng thép ở Trung Quốc có thể giảm khoản -7%. Điều này vô tình đã giúp cho Hòa Phát và các công ty thép ở các nước lân cận hưởng lợi về giá bán thép trong khi chi phí nguyên vật liệu còn có xu hướng giảm nhẹ. Nhờ đó, tập đoàn Hòa Phát có thể đạt mức lãi lớn hơn nữa trong năm 2021.

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	**63,658**	**90,119**	**126,651**	**131,442**	**127,696**
LN HĐKD (tỷ VND)	10,072	9,031	15,289	25,128	27,365
LNST (tỷ VND)	**7,578**	**13,506**	**21,599**	**23,517**	**23,931**
EPS (đồng)	2,726	4,056	6,487	7,063	7,187
BPS (đồng)	17.2	17.8	24.3	31.4	38.6
Biên LN HĐKD (%)	15.3	19.0	20.8	21.5	21.6
Biên LNST (%)	11.9	15.0	17.1	17.9	18.7
ROE (%)	**15.9**	**22.9**	**26.8**	**22.6**	**18.7**
PER (x)	19.59	13.17	8.23	7.56	7.43
PBR (x)	3.09	2.99	2.19	1.70	1.38
EV/EBITDA (x)	14.60	8.23	5.40	4.98	4.87

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Định giá và khuyến nghị**

7 **Quan điểm đầu tư**

13 **Dự phóng doanh thu**

15 **Rủi ro**

16 **Tổng quan doanh nghiệp**

18 **Phụ lục: Báo cáo tài chính và dữ liệu liên quan**

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị lần đầu với đánh giá MUA dựa trên mức giá mục tiêu VND65,700

Tập đoàn Hòa Phát hiện đang là doanh nghiệp thép đầu ngành với sản lượng tiêu thụ và thị phần lớn nhất trong nước. Chúng tôi đưa ra mức định giá lần đầu cho tập đoàn Hòa Phát (HPG VN) với khuyến nghị MUA ở mức giá mục tiêu là 65,700 đồng (tương ứng tỷ suất lợi nhuận +21% so với mức giá 54,500 hiện tại).

Phương pháp định giá

Theo quan điểm của chúng tôi, tập đoàn Hòa Phát được kỳ vọng sẽ thu về dòng tiền lớn và ổn định sau khi hoàn thành KLH Thép Dung Quất – Hòa Phát. Trong nhiều năm tới, chúng tôi cho rằng tập đoàn sẽ giảm chi phí tài sản cố định (CAPEX) trong khi vẫn duy trì được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sản xuất lớn nhờ vào các lò cao mới.

Chúng tôi xem xét 2 phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) và Giá trị kinh tế tăng thêm (EVA) khi định giá tập đoàn Hòa Phát. Cụ thể, mô hình DCF tập trung vào việc chiết khấu dòng tiền thuần trong khi phương pháp EVA chiết khấu giá trị thặng dư giữa lãi trước thuế, vay và khấu hao (EBITDA) và lợi nhuận kỳ vọng trên tổng vốn. Về phía tập đoàn, việc hoàn thành các hạn mục ở KLH Dung Quất sẽ khiến giá trị khấu hao tăng lên với CAPEX thấp hơn, qua đó làm tăng dòng tiền thuần của công ty trong những năm tới. Những thay đổi này sẽ không được thể hiện trên mô hình EVA. Do đó, chúng tôi lựa chọn phương pháp DCF với mức giá mục tiêu 65,700 đồng, nhỉn hơn mức 60,100 đồng của mô hình EVA do mô hình DCF thể hiện rõ hơn giá trị nội tại của tập đoàn Hòa Phát.

Dựa trên dữ liệu lịch sử, tập đoàn Hòa Phát đã và đang vận hành các nhà máy ở mức công suất hơn 90% với tổng sản lượng dự kiến cung cấp ra thị trường lên đến hơn 8 triệu tấn thép mỗi năm. Doanh thu mảng nông nghiệp cũng được chúng tôi dự phóng tăng trung bình 10% mỗi năm và đóng góp tới 11% vào tổng doanh thu của cả tập đoàn dựa trên kế hoạch phát triển của doanh nghiệp.

Định giá DCF của tập đoàn Hòa Phát				
Doanh thu thuần	**2021F**	**2022F**	**2023F**	**2024F**
EBIT	126,651	131,442	127,696	126,092
Trừ: Thuế	27,059	29,120	29,369	30,360
Cộng: Khấu hao	3,595	3,914	3,983	4,154
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	6,510	7,285	7,829	8,144
Trừ: Vốn đầu tư	4,166	3,234	713	226
Dòng tiền tự do (FCFF)	7,625	6,837	6,687	6,685
Tỷ lệ chiết khấu	**18,183**	**22,420**	**25,815**	**27,439**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	0.94	0.87	0.81	0.74
Tổng giá trị hiện tại	17,092	19,505	20,910	20,305
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	77,812			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	0			
Giá trị vốn chủ sở hữu	181,033			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	**217,704**			
Giá mục tiêu (VND)	3,313			
Giá thị trường (Mar 29th)	**65,700**			
Tỷ suất sinh lời (%)	54,500			
Doanh thu thuần	+21.0			

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Mức giá 65,700 đồng của chúng tôi ứng với tỷ lệ PBR và PER dự phóng 2021 lần lượt đạt 1.88 lần và 7.5 lần, nằm ở độ lệch chuẩn (STD) +1.8 và +0.5 so với trung bình 3 năm. Ở mức giá hiện tại (54,500 đồng), cổ phiếu HPG đã tăng +330% YoY, so với VN-Index chỉ +61% YoY, nhờ vào góc nhìn thị trường tích cực cũng như giá thép ngày càng tăng. Chúng tôi nghĩ rằng tập đoàn Hòa Phát đang có tiềm năng lớn khi mà giá nguyên vật liệu đầu vào BOF vào đang có xu hướng giảm nhiệt. Hơn nữa, sản lượng thép lớn hơn cũng sẽ là động lực chính giúp lãi ròng của tập đoàn Hòa Phát tiếp tục tăng từ năm 2021. Do đó, HPG vẫn sẽ là một mã cổ phiếu rất tiềm năng để đầu tư trong năm nay.

Định giá EVA của tập đoàn Hòa Phát				
Vốn đầu tư (đầu kỳ) (IC)	76,563	94,509	113,832	133,815
Lợi nhuận trước thuế, vay và khấu hao (NOPAT)	26,724	28,681	28,828	29,730
Mức hoàn vốn đầu tư (ROIC)	35	30	25	22
Giá trị kinh tế tăng thêm (EVA = NOPAT - IC*WACC)	20,369	20,837	19,380	18,623
Vốn đầu tư hiện tại	76,563			
Tổng giá trị EVA hiện tại	166,326			
Giá trị vốn chủ sở hữu	**201,748**			
Giá cổ phiếu (VND)	60,900			
Tỷ suất sinh lời (%)	+11.6			

Tính toán chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)		Chú thích
WACC (%)	8.31	
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.80	Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	8.2	
Beta	1.07	Beta 3 năm gần nhất của HPG và VN-Index
Chi phí vay nợ (%)	5.5	
Chi phí sử dụng vốn (%)	11.6	
Tỷ lệ nợ trên vốn (%)	47.76	
Giá trị nợ vay	54,142	
Giá trị vốn chủ sở hữu	59,220	

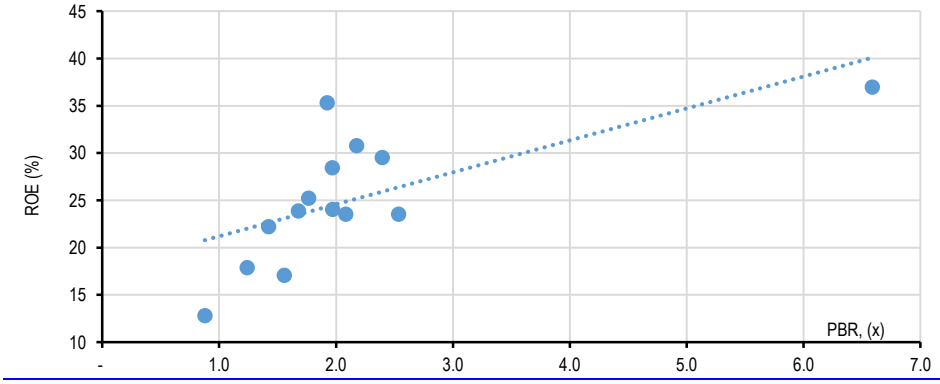
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn Hòa Phát – Các chỉ số tài chính lịch sử

(Đơn vị: lần)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Avg.	2021F	2022F
Giá/LNST (P/E)													
Cuối năm	4.47	8.80	8.81	8.24	6.46	6.02	7.95	7.67	8.62	10.78	7.78	9.12	8.37
Trung bình	5.47	5.30	11.48	11.64	6.72	8.39	7.12	9.16	7.37	10.60			
Cao	7.20	7.70	15.54	13.99	7.90	11.67	10.06	11.11	8.60	18.31			
Thấp	2.99	3.32	7.74	7.66	5.50	5.22	5.48	6.92	6.51	5.83			
Giá/GTSS (P/B)													
Cuối năm	0.74	1.09	1.81	2.17	1.48	1.84	2.20	1.62	1.36	2.32	1.66	2.14	1.73
Trung bình	1.24	0.88	1.42	2.40	1.77	1.93	2.18	2.53	1.56	1.68			
Cao	1.63	1.06	1.92	2.88	2.08	2.68	3.07	3.08	1.82	2.89			
Thấp	0.62	0.55	0.96	1.64	1.41	1.20	1.68	1.59	1.34	0.92			
Giá/Doanh thu thuần (P/S)													
Cuối năm	0.31	0.52	0.91	1.01	0.78	1.09	1.38	1.18	1.02	1.52	0.97	1.32	1.24
Trung bình	0.52	0.37	0.68	1.20	0.83	1.01	1.29	1.59	1.13	1.25			
Cao	0.69	0.46	0.93	1.47	0.98	1.42	1.83	1.96	1.33	2.18			
Thấp	0.25	0.23	0.45	0.82	0.67	0.61	0.98	1.14	0.99	0.65			
Giá/Dòng tiền (P/CF)													
Cuối năm	11.32	3.74	5.17	9.03	4.59	5.21	10.23	7.65	8.03	11.50	7.65	8.02	6.43
Trung bình	13.68	13.37	4.89	6.84	7.36	5.96	6.17	11.78	7.35	9.88			
Cao	17.99	16.16	6.61	8.39	8.65	8.29	10.04	14.29	8.58	17.05			
Thấp	7.48	3.28	3.30	4.67	4.37	3.71	4.74	7.51	6.50	5.43			
Giá trị doanh nghiệp/LNTTVKH (EV/EBITDA)													
Cuối năm	4.26	6.00	6.21	5.38	4.21	3.96	6.02	6.54	7.77	7.75	5.81	6.61	6.35
Trung bình	5.70	5.07	7.77	8.25	4.81	5.45	5.10	7.09	6.43	9.03			
Cao	6.94	6.00	9.58	9.58	5.48	7.22	7.44	8.61	7.77	13.68			
Thấp	3.94	4.03	6.02	5.38	4.06	3.67	3.68	5.33	5.85	6.13			

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan ROE và PBR của tập đoàn Hòa Phát



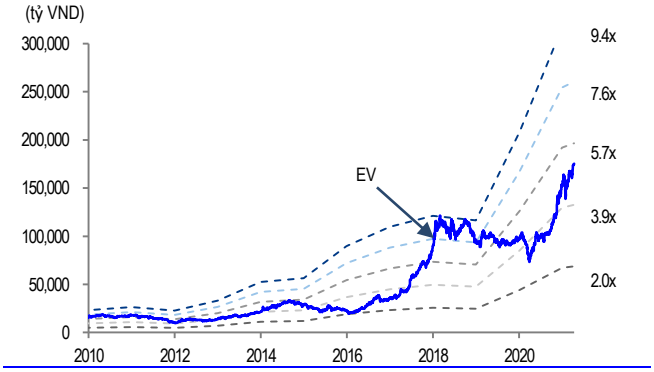
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn Hòa Phát EV/EBITDA dự phóng 3 năm



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đờ EV/EBITDA dự phóng Tập đoàn Hòa Phát



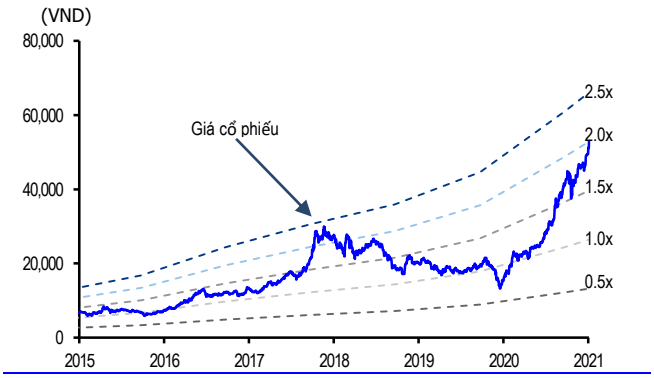
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn Hòa Phát 12T PBR dự phóng



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của tập đoàn Hòa Phát



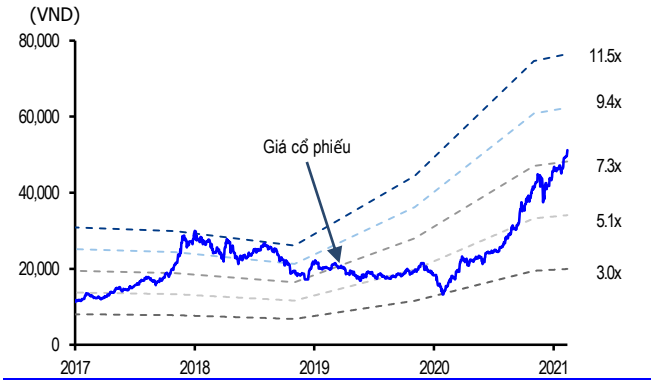
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn Hòa Phát 12T PER dự phóng



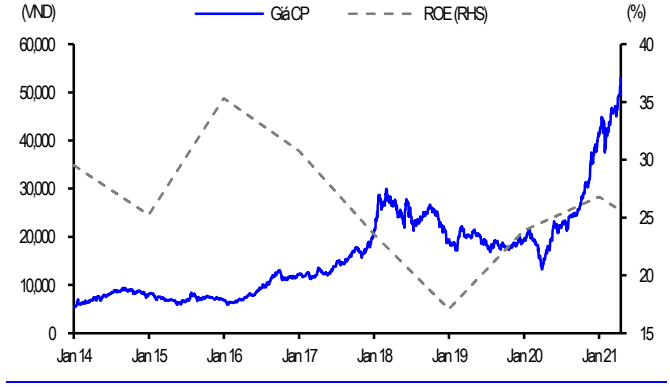
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của tập đoàn Hòa Phát



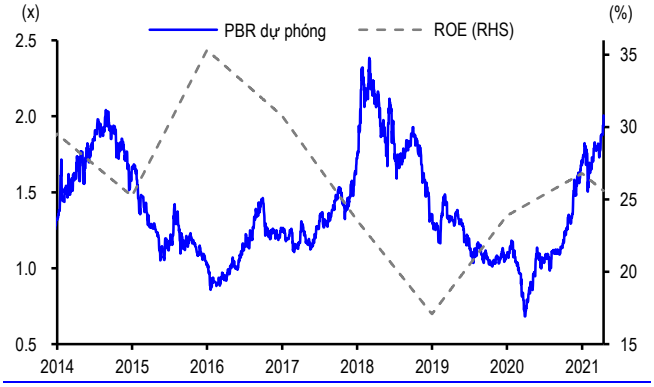
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu tập đoàn Hòa Phát tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR và ROE dự phóng tập đoàn Hòa Phát



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Các sự kiện quan trọng của tập đoàn Hòa Phát (2008 – 2021)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan Điểm Đầu Tư

Chân dung vị vua thép

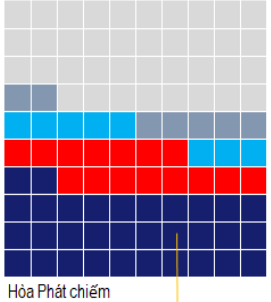
Tính đến tháng 4/2021, tập đoàn Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất thép hàng đầu Việt Nam về cả thị phần lẫn công suất. Công ty đang cung cấp hầu hết các mặt hàng thép thành phẩm trong đó tiêu biểu là thép xây dựng (thép thanh), ống thép, thép cán nóng (HRC) và tôn mạ.

- **Nắm vị thế dẫn đầu trong cung cấp thép xây dựng.** Thép xây dựng Hòa Phát đã tăng thị phần từ 26% vào năm 2019 lên 32% trong năm 2020. Mức tăng ấn tượng này là thành quả của chiến dịch Nam tiến vốn khá thành công và được dự đoán sẽ tiếp tục giữ vững mức thị phần lớn.
- **Thép cuộn cán nóng – Ngôi sao đang lên.** Theo Hòa Phát, thị trường thép cán nóng (HRC) trong nước hiện đang trong tình trạng thiếu cung so với mức cầu 12 triệu tấn mỗi năm. Kể từ tháng 8 năm 2020, hai lò cao số 3 và 4 sau khi đưa vào vận hành sẽ giúp tập đoàn cung cấp cho thị trường khoảng 2.7 triệu tấn thép HRC mỗi năm. Trong tình trạnh thiếu cung hiện tại, thép cán nóng Hòa Phát sẽ nhanh chóng được hấp thụ và giúp các nhà máy chạy hết công suất.
- Mảng ống thép của Hòa Phát vẫn giữ thị phần cao nhất 32% khi bán hơn 830,000 tấn trong năm 2020 và không có sự đột biến lớn do công suất bị giới hạn ở mức 900,000 tấn. Do chưa có kế hoạch tăng công suất nào đáng kể, chúng tôi cho rằng sản lượng ống thép Hòa Phát sẽ không có nhiều thay đổi trong các năm tới.
- Sản lượng tôn mạ có mức tăng đáng kể +62% trong 2 tháng đầu năm 2021. Chúng tôi nghĩ việc tự chủ HRC (đầu vào của tôn mạ) sẽ giúp doanh nghiệp có biên lợi nhuận cao hơn và giảm giá thành sản phẩm để cạnh tranh lấy thị phần từ đối thủ.

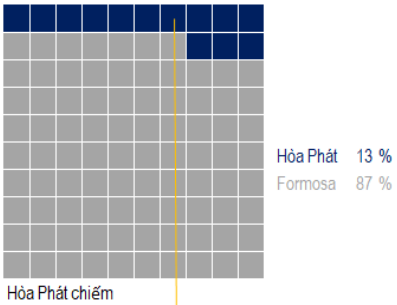
Bên cạnh vị thế dẫn đầu, thép Hòa Phát còn có lợi thế về giá nhờ vào quy mô sản xuất cũng như chuỗi giá trị khá khép kín. Nhờ đó, công ty có thể giữ giá bán cạnh tranh nhưng vẫn duy trì được biên lợi nhuận tốt.

Bên cạnh đó, tập đoàn còn quyết định tham gia thị trường sản xuất container (dự kiến sẽ đưa ra sản phẩm vào quý 2 2022) và sử dụng thép cán nóng HRC làm nguyên liệu đầu vào để kéo dài thêm chuỗi giá trị. Chúng tôi tin rằng tập đoàn Hòa Phát đang đi đúng hướng khi mà thế giới vẫn đang chật vật nguồn cung container sau COVID-19. Tuy nhiên, do không được công bố số liệu cụ thể, chúng tôi quyết định không đưa mảng container vào định giá. Dự án KLH Dung Quất mở rộng mặc dù hiện rõ quyết tâm trở thành một đế chế luyện kim, nhưng do dự án vẫn đang trong quá trình phê duyệt nên chúng tôi cũng sẽ không tiến hành đưa vào mô hình.

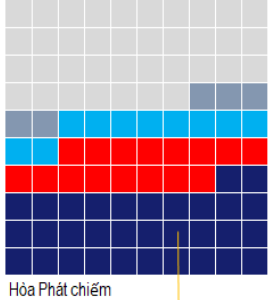
Thị phần thép thanh tại Việt Nam năm 2020



Thị phần thép cán nóng HRC tại Việt Nam năm 2020



Thị phần ống thép tại Việt nam năm 2020



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Nghệ thuật rèn kiếm

Công nghệ BOF – Thanh gươm của tập đoàn

Hiện tại, hầu hết các lò luyện thép ở Việt Nam chia ra 2 phương pháp: lò cao - lò thổi oxy (BF - BOF) hoặc lò điện EAF. Tập đoàn Hòa Phát đã chọn BOF làm phương pháp chính vốn đang được xem là công nghệ luyện thép tối ưu hơn để sản xuất các loại thép, đặc biệt là thép cán nóng với biến phí (variable costs) thấp hơn 15% so với lò điện EAF. Do đó, những doanh nghiệp quy mô lớn sử dụng lò cao như Hòa Phát đang có lợi thế hơn về chi phí. Ngoài ra, tập đoàn Hòa Phát đã chọn đúng thời điểm để đầu tư vào KLH thép Dung Quất trong lúc ngành thép đang đối mặt với khó khăn vào năm 2016 để có được suất đầu tư thấp. Cụ thể, Formosa phải bỏ ra 1700 USD chi phí cố định cho mỗi tấn thép thô trong khi con số này chỉ là 500 USD cho Hòa Phát vào thời điểm đó. Hơn nữa, tập đoàn hiện còn đang nghiên cứu đầu tư vào ngành khai khoáng ở Úc để tự chủ quặng sắt và than cốc. Chiến lược đầu tư toàn diện này là minh chứng của một doanh nghiệp phát triển bền vững và tiềm năng.

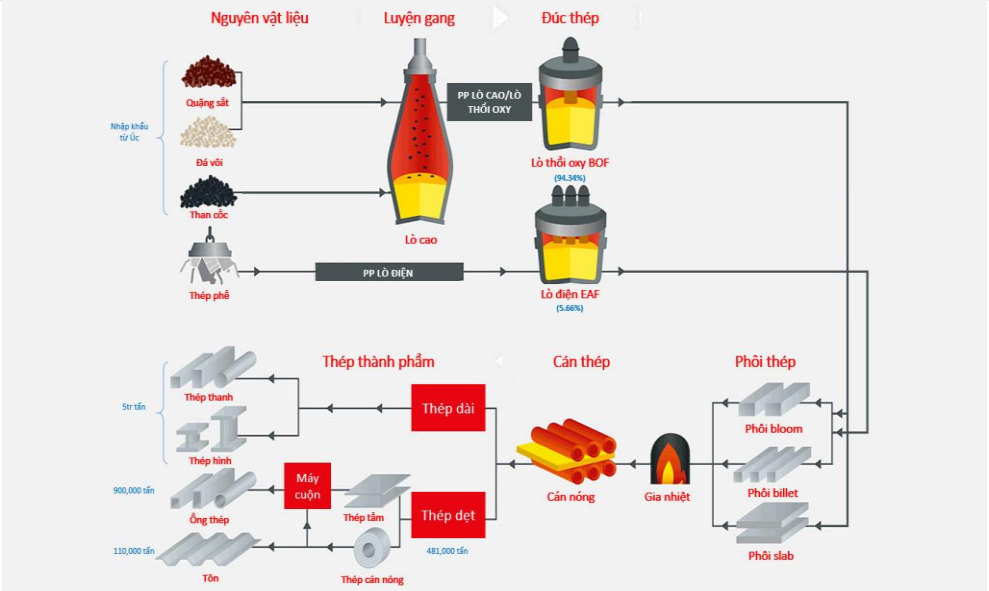
Trước năm 2019, những nhà cung cấp thép trong nước chỉ sản xuất thép thanh và thiếu đi các sản phẩm giá trị cao như thép cán nóng, thép hình, thép công nghiệp, vv. Tuy nhiên, hai lò cao số 3 và 4 được hoành thành gần đây với sản lượng thép HRC đạt 2.7 triệu tấn mỗi năm đã giúp Hòa Phát nhận được lượng đơn đặt hàng rất lớn mặt hàng này. Do đó, lượng thép cán nóng của Hòa Phát sẽ sớm được hấp thụ và giúp các lò cao hoạt động hết công suất. Loại thép này cũng sẽ giúp lợi nhuận của Hòa Phát tăng đáng kể nhờ vào biên lãi HRC cao cùng sản lượng sản xuất lớn.

So sánh công nghệ BOF và EAF

Tiêu chí	BOF	EAF
Nguyên vật liệu	Than luyện kim, quặng sắt	Thép phế, điện cực
Lợi thế	Biến phí thấp Phù hợp sản xuất thép cán nóng	Chi phí đầu tư cố định thấp Thải ít khí CO2 hơn
Hạn chế	Thải rất nhiều CO2	Biến phí cao Biến động chi phí NVL lớn
Doanh nghiệp sử dụng	Tập đoàn Hòa Phát, Tisco, Formoa, vv.	Thép Miền Nam, Vina Kyoei, Thép Việt Đức, vv.

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Chuỗi giá trị thép của Hòa Phát



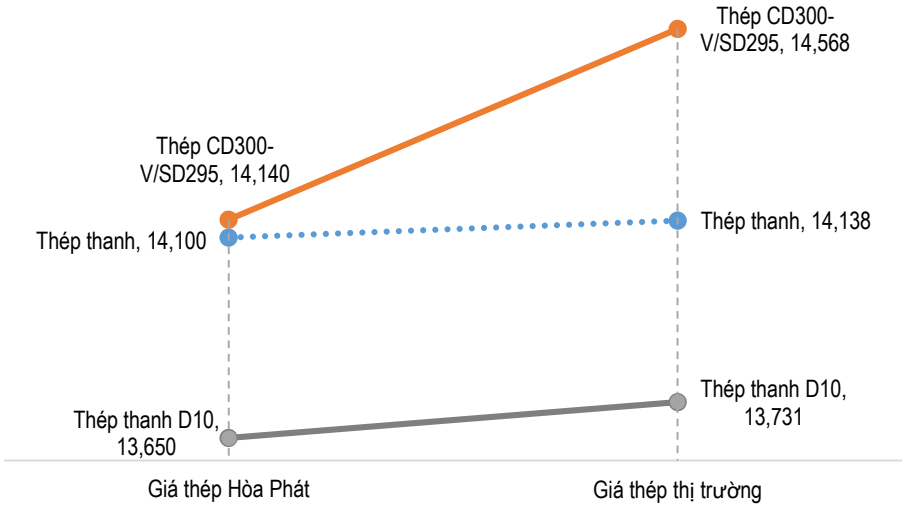
Nguồn: New Steel Construction, Shinhan Securities Vietnam

Trực tiếp đối đầu – giá thành

Nhờ vào kỹ thuật luyện thép quy mô lớn, tập đoàn Hòa Phát đã đưa ra thị trường các loại sản phẩm thép đa dạng với giá bán tương đối thấp nhưng vẫn giữ mức biên lãi thép trên 20% từ 2015 đến 2019, cao hơn mức 13% trung bình ngành.

Kể từ 2017, không còn dự án thép lớn nào được phê duyệt sau sự cố nước thải từ nhà máy Formosa. Chi phí xây dựng lò cao cũng là trở ngại lớn đối với những doanh nghiệp thép nhỏ hơn trong khi công nghệ EAF lại đang bất lợi với chi phí sản xuất cao trên mỗi tấn thép. Những rào cản trên làm cho các nhà sản xuất thép khác phải chùn bước nếu muốn tăng công suất hay gia nhập ngành. Như một điều tất yếu, Hòa Phát sẽ duy trì công suất cao và sản lượng bán hàng lớn nhờ vào những lợi thế nội tại mà các doanh nghiệp thép khác khó có thể đạt được, càng thêm cũng cố vị thế đầu ngành của tập đoàn.

So sánh giá thép Hòa Phát và thị trường 12/2020



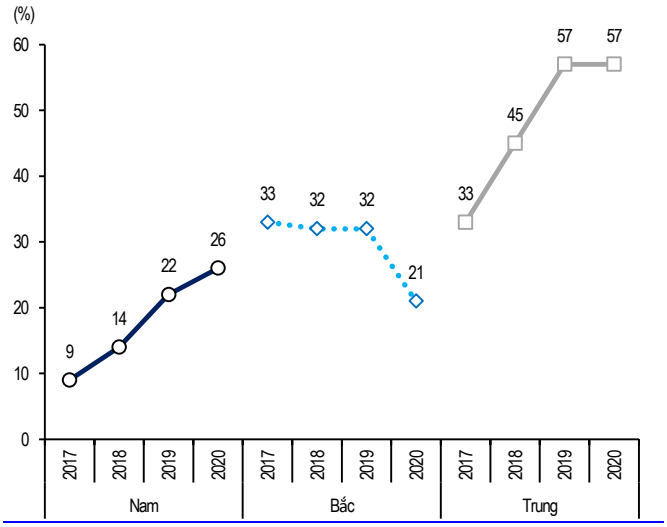
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vị trí địa lý chiến lược

Việc tăng trưởng sản lượng không ngừng của "ông vua thép Việt" là mối đe dọa đáng kể đến các công ty đối thủ khi thép Hòa Phát đang dần chiếm thị phần. Trước đây, thép Hòa Phát chủ yếu dẫn đầu ở miền Bắc. Tuy nhiên, khi một phần dự án KLH thép Dung Quất được hoàn thành, Hòa Phát bắt đầu chiếm luôn thị phần miền Nam.

Vị trí chiến lược của KLH thép Dung Quất với công suất cảng có thể đón tàu có tải trọng lên đến 200,000 tấn đã giúp Hòa Phát có thể vận chuyển thép đi các cảng trong nước cũng như xuất khẩu một cách dễ dàng. Hơn nữa, cảng Dung Quất còn cho phép các tàu vận chuyển than cốc và quặng sắt từ Úc và Brazil đến sát nhà máy ở KLH, từ đó giảm giá thành vận chuyển ở mức tối đa.

Thị phần của tập đoàn Hòa Phát theo vùng



Nguồn: Tập đoàn Hòa Phát, Shinhan Securities Vietnam

Vị trí các nhà máy Hòa Phát



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

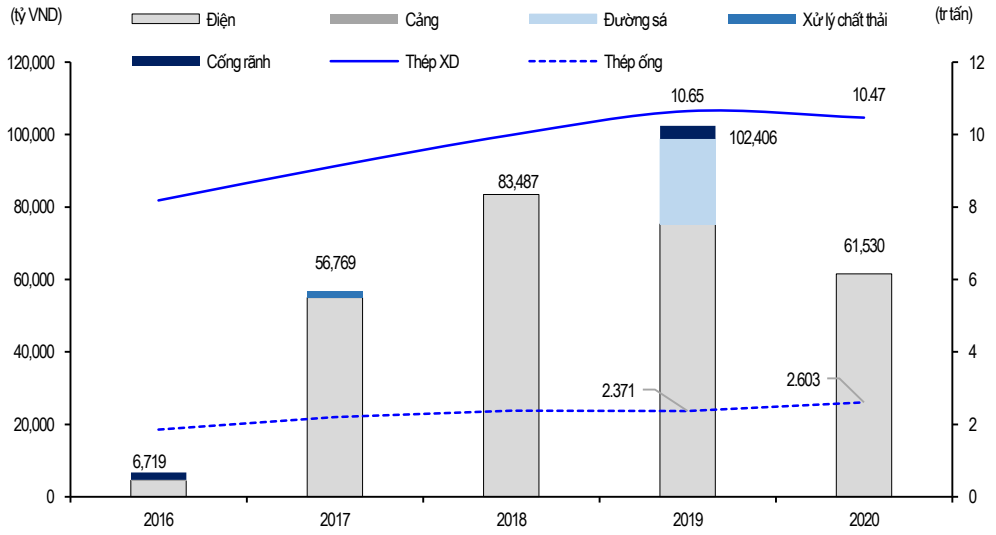
Cuộc viễn chinh của kim loại

Tiếp tục đầu tư cơ sở hạ tầng trong nước

Từ năm 2015, tư nhân tham gia đầu tư cơ sở hạ tầng (PPI) trỗi dậy mạnh mẽ và thúc đẩy ngành thép Việt. Trong năm 2020, đại dịch COVID-19 đã khiến mức PPI giảm đáng kể do lệnh phong tỏa làm cho mức tiêu thụ thép giảm nhẹ. Tuy nhiên, bộ Giao thông vận tải đã đưa ra công bố các dự án cao tốc và cơ sở hạ tầng được tiến hành trong năm nay và dự kiến hoàn thành vào 2025 hoặc 2026. Những dự án này sẽ là động lực chính thúc đẩy nhu cầu thép sau khi đại dịch đã qua đi.

Thép xây dựng Hòa Phát nhờ vào chất lượng cùng mức giá tốt đã được tin dùng trong nhiều dự án bao gồm cao tốc Bắc – Nam, cao tốc Hà Nội – Hải Phòng, các dự án cải tạo sân bay Nội Bài và TSN, vv. Trong năm 2021, thép Hòa Phát dự kiến sẽ tiếp tục góp mặt trong những dự án xây dựng lớn sắp tới. Do đó, việc tiêu thụ hết 5 triệu tấn thép xây dựng là hoàn toàn khả thi trong đó bao gồm cả lượng phôi thép xuất khẩu.

Đầu tư cơ sở hạ tầng tư nhân tham gia giai đoạn 2016-2020



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án PPI giai đoạn 2021 - 2025

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Ngày bắt đầu	Ngày hoàn thành
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	48,700	2021	2026
Cao tốc HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	24,150	-	2021- 2025
Cao tốc HCM – Mộc Bài	10,668	2021	2026
Đường song song quốc lộ 50	3,816	-	2021- 2025
Đường vành đai số 2	6,500	-	2021- 2025
Đường vành đai số 3	19,871	-	2023- 2025
Dự án sân bay Long Thành	114,451	-	2021- 2025
11 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam	101,218	2020	2021- 2025

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

Thế khó của những gã khổng lồ phương Bắc - cắt giảm sản lượng

Tình hình thị trường thép thế giới đang có dấu hiệu thay đổi lớn. Kế hoạch 5 năm lần thứ 14 ở Trung Quốc vạch rõ chiến lược tăng trưởng đô thị hóa định hướng giảm phát khí thải. Gần đây, chính quyền Hà Bắc vừa công bố những chính sách cắt giảm sản lượng thép ở khu vực Đường Sơn như một biện pháp nhằm giảm lượng khí thải khổng lồ từ hoạt động sản xuất thép vốn đã bắt đầu trở lại từ cuối 2020. Bộ Công nghiệp và Công nghệ thông tin Trung Quốc với tầm nhìn sứ mệnh trung hòa các-bon vào 2026 đã đưa ra nhiều kế hoạch cắt giảm hơn trong năm 2021. Theo S&P Global, những phân tích từ Platts cho thấy dự kiến cắt giảm sản lượng sẽ tiếp tục ở nửa sau 2021. Phòng Thương mại cho doanh nghiệp luyện kim Trung Quốc (CCCME) cũng đề xuất những kế hoạch để giảm dần lượng thép xuất khẩu và kích thích sử dụng thép phế trong sản xuất thép bằng các lò EAF.

Tạp chí mở Metals do MDPI phát hành chỉ ra rằng 90.7% tổng sản lượng thép Trung Quốc được sản xuất từ các lò cao trong khi thép từ lò điện chỉ chiếm 9.3% còn lại vào năm 2017. Năm ngoái, các nhà máy thép ở Đường Sơn, Hà Bắc cung cấp ra thị trường hơn 144 triệu tấn thép, chiếm gần 14% sản lượng thép thô toàn quốc. Chính sách cắt giảm thép từ lò cao ở Đường Sơn có thể khiến tổng sản lượng thép Trung Quốc giảm hơn 7% nếu các vùng khác không thể bắt kịp mức sản lượng bị cắt. Tình thế khó khăn đang buộc Trung Quốc phải giữ tốc độ thị hóa cao cùng sản lượng thép giới hạn có thể vô tình trở thành cơ hội để thép từ các nước đang phát triển như Việt Nam chen chân vào thị trường quốc tế.

Mùa thu năm ngoái, sản lượng thép xuất khẩu vào Trung Quốc từ Việt nam tăng vọt do nhu cầu tăng trở lại sau đại dịch. Tập đoàn Hòa Phát cũng hưởng lợi từ đó khi nâng sản lượng xuất khẩu lên 1,600 tấn phôi. Trong năm nay, nhờ các chính sách cắt giảm từ Trung Quốc, Hòa Phát với vị trí nhà máy thuận lợi có thể nhanh tay lấp đầy khoản trống ở các nước đang nhập khẩu thép Trung Quốc cũng như chính nước này. Bên cạnh đó, chính sách cắt giảm thép từ lò cao đã và đang làm cho giá thép phế tăng lên không ngừng trong 2 tháng trở lại đây. Trong khi đó, chi phí bình quân nguyên vật liệu lò cao bao gồm than và quặng sắt lại có xu hướng giảm, qua đó tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận của Hòa Phát và các công ty luyện thép bằng lò cao ở Việt Nam trong ít nhất nửa đầu 2021.

Thông báo về cắt giảm và giới hạn phát thải của doanh nghiệp sản xuất thép khu vực Đường Sơn

I. Doanh nghiệp thép áp dụng

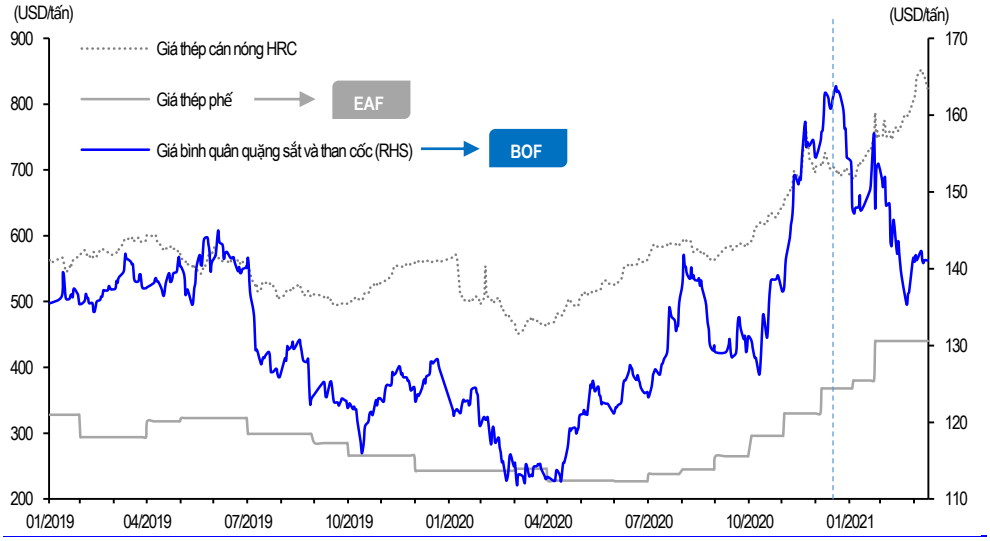
Tất cả các doanh nghiệp thép dùng lò cao ở Đường Sơn, trừ Shougang Qian'an Steel Co., Shougang Jingtang United Iron & Steel Co., Ltd.

II. Chi tiết áp dụng

Tên doanh nghiệp	Thời gian	Mức giới hạn
Tangshan Songting Steel Co., Ltd Tangshan Medium and Heavy Plate Co., Ltd Hebei Xinda Iron & Steel Group Co., Ltd Tangshan Stainless Steel Co., Ltd	20/3 – 30/6/2021	Giảm 50% sản lượng
Tangshan Chunxing Special Steel Co., Ltd Jinma Steel Group Tangshan Donghua Iron and Steel Enterprise Group Co., Ltd (bao gồm Kaiheng)	1/7 – 31/12/ 2021	Giảm 30% sản lượng
16 doanh nghiệp thép khác	20/3 – 31/12/ 2021	Giảm 30% sản lượng

Nguồn: SteelHome, Shinhan Securities Vietnam

Giá nguyên vật liệu đầu vào



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Thuế tự vệ đối với thép nước ngoài

Trong năm 2020, quyết định số 918/QĐ-BCT và 3023/QĐ-BCT là 2 biện pháp tự vệ thép tiêu biểu. Trong đó, quyết định số 918/QĐ-BCT gia hạn các mức thuế đánh lên thép dài (thép xây dựng) từ nước ngoài; quyết định số 3023/QĐ-BCT tập trung đánh vào các sản phẩm tôn mạ. Đối với thép thanh, chính sách tự vệ đã giảm tác động từ thép thanh Trung Quốc trong giai đoạn cuối 2020 đầu 2021. Các khoản thuế thép tấm ngoài việc bảo vệ các sản phẩm tôn mạ quốc nội còn có tác động tích cực đến các đơn vị sản xuất thép cán nóng (HRC – đơn vị đầu vào của tôn mạ, ống thép) trong nước như Formosa hay tập đoàn Hòa Phát một cách gián tiếp khi các công ty tôn mạ vẫn có thể giữ mức giá bán và sản lượng ổn định. Nhìn chung, các chính sách nhà nước đang có xu hướng tiếp tục bảo vệ các sản phẩm thép nội địa mặc cho sản lượng thép trên thế giới giảm mạnh năm ngoái.

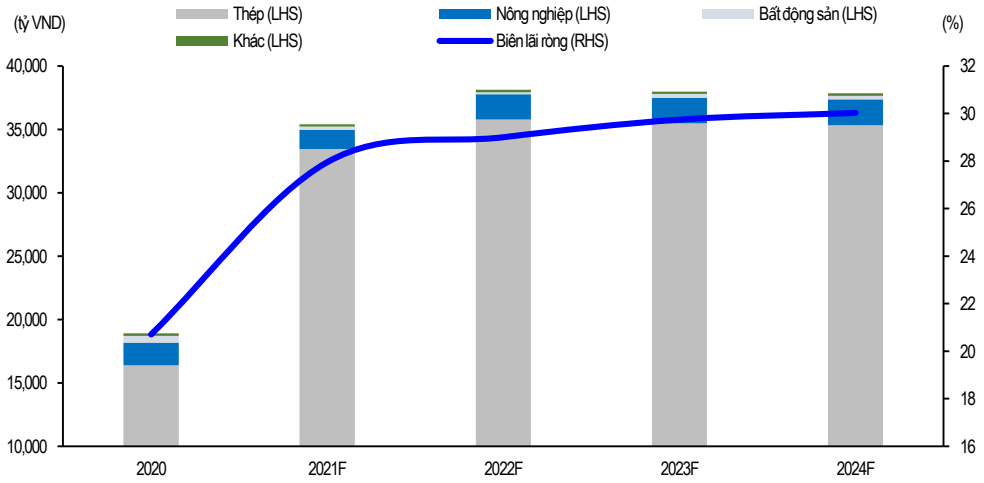
Các thuế thép tiêu biểu hiện tại ở Việt Nam

Sản phẩm	Văn bản	Xuất xứ	Tax rates	Period
Tôn mạ	QĐ số 3023/QĐ-BCT	Trung Quốc	3.7% - 38.34%	10/2020 – 04/2022
		Hàn Quốc	7.02% - 19%	
Thép thanh (thép xây dựng)	QĐ số 918/QĐ-BCT	Nhiều nước trên TG	9.4% (2021)	03/2020 – 03/2023
Phôi thép			6.4% (2023)	

Nguồn: Bộ Công Thương, Shinhan Securities Vietnam

Dự Phóng Doanh Thu

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của Tập đoàn Hòa Phát (2020 – 2025F)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của tập đoàn Hòa Phát (2021-2024F)

(Đơn vị: Tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**91,279**	**126,651**	**131,442**	**127,696**	**126,092**
① Thép	75,700	113,291	114,734	110,549	108,933
② Nông nghiệp	10,995	11,778	15,335	15,380	15,391
③ Bất động sản	2,613	771	562	956	956
④ Khác	811	811	811	811	811
Lợi nhuận gộp	**18,905**	**28,892**	**30,839**	**30,149**	**30,149**
Lợi nhuận từ HĐKD	17,121	26,372	28,224	27,609	27,640
Lợi nhuận ròng	**13,506**	**21,599**	**23,517**	**23,931**	**24,956**
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	20.7	22.8	23.5	23.6	23.9
Biên lợi nhuận từ HĐKD	18.8	20.8	21.5	21.6	21.9
Biên lợi nhuận ròng	14.8	17.1	17.9	18.7	19.8
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	41.1	40.8	3.8	-2.9	-1.3
Lợi nhuận gộp	69.0	52.8	6.7	-2.2	0.0
Lợi nhuận từ HĐKD	75.7	54.0	7.0	-2.2	0.1
Lợi nhuận ròng	35.7	37.3	2.9	-3.0	-1.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn Hòa Phát theo quý (2020 – 2022F)

(Đơn vị: Tỷ VND)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	**19,233**	**20,422**	**24,686**	**25,778**	**29,763**	**31,156**	**30,016**	**35,716**	**30,889**	**32,335**	**31,152**	**37,067**	**90,119**	**126,651**	**131,442**
Lợi nhuận gộp	3,763	3,706	5,169	6,266	6,790	7,107	6,847	8,148	7,247	7,586	7,309	8,697	18,905	28,892	30,839
Lợi nhuận từ HĐKD	3,352	3,291	4,707	5,773	6,197	6,488	6,250	7,437	6,633	6,943	6,689	7,959	17,121	26,372	28,224
Lợi nhuận ròng	**2,305**	**2,756**	**3,785**	**4,661**	**5,076**	**5,313**	**5,119**	**6,091**	**5,526**	**5,785**	**5,574**	**6,632**	**13,507**	**21,599**	**23,517**
Biên lợi nhuận (%)															
Biên lợi nhuận gộp	19.6	18.1	20.9	24.3	22.8	22.8	22.8	22.8	23.5	23.5	23.5	23.5	21.0	22.8	23.5
Biên lợi nhuận từ HĐKD	17.4	16.1	19.1	22.4	20.8	20.8	20.8	20.8	21.5	21.5	21.5	21.5	19.0	20.8	21.5
Biên lợi nhuận ròng	12.0	13.5	15.3	18.1	17.1	17.1	17.1	17.1	17.9	17.9	17.9	17.9	15.0	17.1	17.9
Tăng trưởng (%YoY)															
Doanh thu thuần	29.0	31.0	64.0	43.0	54.7	52.6	21.6	38.6	3.8	3.8	3.8	3.8	42.0	40.5	3.8
Lợi nhuận gộp	44.0	22.0	91.0	121.0	80.4	91.8	32.5	30.0	6.7	6.7	6.7	6.7	69.0	52.8	6.7
Lợi nhuận từ HĐKD	45.0	24.0	102.0	135.0	84.9	97.1	32.8	28.8	7.0	7.0	7.0	7.0	76.0	54.0	7.0
Lợi nhuận ròng	27.0	34.0	111.0	142.0	120.2	92.8	35.2	30.7	8.9	8.9	8.9	8.9	78.0	59.9	8.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

So sánh kết quả dự phóng theo năm từ Shinhan Vietnam và từ Bloomberg

(Đơn vị: Tỷ VND)	Shinhan Vietnam			Bloomberg			Chênh lệch (%)		
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	126,651	131,442	127,696	124,284	132,922	147,035	1.9	(1.1)	(13.2)
Lợi nhuận từ HĐKD	26,372	28,224	27,609	21,690	22,945	25,252	21.6	23.0	9.3
Lợi nhuận trước thuế	25,194	27,431	27,914	21,267	23,191	25,729	18.5	18.3	8.5
Lợi nhuận ròng	21,599	23,517	23,931	18,202	20,039	22,173	18.7	17.4	7.9

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

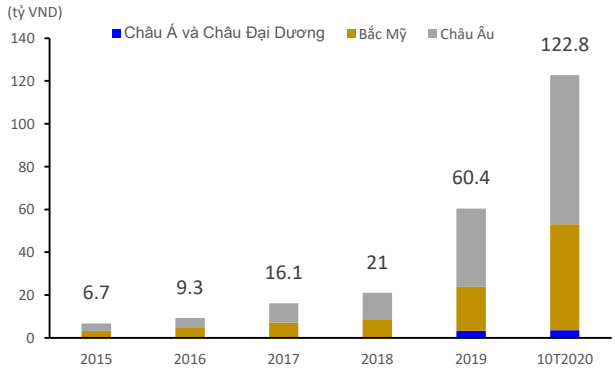
Con dao hai lưỡi

Vào năm 2016, Việt nam đã ký kết thỏa thuận Paris vốn là một hiệp uốc quốc tế có tính ràng buộc pháp lý về mỗi trường giữa các quốc gia. Nhằm chung tay giảm phát khí thải theo thỏa thuận, quyết định số 2053/QĐ-TTg được ban hành đề cập đến các nhiệm vụ bắt buộc để hướng tới mục tiêu giảm khí thải công nghiệp. Dựa vào các nhiệm vụ đã đề ra, quyết định số 967/QĐ-BXD tiếp tục đề cập đến việc chuẩn bị hệ thống đo đạt, báo cáo và giám sát (MRV) cũng như hệ thống mua bán tín dụng các-bon (ETS) nhằm quản lý và hạn chế lượng khí phát thải từ 2021. Hệ thống ETS đã được vận hành từ lâu ở các nước phát triển với New Zealand là quốc gia đầu tiên áp dụng. Năm 2018, Trung Quốc cũng bắt đầu thí điểm hệ thống tương tự. Hệ thống này buộc các doanh nghiệp đã đạt hạn mức các-bon phải mua tín chỉ từ các doanh nghiệp khác ở mức giá thị trường.

Các nghiên cứu về lượng phát thải các-bon giữa các phương pháp luyện thép từ BHM đã phát hiện lượng khí phát thải trung bình từ lò điện đạt khoảng 380kg CO2/tấn trong khi lò cao BF-BOF thải ra hơn 1,500 kg CO2/tấn. Điều này có nghĩa các doanh nghiệp sản xuất thép bằng lò cao có khả năng sử dụng hết hạn mức khí thải cao gấp 4 lần các doanh nghiệp dùng lò điện nếu các công ty được áp một mức tín dụng nhất định ứng với công suất. Trong ngắn hạn, ảnh hưởng sẽ không quá tiêu cực vì hệ thống ETS vẫn đang trong giai đoạn phát triển. Tuy nhiên, khi hệ thống kiểm soát khí thải này được hoàn thành, tập đoàn Hòa Phát với công nghệ lõi là lò cao sẽ gặp những khó khăn về giới hạn công suất cũng như sẽ phải mua tín chỉ từ bên ngoài làm chi phí mỗi tấn thép tăng vọt và giảm biên lợi nhuận.

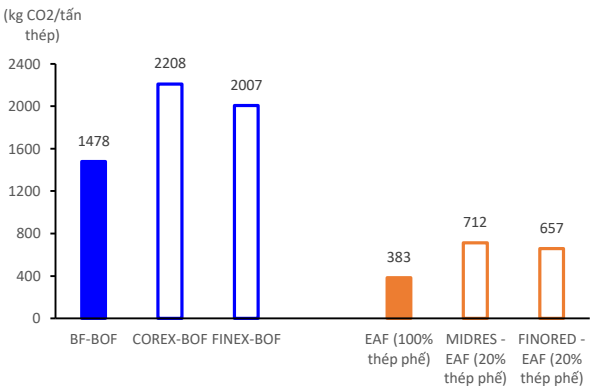
Các báo cáo từ PwC Luxembourg gần đây cũng chỉ ra tầm quan trọng của các tiêu chí ESG (Môi trường, xã hội và quản trị) trong đầu tư. Những năm trở lại đây, không chỉ châu Âu mà cả Bắc Mỹ và châu Á cũng đã bắt đầu tham gia vào xu hướng này khi tổng tài sản quản lý trong các quỹ ETF ESG đã tăng lên mức 122.8 tỷ USD trong 10 tháng 2020. Rõ ràng việc phát thải các-bon sẽ là một trở ngại lớn khiến các quỹ thận trọng hơn khi đầu tư vào tập đoàn Hòa Phát.

Tổng tài sản quản lý các quỹ đầu cơ ETF ESG



Nguồn: Morgan Stanley, Shinhan Securities Vietnam

So sáng lượng khí phát thải giữ lò cao và lò điện



Nguồn: Primetals Technologies Austria GmbH, Shinhan Securities Vietnam

Hạn chế trong khả năng kiểm soát được nguyên vật liệu đầu vào

Mặc dù vẫn đang có ý định đầu tư vào hoạt động khai thác quặng ở Úc nhằm hoàn thiện chuỗi giá trị, thép Hòa Phát trong hiện tại và tương lai gần vẫn sẽ phải gánh chịu rủi ro biến động giá quặng sắt và than cốc. Những năm gần đây, các sự kiện lớn liên tục xảy ra ảnh hưởng tiêu cực đến giá nguyên vật liệu có thể kể đến như thảm họa vỡ đập ở Brazil, cháy rừng tại Úc và gần đây là đại dịch COVID-19. Những sự kiện này đã chứng minh sự yếu ớt của nguồn cung nguyên liệu trong các thảm họa. Đối với Hòa Phát, hoạt động khai thác từ các mỏ trên thế giới khi bị tác động có thể đẩy giá nguyên liệu lên cao và làm giảm biên lợi nhuận của tập đoàn nếu mức tăng giá bán thép thành phẩm không thể theo kịp.

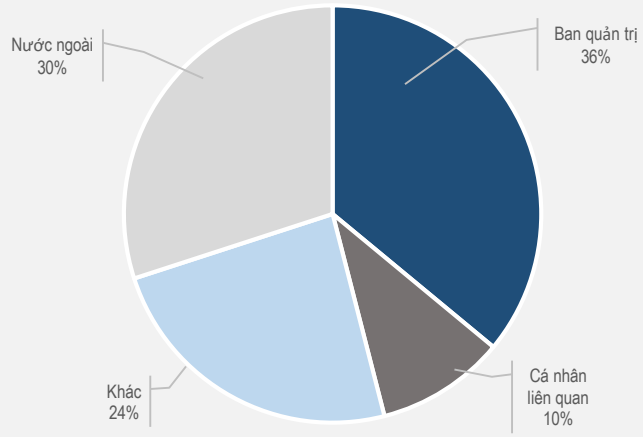
Tổng quan về công ty

Lịch sử hình thành và phát triển

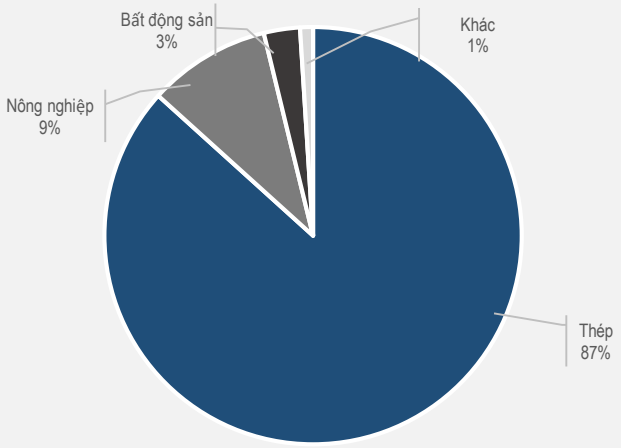
Khởi đầu từ một Công ty chuyên buôn bán các loại máy xây dựng từ tháng 8/1992, Hòa Phát lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực Nội thất (1995), Ống thép (1996), Thép xây dựng (2000), Điện lạnh (2001), Bất động sản (2001). Năm 2007, Hòa Phát tái cấu trúc theo mô hình Tập đoàn, trong đó Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát giữ vai trò là Công ty mẹ cùng các Công ty thành viên.

Ngày 15/11/2007, Hòa Phát chính thức niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mã chứng khoán HPG.

Cơ cấu cổ đông

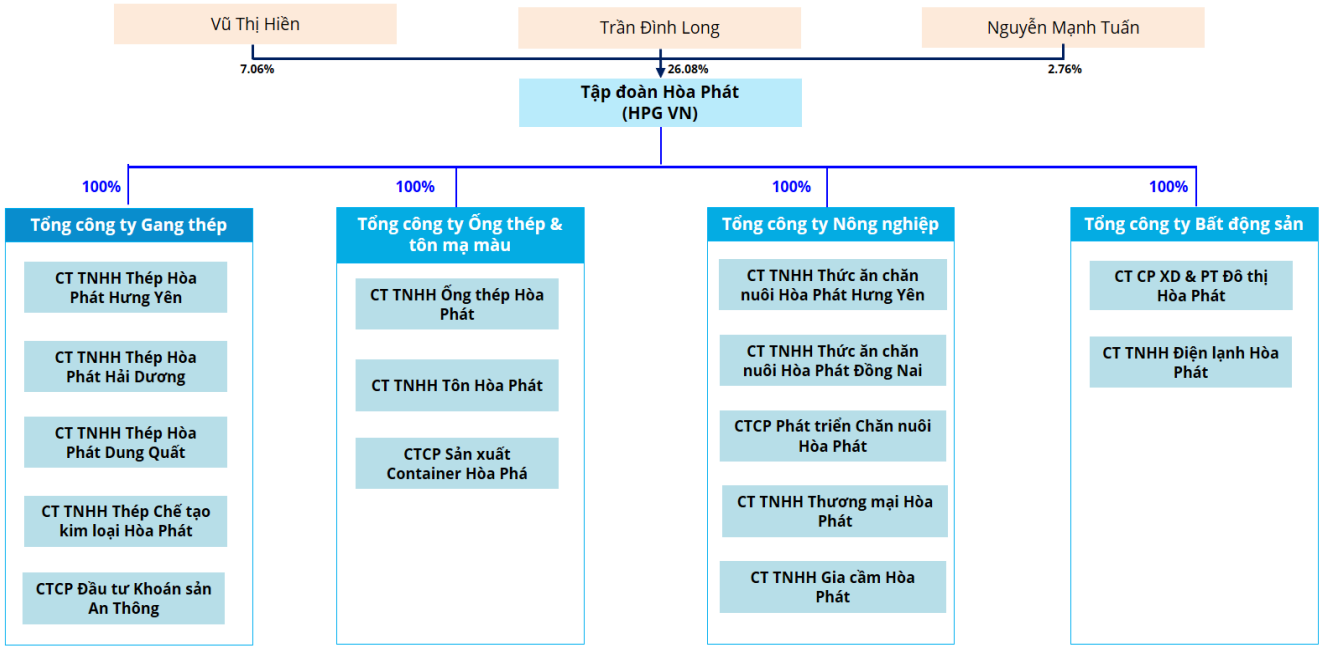


Hoạt động kinh doanh



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cấu trúc quản trị doanh nghiệp của tập đoàn Hòa Phát 2021



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tổng tài sản	**101,776**	**131,511**	**144,146**	**165,679**	**184,340**
Tài sản ngắn hạn	30,437	56,800	68,361	90,343	110,146
Tiền và tương đương tiền	4,545	13,001	17,002	34,225	53,644
Đầu tư TC ngắn hạn	2,919	11,388	11,831	11,942	11,851
Các khoản phải thu	3,561	6,125	7,202	8,159	8,203
Hàng tồn kho	19,412	26,287	32,326	36,017	36,448
Tài sản dài hạn	71,339	74,711	75,784	75,337	74,194
Tài sản cố định	69,261	72,373	73,488	73,041	71,898
Chi phí xây dựng cơ bản	45.8	171.1	171.1	171.1	171.1
Tài sản dài hạn khác	2,032	2,167	2,125	2,125	2,125
Tổng nợ	**53,989**	**72,292**	**63,328**	**61,344**	**56,074**
Nợ ngắn hạn	26,984	51,975	46,673	48,888	47,571
Khoản phải trả	7,507	10,916	12,953	14,980	14,525
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	16,838	36,799	28,136	28,821	27,828
Khác	2,639	4,261	5,584	5,087	5,219
Nợ dài hạn	27005.2	20316.4	16654.9	12456	8502.86
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	19842.1	17343.3	13689.9	9496.45	5548.45
Khác	7163.1	2973.2	2965	2959.55	2954.41
Vốn chủ sở hữu	**47,787**	**59,220**	**80,819**	**104,336**	**128,266**
Vốn góp chủ sở hữu	27,611	33,133	33,133	33,133	33,133
Thặng dư vốn	3211.6	3211.6	3211.6	3211.6	3211.6
Vốn khác	924.2	934.2	940.65	947.67	954.81
Thu nhập toàn diện khác	15,877	21,783	42,154	64,332	86,901
Lợi nhuận giữ lại	163	158	265	382	500
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	36,680	54,142	41,826	38,317	33,376
*Tổng nợ	30,761	32,319	16,001	(4,730)	(29,090)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**63,658**	**90,119**	**126,651**	**131,442**	**127,696**
Tăng trưởng (%)	14.3	41.1	40.8	3.8	-2.9
Giá vốn hàng bán	52,473	71,214	97,759	100,603	97,547
Lợi nhuận gộp	**11,185**	**18,905**	**28,892**	**30,839**	**30,149**
Biên lợi nhuận gộp (%)	(4.2)	69.0	52.8	6.7	(2.2)
Chi phí BH & QLDN	**1,442.0**	**1,784.0**	**2,520.0**	**2,615.0**	**2,540.0**
LN từ HĐKD	**9,743**	**17,121**	**26,372**	**28,224**	**27,609**
Tăng trưởng (%)	(7.6)	75.7	54.0	7.0	(2.2)
Biên LN từ HĐKD (%)	15.3	19.0	20.8	21.5	21.6
LN khác	**(646)**	**(1,765)**	**(1,178)**	**(793)**	**305**
Thu nhập tài chính	471	991	1,056	1,248	2,075
Chi phí tài chính	1,182	2,824	2,300	2,107	1,836
Trong đó: Chi phí lãi vay	937	2,207	2,300	2,107	1,836
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	65	68	66	66	66
LNTT	**9,097**	**15,356**	**25,194**	**27,431**	**27,914**
Thuế TNDN	1,518	1,849	3,595	3,914	3,983
LNST	**7,579**	**13,507**	**21,599**	**23,517**	**23,931**
Tăng trưởng (%)	(11.9)	78.2	59.9	8.9	1.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	11.9	15.0	17.1	17.9	18.7
LNST cổ đông công ty mẹ	7,527	13,439	21,492	23,400	23,812
Lợi ích CĐTS	51	67	107	117	119
LN trước thuế và lãi vay	**9,826**	**17,229**	**27,059**	**29,120**	**29,369**
Tăng trưởng (%)	(5.4)	75.0	56.6	7.4	0.7
Biên LN (%)	15.4	19.1	21.4	22.2	23.0
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**12,419**	**22,028**	**33,569**	**36,405**	**37,198**
Tăng trưởng (%)	(1.9)	77.1	52.1	8.3	2.1
Biên LN (%)	19.5	24.4	26.5	27.7	29.1

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền từ HĐKD	**7,716**	**9,004**	**23,943**	**27,568**	**31,047**
Lợi nhuận ròng	9,097	15,355	25,194	27,431	27,914
Khấu hao TSCĐ hữu hình	2,593	4,799	6,510	7,285	7,829
Khấu hao TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Lãi vay	937	2,207	2,300	2,107	1,836
Thay đổi vốn lưu động	(4,291)	(12,582)	(8,672)	(7,899)	(4,534)
Thay đổi khác	(620)	(775)	(1,389)	(1,356)	(1,998)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(18,064)**	**(16,604)**	**(7,625)**	**(6,837)**	**(6,687)**
Thay đổi tài sản cố định	(20,798)	(9,334)	(7,625)	(6,837)	(6,687)
Thay đổi tài sản đầu tư	2,364	(7,663)	-	-	-
Khác	370	393	-	-	-
Dòng tiền tự do	**(10,348)**	**(7,600)**	**16,318**	**20,731**	**24,360**
Tiền từ HĐ tài chính	**12,377**	**16,051**	**(12,316)**	**(3,508)**	**(4,942)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	3	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	12,390	17,467	(12,316)	(3,508)	(4,942)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(13)	(1,419)	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**2,029**	**8,451**	**4,002**	**17,223**	**19,418**
Tổng tiền đầu năm	2,516	4,545	13,001	17,002	34,225
Thay đổi trong tỷ giá	-	6	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	4,545	13,002	17,003	34,225	53,643

Source: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

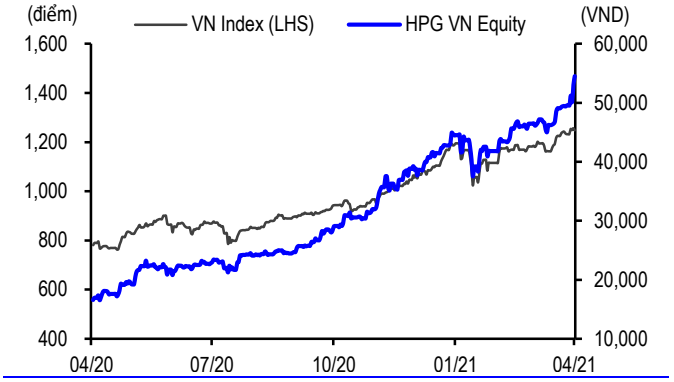
Chỉ số tài chính

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (VND)	2,726	4,056	6,487	7,063	7,187
BPS (VND)	17.2	17.8	24.3	31.4	38.6
DPS (VND)	0	500	0	0	0
PER (x)	19.59	13.17	8.23	7.56	7.43
PBR (x)	3.09	2.99	2.19	1.70	1.38
EV/EBITDA (x)	14.60	8.23	5.40	4.98	4.87
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
Lãi cổ tức (%)	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	19.5	24.4	26.5	27.7	29.1
Biên LN từ HĐKD (%)	15.3	19.0	20.8	21.5	21.6
Biên LNST (%)	1,190.0	1,500.0	1,710.0	1,790.0	1,870.0
ROA (%)	7.4	10.3	15.0	14.2	13.0
ROE (%)	15.9	22.9	26.8	22.6	18.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	77.0	91.7	51.9	36.9	26.1
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	247.7	146.7	47.7	-13.0	-78.2
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	44.3	66.3	102.5	160.2	235.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	10.5	7.8	11.8	13.8	16.0
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay vốn lưu động (lần)	4.12	4.19	4.77	4.50	4.24
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	2.70	2.71	3.02	2.79	2.68
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	17.88	14.71	17.59	16.11	15.57

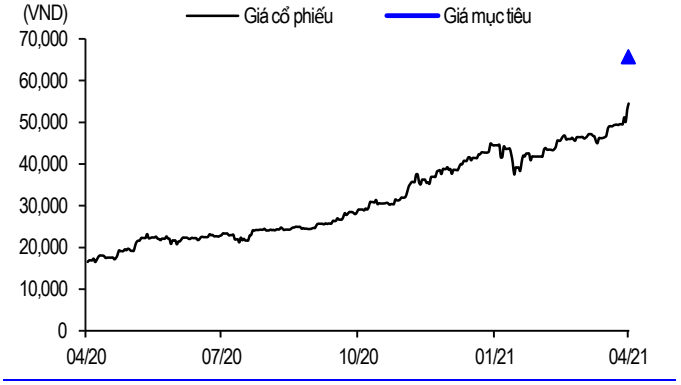
Source: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
16/04/2021 (BC lần đầu)	BUY	65,700	(1.4)	(12.1)/13.1

Note: Calculation of target price gap based on past 6 months

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ 10% trở lên	◆ **TICH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
◆ **MUA ngắn hạn:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ -10% đến 10%	◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ngắn hạn hoặc GIỮ
◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng từ -20% đến -10%	◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN
◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 6 tháng thấp hơn -20%	

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: SANG NGUYEN, and TRUNG HOANG

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Tập đoàn Hòa Phát JSC (HPG VN)
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from Nguồns deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ho Chi Minh

Shinhan Investment Corp.
Ho Chi Minh Representative Office
1st Floor, Empress Tower, 138-142 Hai Ba Trung, Da Kao Ward,
District 1, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 3824-6445
Fax : (84-8) 3824-6447