

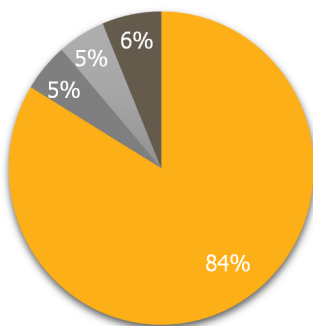
**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG - HOSE)**

**Khuyến nghị: MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Giá cổ phiếu (đồng/cp)	42,500
Giá mục tiêu (đồng/cp)	56,400
Tiềm năng tăng/giảm (%)	32.7
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	90,227
KLCP lưu hành (triệu cp)	2,123
P/E Trailing (x)	10.9
P/B (x)	2.62
P/E VN-Index (x)	20.1

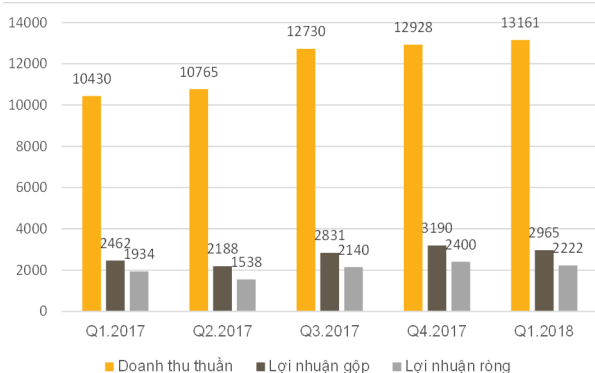
**Cơ cấu doanh thu Q1.2018:**



■ Thép ■ Sản xuất công nghiệp khác ■ BĐS ■ Nông nghiệp

Nguồn: BCTC HPG

**Kết quả kinh doanh Q4.2016 - Q4.2017**



Nguồn: BCTC HPG

**Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2018**

Trong Q1.2018, HPG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 13,161 tỷ đồng (+26.1% yoy) và 2,222 tỷ đồng (+14.8% yoy), hoàn thành 23.8% và 27.6% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận của ban lãnh đạo đưa ra trong năm 2018. Doanh thu tăng trưởng mạnh do trong quý 1, HPG ghi nhận doanh thu từ bán dự án Mandarin Garden 2 là 515 tỷ đồng (so với 16 tỷ đồng trong năm 2016), và sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 542,000 tấn (+10% yoy), ống thép đạt 148,200 tấn (+17% yoY) và giá bán thép tăng. Biên lợi nhuận gộp đạt 22.8% so với 23.9% cùng kỳ năm 2017, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với cùng kỳ do trong Q1.2017 HPG có lợi nhuận 1 phần đến từ hợp đồng hedging quặng sắt khoảng 700 tỷ đồng. Các chi phí khác không có biến động quá nhiều so với năm 2017.

Tỷ đồng	Q1.2018	Q1.2017	YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	13,161	10,430	26.2%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	2,965	2,462	20.4%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	22.5%	23.6%	NA
<b>Lợi nhuận ròng</b>	2,222	1,933	15.0%
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	16.9%	18.5%	NA

Tỷ đồng	2017	2016	YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	46,161	33,283	38.6%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	10,674	8,750	21.9%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	23.1%	26.2%	NA
<b>Lợi nhuận ròng</b>	8,014	6,606	21.3%
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	17.4%	19.8%	NA

Nguồn: BCTC HPG

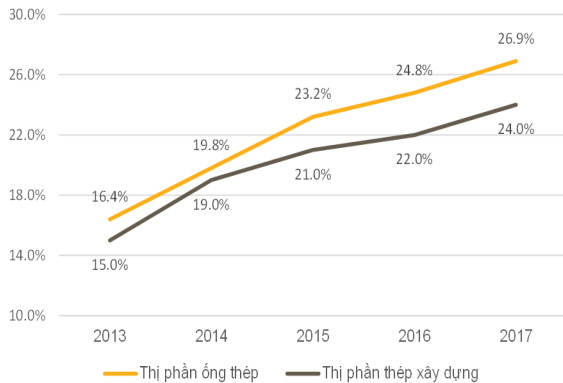
**Triển vọng 2018**

Trong năm 2018, Mỹ đã quyết định áp thuế 25% đối với thép nhập khẩu và 10% đối với nhôm. Chúng tôi đánh giá quyết định áp thuế này của Mỹ sẽ không ảnh hưởng quá lớn đến triển vọng của HPG trong các năm tới, do HPG chỉ xuất khẩu thép sang Mỹ của HPG chỉ chiếm khoảng 1% doanh thu năm 2017. Một số lo ngại về việc thép Trung Quốc bị hạn chế xuất khẩu sang Mỹ sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh lên các nước lân cận trong đó có Việt Nam là không có căn cứ. Do xuất khẩu thép từ Trung Quốc sang Mỹ chỉ chiếm 1.1% tổng lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc và Mỹ đã áp thuế rất cao lên thép có xuất xứ từ Trung Quốc trong năm 2016-2017.

**Chuyên viên Phân tích**

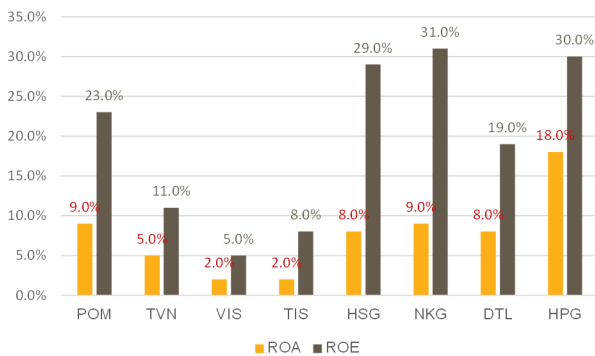
Trần Văn Thảo - [thaotv@kbsec.com.vn](mailto:thaotv@kbsec.com.vn)

**Thị phần của HPG 2013-2017**



Nguồn: VSA

**Hiệu quả hoạt động 2017:**



Nguồn: KBSV research

Do đó, chúng tôi đánh giá việc Mỹ áp thuế 25% lên thép sẽ không có ảnh hưởng quá lớn đến Hòa Phát.

HPG sẽ hoàn thành một phần giai đoạn 1 cán thép nằm trong khu liên hợp Dung Quất với công suất 600,000 tấn trong tháng 06.2018, và hoàn thành toàn bộ dây chuyền giai đoạn 1 vào tháng 02.2019 với công suất 2 triệu tấn thép dài/năm. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo HPG, 2 triệu tấn thép dài sẽ tiêu thụ chủ yếu ở miền Nam và miền Trung, và 30% là dành cho xuất khẩu.

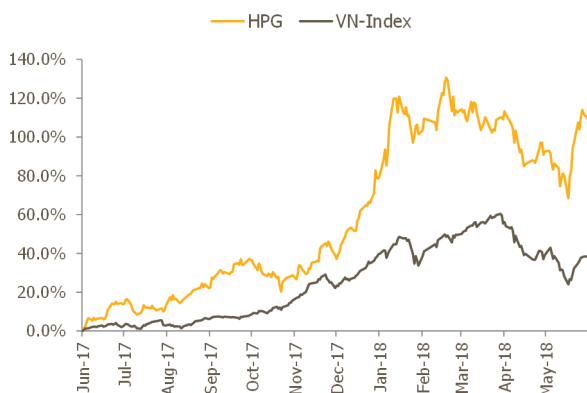
Cũng trong năm 2019, HPG sẽ tiếp tục hoàn thành giai đoạn 2 Khu liên hợp Dung Quất với công suất 2 triệu tấn HRC/năm, sẽ được tiêu thụ nội bộ dùng để hoàn thành chu trình khép kín trong việc sản xuất ống thép và tôn mạ màu. Hiện HPG có công suất sản xuất 600,000 tấn ống thép và 400,000 tấn tôn mạ màu, dự tính sẽ nâng lên hơn 1 triệu tấn ống thép và 1 triệu tấn tôn mạ vào cuối năm 2019 và 2020 nếu thị trường thuận lợi. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng của HPG trong 3 năm tới khi toàn bộ khu liên hợp Dung Quất vào hoạt động ổn định sẽ đưa HPG vào top 50 doanh nghiệp sản xuất thép lớn nhất thế giới.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo HPG trong đại hội cổ đông thường niên năm 2018, ông Trần Tuấn Dương kỳ vọng tiêu thụ thép trên đầu người của Việt Nam sẽ tăng từ 210kg/người lên 400kg/người trong 15 năm tới và chia sẻ có thể tăng gấp đôi công suất của Dung Quất hiện tại lên 8 triệu tấn/năm nếu thị trường thuận lợi.

HPG sẽ hoàn thành và chuyển giao dự án bất động sản Mandarin Garden 2 trong năm 2018 với tổng doanh thu dự kiến đạt 1,500 tỷ đồng, đã được ghi nhận 1 phần trong Q1.2018, và sẽ tiếp tục được ghi nhận trong quý 2 và quý 3 sắp tới. Ngoài ra, trong tháng 4 vừa rồi, HPG đã tạm dừng lò cao số 2 với công suất 500,000 tấn/năm để tiến hành bảo trì sau thời gian hoạt động.

Gần đây giá thép đã có xu hướng hồi phục trở lại sau khi giảm xuống mức thấp nhất 10 tháng do quyết định áp thuế chống bán phá giá 25% đối với thép của Mỹ. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của giá thép do việc Trung Quốc tích cực trong việc cắt giảm sản lượng dư thừa để bảo vệ môi trường. Trung Quốc, nhà sản xuất hơn 50% sản lượng thép thô của thế giới, đã cắt giảm công suất 100 triệu tấn/năm, tương đương tổng sản lượng thép hàng năm của Nhật Bản, Trung Quốc cũng cắt giảm 30% thép xuất khẩu trong năm 2016 và 2017. Tuy vậy, Trung Quốc vẫn còn công suất thép dư thừa lên đến 200 triệu tấn/năm. Theo thống kê, sản lượng thép thô toàn cầu đạt 1,600 triệu tấn trong năm 2016 và Trung Quốc sản xuất 800 triệu tấn thép mỗi năm vào thời điểm cuối năm 2015, trong khi công suất thép của nước này lên đến hơn 1,100 triệu tấn, có nghĩa là Trung Quốc có công suất thép dư thừa là 300 triệu tấn. Tại cuộc họp quốc hội thường niên của Trung Quốc, Ủy ban cải cách và Phát triển quốc gia cho biết sẽ cắt giảm sản lượng thép là 30 triệu tấn trong năm 2018. Kế hoạch giảm 30 triệu tấn thép trong năm 2018 sẽ nâng tổng sản lượng cắt giảm trong 3 năm lên 145 triệu tấn, việc này sẽ giúp Trung Quốc đạt mục tiêu giảm dư thừa nguồn cung 150 triệu tấn vào năm 2018, trước 2 năm so với mục tiêu ban đầu. Trong năm 2017 giá thép thanh tăng 17.4% và thép cuộn tăng 20.1% so với năm 2016.

**Tăng trưởng so với VN-Index (1 year)**



Nguồn: FiinPro, KBSV research

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG trong năm 2018 đạt lần lượt là 62,000 tỷ đồng (+34.5% YoY) và 9,600 tỷ đồng (+20% YoY) nhờ vào đóng góp chính từ các mảng mới sẽ được ghi nhận và đi vào hoạt động trong năm 2018 như: dự án Mandarin Garden 2; 400,000 tấn tôn mạ màu bắt đầu hoạt động trong tháng 4 và giai đoạn 1 của khu liên hợp thép Dung Quất. Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng thép xây dựng tiêu thụ trong năm 2018 đạt 2,6 triệu tấn (+20% yoy) nhờ giai đoạn 1 của Khu liên hợp thép đi vào hoạt động trong tháng 06.2018.

► **Khuyến nghị**

HPG hiện đang giao dịch tại mức PE forward 2018 là 9.4x. Giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 56,400 đồng/cp, với giả định HPG sẽ không tăng công suất của Dung Quất vào năm 2020 và tăng trưởng dài hạn ở mức 6%/năm sau năm 2022. Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu **56,400 đồng/cp**.

**TÓM TẮT TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP GIAI ĐOẠN 2014-2018**

Tóm tắt tài chính	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Doanh thu (tỷ đồng)	25,851	27,864	33,884	46,854	62,000
Tăng trưởng (% YoY )	34.6	7.8	21.6	38.3	32.3
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	3,250	3,504	6,606	8,014	9,600
Tăng trưởng (% YoY)	61.7	7.8	88.5	21.3	19.8
Biên lợi ròng (%)	12.6	12.6	19.5	17.1	15.5
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	11,795	14,466	19,850	32,397	41,997
Tổng tài sản (tỷ đồng)	22,089	25,506	33,226	53,021	78,901
ROE (%)	30.5	26.7	38.5	30.7	25.8
ROA (%)	18.3	14.7	22.5	18.6	14.6
EPS (đồng)	6,435	4,517	7,162	5,316	4,522
Cổ tức (đồng)	1,500	1,000	1,500	0	0

Nguồn: BCTC công ty HPG, KBSV dự phóng

**CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ**

- MUA** - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%
- GIỮ** - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%
- BÁN** - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%
- KHÔNG XẾP HẠNG** - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**
**Trụ sở chính:**

Tầng 1&3, Sky City Tower  
88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm  
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 24 3776 5929 - Fax: (84) 24 3822 3131

**Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:**

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
Điện thoại: (84) 28 3521 4299 - Fax: (84) 28 3914 1969

**BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU CHỨNG KHOÁN**

**Võ Văn Cường** - Giám đốc Nghiên cứu Chứng khoán

Email: [cuongvv@kbsec.com.vn](mailto:cuongvv@kbsec.com.vn)

**Trần Văn Thảo** - Chuyên viên phân tích

Email: [thaotv@kbsec.com.vn](mailto:thaotv@kbsec.com.vn)

**Lê Ngọc Hân** - Chuyên viên phân tích

Email: [hanln@kbsec.com.vn](mailto:hanln@kbsec.com.vn)

**TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU - HỘI SỞ**

**Nguyễn Xuân Bình** - Giám đốc Nghiên cứu

Email: [binhnx@kbsec.com.vn](mailto:binhnx@kbsec.com.vn)

**Đặng Thanh Thế** - Trưởng phòng

Email: [thedt@kbsec.com.vn](mailto:thedt@kbsec.com.vn)

**Nguyễn Anh Tùng** - Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: [tungna@kbsec.com.vn](mailto:tungna@kbsec.com.vn)

**TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC**

**Chu Thị Minh Phương** - Trưởng nhóm cao cấp

Email: [phuongctm@kbsec.com.vn](mailto:phuongctm@kbsec.com.vn)

**Vân Ngọc Duy Tân** - Chuyên viên khách hàng tổ chức

Email: [tanvndn@kbsec.com.vn](mailto:tanvndn@kbsec.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV ("Công ty"), KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. KBSV có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. KBSV có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của KBSV có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. KBSV sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.