

# Công ty CP Tập đoàn Hòa Phát (HPG:HSX)



BÁO CÁO LẦN ĐẦU  
14/08/2019

Lê Thành Công – Chuyên viên phân tích  
congl@kbsec.com.vn

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng và ống thép có thị phần lớn nhất Việt Nam.**

**Dự án Dung Quất Hòa Phát khi hoàn thành sẽ giúp sản lượng sản xuất thép của Hòa Phát tăng gấp 3 lần hiện tại.**

**Quy mô sản xuất lớn và công nghệ sản xuất từ lò cao BOF giúp Hòa Phát có chi phí sản xuất thấp**

### Rủi ro đầu tư

Lũy kế 2 Quý đầu năm 2019, doanh thu mảng kinh doanh thép chiếm 79% doanh thu của Hòa Phát, thị phần đạt 27% với mảng thép xây dựng và 33% với mảng ống thép, đứng đầu thị trường.

Hòa Phát đang triển khai siêu dự án Dung Quất Hòa Phát với quy mô gần 3 tỉ USD. Khi hoàn thành, Khu liên hiệp thép Dung Quất Hòa Phát sẽ có công suất 4 triệu tấn thép. Dự án được chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn 1, công suất 2 triệu tấn thép xây dựng, được khởi công vào tháng 02/2017; giai đoạn 2, công suất 2 triệu tấn thép HRC, được khởi công vào tháng 08/2017.

Hiện nay, có 2 công nghệ sản xuất thép chủ yếu trên thế giới là lò cao BOF và lò điện EAF. Sử dụng công nghệ lò cao BOF với quy mô sản xuất lớn hơn cùng nguyên liệu đầu vào chính là Quặng sắt và than cốc sẽ giúp cho Hòa Phát có lợi thế chi phí sản xuất so với các nhà sản xuất thép khác sử dụng công nghệ EAF với nguyên liệu đầu vào là Thép phế và điện.

(1) Rủi ro liên quan đến thị trường bất động sản; (2) Rủi ro biến động giá thép đầu ra và giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp; (3) Rủi ro liên quan đến Dự án Dung Quất Hòa Phát bị chậm tiến độ và vận hành.

## Mua

Giá mục tiêu	29.835 VND
Tăng/Giảm	27.3 %
Giá hiện tại (14/08/2019)	23.450 VNĐ
Giá mục tiêu	29.835 VND
Vốn hóa thị trường	64.747 tỷ VNĐ (2.80 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 14/08/2019: 1USD= 23,120 VND	

### Dự phóng doanh thu và định giá

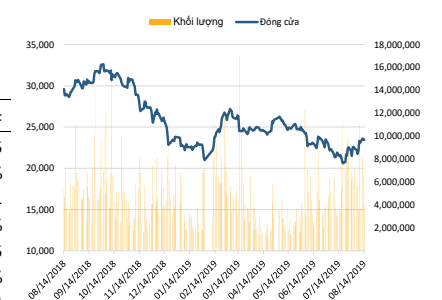
	2018A	2019F	2020F	2021F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	55,836	64,825	84,485	97,565
Tốc độ tăng trưởng (%)	21%	16%	30%	15%
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	11,671	10,278	13,782	16,281
Biên lợi nhuận gộp (%)	21%	16%	16%	17%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	8,601	7,192	9,315	10,145
Biên lợi nhuận ròng (%)	15%	11%	11%	10%
EPS (nghìn VNĐ)	3,115	2,605	3,374	3,674
P/E (x)	7.53	9.00	6.95	6.38

### Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	2,761,074,115
KLGD khớp lệnh TB 10 phiên	6,428,300
% sở hữu nước ngoài	38.29%

### % thay đổi giá

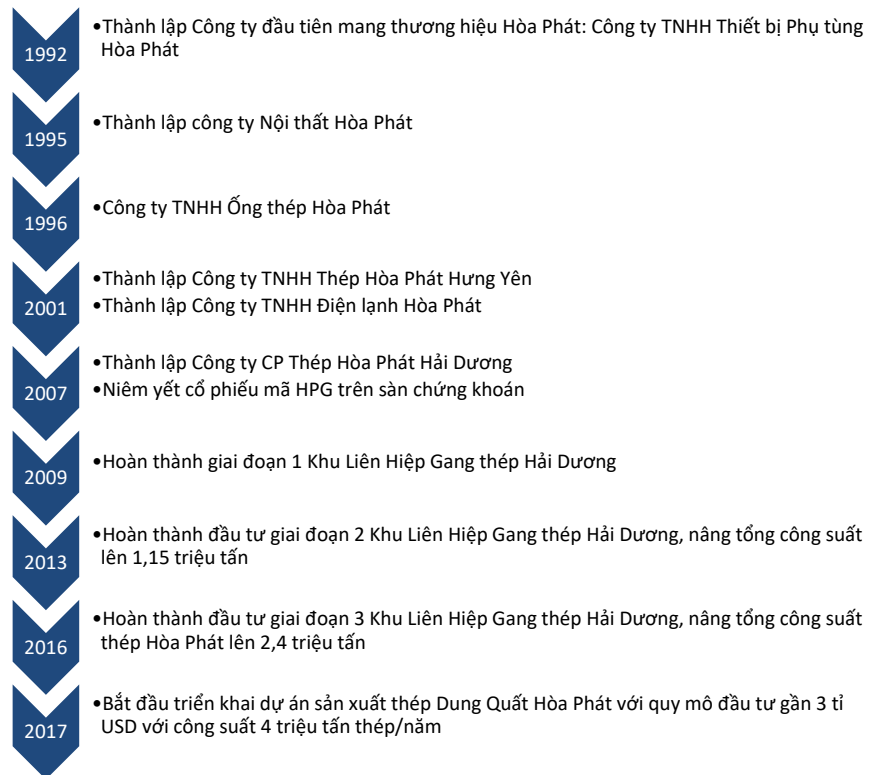
(%)	1M	3M	6M	12M
HPG	9.3%	-5.9%	-1.7%	-20.8%
VN-INDEX	-0.7%	0.4%	1.7%	-1.0%



Nguồn: Fiiipro, KBSV Research

## I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

### Quá trình hình thành và phát triển

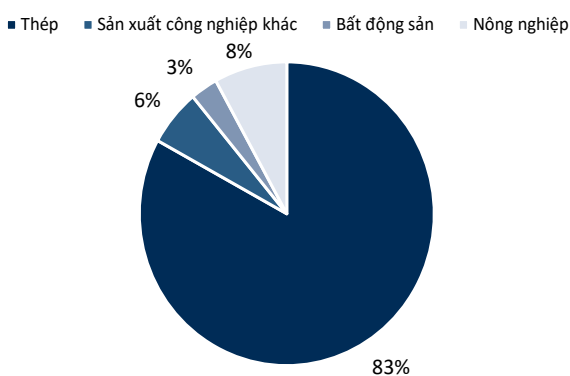


### Lĩnh vực hoạt động và Cơ cấu cổ đông

#### Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất thép có thị phần lớn nhất Việt Nam

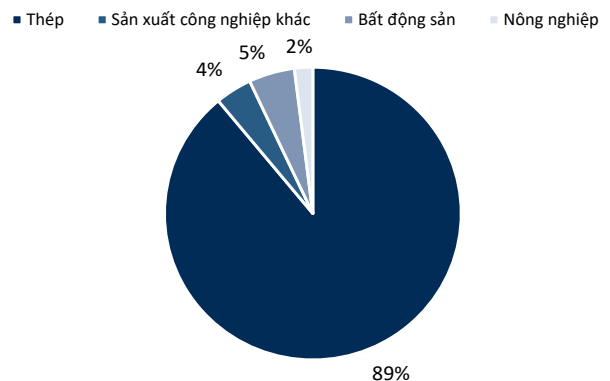
Được thành lập từ năm 1992, tuy nhiên ngành nghề đầu tiên mà Hòa Phát tham gia là kinh doanh phụ tùng. Đến năm 1996, Hòa Phát mới bắt đầu bước chân vào sản xuất ống thép và năm 2001 là sản xuất thép xây dựng. Sau gần 20 năm liên tục phát triển, Hòa Phát đã vươn lên trở thành nhà sản xuất thép xây dựng và ống thép có thị phần số 1 Việt Nam. Đến cuối năm 2018, doanh thu và lợi nhuận từ mảng kinh doanh thép chiếm 83% và 89%. Vì thế trong khuôn khổ bài phân tích này, chúng tôi chỉ đề cập đến mảng kinh doanh thép của Doanh nghiệp.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu HPG năm 2018



Nguồn: HPG, KBSV Research

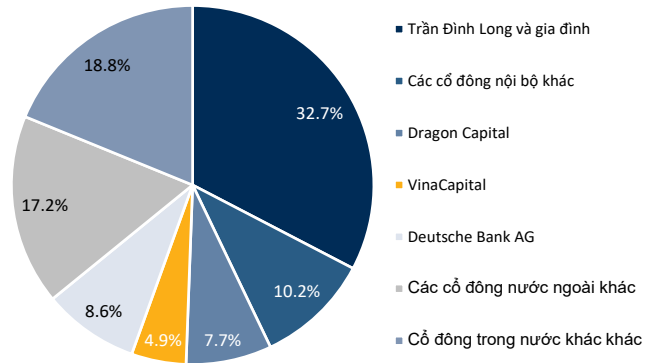
Biểu đồ 2: Cơ cấu lợi nhuận gộp HPG năm 2018



Nguồn: HPG, KBSV Research

Hiện nay, theo cơ cấu cổ đông của HPG, ông Trần Đình Long, chủ tịch HĐQT, cùng gia đình đang nắm giữ khoảng 32,7% lượng cổ phần; cổ đông là Cán bộ chủ chốt trong Công ty đang nắm giữ khoảng 10,2%; Các nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ khoảng 38,2% trong room ngoại tối đa của HPG là 49%; các nhà đầu tư trong nước khác nắm giữ khoảng 18,8%.

Biểu đồ 3: Cơ cấu sở hữu của Hòa Phát



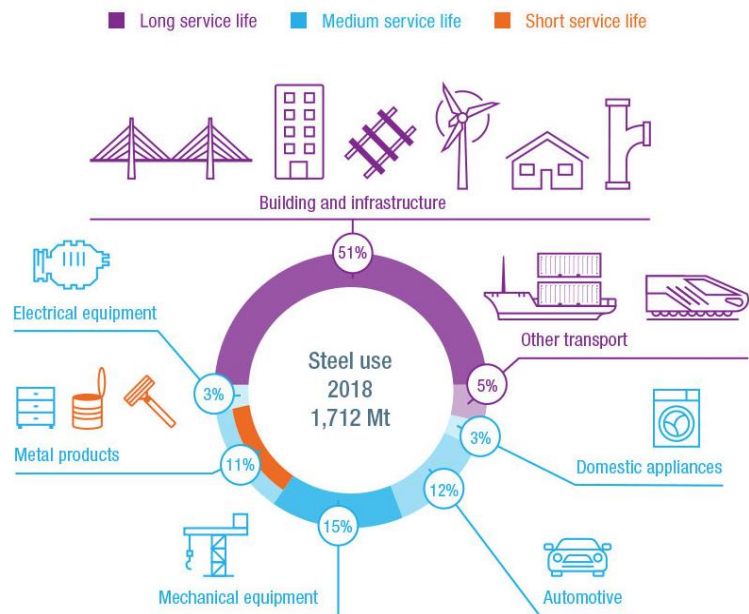
Nguồn: HPG, KBSV Research

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Công nghệ, quy trình sản xuất và các loại thép phổ biến

Hiện tại trên thế giới, các sản phẩm thép được phân loại thành hai nhóm chính: thép dài và thép dẹt.

- **Thép dài:** bao gồm các loại thép xây dựng như thép thanh (rebar), thép cuộn (Wire rod)... Hầu hết được sản xuất từ Phôi thép vuông (square billet)
- **Thép dẹt:** bao gồm các loại thép như Tôn, ống thép hàn, thép để sản xuất ô tô, thép dùng để chế tạo máy...Thép loại này chủ yếu được sản xuất từ Thép cuộn cán nóng (Hot rolled coil – HRC)

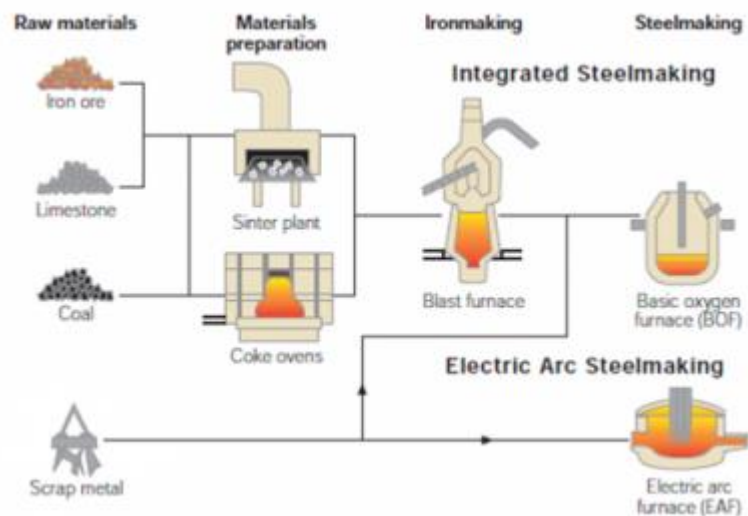


Năm 2018, toàn thế giới tiêu thụ 1,7 tỉ tấn thép, trong đó 51% là thép dài, 49% là thép dẹt. Tỷ trọng tiêu thụ các sản phẩm thép dài và thép dẹt cũng thay đổi theo từng quốc gia. Ở các quốc gia đang phát triển, thép dài được tiêu thụ nhiều hơn cho xây dựng cơ sở hạ tầng, như Việt Nam, Trung Quốc, Bangladesh... và ở các quốc gia phát triển, cơ sở hạ tầng đã gần như hoàn thiện, thép dẹt lại được tiêu thụ với tỷ lệ cao hơn để phục vụ cho hoạt động sản xuất ô tô và chế tạo.

### Có hai loại công nghệ để sản xuất thép thô là công nghệ lò cao BOF và lò điện EAF

Có hai loại công nghệ sản xuất thép thô phổ biến trên thế giới:

- Công nghệ lò cao BOF (Basic oxygen furnace): Công nghệ này luyện thép bằng cách loại bỏ phần tạp chất ra khỏi quặng sắt bằng nhiệt để thu được gang lỏng và tiếp tục loại bỏ Carbon trong thành phần gang lỏng để tạo ra thép nóng chảy. Sau đó dòng thép nóng chảy này được cho chảy vào máy đúc liên tục để thu được phôi thép. Nguyên liệu chủ yếu của công nghệ luyện thép này Quặng sắt, Than mỡ luyện cốc, chất dẫn chảy, Dolomit...
- Công nghệ lò điện EAF (Electric arc furnace): Công nghệ này luyện thép bằng cách nung chảy thép tái chế bằng điện và loại bỏ tạp chất để thu được dòng thép nóng chảy. Vì thế, nguyên liệu chính của công nghệ này là Thép tái chế và Điện.

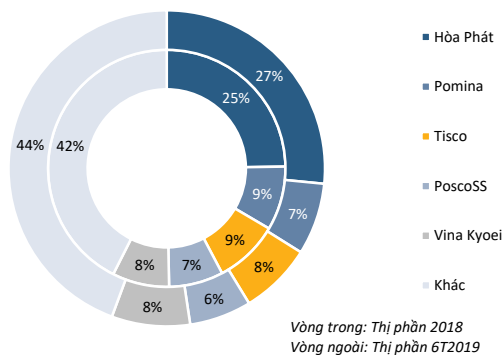


### Các nhà máy và dự án thép của Hòa Phát

#### Thép Hòa Phát đứng đầu về thị phần về tiêu thụ sản phẩm thép xây dựng và ống thép

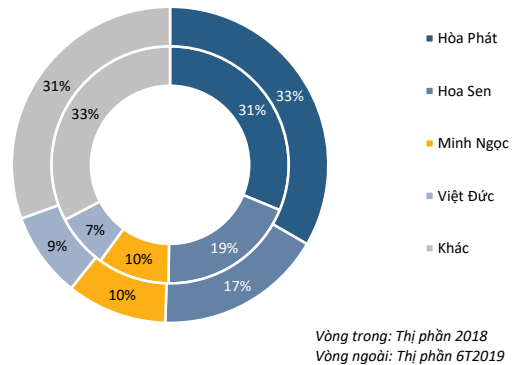
Hiện nay, Hòa Phát kinh doanh hầu hết các sản phẩm thép bao gồm: thép thanh, thép cuộn, thép dự ứng lực, ống thép và tôn... 6 tháng đầu năm, Hòa Phát là doanh nghiệp có thị phần tiêu thụ nội địa thép xây dựng và ống thép lớn nhất Việt Nam, lần lượt đạt 27% và 33%. Với kết quả này, Hòa Phát tiếp tục gia tăng 2% thị phần ở cả thị trường thép xây dựng và ống thép so với năm 2018.

**Biểu đồ 4: Thị phần tiêu thụ thép xây dựng nội địa Hòa Phát**



Nguồn: HPG; KBSV Research

**Biểu đồ 5: Thị phần tiêu thụ ống thép nội địa Hòa Phát**



Nguồn: HPG; KBSV Research

Hòa Phát hiện đang vận hành 3 khu Liên hiệp sản xuất thép xây dựng, 3 nhà máy sản xuất ống thép và 1 nhà máy tôn mạ đang chạy thử nghiệm, sắp đưa vào vận hành chính thức.

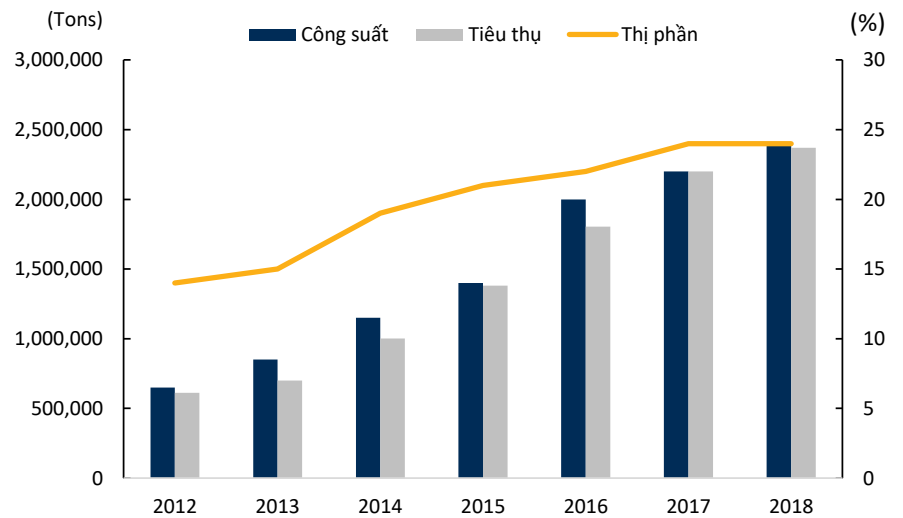
**Bảng 1: Các nhà máy và dự án thép của Hòa Phát**

Nhà máy	Sản phẩm	Công suất	Công nghệ	Tình trạng
Khu liên hiệp gang thép Hưng Yên	Thép xây dựng	400.000 tấn/năm	EAF	Đang phải di dời nhà máy về KCN Phố Nối A nhằm tối ưu quy trình luyện - đúc phôi - cán thép liên hoàn. Dự kiến đến tháng 9/2019 sẽ hoàn thành
Khu liên hiệp gang thép Hải Dương	Thép xây dựng	2.000.000 tấn/năm	BOF	Đang chạy hết công suất
Khu liên hiệp gang thép Dung Quất Hòa Phát	Thép xây dựng	2.000.000 tấn/năm	BOF	Đã hoàn thành nhà máy cán thép số 1 - giai đoạn 1 công suất 600.000 tấn/năm, lò cao số 1 - giai đoạn 1 cũng đã bắt đầu chạy thử nghiệm. Dự kiến đến cuối năm 2019 sẽ hoàn thành nhà máy cán thép số 2 - giai đoạn 1 với công suất 1.2 triệu tấn/năm.
	HRC	2.000.000 tấn/năm	BOF	
Nhà máy ống thép Hưng Yên	Ống thép	250.000 tấn/năm		Đang chạy hết công suất
Nhà máy ống thép Đà Nẵng	Ống thép	200.000 tấn/năm		Đang chạy hết công suất
Nhà máy ống thép Bình Dương	Ống thép	200.000 tấn/năm		Đang chạy hết công suất
Nhà máy tôn mạ Hưng Yên	Tôn mạ	400.000 tấn/năm		Đang chạy thử nghiệm, dự kiến đến cuối năm 2019 sẽ đưa vào chạy chính thức

Nguồn: HPG; KBSV Research

Kể từ khi Khu liên hiệp gang thép Hải Dương hoàn thành giai đoạn 1 vào khoảng đầu năm 2010, Hòa Phát đã liên tục tăng công suất, sản lượng tiêu thụ và giành được thêm thị phần. Trong gần 10 năm vừa qua, doanh nghiệp hầu như lúc nào cũng chạy hết công suất và tiêu thụ hết sản phẩm mình sản xuất ra.

Biểu đồ 6: Công suất và sản lượng tiêu thụ thép xây dựng theo năm của HPG



Nguồn: HPG; KBSV Research

**Hiện tại, Hòa Phát đang triển khai dự án Khu liên hiệp Dung Quất Hòa Phát với công suất 2 triệu tấn thép xây dựng và 2 triệu tấn thép cuộn cán nóng HRC.**

Hòa Phát hiện đang triển khai siêu dự án Khu liên Hiệp Dung Quất Hòa Phát với tổng mức đầu tư gần 3 tỉ USD và được chia thành 2 giai đoạn. Giai đoạn 1, bắt đầu khởi công từ 2/2017 với tổng công suất 2 triệu tấn thép xây dựng bằng công nghệ lò cao BOF. Giai đoạn 2, bắt đầu khởi công từ tháng 10/2017 với công suất 2 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC) cũng với công nghệ lò cao BOF.

Đến thời điểm hiện tại, giai đoạn 1 của dự án đã hoàn thành 75%; nhà máy cán thép số 1 với công suất 600.000 tấn/năm đã đi vào hoạt động vào tháng 8/2018; lò cao số 1 đã đang bước vào giai đoạn chạy thử nghiệm; nhà máy cán thép số 2 với công suất 1,2 triệu tấn/năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2019 này. Chúng tôi kỳ vọng, toàn bộ giai đoạn 1 dự án sẽ hoàn thành vào khoảng giữa năm 2020 và toàn bộ giai đoạn 2 sẽ hoàn thành vào nửa cuối năm 2021. Dự kiến đến cuối năm 2021, công suất sản xuất thép của Hòa Phát sẽ đạt 6,5 triệu tấn, cao gấp gần 3 lần so với thời điểm dự án Dung Quất Hòa Phát chưa được triển khai.

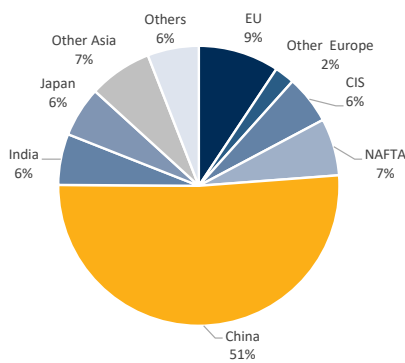


### Tác động của thép Trung Quốc tới thép Việt Nam

**Trung Quốc là quốc gia sản xuất thép nhiều nhất thế giới và thép Trung Quốc cũng tác động lớn đến ngành thép Việt Nam.**

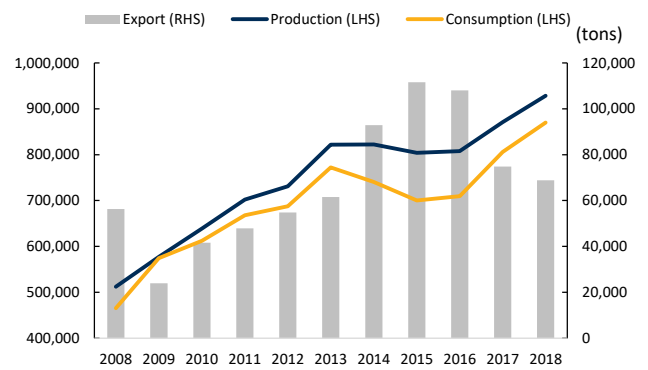
Trung Quốc là quốc gia có sản lượng thép lớn nhất thế giới, chiếm tỉ lệ gần 50%, với tổng công suất tối đa hơn 1 tỉ tấn/năm. Hàng năm, Trung Quốc xuất khẩu hàng chục triệu tấn thép ra nước ngoài, đặc biệt là các quốc gia xung quanh. Cá biệt như năm 2015 và 2016, Trung Quốc đã xuất khẩu hơn 100 triệu tấn thép. Với lợi thế về quy mô, thép Trung Quốc đã gây sức ép cạnh tranh lớn đối với thị trường thép tại các quốc gia xung quanh, gây thiệt hại nặng nề cho các nhà sản xuất thép nội địa và Việt Nam là một trong những quốc gia chịu tác động mạnh nhất.

**Biểu đồ 7: Thị phần sản lượng thép thô thế giới 2018**



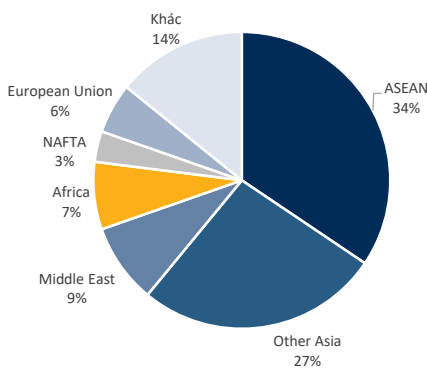
Nguồn: WorldSteel Association; KBSV Research

**Biểu đồ 8: Sản xuất, tiêu thụ, xuất khẩu thép Trung Quốc**



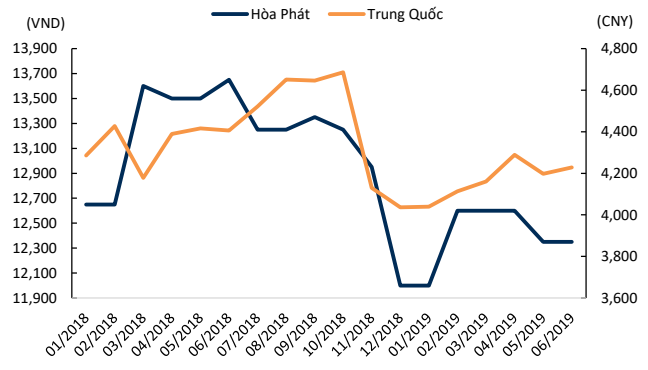
Nguồn: WorldSteel Association; KBSV Research

**Biểu đồ 9: Cơ cấu xuất khẩu thép Trung Quốc 2017**



Nguồn: WorldSteel Association; KBSV Research

**Biểu đồ 10: Tương quan giá thép Hòa Phát và Trung Quốc**

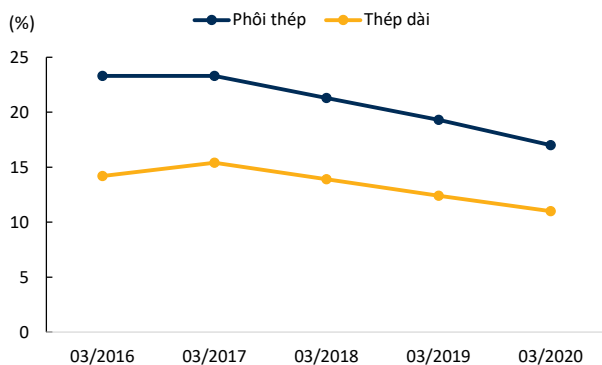


Nguồn: FiinPro; Custeel, KBSV Research

**Bắt đầu từ năm 2016, Việt Nam bắt đầu áp dụng thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm thép dài và phôi thép.**

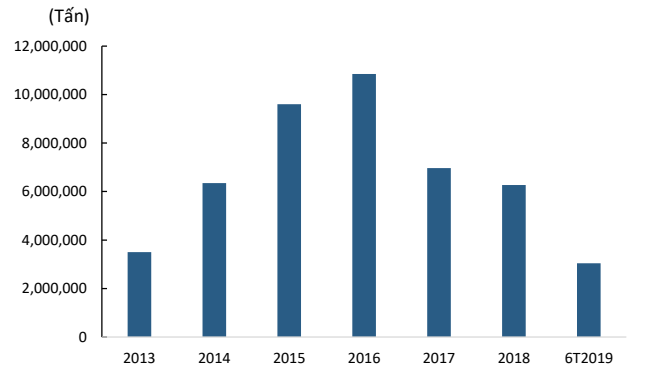
Từ năm 2016, Việt Nam đã áp dụng thuế chống bán phá giá 14,2% đối với thép dài, 23,3% đối với phôi thép, giảm dần 1%-2% qua các năm và về 0% vào thời điểm tháng 03/2020. Tuy nhiên, chính sách thuế này nhiều khả năng là sẽ tiếp tục được gia hạn sau đó. Việc áp dụng thuế chống bán phá giá đã hạn chế được phần nào lượng thép Trung Quốc nhập khẩu. Nhưng do vẫn phải nhập một số loại thép đầu vào như phôi thép, thép cuộn cán nóng HRC... diễn biến giá thép Việt Nam vẫn bị ảnh hưởng nhiều bởi giá thép Trung Quốc.

Biểu đồ 11: Thuế chống bán phá giá Thép dài và Phôi thép



Nguồn: Bộ tài chính, KBSV Research

Biểu đồ 12: Lượng nhập khẩu thép các loại từ Trung Quốc



Nguồn: Tổng cục Hải quan; KBSV Research

**Năm 2018, doanh thu Hòa Phát đạt 55.836 tỉ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 8.601 tỉ đồng**

**Nửa đầu năm 2019, doanh thu Hòa Phát đạt 30.061 tỉ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 3.836 tỉ đồng.**

**Tổng tài sản thời điểm 30/06/2019 của Hòa Phát tăng 19% so với đầu năm do Xây dựng dở dang dự án Dung Quất Hòa Phát tăng mạnh**

**Các chỉ số tài chính liên quan đến nợ vay của Hòa Phát thời điểm 30/06/2019 tăng khá mạnh do doanh nghiệp phải sử dụng nợ vay để tài trợ cho dự án mới.**

### III. KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần Hòa Phát năm 2018 đạt 55.836 tỉ đồng, tăng 21% so với năm 2017. Đây là năm thứ 6 liên tiếp doanh thu của Hòa Phát đạt mức tăng trưởng cao. CAGR giai đoạn 2012-2018 đạt 22,1%. Biên lợi nhuận gộp đạt 20,9%, giảm 2% so với năm 2017. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp vẫn được giữ ở quanh mức 2%-2,5%. Lợi nhuận sau thuế năm 2018 đạt 8.601 tỉ đồng, tăng 7,3% so với năm 2017, CAGR giai đoạn 2012-2018 đạt 42%.

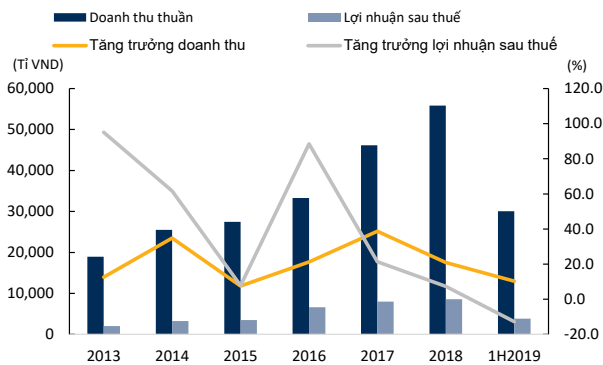
Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2019 của HPG, doanh thu đạt 30.061 tỉ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp đạt 18,8% giảm 2,7% so với cùng kỳ 2018 do ảnh hưởng của việc giá thép đầu ra giảm cùng giá quặng sắt đầu vào tăng mạnh. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ở mức 2,3%. Lợi nhuận sau thuế đạt 3.836 tỉ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ năm trước.

Tổng tài sản tính đến thời điểm 30/06/2019, đạt 93.019 tỉ, tăng 19% so với thời điểm 31/12/2018, và 75% so với thời điểm 31/12/2017, nguyên nhân do Xây dựng dở dang dự án Dung Quất Hòa Phát tăng mạnh. Tỷ trọng khoản mục Tài sản cố định dở dang cộng với tài sản cố định đang chiếm tỷ trọng lớn nhất là 66% Tổng tài sản. Các khoản mục phải thu và hàng tồn kho vẫn ở mức khá ổn định.

Do doanh nghiệp phải sử dụng nợ vay tài trợ cho dự án Dung Quất – Quảng Ngãi nên, vào thời điểm 30/06/2019, nhóm các chỉ số liên quan đến nợ vay như Nợ phải trả/Tổng tài sản và Nợ vay dài hạn/Tổng tài sản đều tăng khá mạnh và đạt mức lần lượt 52,4% và 21,8%, tăng so với mức 48,1% và 16,4% so với thời điểm 31/12/2018.

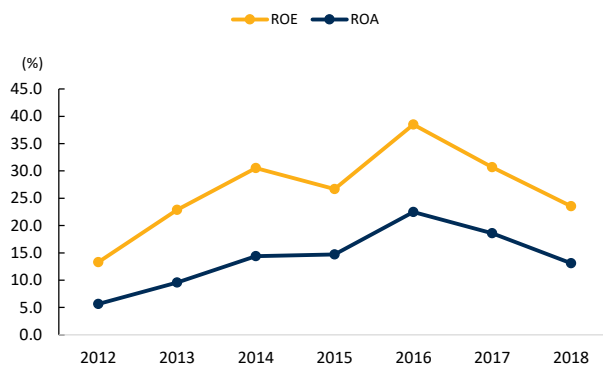


Biểu đồ 13: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG



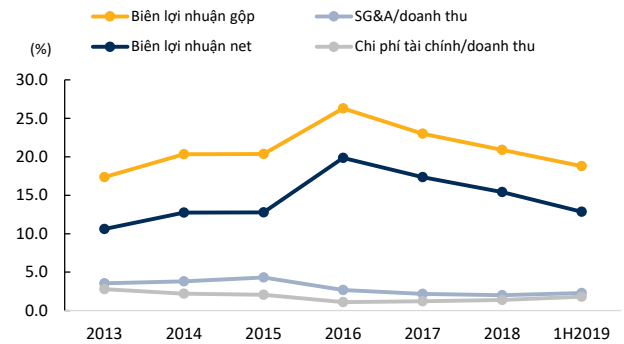
Nguồn: HPG; KBSV Research

Biểu đồ 15: ROE và ROA của Hòa Phát



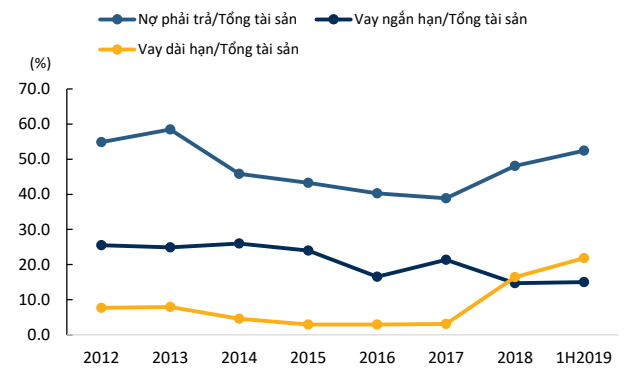
Nguồn: HPG; KBSV Research

Biểu đồ 14: Các chỉ số tài chính HPG



Nguồn: HPG; KBSV Research

Biểu đồ 16: Một vài chỉ số tài chính của HPG



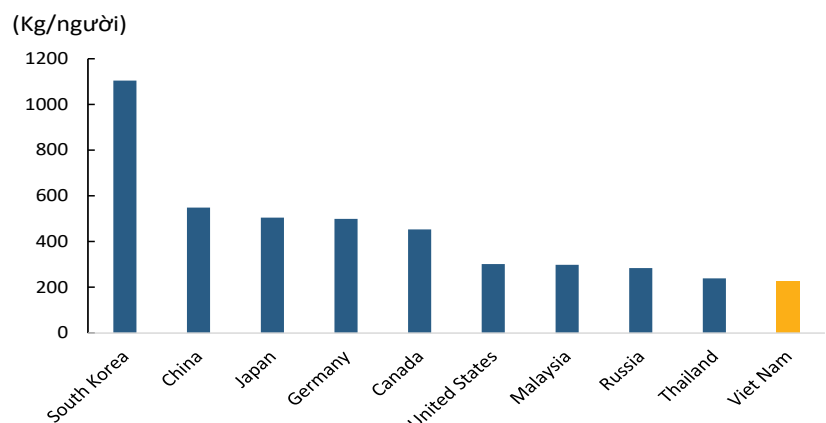
Nguồn: HPG; KBSV Research

#### IV. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Mức tiêu thụ thép bình quân trên đầu người của Việt Nam còn thấp, dư địa tăng trưởng còn lớn**

Mức tiêu thụ thép bình quân trên đầu người của Việt Nam năm 2017 đạt mức 226 kg/người còn khá thấp so với các nước phát triển trên thế giới như 1.105 kg/người của Hàn Quốc, 549 kg/người của Trung Quốc, hay 500 kg/người của Đức. Mặc dù, Việt Nam là quốc gia đang phát triển và nhu cầu thép vẫn đang rất lớn để tiếp tục hoàn thiện cơ sở hạ tầng, tuy nhiên, việc chưa có nhiều các tập đoàn quy mô lớn trong các ngành công nghiệp nặng như đóng tàu, sản xuất ô tô khiến mức tiêu thụ thép trên đầu người vẫn ở mức thấp.

Biểu đồ 17: Mức tiêu thụ thép trên đầu người năm 2017



Nguồn: World Steel Association, KBSV Research

**Rào cản ra nhập ngành lớn**

Thị trường sản xuất thép có rào cản ra nhập ngành lớn do quy định ngày càng khắt khe về các tiêu chí môi trường theo quy định của Chính phủ. Cộng với việc phải đầu tư tài sản cố định ban đầu rất lớn, rất khó để các chủ thể với tiềm lực tài chính yếu có thể tham gia cuộc chơi trong khi chính các nhà sản xuất thép nhỏ cũng đang dần mất đi thị phần của mình.

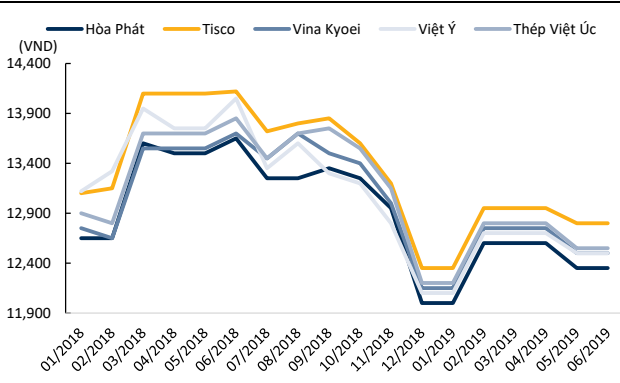
**Hòa Phát có lợi thế chi phí sản xuất vượt trội so với hầu hết các đối thủ trong nước do sử dụng công nghệ lò cao BOF và có lợi thế về quy mô**

Thép Hòa Phát có chi phí sản xuất thấp hơn nhiều so với đa phần các nhà sản xuất thép trong nước khác và ngang bằng với một nhà sản xuất thép tầm trung của Trung Quốc. Đây là lợi thế cạnh tranh cực kỳ lớn trong lĩnh vực sản xuất hàng hóa cơ bản (commodity). Nguyên nhân Hòa Phát có được lợi thế này là:

- **Sản xuất bằng công nghệ lò cao BOF**, với nguyên liệu đầu vào chủ yếu bao gồm quặng sắt và than cốc cho chi phí sản xuất thấp hơn nhiều so với sản xuất bằng công nghệ lò điện EAF với nguyên liệu đầu vào là thép phế và điện. Hiện tại, ở Việt Nam, để sản xuất thép xây dựng, chỉ có Hòa Phát và Gang thép Thái Nguyên (Tisco) sử dụng công nghệ lò cao. Tuy nhiên, hệ thống dây chuyền, máy móc của Tisco đã quá cũ và lạc hậu vì thế hiệu quả hoạt động của Tisco không tốt bằng Hòa Phát.
- **Lợi thế quy mô** lớn hơn hẳn các nhà sản xuất thép khác đã giúp Hòa Phát tiết giảm được chi phí vận chuyển nguyên vật liệu và tỉ trọng chi phí cố định trên từng đơn vị sản phẩm. Đặc biệt, khi dự án Dung Quất Hòa Phát ra đời, lợi thế này sẽ càng được phát huy mạnh mẽ.

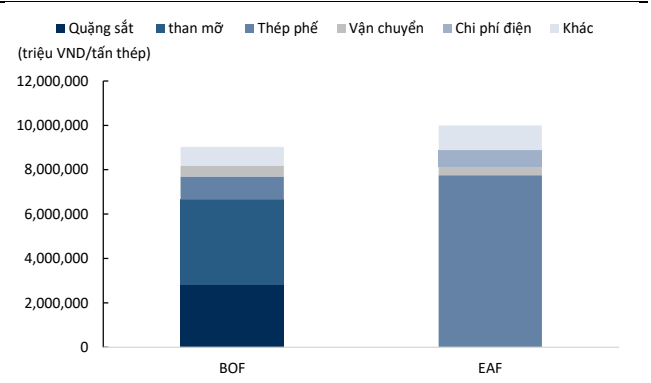
Thực tế là, giá thép của Hòa Phát luôn thuộc nhóm rẻ nhất thị trường, tạo tiền đề giúp cho Hòa Phát chiếm thị phần dễ dàng hơn.

**Biểu đồ 18: Giá thép D10 của một số NSX thép phía Bắc**



Nguồn: HPG; Fiinpro; KBSV Research

**Biểu đồ 19: Cơ cấu chi phí sản xuất thép theo công nghệ**



Nguồn: HPG, KBSV Research

**Dự án Dung Quất Hòa Phát hoàn thành sẽ giúp Hòa Phát chiếm lĩnh thị trường phía Nam, nơi tiêu thụ 1/3 lượng thép xây dựng cả nước.**

Sản phẩm thép xây dựng của dự án Dung Quất Hòa Phát khi ra đời được định hướng tập trung tiêu thụ tại thị trường miền Nam và một phần sẽ được xuất khẩu sang các nước Đông Nam Á, đặc biệt là Campuchia, nơi hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng cũng đang được đẩy mạnh.

Hiện tại, Hòa Phát mới chỉ tập trung tiêu thụ thép xây dựng tại thị trường miền Bắc, khi doanh thu tại thị trường miền Bắc chiếm gần 70% doanh thu thép của doanh nghiệp, chiếm thị phần 34% tại đây. Tại thị trường tiêu thụ thép xây dựng phía Nam, năm 2018, thép Hòa Phát chỉ chiếm thị phần khoảng 9%. Các nhà sản xuất thép có thị phần đứng đầu bao gồm Vina Kyoiei với thị phần 24%, Pomina, Posco SS Vina, VN Steel lần lượt chiếm thị phần khoảng 20%. Mặc dù,

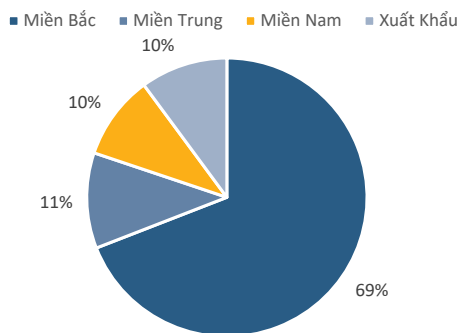
giá thép của Hòa Phát luôn thấp hơn hầu hết các nhà sản xuất thép khác (hình 22), tuy nhiên, do khoảng cách vận chuyển từ Bắc vào Nam quá xa và tổn kém nên việc tiêu thụ thép gặp nhiều khó khăn. Theo như phản ánh của một số nhà phân phối thép phía Nam, nguồn cung thép Hòa Phát nhiều khi bị gián đoạn, họ không có hàng để tiêu thụ.

Khi nhà máy thép Dung Quất Hòa Phát ra đời, vấn đề trên sẽ giải quyết. Vị trí địa lý của nhà máy rất thuận lợi khi nằm ở ven biển miền Trung và có cảng nước sâu cho phép tàu 200.000 tấn có thể cập bến, sẽ giúp Hòa Phát dễ dàng vận chuyển thép đến các thị trường tiêu thụ ở cả miền Bắc, miền Nam và xuất khẩu. Cùng với đó, chi phí vận chuyển cũng được tiết giảm ở khâu nhập khẩu các nguyên liệu đầu vào như Quặng sắt, than mỡ luyện cốc.

Hiện tại, Hòa Phát đã thực hiện các bước đi đầu tiên trong kế hoạch này như nhập phôi thép về cho nhà máy cán thép số 1 Dung Quất cán ra thành phẩm, cung cấp cho thị trường phía Nam; mua các cảng đường sông tại Đồng Nai, Cần Thơ để phục vụ cho công tác Logistics; tổ chức hội nghị, gặp mặt các nhà phân phối vật liệu xây dựng lớn tại miền Nam; thực hiện quảng cáo trên truyền hình VTV, HTV...

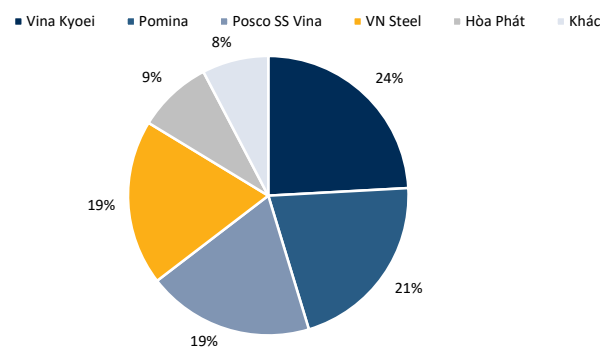
Với những lợi thế cạnh tranh như đã nói ở trên, chúng tôi cho rằng Hòa Phát sẽ từng bước chiếm lĩnh thị phần thép tại khu vực phía Nam, đặc biệt, bằng chiến lược cạnh tranh về giá. Trong phát biểu gần đây của chủ tịch Hòa Phát, ông Trần Đình Long, cũng đã khẳng định “Sẽ tiêu thụ hết thép bằng mọi giá”.

Biểu đồ 20: Cơ cấu doanh thu theo vùng miền Hòa Phát



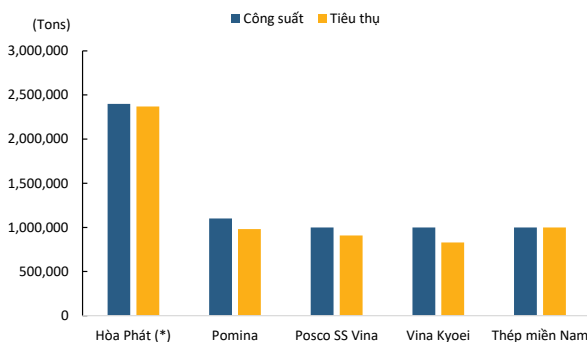
Nguồn: HPG, FiinPro; KBSV Research

Biểu đồ 21: Thị phần thép xây dựng thị trường miền Nam



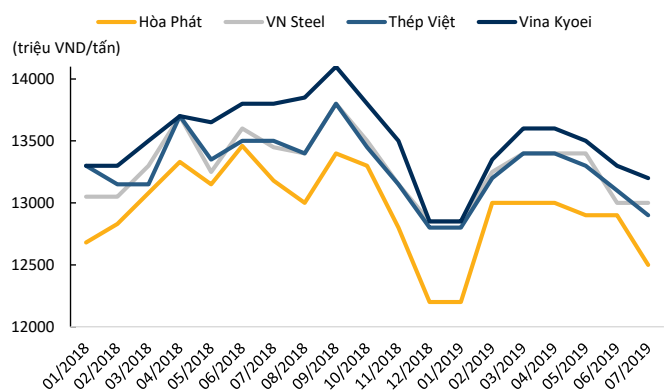
Nguồn: FiinPro; KBSV Research

Biểu đồ 22: Quy mô của một số nhà máy thép miền Nam



Nguồn: Các doanh nghiệp thép; KBSV Research

Biểu đồ 23: Giá thép xây dựng một số NSX thép phía Nam

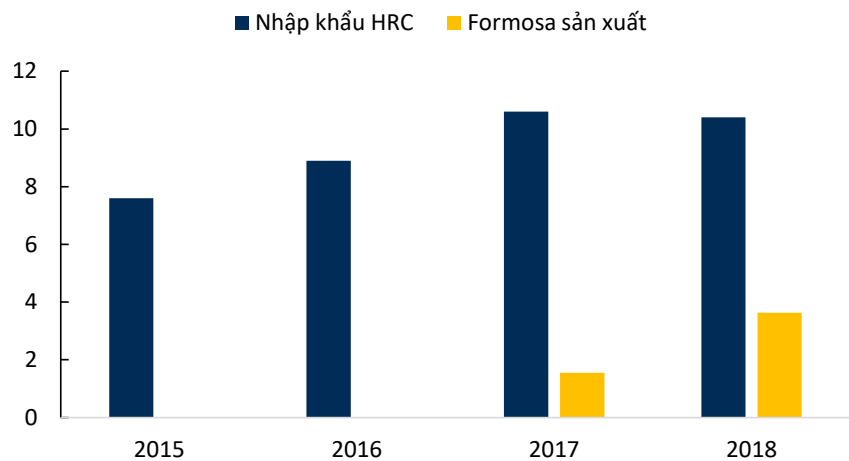


Nguồn: FiinPro; KBSV Research

**Sản phẩm HRC mới của Hòa Phát có lợi thế cạnh tranh đặc biệt với suất đầu tư thấp và khả năng thay thế hàng nhập khẩu**

Từ các năm 2017 trở về trước, Việt Nam phải nhập toàn bộ lượng thép cuộn cán nóng (HRC) phục vụ cho các nhà máy tôn, ống thép hoặc chế tạo máy móc, đa phần từ Trung Quốc, do trong nước chưa tự sản xuất được. Theo ước tính của chúng tôi, khi sản phẩm HRC của dự án Dung Quất – Hòa Phát ra đời, cộng với nguồn cung của Formosa, thì nguồn HRC tự chủ được trong nước sẽ đáp ứng được 70% nhu cầu nội địa. Trong số 2 triệu tấn của HRC của dự án Dung Quất, sẽ chỉ có 1 triệu tấn được bán ra ngoài thị trường, 1 triệu tấn còn lại sẽ được Hòa Phát tiêu thụ nội bộ để phục vụ cho các nhà máy tôn và nhà máy ống thép. HRC của Hòa Phát sẽ có lợi thế so với Formosa do suất đầu tư thấp hơn: 750 USD/ tấn của Hòa Phát so với 1700 USD/tấn của Formosa. Có được kết quả này theo ban lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ do Hòa Phát đầu tư dự án Dung Quất ở đúng thời điểm chu kỳ ngành thép thế giới bão hòa nên giá máy móc sản xuất hấp dẫn hơn.

Biểu đồ 24: Tình hình nhập khẩu và sản xuất HRC ở Việt Nam



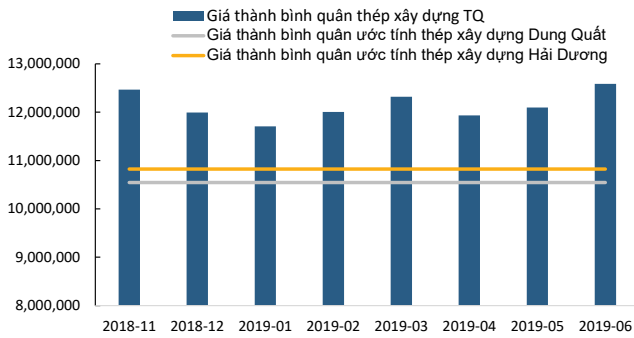
Nguồn: FiinPro, KBSV Research

**Giá thành sản xuất của Hòa Phát hiện đang thấp hơn giá thành sản xuất bình quân của các doanh nghiệp Trung Quốc khoảng 12%**

Theo tính toán của chúng tôi, hiện tại, giá thành sản xuất thép xây dựng của Hòa Phát tại Khu liên hiệp Hải Dương khoảng 10,824 triệu VND/tấn thép và của Khu liên hiệp Dung Quất, với đơn giá nguyên liệu đầu vào hiện tại, khi chạy hết công suất sẽ là 10,545 triệu VND/tấn thép. Trong khi đó, giá thành sản xuất thép xây dựng bình quân của thép Trung Quốc 8 tháng gần đây khoảng 12,138 triệu VND/tấn thép. Như vậy, giá thành thép xây dựng hiện tại của Hòa Phát đang thấp hơn giá thành thép Trung Quốc khoảng 12% và khi dự án Dung Quất chạy hết công suất thì giá thành còn có thể hạ xuống mức thấp hơn của Trung Quốc là 15%.

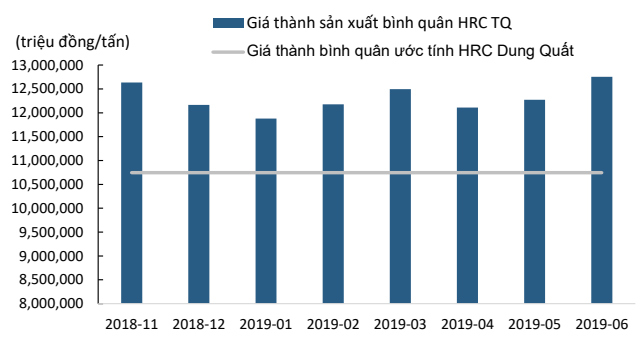
Tương tự, giá thành sản xuất HRC của dự án Dung Quất khi chạy hết công suất sẽ ở mức 10,745 triệu đồng/tấn trong khi giá thành sản xuất HRC của Trung Quốc trung bình trong 8 tháng gần đây khoảng 12,310 triệu đồng/tấn. Như vậy, nhiều khả năng HRC của Dung Quất sẽ đủ sức cạnh tranh với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

Biểu đồ 25: So sánh giá thành sản xuất thép xây dựng



Nguồn: HPG, Custeel, KBSV Research

Biểu đồ 26: So sánh giá thành sản xuất HRC



Nguồn: HPG, Custeel; KBSV Research

Theo chúng tôi, yếu tố khiến giá thành sản xuất của Hòa Phát thấp hơn bình quân của thép Trung Quốc là do:

- Số bình quân của thép Trung Quốc đã bao gồm cả các nhà máy nhỏ với công suất thấp và các nhà máy sử dụng công nghệ lò điện EAF với chi phí sản xuất cao hơn.
- Hiệu suất sử dụng nhà máy của Hòa Phát đang ở mức 100% công suất, trong khi bình quân của Trung Quốc chỉ khoảng hơn 70%.

Tuy nhiên, một yếu tố khác cần lưu ý là tỉ giá đồng CNY so với VND đang có xu hướng giảm. Yếu tố này sẽ làm thu hẹp khoảng cách chênh lệch giá thành của thép Trung Quốc và thép Hòa Phát.

## V. RỦI RO ĐẦU TƯ

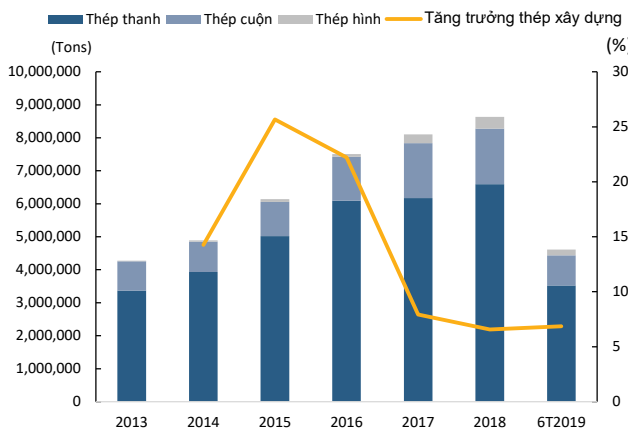
### Thị trường tiêu thụ thép nội địa đang tăng trưởng chậm lại do ảnh hưởng của thị trường bất động sản

Trong 6 tháng đầu năm 2019, sản lượng tiêu thụ nội địa thép xây dựng đạt 4,61 triệu tấn, tăng trưởng 7% so với cùng kỳ năm ngoái.

Về thị trường thép ống, trong 6 tháng đầu năm 2019, thị trường Việt Nam đã tiêu thụ khoảng 1,06 triệu tấn, chỉ tăng trưởng 1,4% so với cùng kỳ năm 2018.

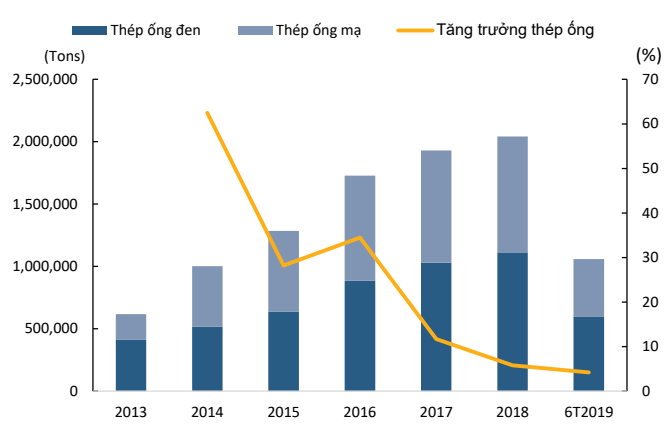
Tốc độ tăng trưởng chậm lại ở cả 2 mảng thép xây dựng và thép ống phần nhiều đến từ sự chậm lại của thị trường bất động sản.

Biểu đồ 27: Quy mô thị trường thép xây dựng



Nguồn: HPG; FiinPro, KBSV Research

Biểu đồ 28: Quy mô thị trường thép ống



Nguồn: HPG; FiinPro, KBSV Research

**Sự biến động mạnh của giá nguyên liệu đầu vào**

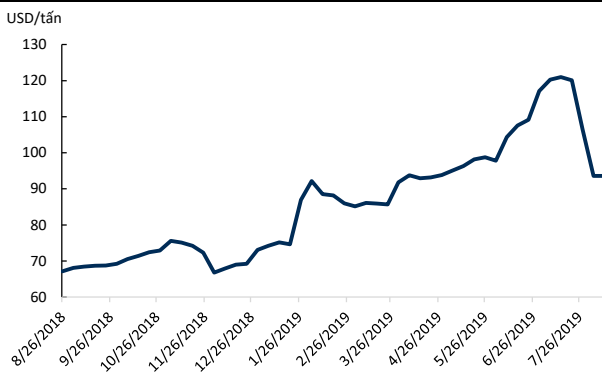
Trong thời gian gần đây, giá các nguyên liệu đầu vào sản xuất thép biến động rất mạnh, đặc biệt là giá Quặng sắt. Có lúc, giá quặng 62%Fe đã tăng lên đến 120 USD/tấn, tăng 66% so với thời điểm đầu năm. Nguyên nhân là do: 1) ảnh hưởng bởi vụ vỡ đập ở Brazil của nhà sản xuất quặng lớn nhất thế giới Vale; 2) trận lở xoáy ở Veronica, Australia làm ảnh hưởng đến các nhà sản xuất quặng của quốc gia này; 3) Nhu cầu quặng sắt tăng đến từ các nhà máy sản xuất thép Trung Quốc.

Đến thời điểm tháng 8/2019, giá quặng sắt đã giảm về mức 90 USD/tấn sau khi hoạt động khai thác quặng ở Brazil và Australia đã khôi phục được một phần. Tuy nhiên, dự báo giá quặng sắt vẫn sẽ ở mức cao 90-95 USD trong thời gian tới do hoạt động khai thác quặng ở Brazil chưa thể khôi phục hoàn toàn trong ngắn hạn.

Hòa Phát đã tự chủ được một phần nguồn quặng sắt đầu vào trong nước thông qua công ty con, công ty CP khoáng sản An Thông. Tuy nhiên, nguồn cung này mới chỉ đáp ứng được khoảng 20% nhu cầu hiện tại, phần còn lại, Hòa Phát cũng phải nhập khẩu liên tục hàng tháng từ các nhà cung cấp lớn trên thế giới ở Brazil, Úc, Nam Phi... Hòa Phát thực hiện mua quặng một phần theo hình thức hợp đồng tương lai ở các thời điểm trước đó, một phần theo hình thức mua bán giao ngay, vì thế các ảnh hưởng lớn nhất từ việc giá quặng tăng giai đoạn vừa rồi đến kết quả kinh doanh nhiều khả năng sẽ đến vào các quý tiếp theo trong năm 2019.

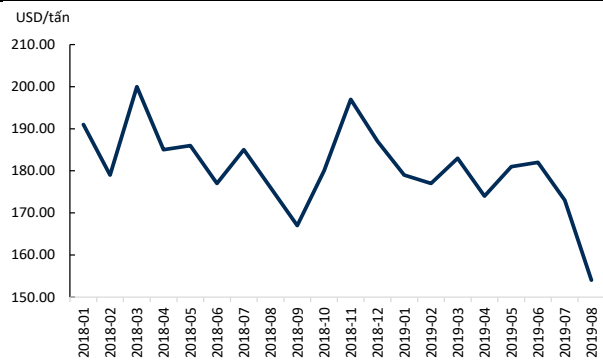
Một nguyên liệu khác cũng ảnh hưởng rất nhiều đến chi phí sản xuất thép là than mỡ luyện cốc. Trong các diễn biến gần đây thì giá than mỡ luyện cốc lại đang có chiều hướng giảm. Loại nguyên liệu này Hòa Phát cũng phải nhập khẩu từ các nhà cung cấp lớn ở nước ngoài.

**Biểu đồ 29: Giá quặng sắt 62% Fe**



Nguồn: VSA; KBSV Research

**Biểu đồ 30: Giá than mỡ luyện cốc**



Nguồn: VSA; KBSV Research

**Dự án Dung Quất Hòa Phát chậm tiến độ, hoặc vận hành không được trơn tru trong giai đoạn đầu.**

Dự án Dung Quất Hòa Phát là một siêu dự án với tổng quy mô lên đến gần 3 tỉ USD. Khối lượng công việc dự án rất lớn. Ngay như chính Chủ tịch Trần Đình Long đã chia sẻ, “Có rất nhiều công việc chúng tôi chưa bao giờ làm như Cảng biển, Hệ thống giao thông trong dự án”. Hiện tại, dự án cũng đã bị chậm tiến độ so với kế hoạch ban đầu (hoàn thành giai đoạn 1 vào tháng 02/2019 và giai đoạn 2 vào tháng 10/2019). Ngoài ra dự án cũng bị tăng vốn so với kế hoạch ban đầu do Hòa Phát muốn đầu tư nhiều hơn cho hệ thống môi trường, hệ thống cảng biển của dự án.

Việc dự án Dung Quất Hòa Phát chậm tiến độ sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền của

doanh nghiệp rất nhiều do Hòa Phát vẫn phải trả nợ gốc và lãi vay trong khi dòng tiền thu về từ hoạt động kinh doanh bị chậm trễ. Ngoài ra, khi thời gian chậm trễ kéo dài thì chi phí lãi vay sẽ được hạch toán vốn hóa vào khoản mục tài sản cố định và làm tăng chi phí khấu hao khi tài sản cố định được hoàn thiện.

Một rủi ro khác nữa là mặc dù đội ngũ ban lãnh đạo của Hòa Phát đã có kinh nghiệm lâu năm trong việc vận hành Khu liên hiệp Gang thép Hải Dương, tuy nhiên, dự án Dung Quất Hòa Phát với công suất 4 triệu tấn thép/năm sẽ có sự khác biệt lớn. Cùng với đó, theo ước tính của chúng tôi, khu Liên Hiệp gang thép Dung Quất Hòa Phát sẽ phải tuyển mới gần 10.000 công nhân viên. Để toàn bộ 10.000 công nhân viên này thành thạo trong công việc và phối hợp nhịp nhàng với nhau cũng là một thách thức không nhỏ đối với đội ngũ lãnh đạo của Hòa Phát.

## VI. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2019 của Hòa Phát đạt 64.825 tỉ, tăng trưởng 16,1% so với năm 2018, lợi nhuận sau thuế ước tính khoảng 7.344 tỉ, giảm 16,4% so với năm 2018. So với Kế hoạch 2019 được Đại hội đồng cổ đông thông qua thì kết quả cho doanh thu đạt 92,6%, lợi nhuận sau thuế đạt 107%. Cụ thể như sau:

TỶ VND	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	55,836	64,825	84,485	97,565	106,345	110,095
Tăng trưởng (%)		16.1%	30.3%	15.5%	9.0%	3.5%
Giá vốn hàng bán	44,166	54,547	70,703	81,284	88,644	91,728
Lợi nhuận gộp	11,671	10,278	13,782	16,281	17,701	18,367
Biên lợi nhuận gộp (%)	21%	16%	16%	17%	17%	17%
Chi phí tài chính	540	927	1,787	3,210	3,516	3,124
Chi phí bán hàng	677	843	1,098	1,268	1,382	1,431
Chi phí quản lý doanh nghiệp	444	519	591	683	744	771
Lợi nhuận sau thuế	8,601	7,192	9,315	10,145	11,077	12,100
Tăng trưởng (%)		-16.4%	29.5%	8.9%	9.2%	9.2%
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	15.4%	11.1%	11.0%	10.4%	10.4%	11.0%

Các giả định của chính của chúng tôi cho dự phóng trên bao gồm:

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng & HRC (triệu tấn)	3.0	4.4	5.3	6.0	6.3
Giá bán thép xây dựng (triệu VND/tấn)	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
Giá bán HRC (triệu VND/tấn)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
Quặng sắt (USD/tấn)	80	85	82	80	80
Than mỡ (USD/tấn)	180	180	180	180	180
Thép phế (USD/tấn)	320	300	300	300	300

Tuy nhiên, kết quả kinh doanh của Hòa Phát biến động rất mạnh dựa theo sự biến động của các giả định trên của chúng tôi, mà hầu hết các giả định này, Hòa Phát không thể tự kiểm soát được. Dưới đây là bảng phân tích độ nhạy của Lợi nhuận sau thuế năm 2020 dưới tác động của sự thay đổi giá thép đầu ra và giá quặng sắt đầu vào, của giá thép đầu ra và giá than mỡ đầu vào.

## Độ nhạy Lợi nhuận sau thuế 2019 của Hòa Phát

	Giá thép đầu ra								
	9,315	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	13.0	13.1	13.2
Giá quặng sắt nguyên liệu đầu vào	75	9,280	9,643	10,005	10,367	10,729	11,091	11,454	11,816
	77	9,070	9,432	9,794	10,157	10,519	10,881	11,243	11,605
	79	8,859	9,222	9,584	9,946	10,308	10,671	11,033	11,395
	81	8,649	9,011	9,373	9,736	10,098	10,460	10,822	11,185
	83	8,439	8,801	9,163	9,525	9,887	10,250	10,612	10,974
	85	8,228	8,590	8,952	9,315	9,677	10,039	10,401	10,764
	87	8,018	8,380	8,742	9,104	9,466	9,829	10,191	10,553
	89	7,807	8,169	8,532	8,894	9,256	9,618	9,980	10,343
	91	7,597	7,959	8,321	8,683	9,045	9,408	9,770	10,132
	93	7,386	7,748	8,111	8,473	8,835	9,197	9,559	9,922
	95	7,176	7,538	7,900	8,262	8,625	8,987	9,349	9,711

## Độ nhạy Lợi nhuận sau thuế 2019 của Hòa Phát

	Giá thép đầu ra								
	9,315	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	13.0	13.1	13.2
Giá than mở nguyên liệu đầu vào	165	9,148	9,510	9,872	10,235	10,597	10,959	11,321	11,683
	168	8,964	9,326	9,688	10,051	10,413	10,775	11,137	11,499
	171	8,780	9,142	9,504	9,867	10,229	10,591	10,953	11,315
	174	8,596	8,958	9,320	9,683	10,045	10,407	10,769	11,132
	177	8,412	8,774	9,136	9,499	9,861	10,223	10,585	10,948
	180	8,228	8,590	8,952	9,315	9,677	10,039	10,401	10,764
	183	8,044	8,406	8,768	9,131	9,493	9,855	10,217	10,580
	186	7,860	8,222	8,585	8,947	9,309	9,671	10,033	10,396
	189	7,676	8,038	8,401	8,763	9,125	9,487	9,849	10,212
	192	7,492	7,854	8,217	8,579	8,941	9,303	9,665	10,028
	195	7,308	7,670	8,033	8,395	8,757	9,119	9,481	9,844

Thực tế, sau khi dự án Dung Quất Hòa Phát hoàn thành sẽ đưa trở thành Hòa Phát trở thành một trong những nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới. Tuy nhiên, trong giai đoạn Hòa Phát đang trong thời kỳ xây dựng cơ bản lớn, sẽ còn khá nhiều rủi ro tác động đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đồng thời cả giá cổ phiếu. Khi đầu tư cổ phiếu Hòa Phát, chúng tôi khuyến nghị Nhà đầu tư nên thận trọng và nên có Biên an toàn đủ lớn để tránh có thể bị thua lỗ trong ngắn hạn.

Chúng tôi định giá cổ phiếu Hòa Phát theo phương pháp P/E và Chiết khấu dòng tiền:

- Theo phương pháp P/E, chúng tôi định giá Hòa Phát ở mức **P/E forward 2019 là 8.5 lần, tương ứng với mức cổ phiếu 22.600 VND/cổ phiếu**. Mức giá này phản ánh triển vọng ngắn hạn tương đối khó khăn của doanh nghiệp.
- Về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá tích cực đối với Hòa Phát và sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền DCF. Với phương pháp này, chúng tôi định giá Hòa Phát ở **mức giá 37.071 VND/cổ phiếu**. Cụ thể như sau:



	2019	2020	2021	2022	2023
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	3,238	8,295	12,702	15,998	18,669
Lãi vay x (1-thuế)	807	1,555	2,792	3,059	2,718
Đầu tư xây dựng cơ bản	14,763	9,987	5,854	6,381	6,606
<b>FCFF</b>	<b>-10,718</b>	<b>-137</b>	<b>9,641</b>	<b>12,676</b>	<b>14,781</b>

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	14.9%
Lãi suất phi rủi ro	3.5%
Hệ số Beta	1.12
Tăng trưởng dài hạn	2.5%
Thời gian dự phóng	5 Năm

<b>Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)</b>	<b>102,356</b>
Số cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	2,761
<b>Giá cổ phiếu (vnd/cổ phiếu)</b>	<b>37.071</b>

Tổng hợp 2 Phương pháp định giá, mức giá mục tiêu của Hòa Phát được xác định ở mức giá **29.835 VND/Cổ phiếu**. Như vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với HPG tại vùng giá hiện tại (ngày 14/8/2019) với mức **Lợi nhuận kỳ vọng xấp xỉ 27%**.

**PHỤ LỤC**

**Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)**

	2016	2017	2018	1H/2019
Doanh số thuần	33,283	46,162	55,836	30,061
Giá vốn hàng bán	24,533	35,536	44,166	24,413
Lãi/gộp	8,751	10,626	11,671	5,648
Thu nhập tài chính	197	186	294	215
Chi phí tài chính	368	556	772	546
Trong đó: Chi phí lãi vay	280	480	540	401
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-1	0	0	0
Chi phí bán hàng	490	595	677	462
Chi phí quản lý doanh nghiệp	405	409	444	227
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	7,685	9,252	10,072	4,627
Thu nhập khác	434	433	489	288
Chi phí khác	417	397	490	264
Thu nhập khác, ròng	-17	36	-1	23
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	7,702	9,288	10,071	4,651
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	1,096	1,274	1,471	790
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	6,606	8,015	8,601	3,860
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4	8	28	24
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	6,602	8,007	8,573	3,836

**Tỷ suất lợi nhuận**

	2016	2017	2018	1H2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.32%	20.38%	26.29%	23.02%
Tỷ suất EBITDA	20.84%	20.73%	28.63%	25.19%
Tỷ suất EBIT	16.51%	16.06%	23.60%	20.84%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	14.77%	14.53%	23.14%	20.12%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	14.93%	14.90%	23.09%	20.04%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.73%	12.77%	19.85%	17.36%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

**Gián tiếp - Tỷ VND**

	2016	2017	2018	1H/2019
Lãi trước thuế	7,702	9,288	10,071	4,651
Khấu hao TSCĐ	1,674	2,005	2,260	1,196
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-143	-100	-113	-146
Chi phí lãi vay	280	480	540	401
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	9,422	11,657	12,741	6,112
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-486	-463	-1,423	-1,120
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-3,335	-2,202	-2,302	-582
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	2,294	-427	1,460	1,256
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	122	-57	-501	76
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	6,819	6,058	7,642	4,542
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-3,417	-8,875	-27,594	-12,531
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	28	7	65	17
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-11	-13,644	-11,296	-4,045
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	272	4,462	17,443	5,225
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-41	-116	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư và các doanh nghiệp	0	1	18	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0	165	947	237
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,128	-17,926	-20,533	-11,097
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	5,057	11	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	28,158	37,195	53,472	32,796
Tiền trả các khoản đi vay	-28,560	-30,675	-42,335	-22,849
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-1,102	-4	-6	-7
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,505	11,574	11,143	9,940
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,186	-294	-1,748	3,385
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,373	4,559	4,265	2,516
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	4,559	4,265	2,516	5,900

**Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)**

	2016	2017	2018	Q1/2019
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	18,183	33,068	25,309	29,981
Tiền và tương đương tiền	4,559	4,265	2,516	5,900
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	694	9,937	3,725	2,607
Các khoản phải thu	2,395	6,555	3,210	4,849
Hàng tồn kho, ròng	10,247	11,749	14,115	15,391
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	15,044	19,954	52,914	63,037
Phải thu dài hạn	18	22	22	23
Tài sản cố định	12,670	13,198	12,783	13,821
Giá trị ròng tài sản đầu tư	203	191	180	174
Tài sản dở dang dài hạn	1,155	5,469	38,107	47,292
Đầu tư dài hạn	79	17	67	4
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	33,227	53,022	78,223	93,019
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	13,376	20,625	37,600	48,763
<b>Nợ ngắn hạn</b>	11,985	18,520	22,636	22,320
Phải trả người bán	3,734	4,226	8,707	5,778
Người mua trả tiền trước	1,036	824	361	250
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	5	3	10	28
Vay ngắn hạn	5,488	11,329	11,495	13,963
Nợ dài hạn	1,391	2,105	14,964	26,442
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	1,647	5,442
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	972	1,651	12,811	20,306
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	19,850	32,398	40,623	44,256
Vốn góp	8,429	15,171	21,239	27,611
Thặng dư vốn cổ phần	674	3,202	3,212	3,212
Lãi chưa phân phối	9,486	13,397	15,126	12,371
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	106	111	127	144

**Chỉ số chính**

	2016	2017	2018	1H2019
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	2.96	4.40	5.94	8.00
P/E pha loãng	2.96	4.40	5.75	8.00
P/B	0.99	1.09	1.22	1.45
P/S	0.59	0.76	0.88	1.09
P/Tangible Book	0.99	1.09	1.22	1.45
P/Cash Flow	2.87	5.81	6.45	8.08
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	2.25	3.78	5.55	7.40
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	2.73	4.56	6.74	9.13
<b>Khả năng sinh lời</b>				
ROE%	38.48	30.65	23.48	19.27
ROA%	22.48	18.57	13.06	9.81
ROIIC%	29.86	21.20	16.25	0.13
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.38	0.23	0.11	0.26
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.58	0.58	0.25	0.65
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.52	1.79	1.12	1.34
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.05	0.05	0.32	0.46
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.03	0.03	0.16	0.22
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.33	0.40	0.60	0.77
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.19	0.24	0.31	0.37
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.60	0.57	0.56	0.50
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.36	0.35	0.29	0.24
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.67	0.64	0.93	1.10
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.40	0.39	0.48	0.52
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	24.14	26.03	26.08	23.40
Hệ số quay vòng HTK	2.79	3.19	3.39	3.30
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.70	8.93	5.44	4.32

Nguồn: Fiinpro, KBSV

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư

**Mua:** +15% hoặc cao hơn

**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%

**Bán:** -15% hoặc thấp hơn

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích 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, 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. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. 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 sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Sài Gòn

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

## LIÊN HỆ

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)