

## Mua

Giá hiện tại: 23.200 VND  
 Giá mục tiêu: 29.200 VND

Nguyễn Trung Hòa  
[hoa.nguyen@kimeng.com.vn](mailto:hoa.nguyen@kimeng.com.vn)  
 (84) 8 4455.5888

Michael Kokalari, CFA  
[michael.kokalari@kimeng.com.vn](mailto:michael.kokalari@kimeng.com.vn)  
 (84) 8 3838 .6647

### Thông tin cổ phiếu

**Mô tả:** Công ty thép xây dựng số hai tại Việt Nam với 14% thị phần. Ngoài ra lĩnh vực ống thép của công ty cũng chiếm trên 20% thị phần.

Mã cổ phiếu:	HPG VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	344,9
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	386,0
GTGD bình quân (tỷ đồng):	0,6
VN Index:	417,5
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	39,0

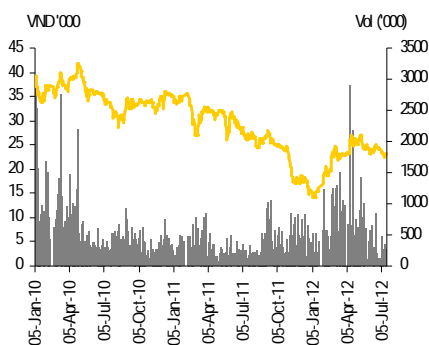
### Cổ đông chính:

DINH LONG TRAN	22,2
VU THI HIEN	6,8
DEUTSCHE BANK AG	5,1

### Các chỉ số cơ bản

ROE (%)	16,7
Tiền mặt ròng (tỷ VND):	1.064
Tài sản cố định/cổ phiếu (VND):	12.561
Khả năng trả lãi vay (x):	2,9

### Biểu đồ giá



### % thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần VND31.909 / VND13.818

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD
Giá CP	-6,5	-13,2	51,3	-11,8	45,2
So với Index	-3,0	-1,7	30,0	-12,4	22,2

# Tập Đoàn Hòa Phát

## Công Ty Thép Có Lợi Nhuận Tốt Nhất

**Lợi thế về giá thành từ quy trình sản xuất khép kín.** Nhà máy cán thép mới của HPG sử dụng công nghệ lò cao BOF tạo ra lợi thế về giá thành thấp hơn từ 5-10% so với các công ty khác trong ngành sử dụng công nghệ lò điện EAF để tái chế thép phế. Giai đoạn 1 của nhà máy mới hoạt động từ năm 2010 đã nâng tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG trong năm 2011 thêm 6 điểm phần trăm và góp phần mở rộng hơn chênh lệch tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG so với đối thủ chính POM.

**Tăng trưởng từ sự mở rộng quy mô.** HPG dự kiến đưa giai đoạn 2 của nhà máy mới vào hoạt động từ 2013 để mở rộng năng lực sản xuất thêm 77% và tăng tỷ trọng sản lượng sản xuất từ nhà máy mới từ 50% hiện nay lên 74%.

**Tăng trưởng từ sự tái cơ cấu của ngành thép.** Nguồn cung thép xây dựng của Việt Nam đã vượt quá nhu cầu thị trường hơn 50%. Tuy nhiên, hơn một nửa các công ty thép trong nước sử dụng công nghệ lạc hậu và có giá thành sản xuất cao hơn nhiều so với HPG. Vì vậy việc tái cơ cấu lại ngành thép là điều tất yếu sẽ xảy ra và HPG đang nắm nhiều thế mạnh để giành chiến thắng trong cuộc chiến thị phần với các công ty kém hiệu quả này.

**Tăng trưởng kinh tế thúc đẩy ngành thép hồi phục.** Nhu cầu ngành thép giảm 2% trong năm 2011 do sự hạ nhiệt nền kinh tế của chính phủ. Tuy vậy tăng trưởng GDP sẽ sớm hồi phục lại mục tiêu trung bình dài hạn 7% từ năm 2013. Cùng với nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng rất lớn; tốc độ đô thị hóa khoảng 3,4%/năm và nhu cầu xây dựng các cơ sở sản xuất công nghiệp của Việt Nam sẽ thúc đẩy ngành thép tăng trưởng trung bình khoảng 9%/năm trong giai đoạn 2012-2020.

**Định giá hợp lý.** Chỉ số PE kỳ vọng khoảng 8,1x của HPG tương đối hấp dẫn so với mức lợi nhuận kỳ vọng tăng bình quân khoảng 22%/năm trong giai đoạn 2012-2016. Chỉ số PE hiện tại của HPG cũng rẻ hơn nhiều so với các đối thủ trong khu vực. Ngoài ra, mức giá mục tiêu 29.200 đồng/cổ phiếu dựa vào mô hình DCF của chúng tôi cũng cao hơn giá hiện tại 26%. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý một vài điểm hạn chế về cổ phiếu HPG là việc mở rộng lĩnh vực kinh doanh sang ngành bất động sản, nông nghiệp và xuất khẩu than coke.

### Tập Đoàn Hòa Phát – Bảng tóm tắt KQKD

Năm tài khóa 31/12 (tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	8.123	14.267	17.852	18.876	23.039
EBITDA	1.849	2.364	2.796	2.854	3.708
Lợi nhuận ròng	1.272	1.349	1.236	1.004	1.874
EPS	3.638	3.859	3.536	2.871	5.361
Tăng trưởng EPS (%)	48,9	6,1	-8,4	-18,8	86,7
Cổ tức/cổ phiếu	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
PER	6,4	6,0	6,6	8,1	4,3
EV/EBITDA (x)	7,5	5,9	5,0	4,8	3,7
Lợi tức (%)	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
P/BV(x)	0,9	1,2	1,0	1,0	0,9
Nợ ròng/VCSH (%)	55,4	70,6	72,3	85,0	82,3
ROE (%)	26,4	21,1	16,7	12,0	19,9
ROA (%)	12,4	9,1	7,1	5,3	8,9

Nguồn: Kim Eng

## Tổng quan về HPG

Lĩnh vực kinh doanh	% doanh thu	% LNST
Thép xây dựng và ống thép	82,4	80,5
Năng lượng và khai khoáng	5,0	7,9
Nội thất	7,3	7,6
Phân phối máy xây dựng	2,3	2,5
Điện lạnh	2,2	0,6
Khu công nghiệp	0,8	0,9

*Nguồn: Báo cáo tài chính của HPG*

### Các lĩnh vực kinh doanh

**Thép xây dựng** – Sản phẩm thép xây dựng của HPG bao gồm thép thanh, thép cuộn và thép hình. Lưu ý rằng thép xây dựng cũng còn được gọi là thép dài vì rất nhiều sản phẩm thép xây dựng được cán từ phôi thép (billets and blooms) có hình dạng dài. Thép thanh và thép cuộn được sử dụng trong xây dựng bê tông còn thép hình thì thường được sử dụng để giữ chặt các mối nối trong xây dựng dân dụng, công nghiệp và kết cấu thép.

Tổng công suất thiết kế 650.000 tấn của HPG bao gồm cả công nghệ lò cao BOF và công nghệ lò điện để tái chế thép phế. Sản phẩm của HPG chủ yếu được phân phối trên thị trường miền bắc và miền trung của Việt Nam với thị phần cả nước khoảng 14%.

**Ống thép hàn** – HPG cũng là nhà sản xuất ống thép hàn đầu Việt Nam với năng lực sản xuất 200.000 tấn/năm và thị phần cả nước trên 20%. HPG tập trung vào phân khúc ống thép hàn, sản phẩm được cán từ thép cán nóng. Lưu ý rằng ống thép đúc, sản phẩm mà HPG không sản xuất có yêu cầu kỹ thuật và chi phí sản xuất cao hơn (xem chi tiết hơn “Sự phân loại các sản phẩm thép trong phụ lục”).

**Sản xuất công nghiệp** – bao gồm sản phẩm nội thất văn phòng, phân phối sản phẩm điện lạnh và máy xây dựng. HPG nắm thị phần dẫn đầu về sản phẩm nội thất văn phòng trong khi thương hiệu điện lạnh “Funiki” cũng được nhận diện rất phổ biến trên thị trường.

**Năng lượng và khai khoáng** – Năng lực khai thác quặng sắt khoảng 1 triệu tấn/năm sẽ giúp HPG tự chủ được khoảng 70-80% nhu cầu quặng sắt trong tương lai. Hơn nữa, nhà máy sản xuất than coke với công suất 700.000 tấn/năm chẳng những đáp ứng được nhu cầu than coke cho nhà máy thép mà còn cho phép HPG xuất khẩu phần thặng dư.

**Phát triển khu công nghiệp** – Khu công nghiệp Phố Nối A với diện tích 390 ha của HPG tại tỉnh Hưng Yên gần như đã được lấp kín và HPG đang trong quá trình mở rộng diện tích khu này lên 600 ha. Ngoài ra, công ty cũng đang tham gia xây dựng một khu công nghiệp khác với diện tích 200 ha tại tỉnh Hà Nam.

**Bất động sản** – HPG có 2 dự án đã và đang thực hiện tại Hà Nội, trong đó một dự án đã hoàn thành và bàn giao cho khách hàng. Dự án còn lại có diện tích 2,6 ha tại khu đô thị phía tây Hà Nội và có tổng vốn đầu tư lên đến gần 30% tổng giá trị tài sản của HPG.

HPG cũng có ba dự án bất động sản khác trong kế hoạch với tổng diện tích khoảng 600ha. Những dự án này phần lớn nằm ở phía ngoài khu vực Hà Nội. Mặc dù công ty không cung cấp rõ thông tin nhưng chúng tôi nghĩ chi phí đầu tư phát triển các dự án này sẽ không đáng kể so với tổng tài sản của HPG.

## Công ty thép có giá thành thấp nhất

### Quy trình sản xuất khép kín

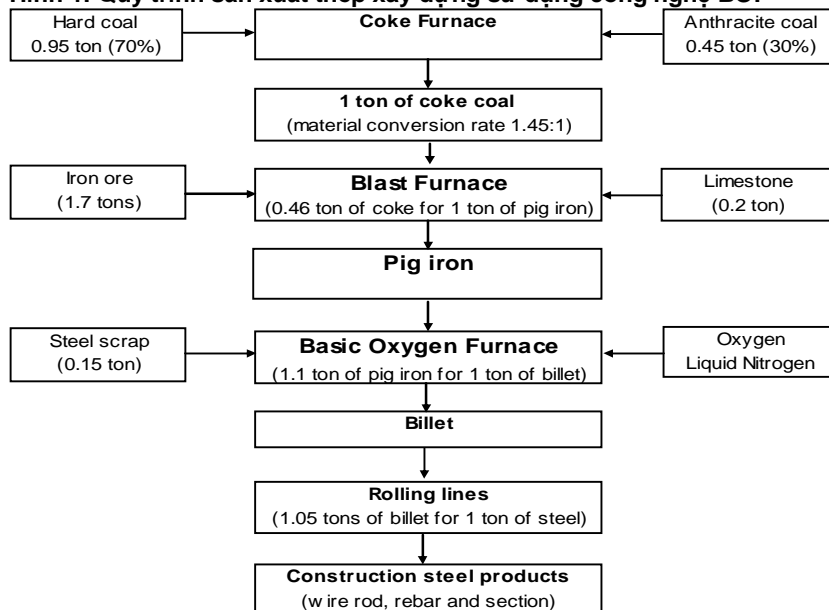
Bên cạnh nhà máy sản xuất thép lò điện EAF 300.000 tấn/năm, HPG đã đầu tư xây dựng thêm một nhà máy sản xuất 350.000 tấn/năm dựa vào công nghệ lò cao vào năm 2010. Cả hai nhà máy này đều tọa lạc tại khu vực phía bắc của Việt Nam.

Nhà máy EAF tái chế thép phế bằng nhiệt lượng được sản xuất từ điện trong khi đó công nghệ BOF lại là sự cải tiến của mô hình sản xuất thép lò cao đã được phát triển từ những năm 1950. BOF vẫn sử dụng quặng sắt và than coke để sản xuất thép. Tuy nhiên, oxy lỏng được thổi trực tiếp vào lò thay vì được lấy từ không khí như trước đây.

BOF có quy trình sản xuất nhanh hơn và có chi phí thấp hơn so với công nghệ lò cao trước đây. Vì vậy phần lớn các công ty thép trên thế giới đều sử dụng công nghệ BOF.

HPG đang có kế hoạch đưa thêm một nhà máy 500.000 tấn/năm sử dụng công nghệ BOF vào hoạt động vào năm 2013 để nâng tổng công suất thiết kế của công ty lên 1.150.000 tấn/năm.

**Hình 1: Quy trình sản xuất thép xây dựng sử dụng công nghệ BOF**



Nguồn: HPG, KE

### Lợi thế cạnh tranh từ quy trình sản xuất khép kín

Nhà máy sản xuất khép kín chuyển quặng sắt và than coke thành các sản phẩm thép trong khi nhà máy EAF lại luyện thép phế thành phôi thép và sau đó cán thành thép thành phẩm.

Việc sản xuất phôi thép từ các nhà máy EAF có chi phí cao hơn so với các nhà máy sản xuất khép kín. Tuy nhiên, chi phí đầu tư ban đầu của nhà máy EAF lại thấp hơn nhà máy sản xuất khép kín. Tương tự, việc sản xuất khép kín bắt có yêu cầu bắt buộc là phải tự chủ được nguồn quặng sắt và than coke cho sản xuất.

Vì vậy mà hơn 90% các nhà máy thép xây dựng tại Việt Nam đều sử dụng công nghệ EAF với chi phí cao hơn do không tự chủ được nguồn

nguyên liệu. Chỉ có HPG và TISCO (công ty thép nhà nước) là phát triển được quy trình sản xuất khép kín sử dụng công nghệ lò cao BOF.

HPG có thể tự sản xuất hoặc mua từ các công ty trong nước nguồn quặng sắt và than coke. Chính điều này giúp công ty cắt giảm được chi phí trong nhiều công đoạn sản xuất. Vì vậy, phôi thép và các sản phẩm thép xây dựng như thép cuộn, thép thanh và thép hình do HPG sản xuất đều có giá thành thấp hơn nhiều so với các đối thủ trong ngành.

### Tự chủ nguồn quặng sắt

Nhu cầu quặng sắt của HPG hiện nay khoảng 600.000 tấn/năm và tăng lên đến 1,5 triệu tấn/năm khi giai đoạn 2 của khu liên hợp được hoàn thành vào năm 2013. Trong năm 2011, HPG đã tự chủ được trên 35% nhu cầu quặng sắt và phần còn lại được mua từ công ty Hoàng Anh Gia Lai (HAG) với mức giá trung bình khoảng 80-100 đô la/tấn.

HPG đã đưa hai nhà máy tuyển quặng sắt mới vào hoạt động từ cuối năm 2011 với công suất thiết kế khoảng 600.000 tấn/năm và nâng tổng công suất khai thác quặng sắt lên 1 triệu tấn/năm. Chúng tôi ước tính chi phí khai thác quặng sắt của HPG ở hai quặng mới này khoảng 100-110 đô la/tấn, thấp hơn 25% so với giá quặng sắt trung bình trong quý 1 vừa qua trên thị trường thế giới.

Chi phí quặng sắt chiếm khoảng 30% giá thành của HPG, vì vậy riêng việc tiết kiệm được 25% chi phí quặng sắt đã giúp HPG giảm giá thành sản phẩm thép xây dựng 7%. Các quặng sắt dưới quyền quản lý và khai thác của HPG có tổng trữ lượng lên tới 60 triệu tấn quặng và có thể đáp ứng nhu cầu quặng sắt của HPG trong tương lai.

### Chủ động nguồn than coke

Nhu cầu than coke của HPG hiện tại là 161.000 tấn/năm và sẽ tăng lên 390.000 tấn/năm khi giai đoạn 2 của khu liên hợp đi vào hoạt động vào năm 2013. Công suất thiết kế của nhà máy than coke hiện tại là 350.000 tấn/năm và 700.000 tấn/năm vào cuối quý 3 năm 2012. Vì vậy, nguồn than coke thừa sẽ phải được xuất khẩu sang các thị trường khác như Nhật, Ấn Độ và các nước trong khu vực Đông Nam Á.

Than coke được làm từ than mỡ nhập khẩu (70%) và than antraxit từ thị trường nội địa (30%). Chúng tôi ước tính than coke do HPG sản xuất có giá thành khoảng 360-400 đô la/tấn, thấp hơn khoảng 20-25% so với giá than coke nhập khẩu đã bao gồm tất cả các loại thuế và phí. Điều này giúp HPG tiết kiệm được 4-5% giá thành sản phẩm thép xây dựng.

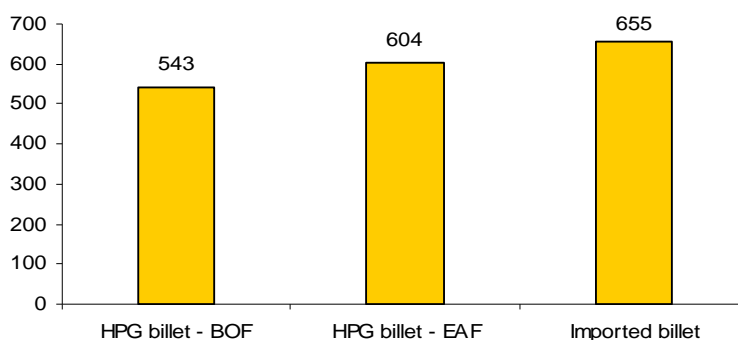
Nhiệt lượng, một phụ phẩm trong quá trình sản xuất than coke có thể được sử dụng để phát điện với chi phí chỉ bằng một nửa so với giá mua điện từ EVN. HPG dự kiến tự cung cấp được khoảng 30-40% nhu cầu điện cho toàn khu liên hợp sắt thép bằng nguồn năng lượng này, nhờ vậy lợi thế về giá thành của HPG càng được nâng cao.

## Lợi thế về giá thành của HPG

Nhờ việc cắt giảm được nhiều loại chi phí từ nhiều giai đoạn trong quy trình sản xuất khép kín như đã đề cập phía trên mà phôi thép do HPG sản xuất từ nhà máy BOF có giá thành thấp hơn 16% so với phôi thép nhập khẩu và 10% so với phôi thép được sản xuất trong nước từ công nghệ EAF.

Phôi thép được sử dụng để cán thép xây dựng thành phẩm. Nhờ có được lợi thế từ giá thành sản xuất phôi thấp mà giá thành sản phẩm thép xây dựng của HPG thấp hơn khoảng 9% so với các công ty cùng ngành trong nước.

**Hình 2: So sánh giá thành sản xuất phôi (\$/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, HPG và KE ước tính

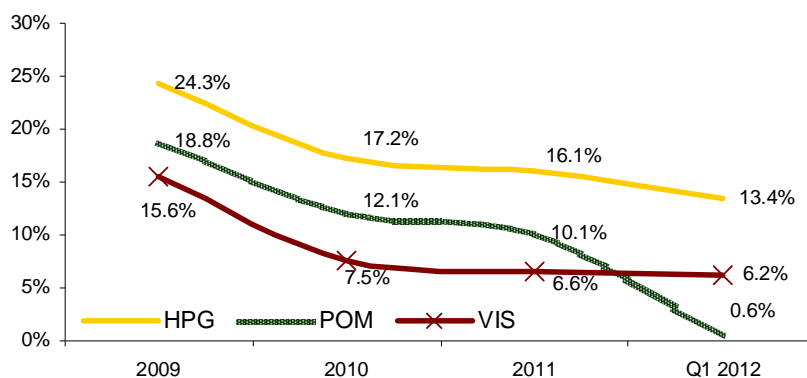
## Công ty thép có lợi nhuận tốt nhất Việt Nam

Lợi thế về giá thành sản xuất thấp và công nghệ đã giúp HPG trở thành công ty thép xây dựng có lợi nhuận tốt nhất Việt Nam.

Công nghệ BOF ngoài việc giúp tiết giảm giá thành mà còn sản xuất ra sản phẩm có chất lượng cao. Nhờ vậy giá bán của HPG thường cao hơn so với sản phẩm của các đối thủ trong ngành. Thương hiệu thép HPG ngày nay đã trở thành biểu tượng của chất lượng ổn định.

Kết quả của lợi thế về giá thành sản xuất và giá bán được phản ánh qua việc tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG luôn cao nhất so với các công ty trong ngành. Mặc dù bị sụt giảm từ 17,4% trong quý 1/2011 xuống còn 13,4% trong quý 1/2012 do nhu cầu sụt giảm và chi phí sản xuất gia tăng nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG vẫn ở mức cao hơn nhiều so với các đối thủ trong ngành.

**Hình 3: So sánh tỷ suất lợi nhuận gộp giữa các công ty thép xây dựng**



Nguồn: Báo cáo tài chính HPG, POM và VIS

## Tăng trưởng từ sự tái cơ cấu của ngành thép

### Dư thừa cung thép đến từ các công ty kém hiệu quả

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), tổng năng lực sản xuất thép xây dựng trong nước hiện tại khoảng 9-10 triệu tấn/năm, cao hơn khoảng 50% so với nhu cầu thép trên thị trường.

Những thống kê về quan hệ cung và cầu có thể làm nhà đầu tư cảm thấy lo ngại nhưng chúng tôi lưu ý rằng chỉ 12% trong số các công ty thành viên của VSA sử dụng công nghệ sản xuất thép xây dựng hiện đại và khoảng 30% sử dụng công nghệ được nâng cấp từ công nghệ cũ. Tất cả các công ty còn lại đều sử dụng công nghệ lạc hậu mà suất tiêu thụ điện năng nhiều gấp đôi so với công nghệ hiện đại.

Vì vậy, chúng tôi không ngạc nhiên khi tỷ suất lợi nhuận gộp của những công ty kém hiệu quả này thường thấp hơn 5-10 điểm phần trăm so với các công ty có quy mô lớn và công nghệ hiện đại như HPG và POM. Rất nhiều trong số những công ty này chỉ hoạt động được khoảng 50-60% công suất thiết kế.

### Cơ cấu lại ngành thép xây dựng là điều tất yếu

Việc cơ cấu lại ngành thép Việt Nam gần như là điều tất yếu sẽ xảy ra do sự kém hiệu quả và dư thừa nguồn cung như đã đề cập phía trên. Trong năm 2011, năm công ty với công nghệ và trang thiết bị lạc hậu đã phải dừng hoạt động. Chúng tôi mong đợi việc cơ cấu lại ngành sẽ diễn ra mạnh hơn để thị phần thép xây dựng của năm công ty dẫn đầu thị trường có thể tăng từ 60% hiện tại lên 80% trong thời gian tới. Điều này đã từng xảy ra tương tự đối với ngành thép của các quốc gia khác trong khu vực.

Với lợi thế về giá thành lên đến 9% và việc mở rộng năng lực sản xuất thêm 77% vào năm 2013 sẽ cho phép HPG giành chiến thắng trong cuộc chiến thị phần thép xây dựng với các công ty đối thủ kém khác trong ngành. Chúng tôi ước tính thị phần của HPG sẽ tăng từ 13,9% trong quý 1/2012 lên 17% vào năm 2016 nhờ quá trình tái cơ cấu ngành thép. Trong một năm rất khó khăn như 2011, sản lượng tiêu thụ của ngành thép xây dựng giảm 2% nhưng sản lượng tiêu thụ của HPG vẫn tăng 8%, điều này cho thấy quá trình cơ cấu lại ngành đã bắt đầu.

### Mở rộng năng lực sản xuất để thúc đẩy tăng trưởng

Năng lực sản xuất của HPG đã tăng thêm 117% vào năm 2010 khi giai đoạn 1 của khu liên hợp thép đi vào hoạt động. Điều này đã thúc đẩy sản lượng tiêu thụ của HPG tăng 64% cho năm 2010 và 8% cho năm 2011. Nhờ vậy công ty đã có thể khai thác hết công suất thiết kế của nhà máy vào cuối năm 2011.

**Hình 4: Nâng cao công suất thiết kế và kết quả kinh doanh của HPG**

	2009	2010	2011
Năng lực sản xuất HPG (%)		117,0	0,0
Sản lượng tiêu thụ HPG (%)		64,0	8,0
Sản lượng tiêu thụ ngành thép (%)	26,0	18,0	-2,0
Thị phần HPG (%)	8,5	12,0	13,2
Tăng trưởng doanh thu HPG (%)	-2,9	75,0	25,0

*Nguồn: HPG, VSA, KE ước tính*

Giai đoạn 2 của khu liên hợp bao gồm một lò luyện phôi thép công suất 500.000 tấn/năm và một dây chuyền cán thép xây dựng công suất 500.000 tấn/năm với tổng chi phí khoảng 3.200 tỷ đồng. Tổng công suất thiết kế hàng năm của HPG sẽ tăng thêm 77% lên 1,1 triệu tấn phôi và 1,15 triệu tấn thép xây dựng thành phẩm vào năm 2013.

Chúng tôi ước tính việc mở rộng năng lực sản xuất sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận của HPG lần lượt tăng bình quân 10% và 22% trong suốt giai đoạn 2012-2016. Lợi nhuận tăng mạnh hơn doanh thu nhờ vào sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận do giá nguyên vật liệu như than coke được kỳ vọng sẽ tiếp tục theo xu hướng giảm (dự báo của JP Morgan) và chi phí tài chính và lỗ chênh lệch tỷ giá cũng sẽ được thu hẹp.

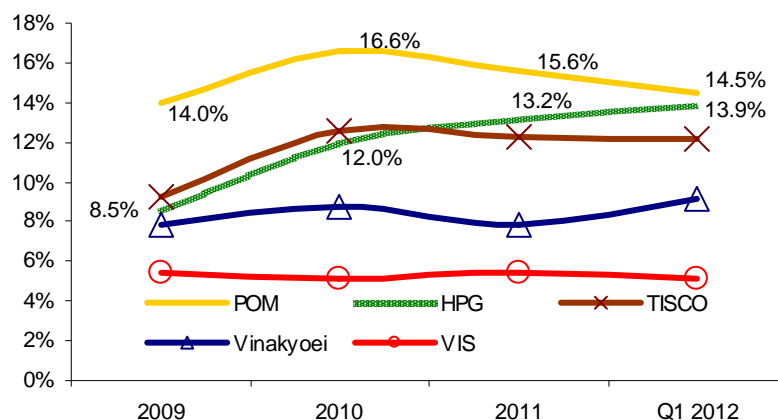
## Mở rộng thị phần

Sự tăng trưởng của HPG qua việc tranh giành thị phần từ các công ty kém hiệu quả thể hiện qua sự mở rộng thị phần nhanh chóng từ 8,5% trong năm 2009 lên 12% trong năm 2010.

Việc đưa giai đoạn 1 của khu liên hợp thép đi vào hoạt động từ năm 2010 đã giúp thị phần của HPG tiếp tục tăng mạnh lên 13,9% vào quý 1/2012. Chúng tôi kỳ vọng rằng giai đoạn 2 của khu liên hợp khi đi vào hoạt động sẽ tiếp tục nâng thị phần của HPG lên 17% vào năm 2016.

Tuy HPG vẫn là công ty lớn thứ hai trong ngành sau POM (14,5% thị phần) nhưng chênh lệch về thị phần giữa hai công ty đang thu hẹp nhanh chóng.

**Hình 5: Thị phần của các công ty trong ngành thép xây dựng**

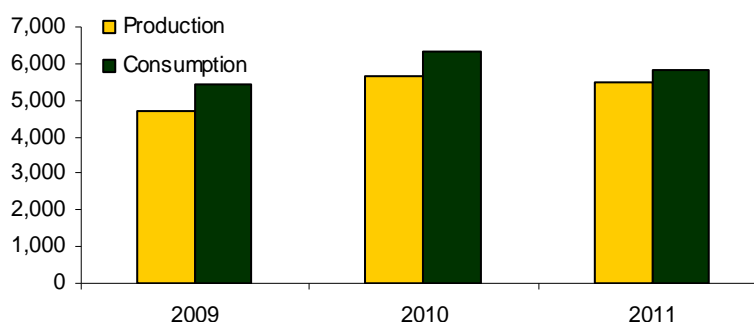


Nguồn: HPG, POM, VIS và VSA

## Triển vọng thuận lợi của ngành thép

### Chu kỳ hồi phục từ năm 2013

Trong năm 2011, ngành thép xây dựng Việt Nam trải qua một năm rất khó khăn do chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt của chính phủ đã làm cho lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng và bất động sản trì trệ. Sản lượng sản xuất của toàn ngành thép giảm 1% nhưng sản lượng tiêu thụ lại giảm đến 8%.

**Hình 6: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ thép xây dựng 2009-2011 (000 tấn)**

Nguồn: VSA

Tương tự như vậy, giá thép phế và than mỡ trên thị trường thế giới lại tăng mạnh đến 18% và 36% trong năm 2011. Chi phí tài chính cũng tăng cao do sự leo thang của mặt bằng lãi suất và sự mất giá của VND so với USD lên đến 10%. Mặc dù giá bán thép xây dựng đã tăng khoảng 20% so với năm trước đó nhưng vẫn chưa đủ để bù lại chi phí tăng cao. Vì vậy tỷ suất lợi nhuận trong toàn ngành đã sụt giảm mạnh.

Nhưng trong năm 2012 chính phủ đã chủ động mở rộng chính sách tài khóa và tiền tệ trong bối cảnh cả lạm phát và tăng trưởng kinh tế đều giảm mạnh. Việc kích thích tăng trưởng qua chính sách tiền tệ thường có độ trễ khoảng 6 tháng vì vậy hiệu quả của những chính sách khuyến khích tăng trưởng này sẽ là sự hồi phục của nền kinh tế vào năm 2013. Nhờ vậy, xây dựng cơ sở hạ tầng và công nghiệp được kỳ vọng sẽ khởi sắc trở lại và kích thích tiêu thụ của ngành thép.

Hơn nữa, chi phí đầu vào trong sản xuất thép cũng đang theo xu hướng giảm trong năm 2012. Giá thép phế và than coke trên thị trường thế giới đã giảm 8% và 20% trong sáu tháng vừa qua.

Tất cả những điều này cho thấy triển vọng về chu kỳ hồi phục của ngành thép sẽ bắt đầu vào năm 2013. Nhưng hiện tại các điều kiện cho sự hồi phục của ngành thép nhìn chung vẫn còn khó khăn vì chính sách tiền tệ mở rộng sẽ chưa thể thật sự thúc đẩy nền kinh tế đến sáu tháng sau đó. Vì vậy, sản lượng tiêu thụ của ngành thép đã giảm 10% trong quý 1/2012 so với cùng kỳ. Hơn nữa những định chế tài chính lớn như HSBC, ADB và IMF cũng đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm nay xuống dưới 6% đã cho thấy triển vọng tăng trưởng của ngành càng thêm khó khăn trong năm nay.

### Triển vọng dài hạn thuận lợi

Theo ước tính thì tiêu thụ thép thường tăng khoảng 1,5x so với tăng trưởng GDP. Nếu mục tiêu tăng trưởng GDP từ 7-7,5%/năm của chính phủ trong giai đoạn 2012-2015 được thực hiện (chúng tôi nghĩ tương đối khả thi) thì tiêu thụ của ngành thép có thể sẽ tăng từ 10,5-11,3%/năm trong cùng giai đoạn.

Sự phát triển mạnh mẽ của việc xây dựng cơ sở hạ tầng, lĩnh vực công nghiệp và tốc độ đô thị hóa nhanh chóng sẽ là cơ sở tốt cho sự tăng trưởng của ngành thép. Hiện tại chỉ 30% dân số Việt Nam sống ở khu vực đô thị và theo dự báo của Ngân hàng thế giới thì tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam sẽ sớm đạt 3,4%/năm trong những năm tới. Vì vậy chúng tôi



kỳ vọng ngành xây dựng bất động sản tại các khu đô thị sẽ phát triển mạnh trong tương lai.

Việt Nam đã trải qua thời kỳ bong bong bất động sản trong giai đoạn 2007-2010. Tuy nhiên, phân khúc bị ảnh hưởng nặng nhất lại là căn hộ và văn phòng cao cấp trong khi triển vọng của phân khúc căn hộ trung bình thấp (khoảng 600 đô/m<sup>2</sup>) vẫn còn tương đối tốt. Phân khúc này cũng trải qua việc dư thừa nguồn cung trong cùng giai đoạn nhưng sự thay đổi về cơ cấu dân số và văn hóa tại Việt Nam sẽ đảm bảo rằng việc thừa nguồn cung này sẽ không kéo dài lâu.

Cơ cấu dân số của Việt Nam hiện tại sẽ dẫn tới việc một lượng lớn dân số trẻ sẽ đến tuổi lập gia đình. Tương tự, sự thay đổi văn hóa sẽ dẫn đến việc lượng dân số trẻ này thường có xu hướng chuyển tới những căn hộ độc lập hơn là sống cùng với gia đình. Hơn nữa, diện tích trung bình của mỗi căn hộ cũng ngày càng tăng lên.

Cuối cùng, sản lượng tiêu thụ thép bình quân đầu người của các nước đang phát triển đạt khoảng 50-250kg và trên 250kg tại các nước phát triển. Nếu sản lượng tiêu thụ 150kg/người hiện tại của Việt Nam tăng trưởng và đạt tới cận trên của thị trường đang phát triển thì sản lượng tiêu thụ thép cả nước sẽ vào khoảng 22 triệu tấn/năm. Suy luận này của chúng tôi cũng rất gần với ước tính của VSA rằng tiêu thụ thép của Việt Nam có thể đạt 20 triệu tấn/năm vào năm 2020.

Cả hai ước tính này chính là cơ sở cho dự báo của chúng tôi rằng ngành thép Việt Nam sẽ tăng trưởng bình quân 9,2%/năm trong giai đoạn 2012-2020.

## Những điểm sáng khác cho HPG

### Lĩnh vực ống thép hàn đang tăng trưởng tốt

Ngoài thép xây dựng thì HPG cũng là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực ống thép hàn với thị phần trên 20%. Ống thép hàn và ống thép đúc được dùng nhiều trong các ứng dụng công nghiệp. Ống thép hàn rẻ hơn nhưng ống thép đúc lại có yêu cầu chất lượng cao hơn.

Sản lượng tiêu thụ ống thép HPG tăng 12,5% trong năm 2011 đạt 144.000 tấn. Lĩnh vực này đóng góp 19% doanh thu và 12% lợi nhuận của HPG. Tương tự, HPG cũng nâng công suất sản xuất ống thép thêm 43% lên 200.000 tấn/năm trong năm 2011. Công suất này đã bao gồm các dây chuyền cán CRC từ HRC nhập khẩu.

*Tổng quan về quá trình cán thép:* Thép phé và than coke được sử dụng để sản xuất phôi thép dẹt (slabs). Sau đó phôi thép dẹt được dùng để cán thép cán nóng (HRC), và sau đó là thép cán nguội (CRC), và cuối cùng là sản phẩm như ống thép.

Chính phủ Việt Nam đang khuyến khích sản xuất CRC nội địa bằng cách miễn thuế nhập khẩu HRC nhưng lại áp 7% thuế nhập khẩu lên CRC. Vì vậy, CRC do HPG sản xuất có giá thành rẻ hơn 9% so với CRC nhập khẩu bởi nhiều công ty trong ngành. Điều này đã làm tăng tỷ suất lợi nhuận của ống thép HPG thêm 3-4 điểm phần trăm.

## Các dự án bất động sản

HPG tin rằng có thể gia tăng lợi nhuận bằng cách đầu tư phát triển bất động sản. Hai dự án đầu tiên của HPG bao gồm dự án căn hộ chung cư 24 tầng tại 257 Giải Phóng, Hà Nội và dự án phức hợp trên diện tích 2,6ha tại khu đô thị phía tây Hà Nội.

Dự án 257 Giải Phóng đã được hoàn thành và bàn giao cho khách hàng. Khoảng 40 tỷ lợi nhuận từ dự án này sẽ được ghi nhận trong năm 2012 (khoảng 20 tỷ đã được ghi nhận trong năm 2011).

Dự án khu đô thị Mandarin Garden trên diện tích 2,6ha vẫn đang trong giai đoạn xây dựng. Dự án này tọa lạc gần khu hành chính của Hà Nội và ở phía tây của quận trung tâm. Dự án bao gồm bốn khối nhà (25-29 tầng) với 1.008 căn hộ. HPG hy vọng có thể bán căn hộ từ dự án này với giá từ 2.000-2.200/m<sup>2</sup>.

Chúng tôi sử dụng giá dự phóng 1.600 đô/m<sup>2</sup> trong mô hình định giá, thấp hơn 20% so với giá kỳ vọng của HPG. Ở mức giá dự phóng này thì lợi nhuận kỳ vọng từ dự án này ở mức 1.000 tỷ đồng, được ghi nhận trong giai đoạn 2013-2015. Tổng chi phí đầu tư dự án này khoảng 4.500 tỷ đồng, trong đó chi phí đất là khoảng 1.500 tỷ đồng.

**Hình 7: Dự phóng dự án Mandarin Garden**

(VND tỷ)	2013F	2014F	2015F
Doanh thu	3.241	1.639	566
COGS	2.438	1.059	353
Chi phí quản lý và bán hàng	33	33	11
LNST	458	411	152

Nguồn: KE ước tính

**Hình 8: Dự án Mandarin Garden**



Nguồn: HPG

## Tăng trưởng bền vững từ các ngành công nghiệp khác

Khoảng 10% doanh thu và lợi nhuận của HPG đến từ các ngành công nghiệp khác bao gồm điện lạnh, phân phối máy xây dựng và nội thất văn phòng (HPG vốn xuất phát là nhà sản xuất và phân phối nội thất văn phòng).

Doanh số của lĩnh vực nội thất văn phòng tăng 3% trong năm 2011 mặc dù điều kiện kinh tế rất khó khăn nhờ vào thị phần chi phối của HPG trong lĩnh vực này. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tăng trưởng của lĩnh vực này sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi sự ra đời của những sản phẩm nội thất văn phòng mới và có chất lượng cao hơn. Thương hiệu điện lạnh “Funiki” của HPG cũng duy trì được vị thế trên thị trường trong năm 2011. Hơn nữa, HPG dường như đang cơ cấu lại hệ thống phân phối trên cả nước đối với sản phẩm điện lạnh và nội thất văn phòng.

Những điều này có thể sẽ đảm bảo mức tăng trưởng bền vững từ 5-10%/năm trong những năm tới đối với lĩnh vực này.

## Rủi ro đầu tư

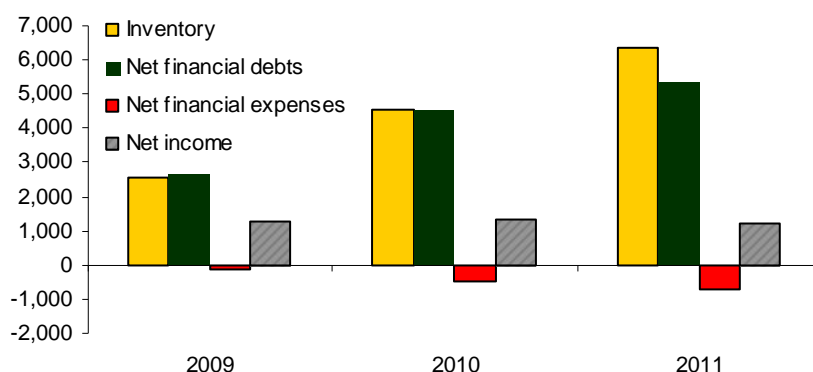
### Hàng tồn kho tăng mạnh...

Sự sụt giảm mạnh của ngành thép trong năm 2011 làm cho hàng tồn kho từ lĩnh vực thép của HPG tăng 20% lên khoảng 4.000 tỷ đồng. Nếu bao gồm cả chi phí xây dựng dở dang của dự án bất động sản Mandarin Garden thì hàng tồn kho lên đến trên 6.300 tỷ đồng vào cuối 2011.

### ...làm gánh nặng tài chính trở nên lớn hơn

Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay của HPG do hàng tồn kho tăng cao là khoảng 610 tỷ đồng trong năm 2011, tương đương với 27% của EBIT. Điều này làm cho chi phí lãi vay của HPG tăng gấp đôi lên 760 tỷ đồng và là một trong những nguyên nhân vì sao HPG chưa hoàn thành kế hoạch kinh doanh trong năm vừa rồi.

**Hình 9: Lợi nhuận bị sụt giảm bởi chi phí tài chính (VND tỷ)**



Nguồn: Báo cáo tài chính HPG

Chỉ số nợ/vốn chủ sở hữu của HPG ở mức khoảng 0,7x cũng góp phần làm cho chi phí tài chính tăng cao trong năm 2011 vì lãi suất vay nợ

ngắn và dài hạn trong năm vừa rồi cao hơn khoảng 2-3 điểm phần trăm so với năm 2010.

Gánh nặng tài chính của HPG chắc chắn vẫn sẽ ở mức cao trong khoảng hai năm tới vì công ty dự kiến giải ngân khoảng 3.700 tỷ đồng cho đầu tư tài sản cố định. Tuy nhiên, chi phí đầu tư sẽ giảm mạnh từ năm 2014.

Tương tự, lãi suất huy động trên thị trường đã giảm khoảng 5 điểm phần trăm từ đầu năm 2012 đến nay và được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm. Trong mô hình dự báo, chúng tôi giả định rằng lãi suất vay nợ ngắn và dài hạn của HPG sẽ giảm 1 điểm phần trăm mỗi năm trong năm 2012 và 2013 (chúng tôi tin là tương đối thận trọng). Với mỗi điểm phần trăm lãi vay được giảm, lợi nhuận của HPG sẽ tăng thêm khoảng 60 tỷ đồng và cải thiện lợi nhuận khoảng 6%.

**Hình 10: Phân tích sự biến động lãi vay trong năm 2012**

Δ lãi vay của HPG (%)	0,0	-1,0	-2,0
Lãi vay ngắn hạn (%)	18,0	17,0	16,0
Lãi vay dài hạn (%)	16,0	15,0	14,0
Tiết kiệm chi phí lãi vay (vnd tỷ)	0	62	124
LNST (vnd tỷ)	951	1.004	1.056
Tăng LNST (%)		5,6	11,0

Nguồn: HPG, KE ước tính

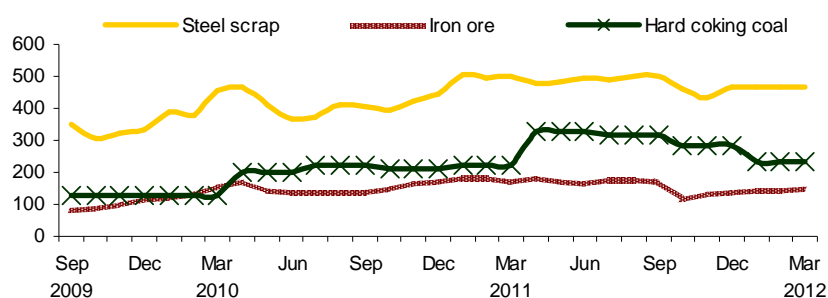
## Biến động với thị trường hàng hóa thế giới

HPG phải nhập khẩu thép phế cho nhà máy EAF luyện phôi và khoảng 70% nguyên liệu cơ bản cho sản xuất than coke. Ngoài ra, hơn một nửa than coke của HPG sẽ được xuất khẩu sang các thị trường khác.

Vì vậy bất kỳ biến động nào của giá hàng hóa trên thị trường thế giới sẽ ảnh hưởng mạnh đến hiệu quả hoạt động HPG và làm cho tỷ suất lợi nhuận biến động mạnh trong những năm qua.

Nhưng điều này lại đồng nghĩa với việc HPG sẽ ít bị tác động bởi thị trường hàng hóa thế giới hơn so với các công ty cùng ngành trong nước vì mức độ khép kín trong quy trình sản xuất của HPG cao hơn. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp của HPG cũng tương đối ổn định hơn.

**Hình 11: Biến động giá của các nguyên vật liệu chính (\$/tấn)**



Nguồn: Bloomberg

## Mở rộng công suất nhà máy than coke

Nhu cầu than coke của HPG khoảng 390.000 tấn/năm từ cuối năm 2013 nhưng HPG lại nâng gấp đôi năng lực sản xuất than coke từ 350.000 lên 700.000 tấn/năm trong năm nay. Hiện tại chưa có nhiều khách hàng trong nước có nhu cầu về than coke trong trung hạn. Vì vậy khoảng hơn 50% sản lượng than coke của HPG sẽ phải được xuất khẩu trong tương lai.

Chúng tôi thấy rằng có thể HPG đang muốn mở rộng hoạt động xuất khẩu than coke. Nếu điều này là đúng thì chúng tôi cho rằng hoạt động này không khả quan với HPG vì những nguyên nhân sau: 1) giá nguyên vật liệu để sản xuất than coke và than coke thành phẩm thường biến động mạnh. 2) giá trị gia tăng trong sản xuất than coke không nhiều (phần lớn là pha trộn và nung). 3) sản xuất than coke không sử dụng nhiều lao động phổ thông nên HPG sẽ không có nhiều lợi thế cạnh tranh so với những công ty ở các quốc gia khác. 4) nguyên liệu đầu vào và thành phẩm than coke đều phải gánh chịu chi phí vận chuyển lớn. 5) giá thành sản xuất của than coke Trung Quốc rẻ hơn 10% so với HPG.

Hơn nữa, Việt Nam lại áp thuế xuất khẩu 20% đối với mặt hàng than coke sẽ càng làm yếu đi lợi thế cạnh tranh của HPG trên thị trường xuất khẩu.

## Khả năng mở rộng sang các ngành khác

HPG đang xem xét mở rộng kinh doanh sang lĩnh vực nông nghiệp như mía đường và cao su mặc dù điều này có thể sẽ chưa được thực hiện trong ít nhất 2-4 năm tới theo như công bố của công ty. Chúng tôi nghi ngờ về khả năng thành công của HPG trong những lĩnh vực này và nghĩ rằng niềm tin của nhà đầu tư vào cổ phiếu HPG sẽ bị sụt giảm mạnh nếu HPG thật sự bước vào lĩnh vực nông nghiệp.

## Phân tích tài chính

### Kết quả kinh doanh 2011

Doanh thu của HPG tăng 25% trong năm vừa qua đạt 17,8 nghìn tỷ đồng nhờ sản lượng bán hàng tăng 10% và giá bán tăng 15%. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 17% xuống còn 16% do chi phí sản xuất tăng mạnh 30%. Chi phí tài chính cũng tăng mạnh 51% so với năm trước do lãi suất tăng cao và sự mất giá của VND. Hơn nữa, chi phí quản lý và bán hàng tăng mạnh 36% vì việc mua lại các công ty con đã làm cho chi phí phân bổ lợi thế thương mại tăng 37% so với năm trước. Vì vậy, lợi nhuận sau thuế trong năm 2011 giảm 8% so với năm trước đó đạt 1,2 nghìn tỷ đồng.

Việc HPG không thể tăng giá bán để bù lại cho việc chi phí sản xuất tăng mạnh đã làm cho tỷ suất lợi nhuận sụt giảm trong hai năm qua (hình 3 trang 5). Chi phí lãi vay tăng mạnh từ cuối năm 2010 đã làm giảm tỷ suất lợi nhuận ròng và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu từ 21,1% năm 2010 xuống còn 16,9% trong năm 2011.

Mặc dù chi phí lãi vay tăng cao đã làm giảm lợi nhuận của HPG trong những năm gần đây, chúng tôi vẫn cho rằng hệ số nợ/vốn chủ sở hữu của HPG ổn định ở mức 0,7x là tương đối phù hợp cho ngành công nghiệp nặng vốn cần nhiều nguồn lực tài chính.

Cuối cùng, vòng quay hàng tồn kho của HPG tăng từ 140 lên 150 ngày trong năm 2011 vì nhu cầu sắt thép suy yếu đã làm cho hàng tồn kho của HPG tăng thêm 20%. Tuy nhiên, vòng quay tiền của công ty lại ổn định ở mức 160 ngày vì HPG có thể đẩy mạnh để giảm vòng quay khoản phải thu.

**Hình 12: Các chỉ số tài chính của HPG**

	2009	2010	2011
Nợ ròng/VCSH (x)	0.6	0.7	0.7
Vòng quay tiền (ngày)	158	151	163
ROA (%)	12.4	9.1	7.1
ROE (%)	26.4	21.1	16.7
LNST/doanh thu (%)	15.7	9.5	6.9
Doanh thu/tổng tài sản (x)	0.8	1.0	1.0
Tổng tài sản/VCSH (x)	2.1	2.3	2.4

Nguồn: HPG

## Dự báo 2012

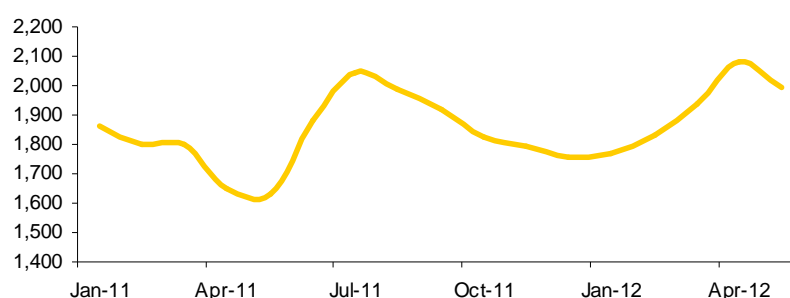
HPG kỳ vọng doanh thu vẫn sẽ ổn định ở mức 18,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2012 nhưng lại dự phóng mức sụt giảm lợi nhuận ròng đến 27% xuống còn 906 tỷ đồng là do giá bán sụt giảm. HPG dự kiến sẽ giảm giá bán thép xây dựng để mở rộng thị phần trước khi giai đoạn hai của khu liên hợp hoàn thành vào năm 2013.

Nhưng chúng tôi lại lạc quan hơn so với công ty. Chúng tôi tin là doanh thu sẽ tăng trưởng 5,7% đạt 18,8 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận sẽ chỉ giảm khoảng 19% đạt 1 nghìn tỷ đồng. Nguyên nhân chính của sự lạc quan của chúng tôi là sự tăng trưởng bền vững của các lĩnh vực sản xuất công nghiệp sẽ phần nào bù lại sự khó khăn của lĩnh vực sắt thép.

Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận của lĩnh vực ống thép sẽ tăng khoảng 12% so với năm trước trong khi những lĩnh vực khác như nội thất văn phòng, điện lạnh, phân phối máy xây dựng và khu công nghiệp có thể tăng khoảng 5% so với năm trước.

Tuy nhiên chúng tôi lại khá bi quan về triển vọng của lĩnh vực than coke trong năm 2012. Như đã đề cập ở trên, khoảng một nửa than coke của HPG sẽ được dành cho xuất khẩu trong bối cảnh than coke tồn kho của Trung Quốc dường như đã đạt đỉnh. Điều này cũng đồng nghĩa rằng khả năng xuất khẩu than coke của HPG không khả quan. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu than coke của HPG sẽ không đổi ở mức 80.000 tấn trong năm 2012. Giá xuất khẩu sẽ giảm khoảng 5% xuống còn 400 đô la/tấn do nhu cầu sụt giảm.

**Hình 13: Than coke tồn kho của Trung Quốc (000 tấn)**



Nguồn: Bloomberg

Hình 14: Phân tích ảnh hưởng của than coke đến lợi nhuận của HPG

		Coke export volume change (%)				
		-20.0%	-10%	0%	10%	20%
Coke export price change (%)	-5%	-3.3%	-3.1%	-2.8%	-2.6%	-2.3%
	-4%	-2.9%	-2.6%	-2.3%	-2.0%	-1.7%
	-3%	-2.4%	-2.0%	-1.7%	-1.3%	-1.0%
	-2%	-1.9%	-1.5%	-1.1%	-0.7%	-0.3%
	-1%	-1.5%	-1.0%	-0.6%	-0.1%	0.4%
	0%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
	1%	-0.6%	0.0%	0.6%	1.1%	1.7%
	2%	-0.1%	0.5%	1.1%	1.8%	2.4%
	3%	0.3%	1.0%	1.7%	2.4%	3.1%
	4%	0.8%	1.5%	2.3%	3.0%	3.8%
5%	1.2%	2.0%	2.8%	3.6%	4.4%	

Nguồn: HPG, KE ước tính

Hình 15: Phân tích ảnh hưởng của lĩnh vực thép đến lợi nhuận của HPG

		Construction steel volume change (%)				
		-10.0%	-5%	0%	5%	10%
Selling price change (%)	-5%	-42.5%	-42.0%	-41.4%	-40.9%	-40.3%
	-4%	-35.1%	-34.1%	-33.1%	-32.2%	-31.2%
	-3%	-27.6%	-26.2%	-24.9%	-23.5%	-22.1%
	-2%	-20.2%	-18.4%	-16.6%	-14.8%	-13.0%
	-1%	-12.7%	-10.5%	-8.3%	-6.1%	-3.9%
	0%	-5.2%	-2.6%	0.0%	2.6%	5.2%
	1%	2.2%	5.2%	8.3%	11.3%	14.4%
	2%	9.7%	13.1%	16.6%	20.0%	23.5%
	3%	17.1%	21.0%	24.9%	28.7%	32.6%
	4%	24.6%	28.9%	33.1%	37.4%	41.7%
5%	32.0%	36.7%	41.4%	46.1%	50.8%	

Nguồn: HPG, KE ước tính

## Kết quả kinh doanh quý 1/2012

Doanh thu giảm 14% so với cùng kỳ trong quý 1/2012 là do sản lượng tiêu thụ giảm 6,4% và giá bán giảm 7,1%. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 20,8% trong quý 1/2011 xuống còn 13,4% trong quý 1/2012 do giá các nguyên vật liệu chính tăng mạnh: thép phế (+8%) và than mỡ (+36%).

Mặc dù lãi suất đang trong xu hướng giảm, chi phí tài chính ròng của HPG chỉ giảm 16,6%. Vì vậy lợi nhuận ròng sụt giảm đến 63% so với cùng kỳ đạt 195 tỷ đồng trong quý một vừa qua. Lưu ý rằng quý một thường là mùa thấp điểm của ngành thép vì vậy chúng tôi vẫn lạc quan rằng dự báo 1 nghìn tỷ lợi nhuận sau thuế của HPG là tương đối khả thi.

## Xu hướng giảm tỷ suất lợi nhuận đã kết thúc

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng sẽ giảm khoảng 10 điểm phần trăm trong giai đoạn 2009-2012 và làm giảm chỉ số lợi nhuận/vốn chủ sở hữu từ 26% trong năm 2009 xuống còn 12% trong năm nay. Ngành thép đã bùng nổ trong năm 2009 nhờ chính sách khuyến khích tăng trưởng mạnh mẽ của chính phủ, vì vậy chúng tôi cảm thấy không phù hợp khi bao gồm năm 2009 trong phân tích của chúng tôi về tính chu kỳ của tỷ suất lợi nhuận. Trong giai đoạn 2010-2012, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng sẽ

giảm tương ứng 2 và 4 điểm phần trăm và sẽ làm cho chỉ số lợi nhuận/vốn chủ sở hữu giảm từ 20% trong năm 2010 xuống còn 12% trong năm 2012.

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 17% trong năm 2010 xuống còn 15% trong năm 2012 là do chi phí đầu vào tăng mạnh trong khi nhu cầu ngành thép lại sụt giảm đã làm ảnh hưởng đến giá bán của công ty. Chi phí tài chính tăng mạnh từ năm 2010 đã giải thích vì sao chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ tiếp tục giảm từ 9,6% xuống còn 5,4%.

Áp lực về tỷ suất lợi nhuận của giai đoạn 2010-2012 giờ đã giảm đi nhiều (chúng tôi không bao gồm năm 2009 vì đây là năm mà thị trường bùng nổ). Chi phí nguyên liệu đầu vào và chi phí tài chính hiện cũng đang trong xu hướng giảm trong khi giá bán thép xây dựng gần như không thay đổi. Chúng tôi tin là xu hướng giảm tỷ suất lợi nhuận trong giai đoạn này đã kết thúc và tỷ suất lợi nhuận sẽ hồi phục lại trong chu kỳ tiếp theo.

## Định giá

Chúng tôi ước tính mức giá mục tiêu của HPG ở mức 29.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 26% so với mức giá hiện tại. Giá mục tiêu được xác định bằng cả hai phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE. Đối với mô hình FCFF, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 17% và đối với mô hình FCFE chúng tôi sử dụng mức chi phí vốn 18% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 4%.

Những giả định khác trong mô hình định giá của chúng tôi bao gồm: chi phí khai thác quặng sắt của HPG khoảng 110 đô la/tấn; than mỡ nhập khẩu khoảng 200-263 đô la/tấn (dựa vào dự báo của JP Morgan); thép phế nhập khẩu khoảng 484 đô la/tấn. Giá thép phế được tính dựa vào giá trung bình của thị trường Châu Á trong năm 2011.

Những nguyên liệu đầu vào như than mỡ và thép phế đều phải được nhập khẩu và vì vậy chúng tôi giả định sự mất giá của VND so với USD là 3% mỗi năm.

Cuối cùng, chúng tôi cũng giả định là HPG sẽ vận hành giai đoạn 2 của khu liên hợp thép khoảng 30% công suất thiết kế vào năm 2013 và sẽ tăng dần lên 90% vào năm 2016. Chúng tôi cũng cho rằng nhà máy than coke thứ hai sẽ chỉ được vận hành ở mức 50% công suất thiết kế vì chúng tôi không tin rằng hoạt động xuất khẩu than coke của HPG sẽ khả quan.



Hình 16: Những giả định trong mô hình định giá

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
<b>Nguyên liệu đầu vào</b>					
Tăng giá điện (%)	10	10	10	10	10
Tăng USD/VND (%)	3	3	3	3	3
Giá than mỡ (\$/tấn)	263	254	200	200	200
Giá quặng sắt (\$/tấn)	110	110	110	110	110
Giá thép phế (\$/tấn)	484	484	484	484	484
<b>Thép xây dựng</b>					
Hiệu suất hoạt động (%)					
Nhà máy EAF	100	100	100	100	100
Nhà máy BOF 1	100	100	100	100	100
Nhà máy BOF 2	0	30	50	70	90
Sản lượng SX (000 tấn)	650	800	900	1.000	1.100
Sản lượng TT (000 tấn)	650	800	900	1.000	1.100
Giá bán (VND tr/tấn)	15,7	16,6	17,4	18,1	18,9
<b>Than coke</b>					
Hiệu suất hoạt động					
Nhà máy 1	90	90	90	90	90
Nhà máy 2	0	50	50	50	50
Sản lượng SX (000 tấn)	315	490	490	490	490
Tiêu thụ nội bộ (000 tấn)	161	230	276	322	368
Xuất khẩu (000 tấn)	80	88	97	106	117
Giá xuất khẩu (\$/tấn)	400	420	378	370	367

Nguồn: HPG, JP Morgan, Bloomberg và Kim Eng ước tính

Hình 17: Mô hình định giá

FCFF (VND tỷ)	2012	2013	2014	2015	2016
<b>EBIT</b>	2.159	2.769	3.643	4.360	5.159
Trừ: Thuế	179	259	412	531	1.116
Cộng: Khấu hao	695	939	1.036	1.061	1.086
Trừ: Đầu tư TSCĐ	2.250	1.450	250	250	250
Trừ: Đầu tư vốn lưu động	1.154	1.121	1.248	2.044	1.530
<b>Dòng tiền tự do</b>	(729)	878	2.769	2.597	3.349
Giá trị hiện tại	(625)	644	1.740	1.398	1.544
Tổng giá trị hiện tại	4.702				
<b>Giá trị dài hạn</b>	27.327				
Giá trị hiện tại dài hạn	12.600				
<b>Tổng dòng tiền tự do</b>	17.303				
Trừ: vay nợ	7.858				
Cộng: tiền mặt	726				
<b>Giá trị chủ sở hữu</b>	10.171				
<b>Cổ phiếu lưu hành (triệu)</b>	349,6				
<b>Giá trị nội tại/cp (VND)</b>	29.090				

Nguồn: Kim Eng ước tính

Hình 18: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị nội tại	Tỷ trọng	Giá
FCFF	29.090	50%	14.545
FCFE	29.338	50%	14.669
<b>Giá trung bình</b>			<b>29.214</b>
Giá hiện tại			23.200
<b>Tăng trưởng</b>			<b>25,9%</b>

Nguồn: Kim Eng ước tính

## So sánh với các công ty trong ngành

HPG đang giao dịch với chỉ số định giá tương đối rẻ hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Chỉ số PE hiện tại 8,9x của HPG cũng khá thấp so với trung bình 11x của các đối thủ trong khu vực.

**Hình 19: Chỉ số PE trung bình của các công ty thép trong khu vực**

Mã cổ phiếu	Công ty	Vốn hóa (\$ triệu)	FY11 PER (x)
UTTM IN Equity	UTTAM GALVA STEELS LTD	156	11.7
IMFA IN Equity	INDIAN METALS & FERRO ALLOY	142	12.4
MSW MK Equity	MALAYSIA STEEL WORKS KL BHD	63	14.9
SMELT MK Equity	MALAYSIA SMELTING CORP BHD	119	10.0
MCS TB Equity	M.C.S. STEEL PCL	110	10.2
CSP TB Equity	CSP STEEL CENTER PCL	31	10.9
KRAS IJ Equity	KRAKATAU STEEL PERSERO TBK	1283	12.5
GDST IJ Equity	GUNAWAN DIANJAYA STEEL TBK	99	12.1
5410 JP Equity	GODO STEEL LTD	336	10.3
5451 JP Equity	YODOGAWA STEEL WORKS LTD	692	11.5
002541 CH Equity	ANHUI HONGLU STEEL	437	12.6
600581 CH Equity	XINJIANG BA YI IRON & STEEL-A	699	13.6
POM VN Equity	POMINA STEEL CORP	121	9.4
VIS VN Equity	VIETNAM - ITALY STEEL JSC	29	5.4
<b>Trung bình</b>			<b>11.2</b>
<b>HPG VN Equity</b>	<b>HOA PHAT GROUP JSC</b>	<b>386</b>	<b>8.9</b>

Nguồn: Bloomberg

## Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>Mô hình sản xuất khép kín dựa vào công nghệ BOF giúp giá thành sản phẩm của HPG thấp hơn 5-10% so với các đối thủ.</li> <li>Khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu đầu vào càng củng cố lợi thế về chi phí của HPG.</li> <li>Thương hiệu thép HPG rất phổ biến với chất lượng cao.</li> <li>HPG là cổ phiếu trong ngành thép được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm nhất.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công suất thiết kế nhà máy than coke cao hơn nhiều so với nhu cầu. Việc xuất khẩu than coke cũng không khả quan khi giá nguyên liệu đầu vào và thành phẩm đều biến động lớn.</li> <li>Gánh nặng chi phí tài chính ăn mòn phần lớn lợi nhuận từ lĩnh vực sắt thép.</li> <li>Mở rộng quá nhiều ra ngoài ngành thép như nội thất văn phòng, điện lạnh và bất động sản.</li> </ul>
Cơ hội	Nguy cơ
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tái cơ cấu lại ngành thép Việt Nam là điều tất yếu.</li> <li>Mở rộng năng lực sản xuất sẽ cho phép HPG giành lấy thị phần từ các đối thủ kém hiệu quả.</li> <li>Triển vọng ngành thép khả quan nhờ vào nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng, nhà xưởng và dân cư lớn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ngành xây dựng và bất động sản trì trệ ảnh hưởng đến hiệu quả của HPG trong năm 2012.</li> <li>Mở rộng kinh doanh sang lĩnh vực nông nghiệp có thể làm giảm niềm tin của nhà đầu tư vào cổ phiếu HPG.</li> <li>Rủi ro dư thừa nguồn cung thép trong tương lai khi nhiều dự án lớn đang được xem xét.</li> </ul>

## Phụ lục: Tổng quan ngành

### Cạnh tranh gay gắt trên thị trường miền Bắc

Ngành thép Việt Nam phần lớn là các công ty thép xây dựng như thép thanh (rebar). Ngoại trừ HSG – công ty chuyên sản xuất tôn mạ nhưng sản phẩm cũng được sử dụng rộng rãi trong lĩnh vực xây dựng. Cả nước hiện có 27 công ty chuyên sản xuất thép xây dựng thuộc hiệp hội thép Việt Nam, trong đó 5 công ty dẫn đầu chiếm tới 60% thị phần như POM(14,5%), HPG(13,9%) và TISCO(12,2%).

Thị trường miền Bắc tiêu thụ khoảng 40-45% tổng sản lượng thép xây dựng trong cả nước. Áp lực cạnh tranh tại thị trường này trở nên gay gắt vì có sự hiện diện của nhiều công ty thép xây dựng quy mô lớn như HPG, TISCO và VIS và hàng chục công ty có quy mô vừa và nhỏ khác tại thành phố Cảng Hải Phòng.

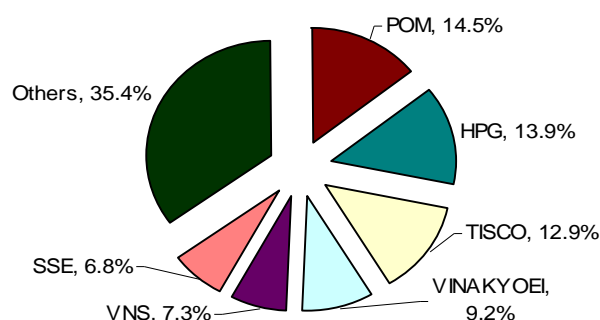
Thị trường miền Nam mặc dù chiếm tới 55-60% tổng nhu cầu thép xây dựng cả nước nhưng áp lực cạnh tranh tại đây lại ít khốc liệt hơn do không có nhiều nhà máy có quy mô lớn còn các công ty còn lại hầu hết là những công ty lạc hậu hoặc thuộc sở hữu nhà nước. Chỉ có POM và Vinakyoel là có nhà máy hiện đại có thể có hiệu quả sản xuất theo quy mô (economies of scale).

Giá bán tại thị trường miền Nam thường vẫn cao hơn một ít so với thị trường miền Bắc bởi hầu hết các công ty thép Việt Nam phải nhập khẩu nguyên vật liệu (thép phế,...) từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản. Chi phí vận chuyển từ các nước Bắc Á này về khu vực phía Bắc Việt Nam tương đối thấp hơn so với khu vực phía Nam. Tuy nhiên, điều này hoàn toàn không tạo nên lợi thế cho các doanh nghiệp thép miền Bắc vì nếu tính chi phí vận chuyển thép thành phẩm với cự li xa hơn 1.000km như vậy thì giá vốn của thép khi vào thị trường miền Nam sẽ cao hơn.

Thị trường phía Nam bị ảnh hưởng nặng hơn bởi sự trì trệ chung của nền kinh tế Việt Nam so với miền bắc. Cụ thể, rất nhiều dự án xây dựng cơ sở hạ tầng của Chính phủ tập trung chủ yếu tại khu vực phía Bắc và vẫn đang được thực hiện (mặc dù tiến độ chậm hơn) trong khi những dự án bất động sản và xây dựng cơ sở hạ tầng khác ở phía Nam đang buộc phải tạm ngưng thi công bởi những khó khăn về tài chính.

Cuối cùng, duy chỉ có HPG và TISCO – hai công ty thép xây dựng tại miền bắc sử dụng kỹ thuật lò cao vì sở hữu phần lớn các mỏ quặng sắt tại khu vực này. Trừ lượng quặng sắt ở phía Nam có phần khan hiếm hơn và là một trong những nguyên nhân mà các công ty tại đây đều sử dụng kỹ thuật EAF để tái chế thép phế.

**Hình 20: Thị phần của các công ty thép xây dựng dẫn đầu Việt Nam**



Nguồn: VSA

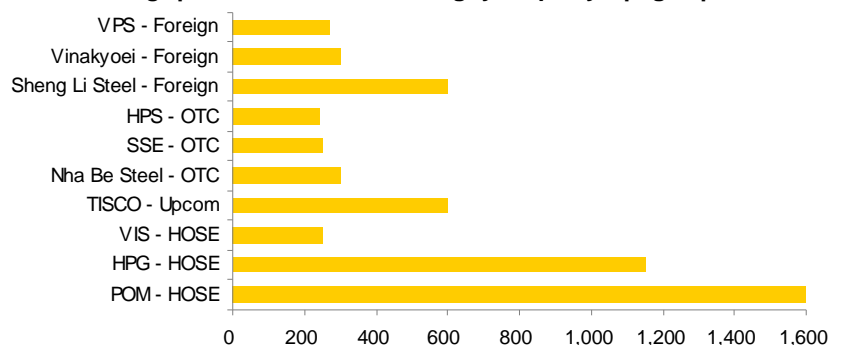
## Mất cân đối cung cầu

Năng lực sản xuất thép xây dựng cả nước đạt khoảng 9-10 triệu tấn/năm, cao hơn khoảng 50% so với nhu cầu nội địa. Do vậy, phần lớn các công ty sản xuất thép hiện tại chỉ đang hoạt động ở mức 50-60% công suất thiết kế. Như chúng tôi đã đề cập phía trên, những doanh nghiệp sản xuất không hiệu quả gần như sẽ bị loại trừ hoặc hợp nhất, do đó việc dư thừa nguồn cung thép sẽ không quá nghiêm trọng.

Tuy nhiên, quan ngại lớn nhất là việc gần đây có một loạt các dự án thép xây dựng có quy mô lớn được công bố, bao gồm: khu liên hợp gang thép Sơn Dương có vốn đầu tư 7,8 tỷ đô và công suất thiết kế 7,5 triệu tấn do Tập đoàn Formosa của Đài Loan làm chủ đầu tư, dự án khu liên hợp gang thép Tata có vốn đầu tư 5 tỷ đô la và công suất thiết kế 4,6 triệu tấn/năm và khu liên hợp gang thép Guang Lian của Tycoons Stell International (Đài Loan) có vốn đầu tư 4,5 tỷ đô la và công suất thiết kế 7 triệu tấn/năm.

Được biết, chỉ có dự án Formosa đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng trong khi các dự án khác đang trì hoãn do gặp phải khó khăn tài chính và/hoặc một số vấn đề khác. Ít nhất là cho đến năm 2016, vẫn chưa có dự án nào có thể đi vào hoạt động. Do đó, chúng tôi không quá lo ngại về vấn đề dư thừa nguồn cung trong lĩnh vực thép xây dựng trong năm năm tới.

**Hình 21: Năng lực sản xuất của các công ty thép xây dựng Việt Nam**



Nguồn: VSA, KE ước tính

## Phân loại sản phẩm ngành thép

Phôi thép dài (billet), phôi thép hình (blooms) và phôi thép dẹt (slabs) được sản xuất từ quặng sắt và than coke trong lò cao truyền thống hoặc tái chế thép phế liệu bằng công nghệ lò điện (EAF) sử dụng nhiệt lượng. Lò cao được sử dụng phổ biến đầu tiên bởi các công ty như Nucor ở Mỹ.

Thép được dùng để luyện phôi thép dài, thép hình và thép dẹt đều có đặc tính và chất lượng tương đương nhau nhưng hình dạng của những sản phẩm này lại khác nhau tùy thuộc vào yêu cầu sản phẩm cuối cùng.

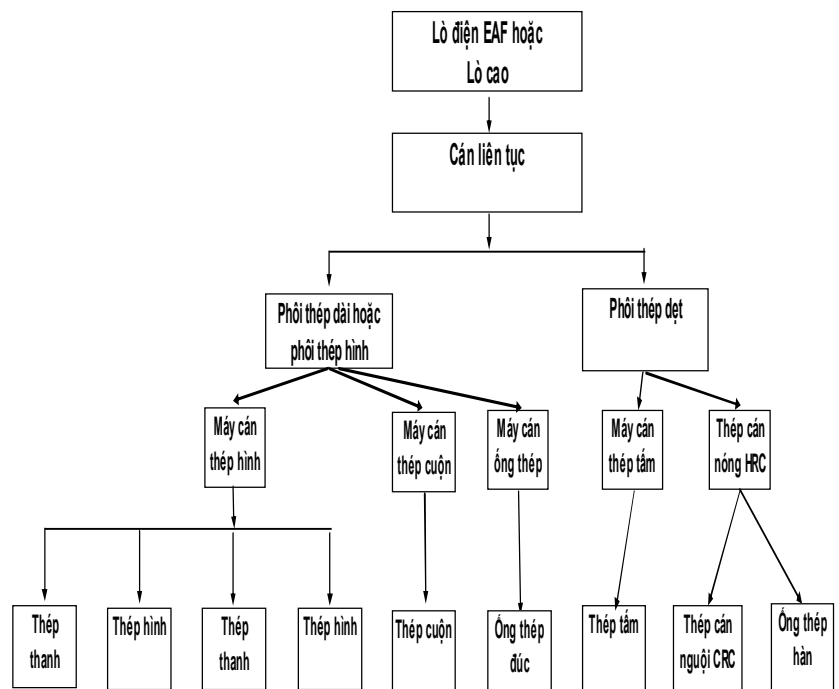
Phôi thép là những thanh kim loại dài khoảng 5m và chu vi tương đối nhỏ (giống như dạng ống). Phôi thép dài có thể là hình tròn hoặc hình chữ nhật nhưng diện tích chu vi không vượt quá 230cm<sup>2</sup>. Nếu chu vi lớn hơn 230cm<sup>2</sup> thì được gọi là phôi thép hình.

Phôi thép dài sau đó được cán thành các sản phẩm thép xây dựng như thép thanh và thép cuộn. Những sản phẩm này được dùng cho bê tông xây dựng.

Phôi thép hình lại được gia công thành những sản phẩm kết cấu khác nhau nên được gọi là thép hình. Sản phẩm này có nhiều hình dạng tùy thuộc vào nhu cầu sử dụng (hình chữ U, chữ T,...) và thường được sử dụng trong kết cấu thép như xây dựng tòa nhà cao tầng và cầu đường. Ví dụ, thép hình chữ V được dùng để nối các mái tôn lại với nhau. Phôi thép hình cũng có thể được gia công thành thanh thép được sử dụng cho đường ray xe lửa hoặc thành ống thép đúc.

Phôi thép dẹt là một tấm thép lớn có hình chữ nhật (khác với phôi thép dài và thép hình có hình dáng dạng ống). Phôi thép dẹt có thể được cán thành tấm thép được sử dụng trong ngành đóng tàu và thùng xe tải. Ngoài ra phôi thép dài cũng có thể được cán thành thép cán nóng (HRC) sau đó thành thép cán nguội (CRC). CRC sau đó được dùng để sản xuất ra nhiều các sản phẩm khác như ống thép hàn và tôn mạ.

### Quy trình sản xuất thép



## KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2010	2011	2012E	2013E
<b>Doanh thu</b>	<b>14.267</b>	<b>17.852</b>	<b>18.876</b>	<b>23.039</b>
Giá vốn hàng bán	-11.450	-14.437	-15.267	-18.539
Khấu hao	-359	-542	-695	-939
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.459</b>	<b>2.873</b>	<b>2.914</b>	<b>3.562</b>
Chi phí bán hàng & QLDN	-454	-619	-755	-793
<b>EBIT</b>	<b>2.005</b>	<b>2.254</b>	<b>2.159</b>	<b>2.769</b>
Chi phí tài chính ròng	-489	-741	-1.005	-1.087
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh, liên kết	46	-11	20	20
Lãi/ (lỗ) khác	2	-13	59	481
<b>Thu nhập trước thuế</b>	<b>1.564</b>	<b>1.489</b>	<b>1.233</b>	<b>2.183</b>
Thuế thu nhập	-188	-192	-179	-259
Lợi ích cổ đông thiểu số	-27	-60	-50	-50
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.349</b>	<b>1.236</b>	<b>1.004</b>	<b>1.874</b>
EBITDA	2.364	2.796	2.854	3.708
EPS	3.859	3.536	2.871	5.361
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	75,6	25,1	5,7	22,1
Thu nhập	12,1	11,2	9,6	12,8
EBITDA	12,8	11,8	10,2	13,0
Lợi nhuận ròng	6,1	-8,4	-18,8	
EPS	6,1	-8,4	-18,8	86,7

## CASH FLOW (VND b)

Năm tài khóa 31/12	2010	2011	2012E	2013E
<b>Dòng tiền hữ kinh doanh</b>	<b>398</b>	<b>304</b>	<b>965</b>	<b>1.461</b>
Lợi nhuận ròng	1.349	1.236	1.004	1.874
Khấu hao	359	542	695	939
Thay đổi vốn hoạt động	-1.248	-1.646	-774	-973
Khác	-62	172	40	-378
<b>Dòng tiền hữ đầu tư</b>	<b>-1.421</b>	<b>-937</b>	<b>-2.066</b>	<b>-1.266</b>
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-802	-1.709	-2.250	-1.450
Thay đổi trong đầu tư	-761	589	0	0
Khác	142	184	184	184
Dòng tiền sau hữ đầu tư	-1.023	-633	-1.102	195
<b>Dòng tiền hữ tài chính</b>	<b>586</b>	<b>649</b>	<b>763</b>	<b>-48</b>
Thay đổi vốn góp cổ đông	8	-63	0	0
Thay đổi khoản nợ vay	1.215	715	1.433	756
Khác	0	0	0	0
Cổ tức	-638	-3	-670	-804
<b>Dòng tiền ròng</b>	<b>-437</b>	<b>16</b>	<b>-338</b>	<b>147</b>

## BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	2010	2011	2012E	2013E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.925</b>	<b>16.560</b>	<b>19.072</b>	<b>21.069</b>
Tài sản ngắn hạn	7.866	9.486	10.453	11.950
Tiền	1.047	1.064	726	873
đầu tư ngắn hạn	290	0	0	0
Hàng tồn kho	4.541	6.347	7.175	7.959
Phải thu khách hàng	1.504	1.526	1.551	1.894
Khác	484	549	1.001	1.224
Tài sản dài hạn	6.058	7.074	8.619	9.119
Đầu tư dài hạn	709	273	273	273
Tài sản cố định ròng	4.604	5.920	7.464	7.965
Khác	746	882	882	882
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8.166</b>	<b>8.546</b>	<b>10.120</b>	<b>11.116</b>
Nợ ngắn hạn	6.136	6.647	7.020	8.315
Phải trả ngắn hạn	898	942	1.093	1.334
Vay ngắn hạn	4.022	4.555	4.789	5.843
Khác	1.217	1.150	1.138	1.138
Nợ dài hạn	2.029	1.900	3.100	2.801
Nợ dài hạn phải trả	1.545	1.869	3.069	2.771
Khác	484	31	31	31
<b>Nguồn vốn</b>	<b>6.398</b>	<b>7.414</b>	<b>8.391</b>	<b>9.403</b>
Vốn góp cổ đông	3.178	3.178	4.167	4.167
Các quỹ	3.220	4.235	4.224	5.236
Các khoản dự phòng	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	340	550	550	550

## CÁC CHỈ SỐ

Năm tài khóa 31/12	2010	2011	2012E	2013E
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,2	16,1	15,4	15,5
Tỷ suất EBIT	14,1	12,6	11,4	12,0
Tỷ suất EBITDA	16,6	15,7	15,1	16,1
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,6	7,3	5,4	6,4
ROA	9,1	7,1	5,3	8,9
ROE	21,1	16,7	12,0	19,9
<b>Tình hình tài chính</b>				
Nợ vay/VCSH (%)	0,9	0,9	0,9	0,9
Nợ vay ròng/VCSH (%)	0,7	0,7	0,8	0,8
Khả năng trả lãi vay (X)	4,9	2,9	2,0	2,4
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,5	0,4	0,4	0,4
Dòng tiền/lãi vay (X)	1,0	0,4	0,9	1,3
Diện/lãi&nợ vay NH (X)	0,1	0,1	0,2	0,2
Khả năng TT hiện hành (X)	1,3	1,4	1,5	1,4
Khả năng TT nhanh (X)	0,5	0,5	0,5	0,5
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	-4.519	-5.360	-7.132	-7.741
<b>Trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>				
EPS	3.859	3.536	2.871	5.361
CFPS	1.139	870	2.759	4.179
BVPS	20.129	23.325	23.999	26.893
SPS	40.806	51.059	53.989	65.895
EBITDA/share	6.760	7.996	8.162	10.605
Cổ tức tiền mặt	2.000	2.000	2.000	2.000

Nguồn: HPG, Maybank KE

## ANALYSTS' COVERAGE / RESEARCH OFFICES

## MALAYSIA

**WONG Chew Hann, CA** *Head of Research*  
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

- Strategy
- Construction & Infrastructure

**Desmond CH'NG, ACA**  
(603) 2297 8680 desmond.chng@maybank-ib.com

- Banking - *Regional*

**LIAW Thong Jung**  
(603) 2297 8688 tjliaw@maybank-ib.com

- Oil & Gas
- Automotive
- Shipping

**ONG Chee Ting**  
(603) 2297 8678 ct.ong@maybank-ib.com

- Plantations

**Mohshin AZIZ**  
(603) 2297 8692 mohshin.aziz@maybank-ib.com

- Aviation
- Petrochem
- Power

**Yin Shao Yang, CPA**  
(603) 2297 8916 samuel.y@maybank-ib.com

- Gaming - *Regional*
- Media
- Power

**WONG Wei Sum, CFA**  
(603) 2297 8679 weisum@maybank-ib.com

- Property & REITs

**LEE Yen Ling**  
(603) 2297 8691 lee.yl@maybank-ib.com

- Building Materials
- Manufacturing
- Technology

**LEE Cheng Hooi** *Head of Retail*  
chenghooi.lee@maybank-ib.com

- Technicals

## HONG KONG / CHINA

**Edward FUNG** *Head of Research*  
(852) 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Construction

**Ivan CHEUNG**  
(852) 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property
- Industrial

**Ivan Li**  
(852) 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

**Jacqueline KO**  
(852) 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Consumer Staples

**Andy POON**  
(852) 2268 0645 andypoon@kimeng.com.hk

- Telecom & equipment

**Samantha KWONG**  
(852) 2268 0640 samanthakwong@kimeng.com.hk

- Consumer Discretionaries

**Alex YEUNG**  
(852) 2268 0636 alexyeung@kimeng.com.hk

- Industrial

## INDIA

**Jigar SHAH** *Head of Research*  
(91) 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in

- Oil & Gas
- Automobile
- Cement

**Anubhav GUPTA**  
(91) 22 6623 2605 anubhav@kimeng.co.in

- Metal & Mining
- Capital goods
- Property

**Haripreet BATRA**  
(91) 226623 2606 haripreet@kimeng.co.in

- Software
- Media

**Ganesh RAM**  
(91) 226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in

- Telecom
- Contractor

**Vasant LOHIYA**  
(91) 226623 2611 vasant@kimeng.co.in

- Telecom
- Financial Services
- Banking

**Gagan KWATRA**  
(91) 226623 2612 gagan@kimeng.co.in

- Small Cap

**Vedant AGARWAL**  
(91) 226623 2625 vedant@kimeng.co.in

- Auto
- Oil & Gas

## SINGAPORE

**Stephanie WONG** *Head of Research*  
(65) 6432 1451 swong@maybank-ke.com.sg

- Strategy
- Small & Mid Caps

**Gregory YAP**  
(65) 6432 1450 gyap@maybank-ke.com.sg

- Technology & Manufacturing
- Telcos - *Regional*

**Rohan SUPPIAH**  
(65) 6432 1455 rohan@maybank-ke.com.sg

- Airlines
- Marine & Offshore

**Wilson LIEW**  
(65) 6432 1454 wilsonliew@maybank-ke.com.sg

- Hotel & Resort
- Moherty & Construction

**Anni KUM**  
(65) 6432 1470 annikum@maybank-ke.com.sg

- Conglomerates
- REITs

**James KOH**  
(65) 6432 1431 jameskoh@maybank-ke.com.sg

- Finance
- Logistics
- Resources

**Eric ONG**  
(65) 6432 1857 ericong@maybank-ke.com.sg

- Marine & Offshore
- Transportation
- Energy

**Ooi Yi Tung**  
(65) 6433 5712 ooiyitung@maybank-ke.com.sg

- Property & Construction

**YEAK Chee Keong, CFA**  
(65) 6433 5730 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg

- Retail & Consumer
- Engineering
- Infrastructure

**Alison FOK**  
(65) 6433 5745 alisonfok@maybank-ke.com.sg

- Services

**Bernard CHIN**  
(65) 6433 5726 bernardchin@maybank-ke.com.sg

- Conglomerates
- Industrials

## INDONESIA

**Katarina SETIAWAN** *Head of Research*  
(62) 21 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Strategy
- Telcos

**Lucky ARIESANDI, CFA**  
(62) 21 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id

- Base metals
- Coal
- Heavy Equipment
- Oil & gas

**Rahmi MARINA**  
(62) 21 2557 1128 mmarina@kimeng.co.id

- Banking
- Multifinance

**Pandu Anugrah**  
(62) 21 2557 1137 panugrah@kimeng.co.id

- Auto
- Heavy equipment
- Plantation
- Toll road

**Adi N. WICAKSONO**  
(62) 21 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

**Anthony YUNUS**  
(62) 21 2557 1134 ayunus@kimeng.co.id

- Cement
- Infrastructure
- Property

**Arwani PRANADJAYA**  
(62) 21 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technicals

## REGIONAL

**Wong Chew Hann, CA**  
*Regional Head of Institutional Research*  
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

**THAM Mun Hon**  
(852) 2268 0630 thammunhon@kimeng.com.hk

- Regional Strategist

**ONG Seng Yeow**  
(852) 2268 0644 ongsengyeow@maybank-ke.com.sg

- Regional Products & Planning

## THAILAND

**Mayuree CHOWVIKARN** *Head of Research*  
(66)-2658-6300 ext 1440 mayuree.c@kimeng.co.th

- Strategy

**Suttatip PEERASUB**  
(66)-2658-6300 ext 1430 suttatip.p@kimeng.co.th

- Media
- Commerce

**Sutthichai KUMWORACHAI**  
(66)-2658-6300 ext 1400 sutthichai.k@kimeng.co.th

- Energy
- Petrochem

**Temporn TANTIVIVAT**  
(66)-2658-6300 ext 1520 temporn.t@kimeng.co.th

- Property

**Woraphon WIROONSRI**  
(66)-2658-6300 ext 1560 woraphon.w@kimeng.co.th

- Banking & Finance

**Jaroonpan WATTANAWONG**  
(66)-2658-6300 ext 1404 jaroonpan.w@kimeng.co.th

- Transportation
- Small cap.

## PHILIPPINES

**Luz LORENZO** *Head of Research*  
+63 2 849 8836 luz\_lorenzo@maybank-atrke.com

- Strategy

**Laura DY-LIACCO**  
(63) 2 849 8840 laura\_dyliacco@maybank-atrke.com

- Utilities
- Conglomerates
- Telcos

**Lovell SARREAL**  
(63) 2 849 8841 lovell\_sarreal@maybank-atrke.com

- Consumer
- Media
- Cement
- Mining

**Kenneth NERECINA**  
(63) 2 849 8839 kenneth\_nerecina@maybank-atrke.com

- Conglomerates
- Property
- Ports/ Logistics

**Katherine TAN**  
(63) 2 849 8843 kat\_tan@maybank-atrke.com

- Banks
- Construction

## VIETNAM

**Michael Kokalari, CFA** *Head of Research*  
+84 838 38 66 47 michael.kokalari@kimeng.com.vn

- Strategy

**Nguyen Thi Ngan Tuyen**  
+84 844 55 58 88 x 8081 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Food and Beverage
- Oil and Gas

**Ngo Bich Van**  
+84 844 55 58 88 x 8084 van.ngo@kimeng.com.vn

- Banking

**Nguyen Quang Duy**  
+84 844 55 58 88 x 8082 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Rubber

**Dang Thi Kim Thoa**  
+84 844 55 58 88 x 8083 thoa.dang@kimeng.com.vn

- Consumer

**Nguyen Trung Hoa**  
+84 844 55 58 88 x 8088 hoa.nguyen@kimeng.com.vn

- Steel
- Sugar
- Macro

## ECONOMICS

**Suhaimi ILIAS** *Chief Economist*  
(603) 2297 8682 suhaimi\_ilias@maybank-ib.com

**Luz LORENZO** *Economist*  
(63) 2 849 8836 luz\_lorenzo@atr.com.ph

- Philippines
- Indonesia

**PHỤ LỤC 1**

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư**

Kim Eng Vietnam Research sử dụng hệ thống đánh giá như sau

<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 10%
<b>GIỮ</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -5% tới 10%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -5%

**Áp dụng khuyến nghị đầu tư**

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm. Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách. Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị.

**Một số từ viết tắt sử dụng trong báo cáo**

Adex = Advertising Expenditure (chi phí quảng cáo)	FCF = Free Cashflow (dòng tiền tự do)	PE = Price Earnings (Giá / lợi nhuận trên mỗi cổ phần)
BV = Book Value (giá trị sổ sách)	FV = Fair Value (Giá trị thị trường)	PEG = PE Ratio To Growth (hệ số PE tăng trưởng)
CAGR = Compounded Annual Growth Rate (tăng trưởng kép)	FY = Financial Year (Năm tài khóa)	PER = PE Ratio Hệ số P/E
Capex = Capital Expenditure (đầu tư TSCĐ)	FYE = Financial Year End (kết thúc năm tài khóa)	QoQ = Quarter-On-Quarter (so với quý trước)
CY = Calendar Year (Năm theo dương lịch)	MoM = Month-On-Month (so với tháng trước)	ROA = Return On Asset (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản)
DCF = Discounted Cashflow (chiết khấu dòng tiền)	NAV = Net Asset Value (giá trị tài sản ròng)	ROE = Return On Equity (tỷ suất lợi nhuận trên tổng vốn)
DPS = Dividend Per Share (cổ tức 1 cổ phần)	NTA = Net Tangible Asset (giá trị tài sản hữu hình ròng)	ROSF = Return On Shareholders' Funds (tỷ suất lợi nhuận trên VCSH)
EBIT = Earnings Before Interest And Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	P = Price (giá)	WACC = Weighted Average Cost Of Capital (Chi phí vốn bình quân)
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)	P.A. = Per Annum (hàng năm)	YoY = Year-On-Year (so với cùng kỳ năm trước)
EPS = Earnings Per Share (Lợi nhuận 1 cổ phần)	PAT = Profit After Tax (Lợi nhuận sau thuế)	YTD = Year-To-Date (lưu kể từ đầu năm đến ngày hiện tại)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)	PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)	

**PHỤ LỤC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO VÀ NHỮNG KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

**NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.**

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

**Quyền sở hữu thông tin:** người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin trừ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.



- Malaysia**  
**Maybank Investment Bank Berhad**  
 (A Participating Organisation of Bursa Malaysia Securities Berhad)  
 33rd Floor, Menara Maybank,  
 100 Jalan Tun Perak,  
 50050 Kuala Lumpur  
 Tel: (603) 2059 1888;  
 Fax: (603) 2078 4194
- Stockbroking Business:  
 Level 8, Tower C, Dataran Maybank,  
 No.1, Jalan Maarof  
 59000 Kuala Lumpur  
 Tel: (603) 2297 8888  
 Fax: (603) 2282 5136
- Singapore**  
**Maybank Kim Eng Securities Pte Ltd**  
**Maybank Kim Eng Research Pte Ltd**  
 9 Temasek Boulevard  
 #39-00 Suntec Tower 2  
 Singapore 038989  
 Tel: (65) 6336 9090  
 Fax: (65) 6339 6003
- Hong Kong**  
**Kim Eng Securities (HK) Ltd**  
 Level 30,  
 Three Pacific Place,  
 1 Queen's Road East,  
 Hong Kong  
 Tel: (852) 2268 0800  
 Fax: (852) 2877 0104
- London**  
**Maybank Kim Eng Securities (London) Ltd**  
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill  
 London EC3R 8HY, UK  
 Tel: (44) 20 7621 9298  
 Dealers' Tel: (44) 20 7626 2828  
 Fax: (44) 20 7283 6674
- Indonesia**  
**PT Kim Eng Securities**  
 Plaza Bapindo  
 Citibank Tower 17<sup>th</sup> Floor  
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55  
 Jakarta 12190, Indonesia  
 Tel: (62) 21 2557 1188  
 Fax: (62) 21 2557 1189
- India**  
**Kim Eng Securities India Pvt Ltd**  
 2nd Floor, The International 16,  
 Maharishi Karve Road,  
 Churchgate Station,  
 Mumbai City - 400 020, India  
 Tel: (91).22.6623.2600  
 Fax: (91).22.6623.2604
- Philippines**  
**Maybank ATR Kim Eng Securities Inc.**  
 17/F, Tower One & Exchange Plaza  
 Ayala Triangle, Ayala Avenue  
 Makati City, Philippines 1200  
 Tel: (63) 2 849 8888  
 Fax: (63) 2 848 5738
- Thailand**  
**Maybank Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited**  
 999/9 The Offices at Central World,  
 20<sup>th</sup> - 21<sup>st</sup> Floor,  
 Rama 1 Road Pathumwan,  
 Bangkok 10330, Thailand  
 Tel: (66) 2 658 6817 (sales)  
 Tel: (66) 2 658 6801 (research)
- Vietnam**  
*In association with*  
**Kim Eng Vietnam Securities Company**  
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.  
 District 1  
 Ho Chi Minh City, Vietnam  
 Tel : (84) 838 38 66 36  
 Fax : (84) 838 38 66 39
- Saudi Arabia**  
*In association with*  
**Anfaal Capital**  
 Villa 47, Tujjar Jeddah  
 Prince Mohammed bin Abdulaziz  
 Street P.O. Box 126575  
 Jeddah 21352  
 Tel: (966) 2 6068686  
 Fax: (966) 26068787
- South Asia Sales Trading**  
 Connie TAN  
 connie@maybank-ke.com.sg  
 Tel: (65) 6333 5775  
 US Toll Free: 1 866 406 7447
- North Asia Sales Trading**  
 Eddie LAU  
 eddielau@kimeng.com.hk  
 Tel: (852) 2268 0800  
 US Toll Free: 1 866 598 2267

[www.maybank-ke.com](http://www.maybank-ke.com) | [www.kimengresearch.com.sg](http://www.kimengresearch.com.sg)

## PHỤ LỤC 1

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

### Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

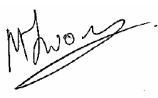
BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 5/4/2012, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.



Stephanie Wong  
 CEO, Kim Eng Research