

## Việt Nam

**KHẢ QUAN** (không thay đổi)

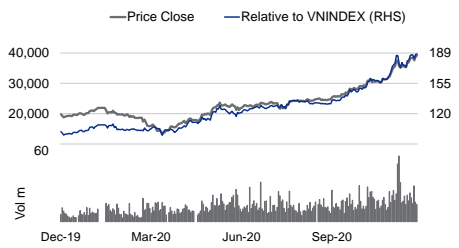
Consensus ratings\*: KQ 9 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND39.250
Giá mục tiêu:	VND47.300
Giá mục tiêu trước đây:	VND40.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	20,5%
CGS-CIMB / Consensus:	23,4%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG VN
Vốn hóa:	US\$5.623tr
	VND130.046.336tr
GTGD bình quân:	US\$25,25tr
	VND584.711tr
SLCP đang lưu hành:	3.313tr
Free float:	67,3%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Tăng dự phóng EPS 2020 2,9%.
- Tăng dự phóng EPS 2021 9,4%.
- Tăng dự phóng EPS 2022 8,1%.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	22,8	59,6	97,9
Tương đối (%)	12,7	40,7	87,8

Cổ đông chính	% nắm giữ
Trần Đình Long	26,1
Vũ Thị Hiền	7,3

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Bá Trung**

T (84) 97 665 3885

E trung.tranba@vndirect.com.vn

# Tập đoàn Hòa Phát

## Hưởng lợi từ biến động giá nguyên vật liệu

- Sản lượng tiêu thụ thép dài đạt 4,7 triệu tấn (tăng 80,8% svck) trong 11T20, tương đương 93% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng dự phóng EPS giai đoạn 2021-2022 lần lượt 9,4-8,1% phản ánh giả định giá bán thép cao hơn và giá than luyện cốc thấp hơn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 47.300 đồng/cp nhờ việc tăng EPS dự phóng của năm 2021-2022 và giảm lãi suất phi rủi ro.

### Sản lượng tiêu thụ thép dài tháng 11/2020 tăng mạnh 34,8% svck

Tập đoàn Hòa Phát (HPG) ghi nhận sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tháng 11/2020 đạt 344.000 tấn (tăng 14,2% svck), phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Sản lượng bán phôi thép đạt 170.000 tấn trong tháng 11/2020, gấp đôi sv mức 79.989 tấn của cùng kỳ năm trước. Lũy kế 11T20, HPG ghi nhận sản lượng tiêu thụ thép dài (bao gồm thép xây dựng và phôi thép) tăng trưởng ấn tượng 80,8% svck đạt 4,7 triệu tấn, tương đương 93% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Tăng dự phóng doanh thu HRC Q4/20 nhờ việc sản lượng tiêu thụ và giá bán cao hơn dự kiến

HPG công bố sản lượng sản xuất thép cuộn cán nóng (HRC) đạt 170.000 tấn trong tháng 11/2020, cao hơn 15% dự phóng của chúng tôi. Do đó, chúng tôi tăng 10,9% dự phóng sản lượng sản xuất HRC lên 637.500 tấn trong năm 2020. Trong đó, sẽ có 286.875 tấn HRC được sử dụng nội bộ và 350.625 tấn HRC được bán ra thị trường. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tăng giả định giá bán HRC trung bình trong Q4/20 lên 555 USD/tấn (tăng 6,7% sv dự phóng trước) nhằm phản ánh đà tăng hiện tại của giá HRC do ảnh hưởng của việc thiếu hụt nguồn cung tạm thời của mặt hàng này trên thế giới.

### Chúng tôi tăng dự phóng BLNG năm 2021/22 lần lượt 0,9/1,0 điểm %

Chúng tôi tăng dự phóng biên lợi nhuận gộp (BLNG) năm 2021/22 lần lượt 0,9/1,0 điểm %, nhờ vào (1) giả định giá than cốc thấp hơn 7,4/16,1% và (2) giả định giá bán thép cao hơn 2,8/1,9%, bất chấp giả định giá quặng sắt cao hơn 8,2/13,3%. Do đó, chúng tôi tăng dự phóng LN ròng 2021-22 thêm 9,4/8,1% đạt lần lượt 16.196 tỷ/18.197 tỷ đồng (tăng 27,9 svck/ tăng 12,4% svck).

### Duy trì khuyến nghị Khả quan và tăng giá mục tiêu lên 47.300 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 47.300 đồng/cp nhằm phản ánh mức tăng EPS 2021-2022. Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2021 và (2) định giá DCF 10 năm. Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi sử dụng WACC ở mức 12,2% (sv 12,9% trước đó) sau khi giảm lãi suất phi rủi ro xuống 3% (từ mức 4% trước đó). Rủi ro giảm giá: tăng trưởng nhu cầu thép chậm hơn dự kiến. Động lực tăng giá: giá quặng sắt thấp hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	55.836	63.658	89.047	111.138	116.289
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	12.524	11.914	21.856	26.847	28.537
LN ròng đã trừ quỹ phúc lợi (tỷ đồng)	8.392	7.318	12.347	15.789	17.741
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.533	2.209	3.726	4.766	5.354
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	7,2%	-12,8%	68,7%	27,9%	12,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	15,50	17,77	10,53	8,24	7,33
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1,8	-	500,0	500,0	1.000,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	1,27%	1,27%	2,55%
EV/EBITDA (lần)	11,8	13,5	6,9	5,2	4,2
P/FCFE (lần)	NA	71,36	38,33	38,14	9,06
P/B (lần)	3,21	2,73	1,99	1,60	1,35
ROE	23,1%	16,6%	21,9%	21,5%	20,0%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,09	1,17	1,17

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Hưởng lợi từ biến động giá nguyên vật liệu Giá quặng sắt và than cốc diễn biến trái chiều

Hình 1: Giá quặng sắt và than cốc diễn biến trái chiều

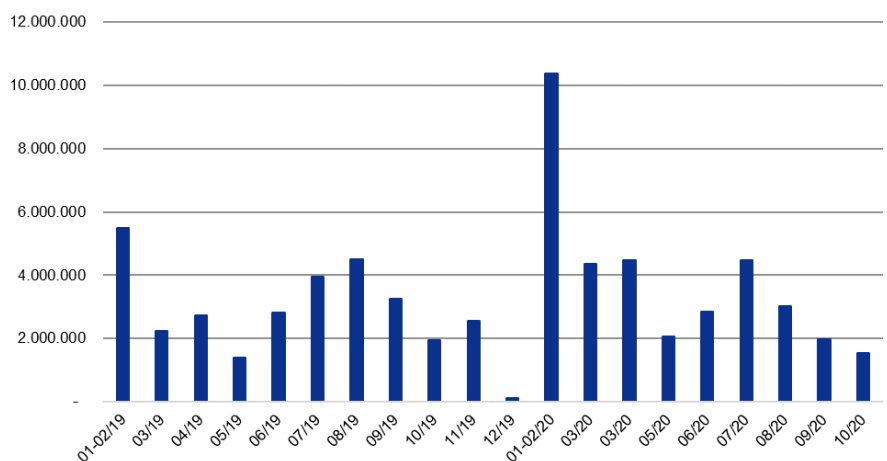
Giá hàng hóa	Đơn vị	Giá hiện tại	Biến động giá hàng hóa			Giá định của VNDS			Dự phóng của Consensus		
			Sv tháng trước	Sv quý trước	Sv năm trước	2021	2022	Dài hạn	2021	2022	Dài hạn
Quặng sắt 62% Fe Fines	USD/tấn	133,8	11,0%	6,4%	55,4%	92,0	85,0	80,0	92,0	85,0	80,0
Than cốc	USD/tấn	101,3	-5,2%	-10,8%	-26,2%	125,0	130,0	155,0	124,5	130,7	150,0

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### Quan hệ căng thẳng giữa Trung Quốc và Úc khiến giá than cốc giảm ➤

Trung Quốc là nhà nhập khẩu than lớn nhất của Úc, chiếm tới 27% lượng than luyện kim (bao gồm than cốc, bán than cốc và than bột) và 20% than nhiệt trong giai đoạn từ tháng 6/2019-6/2020. Than cũng là mặt hàng xuất khẩu lớn thứ hai của Úc trong năm 2019, chỉ sau quặng sắt, với tổng kim ngạch xuất khẩu lên tới 39,52 tỷ USD, theo dữ liệu của Reuters. Tuy nhiên, các nhà máy nhiệt điện và thép của Trung Quốc đã được yêu cầu dừng nhập khẩu than nhiệt và than luyện cốc từ Úc kể từ ngày 10/10 do căng thẳng thương mại giữa hai nước liên tục leo thang. Kể từ thời điểm đó, giá than cốc của Úc đã giảm từ 136,7 USD/tấn vào ngày 09/10 xuống chỉ còn 100 USD/tấn vào ngày 8/12 và hiện giao dịch trong khoảng 100-103 USD/tấn trong một tuần gần đây, tương đương với mức thấp nhất trong vòng 4 năm.

Hình 2: Sản lượng xuất khẩu than cốc từ Úc sang Trung Quốc tiếp tục giảm trong tháng 10/2020 (tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TỔNG CỤC HẢI QUAN TRUNG QUỐC

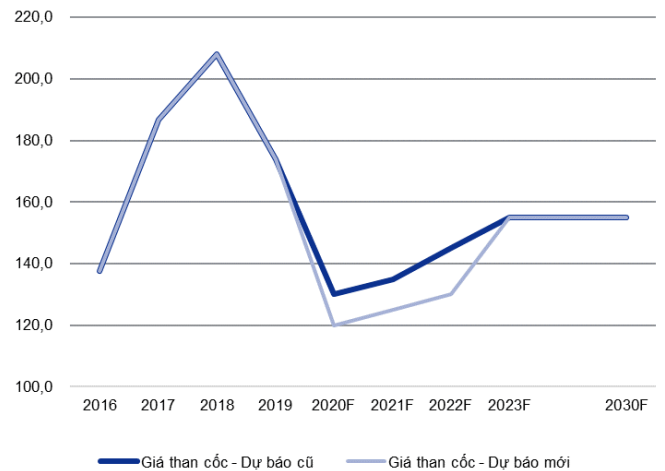
Những nhà nhập khẩu bên ngoài Trung Quốc, bao gồm Việt Nam, đã tận dụng cơ hội tích lũy nguồn than cốc giá rẻ từ Úc. Hầu hết các doanh nghiệp trên thị trường đều dự đoán lệnh cấm nhập khẩu sẽ không được dỡ bỏ trong ngắn hạn và có thể sẽ kéo dài đến giữa năm 2021, lâu hơn so với dự phóng trước đó của chúng tôi. Do đó, chúng tôi giảm giá định trung bình giá than cốc năm 2021-2022 xuống mức 130-135 USD/tấn (từ mức 135-150 USD/tấn trong dự phóng trước đó).

Hình 3: Diễn biến giá than cốc của Úc (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 4: Giả định của VNDIRECT về giá than cốc (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

### Căng thẳng tại Trung Quốc không ảnh hưởng tới giá quặng sắt



Một mặt hàng không bị ảnh hưởng bởi căng thẳng Trung Quốc – Úc là quặng sắt bởi đây là mặt hàng thiết yếu đối với cả hai nước. Trung Quốc đã mua khoảng 70% lượng quặng sắt trên biển toàn cầu trong năm 2019, trong đó 2/3 tới từ Úc. Việc này có nghĩa rằng ngành công nghiệp thép khổng lồ của Trung Quốc – quốc gia có nhu cầu xây dựng và phát triển cơ sở hạ tầng lớn - phụ thuộc rất nhiều vào quặng sắt nhập khẩu từ Úc. Do đó, quặng sắt của Úc không chịu tình trạng dư thừa nguồn cung tạm thời như với than cốc nên giá quặng không chịu nhiều tác động của sự kiện này.

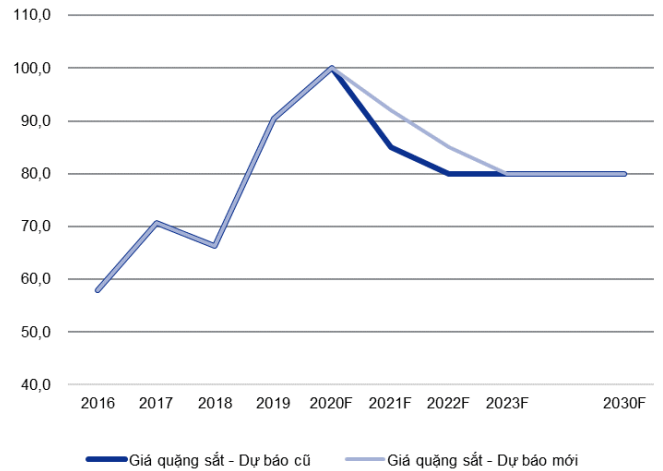
Mặc dù vậy, giá quặng sắt vẫn đang duy trì mức cao trong khoảng 120-133 USD/tấn từ giữa tháng 11/2020 do chịu ảnh hưởng của việc Vale (công ty khai thác quặng sắt lớn thứ hai thế giới) quyết định cắt giảm sản lượng khai thác quặng sắt trong năm 2020. Trong một văn bản gửi tới Ủy ban chứng khoán và hối đoái Brazil ngày 02/12, Vale cho biết họ đã giảm kế hoạch khai thác quặng sắt năm 2020 xuống còn 300-305 triệu tấn (từ mức 310-330 triệu tấn trước đó) do nguồn cung bị gián đoạn trong suốt cả năm. Đáng chú ý, kế hoạch sản xuất năm 2021 của Vale đề ra chỉ ở mức 315-335 triệu tấn, thấp hơn nhiều so với ước tính của consensus là 340-355 triệu tấn. Do đó, chúng tôi tăng giả định trung bình giá quặng sắt năm 2021-22 lên 92-85 USD/tấn (từ mức 85-80 USD/tấn trong dự phóng trước đó).

Hình 5: Diễn biến giá quặng sắt 62% (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 6: Giá định của VNDIRECT về giá bán quặng sắt (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

## Điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu HRC Q4/20 nhằm phản ánh sản lượng tiêu thụ và giá bán cao hơn

HPG công bố sản lượng sản xuất HRC đạt 170.000 tấn trong tháng 11/2020, cao hơn 15% so với dự phóng trước đó của chúng tôi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 10,9% dự phóng sản lượng sản xuất HRC năm 2020 lên 637.500 tấn, bao gồm 286.875 tấn được sử dụng nhằm đáp ứng nhu cầu nội bộ và 350.625 tấn được bán ra ngoài thị trường.

Theo ban lãnh đạo của HPG, lò cao số 4 tại Khu liên hợp Gang thép Dung Quất giai đoạn 2 sẽ bắt đầu hoạt động từ đầu năm 2021. Chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng sản lượng tiêu thụ HRC năm 2021 ở mức 1,3 triệu tấn (tăng 282,5% svck).

Trong khi đó, giá bán HRC đang ghi nhận đà tăng mạnh trong tháng 11/2020. HRC Việt Nam hiện đang được giao dịch ở mức giá 627,5 USD/tấn, tăng 21,3% so với mức giá 517,5 USD/tấn tính thời điểm cuối tháng 9. Giá HRC tăng mạnh là do chịu tác động của việc thiếu hụt nguồn cung HRC toàn cầu. Trung bình giá HRC Việt Nam trong tháng 10-11/2020 đạt 544,3 USD/tấn (tăng 20,3% svck), cao hơn ước tính cả Q4/20 của chúng tôi ở mức 520 USD/tấn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng giá HRC Q4/20 lên 555 USD/tấn (tăng 6,7% so với dự phóng trước đó).

Hình 7: Diễn biến giá HRC Việt Nam (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

## Giá bán thép xây dựng tiếp tục tăng

Trong tháng 11, HPG đã điều chỉnh tăng giá bán thép xây dựng 4 lần, với tổng mức tăng 7,5% (+850 đồng/kg) đối với thép cuộn và 6,8% (+750 đồng/kg) đối với thép thanh. Nếu giá bán thép duy trì như hiện tại cho tới cuối tháng 12/2020, giá bán thép xây dựng trung bình của HPG sẽ đạt mức 11.200 đồng/kg trong năm 2020 (giảm 7,1% svck), tương đương với dự phóng của chúng tôi.

Tương tự, các đối thủ của HPG cũng đã tăng giá bán thép xây dựng trong giai đoạn này, thậm chí với các mức tăng giá cao hơn so với HPG. Đáng chú ý, đối thủ chính của HPG tại miền Bắc – Tisco (TIS VN, Không khuyến nghị) – cũng đã ghi nhận 4 lần tăng giá bán thép xây dựng, với tổng mức tăng 1.150 đồng/kg tính từ đầu tháng 11. Do đó, trong năm 2021, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giả định trung bình giá bán thép xây dựng của HPG từ mức 11.300 đồng/kg trong dự phóng trước đó lên 11.600 đồng/kg.

Chúng tôi cho rằng trung bình giá bán thép xây dựng trên toàn thị trường sẽ tăng trong giai đoạn 2021-2022 do được hỗ trợ bởi các yếu tố sau: (1) tăng tốc phát triển hạ tầng trong năm 2021 nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công; và (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại trong năm 2021 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi.

## Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực hơn của HPG trong giai đoạn 2021-2022

### Thay đổi dự phóng 2020-2022 ►

Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2021/22 lần lượt 9,4%/8,1% nhằm phản ánh (1) giả định giá than cốc thấp hơn 7,4%/16,1% và (2) giả định giá bán thép cao hơn 2,8%/1,9%.

Hình 8: Điều chỉnh dự phóng năm 2020-2022 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			% thay đổi			Ghi chú
	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2022F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>88.801</b>	<b>108.502</b>	<b>114.427</b>	<b>89.047</b>	<b>111.138</b>	<b>116.289</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,6%</b>	
Thép	74.715	92.607	96.346	74.961	95.243	98.208	0,3%	2,8%	1,9%	Chúng tôi tăng dự báo doanh thu mảng thép năm 2020/21/22 lên 0,3%/2,8%/1,9% nhờ giá bán thép trung bình tăng 0,2%/2,8%/1,9% sv dự báo trước đó của chúng tôi.
Sản phẩm CN	2.498	2.647	2.846	2.498	2.647	2.846	0,0%	0,0%	0,0%	
Nông nghiệp	10.781	11.203	12.147	10.781	11.203	12.147	0,0%	0,0%	0,0%	
Bất động sản	806	2.045	3.088	806	2.045	3.088	0,0%	0,0%	0,0%	
LN gộp	18.049	21.097	22.927	18.417	22.646	24.442	2,0%	7,3%	6,6%	
Biên LNG	20,3%	19,4%	20,0%	20,7%	20,4%	21,0%	0,4 đ %	0,9 đ %	1,0 đ %	Chúng tôi tăng giả định biên lợi nhuận gộp năm 2021/22 thêm 0,9%/1,0% điểm % nhờ 1) giá than cốc thấp hơn 7,4%/16,1%, bù đắp giá quặng sắt cao hơn 8,2%/13,3%.
CPBH&QLDN	1.776	2.170	2.289	1.781	2.223	2.326	0,3%	2,4%	1,6%	
EBITDA	21.493	25.361	27.066	21.856	26.847	28.537	1,7%	5,9%	5,4%	
Chi phí lãi vay	1.955	1.710	1.089	1.925	1.637	1.031	-1,6%	-4,3%	-5,3%	
LN Trước thuế	14.133	16.928	19.212	14.526	18.487	20.740	2,8%	9,2%	8,0%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>12.306</b>	<b>14.811</b>	<b>16.834</b>	<b>12.665</b>	<b>16.196</b>	<b>18.197</b>	<b>2,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,1%</b>	
Biên LNST	13,9%	13,7%	14,7%	14,2%	14,6%	15,6%	0,4 đ %	0,9 đ %	0,9 đ %	
Biên EBITDA	24,2%	23,4%	23,7%	24,5%	24,2%	24,5%	0,3 đ %	0,8 đ %	0,9 đ %	
CPBH&QLDN/DTT	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0 đ %	0,0 đ %	0,0 đ %	
EPS (đồng)	3.621	4.358	4.953	3.726	4.766	5.354	2,9%	9,4%	8,1%	
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>6.357</b>	<b>7.460</b>	<b>7.481</b>	<b>6.362</b>	<b>7.460</b>	<b>7.481</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
Thép xây dựng	3.341	4.048	4.223	3.341	4.048	4.223	0,0%	0,0%	0,0%	
Phôi thép	1.730	1.045	566	1.730	1.045	566	0,0%	0,0%	0,0%	
Ông thép	790	869	913	790	869	913	0,0%	0,0%	0,0%	
Tôn mạ	150	158	165	150	158	165	0,0%	0,0%	0,0%	
HRC	345	1.341	1.614	351	1.341	1.614	1,6%	0,0%	0,0%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 9: Bảng phân tích độ nhạy của giá quặng sắt và than cốc tới LN ròng của HPG năm 2021 (tỷ đồng)**

		Quặng sắt (USD/tấn)						
		77,5	80,0	82,5	85,0	87,5	90,0	92,5
Than cốc (USD/tấn)	120,0	19.057,6	18.486,7	17.916,1	17.345,6	16.775,3	16.205,3	15.635,4
	125,0	18.674,3	18.103,4	17.532,8	16.962,4	16.392,2	15.822,2	15.252,4
	130,0	18.291,0	17.720,2	17.149,6	16.579,2	16.009,1	15.439,1	14.869,4
	135,0	17.907,7	17.336,9	16.766,4	16.196,1	15.626,0	15.056,1	14.486,5
	140,0	17.524,4	16.953,7	16.383,2	15.813,0	15.243,0	14.673,2	14.103,6
	145,0	17.141,2	16.570,6	16.000,1	15.429,9	14.860,0	14.290,2	13.720,7
	150,0	16.758,0	16.187,4	15.617,1	15.046,9	14.477,0	13.907,4	13.337,9

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 10: Tóm tắt dự phóng năm 2020-2022 (tỷ đồng)**

	2019E	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>63.658</b>	<b>89.047</b>	<b>111.138</b>	<b>116.289</b>
Thép	50.179	74.961	95.243	98.208
LN gộp	11.185	18.417	22.646	24.442
Biên LNG	17,6%	0	0	0
CPBH&QLDN	1.442	1.781	2.223	2.326
EBITDA	11.914	21.856	26.847	28.537
Chi phí lãi vay	937	1.925	1.637	1.031
LN trước thuế	9.097	14.526	18.487	20.740
LN sau thuế	7.578	12.735	16.267	18.268
LN ròng	7.508	12.665	16.196	18.197
Biên LN ròng	11,8%	14,2%	14,6%	15,6%
CPBH&QLDN/DTT	2,3%	24,5%	24,2%	24,5%
Tăng trưởng DTT	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%
Tăng trưởng LN ròng	14,0%	39,9%	24,8%	4,6%
EPS (đồng)	-12,4%	68,7%	27,9%	12,4%
<b>Sản lượng (tấn)</b>	<b>3.840</b>	<b>6.362</b>	<b>7.460</b>	<b>7.481</b>
Thép xây dựng	2.775	3.341	4.048	4.223
Phôi thép	220	1.730	1.045	566
Ông thép	753	790	869	913
Tôn mạ	92	150	158	165
HRC	-	351	1.341	1.614

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Duy trì đánh giá **KHẢ QUAN** và tăng giá mục tiêu lên **47.300 đồng/cp** ➤

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 47.300 đồng/cp nhằm phản ánh triển vọng tốt hơn của giai đoạn 2021-2022. Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 10,0 lần cho EPS 2021 và (2) định giá DCF 10 năm. Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi sử dụng WACC ở mức 12,2% (sv 12,9% trước đó) sau khi giảm lãi suất phi rủi ro xuống 3% (từ mức 4% trước đó). Rủi ro giảm giá là nhu cầu thép tăng trưởng chậm hơn dự kiến. Động lực tăng giá là giá quặng sắt thấp hơn dự kiến. Chúng tôi sử dụng định giá P/E mới ở mức 10,0 lần (so với 9,0 lần trước đây) do tin rằng việc các nhà đầu tư nước ngoài sẽ quan tâm hơn tới một trong những công ty sản xuất thép hàng đầu khu vực Đông Nam Á sẽ mở ra triển vọng tăng giá cho cổ phiếu.

### Hình 11: Các giả định chính của mô hình DCF

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP-10 năm)	3,0%
Phần bù rủi ro	11,0%
Beta	1,1
Chi phí vốn	15,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	5,0%
WACC	12,2%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	95.695
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	69.522
Giá trị doanh nghiệp	165.218
Trừ: tổng nợ	25.831
Cộng: tiền và tương đương tiền	16.792
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	324
Giá trị cổ phần	155.855
SLCP đang lưu hành	3.313
Giá trị mỗi cổ phiếu	47.039

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Hình 12: Phương pháp định giá so sánh P/E

EPS 2021	4.766
P/E bình quân ngành	8,5
Premium	17,6%
P/E mục tiêu	10,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	47.655

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Hình 13: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	47.039	50%	23.520
P/E	47.655	50%	23.828
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			47.300

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

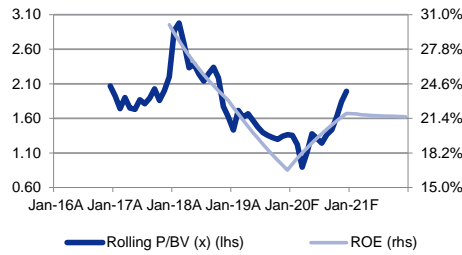
### Hình 14: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	K/N	Giá ht	Giá mt	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ	tr.USD	2020F	2021F	EPS 3 năm	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
<b>Các doanh nghiệp thép trong khu vực</b>														
Sansteel Minguang Co Ltd -A	002110 CH	n/a	6,81	8,0	2.552	6,6	6,0	78,9	0,8	0,8	5,2	4,9	12,2	12,3
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	000778 CH	n/a	3,66	na	2.232	8,7	8,2	68,9	0,7	0,6	6,0	5,7	7,6	7,6
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	n/a	4,35	4,8	2.120	5,4	5,3	179,9	0,6	0,5	6,6	6,1	10,2	9,3
Nanjing Iron & Steel Co-A	600282 CH	n/a	3,18	3,8	2.987	8,0	7,4	322,5	0,9	0,8	5,4	5,0	12,1	11,9
Liuzhou Iron & Steel Co-A	601003 CH	n/a	5,05	5,5	1.978	7,2	6,9	327,1	1,1	1,0	8,3	7,9	13,8	13,3
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	n/a	3,11	3,5	4.377	16,5	12,0	87,1	0,5	0,5	6,2	5,5	3,3	4,1
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	n/a	4,35	4,8	2.120	5,4	5,3	179,9	0,6	0,5	6,6	6,1	10,2	9,3
Hyundai Steel	004020 KS	n/a	40.200	35.079	4.906	na	23,6	(48,7)	0,3	0,3	9,4	7,6	(0,9)	1,3
JFE Holidng Inc	5411 JP	n/a	1055	1180,0	6.247	na	11,0	na	0,4	0,4	16,5	8,1	(5,5)	3,1
Tata Steel	TATA IN	Khả quan	626,7	606,3	9.784	30,3	9,9	50,0	1,0	0,9	8,4	6,5	3,3	9,3
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	Khả quan	263,3	292,1	3.653	12,4	11,8	58,5	0,8	0,8	5,0	5,1	6,8	6,6
NMDC Ltd	NMDC IN	Khả quan	116,65	115,4	4.857	9,1	8,8	14,4	1,2	1,1	6,6	6,2	13,5	13,0
<i>Trung bình</i>					3.855	11,0	8,5	199,2	0,8	0,8	7,1	5,9	8,7	9,7
<i>Trung vị</i>					2.987	8,3	8,2	83,0	0,8	0,8	6,2	5,7	10,2	9,3
<b>Tập đoàn Hòa Phát</b>	<b>HPG VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>39.250</b>	<b>47.300</b>	<b>5.623</b>	<b>12,7</b>	<b>9,9</b>	<b>4,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8</b>	<b>21,9</b>	<b>21,5</b>

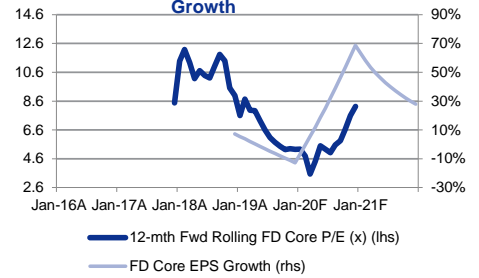
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, SỐ LIỆU NGÀY 14/12/2020

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

**P/BV vs ROE**



**12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth**



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>55.836</b>	<b>63.658</b>	<b>89.047</b>	<b>111.138</b>	<b>116.289</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11.671</b>	<b>11.185</b>	<b>18.417</b>	<b>22.646</b>	<b>24.442</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>12.524</b>	<b>11.914</b>	<b>21.856</b>	<b>26.847</b>	<b>28.537</b>
Chi phí khấu hao	(2.206)	(2.417)	(5.507)	(6.840)	(6.840)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>10.318</b>	<b>9.498</b>	<b>16.349</b>	<b>20.007</b>	<b>21.696</b>
TN từ hoạt động tài chính	(245)	(465)	(1.793)	(1.506)	(900)
TN từ các Cty LK & LD	-	(1)	(1)	(1)	(1)
Chi phí/lãi ngoài HKKD	(1)	66	(28)	(13)	(55)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>10.071</b>	<b>9.097</b>	<b>14.526</b>	<b>18.487</b>	<b>20.740</b>
Các khoản đặc biệt					
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>10.071</b>	<b>9.097</b>	<b>14.526</b>	<b>18.487</b>	<b>20.740</b>
Thuế	(1.471)	(1.518)	(1.791)	(2.220)	(2.472)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.601</b>	<b>7.578</b>	<b>12.735</b>	<b>16.267</b>	<b>18.268</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(28)	(71)	(71)	(71)	(71)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(181)	(189)	(318)	(407)	(457)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>8.392</b>	<b>7.318</b>	<b>12.347</b>	<b>15.789</b>	<b>17.741</b>
Lợi nhuận thường xuyên	8.392	7.318	12.347	15.789	17.741

### Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>EBITDA</b>	<b>12.524</b>	<b>11.914</b>	<b>21.856</b>	<b>26.847</b>	<b>28.537</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	(1)	(1)	(1)	(1)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(2.766)	(8.494)	(5.434)	(8.047)	706
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(73)	(6)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	(86)	(8)	(134)	(128)	(383)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(540)	(937)	(1.925)	(1.637)	(1.031)
Thuế đã trả	(1.416)	(1.518)	(1.791)	(2.220)	(2.472)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>7.642</b>	<b>949</b>	<b>12.570</b>	<b>14.814</b>	<b>25.355</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(27.594)	(21.622)	(7.000)	(6.000)	(5.000)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	65	22	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	-	-	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	6.148	2.350	(7.559)	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	849	41	-	-	-
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(20.533)</b>	<b>(19.209)</b>	<b>(14.559)</b>	<b>(6.000)</b>	<b>(5.000)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	11.137	20.082	5.382	(5.404)	(6.001)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	11	0	5.522	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(6)	(13)	(1.657)	(1.657)	(3.313)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>11.143</b>	<b>20.069</b>	<b>9.247</b>	<b>(7.061)</b>	<b>(9.314)</b>
Tổng tiền trong năm	(1.748)	1.810	7.258	1.753	11.041
<b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>	<b>(1.754)</b>	<b>1.822</b>	<b>3.393</b>	<b>3.410</b>	<b>14.354</b>
<b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp</b>	<b>(12.351)</b>	<b>(17.323)</b>	<b>(64)</b>	<b>10.451</b>	<b>21.386</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

### Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	6.240	5.939	15.141	16.792	27.927
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.210	3.575	6.831	9.135	8.336
Hàng tồn kho	14.115	19.412	23.221	30.037	31.784
Tài sản ngắn hạn khác	1.743	1.546	2.162	2.698	2.823
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>25.309</b>	<b>30.472</b>	<b>47.355</b>	<b>58.662</b>	<b>70.870</b>
Tài sản cố định	50.852	68.992	70.485	69.644	67.803
Tổng đầu tư	67	26	26	26	26
Tài sản vô hình	217	269	250	231	212
Tài sản dài hạn khác	1.778	2.032	4.452	5.557	5.814
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>52.914</b>	<b>71.319</b>	<b>75.213</b>	<b>75.458</b>	<b>73.855</b>
Vay & nợ ngắn hạn	11.495	16.838	13.766	7.473	3.503
Phải trả người bán	8.707	6.178	8.708	10.910	12.892
Nợ ngắn hạn khác	2.435	3.982	5.343	6.401	6.505
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>22.636</b>	<b>26.998</b>	<b>27.817</b>	<b>24.785</b>	<b>22.900</b>
Vay & nợ dài hạn	12.811	19.842	21.587	18.358	15.146
Nợ dài hạn khác	2.153	7.163	7.569	9.447	9.885
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>14.964</b>	<b>27.005</b>	<b>29.156</b>	<b>27.804</b>	<b>25.031</b>
Dự phòng	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>37.600</b>	<b>54.003</b>	<b>56.972</b>	<b>52.589</b>	<b>47.931</b>
Vốn chủ sở hữu	40.496	47.605	65.342	81.207	96.400
Lợi ích cổ đông thiểu số	127	183	253	324	394
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>40.623</b>	<b>47.788</b>	<b>65.596</b>	<b>81.531</b>	<b>96.795</b>

### Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	21,0%	14,0%	39,9%	24,8%	4,6%
Tăng trưởng LNHHKD	9,7%	-4,9%	83,4%	22,8%	6,3%
Biên LNHHKD	22,4%	18,7%	24,5%	24,2%	24,5%
Tiền ròng/cp	(6.543)	(11.134)	(6.100)	(2.728)	2.800
Giá trị sổ sách/cp	14.667	17.241	19.721	24.510	29.095
Khả năng thanh toán lãi vay	19,11	10,14	8,49	12,22	21,04
Thuế suất hiệu dụng	14,6%	16,7%	12,3%	12,0%	11,9%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,1%	NA	11,7%	9,2%	11,6%
Số ngày phải thu	31,9	19,5	21,4	26,2	27,4
Số ngày tồn kho	106,87	116,61	110,50	109,80	122,80
Số ngày phải trả	53,44	51,77	38,57	40,46	47,29
ROIC	27,9%	13,0%	16,7%	18,9%	19,1%
ROCE	19,2%	13,3%	17,8%	19,3%	19,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	15,39%	10,33%	14,10%	15,10%	15,10%

### Giá định chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán (%)	14,6%	-8,8%	-7,1%	1,0%	1,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	6,4%	21,1%	65,5%	17,4%	0,3%
Hiệu suất hoạt động (%)	84,7%	71,1%	107,7%	108,1%	101,7%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng Phân tích**

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

**Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích**

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>

