



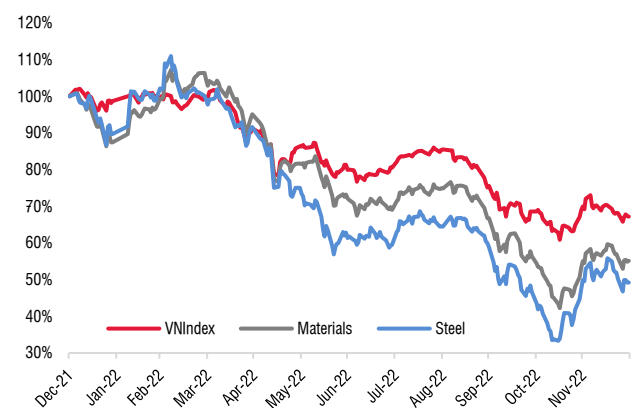
CẬP NHẬT NGÀNH THÉP: Biên lợi nhuận có thể cải thiện nhờ giá bán ổn định, nhưng nhu cầu vẫn còn rủi ro suy yếu

Nhìn lại năm 2022: KÉM KHẢ QUAN, do lợi nhuận giảm mạnh

Kết quả ngành: KÉM KHẢ QUAN

Sau giai đoạn năm 2020 và 2021 khi giá cổ phiếu ghi nhận diễn biến vượt trội, ngành thép đã giảm 51% trong năm 2022, thấp hơn 18% so với kết quả của chỉ số VN Index. Hầu hết các cổ phiếu đều giảm giá 60~70%, trong khi HPG – mã cổ phiếu có diễn biến tốt nhất - cũng chứng kiến mức giảm giá 49%.

Diễn biến giá cổ phiếu của ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Điểm nhấn chính của ngành trong năm 2022

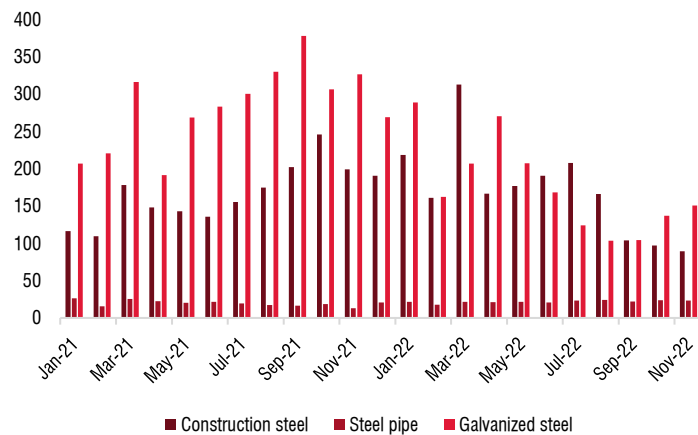
Nhu cầu giảm do hoạt động xuất khẩu suy yếu: Tổng sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong 11 tháng đầu năm 2022 giảm 3,8% so với cùng kỳ do kênh xuất khẩu giảm sút.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép (trong đó kênh nội địa đóng góp 80~90% tổng doanh thu) tăng 4~5% so với cùng kỳ nhờ mức nền so sánh thấp trong năm 2021.

Tuy nhiên, sản lượng tôn mạ giảm 22% so với cùng kỳ do xuất khẩu giảm mạnh 37%, vốn chiếm 63% doanh thu tôn mạ trong năm 2021. Xuất khẩu giảm do nhu cầu toàn cầu chậm lại, đặc biệt là tại thị trường Mỹ và Châu Âu. Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu toàn cầu ước tính giảm 2,3% trong năm 2022 sau khi phục hồi 2,8% trong năm 2021. Nhu cầu từ thị trường Châu Âu ước tính sẽ giảm 3,5% trong năm 2022 sau khi tăng 18,1% trong năm 2021, trong khi nhu cầu của thị trường Hoa Kỳ cũng cho thấy diễn biến tương tự, với tăng trưởng nhu cầu ước tính giảm tốc từ mức 21,3% cho năm 2021 xuống 2,1% năm 2022.

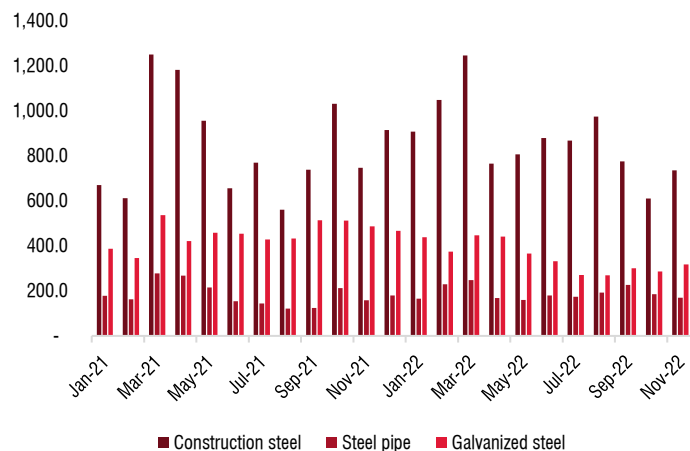
Nhu cầu trong nước cũng suy yếu đáng kể trong nửa cuối năm: Doanh thu trong nước đạt mức cao nhất trong tháng 3 cả về giá trị tuyệt đối và mức tăng trưởng hàng năm. Kết quả này là do nhu cầu bị dồn nén và giá thép tăng đã khuyến khích các nhà phân phối tích trữ hàng tồn kho. Tuy nhiên, nhu cầu có xu hướng giảm nhanh hơn dự kiến từ nửa cuối năm 2022 do lãi suất tăng cũng như sự biến động trên thị trường bất động sản. Cụ thể, sau khi tăng 15% so với cùng kỳ trong quý 1 năm 2022, sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm từ tháng 4 đến tháng 11 đã giảm 4% so với cùng kỳ, mặc dù quý 3/2021 ghi nhận mức cơ sở thấp. Sản lượng tiêu thụ trong quý 2 năm 2022 và giai đoạn tháng 10~ tháng 11/2022, thường là mùa cao điểm, lần lượt giảm 19% và 12% so với cùng kỳ. So với mức trước covid, doanh thu bán hàng trong nước trong 11 tháng đầu năm 2022 đã giảm 8,2% so với cùng kỳ năm 2019.

Sản lượng xuất khẩu thép thành phẩm (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, SSI Research

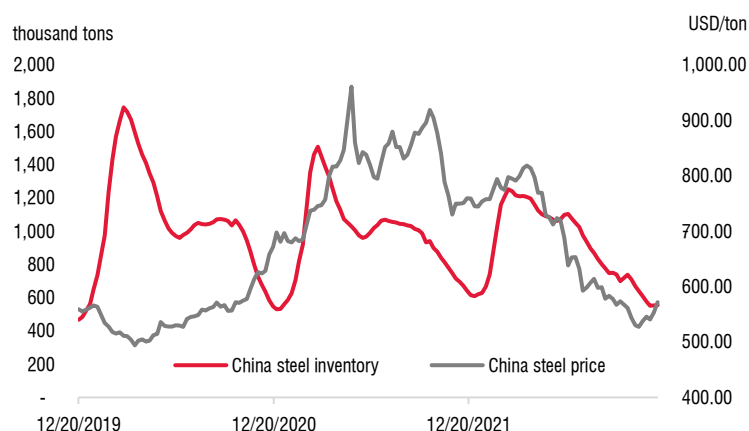
Doanh thu bán hàng trong nước



Nguồn: VSA, SSI Research

Giá thép tăng vọt trong quý đầu tiên trước khi điều chỉnh đáng kể vào cuối năm. Giá HRC tăng 20%, trong đó giá thép xây dựng tăng hơn 15% trong 3 tháng đầu năm 2022 nhờ nhu cầu bị dồn nén và giá bán trên thị trường toàn cầu phục hồi, trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung do xung đột Nga-Ukraine. Tuy nhiên, từ mức cao nhất trong tháng 3, giá thép xây dựng và HRC đã giảm lần lượt 22% và 35% do nhu cầu suy yếu và hàng tồn kho ở mức cao.

Lượng hàng tồn kho và giá thép tại Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Lợi nhuận của doanh nghiệp thép xấu đi và ghi nhận khoản lỗ lịch sử trong quý 3 do sản lượng giảm và giá điều chỉnh mạnh: Lợi nhuận của gần như tất cả các công ty thép đều giảm đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2022 và ghi nhận mức lỗ cao kỷ lục trong quý 3 năm 2022 do nhu cầu thị trường giảm nhanh và giá thép giảm, khiến các công ty phải tăng trích lập dự phòng hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng hầu hết các công ty sẽ vẫn phải ghi nhận khoản lợi nhuận âm trong quý cuối cùng của năm 2022.

	Doanh thu				Lợi nhuận gộp				LNTT			
	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022
HPG	104.969	115.584	38.674	34.103	31.521	17.649	11.861	1.001	29.018	12.001	10.979	-1.300
HSG	39.627	32.777	15.797	7.939	7.318	2.794	2.467	(231)	4.166	(393)	1.043	(997)
NKG	19.393	18.771	7.531	4.424	3.212	1.691	1.296	-159	2.049	354	706	-476
POM	9.588	11.132	3.104	2.978	626	-219	120	-578	226	-706	4	-715
TVN	29.447	30.378	9.090	8.589	1.993	371	357	-271	1.231	-383	59	-585
TIS	9.634	9.525	3.085	2.605	800	262	186	45	142	22	15	-23
SMC	15.163	18.949	4.141	5.672	1.359	338	234	-67	1.061	-52	163	-217

Nguồn: Các công ty

Triển vọng năm 2023

Nhu cầu trong nước có thể tiếp tục suy yếu do thị trường bất động sản trì trệ và chính sách tiền tệ thắt chặt. Theo Bộ Xây dựng, số lượng căn hộ mới được cấp phép xây dựng trong 3 quý đầu năm 2022 giảm 41% so với cùng kỳ. Ngoài ra, tiến độ của các dự án đang tồn đọng cũng có thể bị chậm lại, do vấn đề thanh khoản của chủ đầu tư bất động sản.

Kênh hộ gia đình (từng có khả năng phục hồi tốt hơn) cũng có thể bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm của nền kinh tế nói chung, với tỷ lệ thất nghiệp và lãi suất cao hơn. Chúng tôi cho rằng nhu cầu thép thành phẩm trong nước có thể giảm ở mức một con số vào năm 2023. Nhìn vào các dữ liệu trong quá khứ có thể thấy ngành thép Việt Nam đã từng đối mặt với điều này trước đây. Doanh thu thép xây dựng giảm 7% so với cùng kỳ trong năm 2022. Tuy nhiên, việc tăng tốc đầu tư công có thể giúp bù đắp một phần nhu cầu thép giảm từ kênh dân dụng.

Giá thép có thể ít biến động hơn trong năm 2023 do nhu cầu của Trung Quốc ổn định: Sau khi giảm 2~4% trong năm 2022, nhu cầu của Trung Quốc dự kiến sẽ không thay đổi hoặc phục hồi nhẹ trong khoảng 1~2% trong năm 2023, điều này được thúc đẩy bởi việc mở cửa trở lại trong những tháng đầu năm

Nhu cầu của thị trường Trung Quốc có thể vẫn yếu, do doanh thu bán nhà ở mới giảm kể từ nửa cuối năm 2021, nhưng sẽ được hỗ trợ bởi các biện pháp gần đây của chính phủ nhằm giải quyết vấn đề thanh khoản của các chủ đầu tư bất động sản và đầu tư cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, sản lượng thép của các nhà sản xuất lớn nhất thế giới cũng sụt giảm do các nhà máy phải cắt giảm sản lượng sau một thời gian dài thua lỗ. Sau khi đạt mức cao nhất vào tháng 5/2022 ở mức 96,6 triệu tấn, sản lượng thép của Trung Quốc đã giảm dần xuống 74,5 triệu tấn vào tháng 11, gây ra sự cân bằng giữa cung và cầu.

Những yếu tố này có thể giúp giá thép khu vực ổn định hơn trong năm 2023. Tuy nhiên, ít có khả năng giá thép tăng mạnh, vì việc mở cửa trở lại ở Trung Quốc cũng sẽ dẫn đến nguồn cung tăng. Ngoài ra, mức giá hiện tại đã cao hơn 20~40% so với mức trước covid. Nhu cầu yếu ở Việt Nam cũng có thể gây khó khăn cho các nhà sản xuất trong việc tăng giá lên mức tương đương với giá trong khu vực.

Thị trường xuất khẩu vẫn chưa thuận lợi do suy thoái, nhưng có khả năng phục hồi vào cuối năm:

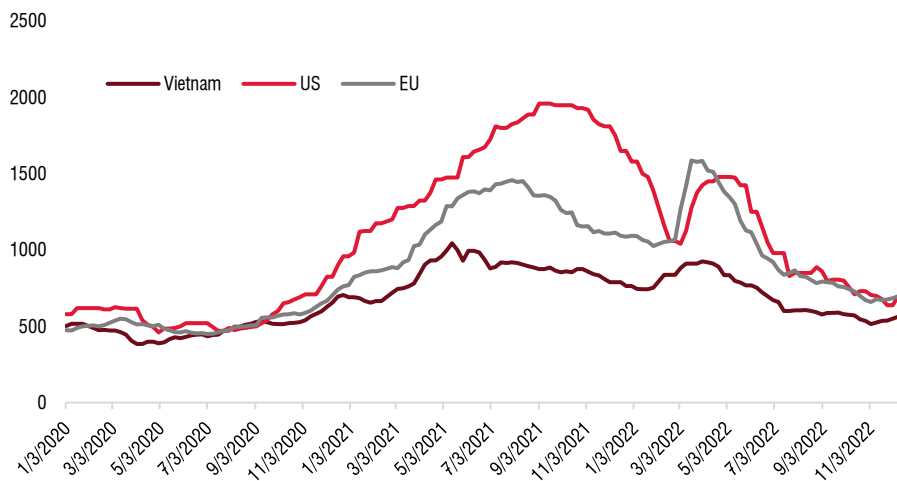
Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép dự kiến sẽ phục hồi 1% so với cùng kỳ, lên 1,8 tỷ tấn vào năm 2023, sau khi giảm 2,3% trong năm 2022. Nhu cầu ở cả thị trường Mỹ và Châu Âu dự kiến sẽ giảm trong năm tới do suy thoái kinh tế.

Nhu cầu tại thị trường ASEAN dự kiến sẽ duy trì ổn định trong năm 2023, sau khi tăng trưởng 4~6% trong năm 2022. Tuy nhiên, xuất khẩu sang các đối tác thương mại lâu năm vẫn có thể bị ảnh hưởng bởi sự gia tăng công suất trong những năm gần đây ở các nước láng giềng như Malaysia, Indonesia, và Phi-lip-pin.

Theo đó, chúng tôi dự báo xuất khẩu thép thành phẩm có thể giảm hơn 10% so với cùng kỳ trong năm 2023.

Lợi nhuận của các công ty có thể phục hồi từ năm 2022 nhưng vẫn còn rủi ro cao: Giá thép và nguyên liệu thô ổn định hơn có thể giúp ổn định lợi nhuận của các công ty thép trong năm 2023. Tuy nhiên, nhu cầu yếu có thể dẫn đến hiệu suất sử dụng thấp, chỉ ở mức 60~75% (so với trên 80% trong năm 2022 và hơn 90% trong năm 2021), điều này sẽ gây áp lực lên doanh thu, dòng tiền và tỷ suất lợi nhuận của công ty trong năm tới. Ngoài ra, khoảng cách giá giữa Việt Nam và các thị trường khác ngày càng thu hẹp sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận xuất khẩu kém hấp dẫn hơn so với giai đoạn 2020-2021.

Giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của ngành thép sẽ tiếp tục giảm trong nửa đầu năm nhưng dần phục hồi vào cuối năm nhờ khả năng phục hồi nhu cầu ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu.

Định giá ngành

P/E dự phóng năm 2023 của ngành nằm trong khoảng 10~20x, cao hơn nhiều so với mức trung bình lịch sử là 8~10x và thậm chí cao hơn cả mức định giá trong thời kỳ suy thoái là 10~13x.

Mặt khác, P/B của các cổ phiếu chủ chốt như HPG, HSG và NKG hiện nằm trong khoảng 0,6~1x, thấp hơn 20% so với mức trung bình lịch sử, nhưng vẫn cao hơn 20~30% so với mức định giá thấp trong các thị trường giảm giá trước đó (giai đoạn năm 2011 hoặc tháng 3 năm 2020). Chúng tôi không kỳ vọng P/B của các công ty thép sẽ phục hồi đáng kể trong ngắn hạn, do ROE có thể sẽ ở quanh mức thấp lịch sử trong năm 2023.

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND) (*)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			PE			ROE			Tỷ suất cổ tức		
			2021	2022E	2023F	2021	2022E	2023F	2021	2022E	2023F	2021	2022E	2023F
HPG	18.000	18.200	155,6%	-70,4%	7,1%	6,0	11,4	10,6	46,0%	10,8%	10,8%	1,1%	2,8%	2,8%
HSG	11.000	12.650	274,0%	-94,2%	35,5%	5,3	35,3	22,2	49,5%	2,3%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%
NKG	10.000	13.400	653,6%	-99,6%	1994,5%	3,8	424,2	20,3	50,0%	0,1%	2,8%	2,6%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research, (*) Giá hiện tại dựa trên giá ngày 30 tháng 12 năm 2022

Cổ phiếu ưa thích: HPG, HSG

1. CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

- **Giá hiện tại (ngày 30/12/2022): 18.200 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 18.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Dẫn đầu ngành thép Việt Nam với lợi thế vượt trội về quy mô, chi phí sản xuất và vị thế tài chính.
 - ✓ Thị phần có thể tăng trong dài hạn đi cùng với quá trình tái cơ cấu thị trường, khi các công ty nhỏ hơn và hoạt động kém hiệu quả có thể bị xóa sổ khỏi thị trường. HPG có thể có vị thế tốt nhất để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường.
- **Rủi ro**
 - ✓ Hiệu suất sử dụng thấp trong năm 2023 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận
 - ✓ Việc Trung Quốc mở cửa trở lại có thể trở thành con dao hai lưỡi khi sức cầu yếu tại thị trường trong nước sẽ khiến HPG gặp khó trong việc tăng giá bán lên ngang tầm khu vực, đặc biệt là đối với thép xây dựng.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	55.836	63.658	90.119	149.680	139.013	120.773
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8.601	7.578	13.506	34.521	10.217	10.947
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	7,3%	-11,9%	78,2%	155,6%	-70,4%	7,1%
EPS (VND)	4.036	2.726	4.060	7.708	1.704	1.826
ROE (%)	23,6%	17,1%	25,2%	46,0%	10,8%	10,8%
Nợ/VCSH (%)	59,8%	76,8%	91,4%	63,0%	57,1%	47,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	2,1%	1,2%	1,1%	2,6%	2,6%
P/E (x)	7,7	8,7	10,2	6,0	11,4	10,6
P/B (x)	1,2	1,0	1,5	1,4	0,8	0,9

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

- **Giá cổ phiếu (ngày 30/12/2022): 11.550 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 11.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Công ty hàng đầu về tôn mạ tại Việt Nam, với thị phần đạt 29% trong 11 tháng đầu năm 2022
 - ✓ Dư nợ giảm 60% trong 4 năm qua do chi phí đầu tư thấp và dòng tiền hoạt động mạnh. Điều này đã giúp công ty giảm tỷ lệ nợ trên VCSH về mức an toàn là 0,35 lần vào năm tài chính 2022 - so với mức cao nhất là 2,3 lần vào năm tài chính 2018.
 - ✓ Lợi nhuận trong năm 2023 có thể phục hồi khoảng 35%, đạt 340 tỷ đồng do không còn hàng tồn kho chi phí cao và chi phí lãi vay giảm. Tăng trưởng lợi nhuận có thể phục hồi từ nửa cuối năm tài chính 2023.
- **Rủi ro**
 - ✓ Nhu cầu yếu kéo dài có thể dẫn đến sản lượng tiêu thụ và hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến.
 - ✓ Biến động giá có thể mang lại những thách thức cho việc quản lý hàng tồn kho

	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	28.035	27.531	48.727	49.711	30.334
Lợi nhuận ròng	361,4	1.153,0	4.312,8	251,1	340,1
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-12%	219%	274%	-94%	35%
EPS (VND)	853	2.594	8.740	420	569
ROE (%)	7%	19%	50%	2%	3%
Nợ/VCSH	1,77	1,24	0,63	0,38	0,24
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
P/E (x)	14,82	6,03	5,32	35,25	22,24
P/B (x)	0,98	1,06	2,12	0,81	0,68
EV/EBITDA (x)	6,05	4,61	4,53	7,14	6,34

Nguồn: Công ty, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
tungdn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Thép - Tôn mạ

Đào Minh Châu, CFA

Phó giám đốc
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: +84 – 28 3636 3688 ext. 3052

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715