BÁO CÁO TRIỂN VỌNG Q1/2021

NGÀNH THÉP

KHUYẾN NGHỊ:

HPG – MUA – 62,385 ĐỒNG/CP

NKG – MUA – 26,438 ĐỒNG/CP

© RESEARCH DEPARTMENT | 2021

NỘI DUNG CHÍNH

1 Cập nhật tình hình ngành thép Q1/2021

2 Triển vọng ngành thép 2021

3 Doanh nghiệp triển vọng

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

TÌNH HÌNH CHUNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

1.1. BIẾN ĐỘNG GIÁ THÉP

- **Giá thép tăng mạnh và ghi nhận mức cao nhất trong nhiều năm trở lại**

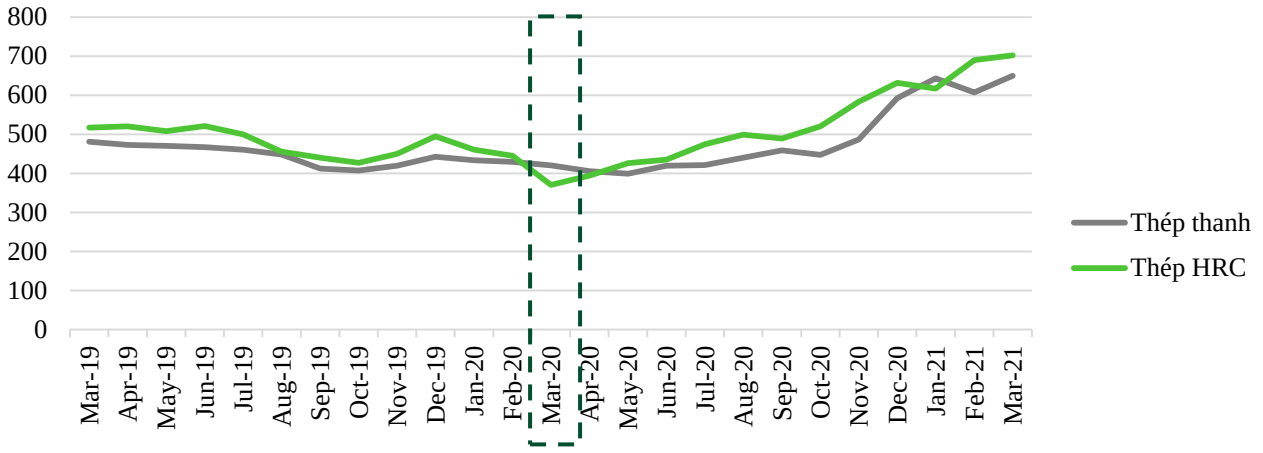
- Nhu cầu tiêu thụ thép tăng lên nhanh chóng khi nền kinh tế phục hồi khỏi dịch COVID-19 cùng kích thích đầu tư công thế giới trong bối cảnh nhiều nhà máy thép chưa hoạt động trở lại đã góp phần đẩy giá thép lên tăng nhanh.

- Giá thép thanh đầu tháng 3/2021 đạt 650 USD/tấn, + 10% đầu 2021 và + 50% đầu 2020. Giá thép HRC đầu tháng 3/2021 đạt 700 USD/tấn, + 30% đầu 2021 và + 52% đầu 2020.

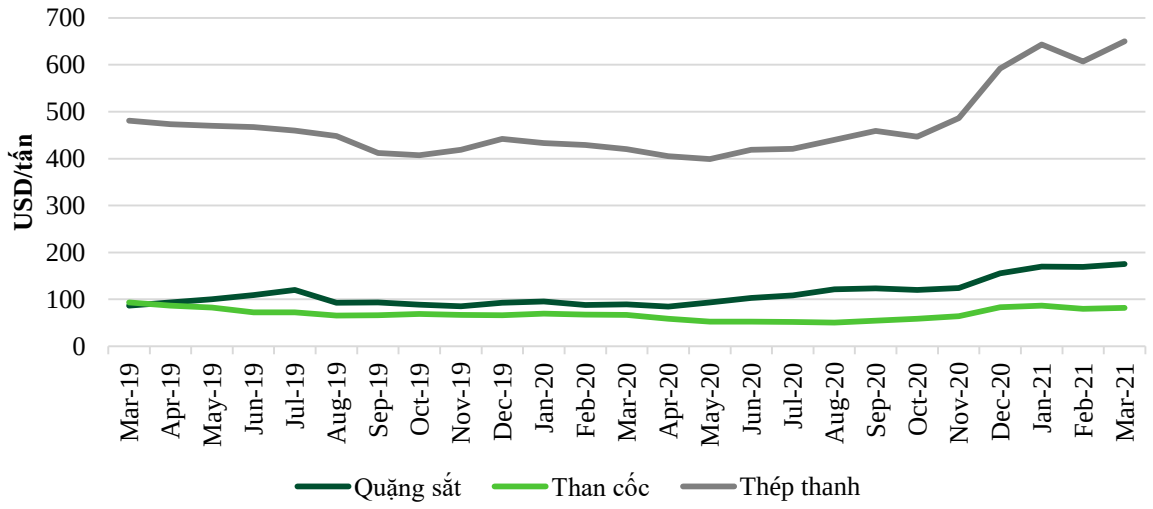
- **Giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh cùng chiều với đầu ra**

- Nguyên liệu đầu vào chính của lò BOF là quặng sắt đạt 175 USD/tấn (+97% yoy) và than cốc đạt 82 USD/tấn (+23% yoy). Nguyên liệu đầu vào lò EAF là thép phế tăng cùng pha với đầu ra thép thanh và đạt 650 USD/tấn (+50% yoy)

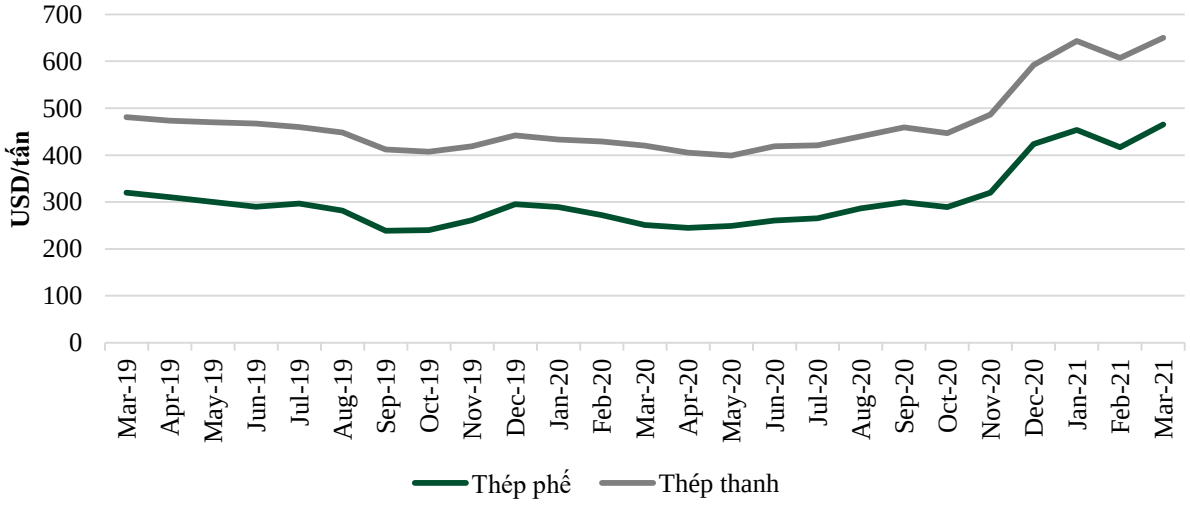
Giá thép thanh và thép HRC Trung Quốc (USD/tấn)



Giá nguyên liệu BOF so với giá thép (USD/tấn)



Giá nguyên liệu EAF so với giá thép (USD/tấn)



Nguồn: LME, VCBS Research

1.2. TÌNH HÌNH TIÊU THỤ

- **Tiêu thụ thép Việt Nam vẫn giữ ở mức 23 triệu tấn năm 2020, tăng trưởng ở mức 1% yoy**

- Sản lượng tiêu thụ đang nghiêng dần về thép dẹt với cơ cấu sản lượng là 39% thép thanh và 61% thép dẹt, tăng dần từ mức chỉ 53% tiêu thụ thép dẹt năm 2016.

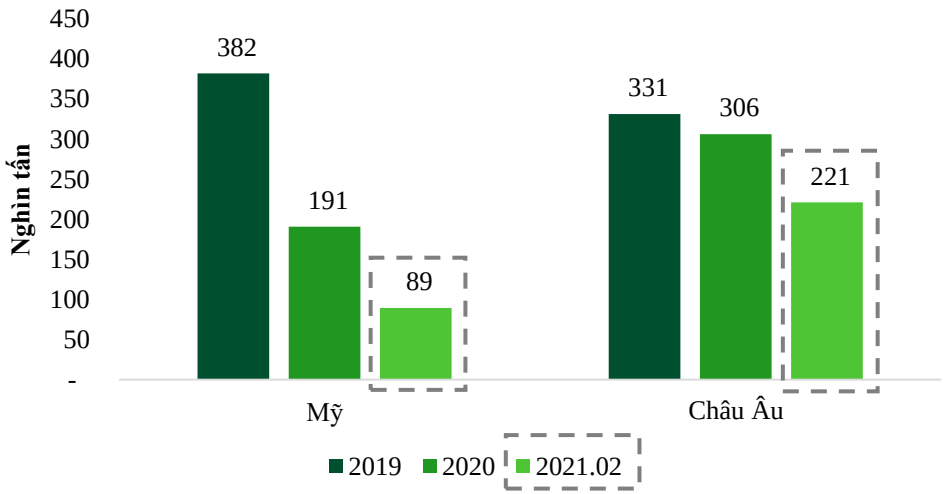
- **Xuất khẩu sắt thép tăng trưởng ấn tượng trong 2 tháng đầu năm 2021**

- Theo số liệu của MOIT, tiêu thụ thép trong 2 tháng đầu năm tăng 20% về sản lượng với tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường xuất khẩu. Trong đó, **xuất khẩu thép tăng trưởng 33% về sản lượng và 70% về giá trị** so với cùng kỳ năm trước.

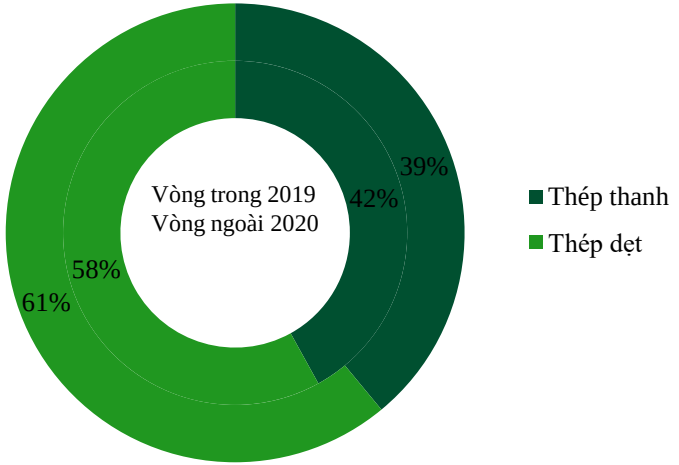
- Động lực tăng trưởng chính cho xuất khẩu sắt thép đến từ thị trường Mỹ và Châu Âu với sản lượng **xuất khẩu trong 2 tháng đầu năm đã chiếm đến 62% năm 2020 và 44% năm 2019** của tổng lượng xuất khẩu cả năm.

.

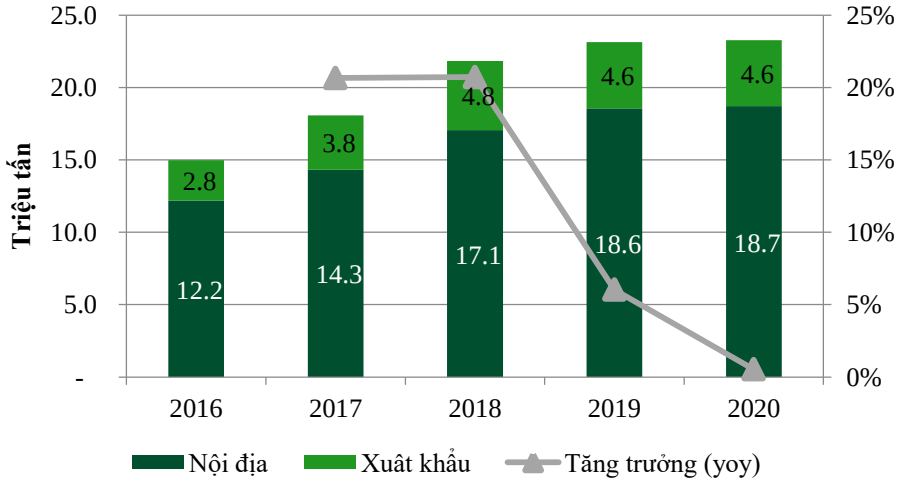
Xuất khẩu thép T2/2021



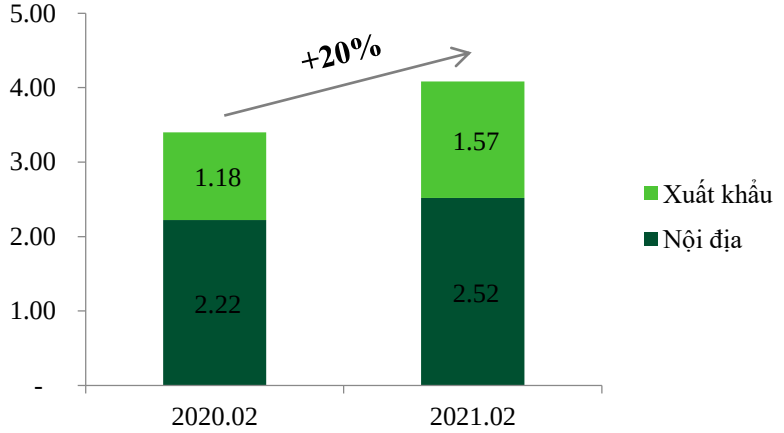
Cơ cấu sản lượng thép



Sản lượng tiêu thụ thép



Sản lượng tiêu thụ thép 2 tháng đầu 2021



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan, VSA, VCBS Research

1.3. BIẾN ĐỘNG THỊ PHẦN

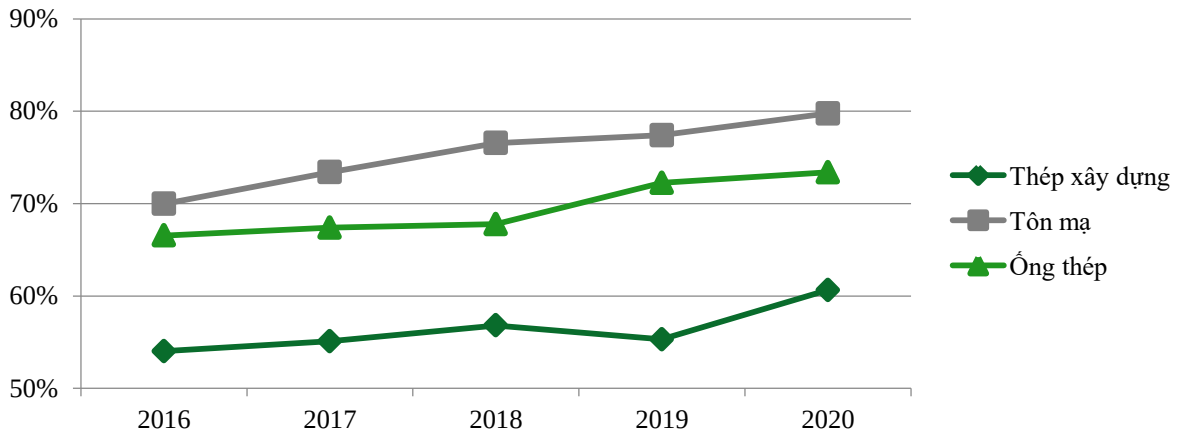
- **Mức độ tập trung trong ngành càng tăng cao**

- Mức độ tập trung trong ngành thép ngày càng tăng, đặc biệt trong năm 2020 khi nhu cầu tiêu thụ thép đầu năm giảm mạnh, làm tăng áp lực cạnh tranh, khiến cho các doanh nghiệp nhỏ giảm dần thị phần vào các doanh nghiệp lớn. (5 DN lớn nhất chiếm thị phần tới 61% thép xây dựng, 80% tôn mạ và 73% ống thép).

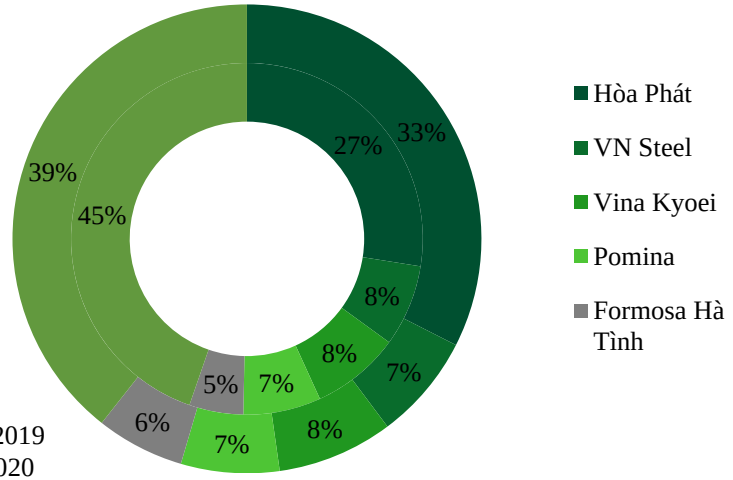
- **Thị phần của HPG đang ngày càng được củng cố**

- Trong các doanh nghiệp chiếm được thị phần thì HPG là doanh nghiệp chiếm được nhiều nhất với lợi thế giá thành cùng logistics từ nhà máy Dung Quất. Do đó, tuy trong top 5 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất thì HPG chiếm phần tăng thị phần lớn nhất.

Tổng thị phần 5 doanh nghiệp lớn nhất

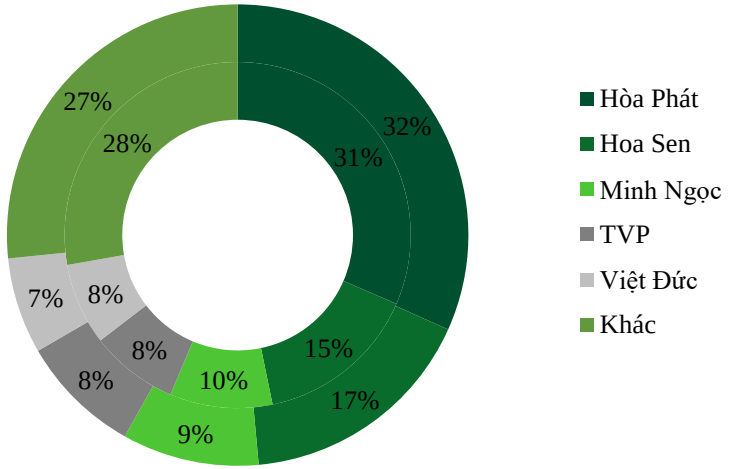


Thị phần thép xây dựng

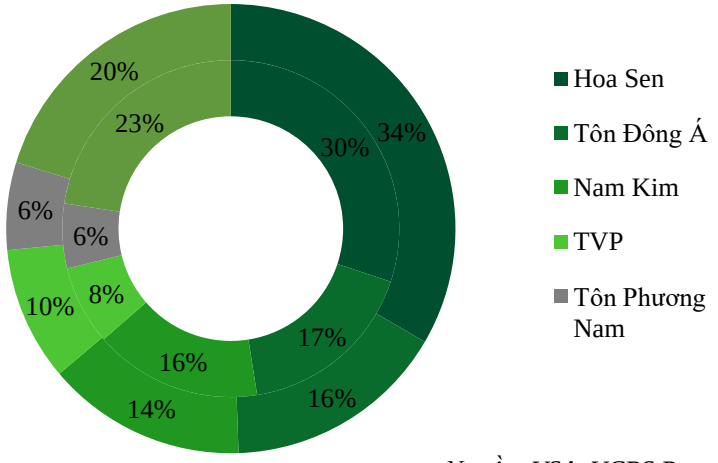


*Vòng trong 2019
Vòng ngoài 2020

Thị phần ống thép



Thị phần tôn mạ

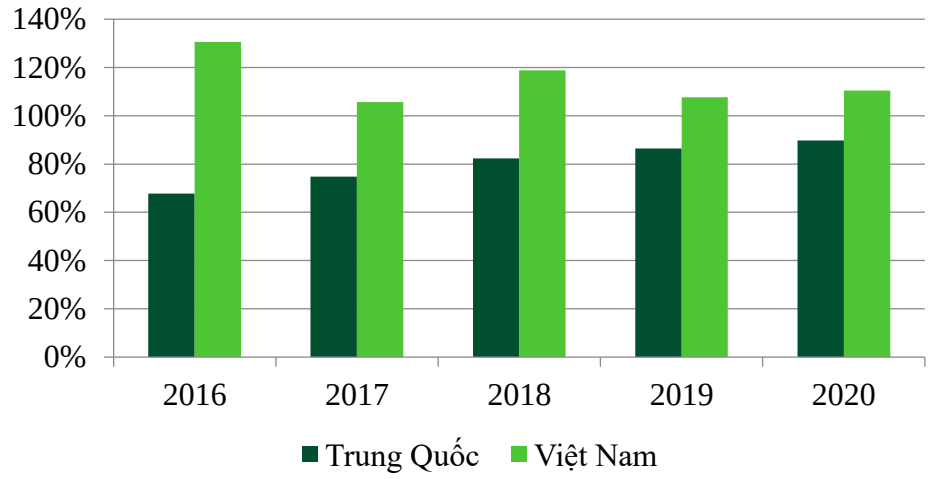


Nguồn: VSA, VCBS Research

1.4. TÌNH HÌNH SẢN XUẤT TRONG KHU VỰC

- **Trung Quốc:** Quốc gia có sản lượng thép lớn nhất thế giới, lên đến 1 tỷ tấn thép vào năm 2020, tỷ lệ huy động chi đạt trung bình 80% trong những năm vừa qua. Trong thời gian qua, Trung Quốc tiến hành cắt giảm sản lượng thép nhằm vào các doanh nghiệp nhỏ công nghệ lạc hậu, giúp cải thiện tỷ lệ huy động tại các doanh nghiệp lớn từ 68% năm 2016 lên 90% năm 2020.
- **Việt Nam:** Ngành thép Việt Nam hoạt động hiệu quả khi tỷ lệ huy động công suất thép của Việt Nam luôn trên 100%.

Tỷ lệ huy động công suất thép



* Được tính dựa trên sản lượng thép tiêu dùng trên công suất thép thô

- **Các nhà máy thép dự kiến đi vào hoạt động trong thời gian tới chủ yếu tập trung tại khu vực Châu Á,** còn tại các khu vực khác trên thế giới như Châu Âu và Châu Mỹ thì đang cắt giảm dần các nhà máy

- Tại Trung Quốc và Indonesia thì các nhà máy mới đi vào hoạt động cũng không có quá nhiều lợi thế so với nhà máy Việt Nam khi các nguyên liệu chính để sản xuất thép vẫn phải đi nhập khẩu

- Tại Việt Nam, có nhà máy thép Nghi Sơn và nhà máy thép Dung Quất đi vào hoạt động. Trong đó, NM Nghi Sơn sử dụng công nghệ IF, và Dung Quất dùng công nghệ BOF. Bên cạnh đó, đầu ra của Nghi Sơn là thép thanh với mức độ cạnh tranh cao trong khi, đầu ra chủ lực của HPG là thép cán nóng với nhu cầu tiêu thụ đang tăng nhanh chóng.

Các nhà máy thép dự kiến đi vào hoạt động từ 2020

STT	Quốc gia	Nhà máy/Vị trí	Công suất (triệu tấn/năm)	Công nghệ	Năm vận hành
1	Trung Quốc	Ninh Đức, Phúc Kiến	1.7	EAF	2020
2	Trung Quốc	Dương Giang, Quảng Đông	3.6	BOF	2021
3	Indonesia	Morowali, Sulawesi	3.5	BOF	2020
4	Việt Nam	Nghi Sơn, Thanh Hóa	1.0	IF	2020
5	Việt Nam	Dung Quất, Quảng Ngãi	4.0	BOF	2020

Nguồn: WSA, OECD, VCBS Research

1.5. CẬP NHẬT VỀ CHÍNH SÁCH BẢO HỘ

STT	Sản phẩm áp thuế	Nước khởi kiện	Nguồn gốc xuất xứ sản phẩm	Khởi kiện điều tra	Mức thuế áp dụng trong quá trình điều tra	Kết luận	Mức thuế áp dụng sau KL chính thức
Việt Nam phòng vệ thương mại với các nước							
1	Phôi thép, thép dài	Việt Nam	Nhiều quốc gia			QĐ 918/BCT gia hạn áp thuế tự vệ sản phẩm phôi thép và thép dài đến hết 21/03/2023	6.4% -15.3%
2	Thép mạ	Việt Nam	Trung Quốc, Hàn Quốc			QĐ 3023/BCT áp thuế các sản phẩm thép mạ có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc đến hết 14/04/2022	3.17-38.34%
3	Thép cán nguội	Việt Nam	Trung Quốc			QĐ 3390/BCT áp thuế các sản phẩm thép cuộn nguội có xuất xứ từ Trung Quốc đến hết 21/12/2025	4.43% - 25.22%
Các nước phòng vệ thương mại với Việt Nam							
1	Thép cacbon cuộn nguội, không cuộn nguội	Thái Lan	Việt Nam	2014	6,97-51,61%	Đã áp thuế từ 2014, gia hạn biện pháp chống bán phá giá 5 năm từ 04/02/2020	6.97-51.61%
2	Ống thép	Thái Lan	Việt Nam, Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan	22/08/2018		Áp thuế 5 năm kể từ 12/02/2020	6.97-51.61%
3	CR và Tôn mạ	Mỹ	Trung Quốc	07/2019	456%	US đã đưa ra kết luận chính thức cuối 12/2019, tiếp tục áp thuế lên các sản phẩm có nguồn gốc nguyên liệu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan	456%
	CR và Tôn mạ	Mỹ	Hàn Quốc, Đài Loan		10,34 - 29,4%		10.34 – 29.4%
4	CR và thép không hợp kim	Malaysia	Việt Nam, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản	26/08/2019	7,7 - 20,13%	Áp thuế từ 12/2019-12/2025	7.7 – 20.13%
5	Thép mạ nhôm kẽm	Indonesia	Việt Nam, Trung Quốc	26/08/2019		Đang điều tra	
6	Thép chống ăn mòn	Canada	Việt Nam	08/11/2019	36,3-91,8%	CP Việt Nam không trợ cấp cho các DN Việt Nam	2.3-16.2%
7	Ống thép, thép hình	Úc	Việt Nam, Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan	06/01/2020		Đang điều tra	
8	Tôn lạnh không hợp kim	Malaysia	Việt Nam	13/03/2020	39.27%	Đang điều tra	
9	Thép tấm không gỉ	Mỹ	Việt Nam	13/05/2020	139-267%	Đang điều tra	
10	Tôn mạ	Philippines	Việt Nam	15/06/2020		Đang điều tra	
11	Ống thép hàn không gỉ	Thổ Nhĩ Kỳ	Việt Nam	6/25/2020	39.27%	Đang điều tra	
12	Thép không gỉ cán nguội	Malaysia	Việt Nam, Indonesia	28/07/2020		Kết luận chính thức ngày 30/12/2020, các DN Việt Nam phần lớn bị áp thuế ở mức 3,06-37,14%	3.06-37.14%
13	Thép cuộn cán nguội	Malaysia	Việt Nam	28/07/2020		Đang điều tra	
14	Thép cốt bê tông	Canada	Việt Nam, Algieri, Hi Lạp, Indonesia, Italy, Malaysia, Singapore	01/06/2019		Kết luận chính thức ngày 04/02/2021, phần lớn DN Việt Nam bị áp thuế	3.7% -15.4%

1.6. TÌNH HÌNH CẠNH TRANH GIÁ BÁN

Thép của Việt Nam cạnh tranh trực tiếp với thép nhập khẩu

- Với sản phẩm thép dài, Bộ Công Thương tiếp tục gia hạn thuế tự vệ đối với phôi thép và thép dài cho đến hết 21/03/2023. Với mức thuế suất sẽ áp dụng từ 22/3/2021-21/3/2022 là 13.3% phôi thép và 7.9% thép dài. Tại thời điểm 1/2021 **giá bán thép nhập khẩu** (chưa bao gồm chi phí vận chuyển) ước đạt **16 triệu đồng/tấn** (chưa bị đánh thuế tự vệ ở mức 14.9 triệu đồng/tấn), hiện **cao hơn giá thép nội địa là 14.1 triệu đồng/tấn**.

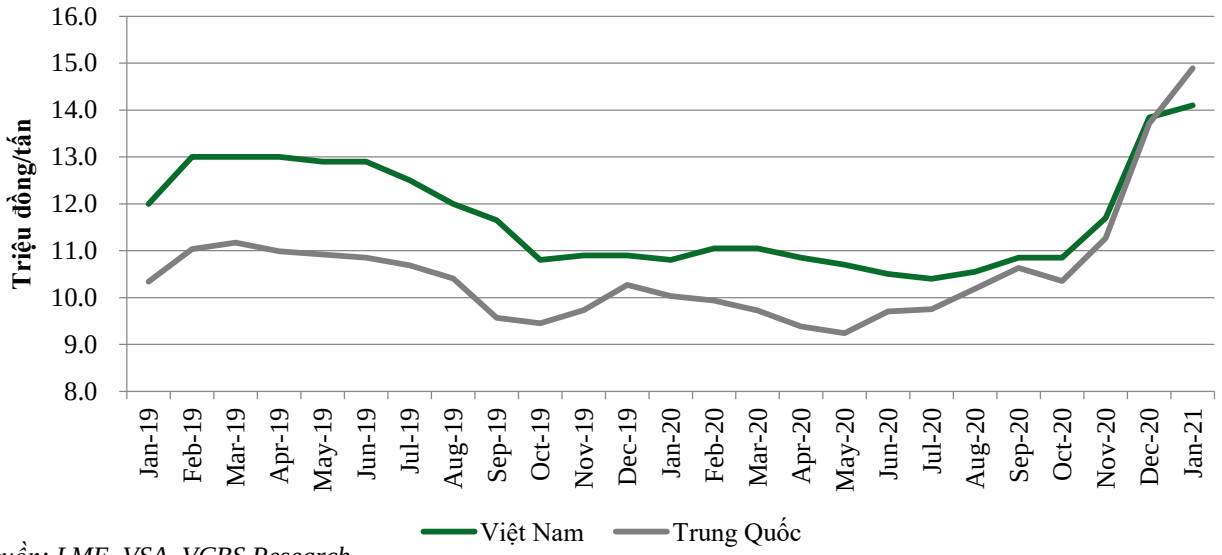
- Với sản phẩm thép dẹt, Bộ Công Thương trong tháng 12/2020 đã áp thuế chống bán phá giá với sản phẩm thép cán nguội (CRC) từ Trung Quốc trong 5 năm với mức thuế áp là 4.4%-25.2%. Theo chúng tôi đánh giá, điều này sẽ gây khá bất lợi đối với các nhà sản xuất nhỏ trong nước khi phải nhập khẩu CRC, ngược lại có lợi cho các nhà sản xuất lớn thì đa phần đã tự sản xuất CRC từ HRC (không bị áp thuế). **Do đó, chính sách này được cho là định hướng khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư sâu vào chuỗi giá trị.**

Thép của Việt Nam cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu

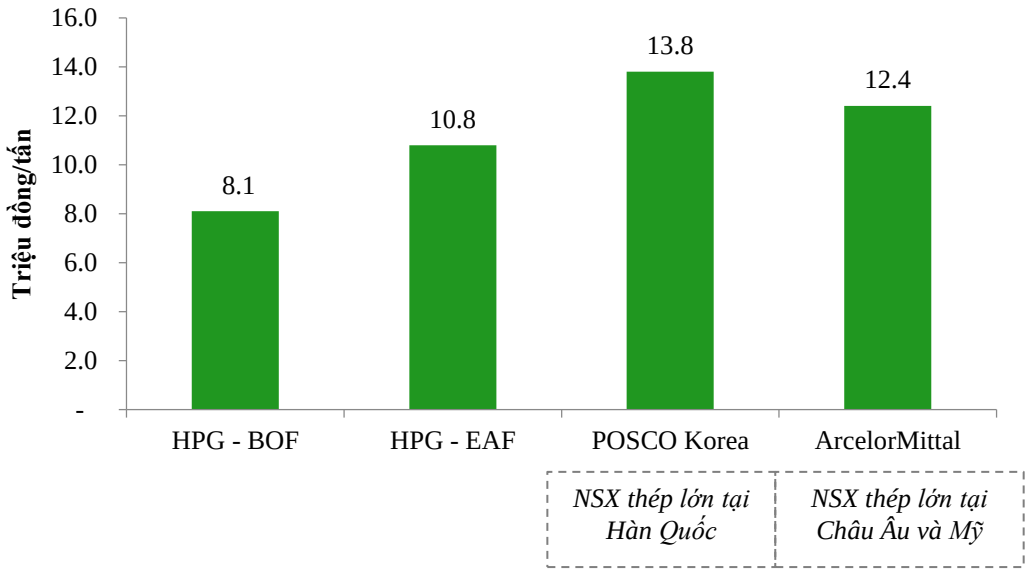
- Việt Nam chủ yếu xuất khẩu sản phẩm tôn mạ tới thị trường chính là Trung Quốc (không áp thuế tự vệ) chiếm 36% sản lượng xuất khẩu của Việt Nam

- Ngoài ra, tại các thị trường xuất khẩu tăng trưởng cao trong đầu năm 2021 là Mỹ (áp thuế CBPG với thép có nguồn gốc HRC từ Trung Quốc và Hàn Quốc) và Châu Âu (không áp thuế CBPG) thì với việc HPG sản xuất thép HRC trong nước đã gia tăng khả năng cạnh tranh của tôn mạ Việt Nam xuất sang thị trường này kèm với việc giá thép Việt Nam cạnh tranh hơn.

Giá bán thép thanh nội địa



Giá thành sản xuất 2020



Nguồn: LME, VSA, VCBS Research

TÌNH HÌNH CHUNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

2.1. TRIỂN VỌNG GIÁ BÁN

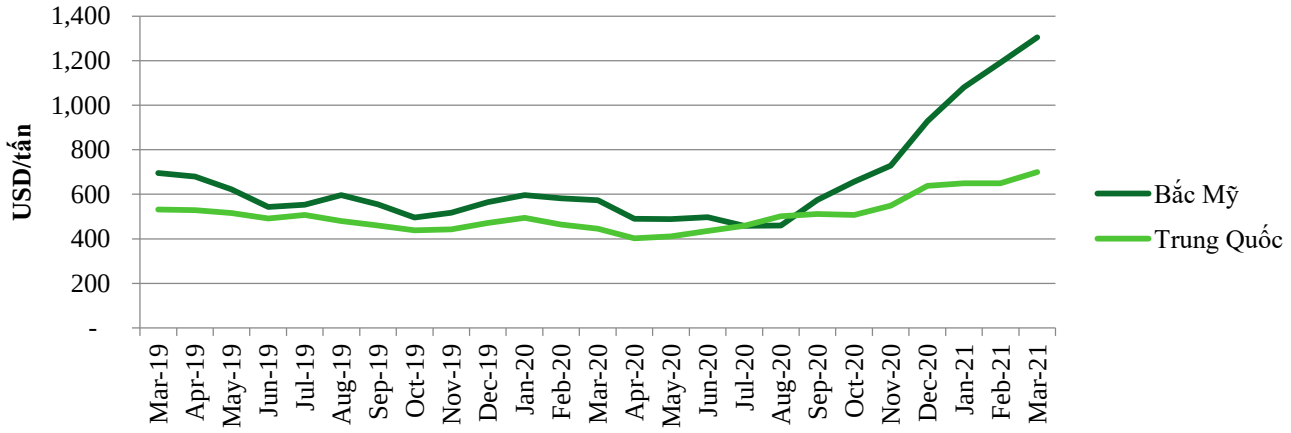
- **Nhu cầu thép tăng lên nhanh chóng theo nhu cầu xây dựng hồi phục**.

Nhu cầu thép trên thế giới tăng lên nhanh chóng đẩy giá thép tăng mạnh từ nửa cuối năm 2020 do (1) phục hồi thị trường xây dựng sau COVID – 19 và (2) kích thích đầu tư công.

- **Tại Trung Quốc**, do chính sách về bảo vệ môi trường và kiểm soát giảm mức độ ô nhiễm do các nhà máy thép gây ra nên Trung Quốc đã liên tục cắt giảm sản lượng từ 2016 và đóng cửa các nhà máy dùng công nghệ gây ô nhiễm và tăng cường sử dụng các lò EAF (thường có giá thành cao hơn). **Việc cắt giảm sản lượng thép của Trung Quốc trong thời gian gần đây dự kiến sẽ làm giá thành sản xuất thép tiếp tục duy trì ở mức cao.**

- **Tại Bắc Mỹ và Châu Âu,** nhập khẩu chủ yếu là sản phẩm thép dẹt. Tại các quốc gia chuyên xuất khẩu cho thị trường này là Canada, Nga, Hàn Quốc và Thổ Nhĩ Kỳ, chúng tôi ước tính giá thành sản xuất thép hiện nay rơi vào 13 triệu/tấn thép trong năm 2020. Nhiều nhà máy do ảnh hưởng của COVID-19 đã đóng hẳn (giá thép không đủ cạnh tranh) hoặc chưa trở lại hoạt động, giúp giảm sản lượng và đẩy giá thép lên.

Giá bán thép HRC

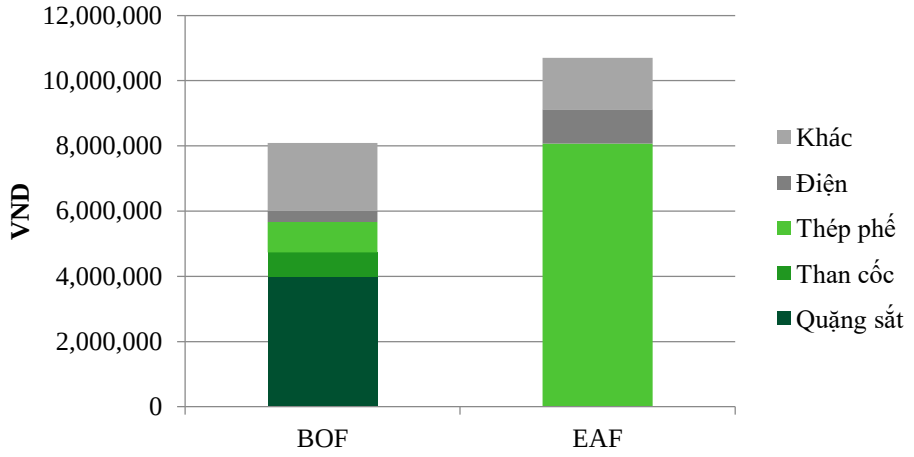


- **Ước tính giá thành**

- Chúng tôi ước tính giá thành thép BOF cho cả năm 2020 ở mức 8.1 triệu VND/tấn thép (quặng sắt và than cốc chiếm 59% giá thành) và lò EAF ở mức 10.7 triệu VND/tấn thép (thép phế chiếm 75% giá thành). Với việc giá các nguyên liệu đầu vào này tăng mạnh trong nửa cuối năm 2020 (tăng trung bình 7-9%/tháng) và tại thời điểm tháng 3/2021 vẫn tăng từ 3-5% so với cuối năm 2020 thì chúng tôi ước tính giá thành thép hiện tại (3/2021) của thép BOF là 11 triệu VND/tấn và EAF là 14.7 triệu VND/tấn.

- Chúng tôi cho rằng, giá thép ở mức cao được hỗ trợ bởi mặt bằng giá nguyên liệu (tăng mạnh) và sự thiếu hụt nguồn cung tạm thời. Tuy nhiên, với sự hỗ trợ của thuế tự vệ, cùng với kỳ vọng từ nhu cầu tăng trong nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá thép vẫn sẽ duy trì ở mức khá cao cho tới cuối năm.

Cơ cấu giá thành thép 2020



Nguồn: LME, VCBS Research

2.2. TRIỂN VỌNG TIÊU THỤ NỘI ĐỊA

Đầu tư công

Bộ KHĐT đưa ra mục tiêu giải ngân đầu tư công 2021 như sau:

- Q1: Hoàn thành thu hồi vốn ứng trước của kế hoạch năm 2021
- Q2: Hoàn thành giải ngân các dự án từ 2020
- Q3: Giải ngân 80% kế hoạch đầu tư công 2021
- Q4: Giải ngân 90% kế hoạch đầu tư công 2021

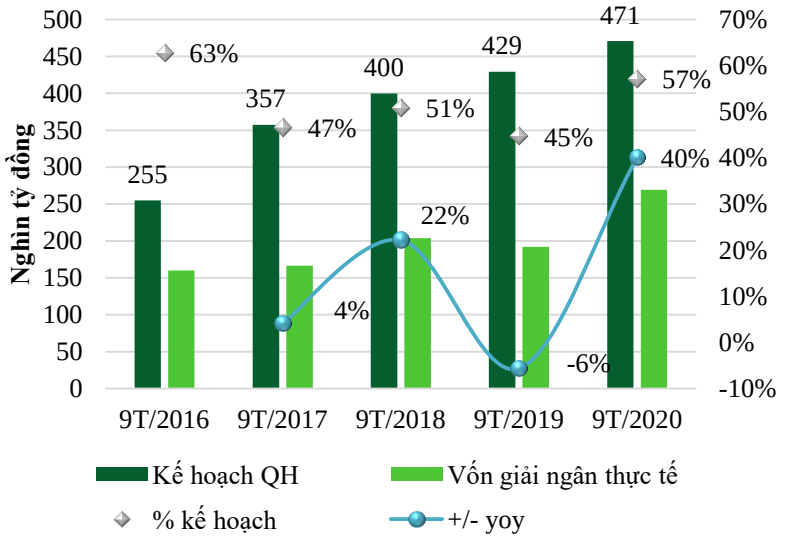
Giải ngân đầu tư công sẽ kích thích tiêu thụ tăng trưởng mạnh mẽ vật liệu xây dựng cũng như ngành thép từ nửa cuối năm 2021

Bất động sản xây dựng dự kiến phục hồi với động lực tăng trưởng từ

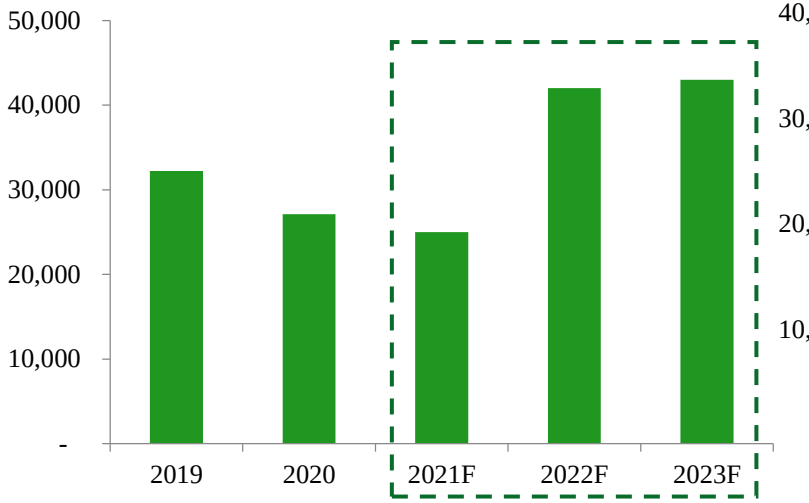
- (1) Lượng hàng tồn kho bất động sản mức thấp và hạn chế pháp lý khiến việc triển khai các dự án mới khó khăn trong những năm gần đây, do đó sẽ kỳ vọng giấy phép xây dựng được cấp ra nhiều hơn từ năm 2021.
- (2) Cập nhật mới trong Luật Xây Dựng và Luật Đầu Tư có hiệu lực từ 2021 sẽ giúp giảm đi các thủ tục pháp lý và rút ngắn thời gian cấp Giấy phép xây dựng cho các chủ đầu tư

Từ đó sẽ thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ vật liệu xây dựng

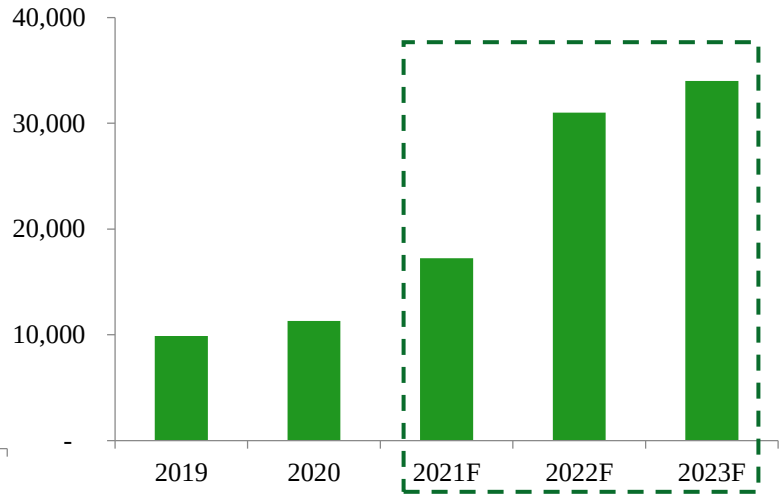
Giải ngân đầu tư công



Nguồn cung căn hộ Hà Nội



Nguồn cung căn hộ Hồ Chí Minh



Nguồn: Bộ KH-ĐT, Savills, VCBS Research

2.3. TRIỂN VỌNG XUẤT KHẨU

Giá thành thép cạnh tranh để xuất khẩu thị trường mới

- Giá thành sản xuất thép BOF hiện tại ước tính thấp hơn khoảng 20% so với giá thành sản xuất từ lò EAF, do vậy với các khu vực có tỷ lệ lò EAF cao như Bắc Mỹ (66%) và Châu Âu (42%) sẽ khó cạnh tranh về giá thành thép với Việt Nam.

Xuất khẩu sát thép tăng trưởng, đặc biệt là mảng tôn mạ

- Trong 2 tháng đầu năm 2021, sản lượng xuất khẩu của Việt Nam vào 2 khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu tăng mạnh. Tuy nhiên, các quốc gia này đưa ra những điều kiện yêu cầu về nguồn gốc xuất xứ thép HRC phải được sản xuất tại Việt Nam để không bị áp thuế chống bán phá giá. Do đó các nhà sản xuất thép HRC trong nước là Formosa Hà Tĩnh và HPG được hưởng lợi lớn.

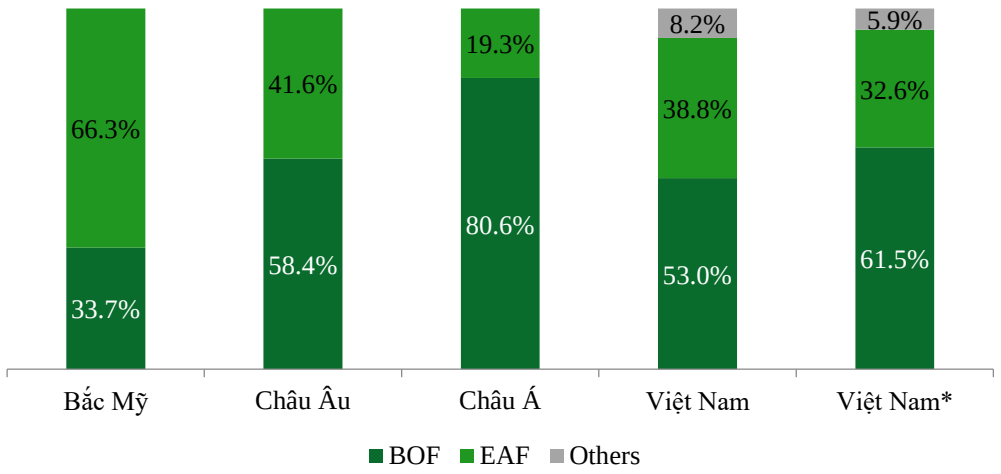
Khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu

- Các thị trường này chủ yếu nhập khẩu thép dẹt từ đối tác lớn là Nga và Hàn Quốc. Tuy nhiên, từ giữa năm 2020 với tác động của dịch COVID-19 mà các nước này đã phải tạm ngừng các lò sản xuất thép. Do đó đã tạo điều kiện cho Việt Nam được xuất khẩu vào thị trường này và có thể dẫn tới các đơn hàng thường xuyên hơn vào thi trường này.

Khu vực Trung Quốc

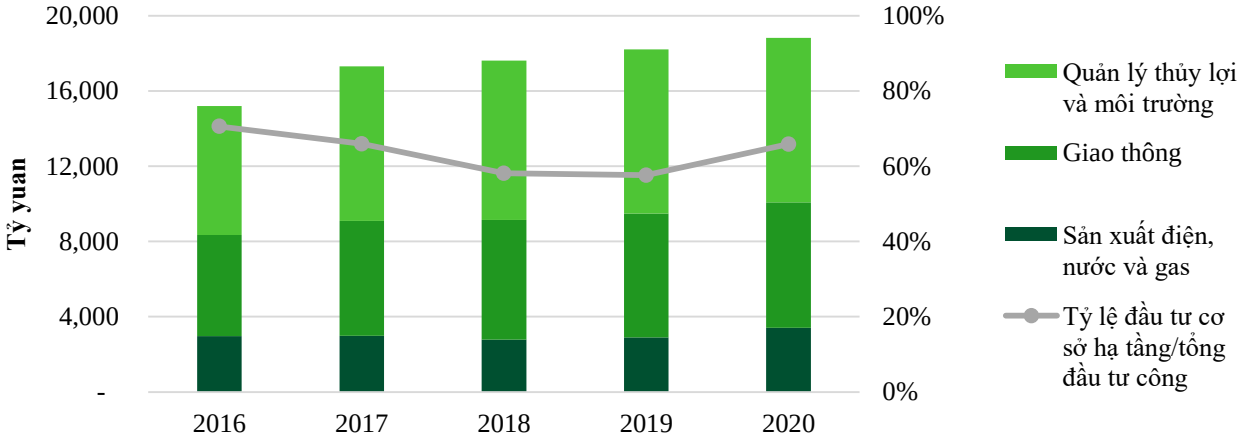
- Trung Quốc sẽ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công từ năm 2021. Trong đó, hạng mục đầu tư vào cơ sở hạ tầng chiếm 66% tổng vốn đầu tư công, phần sử dụng nhiều thép nhất là giao thông (chiếm 24%, 1 nửa là đầu tư đường sắt). Tốc độ tăng trưởng giải ngân đầu tư công giao thông đạt 10% CAGR 2016 – 2020.

Sản lượng thép chia theo công nghệ sản xuất



*Sau khi các nhà máy thép mới của Việt Nam đi vào hoạt động

Cơ cấu giải ngân đầu tư công Trung Quốc



Nguồn: WSA, China's National Bureau of Statistics, VCBS Research

TÌNH HÌNH CHUNG

TRIỂN VỌNG NGÀNH

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)
CẬP NHẬT KQKD 2020

- **Doanh thu 2020 đạt 90,119 tỷ đồng, tăng trưởng 42% yoy. LNST đạt 13,506 tỷ đồng, tăng trưởng 78% yoy**

- **Doanh thu mảng thép đạt 76,341 tỷ đồng** (85% doanh thu, + 49% yoy) và tăng trưởng biên lợi nhuận HĐKD lên 16.7% từ 14.5%) nhờ giá thép tăng và sản phẩm thép dẹt mới. **Doanh thu nông nghiệp đạt 10,553 tỷ đồng** (12% doanh thu, + 32% yoy) nhờ giá thịt lợn tăng cao cùng giá các loại thực phẩm khác, biên lợi nhuận HĐKD tăng mạnh từ 7.6% 2019 lên 17.2% năm 2020. Biên lợi nhuận gộp 2020 đạt 21% (tăng từ 18% 2019) và biên lợi nhuận thuần đạt 15% (tăng từ 12% 2019).

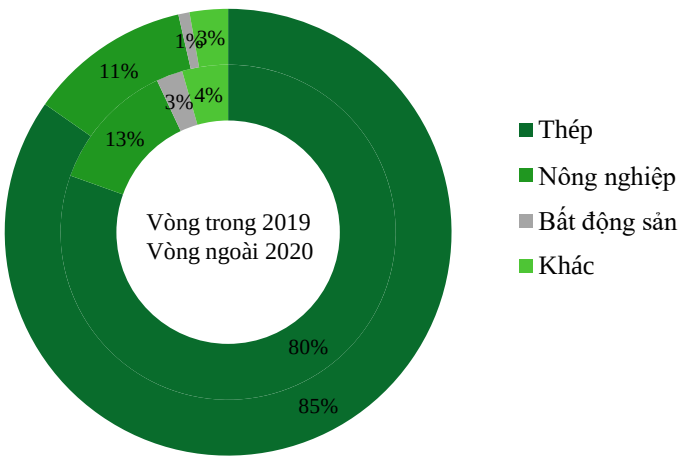
- **Tăng trưởng tiêu thụ sản lượng và thị phần từ NM Dung Quất nhờ lợi thế giá thành sản xuất và logistics**

- Tăng trưởng thị phần mạnh năm 2020 tại miền Nam (+7% thị phần) và miền Trung (+14% thị phần) từ đầu năm 2019 khi Dung Quất dần đi vào hoạt động. Sản lượng tại miền Trung và miền Nam của HPG đã tăng 34%, đạt 1.7 triệu tấn thép

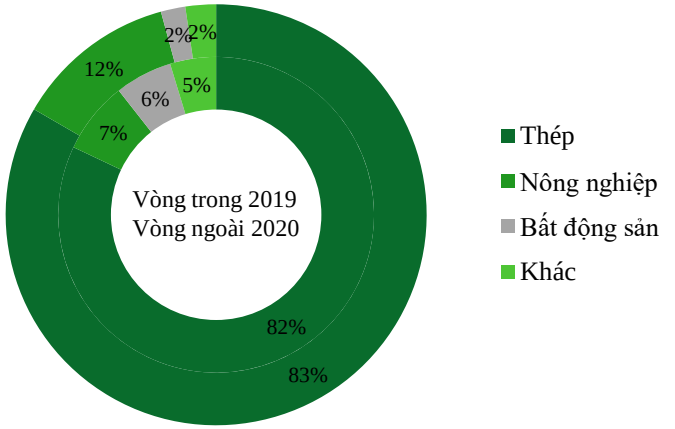
- **Tình hình tài chính**

- HPG đã kết chuyển gần hết tài sản XDCBDD của NM Dung Quất vào TSCĐ năm 2020 và đã bắt đầu giảm vay nợ dài hạn. CFO của HPG khả quan trong 2020 đạt 9,004 tỷ đồng và dòng tiền đầu tư CAPEX dự báo tăng chậm lại khi hoạt động đầu tư dự án KLH Dung Quất dần hoàn thiện. Dự báo trong các quý tiếp theo dự báo dòng tiền tự do (FCF) của HPG sẽ liên tục tăng

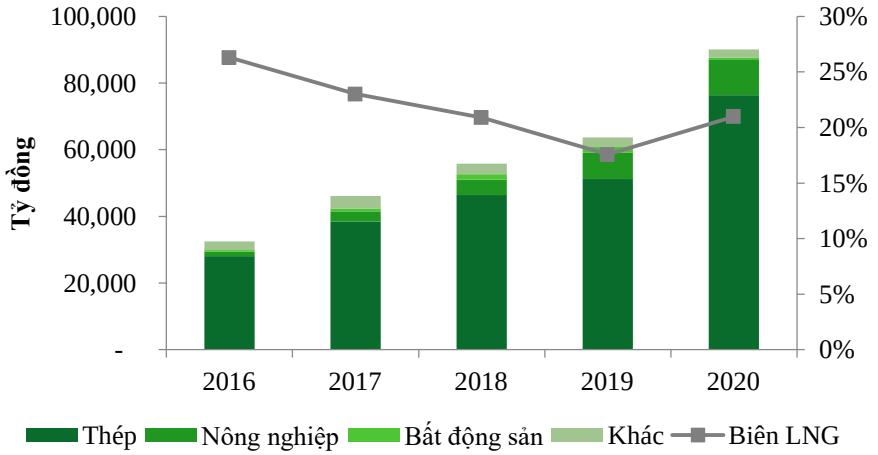
Cơ cấu doanh thu



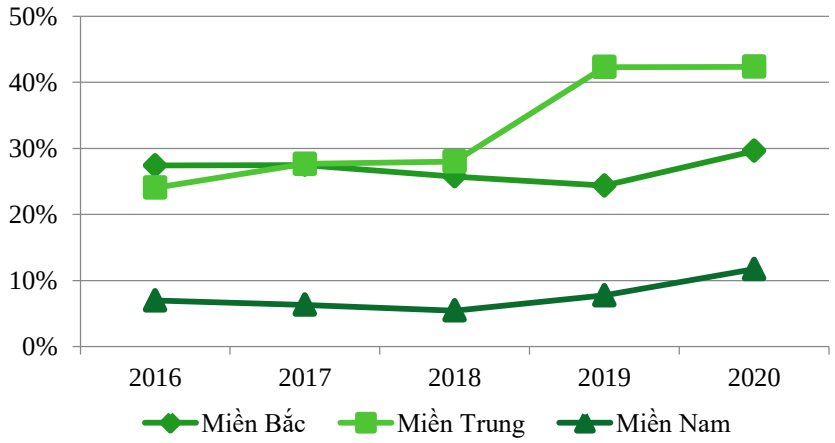
Cơ cấu LNST



Doanh thu thuần HPG



Thị phần của HPG



Nguồn: VSA, HPG, VCBS Research

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)
MẢNG THÉP

- **Tiêu thụ sản lượng mảng thép tăng trưởng nhờ Dung Quất 1 khi toàn bộ nhà máy đi vào hoạt động:**

Theo như kế hoạch của HPG, Dung Quất 1 sẽ sản xuất ra và tiêu thụ 2.7 triệu tấn thép HRC trong năm 2021. Ước tính **NM Dung Quất 1 sẽ đóng góp 54%** cho doanh thu mảng thép của HPG.

- Khả năng tiêu thụ HRC của Hòa Phát được củng cố khi **(1) nhu cầu HRC nội địa có nhiều dư địa để lấp đầy** (tiêu thụ thép dẹt nội địa của Việt Nam hiện nay khoảng 9.7 triệu tấn và Formosa cung ứng khoảng 3 triệu tấn cho nội địa, còn lại nhiều dư địa cho HPG cung cấp thép trong nước); **(2) nhu cầu thép HRC để xuất khẩu tôn mạ tăng** (thị trường Mỹ áp thuế tự vệ với tôn mạ Việt Nam có nguồn gốc HRC từ Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc, do vậy để xuất khẩu không bị áp thuế phải sử dụng thép HRC nguồn gốc từ Việt Nam, chỉ có HPG và Formosa sản xuất HRC)

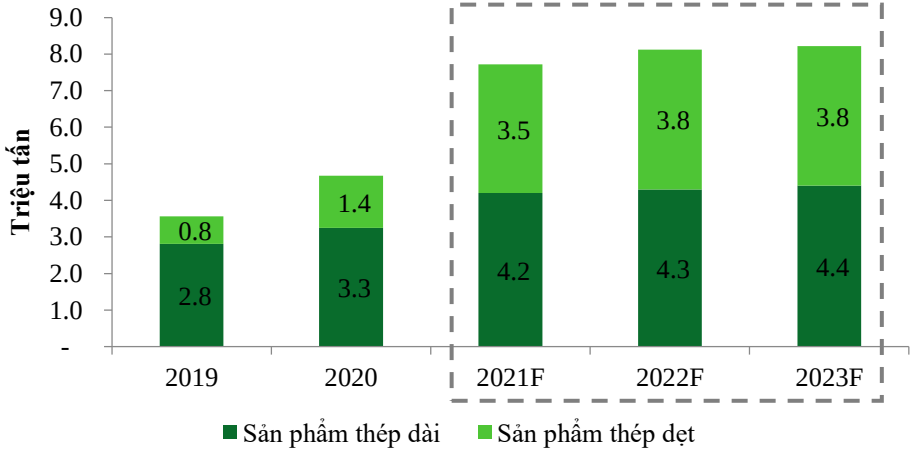
- **Lợi thế giá thành**, giá thành thép từ lò BOF của HPG có ưu thế hơn hẳn so với các nhà máy thép hiện nay trên cả nước với giá thành chỉ ở mức khoảng 8 triệu đồng/tấn thép, thấp hơn các nhà máy thép khác nhờ vào công nghệ mới kết hợp với việc xây cảng giúp giảm 3-4 USD/tấn nguyên liệu nhập khẩu (chúng tôi ước tính nhờ vào việc xây cảng mà HPG tiết kiệm được khoảng 2.5% giá thành so với không có cảng)

- **Thị phần HPG tăng trưởng mạnh** tại 2 miền Nam và miền Trung với sản lượng tiêu thụ đã tăng 34% yoy, đạt 1.7 triệu tấn thép và chúng tôi ước tính HPG sẽ tiếp tục xu hướng mở rộng thị phần này.

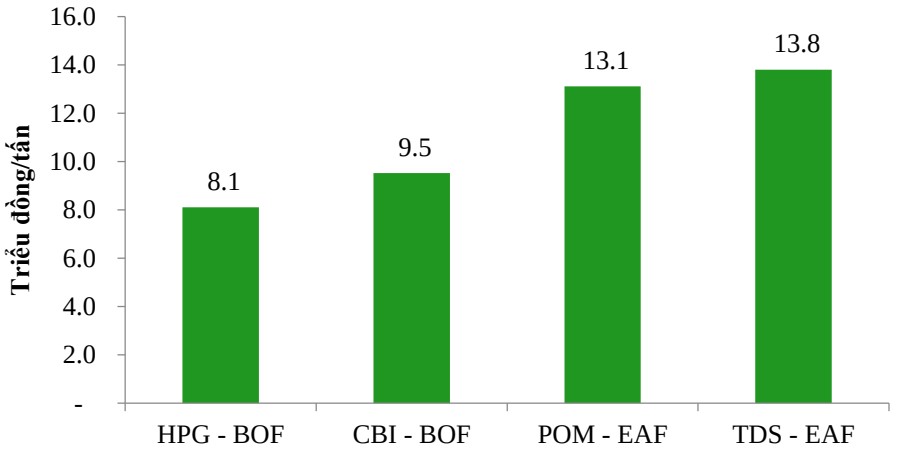
- **Dung Quất 2 đi vào triển khai năm 2022**

- Dung Quất 2 với quy mô dự kiến 60,000 tỷ đồng (50,000 tỷ TSCĐ bao gồm 60% vốn tự có và 40% vốn vay) Theo như tiến độ của Dung Quất 1. dự kiến Dung Quất 2 sẽ được hoàn thành vào 2024 và đi vào vận hành toàn bộ NM từ 2025. Dung Quất 2 dự kiến sẽ cho ra sản lượng 5 triệu tấn thép, tập trung vào sản xuất thép HRC. Chúng tôi ước tính nếu chạy Dung Quát 2 thành công thì sẽ chiếm 32% doanh thu thép của HPG và làm **tăng định giá của HPG thêm 10,000 đồng/CP.**

Sản lượng tiêu thụ thép HPG



Giá thành sản xuất 2020



Nguồn: HPG, VCBS Research

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)
MẢNG NÔNG NGHIỆP

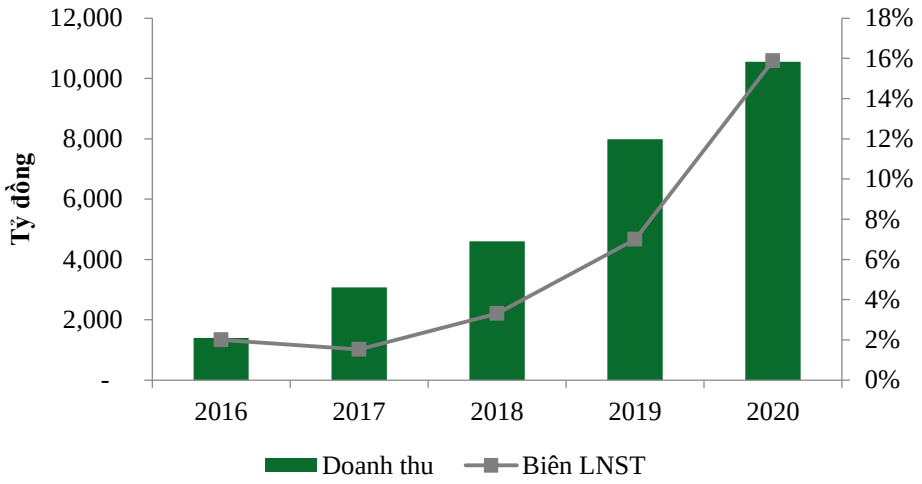
- **Quy mô mảng nông nghiệp của Hòa Phát năm 2020 đạt 10,553 tỷ đồng (+32% yoy) và đạt LNST 1,677 tỷ đồng (+200% yoy).**

- Với quy mô đàn đạt 250,000 con heo, 150,000 con bò và cung ứng 700 nghìn quả trứng/ngày. HPG đạt mục tiêu đến năm 2022 đạt quy mô đàn 500,000 con heo, 200,000 con bò và 300 triệu quả trứng gà. Theo chúng tôi ước tính, với mục tiêu HPG đặt như trên thì tương ứng với mức doanh thu năm 2022 đạt 13,306 tỷ đồng (chiếm 9.7% doanh thu cả HPG)

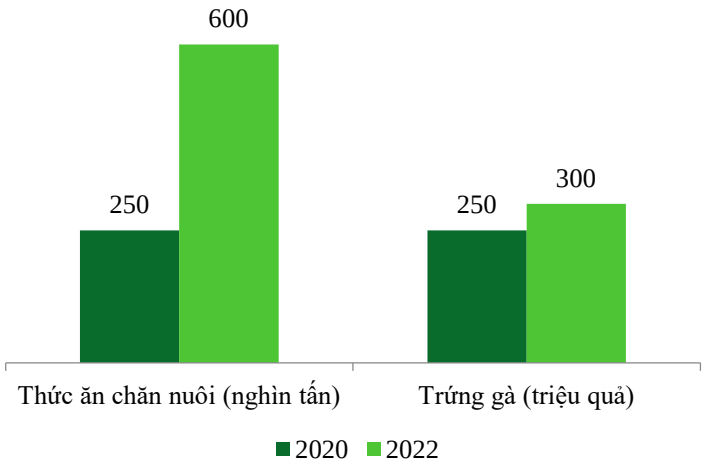
- Theo chúng tôi ước tính thì doanh thu chính mảng nông nghiệp HPG đến từ thịt bò Úc với thị phần hiện nay của HPG chiếm tới 50% của cả nước

- Giá thịt heo và thực phẩm trong đầu năm 2021 vẫn duy trì ở mức của năm 2020, do đó chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ duy trì được biên lợi nhuận HĐKD như năm 2020.

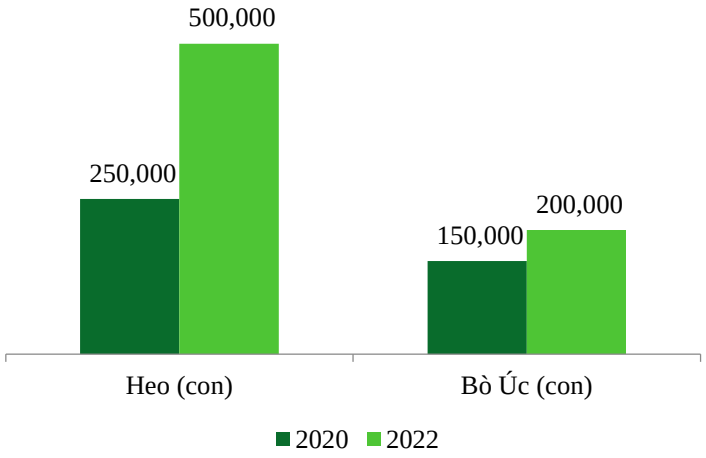
Doanh thu mảng nông nghiệp



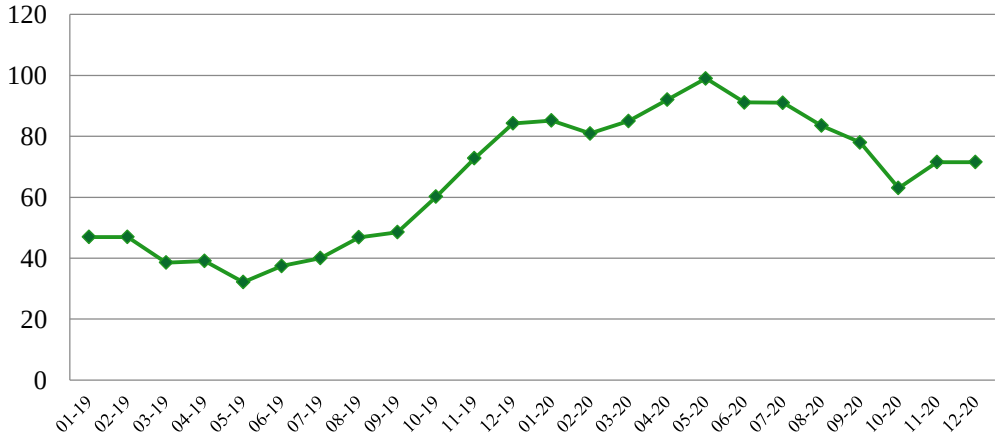
Quy mô TACN và gia cầm



Quy mô đàn chăn nuôi



Diễn biến giá thị heo



Nguồn: VCBS Research

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)
MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN

- **Quỹ đất khu công nghiệp của HPG vào khoảng 360-575 ha *(575 ha là số tối đa đã bao gồm KCN số 6 Ân Thi)***

- Chúng tôi nhận thấy triển vọng mảng Bất động sản có thể mang lại doanh thu – lợi nhuận cho HPG ổn định như giai đoạn 2018-2019 trong 7 – 12 năm nữa với giả định diện tích cho thuê trung bình một năm khoảng 50 ha.

- Vị trí đất khu công nghiệp của HPG tốt với tỷ lệ lấp đầy trong quá khứ cao

- **Phát triển KCN Phố Nối A** mở rộng phần 92,5 ha (Hưng Yên) nâng tổng diện tích KCN Phố Nối lên 686.5 ha, đã có thể cho thuê từ năm 2021.
- **Phát triển KCN Yên Mỹ II _GĐ2** tại tỉnh Hưng Yên, đã được cấp giấy chứng nhận đầu tư từ năm 2015, dự kiến có thể cho thuê từ năm 2022.
- **Phát triển Dự Án Khu Đô Thị Phố Nối** giai đoạn 1 & 2 với diện tích 262 ha, tại tỉnh Hưng Yên. Dự án đang được triển khai xây dựng xây dựng, trong đó phân kỳ 1 của dự án dự kiến sẽ ra mắt vào đầu năm 2021.

STT	Thời điểm tháng cuối 2020	Vị trí	Năm thành Lập	Năm kết thúc	Tổng DT (ha)	DT công nghiệp (ha)	DT đã cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Notes
1	KCN Phố Nối A	H. Văn Lâm, Hưng Yên	2004	2054	390	273	259	95%	Gần như đã lấp đầy hoàn toàn
2	KCN Phố Nối A mở rộng - phần 204 ha	H. Văn Lâm, Hưng Yên			204	143	139	97%	Gần như đã lấp đầy hoàn toàn
3	KCN Phố Nối A mở rộng - phần 92,5 ha	H. Văn Lâm, Hưng Yên	2014	2064	92.5	65	0	0%	Dự kiến có thể cho thuê từ năm 2021.
4	KCN Yên Mỹ II - giai đoạn 1	H. Yên Mỹ, Hưng Yên	2015	2065	98	70	57	81%	Dự kiến sẽ lấp đầy trong năm 2020
5	KCN Yên Mỹ II - giai đoạn 2	H. Yên Mỹ, Hưng Yên			70	50	0	0%	Dự kiến có thể cho thuê từ năm 2022.
6	KCN Yên Mỹ II - mở rộng	H. Yên Mỹ, Hưng Yên			216				Đã được cấp phép đầu tư
7	KCN Hòa Mạc - giai đoạn 1	H. Duy Tiên, Hà Nam	2008	2058	131	88	58	66%	
8	KCN Hòa Mạc - giai đoạn 2	H. Duy Tiên, Hà Nam			72				Chưa triển khai
9	KCN số 6 Ân Thi	H. Ân Thi, Hưng Yên			308				Đang làm thủ tục

Nguồn: HPG, VCBS Research

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)
DUY TRÌ KHUYẾN NGHỊ MUA VỚI GIÁ MỤC TIÊU 62,385 Đ/CP

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
DTT	63,658	90,119	129,808	137,296	137,741
EBITDA	12,336	21,919	33,742	35,207	34,588
LNST	7,578	13,506	20,681	22,245	21,803
EPS	2,726	4,056	6,211	6,680	6,548

Chúng tôi giả định chính rằng **NM Dung Quất chạy 90% công suất năm 2021 và sẽ chạy 100% công suất từ 2022**. Ngoài ra với giả định giá thép, quặng sắt, than sẽ không có nhiều biến động so với bình quân 6 tháng gần đây và biên lợi nhuận gộp của HPG được duy trì ổn định.

Dự phóng của chúng tôi **chưa bao gồm (1)** việc thoái vốn mảng nội thất trong năm 2021 (như dự định của DN) và **(2)** hoạt động nhà máy Dung Quất 2

ĐỊNH GIÁ BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFF

- Định giá bằng phương pháp P/E:

  EPS forward 6,211 đồng/cp * P/E trung bình ngành 10x = 62,107 đồng/cp

- Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFF

  Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFF đạt 62,663 đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt **62,385 đồng/cp (UPSIDE: 33.87%)**

CTCP THÉP NAM KIM (HOSE: NKG)
CẬP NHẬT KQKD 2020

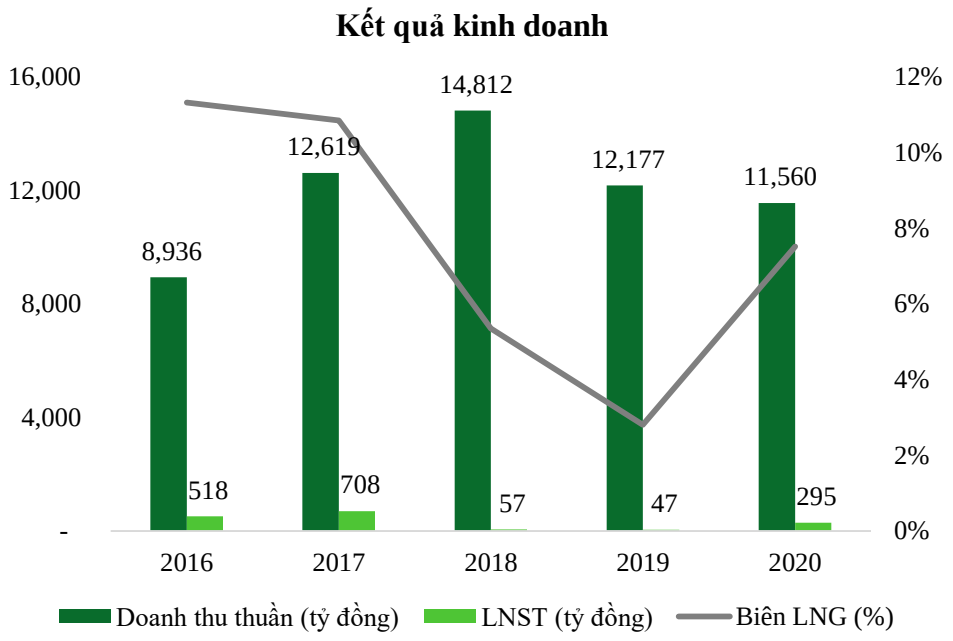
- **Doanh thu năm 2020 giảm nhẹ -5% yoy đạt 11,560 tỷ đồng, tuy nhiên LNST tăng mạnh +524%, đạt 295 tỷ đồng nhờ việc cải thiện biên lợi nhuận gộp thêm 4.7%.**

- **Cơ cấu doanh thu** của công ty đến chủ yếu từ tôn mạ các loại (chiếm 80% sản lượng tiêu thụ của công ty) và còn lại là ống thép (chiếm 20%). Thị trường của công ty năm 2020 có 58% đến từ tiêu thụ nội địa và 42% đến từ xuất khẩu với thị trường xuất khẩu chính là khu vực ASEAN.

- **Lợi nhuận của công ty được hưởng lợi lớn** đến từ việc giá HRC tăng liên tục trong năm 2020, đồng thời công ty có thể chuyển giao 1 phần tăng chi phí này sang khách hàng do nhu cầu tăng đột biến tại thị trường xuất khẩu. Đồng thời, do giá HRC liên tục tăng từ nửa cuối năm 2020 khiến DN có thuận lợi trong giá vốn hàng bán. Điều này giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của NKG từ 2020.

- **Thuế suất thu nhập doanh nghiệp hiệu lực** của NKG ở mức 7.9% khác với mức thuế suất thông thường 20%. Điều này có được bởi công ty được giảm 50% số thuế TNDN phải nộp trong 4 năm 2017 - 2020 từ nhà máy Nam Kim 2 và giảm 50% số TNDN phải nộp trong 4 năm 2019 - 2022 từ nhà máy Nam Kim 3. Đồng thời, công ty được khấu trừ thuế từ khoản lỗ NM Ống Thép năm 2019 vào năm 2020. Vì vậy, thuế suất của công ty thấp hơn khá nhiều so với cùng kỳ. Tuy nhiên, cũng vì lí do này, từ năm 2021, chúng tôi dự đoán mức thuế suất NKG chịu sẽ tăng lên 15% do không còn được giảm thuế với Nam Kim 2 và khoản khấu trừ thuế do lỗ NM Ống Thép.

- **Cấu trúc tài chính được cải thiện** nhờ việc quy mô vay nợ giảm đều qua các năm và dự kiến năm 2021 sẽ trả hết vay nợ dài hạn. Đồng thời, chi phí tài chính (trung bình 3 năm gần đây) của công ty chiếm đến 50% lợi nhuận gộp. Nhờ việc lãi suất giảm từ năm 2020 do tác động của dịch COVID-19 đã giúp cho NKG giảm đi áp lực trả chi phí lãi vay cao. Công ty cũng liên tục giảm quy mô vay nợ của mình từ 2016, do đó giúp cho gánh nặng chi phí tài chính của 2021 cũng như các năm sau giảm đi, từ đó giúp công cải thiện lợi nhuận sau thuế.



Nguồn: NKG, VCBS Research

CTCP THÉP NAM KIM (HOSE: NKG)
TRIỂN VỌNG KINH DOANH

- **Tiêu thụ nội địa**

- Tiêu thụ nội địa sẽ có cải thiện tích cực từ năm 2021 nhờ vào việc áp thuế với sản phẩm thép dẹt nhập khẩu. Bộ Công Thương trong tháng 12/2020 đã áp thuế CBPG với sản phẩm thép cán nguội (CRC) từ Trung Quốc trong 5 năm (là đầu vào của sản phẩm tôn mạ, ống thép) với mức thuế áp là 4.4%-25.2%. Theo chúng tôi đánh giá, điều này sẽ gây khó khăn đối với các nhà sản xuất nhỏ trong nước khi phải nhập khẩu CRC. Do đó, sẽ khiến các doanh nghiệp nhỏ trong nước có tăng giá nhập khẩu đầu vào và buộc phải mua CRC trong nước và sẽ khó cạnh tranh với các doanh nghiệp tự sản xuất được CRC từ HRC như NKG.

- **Xuất khẩu thép tăng trưởng**

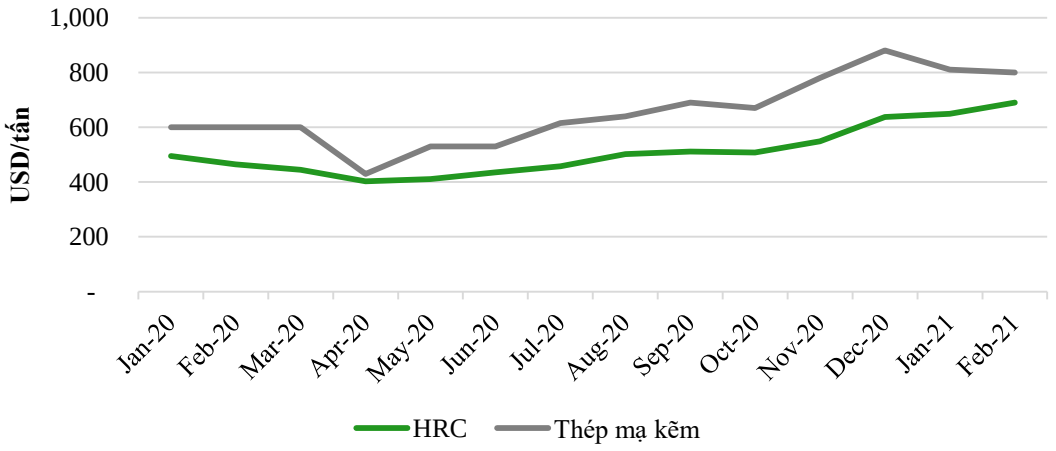
- Xuất khẩu tôn mạ sang các thị trường Mỹ và Châu Âu tăng mạnh. Đầu năm 2021, đã có nhiều nhều đơn hàng xuất khẩu sắt thép của Viêt Nam sang các thị trường như Mỹ và Châu Âu. Theo chúng tôi đánh giá thì nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ việc các nhà máy thép của các nước xuất khẩu chính cho các thị trường này chưa quay trở lại hoạtđộng hoàn toàn giúp Việt Nam có cơ hội tham gia thị trường. Hơn nữa, giá thép dẹt cua Việt Nam đang ở mức cạnh tranh sẽ giúp Việt Nam sau khi tham gia từ 2021 sẽ có chỗ đứng ở các năm tiếp theo

- Nền kinh tế Trung Quốc quay trở lại hoạt động. Trong năm 2020, xuất khẩu thép của Việt Nam đã tăng từ 6.66 triệu tấn năm 2019 lên tới 9.86 triệu tấn năm 2020 (+47.9% yoy). Tăng trưởng xuất khẩu thép của Việt Nam chủ yếu đến từ Trung Quốc, khi chúng ta xuất khẩu 36% thị trường xuất khẩu (3.54 triệu tấn) năm 2020 trong khi ngay trước đó năm 2019 Trung Quốc chỉ chiếm 6.5% sản lượng xuất khẩu (433 nghìn tấn). Điều này xảy ra bởi 1 lượng cầu lớn từ do kích thích đầu tư công của Trung Quốc cùng lúc với việc các nhà máy Trung Quốc chưa hoạt động bình thường hoàn toàn trở lại, điều này giúp cho các nhà máy sản xuất thép ở các nước xung quanh được hưởng lợi khi xuất khẩu sang Trung Quốc trong ngắn hạn.

- **Tiêu thụ nội địa**

- Giá thép HRC liên tục tăng hỗ trợ tích cực cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Giá HRC tại thị trường Trung Quốc vẫn ở mức cao trong tháng 3/2021 ở mức 700 USD/tấn **(+ 17% so với đầu 2020),** còn tại thị trường Mỹ đạt **1,300 USD/tấn (+.35% so với đầu 2020).** Tính trung bình giá thép HRC trong 3 tháng đầu năm 2021 đã cao hơn đến 18% so trung bình 3 tháng cuối năm 2020 và doanh nghiệp sản xuất thường nhập khẩu nguyên vật liệu trước khoảng 3 tháng,. **Do vậy, giá vốn tồn kho của doanh nghiệp đang ở mức khá thấp so với bình quân hiện nay trên thị trường và sẽ tiếp tục duy trì tới ít nhất kết thúc quý 2/2021.**

Giá thép Trung Quốc (FOB)



Nguồn: Bloomberg, VCBS Research

CTCP THÉP NAM KIM (HOSE: NKG)
TIẾP TỤC KHUYẾN NGHỊ MUA VỚI GIÁ MỤC TIÊU MỚI ĐẠT 26,438Đ/CP

VCBS Vietcombank Securities

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG

Năm	2019	2020	2021F	2022F	2023F
DTT	12,177	11,560	16,408	16,322	16,648
EBITDA	505	886	1,274	993	983
LNST	47	295	603	415	416
EPS	260	1,717	3,397	2,340	2,344

- Nhu cầu container tăng cao cùng sản lượng xuất khẩu thép tăng mạnh trong tháng 01/2021, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của NKG sẽ tăng 35% cho cả năm 2021 và sản lượng tiêu thụ trong nước phục hồi, tăng trưởng tiêu thụ trong nước 5%.
- Giá thép đầu vào và đầu ra đã tăng trong 2 tháng đầu năm so với trung bình cuối năm 2020, và chúng tôi cho rằng giá thép sẽ giữ nguyên trong năm 2021 thì biên lợi nhuận gộp của NKG cho cả 2021 là 7%.

Chúng tôi chưa đưa dự án Nhà máy Chu Lai vào định giá do dự án chưa được thực xong và chưa đi vào hoạt động và hiện chưa có đủ thông tin để đánh giá.

ĐỊNH GIÁ BẰNG 2 PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH P/E VÀ CHIẾT KHẤU FCFE

- Định giá bằng phương pháp P/E:

  EPS forward 3,403 đồng/cp * P/E mục tiêu 8.0x = 27,225 đồng/cp

- Định giá bằng phương pháp chiết khấu FCFE

  Giá trị 1 cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu FCFE đạt 25,650 đồng/cp

- Giá mục tiêu định giá theo 2 phương pháp đạt **26,438 đồng/cp (UPSIDE: 16.7%)**

Điều khoản và Thông tin liên hệ

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

.

Thông tin liên hệ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên phân tích

hatuan1@vcbs.com.vn