

Ngày 15 tháng 12 năm 2016

Nội dung

TỔNG QUAN NGÀNH THÉP VIỆT NAM	1
1. Diễn biến giá nguyên liệu	1
a) Quặng sắt.....	1
b) Than:	2
c) Các mặt hàng sắt thép nguyên liệu (bán thành phẩm):.....	3
2. Diễn biến thị trường thép.....	3
3. KQKD doanh nghiệp trong ngành:	5
4. Phản ứng của các doanh nghiệp thép trước biến động giá nguyên liệu	8
TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP 2017	12
1. Triển vọng giá nguyên liệu:	12
2. Dự báo giá thép xây dựng 2017	14
3. Triển vọng ngành.....	18
a) Máng thép xây dựng:.....	18
b) Tôn mạ - Ống thép	21
DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG	22
1. CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT	22
2. CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN	25

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Lê Đức Quang
ldquang@vcbs.com.vn
+84-3 936 6420 (Ext: 104)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

ẢNH HƯỞNG TỪ BIẾN ĐỘNG GIÁ NGUYÊN LIỆU

- Ngành thép Việt Nam có mức độ cạnh tranh về giá lớn, dẫn tới chi phí sản xuất trở thành yếu tố lựa chọn doanh nghiệp tiềm năng. Trong đó, doanh nghiệp thép lò cao tiếp tục là điểm sáng
- **Giá nguyên liệu sản xuất thép tăng mạnh trong thời gian gần đây.** Quặng sắt và than cốc là 2 hàng hóa tăng mạnh nhất, dẫn tới các mặt hàng nguyên liệu khác như thép phế và mặt hàng bán thành phẩm là HRC, phôi thép tăng giá theo, khiến chi phí sản xuất toàn thị trường tăng mạnh.
- **QĐ2968 của Bộ Công thương về áp thuế tự vệ bổ sung** tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp thép nội địa tăng doanh số và giá bán. Nhờ vậy, trong 6T2016, phần lớn các doanh nghiệp thép báo lãi đột biến. Song, không phải doanh nghiệp nào cũng có sự tăng trưởng bền vững thực sự.

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP 2017

- **Kỳ vọng giá nguyên liệu giảm trở lại.** Dựa trên đánh giá về cung và cầu trong năm tới, chúng tôi cho rằng giá nguyên liệu sản xuất thép bao gồm quặng sắt, than cốc sẽ giảm trở lại bởi nguồn cung tăng thêm đến từ Úc và Brazil. Tuy nhiên, mặt bằng giá nguyên liệu vẫn sẽ cao hơn đáng kể so với năm 2016. Ngược lại, **giá thép phế sẽ có biến động ngược chiều do nhu cầu tăng đột biến từ Trung Quốc và ảnh hưởng từ độ trễ so với giá quặng sắt**
- **Thị trường thép dân dụng được kỳ vọng tiếp tục sôi động, chu kỳ đầu tư công trở lại đẩy mạnh nhu cầu sắt thép.** Việt Nam là nước có tốc độ tăng trưởng tỷ lệ đô thị hóa cao cao hàng đầu Đông Nam Á, dẫn tới nhu cầu xây dựng dân dụng tăng cao. Đồng thời chu kỳ đầu tư công trở lại khi nội các đã ổn định trong năm tới sẽ tạo ra nhu cầu lớn đối với thép xây dựng.
- **Giá thép được dự báo tăng.** Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ tăng tới 10,8 triệu đồng/tấn trong năm 2017 bởi chi phí sản xuất của toàn thị trường tăng lên do giá nguyên liệu ở mức cao và các doanh nghiệp nội địa không còn nguyên liệu giá rẻ dự trữ trong kho. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp thép lò điện sẽ tăng cường nhập phôi từ Trung Quốc do chi phí sản xuất bằng thép phế quá cao.
- **Doanh nghiệp tôn mạ chịu ảnh hưởng của thuế tự vệ trên các thị trường xuất khẩu.** Các thị trường xuất khẩu đang tăng cường siết chặt hàng rào thuế quan, gần đây nhất là thị trường Mỹ và Thái Lan. Mặc dù sản lượng xuất khẩu của các doanh nghiệp tôn mạ niêm yết sang 2 thị trường này là không nhiều, song điều này có thể làm tăng khả năng cạnh tranh tại các thị trường sẵn có. Chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp tôn mạ sẽ phải mở rộng hệ thống đại lý trong nước để chuyển hướng hoạt động trên thị trường nội địa.
- **Formosa chưa phải mang tới rủi ro cạnh tranh trực tiếp** bởi khu liên hợp chưa sản xuất thép xây dựng trong năm 2017. Song, sản phẩm phôi thép từ giai đoạn 1 của khu liên hợp sẽ trở thành nguồn nguyên liệu giá rẻ không phải chịu thuế của DN lò điện và giảm bớt lợi thế chi phí sản xuất của các DN lò cao.

Với diễn biến khả quan của KQKD trong 9 tháng đầu năm và tiềm năng tăng trưởng tốt trong năm 2017, chúng tôi khuyến nghị **HPG và HSG** là những cổ phiếu hấp dẫn để đầu tư.

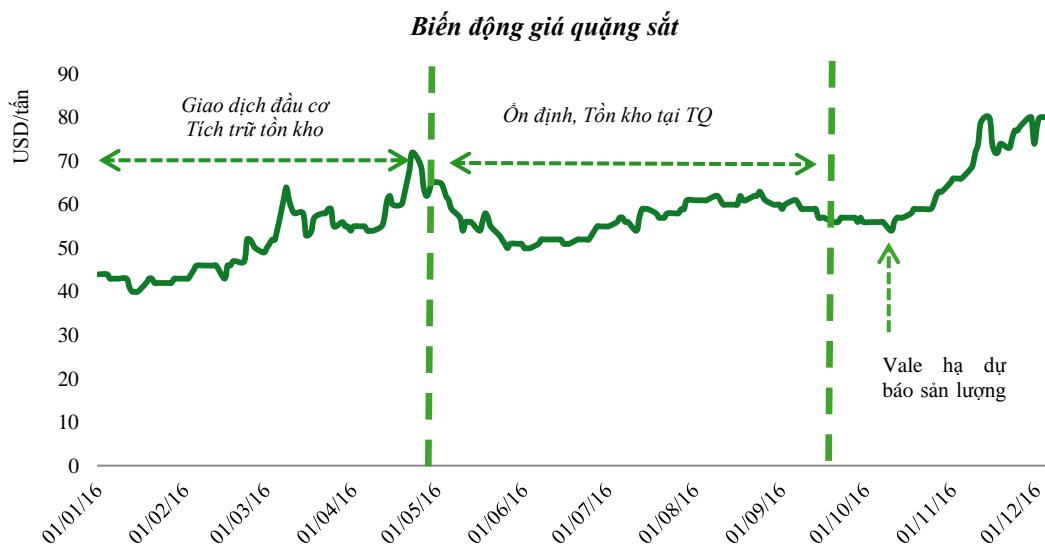
TỔNG QUAN NGÀNH THÉP VIỆT NAM

Giá quặng sắt và than cốc đồng loạt tăng mạnh do nguồn cung bị siết chặt, và Trung Quốc công bố cắt giảm sản lượng ngành thép.

1. Diễn biến giá nguyên liệu

a) Quặng sắt

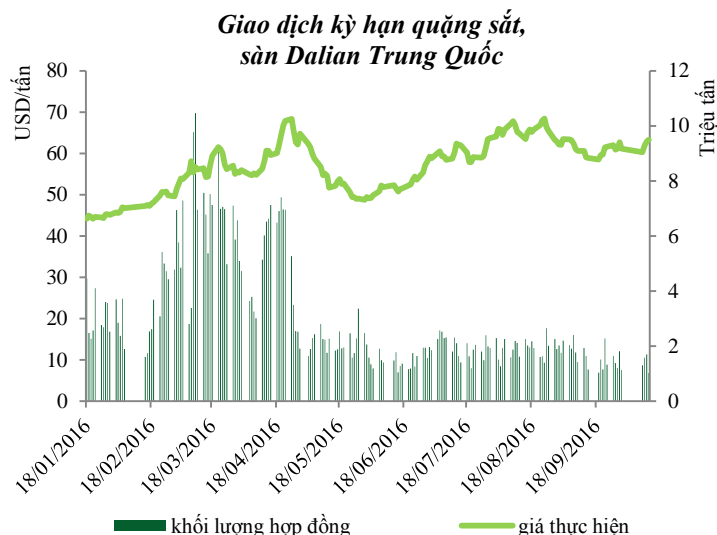
Trong 11T2016, giá quặng sắt hồi phục mạnh mẽ từ vùng đáy 40 USD/tấn lên tới gần 80 USD/tấn. Trong đó sự biến động diễn ra được chia làm 3 giai đoạn, bật tăng trong nửa đầu năm, ổn định trở lại và tăng mạnh vào cuối quý 3.



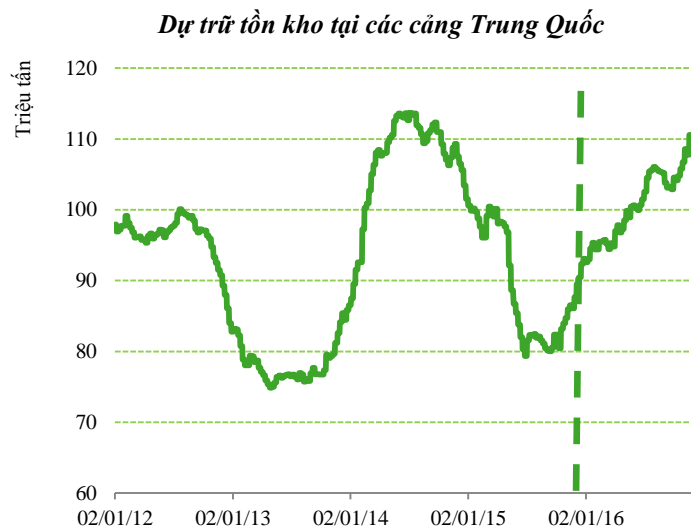
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Hồi phục mạnh mẽ trong 6T2016 nhờ hoạt động đầu cơ tích trữ. Cập nhật diễn biến tại sân giao dịch hàng hóa Dalian (Trung Quốc), các hợp đồng giao dịch quặng sắt tăng đột biến với khối lượng giao dịch lên tới 500 triệu tấn/ngày kéo dài suốt từ tháng 2 đến tháng 4, đẩy mức giá của quặng sắt từ 44 USD/tấn lên tới hơn 66USD/tấn. Chúng tôi cho rằng, khối lượng giao dịch tăng đột biến đến từ 2 nguyên nhân (1) nhà đầu tư liên tục mở vị thế mua vào ráo riết với khối lượng lớn trong tình trạng dư cung được cho là **động thái chốt lời, đóng trạng thái bán khống** đối với các hợp đồng quặng sắt đã kéo dài trong suốt năm qua, (2) **chu kỳ nhập kho** của các doanh nghiệp thép Trung Quốc quay trở lại, thể hiện qua chỉ số tồn kho tại các cảng của Trung Quốc bật tăng trở lại sau khi giảm sâu từ năm 2015. Sau khi hoạt động đầu cơ và trữ kho kết thúc, giá quặng sắt giảm khá mạnh trở lại về vùng 50-55 USD/tấn trong quý 3/2016, phản ánh đúng thực trạng dư cung của thị trường.

Tiếp tục tăng mạnh trong quý 4/2016. Sau khi đi ngang trong vài tuần ở vùng giá 50-55 USD/tấn, giá quặng sắt tiếp tục bật tăng trở lại trước thông tin **Vale (nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới – Brazil) hạ dự báo đối với tổng sản lượng khai thác năm 2017 của họ** so với con số công bố gần nhất, từ 380 triệu – 400 triệu tấn còn 360 triệu – 380 triệu tấn (tương đương mức giảm 5% ytd). Theo đó, giá quặng sắt bật tăng mạnh đạt tới 80 USD/tấn. Đồng thời, bước vào thời kỳ cuối năm, các doanh nghiệp Trung Quốc bắt đầu bước vào thời gian tích trữ nguyên liệu cho quý đầu năm 2017, dẫn tới sản lượng tồn kho tại các cảng tăng mạnh, hiện tại đã gần tới mức đỉnh cũ thời kỳ 2014-2015, đạt 110 triệu tấn.



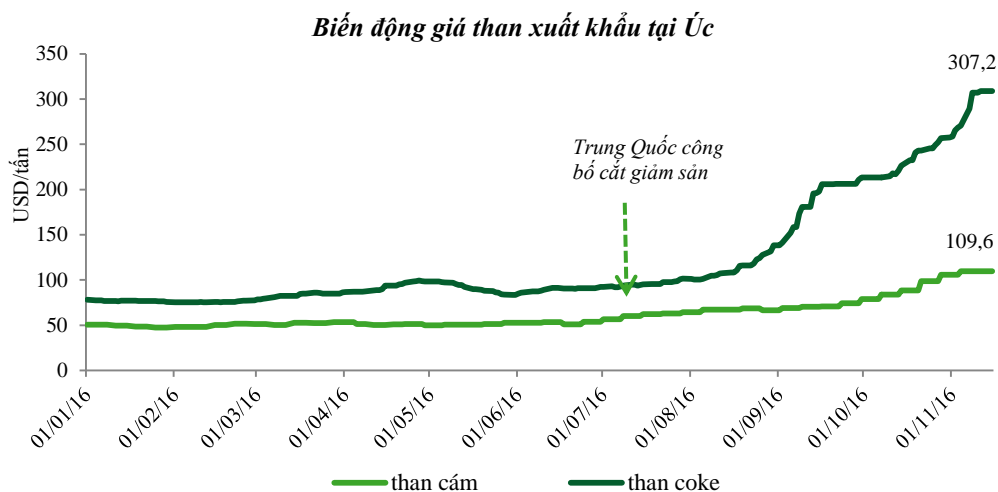
Nguồn: Bloomberg, sàn giao dịch hàng hóa Dalian



Nguồn: Bloomberg, Hải quan Trung Quốc

b) Than:

Nguồn cung than thế giới siết chặt khiến giá than tăng mạnh. Cụ thể từ tháng 8 tới tháng 11/2016, giá than cốc (luyện kim) tăng gần 3 lần, đạt tới hơn 300 USD/tấn, giá than nhiệt tăng từ hơn 50 USD lên tới gần 110 USD/tấn. Nguyên nhân chính được cho là đến từ (1) **Trung Quốc chủ động cắt giảm công suất sản xuất than**, giảm số ngày khai thác từ 330 ngày/năm về còn 270 ngày/năm, mục tiêu hạ công suất sản xuất than xuống 1 tỷ tấn/năm cho tới 2020, (2) Tình hình thời tiết không ổn định, **hiệu ứng Lanina xảy ra**, khiến môi trường ẩm ướt và nhiều mưa lũ khiến sản xuất đình trệ tại các khu mỏ than cám của Indonesia và than cốc của Úc, (3) **Sản lượng tại Bắc Mỹ (nhà sản xuất thứ 4 thế giới) sụt giảm** gần 50% trong 6 tháng/2016.

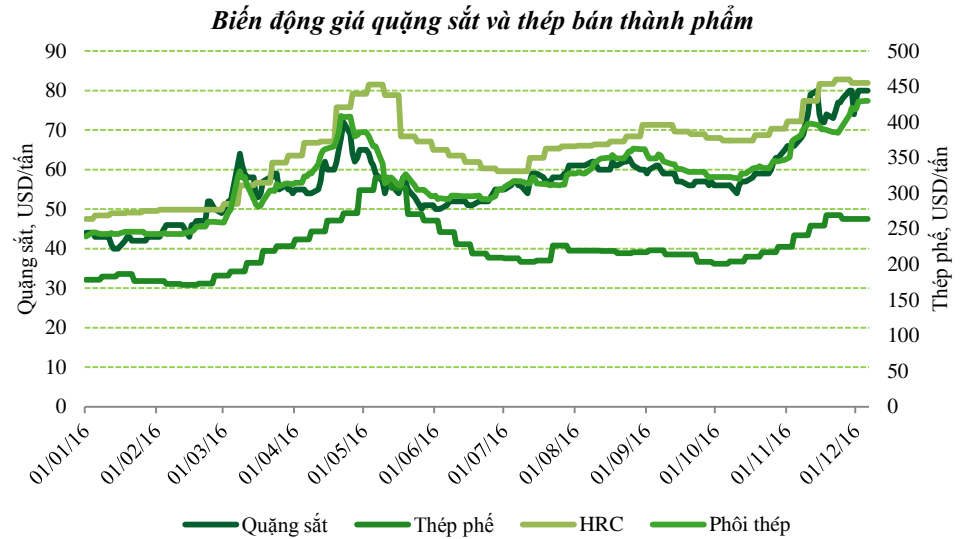


Nguồn: Bloomberg

Giá than trong nước chưa điều chỉnh nhiều. Trước biến động giá của thế giới, tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam (TKV) đã công bố điều chỉnh tăng giá than nội địa 6% đối với than cám loại 1,

2, 3, 6 và 7a/b/c (than nhiệt). Giá than trong nước chỉ điều chỉnh nhẹ do trước đây giá nội địa vốn vẫn cao hơn so với giá thế giới khá nhiều.

c) Các mặt hàng sắt thép nguyên liệu (bán thành phẩm):



Nguồn: VCBS tổng hợp

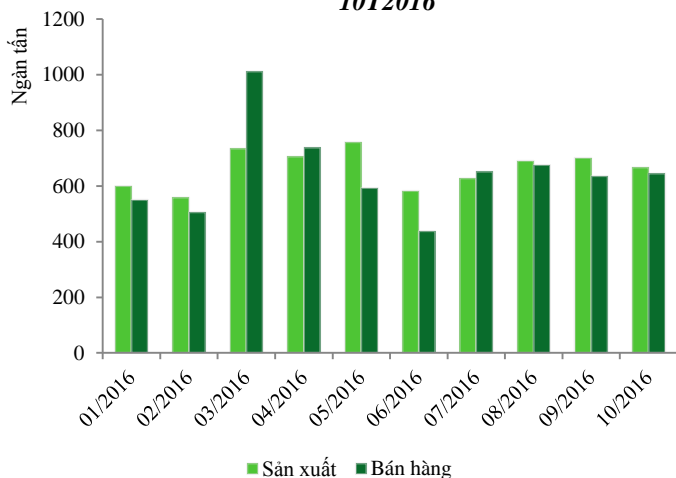
Các mặt hàng nguyên liệu khác có sự biến động trễ hơn khoảng 1-2 tháng so với quặng sắt. Diễn hình như thép phế, và HRC. Chúng tôi cho rằng, xuất hiện độ trễ này là bởi những mặt hàng nguyên liệu này đều là bán thành phẩm chế biến từ quặng sắt và than cốc, do đó, **biến động giá của những sản phẩm này sẽ phụ thuộc vào giá vốn tồn kho của các doanh nghiệp thép** thay vì phụ thuộc trực tiếp vào giá biến động nguyên liệu trên thị trường. Tuy nhiên, theo quan sát, độ trễ của các loại sản phẩm có sự khác nhau. Cụ thể, có thể thấy phôi thép gần như biến động rất sát với giá quặng sắt, trong khi đó HRC và thép phế có độ trễ lớn hơn.

Thị trường thép sôi động trong nửa đầu năm, và dần hạ nhiệt trong nửa cuối năm.

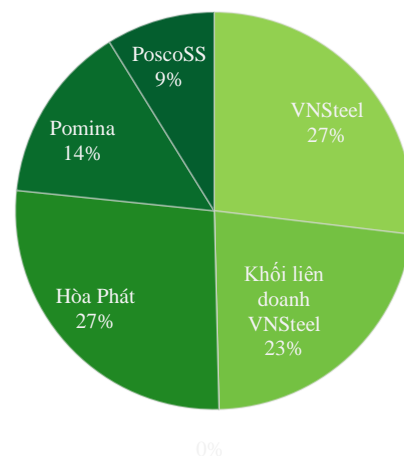
2. Diễn biến thị trường thép

Ngành thép tăng trưởng mạnh mẽ về cả sản lượng sản xuất và tiêu thụ so với năm 2015, đặc biệt trong tháng 3 khi quyết định áp thuế tự vệ bổ sung tạm thời đối với mặt hàng thép thanh và phôi thép của Bộ Công thương được ban hành, ([xem thêm trong báo cáo cập nhật QD2968](#)). Sản lượng tiêu thụ **thép xây dựng** tăng trưởng 21,5% trong 10T2016, đạt 6,44 triệu tấn. Tuy nhiên, hiệu ứng của thuế tự vệ bổ sung không kéo dài được bao lâu khi tỉ lệ tăng trưởng so với cùng kỳ của ngành thép chậm dần qua các tháng, cho tới tháng 10, sản lượng sản xuất chỉ tăng 12,2% và sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 10% so với cùng kỳ, đồng thời biên lợi nhuận các doanh nghiệp thép đồng loạt giảm trong quý 3 năm nay. Chúng tôi cho rằng, **mức tiêu thụ thép tăng đột biến đến từ yếu tố đầu cơ của các đại lý thép trước khi quyết định áp thuế tự vệ tạm thời đi vào hiệu lực, không phải đến từ nhu cầu thực sự của thị trường**. Bằng chứng rõ ràng nhất là bước sang tháng 4, sản lượng bán hàng các doanh nghiệp nội địa giảm dần, và chậm dần trong tháng 6.

Tình hình sản xuất và bán hàng thép xây dựng 10T2016



Thị phần thép xây dựng 10T2016



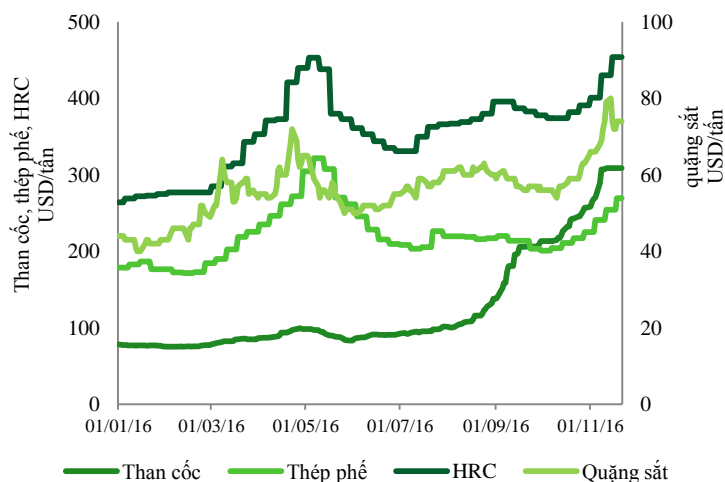
Nguồn: VSA, VCBS tổng hợp

Giá bán thép xây dựng hồi phục mạnh mẽ trong 6T2016 bởi (1) thuế tự vệ bổ sung lên tới 15% đối với thép thanh và 24% đối với phôi thép nhập khẩu, làm giảm lợi thế cạnh tranh của thép Trung Quốc, hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước có thể tăng giá, (2) giá nguyên liệu đầu vào bao gồm thép phế, quặng sắt và than cốc tăng trong thời gian gần đây do Trung Quốc lên kế hoạch cắt giảm sản lượng, khiến chi phí sản xuất tăng lên. Giá bán tăng đáng kể, song khả năng tiêu thụ đang có dấu hiệu chững lại so với các tháng trước. Thị phần dần chuyển dịch về các doanh nghiệp trong nước, và tiếp tục tập trung dần về tay các doanh nghiệp lớn như VNSteel và Hòa Phát (HOSE: HPG).

Tên sản phẩm	Thuế tự vệ
Phôi thép hợp kim	23,3%
Phôi thép không hợp kim	28,3% - 33,3%
Thép dài hợp kim	25,4%
Thép dài không hợp kim	30,4% - 35,4%

Nguồn: Bộ Công thương, VCBS tổng hợp

Biến động giá nguyên liệu đầu vào

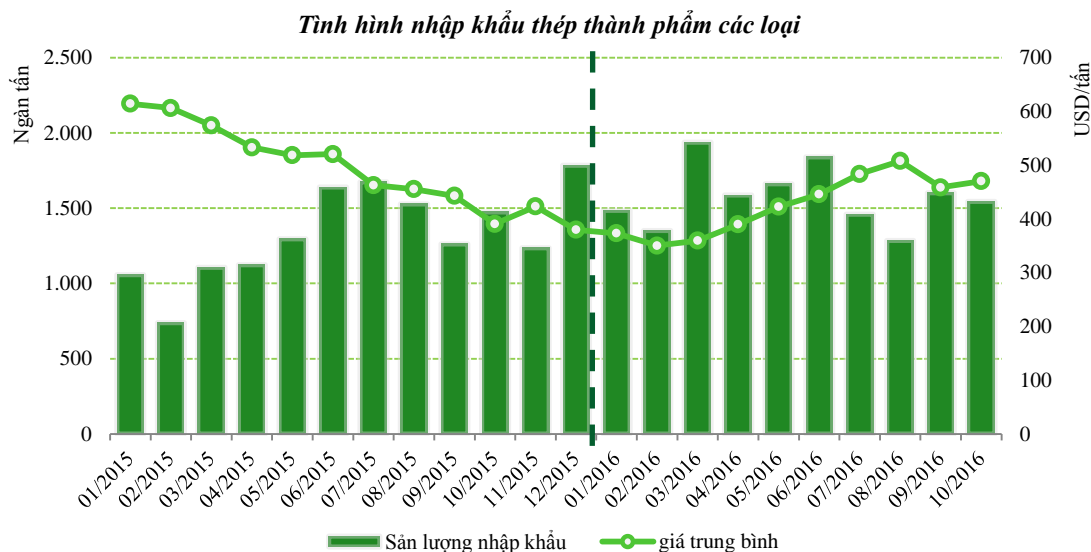


Nguồn: Bloomberg

Sản lượng **ống thép** tăng trưởng 31,7%, đạt 1,52 triệu tấn. Giá ống thép cũng có xu hướng tăng trong thời gian gần đây bởi nhu cầu từ các ngành công nghiệp và công trình xây dựng đi vào giai đoạn hoàn thiện, và giá nguyên liệu cuộn cán nóng (HRC) tăng lên.

Tiêu thụ **tôn mạ** tăng trưởng 34,1%, đạt 2,29 triệu tấn, trong đó xuất khẩu hơn 1 triệu tấn (+42,7% yoy). Sản lượng tôn mạ tiêu thụ tăng mạnh, tập trung chủ yếu ở thị trường xuất khẩu (+42% yoy) và thị trường phía nam (+32% yoy). Trong đó, thị trường nhập khẩu tôn mạ chính của Việt Nam chủ yếu là ASEAN (43,8%), Mỹ (35,15%). Trong đó, đặc biệt, sản lượng tại Mỹ 9T2016 tăng hơn 21 lần so với cùng kỳ, đạt 707.700 tấn. Thị phần không có sự thay đổi khi Tôn Hoa Sen (HOSE: HSG) và Tôn Nam Kim (HOSE: NKG) tiếp tục dẫn đầu thị trường với thị phần lần lượt đạt khoảng 32% và 14%.

Nhập khẩu thép thành phẩm tuy rằng vẫn ở mức khá cao, song đã có dấu hiệu chững lại. Thuế tự vệ đã phần nào phát huy hiệu quả khi sản lượng nhập khẩu đã có xu hướng tăng chậm lại. Cụ thể, theo số liệu từ tổng cục hải quan, nhập khẩu thép các loại tháng 10 ước đạt 1,5 triệu tấn giảm 3,3% mom (+18,8% yoy). Lũy kế 10T đạt 15,4 triệu tấn (+24,2% yoy), tốc độ tăng trưởng đã có phần giảm dần qua các tháng.



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Nhập khẩu phôi thép chứng lại trong đầu năm tăng mạnh trở lại vào cuối năm, nhập khẩu thép phế suy giảm. Mặt hàng phôi thép bị áp thuế tự vệ ở mức cao nhất đã giảm rõ rệt khi sản lượng nhập khẩu 9T chỉ đạt 937 nghìn tấn (-21,4% yoy), tuy nhiên xu hướng bắt đầu tăng trở lại khi sản lượng tháng 9 tăng 148,6% mom và 227% yoy. Ngược lại thép phế nhập khẩu tháng 9 đã bắt đầu giảm, ước đạt 280.000 tấn (-23,3% mom, -7,6% yoy). Chúng tôi cho rằng biến động giá thép phế tăng cao đã khiến các doanh nghiệp lò điện phải chuyển sang nhập phôi giá rẻ từ Trung Quốc về để sản xuất.

3. Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp trong ngành:

Các DN ngành thép báo lãi đột biến trong nửa đầu năm, hạ nhiệt trong quý 3. Các doanh nghiệp có KQKD 2015 càng giảm sâu thì mức độ tăng trưởng trong 6T2016

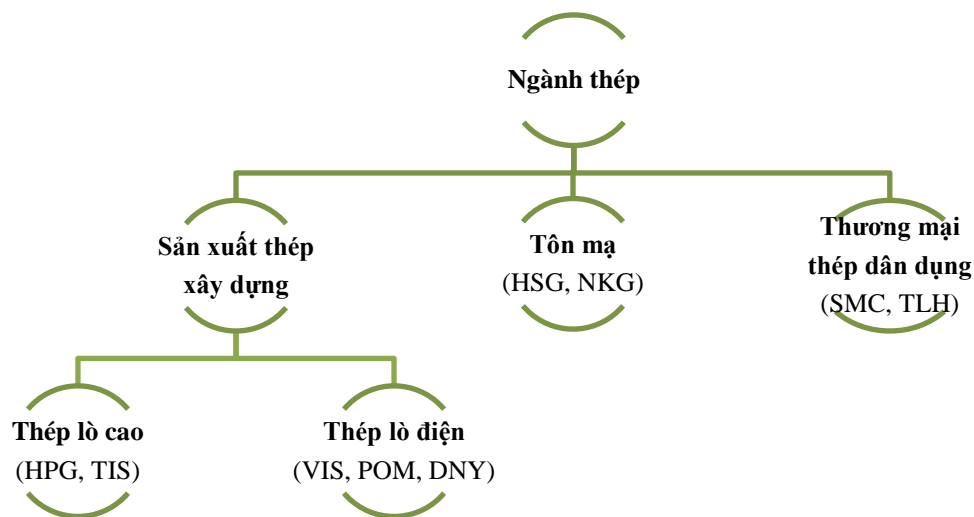
Tình hình thị trường trở nên khả quan hơn trong những tháng đầu năm, các doanh nghiệp thép xây dựng (bao gồm cả sản xuất lẫn thương mại) **đều báo lãi đột biến so với cùng kỳ trong 6T2016** nhờ (1) giá bán thành phẩm tăng mạnh, trong khi đó các doanh nghiệp đã tích trữ được 1 lượng lớn tồn kho nguyên liệu giá rẻ vào cuối năm ngoái, (2) một số doanh nghiệp hoàn thành tăng công suất, tăng cường được sản lượng tiêu thụ, (3) về mặt số liệu tăng trưởng, các doanh nghiệp thép xây dựng có sự đột biến một phần là bởi lợi nhuận trong năm ngoái giảm khá sâu.

càng cao

Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/TTS	TS LNR	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (ttm)	BVPS
HPG	28.468	18.068	36,5%	19,6%	18,3%	28,9%	6.192	21.439
VIS	2.112	637	69,8%	1,5%	0,4%	1,2%	156	12.942
TIS	10.894	2.824	74,1%	3,1%	3,3%	12,7%	1.262	9.944
POM	6.520	2.501	61,6%	1,9%	2,0%	5,2%	693	13.423
VGS	1.417	576	59,4%	2,0%	5,9%	14,5%	2.215	15.309
DNY	2.109	346	83,6%	1,1%	0,9%	5,4%	696	12.815
TVN	14.383	7.359	48,8%	3,8%	3,7%	7,1%	775	10.854
Trung vị	9.415	4.616	62,0%	4,7%	4,9%	10,7%	1.713	13.818
Trung bình	6.520	2.501	61,6%	2,0%	3,3%	7,1%	775	12.942

Dữ liệu cập nhật tới Q3.2016

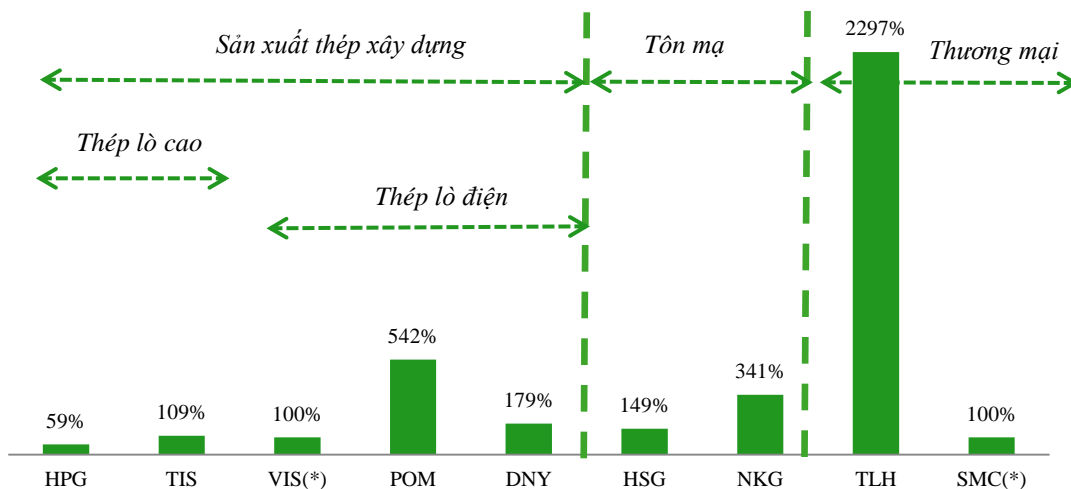
Doanh nghiệp niêm yết ngành thép Việt Nam được chia làm 3 nhóm chính, bao gồm nhóm sản xuất thép xây dựng, nhóm tôn mạ và nhóm thương mại thép dân dụng. Trong đó, nhóm thép xây dựng có quy mô và số lượng lớn nhất, được chia làm 2 nhánh phân loại theo công nghệ lò cao và lò điện. Sự khác biệt về công nghệ dẫn tới chênh lệch về chi phí sản xuất và tiềm năng trong ngành.


Nguồn: VCBS tổng hợp

Nhóm thép lò điện và thương mại thép dân dụng có mức tăng trưởng đột biến do KQKD 2015 giảm sâu. Nhìn chung, trong năm 2015, giá thép phế giảm chậm hơn so với giá quặng sắt, do đó các doanh nghiệp thép lò điện có chi phí sản xuất cao hơn doanh nghiệp lò cao. Trong điều kiện giá thép giảm nhanh do phản ứng nhạy hơn với giá quặng sắt, xảy ra một nghịch lý đối với doanh nghiệp thép lò điện đó là sản lượng bán hàng tăng nhưng biên lợi nhuận thu hẹp (điển hình là VIS), dẫn tới các **doanh nghiệp lò điện luôn phải hoạt động quanh điểm hòa vốn hoặc lỗ**. Trong khi đó, các doanh nghiệp thương mại thép không điều chỉnh chính sách tồn kho, duy trì mức tồn kho lên tới 4-6 tháng

tiêu thụ (điển hình như TLH), *giá thép giảm dẫn tới phát sinh chi phí trích lập tồn kho khá lớn*. Bởi vậy, bước sang 2016, khi giá thép tăng mạnh trở lại, các doanh nghiệp thuộc 2 nhóm này cũng dần đầu tăng trưởng. Có thể nói, *KQKD năm 2015 càng tiêu cực, mức tăng trưởng ghi nhận càng mạnh mẽ*.

Tăng trưởng LNST 9T2016 (yoy)



Nguồn: VCBS tổng hợp

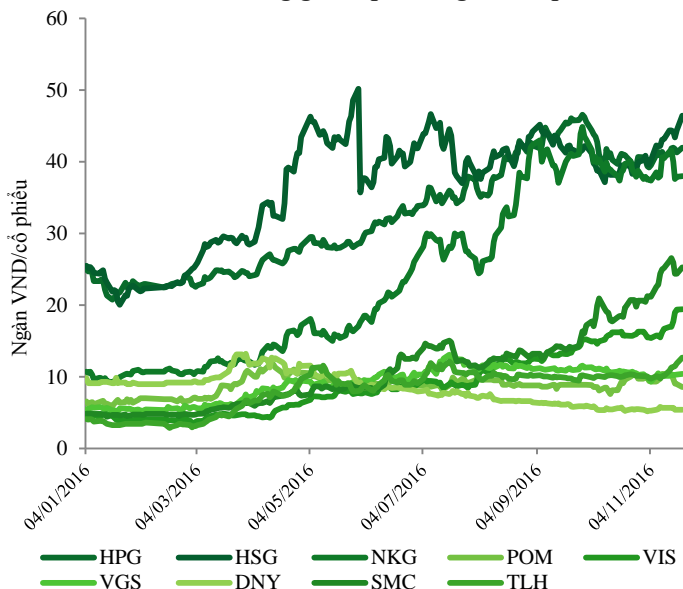
(*) VIS và SMC ghi nhận lỗ trong cùng kỳ năm 2015, chúng tôi quy ước tăng trưởng là 100%.

Doanh nghiệp thép lò cao tăng trưởng từ nội tại. Doanh nghiệp lò cao có chi phí sản xuất thấp, có lợi thế tương đối lớn hơn so với doanh nghiệp lò điện, bởi vậy các doanh nghiệp này vẫn duy trì được KQKD tốt trong năm 2015, và bước sang 2016, lợi thế càng được thể hiện rõ qua (1) chu kỳ trữ kho dài ngày giúp cho biên lợi nhuận doanh nghiệp mở rộng khi giá nguyên liệu đầu vào tăng, (2) công nghệ lò cao cho phép sản xuất phối với giá rẻ, cạnh tranh được với hàng Trung Quốc sau khi thuế tự vệ bổ sung (áp lên phối thép và thép thanh) có hiệu lực. Do đó, chúng tôi cho rằng, *sự tăng trưởng của doanh nghiệp thép lò cao phản ánh đúng thực trạng kinh doanh của doanh nghiệp*.

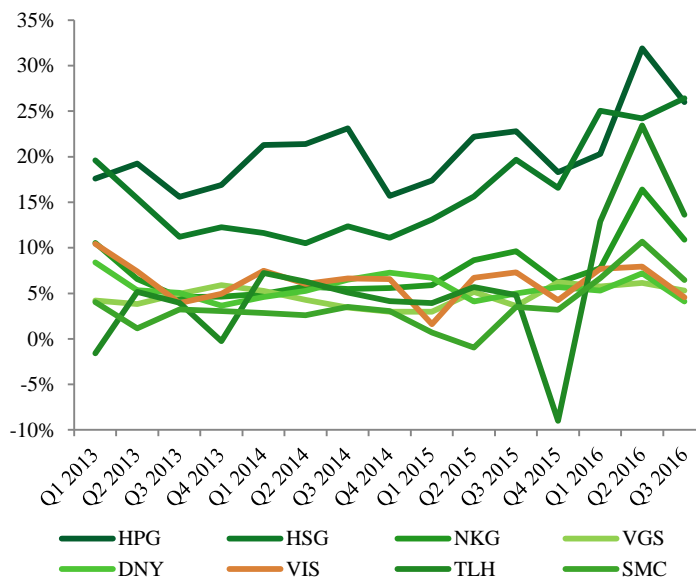
Mặc dù không được hưởng lợi nhiều từ quyết định áp thuế tự vệ của Bộ Công thương, song các **doanh nghiệp tôn mạ đầu ngành** vẫn có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong lợi nhuận như HSG (+130% yoy), NKG (+314% yoy) nhờ *chính sách dự trữ tồn kho của những doanh nghiệp tôn mạ có thể điều chỉnh linh hoạt* được hơn so với các doanh nghiệp sản xuất thép xây dựng thường phải duy trì sản lượng nhập kho để sản xuất trong ít nhất 3 tháng, nhờ vậy *biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ tăng khá ổn định trong điều kiện giá nguyên liệu HRC có sự biến động mạnh*. Bên cạnh đó, trong 9T2016, các doanh nghiệp tôn mạ đã *mở rộng thị trường xuất khẩu mới*, đặc biệt là tại Mỹ, sản lượng tiêu thụ và tỷ suất sinh lời đều được mở rộng.

Bước sang quý 3, giá quặng sắt tăng trở lại, cùng với giá bán thép tiếp tục tăng so với quý 2, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thép giảm đồng loạt, *đặt ra nghi vấn trước khả năng duy trì tăng trưởng trong năm tới của các doanh nghiệp thép xây dựng*.

Biến động giá cổ phiếu ngành thép



Biên lãi gộp ngành thép update 3Q2016



Nguồn: VCBS tổng hợp

DN lò cao thực hiện phòng vệ rủi ro bằng hợp đồng dài hạn, tăng công suất

DN lò điện lựa chọn nhập phôi hoặc thép phế để tối ưu chi phí sản xuất

DN tôn mạ điều chỉnh chính sách trữ nguyên liệu theo biến động HRC

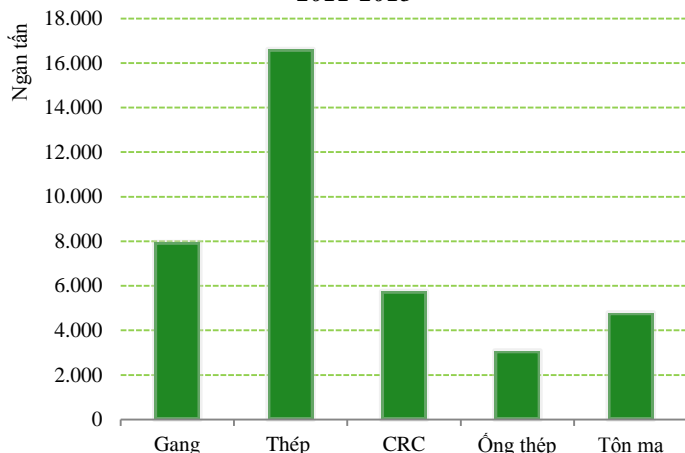
4. Phản ứng của các doanh nghiệp thép trước biến động giá nguyên liệu

Tại Việt Nam có 3 lực lượng chính có sức ảnh hưởng trên thị trường thép xây dựng, trong đó bao gồm doanh nghiệp thép lò cao, doanh nghiệp thép lò điện, và thép nhập khẩu. Tuy nhiên **mức độ kiểm soát thị trường của các doanh nghiệp nội địa đều không quá lớn**, trong khi đó thép nhập khẩu từ Trung Quốc có giá bán rẻ, chất lượng khá tốt đã khiến cho mặt bằng giá thép nội địa đi xuống. Có thể thấy rõ thị trường thép có mức độ cạnh tranh về giá rất lớn bởi (1) **ngành thép trong nước không có độ đa dạng về sản phẩm**, tập trung nguồn lực quá lớn vào một số loại sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng, ống thép và tôn mạ, (2) Trung Quốc đang trong tình trạng dư cung, liên tiếp tung ra các **chính sách hỗ trợ xuất khẩu thép giá rẻ sang Việt Nam** như hỗ trợ thuế VAT (9 -13%) cho doanh nghiệp xuất khẩu, ưu đãi lãi suất cho vay (~5%/năm), vv, (3) **chi phí để khách hàng chuyển đổi giữa các nhà cung cấp thép là rất thấp**.

Trong khi đó, hiệu ứng bùng nổ từ thuế tự vệ bổ sung sẽ không còn trong năm tới, tức là các doanh nghiệp thép đứng trước khó khăn phải duy trì tăng trưởng KQKD so với năm 2016. Bởi vậy, chúng tôi đánh giá tiềm năng trong năm tới của các doanh nghiệp ngành thép sẽ **phụ thuộc vào khả năng kiểm soát chi phí sản xuất**, và yếu tố này phụ thuộc nhiều nhất vào biến động giá nguyên liệu trên thị trường quốc tế, trong đó tập trung tại các mặt hàng quặng sắt, than cốc và thép phế.

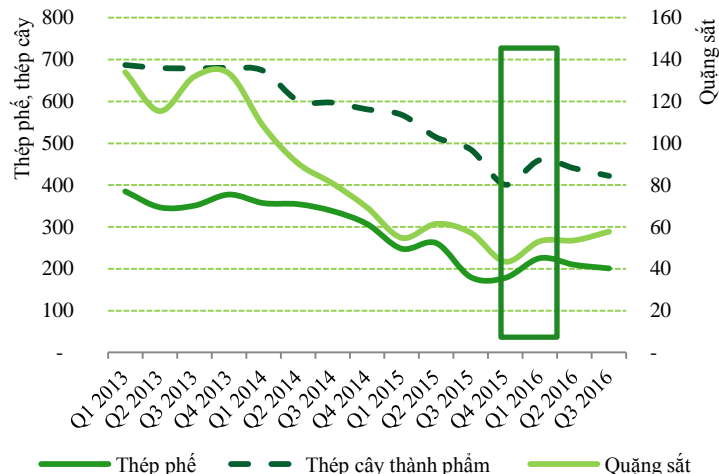
Trên cơ sở cạnh tranh về chi phí sản xuất, chúng tôi cho rằng **vận động tương đối giữa thép phế và quặng sắt, than cốc mới là nhân tố trực tiếp ảnh hưởng tới triển vọng của các doanh nghiệp thép**. Cụ thể, mặt bằng giá thép thành phẩm được kì vọng tăng khi chi phí sản xuất của toàn thị trường tăng lên, tức là quặng sắt, than cốc và thép phế đồng loạt hồi phục. Ở chiều ngược lại, khi giá nguyên liệu của thép phế và quặng sắt vận động ngược chiều, hoặc cùng giảm, mặt bằng giá thép trên thị trường sẽ giảm bởi có 1 nhóm các doanh nghiệp giảm thiểu được chi phí sản xuất và sẽ duy trì giá thấp để có thể giữ được ưu thế cạnh tranh và mở rộng thị phần

Sản lượng đầu tư mới ngành thép giai đoạn 2011-2015



Nguồn: VSA

Biến động giá thép cây và giá nguyên liệu



Nguồn: VCBS tổng hợp

Các phương án được doanh nghiệp sản xuất thép lựa chọn để đối phó với việc biến động giá nguyên liệu:

Các doanh nghiệp lò cao lựa chọn phòng vệ phái sinh hoặc tăng công suất. Lò cao phải duy trì vận hành liên tục, không được linh hoạt như lò điện do chi phí khởi động lại khá lớn. Thêm vào đó, khác với các doanh nghiệp thép tại Trung Quốc có thể chủ động khai thác nguyên liệu, nguồn nguyên liệu than mỡ (luyện coke) và quặng sắt của các DN thép lò cao tại Việt Nam đều phụ thuộc gần như hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu. Bởi vậy, các doanh nghiệp lò cao buộc phải trữ nguyên liệu dài hạn, ít nhất là 3 tháng sản xuất, theo đó chịu mọi rủi ro trong biến động giá nguyên liệu đầu vào. Vì vậy, các doanh nghiệp lò cao đưa ra các phương án (1) phòng vệ rủi ro biến động tỉ giá bằng các công cụ tài chính phái sinh, (2) tăng công suất sản xuất để tận dụng lợi thế về quy mô, giảm chi phí cố định trên từng sản phẩm nhằm bù đắp cho rủi ro biến động giá nguyên liệu.

Doanh nghiệp	Công nghệ	Sản phẩm chính
Doanh nghiệp tự luyện được phối công nghệ lò cao		
HPG	Công nghệ BOF với 3 lò cao với dung tích tối đa đạt 700m ³ , Công suất phối đạt 1,7 triệu tấn/năm	Thép xây dựng, ống thép
TIS	Công nghệ lò cao luyện gang với dung tích lò cao 308m ³ Công suất phối chỉ đạt 400.000 tấn/năm	Thép xây dựng
Doanh nghiệp luyện phối công nghệ lò điện		
VIS	Luyện phối: lò điện hồ quang, công nghệ Consteel	Thép xây dựng

DNY

Luyện phôi: lò điện hồ quang
Cán nguội liên tục

Thép xây dựng

Doanh nghiệp nhập khẩu phôi

VGS

Công nghệ cán nguội Đức

Ống thép, tôn mạ, thép xây dựng

POM

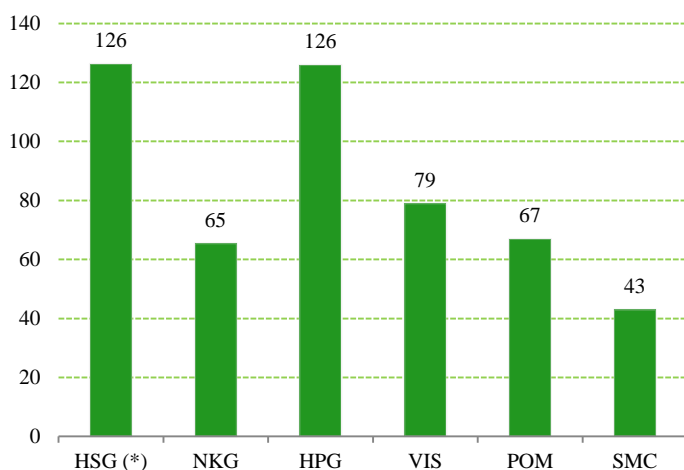
Luyện gang: công nghệ Consteel

Thép xây dựng

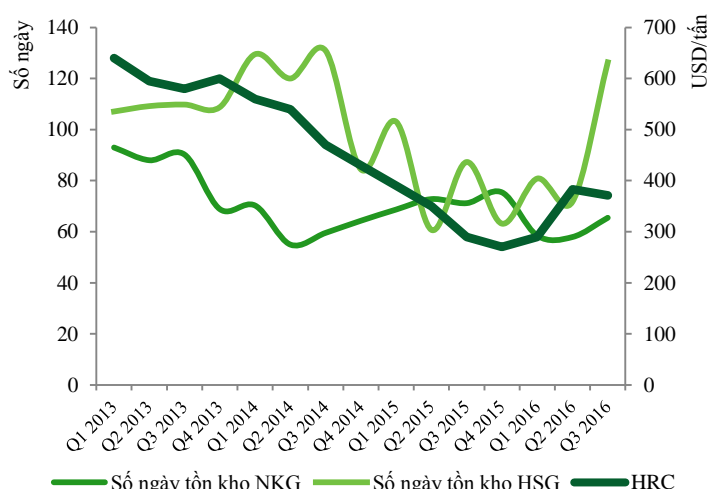
Luyện phôi: lò điện hồ quang

POM có công nghệ đủ khả năng luyện phôi, xong đã chuyển sang nhập phôi thay vì tự luyện phôi từ thép phế

Số ngày tồn kho các doanh nghiệp thép lũy kế 12 tháng - update 3Q2016



Biến động số ngày tồn kho theo giá HRC



Nguồn: VCBS tổng hợp

(*) Gần đây HSG đã điều chỉnh chu kỳ nhập kho trong quý 3 với 1 lượng lớn HRC giá rẻ, nâng số ngày tồn kho từ khoảng 80 ngày trong quý 2 lên đến 126 ngày vào thời điểm cuối quý 3.

Doanh nghiệp lò điện thay đổi nguồn phôi linh hoạt. Quặng sắt và than cốc là 2 nguyên liệu quyết định chính tới giá phôi thép (là nguyên liệu trực tiếp để cán ra thép xây dựng hoặc cuộn cán nóng), việc điều chỉnh giá phôi thép sẽ dẫn tới thay đổi chính sách sản xuất của các doanh nghiệp EAF. Cụ thể, nhờ khả năng vận hành linh hoạt, trong hoàn cảnh giá phôi rẻ, các doanh nghiệp EAF sẽ có xu hướng dừng hoạt động lò điện, và nhập phôi về cán, và giảm chu kỳ nhập kho nguyên liệu. Ngược lại, khi giá phôi tăng, các doanh nghiệp sẽ vận hành lại lò điện để đúc phôi từ thép phế, nâng nhu cầu dự trữ thép phế lên cao, tăng chu kỳ nhập kho nguyên liệu.

Doanh nghiệp tôn mạ phản ứng linh hoạt. Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp tôn mạ khá nhạy với giá nguyên liệu và chu kỳ tồn kho. Cụ thể, những doanh nghiệp có chu kỳ trữ kho dài hơn sẽ có biên lợi nhuận biến động sát với giá HRC (HSG luôn duy trì số ngày tồn kho cao hơn so với NKG, do đó biên lợi nhuận của HSG biến động sát với giá HRC hơn NKG. Theo tính toán hệ số tương quan

giữa biên lợi nhuận của HSG, NKG với biến động giá HRC đạt lần lượt -67% và -53%). Bởi vậy, các doanh nghiệp tôn mạ thường điều chỉnh chu kỳ trữ kho linh hoạt hơn so với các doanh nghiệp thép xây dựng. Trong điều kiện nguyên liệu HRC điều chỉnh giảm, số ngày trữ kho của doanh nghiệp tôn mạ có xu hướng giảm, và ngược lại. Bởi vậy, chúng tôi đánh giá **khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp tôn mạ không nằm ở chi phí sản xuất mà nằm ở mạng lưới đại lý và công suất sản xuất cung ứng ra thị trường.**

Với những phản ứng của các doanh nghiệp như trên, chúng tôi đưa ra những kết luận về phản ứng của các doanh nghiệp thép xây dựng trong các kịch bản tăng giảm của 2 loại giá nguyên vật liệu so với mặt bằng giá hiện tại (quặng sắt 74 USD/tấn và thép phế 250 USD/tấn) và thuế bảo hộ đang còn hiệu lực.

Quặng sắt					
		Giảm		Tăng	
		Chậm	Nhanh	Chậm	Nhanh
Thép phế	Giảm	Chậm	Giá thép giảm nhẹ DN lò điện tự sản xuất phôi Mức độ ảnh hưởng đến DN lò cao chưa lớn do mức giảm nguyên liệu là không nhiều	Giá thép giảm mạnh DN lò điện nhập phôi từ Trung Quốc DN lò cao chịu thiệt hại do chu kỳ trữ kho dài, tuy nhiên vẫn có lợi thế hơn so với DN lò điện.	Giá thép tăng nhẹ DN lò điện tự sản xuất phôi, có lợi thế hơn DN lò cao DN lò cao không được hưởng lợi nhiều do giá bán thép điều chỉnh tăng chậm
			Giá thép giảm mạnh DN lò điện tự sản xuất phôi, có lợi thế tương đối so với DN lò cao	Giá thép giảm mạnh DN lò điện tự sản xuất phôi DN lò cao chịu thiệt hại do giá bán thép điều chỉnh giảm nhanh hơn giá vốn nguyên liệu.	
		Nhanh			Giá thép tăng mạnh DN lò điện tự sản xuất phôi, có lợi thế hơn DN lò cao DN lò cao hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ trữ kho dài kỳ. Tình trạng này kéo dài sẽ không tốt cho DN lò cao trong dài hạn
	Tăng	Chậm	Giá thép giảm nhẹ DN lò điện nhập phôi từ Trung Quốc, chịu thuế 31% khiên biên lợi nhuận giảm. DN lò cao được hưởng lợi nhờ chi phí sản xuất thấp, giá bán thép điều chỉnh giảm chậm so với giá vốn nguyên liệu.	Giá thép giảm mạnh DN lò điện nhập phôi từ Trung Quốc DN lò cao chịu thiệt hại do giá bán thép điều chỉnh giảm nhanh hơn giá vốn nguyên liệu. Tuy nhiên do giá phôi sản xuất trong nước thấp hơn giá phôi nhập khẩu (sau thuế) nên DN lò cao vẫn có lợi thế tương đối so với DN lò điện.	Giá thép tăng nhẹ DN lò điện nhập phôi từ Trung Quốc DN lò cao không được hưởng lợi nhiều do giá bán thép điều chỉnh tăng chậm. Tuy nhiên DN lò cao sẽ có lợi thế hơn do nguồn phôi tự sản xuất sẽ rẻ hơn so với phôi nhập
	Tăng	Nhanh			Giá thép tăng mạnh DN lò điện nhập phôi từ Trung Quốc, giá phôi nhập khẩu sau thuế ước tính cao hơn giá phôi lò cao trong nước sản xuất. DN lò cao được hưởng lợi nhiều nhờ giá bán thép điều chỉnh tăng mạnh hơn giá vốn nguyên liệu.

TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP 2017

Giá quặng sắt và than cốc được kỳ vọng giảm trở lại khi nguồn cung hồi phục

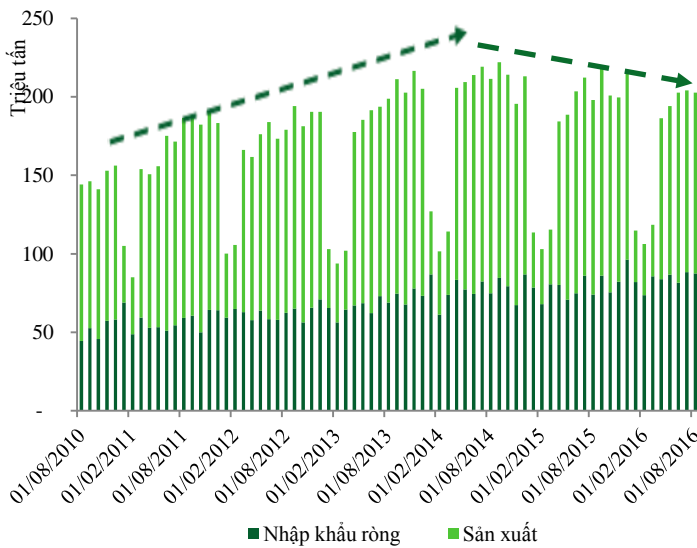
Giá thép phế được dự báo tăng do ảnh hưởng tăng của giá quặng sắt trong năm nay

1. Triển vọng giá hàng hóa nguyên liệu:

Quặng sắt được kỳ vọng giảm trở lại. Như trong báo cáo triển vọng về quặng sắt gần đây, chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm giá quặng sắt giao dịch trên thế giới sẽ giảm trở lại trong năm 2017 với những luận điểm:

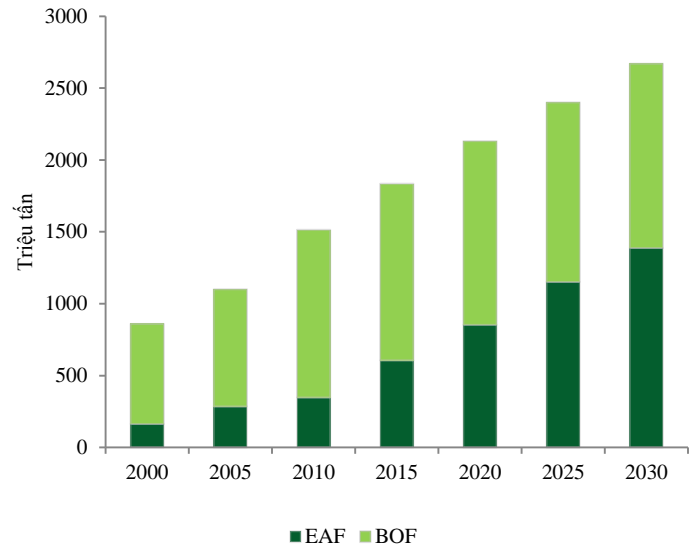
- (1) Tiêu thụ quặng sắt tại Trung Quốc đang có xu hướng giảm trong thời gian gần đây do ngành thép đang trong tình trạng dư cung, và có xu hướng chuyển dịch sang sản xuất bằng lò điện (tăng tỉ lệ sử dụng lò điện từ 5% lên 30% cho tới năm 2020) bởi những ưu điểm linh hoạt trong vận hành và bảo vệ môi trường.

Nhu cầu quặng sắt tại Trung Quốc



Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc

Sản lượng sản xuất thép thế giới phân loại theo công nghệ



Nguồn: Metal Bulletin, DRI & Mini-Mills Conference
(2013, LA, USA)

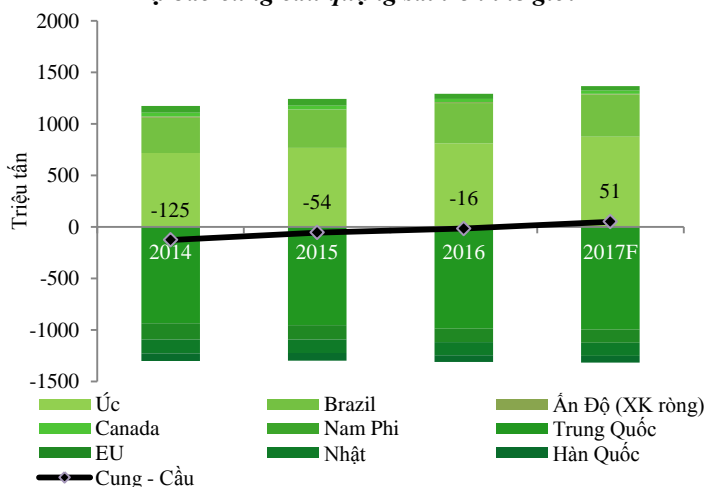
- (2) Những nhà xuất khẩu lớn tại Úc và Brazil đang có động thái tăng công suất để tranh giành thêm thị phần, và việc hai nước lớn bắt tay nhau để cắt giảm sản lượng để hỗ trợ giá là không cao bởi cả 2 nước đều có khả năng khai thác quặng sắt với mức chi phí thấp ([tham khảo thêm trong báo cáo quặng sắt](#)). Cụ thể, tại Úc, **sản lượng xuất khẩu được dự báo tăng trưởng 3%** trong 5 năm tới dựa trên việc mở rộng công suất của nhà khai thác quặng lớn nhất là Rio Tinto tại khu mỏ Hamersley và 2 dự án mới là Koodaideri và Turee Syncline. Bên cạnh đó, các khu mỏ lớn bao gồm Roy Hill (55 triệu tấn/năm) và Hancock Prospecting cũng được khởi động trong năm nay. **Tại Brazil, sản lượng xuất khẩu được dự báo tăng trưởng 5%** trong những năm tiếp theo nhờ việc Vale mở rộng khu mỏ S11D tại khu liên hợp Carajas, đây là dự án mỏ quặng lớn nhất thế giới với công suất 90 triệu tấn/năm và chi phí sản xuất thấp, được kỳ vọng là động lực mở rộng nguồn cung quặng sắt trong năm tới. Bên cạnh đó, khu mỏ Samarco (dự án liên kết giữa BHP Billiton – Vale) hiện đang dừng hoạt động sau sự cố sập hầm mỏ hồi

tháng 11/2015 đang trong tình trạng xin cấp giấy phép trở lại. Nếu dự án được cấp trở lại, sản lượng xuất khẩu tăng trưởng từ Brazil có thể tăng trưởng nhanh hơn dự báo.

- (3) **Sản lượng tồn kho quặng sắt tại Trung Quốc đang tiến gần tới đỉnh cũ** trong năm 2014-2015, trong khi đó Trung Quốc đang có kế hoạch cắt giảm công suất sản xuất thép. Chúng tôi cho rằng, đây là một dấu hiệu cho thấy trong năm tới, nhu cầu quặng sắt tại quốc gia này sẽ chậm lại.

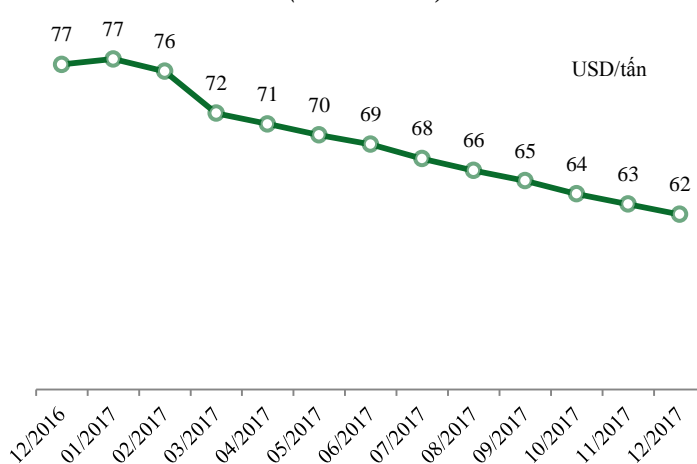
Dựa trên những dự báo về công suất sản xuất và tiêu thụ tại các thị trường chính trong năm tới, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt (62% Fe) sẽ giảm về **vùng 65 USD/tấn** trong năm tới. Hiện tại, giá quặng sắt đang được giao dịch với mức giá 74 USD/tấn

Dự báo cung cầu quặng sắt trên thế giới



Nguồn: Bộ Công nghiệp, Xúc tiến và Khoa học Úc (Q3.2016)

Giá giao dịch hợp đồng tương lai quặng sắt (Fe 62% CFR)



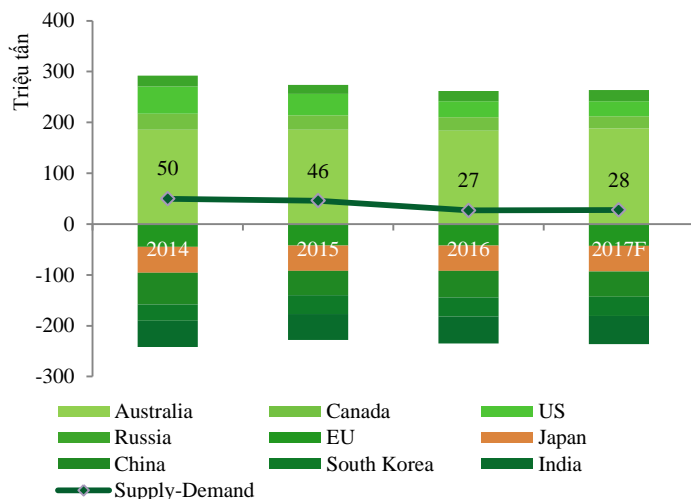
Nguồn: CME group

Than cốc được dự báo giảm do nguồn cung được cải thiện trở lại tại Úc. Trong thời gian gần đây, giá than cốc tại Trung Quốc tăng hơn 2 lần trong vòng 1-2 tháng, đạt hơn 300 USD/tấn, do Trung Quốc mạnh tay cắt giảm sản lượng thông qua việc giảm số ngày sản xuất từ 330 ngày/năm xuống còn 260 ngày/năm. Như trong báo cáo đánh giá về biến động giá than gần đây, chúng tôi cho rằng, khả năng tăng tiếp là không cao đối với sản phẩm than cốc do (1) nhà sản xuất lớn trên thế giới là Úc tiếp tục tăng công suất trở lại sau sự cố về hầm mỏ và thời tiết, công suất tăng thêm từ Úc sẽ phần nào bù đắp cho sự sụt giảm tại Trung Quốc, (2) than cốc và quặng sắt là 2 mặt hàng đi kèm với nhau trong sản xuất thép, việc sụt giảm trong nhu cầu của quặng sắt như đã phân tích ở trên cũng kéo theo sụt giảm nhu cầu từ than cốc, phần nào cân đối lại nguồn cung bị cắt giảm tại Trung Quốc. Chúng tôi kỳ vọng giá than cốc sẽ giảm trở lại mức khoảng 175 USD/tấn trong năm 2017.

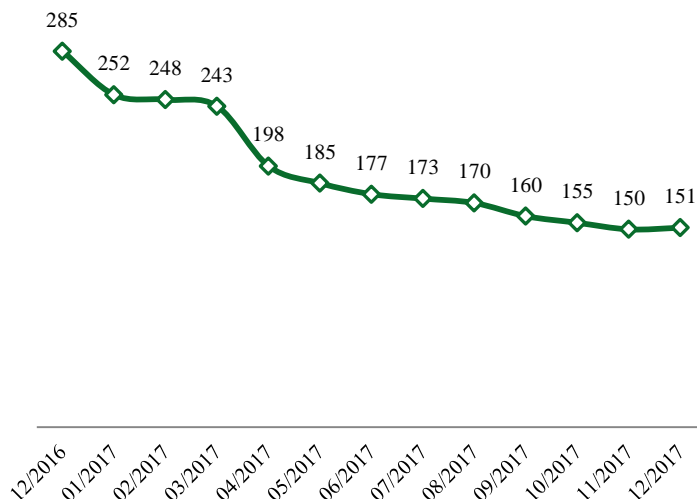
Giá than nhiệt tiếp tục duy trì ở mức cao. bởi sụt giảm trong công suất sản xuất tại Indonesia (nhà sản xuất than nhiệt lớn nhất thế giới) do thiên tai và chi phí tài chính quá lớn khiến các nhà khai mỏ cỡ vừa và nhỏ gặp khó khăn phải đóng cửa, đồng thời xuất khẩu than tại Mỹ sẽ giảm mạnh trong năm tới khi nhà sản xuất than tư nhân lớn nhất thế giới là Peabody Energy (US) phá sản trong tháng 4/2016, trong khi đó, sản lượng tiêu thụ nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ được kỳ vọng sẽ không có sự biến động lớn, theo đó mức dư cung sẽ được thu hẹp từ 223 triệu tấn (2016F) về 192 triệu tấn trong năm 2017.

[\(Tham khảo thêm báo cáo chuyên đề Than\)](#)

Dự báo cung cầu than cốc thế giới



Giá giao dịch hợp đồng tương lai than cốc Úc



Thép phế biến động ngược chiều với quặng sắt và than cốc. Về bản chất, thép phế là thành phẩm từ quặng sắt và than cốc đã qua sử dụng, do đó, sự vận động của thép phế luôn có độ trễ đối với 2 loại nguyên liệu còn lại. Chúng tôi cho rằng, mức bật tăng của giá quặng sắt và than cốc trong năm nay sẽ bắt đầu ảnh hưởng tới giá thép phế trong năm tới. Bên cạnh đó, như đã phân tích ở phần quặng sắt, nhu cầu thép phế sẽ tăng cao khi Trung Quốc dần dịch chuyển công nghệ sản xuất thép từ lò cao sang lò điện. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép phế trung bình sẽ duy trì ở mức 280USD/tấn trong năm 2017.

Chi phí sản xuất tăng lên khiến mặt bằng giá thép có thể lên tới 10,8 triệu đồng/tấn.

2. Dự báo giá thép xây dựng 2017

Với những xu hướng biến động giá nguyên liệu như trên, chúng tôi tiếp tục đánh giá chi phí sản xuất của các doanh nghiệp thép thông qua chi phí sản xuất phôi và thành phẩm:

Giả định tính toán:	Giả định cho năm 2017	Ghi chú
Giá quặng sắt 62% Fe	65 USD/tấn	Ước tính bằng giá trung bình trên các hợp đồng kỳ hạn đáo hạn trong 2017
Giá vốn than mỡ của Việt Nam (100% Úc)	175USD/tấn	Ước tính bằng giá trung bình trên các hợp đồng kỳ hạn đáo hạn trong 2017
Giá vốn than mỡ của Trung Quốc	180 USD/tấn	Than cốc tại Trung Quốc có chi phí sản xuất cao hơn than Úc.
Giá thép phế	280 USD/tấn	Ước tính bằng giá trung bình trên các hợp đồng kỳ hạn đáo hạn trong 2017
Chi phí vận chuyển thành phẩm	20 USD/tấn	

Chi phí sản xuất cố định/tấn	<p>Khấu hao lò điện: 25USD</p> <p>Khấu hao lò cao TQ: 20 USD</p> <p>Khấu hao lò cao VN: 30,7 USD</p> <p>Nhân công Việt Nam: 10 USD</p> <p>Nhân công Trung Quốc: 12 USD</p> <p>Chi phí SG&A: 50 USD</p>	<p>Ước tính theo giá trị lò điện trị giá 500 triệu USD, có công suất 2 triệu tấn/năm, khấu hao trong 10 năm</p> <p>Ước tính theo giá trị lò cao trị giá 2 tỷ USD, công suất 5 triệu tấn/năm, khấu hao trong 20 năm</p> <p>VCBS tổng hợp</p>
Chi phí lãi vay/tấn	<p>Tỷ lệ vay nợ/COGS:</p> <p>Trung Quốc: 66% - lãi vay 5%/năm</p> <p>Lò cao VN: 93% - lãi vay 11%/năm</p> <p>Lò điện VN: 100% - lãi vay 11%/năm</p>	<p>Ước tính dựa trên dòng tiền vay nợ/COGS trung bình hàng năm của các doanh nghiệp * lãi suất cho vay.</p>
Ưu đãi thuế từ Trung Quốc (hoàn thuế VAT)	13%	Doanh nghiệp xuất khẩu thép của Trung Quốc được hoàn thuế VAT từ 9%-13%, chúng tôi thận trọng sử dụng mức hoàn thuế cao nhất trong tính toán
Thuế nhập khẩu vào Việt Nam 2017 (điều chỉnh giảm 1% - 2% so với 2016 theo lộ trình)	<p>Phôi thép 31,3%</p> <p>Thép thanh 33,9%</p>	Theo lộ trình, thuế tự vệ bổ sung sẽ giảm 1-2% trong năm 2017.

Bảng tính toán: So sánh chi phí sản xuất phôi tại Trung Quốc và Việt Nam

Chi phí sản xuất			Nhập phôi về sản xuất			Tự sản xuất từ thép phế		
Nguồn phôi			Trung Quốc			Việt Nam (EAF)		
			Sản xuất 1 tấn phôi tại TQ bằng lò cao			Sản xuất phôi từ thép phế		
	Nguyên liệu		Tiêu hao		Đơn giá	Nguyên liệu	Tiêu hao	Giá thành
	Quặng sắt		1,7 tấn		65 USD/tấn	Thép phế	1,15 tấn	280 USD/tấn
	Coke (*)		0,4 tấn		205 USD/tấn	Điện	450 kwh	0,07 USD/Kwh
	Thép phế		0,13 tấn		280 USD/tấn	Nguyên liệu khác	1	50 USD/tấn
	Gas		10 mmBTU		2,6USD/mmBTU			
	Chi phí cố định		37 USD			Chi phí cố định	35 USD	

Giá phôi sản xuất	293,1 USD/tấn	438,5 USD/tấn
Cộng thêm chi phí SG&A và lãi vay	302,8 USD/tấn	
<i>Nhập về VN (CFR)</i>		
-13% VAT hoàn lại	263,4 USD/tấn	
+20 USD vận chuyển	283,4 USD/tấn	
+31,3% thuế tự vệ	372,9 USD/tấn	438,5 USD/tấn
Lựa chọn của DN	Nhập phôi	Đóng lò điện

(*) 1 tấn coke được luyện từ 0,6 tấn than mỡ và 0,6 tấn than nhiệt.. Chúng tôi bổ sung 40 USD chi phí cố định để luyện coke từ than mỡ, phương án tính toán này sẽ được duy trì giống với ước tính lò cao dưới đây.

Theo tính toán từ bảng trên, có thể thấy *các doanh nghiệp lò điện sẽ tăng cường nhập phôi từ Trung Quốc nếu giá thép phế đạt mức 280 USD/tấn*, và chúng tôi ước tính, xu thế này sẽ đảo chiều khi giá thép phế bắt đầu giảm xuống dưới 222 USD/tấn.

Bảng tính toán: ước tính chi phí sản xuất phôi từ lò cao của Việt Nam

Chi phí	BOF Việt Nam	
Sản xuất phôi	Tiêu hao	Đơn giá
Quặng sắt	1,7 tấn	65 USD/tấn
Than cốc	0,42 tấn	205 USD/tấn
Thép phế	0,18 tấn	280 USD/tấn
Điện	550 Kwh	0,07 USD/kwh
Chi phí cố định	1	40,7 USD/tấn
Tổng giá vốn phôi		323,1 USD

Chúng tôi tiếp tục tính toán mặt bằng chi phí sản xuất thép thành phẩm từ chi phí phôi của các doanh nghiệp trong nước để so sánh với thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Một số giả định của tính toán bao gồm:

- DN lò cao và DN lò điện có cùng quy trình cán thép từ phôi. Hoạt động đúc chỉ bao gồm chi phí phôi và điện, cùng 1 phần chi phí cố định, lợi thế kinh tế theo quy mô đều nằm ở quy trình sản xuất phôi.
- Thép Trung Quốc duy trì mức bán hòa vốn, giá bán ngang với chi phí sản xuất ước tính. Mức áp thuế đối với thép thành phẩm là 33,9%.
- DN lò điện nhập phôi Trung Quốc với mức giá 372,9 USD/tấn

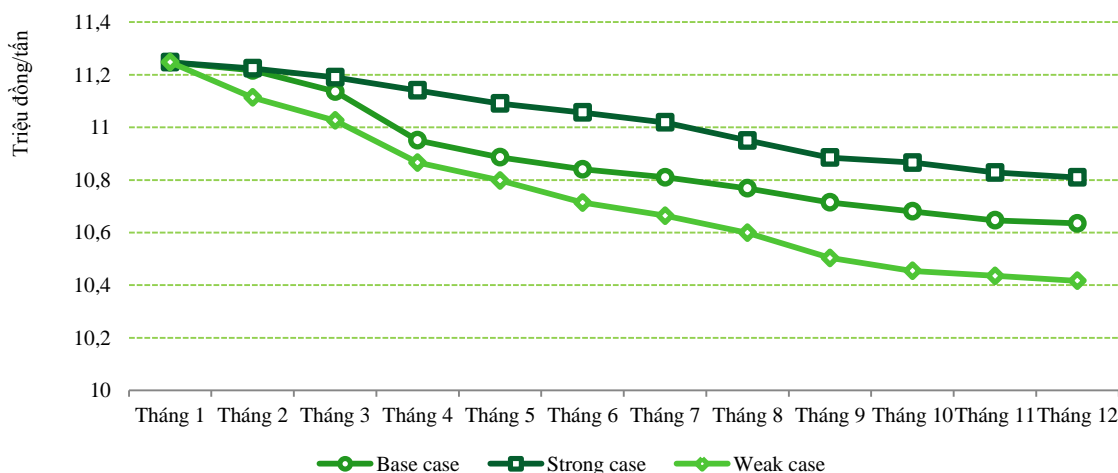
Bảng tính toán: ước tính chi phí sản xuất thép xây dựng

Nguyên liệu	Tiêu hao	EAF nội địa	BOF nội địa	Thép Trung Quốc
Phôi thép	1,03 tấn	372,9 USD/tấn*1,03 tấn	323,1 USD/tấn*1,03 tấn	293,1 USD/tấn*1,03 tấn
Điện	100 Kwh	0,07 USD/Kwh * 100Kwh	0,07 USD/Kwh * 100Kwh	0,07 USD/Kwh*100Kwh
Chi phí SG&A	1	50 USD	45 USD	50 USD
Lãi vay		29,6 USD	21,1 USD	7,1 USD
Tổng chi phí sản xuất		466,0 USD	409,0 USD	366,0 USD
<i>Tính toán cho thép Trung Quốc</i>				
Hoàn thuế 13%				318,4 USD
Vận chuyển	20 USD/tấn			338,4 USD
Thuế tự vệ	23,9%			444,7 USD
Điểm hòa vốn của các doanh nghiệp thép	22.700 VND/USD	10.579.156 VND/tấn	9.258.174 VND/tấn	10.095.062 VND/tấn

(*) Trong tính toán, chúng tôi loại bỏ các yếu tố doanh nghiệp dự phòng rủi ro biến động bằng hợp đồng kỳ hạn và các biến động về chu kỳ trữ kho của doanh nghiệp.

Theo tính toán của chúng tôi, để các doanh nghiệp lò điện có thể duy trì tỉ suất sinh lời 1,5% - 2% như trong 9T2016, giá bán thép trung bình trong năm 2017 phải duy trì ở mức tối thiểu khoảng 10,8 triệu đồng/tấn. Có thể thấy, mặt bằng giá bán thép tăng chủ yếu nhờ (1) chi phí sản xuất tăng do mặt bằng giá nguyên liệu cao hơn so với năm 2016, (2) đồng USD tăng giá khiến chi phí nhập nguyên liệu quặng sắt và thép phế tăng lên.

Dự báo biến động giá bán thép theo chiều biến động của giá nguyên liệu



Dựa vào biến động của các nguyên vật liệu như trên, chúng tôi đưa ra tính toán đối với biến động giá bán thép thành phẩm trong năm 2017 theo các kịch bản về tốc độ giảm giá tương đối của nguyên liệu quặng sắt, than cốc so với thép phế. Trong đó, kịch bản ban đầu chúng tôi tính toán dựa theo các giả định sẵn có. Kịch bản Strong được dựa trên mức giảm của than cốc và quặng sắt khá thấp so với thép phế, ngược lại kịch bản weak dựa trên giả định giá quặng sắt và than cốc giảm mạnh so với thép phế.

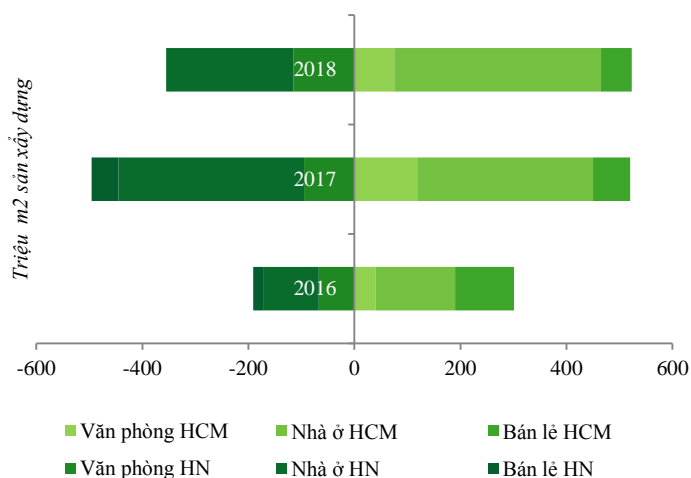
3. Triển vọng ngành

Sản lượng tiêu thụ thép được kỳ vọng tiếp tục tăng trong năm tới do nhu cầu từ dân dụng và đầu tư công.

a) Mảng thép xây dựng:

Thị trường xây dựng tiếp tục sôi động. Theo báo cáo thị trường BĐS từ JLL, số lượng dự án xây mới tại khu vực 2 thành phố lớn là Hà Nội và TP.HCM tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2017. Trong đó, nhu cầu nhà mở rộng tại cả 2 thành phố, đẩy mạnh nhu cầu xây dựng dân dụng. Trong điều kiện đang được bảo hộ bằng thuế tự vệ cho tới năm 2020, chúng tôi cho rằng, ngành thép nội địa vẫn còn tiềm năng để có thể giành lại thị phần trong nước

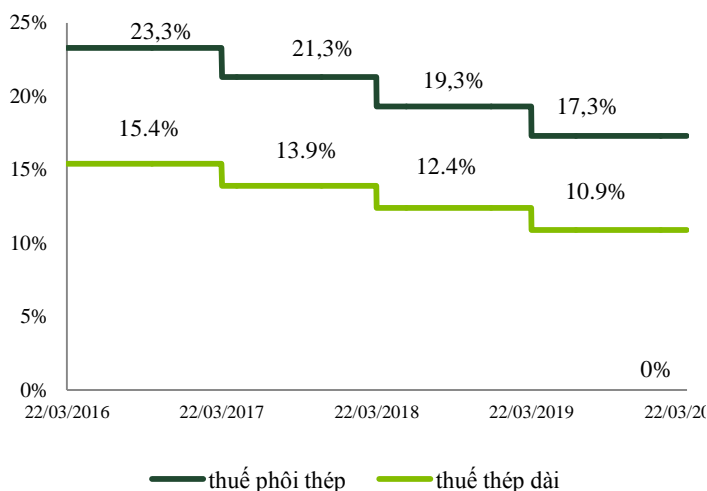
Nguồn cung dự án mới tại 2 thành phố lớn



Nguồn: JLL research, VCBS tổng hợp

(*) Nguồn cung dự án tại Hà Nội quy ước ở trục âm

Lộ trình áp thuế tự vệ chính thức



Nguồn: Bộ Công thương, VCBS tổng hợp

Bên cạnh đó, **chu kỳ đầu tư công quay trở lại** khi nội các chính phủ đã ổn định sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với mặt hàng thép. Hiệp hội thép thế giới dự báo, thị trường thép tại **các nước thuộc nhóm ASEAN5 (bao gồm Thái Lan, Malaysia, Vietnam, Indonesia, Phillipines)** sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 6% trong năm tới bất chấp việc chịu ảnh hưởng từ Trung Quốc, do nhu cầu đầu tư công, mở rộng hạ tầng cơ sở lớn. Theo tính toán từ Bộ Công thương dựa trên quy hoạch đầu tư chính phủ những năm tới, cho tới năm 2020, **Việt Nam sẽ thiếu hụt khoảng 15 triệu tấn thép/năm**, tương đương với nhu cầu tăng trưởng kép khoảng 15%-20%/năm đối với thép xây dựng.

Giá thép được dự báo tăng trong năm tới, tuy nhiên, hiệu ứng sẽ phân hóa. Theo những tính toán của chúng tôi, bất chấp việc giá nguyên liệu đầu vào được kỳ vọng giảm, và các doanh nghiệp lò điện chuyển sang nhập phôi thép để sản xuất, mặt bằng giá thép kỳ vọng vẫn cao hơn năm ngoái, trái ngược

so với ước tính trong báo cáo quặng sắt gần đây bởi:

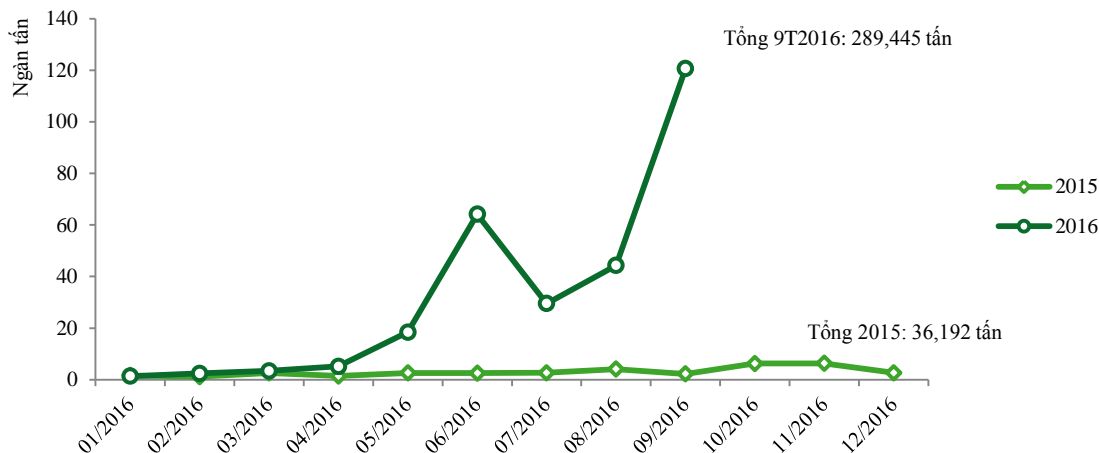
- (1) **Chi phí nguyên liệu trung bình tăng.** Mặc dù được dự báo giảm so với mức giá hiện tại, mặt bằng giá quặng sắt sau khi điều chỉnh về mức 65 USD/tấn như kỳ vọng của chúng tôi vẫn cao hơn mức giá vốn trung bình của các doanh nghiệp lò cao trong năm 2016 khoảng 15%. Giá than mỡ nhập khẩu duy trì ở mức 175 USD/tấn, cao hơn gần gấp đôi so với mức giá vốn các doanh nghiệp thép trong năm nay.
- (2) **Hiện tại các doanh nghiệp trong nước vẫn đang có nguồn nguyên liệu giá rẻ để sản xuất,** dẫn tới bất chấp việc giá nguyên liệu tăng mạnh, giá bán thép vẫn hầu như chưa điều chỉnh. Chúng tôi cho rằng yếu tố chi phí nguyên liệu tăng sẽ được phản ánh đầy đủ hơn trong năm tới, bởi vậy giá bán thép được dự báo tăng trong khi nguyên liệu có xu hướng giảm. Theo đó chi phí sản xuất ước tính của toàn thị trường nội địa và Trung Quốc cũng tăng đáng kể, khoảng 20% - 25 % yoy. Điểm hòa vốn ước đạt khoảng 9,2 triệu đồng/tấn thép cho các doanh nghiệp lò cao và 10,5 triệu đồng/tấn thép cho các doanh nghiệp lò điện. Do đó, chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp thép sẽ nâng mức giá bán tối thiểu lên khoảng 10,7 triệu đồng – 11,1 triệu đồng/tấn trong năm tới.

Đánh giá tác động của kết quả kinh doanh, chúng tôi cho rằng, giá bán thép tăng sẽ tác động lên kết quả kinh doanh theo 2 chiều hướng bao gồm sản lượng và biên lợi nhuận. **Về mặt sản lượng,** mặt bằng giá thép tăng sẽ dẫn tới nhu cầu đầu cơ của các đại lý cao hơn. Hiện tại, giá bán thép của các doanh nghiệp trong nước đang dao động trong khoảng 9 – 9,5 triệu đồng/tấn do các doanh nghiệp vẫn đang tích trữ được nguồn nguyên liệu giá rẻ. Tuy nhiên, bước sang năm tới, khi chi phí sản xuất bắt đầu tăng do phải nhập nguyên liệu giá cao, giá bán sẽ được điều chỉnh tăng, tạo ra nhu cầu đầu cơ cho các đại lý, tác động tích cực lên sản lượng bán hàng trong quý 4/2016 và đầu năm 2017.

Về mặt biên lợi nhuận, chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp lò điện sẽ gặp khó khăn hơn so với các doanh nghiệp lò cao. Cụ thể, như bảng phân tích phản ứng, các doanh nghiệp lò điện sẽ có xu hướng nhập khẩu phôi thép và phải chịu thuế nhập khẩu 30%, chi phí sản xuất sát xỉ giá bán kỳ vọng. Trong khi đó, các doanh nghiệp lò cao sẽ được hưởng lợi nhờ tự sản xuất được nguồn phôi giá rẻ hơn so với hàng nhập khẩu như tính toán. Theo đó, chúng tôi đánh giá bức tranh ngành thép sẽ biến chuyển theo hướng (1) sản lượng sản xuất tăng trong đầu năm và sau đó hạ nhiệt dần, (2) mặt bằng giá bán tăng theo chi phí sản xuất, (3) biên lợi nhuận chung của toàn thị trường giảm dần về cuối năm, các doanh nghiệp lò điện gần như hòa vốn, các doanh nghiệp lò cao có biên lợi nhuận ròng ước đạt ~10%.

Hiệp hội thép Việt Nam kiến nghị Bộ Công thương tiếp tục áp thuế đối với sản phẩm thép cuộn mã HS 7213.91.90. Bên cạnh thép cây, thép cuộn cũng là một trong những sản phẩm thép xây dựng chính trên thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, QĐ 2968 được ban hành chưa bao phủ hết được các mặt hàng thép. Hiện nay, mặt hàng thép cuộn HS 7213.91.90 vẫn đang được hưởng mức thuế 3% thay vì 15% như HS 7227.90.00 và 30-35% như 7213.10.00, do đó, các nhà xuất khẩu của Trung Quốc đang lẩn tránh thuế bằng các kê khai các mặt hàng của họ sang các mã sản phẩm chưa bị áp thuế, khiến lượng thép cuộn nhập khẩu mã 7213.91.90 tăng đột biến trong 9 tháng đầu năm 2016.

Sản lượng nhập khẩu thép cuộn mã HS 7213.91.90



Nguồn: VSA

Việc tiếp tục áp thuế đối với thép cuộn sẽ tạo ra hiệu ứng tích cực hơn cho những doanh nghiệp sản xuất khi tất cả các sản phẩm chính chính thức được bảo hộ, góp phần hỗ trợ mặt bằng giá thép xây dựng tăng. Trong **kịch bản tích cực nhất khi thuế tự vệ mới được ban hành**, chúng tôi cho rằng hiệu quả thực sự từ việc ban hành quyết định áp thuế tự vệ mới đối với hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành sẽ không quá mạnh mẽ như đối với QĐ 2968 bởi quy mô các sản phẩm thép cuộn còn lại là khá thấp. Tuy nhiên, **việc áp thuế sẽ đem lại hiệu ứng tâm lý tích cực hơn cho nhà đầu tư đối với cổ phiếu ngành, đồng thời hỗ trợ cho đà tăng của giá thép xây dựng**.

Formosa dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 12/2016. Giai đoạn 1 của Formosa dự kiến sẽ bắt đầu vận hành trong cuối năm nay, sản phẩm của giai đoạn 1 bao gồm nguyên liệu bán thành phẩm bao gồm cuộn cán nóng HRC và phôi thép, tạm thời chưa sản xuất thép xây dựng trong năm 2017. Formosa có hệ thống lò cao dung tích lớn vượt trội lên tới 4.350 m³, vượt xa dung tích của lò cao lớn nhất Việt Nam hiện nay của HPG chỉ đạt 700m³, và công suất phôi đạt 3 triệu tấn/năm. Nhờ vậy chi phí sản xuất phôi của Formosa sẽ thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp lò cao nội địa.

Sản phẩm	Công suất	Nguyên liệu cho	Quan hệ với DN thép
Phôi dẹt	5.300.000 tấn	HRC	Cung cấp nguyên liệu cho DN tôn mạ, ống thép
Phôi dài	1.254.000 tấn	Thép thanh	Cung cấp phôi giá rẻ cho DN lò điện, cạnh tranh với phôi của DN lò cao
Phôi tấm	970.000 tấn	Thép hình	Cung cấp phôi cho các doanh nghiệp thép hình, thép thương mại dân dụng

Nguồn: VCBS tổng hợp

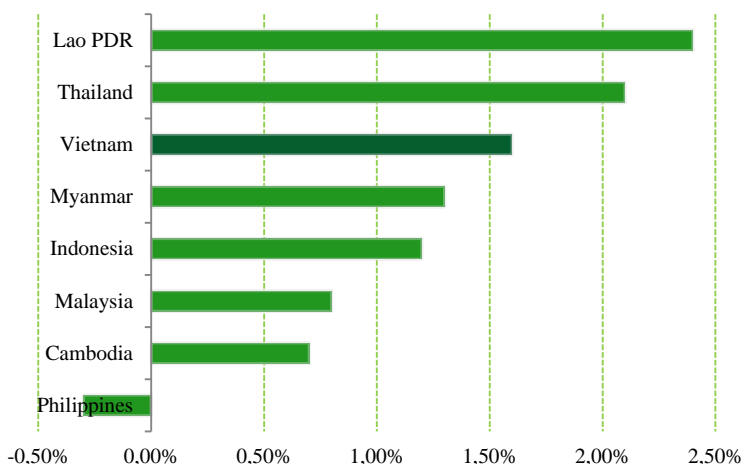
Sản phẩm phôi chính của Formosa là phôi dẹt để sản xuất cuộn cán nóng. Ngoài ra Formosa cũng sản xuất phôi thanh để sản xuất thép dài (cạnh tranh với HPG). Chúng tôi cho rằng, mặc dù rủi ro từ việc thép Formosa cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa là chưa hiện hữu, song **nếu Formosa bán phôi thép ra thị trường nội địa, các doanh nghiệp lò điện sẽ được hưởng lợi nhờ việc có thêm nguồn phôi giá rẻ không phải chịu thuế nhập khẩu**, và nâng cao sức cạnh tranh với doanh nghiệp lò cao.

b) Tôn mạ - Ống thép

Thị trường mạ ống thép khá hấp dẫn, song quy mô còn khá nhỏ. Ống thép có thể coi là hàng hóa đi kèm với thép xây dựng bởi ứng dụng trong việc thiết kế giàn giáo hỗ trợ quy trình xây dựng và làm kết cấu móng cho công trình. Do đó, với dự báo tăng trưởng từ thép xây dựng, chúng tôi cho rằng ống thép cũng sẽ được hưởng lợi. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng của ống thép sẽ cao hơn thép xây dựng bởi nhu cầu tăng thêm từ các ngành nội thất. Một lượng lớn các công trình xây dựng bùng nổ trong những năm 2014-2015 bắt đầu đi vào hoàn thiện trong năm 2016-2017, trong đó ống thép được sử dụng để trang trí nội thất, hoàn thiện hệ thống phụ trợ sinh hoạt như hệ thống nước, thông gió,... Trong khi đó, khả năng sản xuất của các doanh nghiệp trong ngành còn khá thấp, tổng sản lượng của toàn ngành thép đến nay chỉ đạt khoảng 2 triệu tấn/năm, mức độ cạnh tranh không quá lớn như đối với mảng thép xây dựng.

Thị trường tôn nội địa vẫn còn dư địa phát triển. Như chúng tôi đã phân tích ở phần thép xây dựng, số dự án dân dụng tại khu vực TP.HCM trong năm tới sẽ tăng mạnh theo thống kê. Nhu cầu nhà ở đang mở rộng, dân số tăng nhanh và tỉ lệ phát triển đô thị hóa ở mức cao tạo ra nhu cầu khá lớn đối với sản phẩm tôn. Theo Chiến lược phát triển nhà ở Quốc gia, diện tích sàn nhà ở trên đầu người phấn đấu tăng từ 22m²/người (2015) đạt 29m²/người (2020) (+6%/năm CAGR). Theo đó, chúng tôi đánh giá nhu cầu tôn trong nước tiếp tục duy trì ổn định trong những năm tới.

Tốc độ mở rộng đô thị hóa các nước khu vực Đông Nam Á



Nguồn: World Bank 2016

Thêm vào đó, **cộng hưởng từ quyết định áp dụng thuế chống bán phá giá với sản phẩm thép mạ (1/9/2016 bởi Bộ Công thương)** sẽ tạo ra rào cản đối với sản phẩm từ Trung Quốc, tạo ra lợi thế cho các doanh nghiệp nội địa tăng thị phần và sản lượng tiêu thụ trong nước. Trong đó, mức thuế chống bán phá giá được áp dụng từ 4,02% đến 38,34%.

Thị trường mới khai mở tại Mỹ đang gặp bất ổn về chính trị và rủi ro về chính sách phòng vệ thương mại là khá lớn, gây ảnh hưởng trên cạnh tranh xuất khẩu và gián tiếp làm tăng nguồn cung nội địa. Hiện tại, Mỹ đang tiến hành điều tra cáo buộc các doanh nghiệp tôn Trung Quốc chống lẩn tránh thuế tự vệ bằng cách xuất khẩu qua Việt Nam, khiến cho các doanh nghiệp Việt Nam cũng đồng thời chịu ảnh hưởng nếu nguồn nguyên liệu HRC có xuất xứ từ Trung Quốc. Bên cạnh đó, **Thái Lan cũng chính thức công bố thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm tôn lạnh của Việt Nam.** Trong trường hợp xấu nhất, khi Mỹ đi tới kết luận sẽ áp thuế chống bán phá giá (CBPG) với tôn Việt Nam,

chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp sẽ không quá lớn đối với 2 doanh nghiệp tôn niêm yết là HSG và NKG bởi thị trường chính của 2 doanh nghiệp này là Indonesia và Malaysia, sản lượng xuất khẩu hiện tại của HSG và NKG sang Mỹ và Thái Lan là khá nhỏ, chỉ khoảng vài chục ngàn tấn/năm. Tuy nhiên, tác động gián tiếp của việc áp thuế đó là (1) các doanh nghiệp tôn mất đi 2 thị trường xuất khẩu đầy triển vọng, mức độ cạnh tranh tại các thị trường truyền thống sẽ lớn dần khi ngay trong khối ASEAN, tôn Việt Nam hiện vẫn không cạnh tranh được với tôn Trung Quốc, (2) các doanh nghiệp FDI nội địa đang xuất khẩu như POSCO VN và CSVC sẽ buộc phải quay lại thị trường Việt Nam khiến nguồn cung nội địa tăng cao. Theo đó, **chúng tôi kỳ vọng ngành tôn năm 2017 sẽ tăng cường cạnh tranh mở rộng thị trường nội địa, sản lượng xuất khẩu tăng trưởng chậm lại so với năm 2016.**

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

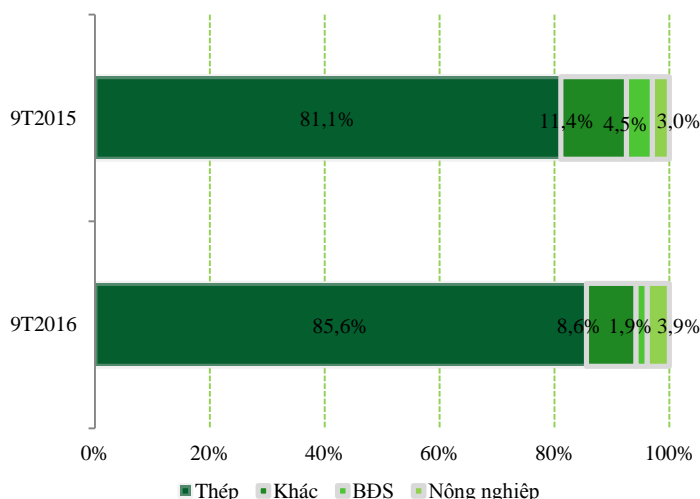
Dựa trên những triển vọng đã phân tích ở trên, chúng tôi đề xuất cơ hội từ những doanh nghiệp thép trong năm 2017, bao gồm: HPG, HSG.

1. CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)

KQKD 9T

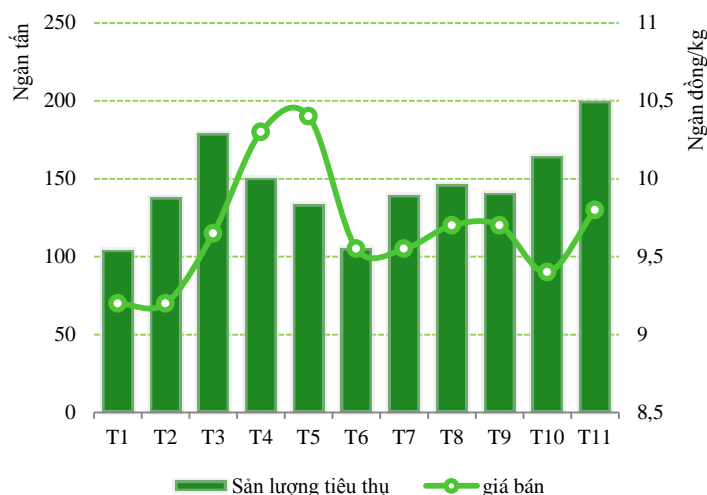
9T2016, HPG ghi nhận **mức tăng trưởng đột biến** với DTT lũy kế đạt 23.333 tỷ đồng (+15% yoy, 83% KH) và LNST lũy kế đạt 4.656 tỷ đồng (+58% yoy, 145,5% KH). Trong đó, mảng thép tiếp tục là hoạt động cốt lõi, giữ vị trí quyết định trong tăng trưởng của toàn tập đoàn. Lũy kế 9T2016, DTT mảng thép đạt 19.965 tỷ đồng (+21,1% yoy). Doanh thu BĐS giảm gần hơn 1 nửa so với 9T2015 chỉ đạt 453 tỷ đồng (-50,6% yoy) do không còn nguồn thu từ dự án Mandarin Garden. Mảng nông nghiệp tuy có quy mô nhỏ song đạt tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ lên tới 49% yoy, DTT đạt 902,5 tỷ đồng nhờ nhà máy thức ăn chăn nuôi số 1 tại Hưng Yên bắt đầu đi vào hoạt động vào cuối quý 1. Các mảng kinh doanh khác có doanh thu giảm đáng kể, chỉ còn 2.011 tỷ đồng (-13,5% yoy).

Tỷ trọng Doanh thu thuần



Nguồn: BCTC HPG

Biến động sản lượng bán hàng và giá bán thép



Nguồn: VSA

Tăng trưởng trong doanh thu và lợi nhuận tập trung mảng thép trong nửa đầu năm. Trong 6T2016, HPG gặp khá nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ cho mảng thép bao gồm:

- (1) Lò cao giai đoạn 3 đi vào hoạt động vào đầu quý 2, với hiệu suất tốt hơn lò cao 1 và 2, cung cấp thêm sản lượng để tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu tại mảng thép. Với kinh nghiệm vận hành từ lò cao 1 và 2, lò cao 3 đi vào vận hành với công suất 100% ngay trong những quý sản xuất đầu tiên. Sản lượng từ lò cao 3 ước đạt 375.000 tấn trong 6 tháng vận hành.
- (2) QĐ 2968 của Bộ Công thương về việc áp thuế tự vệ bổ sung đã tạo ra tâm lý đầu cơ mạnh mẽ từ đại lý trong tháng 3 khiến sản lượng bán hàng và giá bán tăng mạnh.
- (3) HPG có được nguồn tồn kho giá vốn thấp nhờ ký hợp đồng dài hạn từ đầu năm. Trong 6T khi giá nguyên liệu hồi phục, kết hợp với hiệu ứng thuế khiến giá bán tăng lên, HPG được hưởng lợi mạnh mẽ, đặc biệt trong quý 2/2016 với biên lợi nhuận gộp đạt kỷ lục gần 32%.

Sản lượng thép xây dựng 11 tháng đạt 1,6 triệu tấn (+21,8% yoy), giá bán trung bình đạt khoảng 9,7 triệu đồng/tấn, thấp hơn khoảng 7,5% so với giá trung bình 10T2015 (10,5 triệu đồng/tấn). Giá bán thép tăng mạnh trong nửa đầu năm, ổn định trở lại vào quý 3. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, giá nguyên liệu tăng cùng với hiệu ứng thuế khiến giá thép tăng khá mạnh, lên tới khoảng 10,5 triệu đồng/tấn trong quý 2. Tuy nhiên, sau đó, giá bán thép đã giảm trở lại quanh vùng khoảng 9,5 triệu đồng/tấn trong quý 3 khiến cho biên lợi nhuận toàn ngành thép sụt giảm bao gồm cả HPG.

Giá nguyên liệu tăng mạnh, song giá vốn vẫn duy trì ở mức thấp. Giá quặng sắt và than cốc tăng mạnh kể từ đầu năm. Kết thúc 10T2016, giá quặng sắt đạt khoảng 70 USD/tấn (+55% ytd), giá than cốc tăng gần 3 lần, đạt 300 USD/tấn (+188% ytd). Tuy nhiên, HPG cho biết đã ký kết hợp đồng dài hạn nhập khẩu nguyên liệu giúp duy trì giá vốn ở mức thấp đáng kể so với giá thị trường.

Dự phóng 2016

Năm 2016, chúng tôi đánh giá cao khả năng vượt kế hoạch sản lượng thép tiêu thụ 1,7 triệu tấn của HPG. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, **biên lợi nhuận quý 4 của HPG sẽ sụt giảm** do mức tăng của giá than bắt đầu phản ánh vào giá vốn của doanh nghiệp trong khi giá bán vẫn chưa có sự điều chỉnh lớn. Dự phóng KQKD 2016, HPG có thể đạt 29.153 tỷ đồng (+6% yoy, 104%KH), và LNST đạt 5.428,5 tỷ đồng (+55% yoy, 172,6% KH), EPS ước đạt 6.408 đồng/cổ phiếu

Triển vọng 2017

Dự địa từ khu liên hợp giai đoạn 3 và tăng công suất ống thép. Bước sang năm 2017, khu liên hợp giai đoạn 3 sẽ chạy tối đa công suất trong cả năm, nâng sản lượng sản xuất của HPG lên tới hơn 2 triệu tấn/năm. Đồng thời, theo kế hoạch, giữa năm 2017, HPG cũng hoàn thành việc tăng công suất mảng ống thép lên tới khoảng 900.000 tấn/năm từ việc cải tạo và nâng cấp nhà máy Đà Nẵng và Bình Dương. Chúng tôi kì vọng, HPG có thể tiêu thụ 1,9 triệu tấn thép xây dựng và 550.000 tấn ống thép trong năm tới.

Mặt bằng giá thép được dự báo tăng. Như chúng tôi tính toán ở trên, chúng tôi kì vọng HPG có thể nâng giá bán lên tới 10,8 triệu đồng/tấn thép xây dựng trong năm tới và hưởng lợi nhờ chi phí sản xuất thấp. Theo đó, DTT mảng thép trong năm tới ước đạt 31.550 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp nhẹ. Giá bán tăng chủ yếu do 2 yếu tố (1) chi phí sản xuất toàn thị trường tăng, (2) tỷ giá điều chỉnh, trong khi đó, chúng tôi kì vọng giá nguyên liệu sẽ giảm dần từ quý 4/2016 sang đến năm 2017. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng kịch bản tích trữ tồn kho giá rẻ và giá bán tăng sẽ không tiếp tục xảy ra trong năm tới. Thêm vào đó, yếu tố đột biến từ chính sách thuế sẽ không tiếp tục kéo dài trong năm tới càng củng cố thêm nhận định của chúng tôi.

Sản phẩm thép que hàn được dự báo không đem lại nhiều đột biến trong năm tới. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, thị trường thép xây dựng được đầu tư quá lớn, trong khi đó các sản phẩm thép khác vẫn phải nhập khẩu, đặc biệt là HRC, CRC, tôn mạ, phôi thép, thép tấm. Vì vậy, HPG bắt đầu mở rộng mảng

kinh doanh sang các sản phẩm mới có giá trị cao hơn là thép que hàn. Thép que hàn hiện nay hầu như đều phải nhập khẩu do yêu cầu kỹ thuật cao và công nghệ trong nước chưa sản xuất được. Sản phẩm thép que hàn đã bắt đầu được sản xuất trong Q3.2016. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sản phẩm thép que hàn sẽ vấp phải những **khó khăn ban đầu** khi:

- (1) Thị trường nguyên liệu thép làm que hàn đang được thống trị bởi hàng nhập khẩu giá rẻ. Thêm vào đó, hiện nay, doanh nghiệp sản xuất que hàn cho biết Bộ Công thương không áp thuế nhập khẩu đối với nguyên liệu sản xuất que hàn trong năm 2017.
- (2) Nhu cầu sử dụng đối với mặt hàng que hàn trong nước không quá lớn. Theo ước tính từ Viwelco, 10 triệu tấn thép xây dựng mới cần đến 100.000 tấn thép que hàn. Do đó, chúng tôi cho rằng, sản lượng thép que hàn sẽ không có đóng góp nhiều cho tăng trưởng trong năm tới.

Mảng thức ăn chăn nuôi bước đầu ổn định. Năm 2017, nhà máy thức ăn chăn nuôi Đồng Nai (số 2) và Phú Thọ (số 3) đều bắt đầu đi vào hoạt động theo dự kiến, đồng thời nhà máy tại Hưng Yên đã hoạt động được gần 1 năm. Hiện tại, mảng nông nghiệp đã đạt tới điểm hòa vốn khi bắt đầu có lãi nhỏ. Tuy nhiên, HPG sẽ phải tiếp tục đầu tư trang trại lợn trong năm tới, và các nhà máy mới cần thời gian để vận hành trơn tru do chưa có kinh nghiệm. Theo đó, chúng tôi cho rằng mảng nông nghiệp sẽ chưa thể đem lại nhiều kết quả khả quan trong ít nhất 2-3 năm tới.

Điểm rơi lợi nhuận tập trung trong năm 2018. Chúng tôi đánh giá năm 2017 là một năm chững lại của HPG khi các dự án mới đều đang trong giai đoạn đầu tư và dự kiến cuối năm 2017 và đầu năm 2018 mới hoàn thành, bao gồm các dự án (1) nâng công suất ống thép lên 80%, (2) dự án nhà máy tôn mạ, (3) dự án Mandarin Garden 2 bắt đầu ghi nhận doanh thu.

- (1) **Nâng công suất sản xuất ống thép.** Tới giữa năm 2017, dự án mở rộng nhà máy ống thép tại Đà Nẵng và Bình Dương sẽ hoàn thành theo kế hoạch, nâng tổng công suất lên tới khoảng 900.000 tấn/năm (+80%). Trong tình hình tiêu thụ đạt hơn 90% sản xuất, việc mở rộng công suất sản xuất ống sẽ mang lại động lực tăng trưởng mới cho HPG trong mảng ống thép. Chúng tôi kỳ vọng HPG có thể tiêu thụ 550.000 tấn ống thép trong năm 2017, và 800.000 tấn ống thép trong năm 2018.
- (2) **Dự án nhà máy tôn mạ màu.** Nhà máy tôn mạ màu công suất 400.000 tấn/năm dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2018, tạo ra động lực tăng trưởng doanh thu cho HPG khi công suất từ khu liên hợp đã đạt tối đa. Chúng tôi thận trọng đối với mảng tôn mạ bởi (a) HPG chưa có kinh nghiệm đối với tôn mạ so với các đối thủ trong ngành là HSG, NKG, (b) miền Bắc hiện chưa phải thị trường lý tưởng cho tiêu thụ mặt hàng tôn mạ. Do đó, trong năm đầu tiên, chúng tôi kỳ vọng HPG có thể tiêu thụ khoảng 350.000 tấn tôn mạ các loại (~85% công suất thiết kế).
- (3) **Nguồn thu mới từ BĐS.** Theo dự kiến từ HPG, những phần doanh thu đầu tiên từ dự án Mandarin Garden 2 sẽ được ghi nhận trong năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng, với mức giá khoảng 25 triệu/m², HPG có thể thu được 1.800 tỷ đồng DTT từ dự án này trong năm 2018.

Dự án thép 3 tỷ USD tại khu kinh tế Dung Quất mở ra triển vọng tăng trưởng mới cho mảng thép. Hiện nay, lãnh đạo HPG cho biết sẽ không mở rộng khu liên hợp gang thép Hải Dương, mà thay vào đó sẽ tiếp quản dự án liên hợp thép Quảng Ngãi Quang Lian. Dự kiến, dự án này sẽ có tổng công suất 4 triệu tấn/năm, giai đoạn 1 được triển khai từ năm 2017-2019, với công suất 2 triệu tấn thép dài, và dự án giai đoạn 2 sẽ sản xuất 2 triệu tấn/năm sản phẩm thép dẹt cán nóng. Bên cạnh đó, dự án này đang được đề xuất hưởng ưu đãi thuế 10%/năm và được miễn tiền thuê đất tối đa 18 năm.

Dự báo cho năm 2017, chúng tôi dựa trên những giả định chính bao gồm (1) sản lượng bán hàng thép xây dựng đạt 1,9 triệu tấn, (2) giá thép xây dựng đạt 10,9 triệu đồng/tấn với biên lợi nhuận gộp mảng thép đạt khoảng 24%, (3) các mảng khác tăng trưởng nhẹ 10%. Theo đó, HPG có thể đạt 37.365 tỷ đồng

DTT và 5.895 tỷ đồng LNST. Theo đó EPS ước đạt 6.958 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với HPG, giá mục tiêu trong 1 năm tới ước đạt 53.707 đồng/cp.

2. CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HOSE: HSG)

KQKD NĐTC 2015-2016

Lũy kế cả NĐTC 2015-2016, DTT đạt 17.893 tỷ đồng (+2,4% yoy, 125,3% KH), LNST tăng trưởng đột biến với 1.501 tỷ đồng (+129,9% KH, 227,4% KH). Biên lợi nhuận gộp mở rộng mạnh, đạt 23,3%, tăng mạnh so với con số kỳ trước chỉ đạt 14,9%. **Sự mở rộng của biên lợi nhuận đến từ việc điều chỉnh chính sách tồn kho hợp lý**, tăng cường nhập kho HRC khi giá rẻ từ đầu năm dẫn tới giá vốn được duy trì ở mức thấp.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh. Trong NĐTC 2015-2016, chi phí bán hàng tăng mạnh 27,6% yoy và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 79,3% yoy. Theo đó, tỷ lệ SG&A/DTT đạt 11,3%, tăng mạnh so với mức 7,9% kỳ trước. Chúng tôi cho rằng, việc chi phí bán hàng và quản lý tăng nhanh hơn doanh thu là bởi (1) giá bán tôn giảm, và công ty cố gắng đẩy mạnh sản lượng bán hàng khiến doanh thu không có nhiều biến động, (2) công ty liên tiếp mở rộng đại lý trong năm, với tổng số đại lý đạt 212 đại lý trong quý 3/2016.

Chi phí tài chính giảm nhẹ nhờ (1) chi phí lãi vay giảm, (2) lỗ tỷ giá không còn lớn.

Triển vọng 2017

Mở rộng hệ thống đại lý. Như chúng tôi đã phân tích ở trên, cạnh tranh trong ngành tôn mạ phụ thuộc vào khả năng quản trị tồn kho và mạng lưới bán hàng. HSG là doanh nghiệp tôn mạ có hệ thống phân phối hàng đầu với 212 đại lý trực thuộc (9T2016). Trong năm tới, HSG tiếp tục có kế hoạch mở rộng số đại lý lên 300 và tiến đến các khu vực miền trung và miền bắc. Chúng tôi cho rằng, khả năng cao HSG đã có cái nhìn thận trọng hơn đối với thị trường xuất khẩu và bắt đầu chiến lược mở rộng thị trường nội địa làm hoạt động cốt lõi chính.

Tăng cường công suất tại nhà máy Hà Nam và Bình Định. Đầu năm 2017, nhà máy ống thép và ống nhựa Hà Nam và nhà máy tôn mạ Nhơn Hội (Bình Định) sẽ đi vào hoạt động.

Sản phẩm	Công suất	Nhà máy
Tôn mạ	270.000 tấn/năm	Nhơn Hội
Ống thép	250.000 tấn/năm	Hà Nam
Ống nhựa	39.000 tấn/năm	Hà Nam

Nguồn: HSG

Khi nhà máy Hà Nam đi vào hoạt động, công suất sản xuất ống thép lên tới hơn 600.000 tấn/năm, chỉ đứng sau HPG khi đã hoàn thành công suất (900.000 tấn/năm). Đồng thời, công suất ống nhựa đạt 54.000 tấn/năm, bằng 60% công suất của BMP. Việc đặt nhà máy ở khu vực miền trung và miền bắc phù hợp với chiến lược mở rộng hệ thống đại lý của HSG trong năm 2017.

Dự trữ tồn kho lớn. Cuối quý 3/2016 (quý 4 NĐTC 2015-2016), HSG đã ghi nhận một lượng tồn kho khá lớn, đạt hơn 4.500 tỷ đồng. Trong đó, lượng nguyên liệu và hàng hóa đi kèm đạt 2.714 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao khả năng HSG mạnh tay dự trữ tồn kho để tận hưởng giá vốn rẻ khi giá HRC tăng. Theo ước tính của chúng tôi, với mức giá HRC trung bình quý 3 đạt 371 USD/tấn, sản lượng HRC trữ kho của HSG lên tới 320.000 tấn, tương đương khoảng 1 quý sản xuất. Với mức giá HRC

tăng 22,6% ytd gần đây, quý 1 NĐTC 2016-2017 sẽ khá khả quan.

Khu liên hợp thép Cà Ná tạo ra động lực tăng trưởng mới. Phân kỳ 1 của dự án dự kiến được triển khai từ 2017-2018, công suất sản xuất thép đạt 1,5 triệu tấn/năm với công nghệ lò cao. Tổng vốn đầu tư cho phân kỳ này ước đạt 500 triệu USD (11.150 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng, *hiệu ứng từ dự án này tạm thời sẽ chưa đem lại nhiều kết quả về lợi nhuận trong 1-2 năm tới do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư*. Tuy nhiên, dự án có thể gây ra gánh nặng về vay nợ, và tạo ra nhu cầu tăng vốn đối với tập đoàn. Chúng tôi tạm thời chưa đưa dự án vào định giá đối với HSG trong năm tới.

Dự báo cho năm 2017, chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu 21.495 tỷ đồng (+22% yoy) và LNST đạt 1.400 tỷ đồng (+4% yoy) là khá thận trọng bởi (1) HSG sẽ mở rộng thị trường tôn mạ ra miền bắc và miền trung và tăng công suất tại các nhà máy tại khu vực này, với tổng công suất tăng thêm 250.000 tấn ống thép, 39.000 tấn ống nhựa và 270.000 tấn tôn mạ, lượng doanh thu tăng thêm có thể lên tới 4.000-5.000 tỷ khi các nhà máy chạy 80% công suất, (2) biên lợi nhuận năm tới được dự báo sẽ tiếp tục mở rộng nhờ chính sách điều chỉnh tồn kho hợp lý ngay trong quý đầu tiên. Chúng tôi cho rằng, HSG có thể đạt khoảng 22.300 tỷ đồng DTT (+25% yoy) và 1.700 tỷ đồng LNST (+15,4% yoy). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với HSG với mức giá mục tiêu 48.000 đồng/cp.

-----**Hết**-----

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:

Lý Hoàng Anh Thi
Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang
Chuyên viên phân tích
ldquang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng Đại diện Bình Dương	314 Đại Lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương. ĐT: (+84-650) 385 5771
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630