

Đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG** Ngành **THÉP**

Nội dung

1. Tổng quan ngành thép
2. Ngành thép Việt Nam
3. Tình hình tài chính các doanh nghiệp thép
4. Định giá
5. Cổ phiếu khuyến nghị

Hoàng Thế Trung, CPA VN

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1457

trung.ht@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Phát triển bền vững

Quan điểm đầu tư:

- Ngành thép là ngành kinh tế cơ sở quan trọng của mỗi quốc gia. Sản phẩm thép phục vụ cho phát triển kinh tế, đặc biệt là quốc gia đang ở giai đoạn đầu của quá trình phát triển kinh tế như Việt Nam. Mức tiêu thụ thép bình quân đầu người Việt Nam chỉ mới 195kg/ người, mức thấp so với thế giới là 208kg/ người.
- Các chính sách bảo hộ của nhà nước như thuế tự vệ, thuế chống phá giá sẽ trợ giúp tốt trong ngắn hạn cho các công ty thép nội địa, cung cấp thêm thời gian cho các doanh nghiệp nội địa gia tăng năng lực sản xuất và khả năng cạnh tranh trước khi các hiệp định thương mại dần có hiệu lực.
- Ngược với ngành thép thế giới, hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của các doanh nghiệp thép Việt Nam cải thiện mạnh trong 10 năm qua đã tăng trưởng mạnh của kinh tế nội địa.
- Định giá cổ phiếu ngành thép đang khá thấp so với các ngành liên quan như bất động sản và vật liệu xây dựng khác. P/E thép chỉ khoảng 5,5 lần so với trung bình là 10 của các ngành vật liệu xây dựng và 20 của bất động sản.

Rủi ro:

- Ngành thép thế giới đang có sự dư cung trong dài hạn. Bên cạnh đó, các công ty lớn trên thế giới liên tục mở rộng công suất bằng vay nợ có thể dẫn đến rủi ro suy thoái ngành thép sẽ kéo dài. Từ đó tác động tiêu cực với ngành thép Việt Nam.
- Ngoại trừ thép xây dựng, ngành tôn mạ thép Việt Nam mới chỉ dừng ở khâu cán nguội CRC trở về sau, có biên lợi nhuận thấp, trong khi ngành thép chế tạo chưa phát triển do các doanh nghiệp chế biến chế tạo nội địa còn yếu và khó tham gia vào chuỗi cung ứng của các doanh nghiệp FDI.
- Với chính sách mở cửa và các hiệp định tự do FTA, nhà nước sẽ giảm dần sự bảo hộ với ngành thép. Sau 2020, các doanh nghiệp phải tự nâng cao khả năng cạnh tranh để gia nhập sân chơi toàn cầu.
- Cổ phiếu khuyến nghị: **HPG, HSG và NKG**

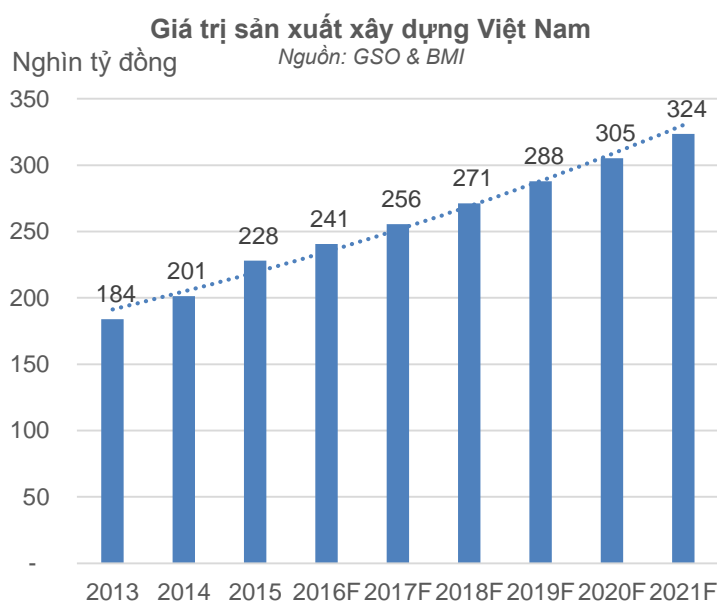
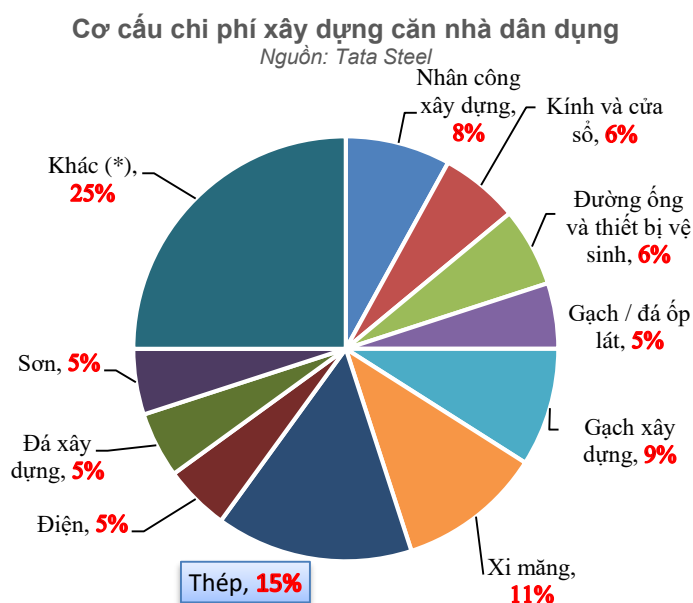
I. Tổng quan ngành thép

1. Vị trí và tiềm năng ngành thép

Ngành thép là một trong các ngành kinh tế cơ sở quan trọng nhất, là một trong những ngành kinh tế thu hút một lượng vốn đầu tư lớn, vừa đóng vai trò tập hợp vốn, kiến thức và công nghệ, và sau đó là nguồn của các sáng tạo trong công nghệ và quản lý cho các ngành liên quan. Sản phẩm sắt thép là nguyên liệu đầu vào cơ bản của hầu hết các ngành công nghiệp trọng điểm như ngành công nghiệp sản xuất xe hơi, phương tiện giao thông vận tải, ngành đóng tàu, containers, ngành điện máy gia dụng, ngành xây dựng ...

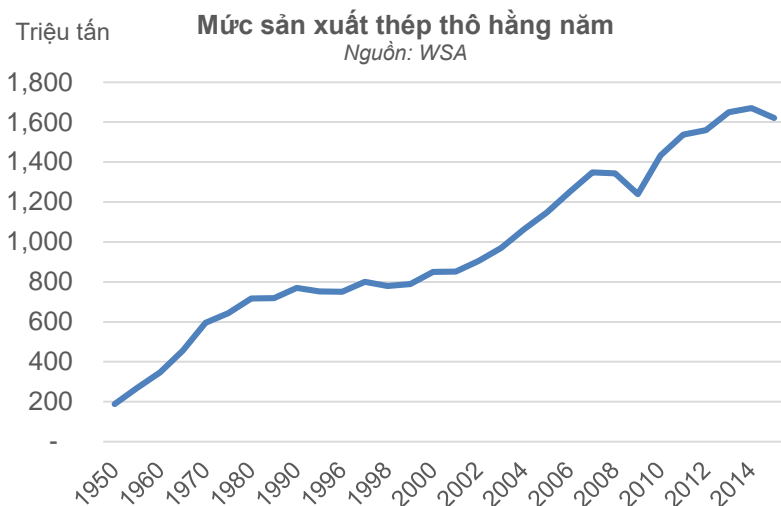
Các điển hình thành công của các quốc gia phát triển trong thế kỷ 20 như thép Nippon của Nhật Bản, thép Posco của Hàn Quốc, thép Hà Bắc của Trung Quốc... đều xây dựng được các tổ hợp sản xuất thép quy mô lớn để phát triển kinh tế.

Đối với ngành thép xây dựng, theo Tata Steel ước tính, chi phí **thép chiếm 15% tổng chi phí** trong giá trị một công trình nhà ở. Theo dự đoán của BMI, giá trị ngành xây dựng Việt Nam sẽ có mức **tăng trưởng hằng năm khoảng 6% đến năm 2021**. Cùng với sự hồi phục mạnh mẽ của thị trường bất động sản từ giữa năm 2014 -2016 dẫn đến nhu cầu đối với các vật liệu xây dựng như thép được dự đoán sẽ tăng cao trong 2-3 năm tới. **Chúng tôi cho rằng nhu cầu ngành thép Việt Nam sẽ tăng khoảng 10-12%/năm như Hiệp hội thép Việt Nam VSA dự báo.**



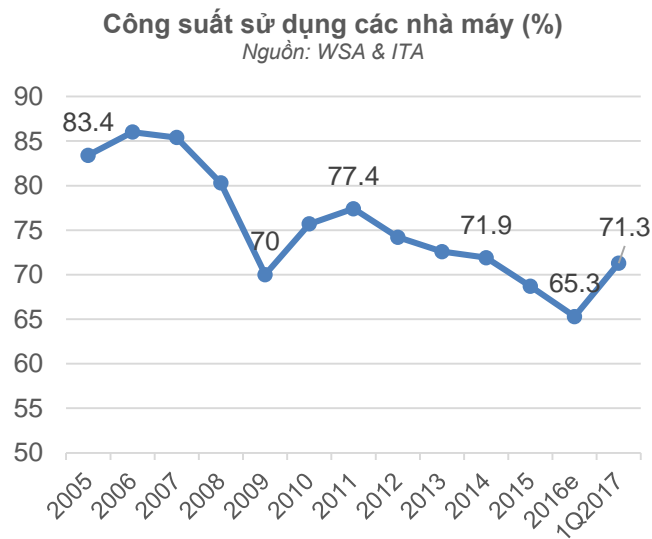
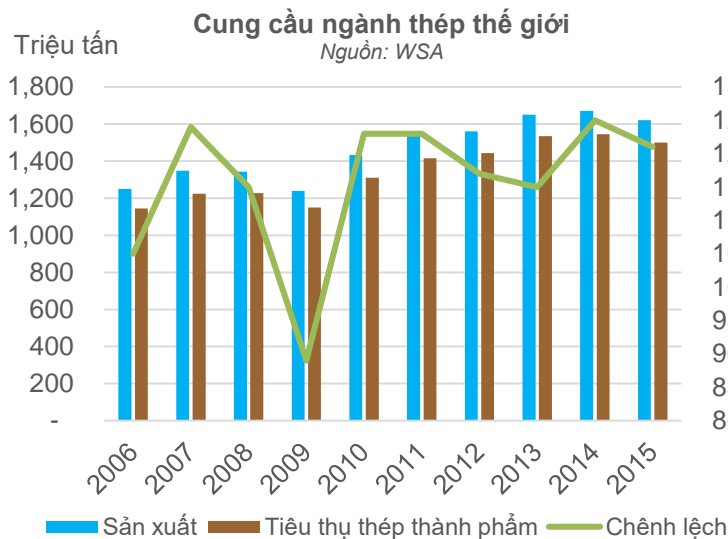
2. Cung cầu ngành thép thế giới

Theo báo cáo hiệp hội thép thế giới (WSA), trong 60 năm qua thì ngành thép thế giới có sự tăng trưởng rất nhanh, từ sản lượng 189 triệu tấn thép năm 1950 lên mức 1,621 triệu tấn năm 2015. Trong đó 2 giai đoạn phát triển nhanh nhất của ngành thép là thời gian 1950-1965 tăng trưởng khoảng 6%/năm (nhờ Nhật Bản và Hàn Quốc), và 1995-2010 tăng trưởng 4.4%/ năm (nhờ Trung Quốc).

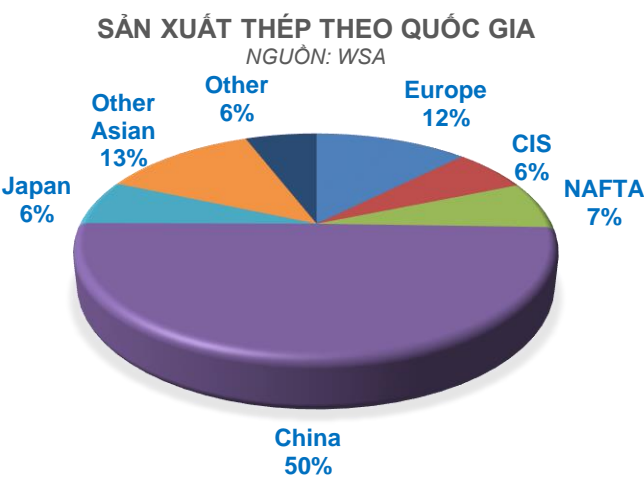


Tăng trưởng % /năm	
Năm	%
1950-55	7.4
1955-60	5.1
1960-65	5.6
1965-70	1.6
1970-75	1.6
1975-80	2.2
1980-85	0.1
1985-90	1.4
1990-95	0.5
1995-00	2.5
2000-05	6.2
2005-10	4.5
2010-15	2.5

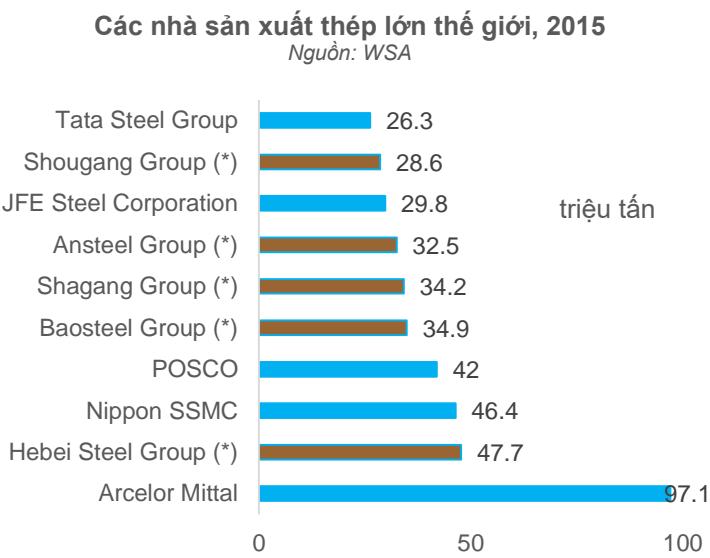
Nguyên nhân của sự phát triển ngành thép như trên là do sự phát triển của nền kinh tế thế giới, cùng với đó là nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng ngày càng tăng (đặc biệt tại Trung Quốc). Tuy nhiên, tốc độ tăng của nhu cầu sử dụng luôn thấp hơn mức sản xuất của thế giới. **Mặc dù sản lượng sản xuất nhà máy thép trên thế giới chỉ khoảng 60%-70% tổng công suất nhưng mỗi năm thế giới sản xuất thừa khoảng 110 triệu tấn thép. Chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung của ngành thép sẽ chưa được cải thiện trong thời gian ngắn.**



Thị trường thép bùng nổ là do Trung Quốc, chiếm hơn phân nửa thị trường thép thế giới với vị thế là người sản xuất và tiêu thụ lớn nhất. Năm 2015, Trung Quốc sản xuất 803 triệu tấn thép (chiếm 50% sản lượng thế giới) nhưng chỉ tiêu thụ 672 triệu tấn thép (chiếm 45% tiêu thụ thế giới).



Theo WSA, Trung Quốc có 5 trong số 10 nhà sản xuất thép có công suất lớn nhất thế giới.

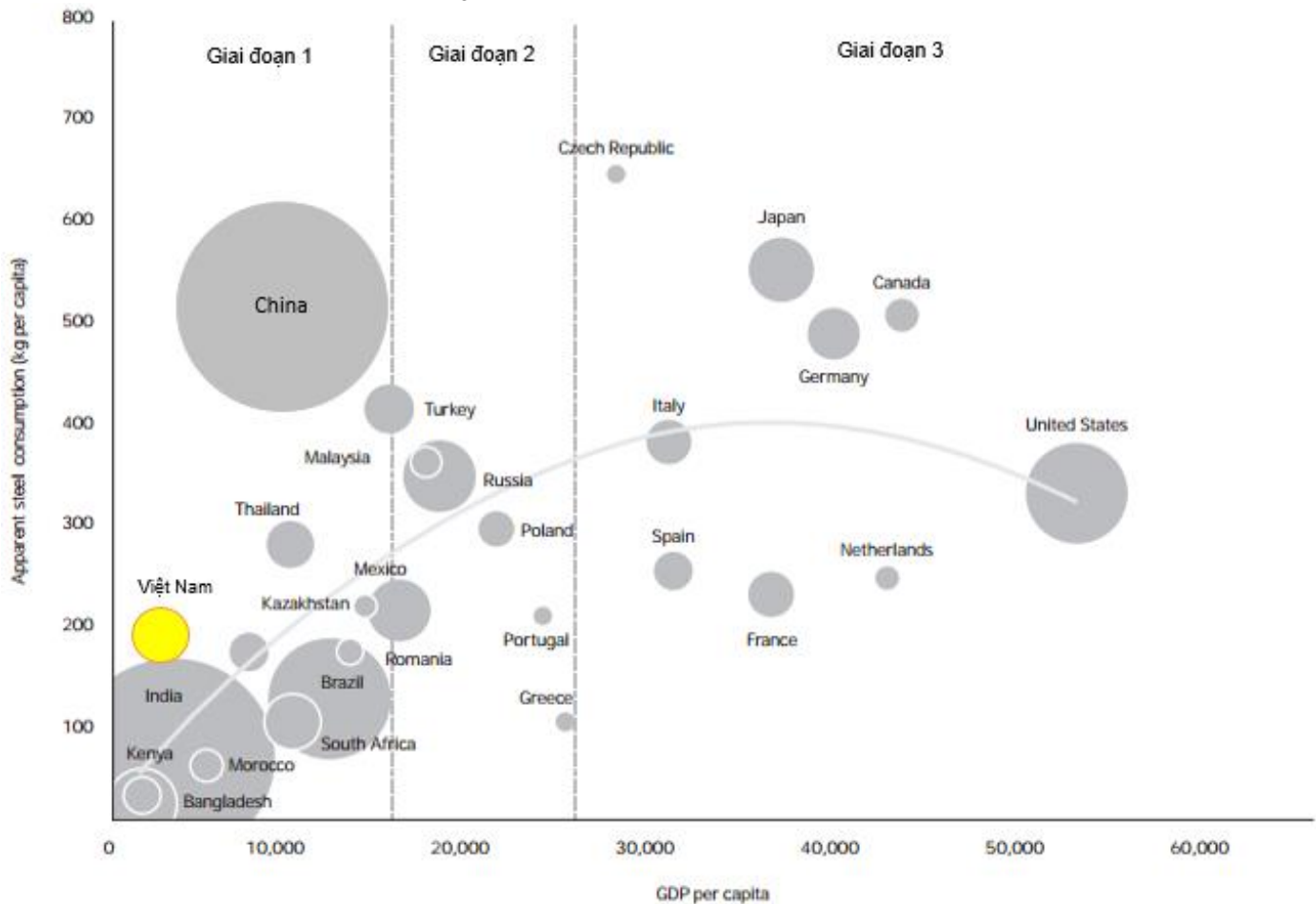


(*): Công ty Trung Quốc

3. Các giai đoạn ngành thép

Các giai đoạn nhu cầu sử dụng thép / người tương quan với GDP / người

Nguồn: Carlos Bremer – E&Y Global steel 2014



Theo nghiên cứu của E&Y, nhu cầu sử dụng thép sẽ bắt đầu giảm khi thu nhập bình quân GDP/người đạt 15,000-20,000 USD/người. Tương ứng sự phát triển ngành thép sẽ chia làm 3 giai đoạn.

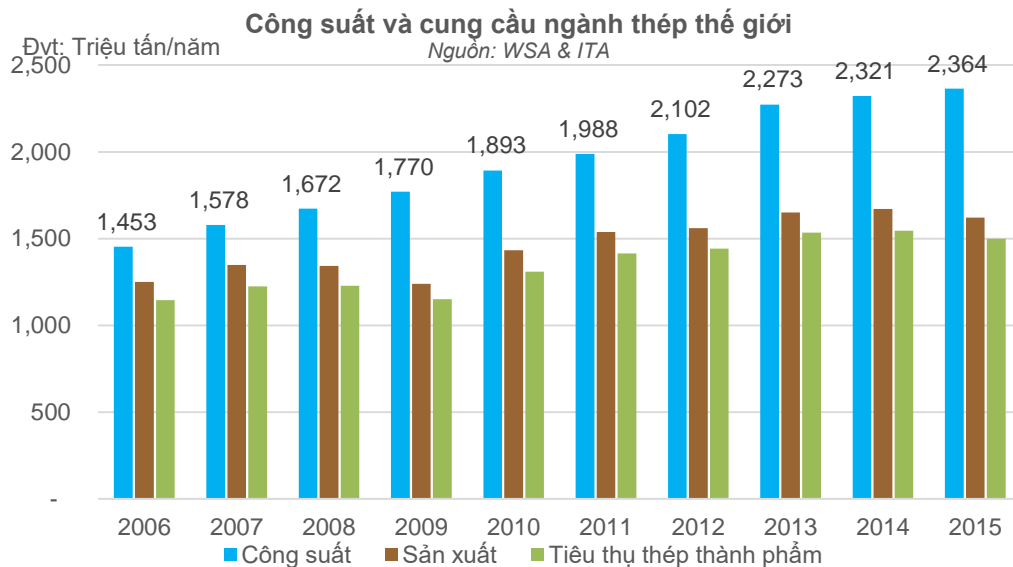
Giai đoạn 1 là nhu cầu thép cao do nhu cầu lớn từ xây dựng và đầu tư hạ tầng, hầu hết thép sử dụng là thép xây dựng. Giai đoạn 2, tăng trưởng do người tiêu dùng làm động lực, có gia tăng nhu cầu sử dụng thép chế tạo. Giai đoạn 3 nhu cầu sẽ ổn định và giảm, động lực tăng tiêu thụ thép đến từ thép chế tạo máy móc, sản phẩm kim loại và ô tô.

Với mức tiêu thụ bình quân thép 195kg/ người và GDP/ người 2,111 USD năm 2015, **chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn còn đang ở điểm khởi đầu của giai đoạn 1 chu kỳ tăng trưởng ngành thép.** Theo đó tiềm năng phát triển tiêu thụ thép ở Việt Nam còn lớn trong thời gian tới, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp đầu ngành.

4. Cạnh tranh mở rộng công suất – cuộc chơi khốc liệt

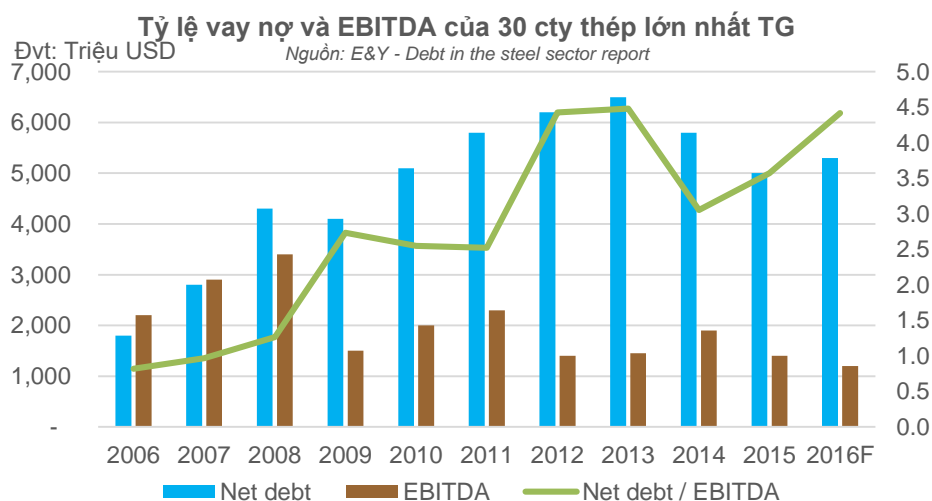
Trong 2 chiến lược cạnh tranh theo lý thuyết của Porter gồm: chiến lược sự khác biệt sản phẩm và chiến lược dẫn đầu về chi phí. Với ngành thép có tính kinh tế theo quy mô cao thì đa số các công ty thép hiện nay đang sử dụng chiến lược cạnh tranh dẫn đầu về chi phí bằng cách liên tục đầu tư gia tăng công suất.

Các công ty thép liên tục tái đầu tư xây dựng các khu liên hợp sản xuất mới với công suất mở rộng, đồng thời khép kín được quy trình sản xuất để hạ giá thành. Trong khi sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng 30% trong 10 năm, công suất tăng 62%. Theo WSA, công suất nhà máy thép thế giới được mở rộng liên tục trong 10 năm qua, đạt công suất 2,364 triệu tấn/năm, vượt quá 800 triệu tấn so với mức sản xuất thực tế là 1,621 triệu tấn năm 2015.



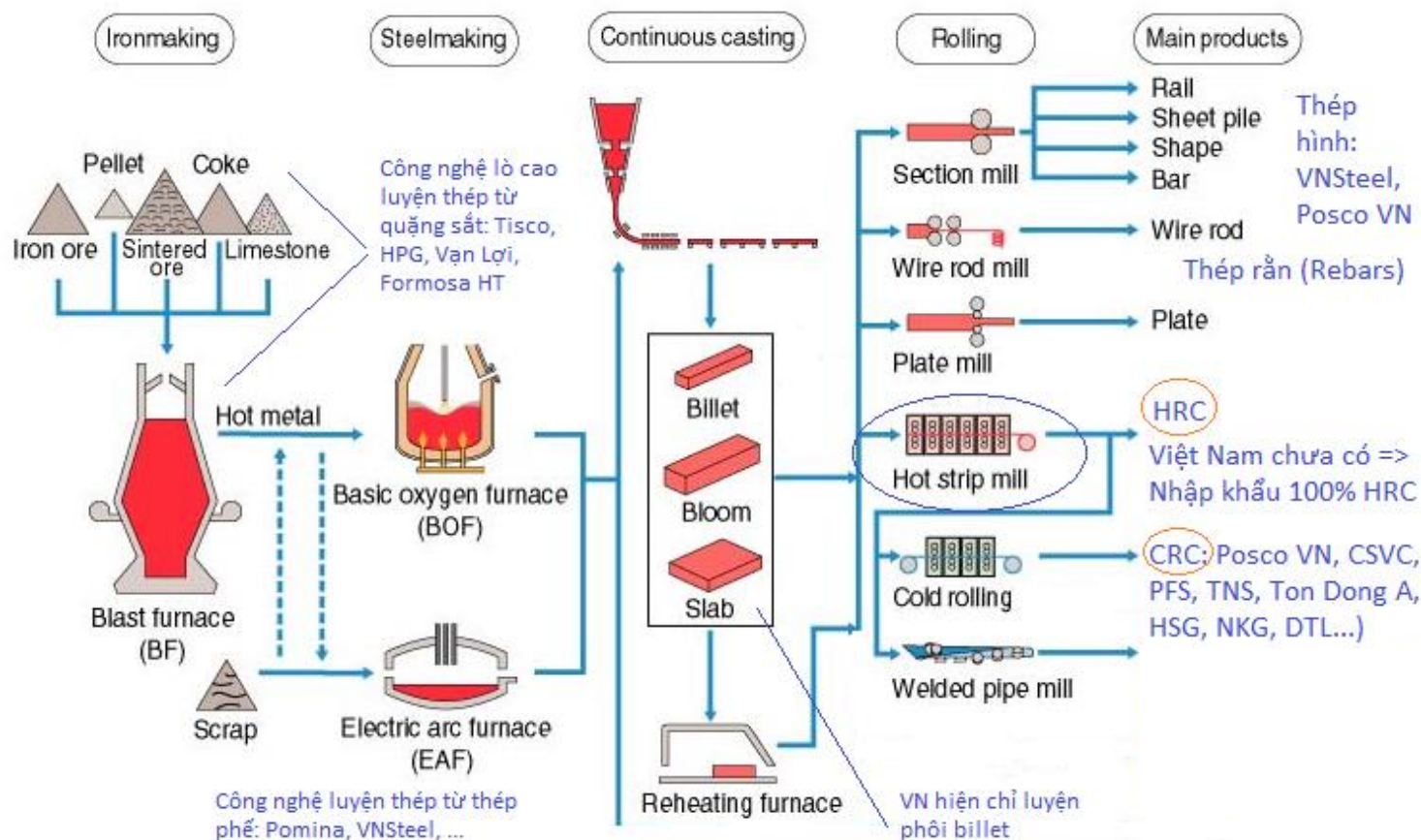
Tuy nhiên nguồn lực để mở rộng công suất các nhà máy không dựa vào lợi nhuận tái đầu tư mà hầu hết là đến từ vay nợ. Số liệu tổng hợp bởi E&Y trong 10 năm qua cho thấy lợi nhuận EBITDA trung bình các doanh nghiệp thép sụt giảm đáng kể từ mức cao nhất 3.4 tỷ USD của năm 2008. Từ sau khủng hoảng tài chính 2008, EBITDA trung bình của 30 công ty thép lớn nhất chỉ dao động từ 1 đến 1.5 tỷ USD/năm. Để tài trợ mức tốc độ mở rộng đó, nợ ròng tăng lên mức 5.3 tỷ USD năm 2016 từ mức 4.3 tỷ USD năm 2008, làm cho tỷ số nợ ròng / EBITDA lên mức 4.5 lần từ 1.3 lần.

Chúng tôi cho rằng các công ty thép lớn đang gặp rủi ro tài chính lớn khi liên tục cạnh tranh bằng mở rộng công suất trong một thị trường đang bị dư nguồn cung. Tình trạng khủng hoảng hiện tại của ngành có thể tiếp tục kéo dài trong nhiều năm tới



II. Ngành thép Việt Nam

1. Chuỗi giá trị ngành thép Việt Nam



Nguồn: vssi.com.vn

Quy trình sản xuất thép có 4 công đoạn chính như sau: Luyện gang, luyện thép, đúc thép và cán thép.

1.1 Công đoạn 1: Luyện gang- Iron making

Quá trình sản xuất này sử dụng lò cao Blast Furnace: Ở công đoạn lò cao này người ta sử dụng các nguyên liệu đầu vào như: Quặng sắt (iron ore), than cốc (coke) và đá vôi (lime stone). Sản phẩm là: gang lỏng hoặc gang đúc (pig iron).

Hiện tại nước ta có khoảng 7 lò cao đang hoạt động. 3 lò cỡ vừa (từ 100m³) như Thép Thái Nguyên, Việt Trung, Hòa Phát có lò 450-550m³, còn lại là cỡ nhỏ (dưới 100m³). Tổng công suất thiết kế khoảng 2.85 triệu tấn năm. Ngoài ra, Việt Nam có 1 lò cỡ lớn của Formosa Hà Tĩnh dung tích 4,350m³ hiện đang chạy thử nghiệm.



Dung tích các lò cao ở Việt Nam và các nước khác

Nguồn: GMS (2013) & Fulbright economics teaching program

Việt Nam		So với các nước	
Doanh nghiệp	Dung tích (m ³)	Quốc gia	Dung tích (m ³)
1) Lò cao đang hoạt động		1) Trung Quốc	
Gang thép Thái Nguyên	120	43 lò cao lớn	1,000-4,350
Gang thép Cao Bằng	2 x 22	289 lò cao vừa	>100
Khoáng sản 30/4	50	2,889 lò cao nhỏ	<100
Gia Sàng	22		
Cầm Giăng	25	2) Nhật Bản	
Thép Hòa Phát	1 x 350 - 1 x 450	13 lò cao siêu lớn	>5,000
Thép Việt Trung	550	14 lò cao lớn	<5,000
2) Lò cao đang xây dựng (*)			
Gang thép Thái Nguyên GĐ 2	550		
Formosa Hà Tĩnh	4,350		

(*) Chúng tôi chưa thống kê lò cao Hòa Phát đang dự định xây dựng ở Dung Quất

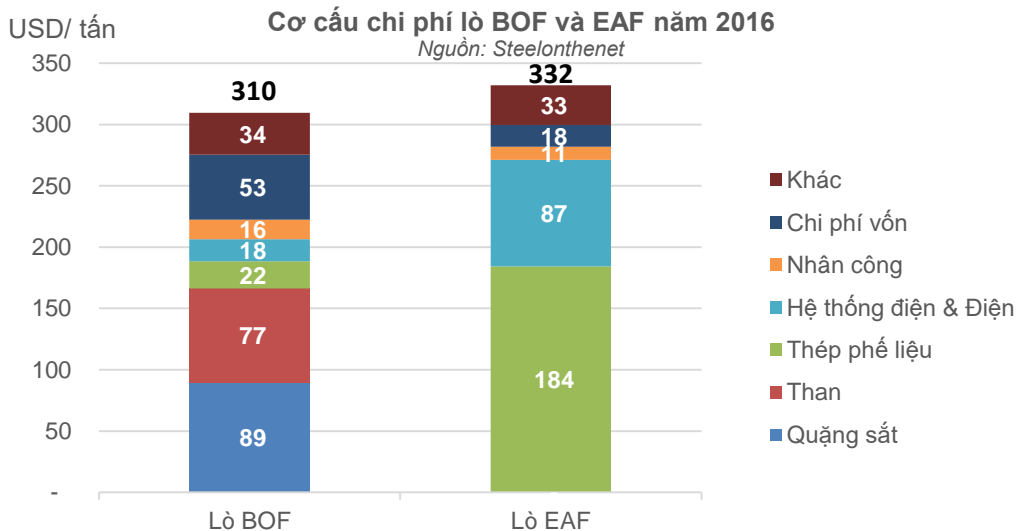
1.2 Công đoạn 2: Luyện thép- Steel making

Ở Việt Nam, tổng công suất thiết kế các lò luyện thép là 12.6 triệu tấn/ năm có hai nhánh công nghệ luyện thép chính là:

- Luyện thép từ gang lỏng và gang thổi, sử dụng lò thổi oxy BOF (Basic oxygen furnace): Các công ty có công nghệ này là Thép Thái Nguyên, Việt Trung, Hòa Phát và sắp tới là Formosa Hà Tĩnh.
- Luyện thép từ sắt thép phế liệu (scrap steel) và gang thổi bằng phương pháp lò luyện hồ quang (EAF-Electrical Arc Furnace): 34 lò ở các công ty Pomina, VNSteel, Vạn Lợi...

Ngoài ra còn có các công ty sử dụng lò luyện cảm ứng IF có công suất nhỏ dưới 50 tấn như: Thép Việt Nhật, An Hưng Tường, Thép Dana-Y...

Thống kê Steelonthenet, cho thấy các doanh nghiệp sử dụng lò BOF có lợi thế cạnh tranh cao hơn các doanh nghiệp sử dụng công nghệ lò hồ quang EAF, do các **chi phí lò BOF sẽ thấp hơn 7,5% so với lò EAF. Những doanh nghiệp khép kín được quy trình sản xuất như Hòa Phát, Formosa Hà Tĩnh sẽ có lợi thế cạnh tranh lâu dài.** Tuy nhiên chúng tôi cho rằng Thép Thái Nguyên và Thép Việt Trung sẽ không có khả năng cạnh tranh vì tính trì trệ của doanh nghiệp nhà nước.





1.3 Công đoạn 3: Đúc thép- Continuous Casting

Đặc trưng đó là máy đúc liên tục Continuous Casting Machine.

Quá trình đúc thép cho ra phôi thép dưới ba hình dạng: phôi Billet là loại phôi vuông thường có tiết diện 120x120, 130x130, 150x150 dài 12m, dùng để cán thành thép dài; phôi Slab có kích thước lớn hơn billet, có tiết diện mặt cắt ngang hình chữ nhật, dùng để cán thành thép tấm; phôi Bloom là loại phôi gần giống billet nhưng có kích thước lớn hơn.

Các công ty có công nghệ này như Hòa Phát, Pomina, Thái Nguyên, Việt Trung, VNSteel, Việt Nhật, ...

1.4 Công đoạn 4: Cán thép – Steel Rolling

Ngành cán thép được phân làm hai loại: Cán nóng và cán nguội

Cán nóng: Phôi được gia nhiệt lại (reheat) trước khi đưa vào máy cán để cán ra các sản phẩm thép:

- Máy cán thép hình Section mill cho ra các sản phẩm thép chữ H, I, U, V...
- Máy kéo thép dây wire rod: cho ra thép tròn xây dựng
- Máy cán thép rebar cho ra thép vằn xây dựng
- Máy cán thép tấm plate mill cho ra thép tấm cán nóng (dạng tấm)
- Phôi Slab được dùng cho máy cán hot strip mill sản xuất thép cán nóng dạng cuộn (HRC).

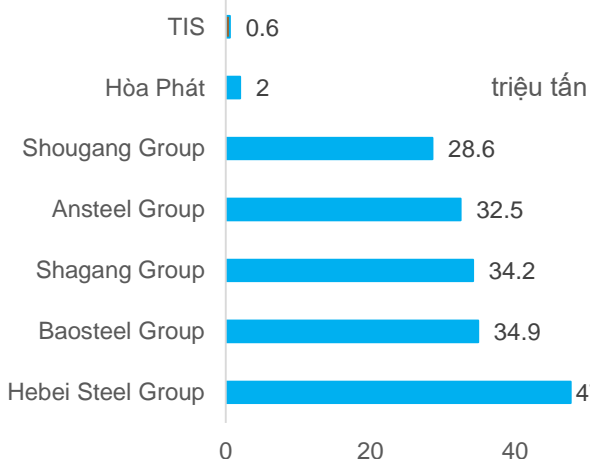
Cán nguội: cán thép tại nhiệt độ phòng, không gia nhiệt nguyên liệu. Người ta sử dụng thép cán nóng HRC để sản xuất thép cán nguội CRC.

2. Khả năng cạnh tranh ngành thép Việt Nam

Ngành thép Việt Nam nhìn chung có sức cạnh tranh yếu hơn so với các nước sản xuất lớn trên thế giới, đặc biệt là Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu là do quy mô nhà máy của Việt Nam quá thấp so với Trung Quốc dẫn đến khó cạnh tranh về chi phí. Kết quả là mặc dù các công ty trong nước sản xuất nhiều hơn nhu cầu nội địa nhưng Việt Nam vẫn nhập khẩu thép của thế giới. Việt Nam nhập khẩu ròng 19.9 triệu tấn thép tương ứng 8 tỷ USD năm 2016.

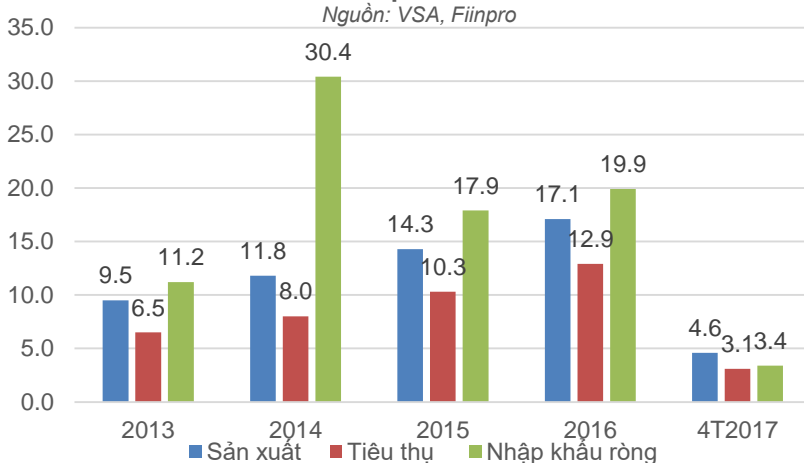
Công suất Việt Nam so với Trung Quốc

Nguồn: WSA & KISVN



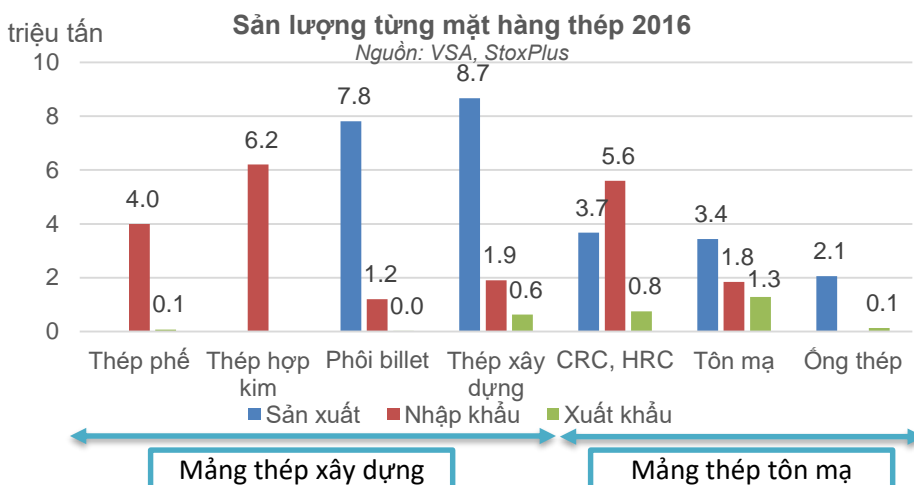
Lượng thép sản xuất - tiêu thụ - nhập khẩu ròng Việt Nam

Nguồn: VSA, Fiinpro



Ngoài nguyên nhân do năng lực cạnh tranh kém, sự mất cân đối trong các phân khúc sản phẩm thép cũng làm tăng nhập khẩu thép của Việt Nam. Theo VSA, Việt Nam đã đáp ứng được công suất nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng, thép cán nguội, ống thép và tôn mạ. Trong khi đó, ngành thép Việt Nam lại thiếu sản phẩm thép cuộn cán nóng (HRC) và sản phẩm thép chất lượng cao cho ngành thép chế tạo.

Trong cơ cấu nhập khẩu thép, thép HRC – CRC nhập khẩu 5.6 triệu tấn (chiếm 24% tổng sản lượng nhập khẩu) và thép hợp kim nhập khẩu 6.2 triệu tấn (chiếm 27%). Đây là 2 sản phẩm mà Việt Nam hiện không sản xuất được.



Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình hình nhập siêu thép sẽ giảm trong thời gian tới nhờ sự đầu tư của các nhà máy thép mới có sản xuất HRC. Formosa Hà Tĩnh hiện đang chạy thử lò cao giai đoạn 1 vào 6/2017, theo kế hoạch FHS có công suất 7.5 triệu tấn thép sẽ hạn chế nhập siêu thép cán nóng HRC của Việt Nam. Ngoài ra, Hòa Phát cũng đang thực hiện dự án khu liên hợp thép Dung Quất với công suất kế hoạch 2 triệu tấn thép dài và 2 triệu tấn HRC mỗi năm.

2.1 Cạnh tranh thép xây dựng

2.1.1 Thép dài

a) Thực trạng:

Công suất nhà máy thép Việt Nam không lớn nên không cạnh tranh được về chi phí với các nước khác. Có thời điểm các nhà máy mua phôi thép nhập khẩu do chi phí sản xuất phôi từ EAF cao hơn. Ngoài ra chi phí điện, chiếm 26% chi phí sản xuất, đang được chính phủ đưa lộ trình tăng giá hằng năm làm giảm đáng kể sức cạnh tranh các doanh nghiệp thép sản xuất theo lò EAF. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sản xuất thép quy mô nhỏ và dùng lò EAF sẽ gặp nhiều khó khăn trong tương lai.

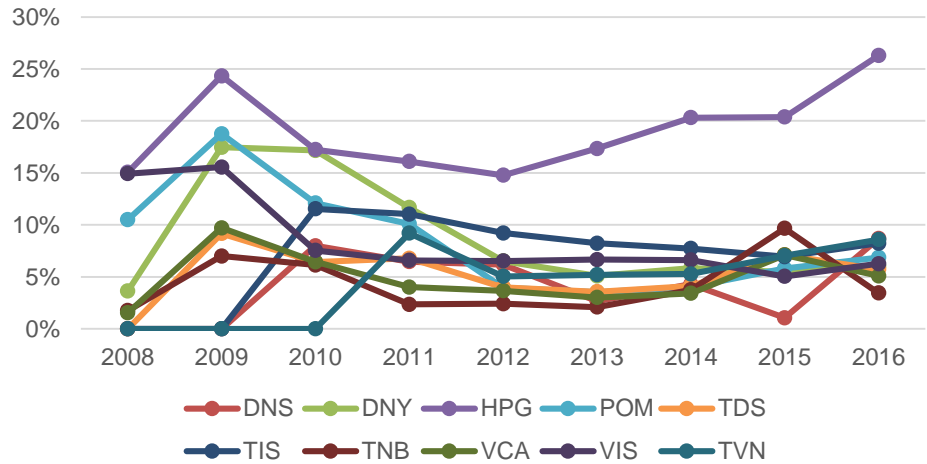
Tuy nhiên điểm sáng là sự vươn lên của Hòa Phát, với quy trình sản xuất theo lò luyện oxy BOF khép kín hoàn chỉnh nên có được sự cạnh tranh tốt hơn. Qua bảng tỷ lệ lãi gộp 10 năm gần đây, Hòa Phát có tỷ lệ lãi gộp duy trì mức cao 15-20% do đầu vào đi từ quặng trong khi các công ty khác có lãi gộp chỉ khoảng 10%.

Phân tích cạnh tranh của Hòa Phát ngoài lợi thế công nghệ sản xuất khép kín, Hòa Phát cũng là người hưởng lợi duy nhất về chính sách cấm xuất khẩu quặng sắt nhằm phục vụ sản xuất thép trong nước (chỉ thị 02/CT-TTg ngày 9/1/2012). Trong giai đoạn

2012-2016, Hòa Phát là người mua duy nhất của các doanh nghiệp quặng sắt trong nước (Thép Thái Nguyên và Thép Việt Trung tự khai thác quặng sắt mà không mua ngoài), chính vì vậy Hòa Phát có được lợi thế rất lớn khi mua nguyên liệu đầu vào dẫn đến mức lãi gộp của Hòa Phát luôn ở mức cao. Tuy nhiên, từ 2017 thì Formosa Hà Tĩnh đã đi vào hoạt động nên chúng tôi cho rằng sẽ giảm bớt lợi thế của Hòa Phát.

Tỷ lệ lãi gộp công ty thép xây dựng

Nguồn: StoxPlus



b) Giải pháp cạnh tranh:

Chúng tôi cho rằng ngoài Hòa Phát có khả năng cạnh tranh tốt với thép Trung Quốc, các doanh nghiệp thép khác khó có thể phát triển về dài hạn nếu không có những đầu tư đột phá. Hiện nay, Chính phủ và các doanh nghiệp Việt Nam đang cố gắng bảo vệ và phát triển ngành thép xây dựng nội địa theo chiều ngang lẫn chiều dọc:

- **Bảo hộ bằng thuế:** Chính phủ Việt Nam đã quyết định áp thuế tự vệ thép xây dựng vào năm 2016 với lộ trình thực hiện đến năm 2020 sẽ đánh thuế cao đối với sản phẩm phôi thép và thép dài xây dựng nhập khẩu để bảo vệ nền sản xuất thép trong nước.

- **Nâng cao năng lực sản xuất và đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm:** đi đầu trong hoạt động này là Hòa Phát với dự án xây dựng nhà máy mới Dung Quất với công suất 4 triệu tấn thép/ năm (trong đó 2 triệu tấn thép xây dựng, 2 triệu tấn thép HRC). Chúng tôi đánh giá cao Hòa Phát có quyết tâm xây dựng hoàn thành khu liên hợp thép Dung Quất cuối 2019 nhằm tận dụng tốt khoản thời gian thuế tự vệ thép xây dựng.

- Kéo dài chuỗi giá trị: công ty phân phối Thái Hưng thu mua thép Việt Ý (VIS) và thép Thái Nguyên (TIS) để gia tăng chuỗi giá trị bán hàng đến người tiêu dùng.

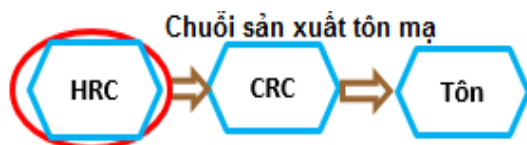
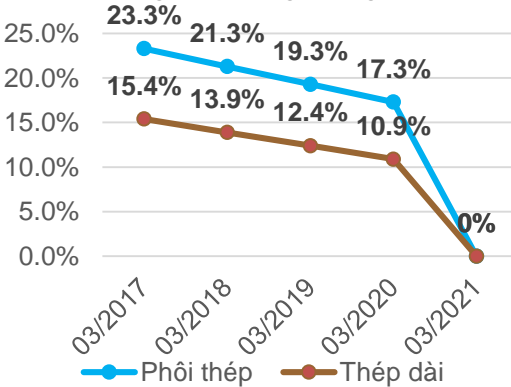
2.1.2 Tôn mạ

a) Thực trạng:

Mảng sản xuất tôn mạ Việt Nam chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu HRC, phải nhập khẩu HRC toàn bộ. Ngoài ra các sản phẩm tôn mạ không có sự khác biệt về sản phẩm nhiều, các doanh nghiệp chủ yếu cạnh tranh về giá và hệ thống bán hàng. Các nhà máy sắp hoạt động cung cấp HRC như Formosa và Hòa Phát Dung Quất sẽ làm tăng khả năng cạnh tranh của mảng thép tôn mạ Việt Nam nhờ mở rộng được chuỗi giá trị.

Thuế tự vệ thép xây dựng

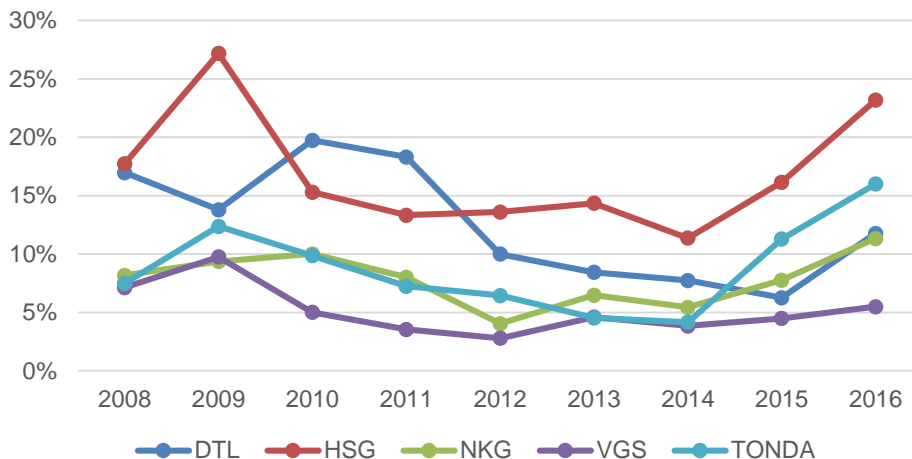
Nguồn: Bộ Công Thương



Qua bảng tỷ lệ lãi gộp trong 10 năm, sau khi trải qua giai đoạn khó khăn 2013-2014, các công ty thép tôn mạ đang có sự cải thiện lãi gộp nhanh chóng nhờ việc mở rộng nhà máy sản xuất và hệ thống bán hàng như Hoa Sen, Nam Kim, Đông Á ...

Tỷ lệ lãi gộp công ty thép tôn mạ

Nguồn: StoxPlus



b) Giải pháp cạnh tranh:

Tương tự như thép xây dựng, chính phủ Việt Nam cũng có những hành động bảo hộ ngành sản xuất tôn mạ trong nước bằng các loại thuế: Việt Nam áp dụng thuế chống phá giá sản phẩm tôn mạ kẽm, tôn lạnh từ Trung Quốc và Hàn Quốc với biên độ từ 19%-38% trong 5 năm từ 14/04/2017. Đối với tôn màu, Việt Nam áp dụng thuế tự vệ 19% đối với lượng nhập khẩu vượt quá hạn ngạch từ 380-460 ngàn tấn/ năm từ tháng 6/2017 đến tháng 6/2020 (sản lượng tiêu thụ nội địa của các doanh nghiệp thuộc VSA khoảng 700k-800k tấn/năm). Các loại thuế bảo hộ sẽ có tác động tích cực đối với các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam như Hoa Sen, Nam Kim, Đông Á....

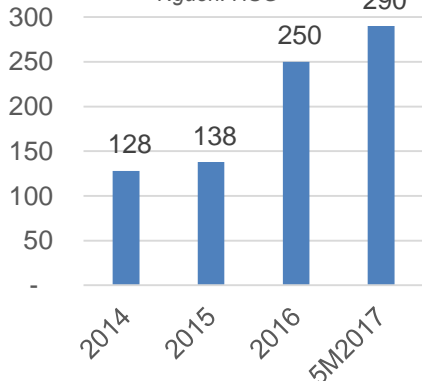
Thép tôn mạ kẽm với TQ và Hàn Quốc		
Nước		Thuế chống phá giá tôn mạ
Trung Quốc	7 công ty	3%-33%
	Các công ty khác	38%
Hàn Quốc	POSCO	7%
	Các công ty khác	19%

Thép tôn màu		
Năm	Lượng nhập khẩu không chịu thuế (ngàn tấn)	Mức thuế tự vệ ngoài hạn ngạch
06/2017	380	19%
06/2018	418	19%
06/2019	460	19%
06/2020	Không hạn ngạch	0%

Nguồn: Bộ Công Thương

Số lượng cửa hàng HSG

Nguồn: HSG



Chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất tôn mạ ở Việt Nam còn ở phía hạ nguồn từ CRC trở xuống thì sẽ gặp cạnh tranh quyết liệt với các doanh nghiệp Trung Quốc trong dài hạn. Tuy nhiên, do hạn chế về quy mô nên việc đầu tư nhà máy sản xuất HRC hiện không hiệu quả. Các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam chủ yếu phát triển theo chiều ngang, hoặc đang nỗ lực mở rộng hệ thống bán lẻ hoặc đa dạng hóa danh mục sản phẩm:

Phát triển hệ thống bán lẻ: Hoa Sen là doanh nghiệp thép duy nhất Việt Nam sở hữu hệ thống cửa hàng bán lẻ sản phẩm đến trực tiếp người tiêu dùng cuối cùng. Ngoài ra, Hoa Sen đang có kế hoạch sẽ mở rộng gấp 2 lần hệ thống cửa hàng lên 500 cửa hàng trong vòng 2 năm tới từ mức 250 cửa hàng năm 2016. Đây sẽ là lợi thế cạnh tranh của Hoa Sen trước các đối thủ mới, đặc biệt là thép nhập khẩu từ

Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng Hoa Sen sẽ duy trì thị phần tôn nội địa lớn nhất và phát triển tốt trong thời gian dài.

Đa dạng hóa danh mục sản phẩm: thép Nam Kim và tôn Đông Á là 2 doanh nghiệp đang đầu tư nhà máy tôn mạ cung ứng cho ngành chế tạo thiết bị gia dụng. Thị trường thép cơ khí chế tạo với biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều so với tôn, hiện tại đang nằm hoàn toàn ở các doanh nghiệp FDI và nhập khẩu, nên sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam phát triển thị phần.

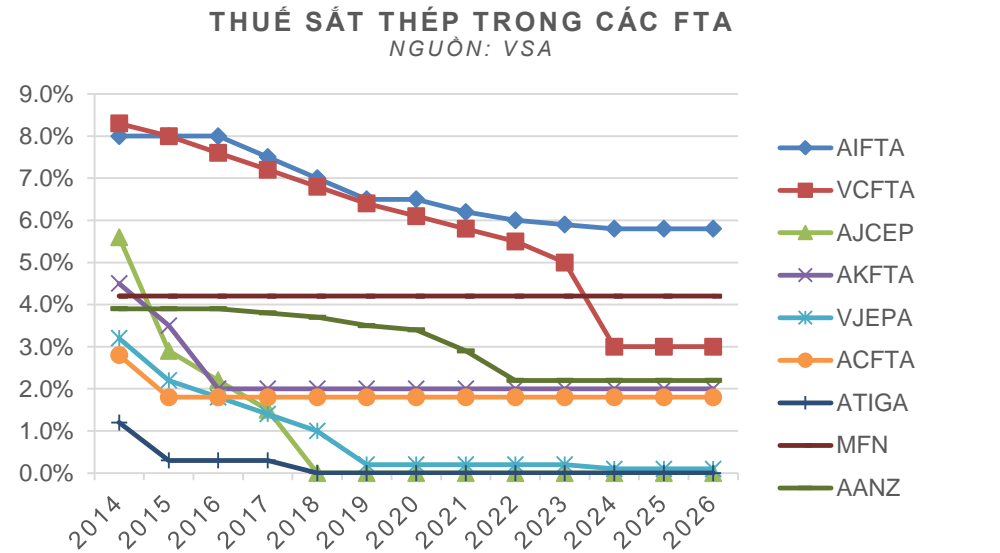
2.2 Cạnh tranh thép chế tạo

Chúng tôi cho rằng công nghiệp thép chế tạo Việt Nam chưa được phát triển và tiếp tục phụ thuộc vào nước ngoài trong thời gian tới vì 2 lý do chính:

- Về vốn đầu tư: mặc dù quy trình sản xuất thép cho ngành công nghiệp chế tạo không khác gì với thép xây dựng. Tuy nhiên chi phí đầu tư thiết bị ở mỗi công đoạn đều cao hơn, do yêu cầu chất lượng sản phẩm cao hơn về cả cơ tính, lý tính, hóa tính... Các thiết bị phải từ các nước phát triển như Châu Âu, Mỹ, Nhật... nên hiện tại Việt Nam chưa có nhà máy có thể sản xuất được thép chế tạo.
- Về đầu ra: ngành cơ khí của Việt Nam như ngành đóng tàu, ô tô... có sức cạnh tranh thấp, công nghệ lạc hậu, tỷ lệ nội địa hóa thấp.... nên không thể đảm bảo đầu ra, là chỗ dựa để phát triển được ngành thép chế tạo.

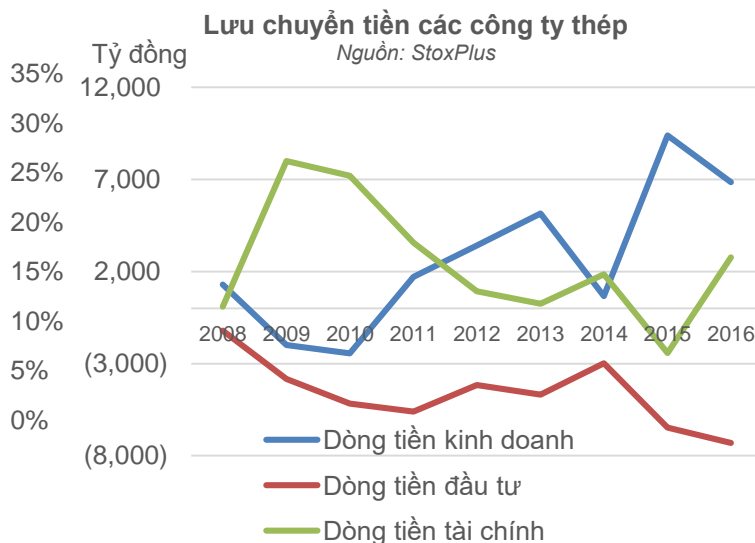
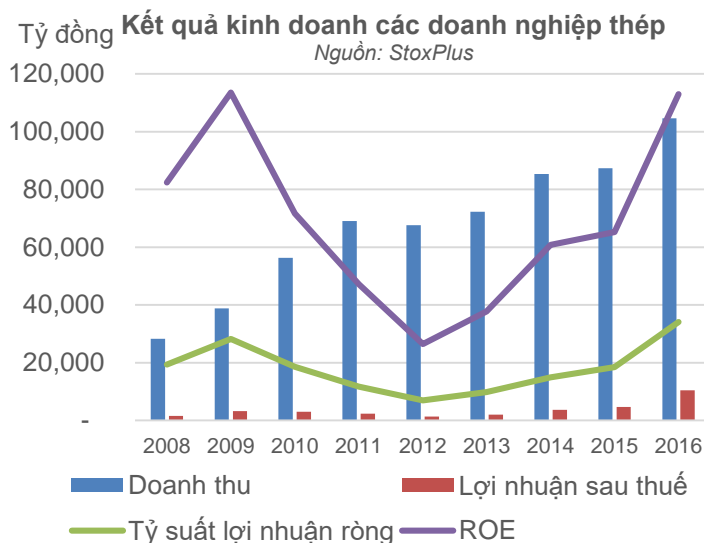
3. Xu hướng hội nhập

Trong xu thế hội nhập quốc tế, Việt Nam đã ký kết tham gia 16 hiệp định thương mại tự do (FTA) với lộ trình chung là cắt giảm các khoản thuế giữa các quốc gia, bao gồm cả ngành thép. Nhìn chung Việt Nam duy trì mức thuế suất giảm dần đến năm 2020 để ngành thép trong nước có thời gian chuẩn bị tiềm lực cạnh tranh với các nước. Các doanh nghiệp như Hòa Phát và Hoa Sen sẽ có đủ thời gian để xây dựng nhà máy mới và chiếm thị phần nội địa trước khi chịu cạnh tranh với nước ngoài



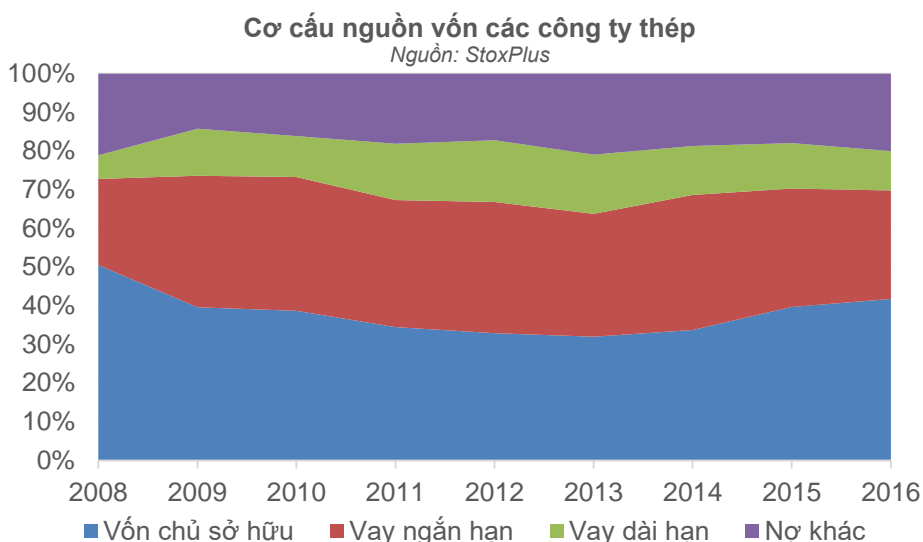
III. Tình hình tài chính các doanh nghiệp thép

Thép là sản phẩm cần thiết cho sự phát triển kinh tế, đặc biệt đối với nước ở giai đoạn đầu của ngành thép như Việt Nam. Vì vậy mặc dù trải qua giai đoạn khủng hoảng 2008 đến 2013, doanh thu các doanh nghiệp thép vẫn tăng trưởng liên tục lên mức 104 nghìn tỷ năm 2016, gấp 3.7 lần so với năm 2008. Trong khi đó, lợi nhuận ròng có giai đoạn bị sụt giảm năm 2012 do thị trường bất động sản đóng băng, giá bán cũng bị sụt giảm. Tuy nhiên, cùng với sự ấm lên của thị trường bất động sản, tỷ lệ sinh lời hoạt động kinh doanh đã trở lại mức đỉnh cao năm 2008, với biên lãi ròng đạt 10% và ROE đạt 33% năm 2016. Việt Nam đang là một điểm sáng, đi ngược với diễn biến ngành thép thế giới nói chung.



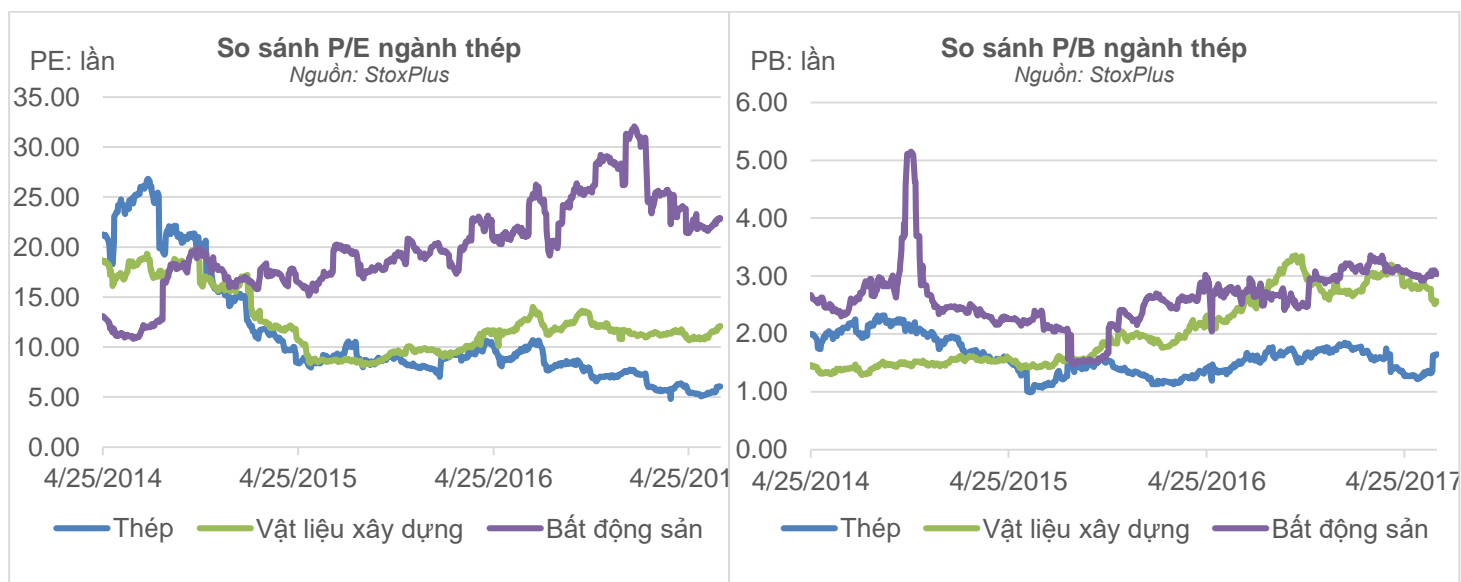
(*) Xem Phụ lục 1 – Danh sách các doanh nghiệp tính toán.

Về lưu chuyển tiền tệ, do ngành thép Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển, các công ty đang có chiến lược mở rộng năng lực sản xuất và hệ thống bán hàng nên dòng tiền từ đầu tư đang có xu hướng chi càng nhiều qua các năm. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ngành thép nhìn chung là tích cực, tiền ròng từ kinh doanh tăng qua nhiều năm và đạt mức 6.8 ngàn tỷ đồng trong 2016 và đủ cho đầu tư các dự án mới. Từ đó tài chính các công ty thép ít phụ thuộc vào nguồn vốn vay nợ. Về cơ cấu nguồn vốn, các doanh nghiệp thép dùng tỷ lệ đòn bẩy hợp lý, được duy trì ổn định và có xu hướng giảm với khoảng 40% vốn chủ sở hữu, 40% nợ vay và 20% nợ khác.



IV. Định giá

Ngành thép Việt Nam chủ yếu phục vụ cho nhu cầu xây dựng hạ tầng và bất động sản, nhưng định giá P/E và P/B cổ phiếu các công ty ngành thép lại thấp hơn đáng kể so với các ngành liên quan như bất động sản và vật liệu xây dựng khác (xi măng, đá, gạch v.v...). Hiện định giá P/E ngành thép chỉ bình quân 5-6 lần so với vật liệu xây dựng khoảng 10 lần và bất động sản 20 lần.



(*) Xem Phụ lục 2 – Danh sách các doanh nghiệp tính toán

Chúng tôi cho rằng mức định giá thấp như trên là do những lo ngại về tình trạng thừa cung của ngành thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có chiến lược đầu tư tốt đến năm 2020 như Hòa Phát, Hoa Sen, Nam Kim... là những cơ hội đầu tư hấp dẫn.

Với sự cải thiện rõ rệt về hoạt động kinh doanh cũng như tình hình tài chính, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu ngành thép đang được giao dịch dưới giá trị nội tại. Chúng tôi thống kê 20 cổ phiếu của ngành vật liệu xây dựng có vốn hóa trên 400 tỷ đồng có

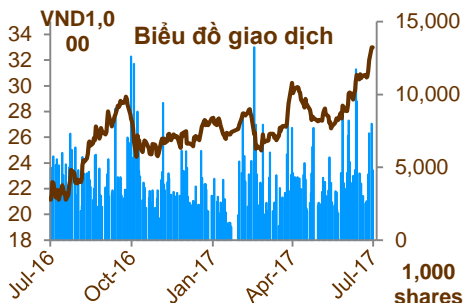
P/E trung bình 9.3 lần và P/B trung bình 2 lần làm cơ sở định giá ngành thép (chi tiết xem phụ lục 2). Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

V. Stock pick

STT	Mã CK	Tên Công ty	Sản phẩm	P/E	Đánh giá
1	DTL	Đại Thiên Lộc	Tôn mạ	5.7	Trung lập
2	HSG	Tập đoàn Hoa Sen	Tôn mạ	6.4	Tăng tỷ trọng
3	NKG	Thép Nam Kim	Tôn mạ	4.9	Tăng tỷ trọng
4	VGS	Ông thép Việt Đức	Tôn mạ	5.5	Trung lập
6	DNS	Thép Đà Nẵng	Xây dựng	3.6	Trung lập
7	DNY	Thép DANA Ý	Xây dựng	7.4	Trung lập
8	HPG	Hòa Phát	Xây dựng	5.2	Tăng tỷ trọng
9	POM	Thép Pomina	Xây dựng	6.1	Tăng tỷ trọng
10	TDS	Thép Thủ Đức	Xây dựng	2.6	Tăng tỷ trọng
11	TIS	Gang thép Thái Nguyên	Xây dựng	15.1	Giảm tỷ trọng
12	TNB	Thép Nhà Bè	Xây dựng	13.2	Trung lập
13	VCA	Thép VICASA - VNSTEEL	Xây dựng	3.8	Trung lập
14	VIS	Thép Việt Ý	Xây dựng	14.7	Trung lập

Cổ Phiếu

	Thép xây dựng
Giá thị trường (VND)	32,900
Giá mục tiêu (VND)	40,900
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	<i>24%</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	<i>0%</i>
Suất sinh lợi bình quân năm	24%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	20%	18%	12%	56%
Tương đối	4%	13%	4%	36%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

Thông kê

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20,360 / 33,000
SL lưu hành (triệu cp)	1,516
Vốn hóa (tỷ đồng)	49,907
Vốn hóa (triệu USD)	2,224
% khối ngoại sở hữu	38.5%
SL cp tự do (triệu cp)	995
KLGD TB 3 tháng (cp)	4.3bn
VND/USD	22,444
Index: VNIndex / HNX	778/101

Nguồn: StoxPlus

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	25.15%
Vũ Thị Hiền	7.29%
Dragon Capital Markets Limited	5.88%
VOF Investment Limited	4.88%
Deutsche Bank Aktiengesellschaft, London Branch	3.73%

Nguồn: StoxPlus

HPG

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG) - Vị thế người dẫn đầu.

Quan điểm đầu tư:

- Doanh nghiệp thép chiếm thị phần lớn nhất Việt Nam năm 2016, tiêu thụ 1.8 triệu tấn thép xây dựng (+30% YoY), chiếm 22% thị phần và 500k tấn ống thép (+ 39% YoY), chiếm 26% thị phần.
- Có dây chuyền sản xuất khép kín quy mô lớn nhất Việt Nam (2 triệu tấn/năm ở Hải Dương), mang lại lợi thế cạnh tranh là nhà sản xuất có tỷ lệ lãi gộp cao nhất ngành thép Việt Nam.
- Dự án nhà máy thép Dung Quất có công suất 4 triệu tấn/năm sẽ được hoàn thành vào 2020 sẽ giúp Hòa Phát tăng quy mô gấp 3 lần, gia tăng thị phần nội địa và cạnh tranh được với thép Trung Quốc. Sản phẩm dự án Dung Quất là 2 triệu tấn thép xây dựng và 2 triệu tấn HRC giúp Hòa Phát đa dạng được sản phẩm và nâng cao được chuỗi giá trị sản xuất ống thép và tôn mạ.
- Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG ở mức 40,900 đồng trên mỗi cổ phần cuối 2017, dựa trên phương pháp PE và PB, lợi nhuận kỳ vọng đạt 24% so với giá thị trường là 32,900 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

Rủi ro:

- Dự án Dung Quất có mức đầu tư 52,000 tỷ đồng đòi hỏi Hòa Phát phải dùng đòn bẩy tài chính lớn, gia tăng rủi ro tài chính lên Hòa Phát.
- Đến năm 2020, các rào cản về thuế tự vệ đối với thép Trung Quốc sẽ hết hiệu lực. Thép Trung Quốc với trình độ phát triển cao hơn sẽ cạnh tranh lớn với doanh nghiệp thép nội địa
- Việc mở rộng hoạt động qua mảng nông nghiệp là thách thức khả năng quản lý của HPG. Tuy nhiên, tổng mức đầu tư ước khoảng 1,000 tỷ cho 3 năm tới, tương ứng chỉ 3% tổng tài sản 33k tỷ tại thời điểm 31/12/2016.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH HPG	Giá TT: 30k VND	Giá MT: 41k VND	Vốn hóa: 50,514 tỷ VND	
Đvị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E
Doanh thu thuần	25,525	27,453	33,283	40,606
Tăng trưởng (%)	35%	8%	21%	22%
GVHB	20,338	21,859	24,533	31,469
Biên LN gộp (%)	20%	20%	26%	23%
Chi phí BH & QLDN	973	1,185	895	1,207
EBITDA	5,320	5,691	9,530	9,771
Biên lợi nhuận (%)	21%	21%	29%	24%
Khấu hao	1106	1282	1674	1842
Lợi nhuận từ HĐKD	4,214	4,409	7,856	7,929
Biên LN HĐKD (%)	17%	16%	24%	20%
Chi phí lãi vay ròng	241	130	142	51
% so với nợ ròng	5%	3%	4%	4%
Khả năng trả lãi vay(x)	18	34	55	156
Lãi/lỗ khác	-204	-289	-13	0
Thuế	519	485	1,096	1,121
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	12%	14%	14%
Lợi nhuận ròng	3,250	3,504	6,606	6,758
Biên lợi nhuận (%)	13%	13%	20%	17%
Lợi ích CĐ thiểu số	106	19	4	43
LN cho công ty mẹ	3,144	3,485	6,602	6,715
Số lượng CP (triệu)	482	733	843	1,516
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,728	2,455	4,732	4,295
Tăng EPS (%)	40%	-10%	93%	-9%
Cổ tức hiệu chỉnh (VND/cp)	1,500	1,000	1,500	-
Tỷ suất cổ tức (%)	23%	22%	20%	0%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

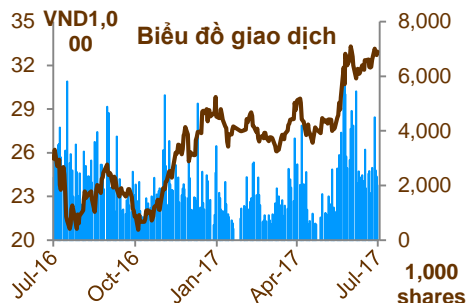
CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	20.37	22.33	24.14	24.14
Vòng quay HTK (x)	2.64	3.05	2.86	2.86
Vòng quay phải trả (x)	4.69	6.11	4.73	4.73
Thay đổi vốn lưu động	1,862	-1,237	1,415	785
Capex	1,107	3,419	3,445	12,000
Dòng tiền khác	-140	1,573	-198	0
Dòng tiền tự do	1,528	1,031	3,619	-4,185
Phát hành cp (*)	0	0	0	5,000
Cổ tức	681	541	1,102	162
Thay đổi nợ ròng	-847	-490	-2,517	-653
Nợ ròng cuối năm	4,215	3,725	1,208	555
Giá trị doanh nghiệp (EV)	54,271	53,635	51,201	50,590
Tổng VCSH	11,796	14,467	19,971	31,566
Lợi ích cổ đông thiểu số	169	23	106	149
VCSH	11,627	14,444	19,865	31,418
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24,126	19,706	23,568	20,720
Nợ ròng / VCSH (%)	36%	26%	6%	2%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.8	0.7	0.1	0.1
Tổng tài sản	22,089	25,507	28,494	39,437

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền
- (*) Hòa Phát phát hành 250 triệu cổ phần với giá 20k/cp

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	30%	27%	38%	26%
ROA (%)	14%	15%	24%	20%
ROIC (%)	15%	15%	25%	20%
WACC (%)	12%	13%	14%	15%
PER (x)	12.1	13.4	7.0	7.7
PBR (x)	1.4	1.7	1.4	1.6
PSR (x)	2.0	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	10.2	9.4	5.4	5.2
EV/sales (x)	2.1	2.0	1.5	1.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2%	2%	3%	0%

Cổ Phiếu

Giá thị trường (VND)	Thép tôn mạ
Giá mục tiêu (VND)	32,700
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	35,300
Suất sinh lợi cổ tức	9%
Suất sinh lợi bình quân năm	6%
	15%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	15%	0%	11%	29%
Tương đối	-1%	-5%	4%	9%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

Thống kê

	07/07/2017
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20,700 / 32,700
SL lưu hành (triệu cp)	350
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,444
Vốn hóa (triệu USD)	510
% khối ngoại sở hữu	30.4%
SL cp tự do (triệu cp)	274
KLGD TB 3 tháng (cp)	2bn
VND/USD	22,444
Index: VNIndex / HNX	778/101

Nguồn: StoxPlus

Cơ cấu sở hữu

	07/07/2017
Lê Phước Vũ	8.36%
Công ty TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen	24.75%
Công ty TNHH MTV Tâm Thiện Tâm	7.04%
Vietnam Enterprise Investments Limited	2.65%
Ngân hàng Deutsche Aktiengesellschaft	4.78%

Nguồn: StoxPlus

HSG Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) phát triển hệ thống bán lẻ sâu rộng

Quan điểm đầu tư:

- Doanh nghiệp đứng đầu về công suất với 1.2 triệu tấn/năm và thị phần lớn nhất mảng tôn mạ với 37% thị phần trong 5 tháng đầu 2017.
- Doanh nghiệp duy nhất sở hữu hệ thống bán lẻ sản phẩm đến người tiêu dùng cuối cùng với 290 cửa hàng vào tháng 5/2017. Hoa Sen lên kế hoạch đạt 500 cửa hàng vào cuối 2018. Đây là cơ sở cho sự phát triển dài hạn của Hoa Sen
- Dự án Cà Ná và một số dự án bất động sản dừng thực hiện giảm áp lực tài chính lên Hoa Sen. Hoa Sen sẽ có đủ nguồn lực để phát triển hệ thống bán lẻ.
- Các thuế tự vệ tôn màu và chống phá giá tôn kẽm sẽ tác động tích cực cho Hoa Sen trong ngắn hạn.
- Chúng tôi định giá cổ phiếu HSG ở mức 35,300 đồng trên mỗi cổ phần cuối 2017, dựa trên phương pháp PE và PB, lợi nhuận kỳ vọng đạt 15% so với giá thị trường là 32,700 đồng Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

Rủi ro:

- Ngành tôn mạ đang có sự cạnh tranh lớn, khi nhiều công ty đều đầu tư lớn để xây dựng nhà máy cán tôn mạ như Hòa Phát, Nam Kim, Pomina....
- Đến năm 2020, các rào cản về thuế tự vệ đối với thép Trung Quốc sẽ hết hiệu lực. Thép Trung Quốc với trình độ phát triển cao hơn sẽ cạnh tranh lớn với doanh nghiệp thép nội địa
- Trình độ sản xuất của Hoa Sen chỉ tập trung ở hạ nguồn, từ CRC trở xuống, sẽ làm Hoa Sen khó cạnh tranh với các doanh nghiệp xây dựng được nhà máy sản xuất HRC như Hòa Phát và các công ty Trung Quốc.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH HSG	Giá TT: 32k VND	Giá MT: 36k VND	Vốn hóa: 11,479 tỷ VND	
Đvị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E
Doanh thu thuần	16,107	16,945	19,739	23,159
Tăng trưởng (%)	30%	5%	16%	17%
GVHB	14,277	14,208	15,164	18,527
Biên LN gộp (%)	11%	16%	23%	20%
Chi phí BH & QLDN	1,124	1,443	2,179	2,557
EBITDA	1,094	1,793	2,971	2,708
Biên lợi nhuận (%)	7%	11%	15%	12%
Khấu hao	388	499	576	633
Lợi nhuận từ HĐKD	706	1,294	2,396	2,075
Biên LN HĐKD (%)	4%	8%	12%	9%
Chi phí lãi vay ròng	182	233	220	281
% so với nợ ròng	3%	4%	4%	4%
Khả năng trả lãi vay(x)	3.88	5.56	10.91	7.37
Lãi/lỗ khác	23	-132	0	0
Thuế	114	214	422	359
Thuế suất hiệu dụng (%)	21%	23%	19%	20%
Lợi nhuận ròng	433	715	1,754	1,435
Biên lợi nhuận (%)	3%	4%	9%	6%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	433	715	1,754	1,435
Số lượng CP (triệu)	101	131	197	345
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,254	2,075	5,096	4,168
Tăng EPS (%)	-22%	65%	146%	-18%
Cổ tức hiệu chỉnh (VND/cp)	584	380	1,425	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	47%	18%	28%	48%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

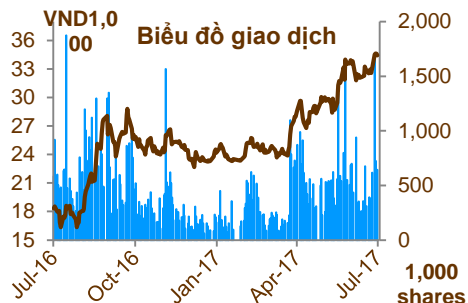
CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	23.96	23.63	24.34	24.34
Vòng quay HTK (x)	4.42	4.95	4.09	4.09
Vòng quay phải trả (x)	20.10	17.53	12.30	12.30
Thay đổi vốn lưu động	884	-1,453	3,257	-358
Capex	1,187	773	1,873	2,400
Dòng tiền khác	-115	-201	-258	0
Dòng tiền tự do	-1,365	1,695	-3,059	26
Phát hành cp	-	181	-	-
Cổ tức	192	144	327	557
Thay đổi nợ ròng	1,557	-1,732	3,386	532
Nợ ròng cuối năm	6,047	4,316	7,702	8,233
Giá trị doanh nghiệp (EV)	17,326	15,595	19,018	19,550
Tổng VCSH	2,502	3,214	4,598	5,475
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	37	37
VCSH	2,502	3,214	4,561	5,438
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24,823	24,528	23,206	15,766
Nợ ròng / VCSH (%)	242%	134%	167%	150%
Nợ ròng / EBITDA (x)	5.5	2.4	2.6	3.0
Tổng tài sản	9,243	8,806	13,619	15,028

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	18%	25%	45%	29%
ROA (%)	5%	8%	16%	10%
ROIC (%)	7%	10%	17%	12%
WACC (%)	6%	8%	7%	8%
PER (x)	26.1	15.8	6.4	7.8
PBR (x)	1.3	1.3	1.4	2.1
PSR (x)	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	15.8	8.7	6.4	7.2
EV/sales (x)	1.1	0.9	1.0	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2%	1%	4%	6%

Cổ Phiếu

Giá thị trường (VND)	Thép tôn mạ
Giá mục tiêu (VND)	34,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	24%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	24%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	45%	1%	20%	88%
Tương đối	29%	-3%	13%	68%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

Thông kê

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	07/07/2017
SL lưu hành (triệu cp)	14,300 / 34,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	99.05
Vốn hóa (triệu USD)	3,427
% khối ngoại sở hữu	153
SL cp tự do (triệu cp)	31%
KLGD TB 3 tháng (cp)	54
VND/USD	623mn
Index: VNIndex / HNX	22,444
	778/101

Nguồn: StoxPlus

Cơ cấu sở hữu

07/07/2017	
Hồ Minh Quang	17.91%
Trần Uyển Nhân	15.77%
Vietnam Enterprise Investments Limited	15.14%
Công ty TNHH Thương	23.21%
Mại Dịch vụ Đầu tư P&Q	
Unicoh Specialty Chemicals Co., Ltd.	9.09%

Nguồn: StoxPlus

NKG Công ty CP Thép Nam Kim (HSX: NKG) - Động lực từ nhà máy Nam Kim 3 và đầu tư sản xuất thép chế tạo

Quan điểm đầu tư:

- Doanh nghiệp đứng thứ hai thị phần mảng tôn mạ với 15% thị phần trong 5 tháng đầu 2017. Với nhà máy Nam Kim 3 hoàn tất xây dựng vào 6 tháng cuối 2017 sẽ nâng công suất lên 1.2 triệu tấn, chỉ đứng sau Hoa Sen Group.
- Nam Kim đang thực hiện đầu tư nhà máy cán thép cho cơ khí chế tạo với biên lợi nhuận kỳ vọng cao hơn thép tôn mạ xây dựng. Nhà máy có công suất 120k tấn thép/năm với tổng mức vốn điều lệ khoảng 640 tỷ đồng.
- Các thuế tự vệ tôn màu và chống phá giá tôn kẽm sẽ tác động tích cực cho Nam Kim trong ngắn hạn.
- Chịu mức thuế chống bán phá giá thấp nhất tại các thị trường xuất khẩu như Malaysia và Australia thuế 0%, Thái Lan thuế 4,5%-5,6%.
- Chúng tôi định giá cổ phiếu NKG ở mức 43,000 đồng trên mỗi cổ phần cuối 2017, dựa trên phương pháp PE và PB, lợi nhuận kỳ vọng đạt 24% so với giá thị trường là 34.600 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

Rủi ro:

- Ngành tôn mạ đang có sự cạnh tranh lớn, khi nhiều công ty đều đầu tư lớn để xây dựng nhà máy cán tôn mạ như Hòa Phát, Hoa Sen, Pomina....
- Đến năm 2020, các rào cản về thuế tự vệ đối với thép Trung Quốc sẽ hết hiệu lực. Thép Trung Quốc với trình độ phát triển cao hơn sẽ cạnh tranh lớn với doanh nghiệp thép nội địa
- Trình độ sản xuất của Nam Kim chỉ tập trung ở hạ nguồn, từ CRC trở xuống, sẽ làm Nam Kim khó cạnh tranh với các doanh nghiệp xây dựng được nhà máy sản xuất HRC như Hòa Phát và các công ty Trung Quốc.
- Rủi ro đầu ra của nhà máy cán thép cơ khí chế tạo do ngành cơ khí chế tạo Việt Nam hiện đang nằm chủ yếu trong tay các doanh nghiệp FDI.
- Đòn bẩy tài chính cao với tỷ lệ vay nợ / vốn chủ sở hữu là 297% tại 31/03/2017.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH NKG	Giá TT: 35k VND	Giá MT: 43k VND	Vốn hóa: 3,423 tỷ VND	
Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E
Doanh thu thuần	5,835	5,751	8,936	11,617
Tăng trưởng (%)	25%	-1%	55%	26%
GVHB	5,518	5,304	7,924	10,339
Biên LN gộp (%)	5%	8%	11%	11%
Chi phí BH & QLDN	129	137	216	303
EBITDA	283	432	963	1,157
Biên lợi nhuận (%)	5%	8%	11%	10%
Khấu hao	95	123	166	183
Lợi nhuận từ HĐKD	189	310	796	974
Biên LN HĐKD (%)	3%	5%	9%	8%
Chi phí lãi vay ròng	108	81	140	189
% so với nợ ròng	10%	6%	5%	5%
Khả năng trả lãi vay(x)	1.75	3.83	5.67	5.16
Lãi/lỗ khác	4	-72	-48	-
Thuế	7	30	90	157
Thuế suất hiệu dụng (%)	9%	19%	15%	20%
Lợi nhuận ròng	77	126	518	628
Biên lợi nhuận (%)	1%	2%	6%	5%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	77	126	518	628
Số lượng CP (triệu)	40	44	66	129
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,189	1,466	4,753	4,428
Tăng EPS (%)	27%	23%	224%	-7%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016	2017E
Vòng quay phải thu (x)	13.36	13.37	24.92	24.92
Vòng quay HTK (x)	6.14	5.12	5.06	5.06
Vòng quay phải trả (x)	4.98	4.53	9.87	9.87
Thay đổi vốn lưu động	-60	447	1,397	329
Capex	202	716	2,317	1,800
Dòng tiền khác	0	-12	577	-
Dòng tiền tự do	30	-926	-2,453	-1,317
Phát hành cp	100	8	424	780
Cổ tức	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-130	918	2,029	537
Nợ ròng cuối năm	1,008	1,926	3,956	4,493
Giá trị doanh nghiệp (EV)	5,473	6,392	8,424	8,961
Tổng VCSH	506	625	1,519	2,871
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	3	3
VCSH	506	625	1,516	2,868
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,693	14,229	22,959	22,220
Nợ ròng / VCSH (%)	199%	308%	260%	157%
Nợ ròng / EBITDA (x)	3.6	4.5	4.1	3.9
Tổng tài sản	2,937	3,572	6,543	8,489

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền
- Chúng tôi ước tính NKG phát hành thêm 30 triệu cổ phần giá 26k/cp

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	18%	22%	48%	29%
ROA (%)	3%	4%	10%	8%
ROIC (%)	6%	6%	12%	10%
WACC (%)	11%	7%	7%	8%
PER (x)	29.1	23.6	7.3	7.8
PBR (x)	2.7	2.4	1.5	1.6
PSR (x)	0.8	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	19.3	14.8	8.8	7.7
EV/sales (x)	0.9	1.1	0.9	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Phụ lục 1: Danh sách các công ty thép trong nước được sử dụng để phân tích.

STT	Mã CK	Tên Công ty	Sàn	Loại sản phẩm chính
1	DTL	Đại Thiên Lộc	HOSE	Tôn mạ
2	HSG	Tập đoàn Hoa Sen	HOSE	Tôn mạ
3	NKG	Thép Nam Kim	HOSE	Tôn mạ
4	VGS	Ổng thép Việt Đức	HNX	Tôn mạ
5	TONDA	Tôn Đông Á	OTC	Tôn mạ
6	DNS	Thép Đà Nẵng	UPCOM	Xây dựng
7	DNY	Thép DANA Ý	HNX	Xây dựng
8	HPG	Hòa Phát	HOSE	Xây dựng
9	POM	Thép Pomina	HOSE	Xây dựng
10	TDS	Thép Thủ Đức	UPCOM	Xây dựng
11	TIS	Gang thép Thái Nguyên	UPCOM	Xây dựng
12	TNB	Thép Nhà Bè	UPCOM	Xây dựng
13	VCA	Thép VICASA - VNSTEEL	UPCOM	Xây dựng
14	VIS	Thép Việt Ý	HOSE	Xây dựng

Phụ lục 2: Chỉ số giá trung bình P/E và P/B các công ty vật liệu xây dựng

STT	Mã CK	Tên	P/E	P/B	Vốn hóa (tỷ đồng)
1	VCS	VICOSTONE	14.1	6.31	10,212
2	HT1	Xi măng Hà Tiên 1	11.1	1.65	8,775
3	BMP	Nhựa Bình Minh	15.9	1.93	8,350
4	VGC	Tổng Công ty Viglacera	10.0	1.36	8,241
5	NTP	Nhựa Tiền Phong	14.3	2.53	5,845
6	PTB	Tổng Công ty Phú Tài	10.8	3.19	2,919
7	VLB	VLXD Biên Hòa	10.5	2.74	1,722
8	BCC	Xi măng Bim Sơn	6.6	0.83	1,617
9	NNC	Đá Núi Nhỏ	7.5	3.09	1,374
10	CVT	CMC JSC	8.0	2.18	1,279
11	VHL	Viglacera Hạ Long	10.6	2.15	1,216
12	MVC	Vật liệu và XD Bình Dương	7.6	1.05	1,100
13	DNP	Nhựa Đồng Nai	11.3	2.12	930
14	BTS	Xi măng Bút Sơn	6.4	0.61	840
15	TDC	Becamex TDC	6.3	0.69	817
16	VTV	VICEMCOMATCE	7.9	1.51	718
17	DHA	Hóa An	9.6	1.49	518
18	ADP	Sơn Á Đông	6.0	2.48	502
19	VIT	Viglacera Tiên Sơn	7.2	1.88	438
20	TKU	Công nghiệp Tung Kuang	3.4	0.85	405
Trung bình			9.3	2.0	

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy, CFA
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung, CPA VN
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng**

Nguyễn Phong Danh
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Hàng hóa và Logistics**

Võ Hoàng Bảo
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
bao.vprh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.