

# NGÀNH THÉP

## GIAI ĐOẠN TRẦM LẶNG



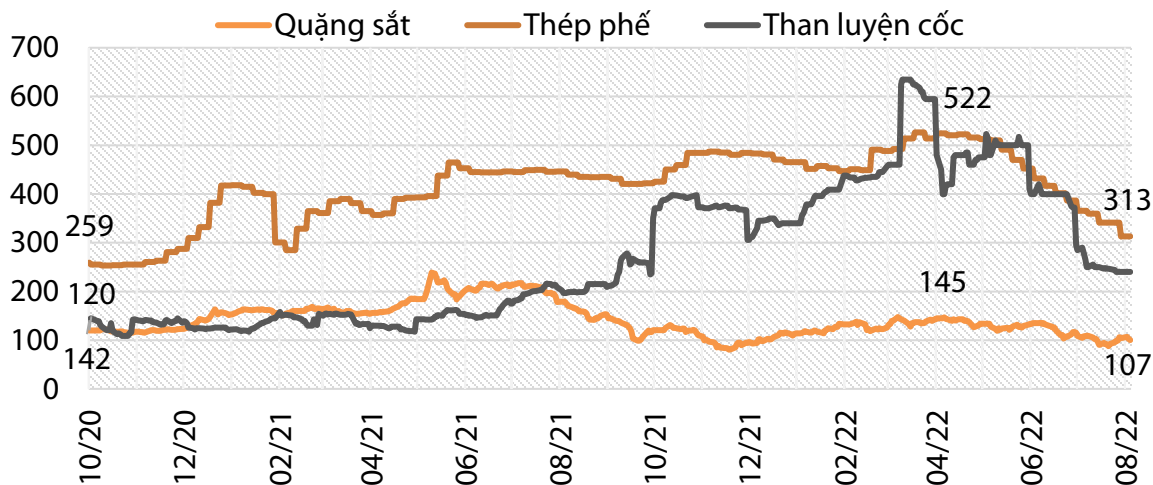
Phạm Thị Tố Tâm – [tam.ptt@vdsc.com.vn](mailto:tam.ptt@vdsc.com.vn)



**Giá thép và giá nguyên vật liệu tăng mạnh khi chiến sự Nga - Ucraina bùng nổ và giảm nhiệt nhanh sau đó do nỗi lo suy thoái**

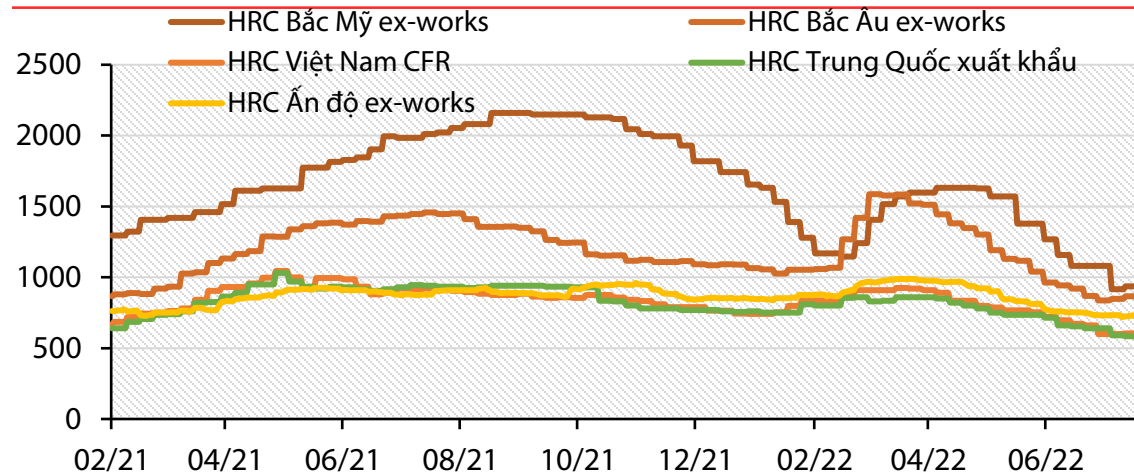
- Tâm lý hoảng loạn lo ngại thiếu nguồn cung thép đẩy giá thép và giá nguyên vật liệu vọt lên trong giai đoạn đầu của chiến tranh.
- Nỗi lo suy thoái kinh tế dần chiếm ưu thế khiến nhu cầu suy giảm và giá đảo chiều.
- Đà giảm giá thép đang yếu dần và có dấu hiệu đảo chiều đi lên nhờ tin tức tích cực về các biện pháp kích thích thị trường bất động sản của Trung Quốc. Tuy nhiên, động lực tăng giá trong 2H2022 là không nhiều do nhiều nước gia tăng thắt chặt tiền tệ đối phó với lạm phát cao, kéo theo nguy cơ suy thoái kinh tế.

**Hình 1: Giá nguyên liệu sản xuất thép (USD/tấn)**



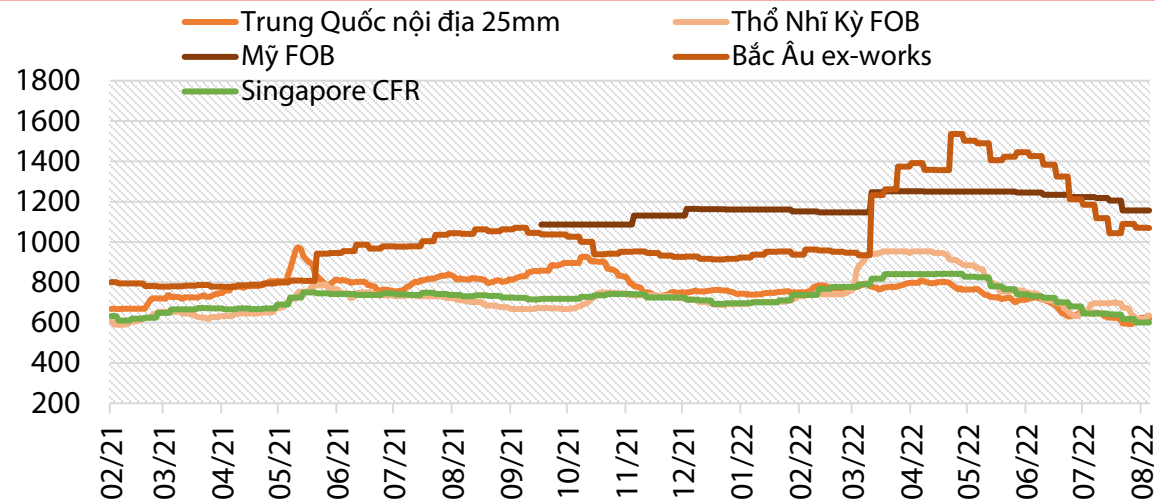
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Giá thép HRC (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Giá thép thanh (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

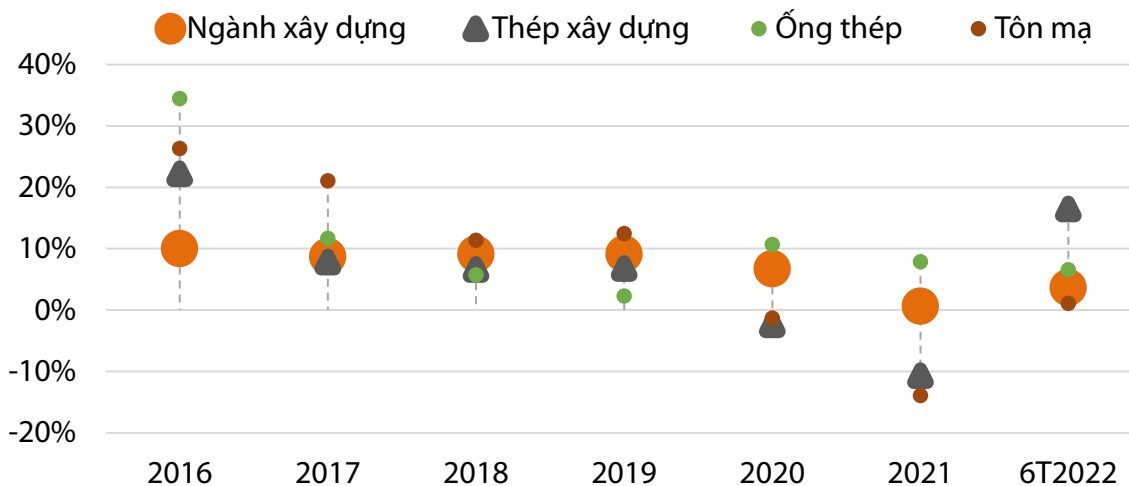
**Nhu cầu thép trong nước thấp** do dòng tiền vào thị trường bất động sản chững lại và giải ngân đầu tư công chậm.

**Giá thép giảm liên tục từ cuối tháng 4 đến nay** khiến các nhà phân phối tìm cách giảm hàng tồn kho, chỉ mua khi có đặt hàng từ khách hàng.

Nhu cầu từ các thị trường khác chậm lại kết hợp với cạnh tranh xuất khẩu với nhiều nước, bao gồm thép giá rẻ của Trung Quốc khiến sản lượng xuất khẩu thép thành phẩm 6T2022 chỉ tăng nhẹ 3,1% lên 3,64 triệu tấn.

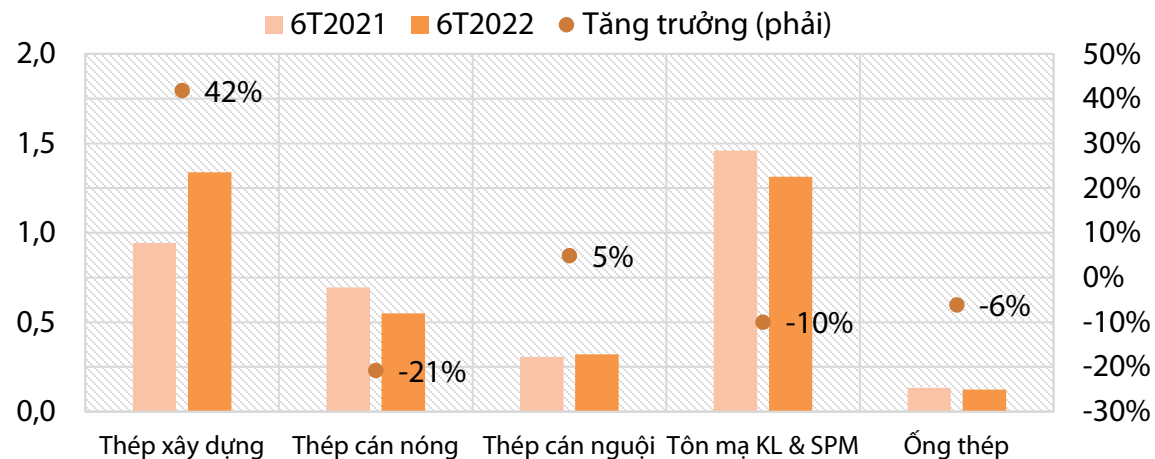
Áp lực tồn kho cao buộc các nhà máy vừa cắt giảm công suất vừa cạnh tranh gay gắt về giá bán, kéo mặt bằng giá liên tục đi xuống.

**Hình 4: Tăng trưởng tiêu thụ thép nội địa và ngành xây dựng**



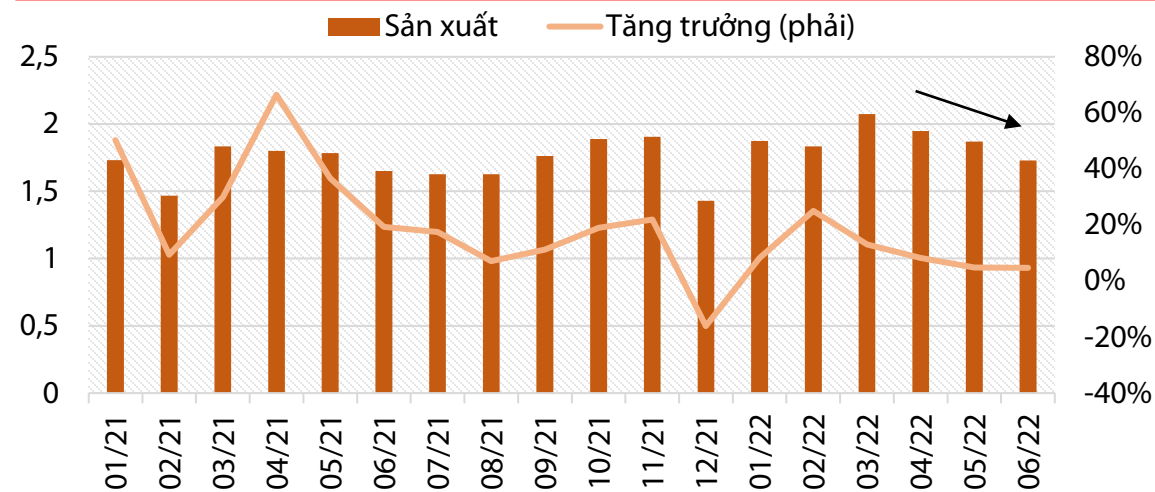
Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Xuất khẩu 6T2022 theo sản phẩm (triệu tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Sản lượng thép thô (triệu tấn)**



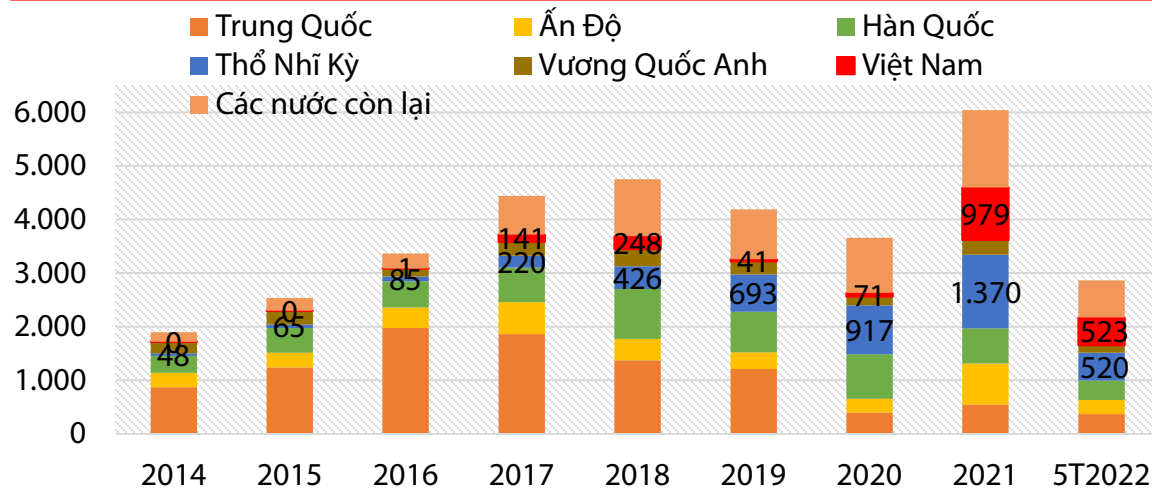
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

**Chính sách thương mại của các thị trường lớn là Mỹ và EU thay đổi theo hướng bất lợi cho Việt Nam.**

- Mỹ từ đầu năm 2022 đã nới lỏng hạn ngạch thuế quan đối với thép Nhật Bản, EU và Vương Quốc Anh.
  - EU gia tăng biện pháp bảo hộ đối với thép mạ Việt Nam. Từ 1/7/2022 đến 30/6/2024, tôn mạ kim loại (nhóm 4A) của Việt Nam được quản lý theo hạn ngạch. Hạn ngạch miễn thuế của nhóm "Các nước khác", gồm Việt Nam, là 1,8 triệu tấn cho giai đoạn 1/7/2022 đến 30/6/2023 và tăng 4% trong năm tiếp theo. Nếu vượt hạn ngạch, mức thuế nhập khẩu phải nộp cho phần vượt là 25%.
- Năm 2021, Việt Nam đã bán 979 nghìn tấn tôn mạ vào EU, tăng vọt so với các năm trước trong điều kiện thiếu cung tại EU kết hợp với ưu đãi miễn hạn ngạch cho Việt Nam từ 1/7/2020. Điều này là nguyên nhân EU tăng cường rào cản với tôn mạ Việt Nam.
  - Ngoài Ấn Độ, Hàn Quốc và Vương Quốc Anh chịu hạn ngạch riêng, Thổ Nhĩ Kỳ là đối thủ lớn nhất của Việt Nam. Thổ Nhĩ Kỳ có lợi thế khoảng cách vận chuyển đến EU và cung cầu thép tại EU sẽ ổn định trong các năm tới nên tôn mạ Việt Nam khó duy trì xuất khẩu cao vào EU.

**Các nhà sản xuất Việt Nam sẽ phải tăng xuất khẩu sang ASEAN, bù đắp cho nhu cầu châu Âu - Bắc Mỹ giảm, nhưng biên LN sẽ thấp hơn.**

**Hình 7: Nhập khẩu thép ngoại khối của EU (nghìn tấn)**



Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Hạn ngạch nhập khẩu mới nhất của EU với thép mạ kim loại (nhóm 4A, nghìn tấn)**

| Đối tác        | Từ 1/7/2022 đến 30/6/2023 | Từ 1/7/2023 đến 30/6/2024 |
|----------------|---------------------------|---------------------------|
| Hàn Quốc       | 143,3                     | 149,0                     |
| Ấn Độ          | 204,8                     | 213,0                     |
| Vương Quốc Anh | 135,0                     | 140,4                     |
| Các nước khác  | 1.802,5                   | 1.874,6                   |

Nguồn: EC, CTCK Rồng Việt

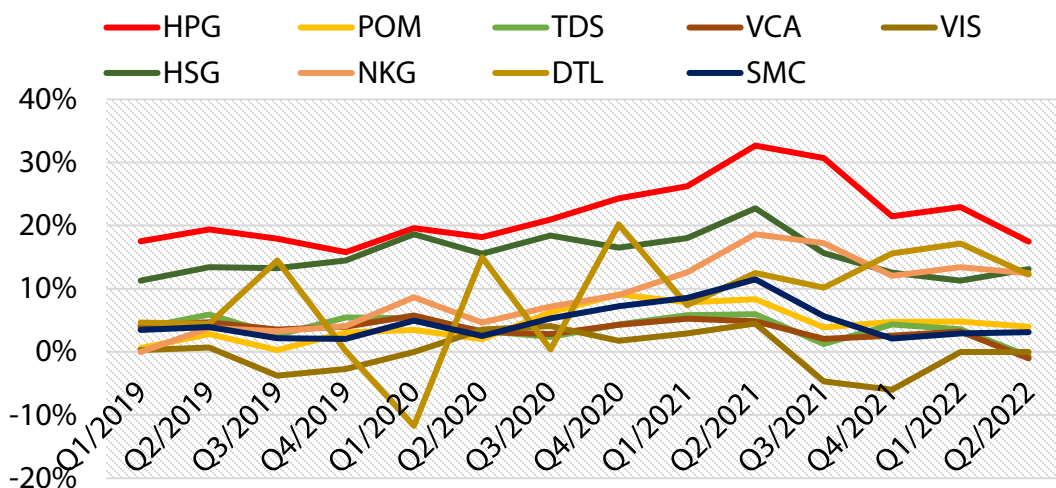
Nửa đầu năm, giá nguyên liệu sản xuất thép biến động lớn khiến hoạt động kinh doanh của các công ty thép khó khăn. Biên lợi nhuận các công ty thép suy yếu do giá bán giảm, chi phí dự phòng giảm giá hàng tồn kho và cước phí vận chuyển tăng, chủ yếu trong Q2.

**Nhu cầu thép xây dựng sẽ sớm phục hồi.** Giải ngân đầu tư công của Việt Nam sẽ tăng tốc từ cuối năm 2022 sau khi kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025 hoàn thành giai đoạn phê duyệt thủ tục. Worldsteel dự báo chính sách khuyến khích đầu tư cơ sở hạ tầng của các nước ASEAN 5 sẽ củng cố sự phục hồi của nhu cầu thép xây dựng của khu vực này, với mức tăng 4,8% trong năm 2022 và 6,1% trong năm 2023, cao hơn các mức tăng tương ứng của nhu cầu thép thế giới là 0,4% năm 2022 và 2,2% năm 2023.

**Nhu cầu thép phẳng dự kiến vẫn yếu trong vài quý tiếp theo.** Giá HRC thời gian gần đây liên tục giảm nhưng giá tôn mạ trong nước không điều chỉnh đáng kể nhờ có lực đỡ từ xuất khẩu. Trong thời gian tới, khi xuất khẩu trở nên kém tích cực, giá tôn mạ nội địa sẽ chịu áp lực giảm lớn hơn do mất đi sự hỗ trợ từ xuất khẩu.

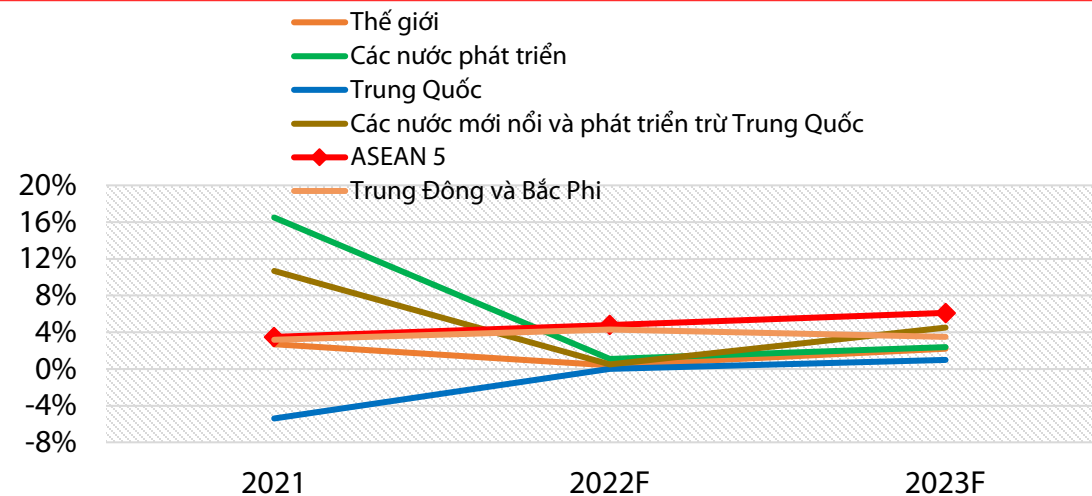
**Các nhà sản xuất thép dài, vì vậy, có cơ hội phục hồi về giá bán và sản lượng tốt hơn so với các nhà sản xuất thép phẳng.**

**Hình 8: Biên lợi nhuận gộp các công ty thép**



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

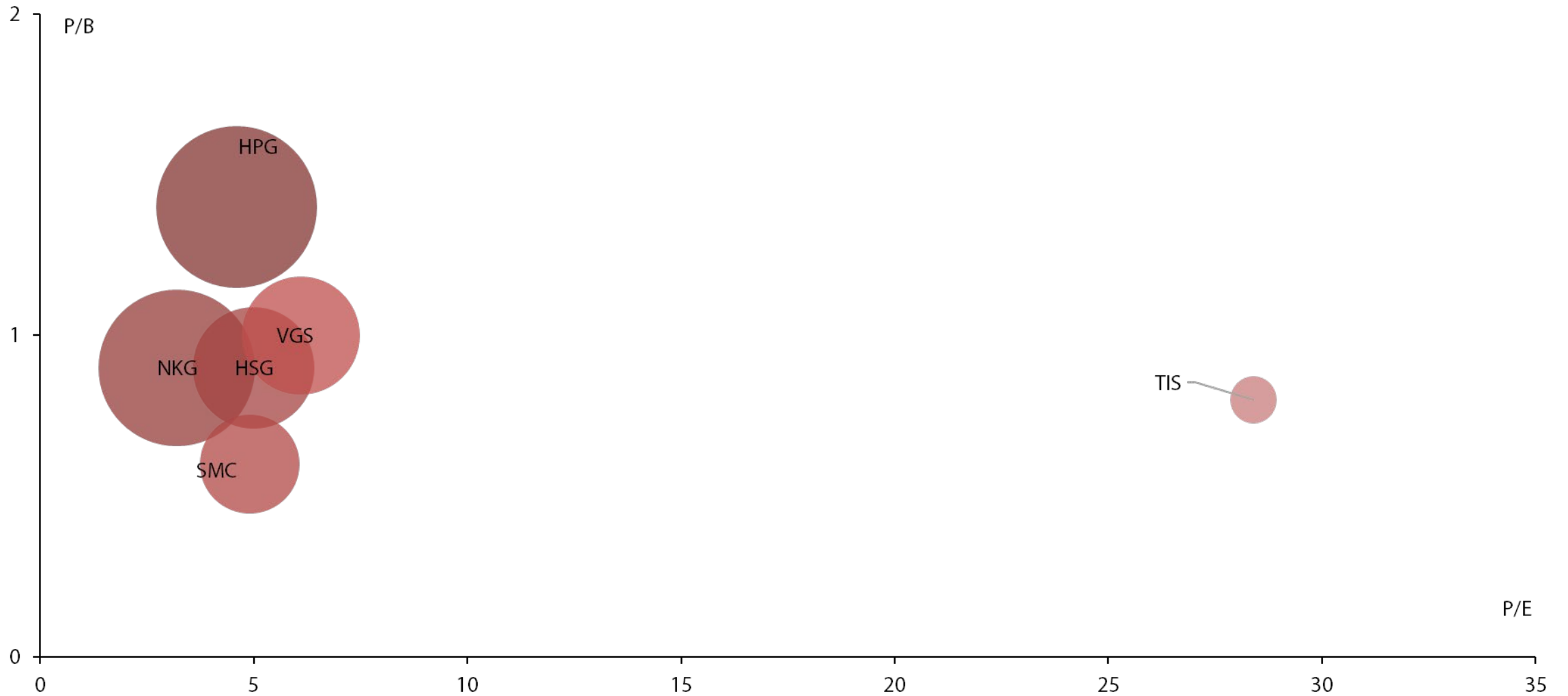
**Hình 9: Dự báo nhu cầu thép theo khu vực**



Nguồn: Worldsteel, CTCK Rồng Việt

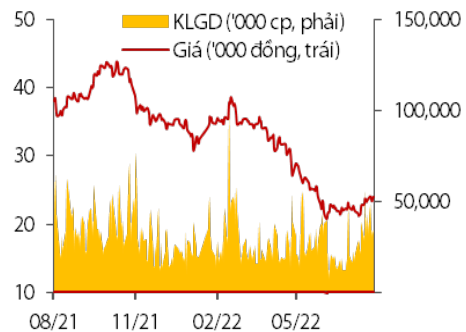
| Mã         | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LN ròng (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | DY (%) | P/E (x) | P/B (x) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------------|------------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| <b>HPG</b> | 138.392           | 33.000             | 41,2                          | 19,2                       | 24,8            | 20,8                  | 19,5                        | 18,2             | 16,4    | 34,5    | 1,6    | 5,0     | 1,4     |
| <b>NKG</b> | 5.660             | 25.100             | 64,3                          | 21,7                       | 8,6             | 7,3                   | 26,0                        | 5,8              | 11,7    | 33,0    | 3,9    | 3,0     | 0,9     |
| <b>HSG</b> | 10.416            | N/A                | 39,5                          | -35,2                      | 0,0             | 0,0                   | -45,6                       | 3,6              | 8,6     | 19,3    | 0,0    | 5,0     | 0,9     |
| <b>SMC</b> | 1.462             | N/A                | 19,9                          | -53,7                      | 2,5             | 2,1                   | -68,6                       | 1,3              | 2,9     | 13,0    | 4,2    | 4,7     | 0,5     |
| <b>VGS</b> | 881               | N/A                | 4,0                           | -2,3                       | 2,6             | 2,4                   | 2,3                         | 2,0              | 6,0     | 17,3    | 0,0    | 6,1     | 1,0     |
| <b>TVN</b> | 6.170             | N/A                | -13,4                         | -46,0                      | 10,1            | 5,7                   | -64,6                       | 4,5              | 6,2     | 9,0     | 0,0    | 8,7     | 0,6     |

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



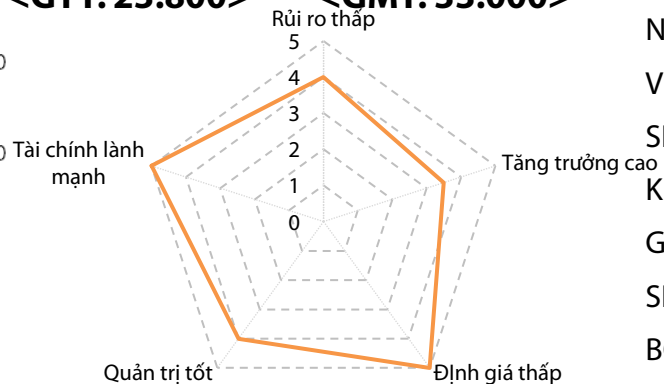
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

**MUA: 39%**



**<GTT: 23.800>**

**<GMT: 33.000>**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

|                               |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Ngành                         | Vật liệu cơ bản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 138.392         |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 5.815           |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP)       | 26.309          |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)      | 634             |
| SH NĐTNN còn lại (%)          | 28,8            |
| BQ giá 52 tuần ('000 VND)     | 20,5 – 44,9     |

**TÀI CHÍNH**

|                        | 2021A   | 2022F   | 2023F   |
|------------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 149.680 | 139.687 | 166.275 |
| LNST (tỷ đồng)         | 34.478  | 24.323  | 32.858  |
| ROA (%)                | 19,5    | 12,5    | 14,9    |
| ROE (%)                | 38,0    | 23,3    | 30,3    |
| EPS (đồng)             | 7.246   | 4.494   | 6.071   |
| GTSS (đồng)            | 20.261  | 20.545  | 21.341  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 500     | 0       | 0       |
| P/E (x)                | 6,0     | 5,5     | 4,0     |
| P/B (x)                | 2,3     | 1,0     | 1,0     |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Sản lượng bán hàng yếu trong ngắn hạn chủ yếu ở mảng thép phẳng, trước khi phục hồi từ năm 2024**

- Giải ngân đầu tư công chậm, sự siết chặt quản lý thị trường BĐS nhà ở và nhu cầu hàng hóa lâu bền giảm trên toàn cầu khiến chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ thép giảm nhẹ 6% so với năm 2021. Thép xây dựng sẽ phục hồi sớm hơn thép phẳng khi giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh từ đầu năm 2023. Tiêu thụ thép phẳng có thể vẫn trầm lắng đến hết Q2/2023 do lạm phát cao toàn cầu.
- Lò cao đầu tiên của Dung Quất 2 hoàn thành vào cuối năm 2023, nâng công suất thép thô thêm 33% lên 11,3 triệu tấn/năm.

**Biên lợi nhuận tiếp tục thấp trong Q3 và cải thiện từ Q4/2022**

Giá nguyên liệu hạ nhiệt nhanh từ tháng 5 đến nay. Do độ trễ tồn kho nguyên liệu 2-3 tháng, biên LNG gộp sẽ cải thiện từ Q4.

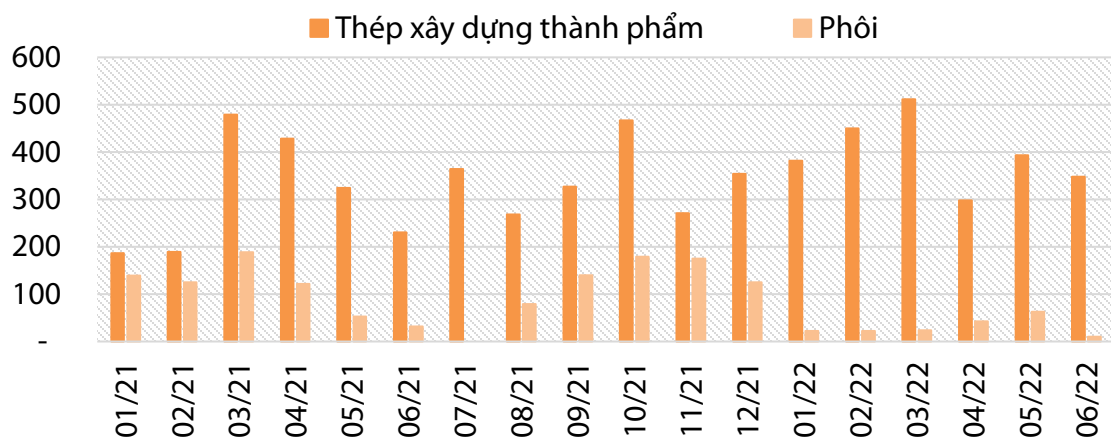
- Nhu cầu yếu tại nhiều nơi trên thế giới cùng với tiêu thụ trong nước ảm đạm từ tháng 3 khiến giá thép xây dựng và giá HRC giảm mạnh. Tuy nhiên, biên độ của các đợt giảm giá bán gần đây đã thu hẹp dần.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2022 ước tính đạt 23,6%, so với 27,5% năm 2021, do giá vốn cao và giá bán giảm trong Q2 và Q3.

**Nhiều kế hoạch đầu tư lớn gia tăng công suất và hiệu quả kinh doanh trong dài hạn.** Ngoài dự án làm vỏ container sẽ cho sản phẩm từ T11/2022, HPG còn dự định đầu tư Dung Quất 3 tập trung vào HRC và thép hình, mua thêm mỏ quặng sắt ở Úc và mỏ quặng boxit ở Tây Nguyên.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

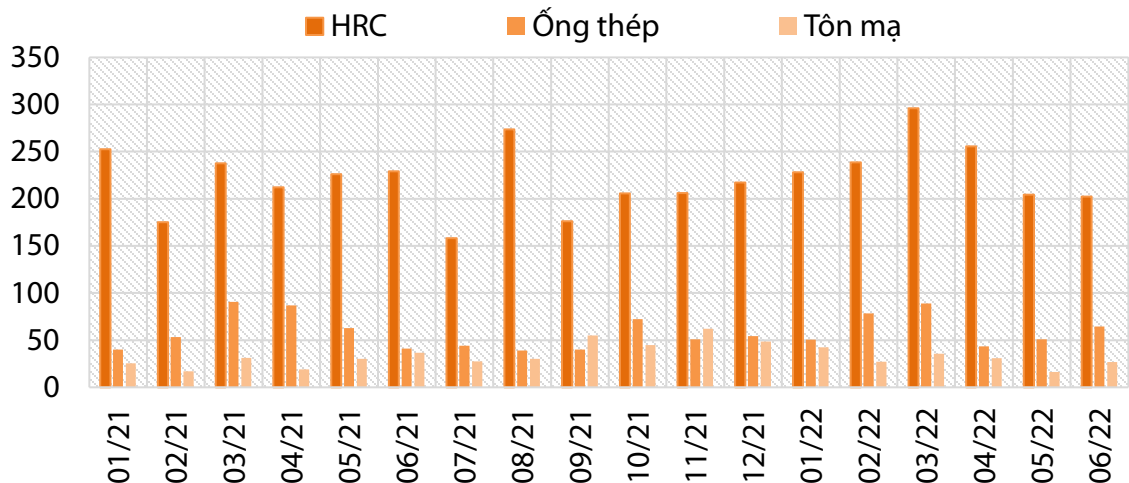
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

**Hình 1: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rông Việt

**Hình 2: Sản lượng tiêu thụ thép phẳng (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rông Việt

**Tổng sản lượng tiêu thụ tăng 4% YoY lên 3,98 triệu tấn nhờ nhu cầu trong nước và thế giới phục hồi hậu dịch bệnh và đợt hoảng loạn tích trữ thép và nguyên liệu sản xuất thép trong giai đoạn đầu chiến tranh Nga - Ucraina.**

- Sản lượng thép xây dựng thành phẩm đạt 2,38 triệu tấn, tăng 30%.
- Sản lượng HRC tăng 7%, đạt 1,43 triệu tấn.

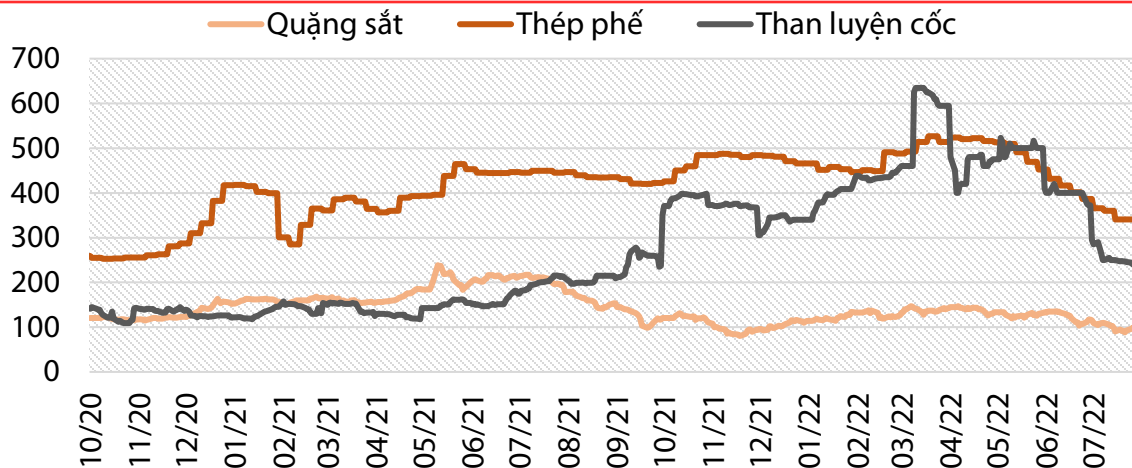
**Xuất khẩu tôn mạ đạt mức cao**

- Nhu cầu cao từ châu Âu và Bắc Mỹ. Sản lượng tiêu thụ đạt 98 nghìn tấn, tăng 16,5% YoY. Tuy nhiên, tiêu thụ yếu đi rõ nét trong tháng 5 và tháng 6 khi cuộc chiến Nga-Ucraina tạo tâm lý lo lắng về lạm phát và suy thoái kinh tế.

**Tiêu thụ phôi yếu do hầu như không xuất khẩu**

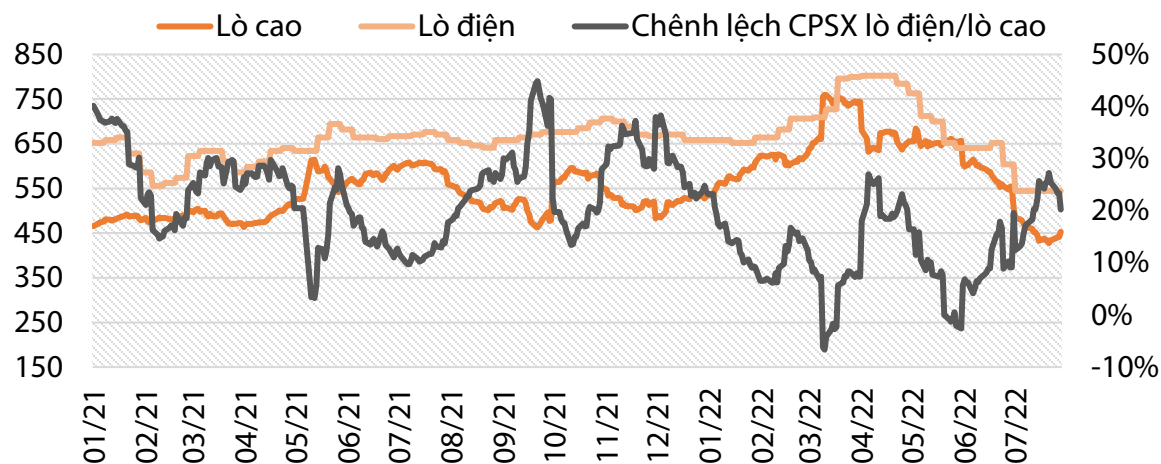
- Sản lượng bán phôi giảm 72% YoY còn 184 nghìn tấn, 84% là tiêu thụ nội địa, trong khi 1H21 xuất khẩu chiếm khoảng 90%. Xuất khẩu phôi giảm nhằm tập trung cho sản xuất thép thành phẩm.

**Hình 3: Giá nguyên liệu (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Chi phí sản xuất thép (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Giá nguyên liệu tăng mạnh đầu Q2 (mạnh nhất là than luyện cốc) và giảm nhanh từ tháng 5 đến nay**

- Giá than luyện cốc lập đỉnh 625 USD/tấn giữa T3, dao động mạnh ở mức cao do tâm lý hoảng loạn khi chiến tranh bùng nổ. Giá đã giảm nhanh từ cuối T5 đến nay còn 240 USD/tấn, tương đương cuối T9/2021, khi nhu cầu thép trầm lắng tại Trung Quốc.
- Giá quặng sắt giảm mạnh hơn giá thép phế. Xu hướng có khả năng duy trì trong thời gian tới.
- Chênh lệch chi phí sản xuất bằng lò cao so với lò điện ước tính đang ở mức cao, khoảng 20%.

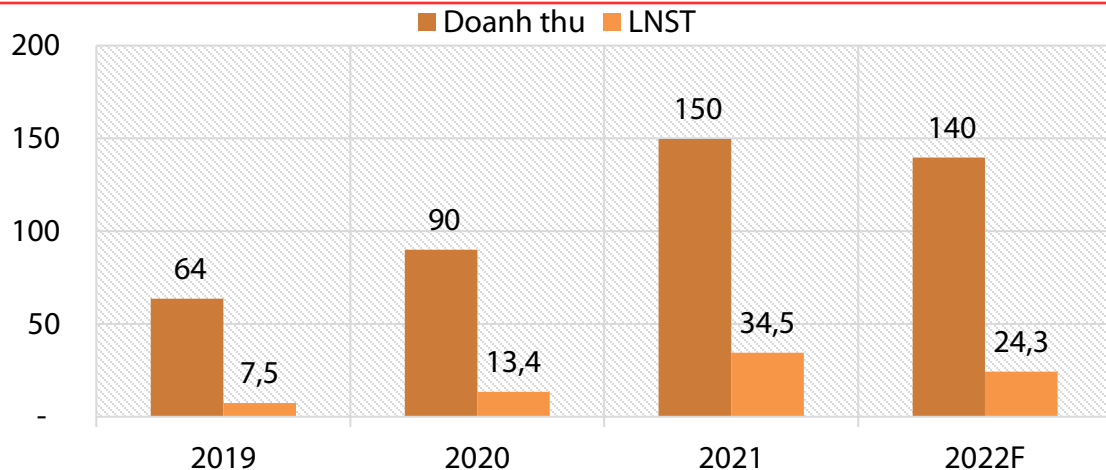
**Chi phí sản xuất thép dự kiến giảm đáng kể từ Q4**

- Ước tính chi phí sản xuất phiôi tăng từ khoảng 570 USD/tấn trong Q1 lên 626 USD/tấn trong Q2 (+10,3% QoQ) trước khi giảm xuống còn 565 USD/tấn trong Q3 và 495 USD/tấn trong Q4.

**Biên gộp mảng thép XD sụt giảm ít hơn biên gộp HRC**

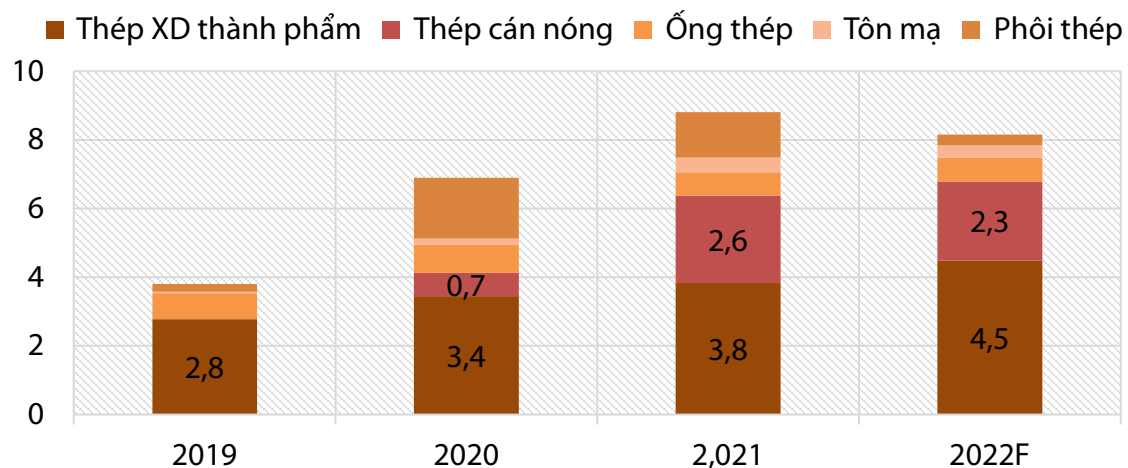
- Q2, giá thép XD và HRC bán ra ước tăng 3% QoQ và 16% QoQ. Từ đầu tháng 5, giá thép liên tục giảm với giá thép XD giảm 15% và giá HRC giảm 35% do tiêu thụ hạ nguồn chậm và giá chào HRC nhập khẩu giảm mạnh.

**Hình 5: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế (nghìn tỷ)**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Dự phóng sản lượng thép (triệu tấn)**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Sản lượng thép phẳng giảm mạnh hơn thép xây dựng**

- Giải ngân đầu tư công chậm, thị trường BĐS trầm lắng chờ khung pháp lý mới. Sản lượng thép XD thành phẩm 2H22 có thể giảm 12% sv 1H, đạt 2,1 triệu tấn.
- Sản lượng HRC có thể giảm 38% sv 1H còn 880 nghìn tấn do lạm phát cao toàn cầu.

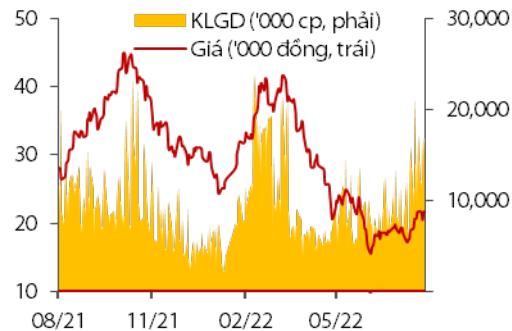
**Biên lợi nhuận gộp mỏng HRC và tôn mạ có thể giảm do giá yếu**

- Nhu cầu thép phẳng yếu khiến giá thép phẳng (HRC và tôn mạ) duy trì thấp trong vài quý tiếp theo.
- Cạnh tranh xuất khẩu gia tăng do Mỹ nới lỏng hạn ngạch nhập khẩu với các đối thủ của VN và EU quản lý tôn mạ VN theo hạn ngạch từ 1/7/2022.

**Cập nhật nhà máy thép Dung Quất 2**

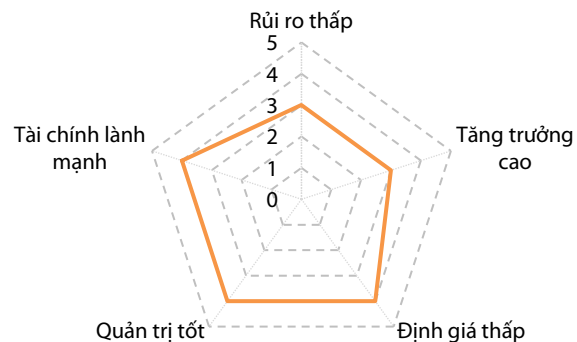
- Đã khởi công xây dựng trong tháng 5/2022.
- Dự kiến hoàn thành cuối năm 2024.
- Hai lò cao có tổng công suất 5,6 triệu tấn. Lò đầu tiên dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2023 và lò thứ hai vào cuối năm 2024.

**TÍCH LŨY: 17%**



**<GTT: 21.500>**

**<GMT: 25.100>**



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                               |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Ngành                         | Vật liệu cơ bản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 5.660           |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 263             |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP)       | 9.085           |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)      | 189             |
| SH NĐTNN còn lại (%)          | 43,4            |
| BQ giá 52 tuần ('000 VND)     | 15,6 – 47,1     |

## TÀI CHÍNH

|                        | 2021A  | 2022F  | 2023F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 28.173 | 20.060 | 19.002 |
| LNST (tỷ đồng)         | 2.225  | 874    | 1.204  |
| ROA (%)                | 14,5   | 7,4    | 9,7    |
| ROE (%)                | 38,9   | 14,8   | 17,5   |
| EPS (đồng)             | 7.278  | 3.235  | 4.455  |
| GTSS (đồng)            | 23.467 | 22.573 | 26.195 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 1.000  |
| P/E (x)                | 2,3    | 5,4    | 4,2    |
| P/B (x)                | 0,9    | 0,8    | 0,7    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tiêu thụ yếu và giá giảm trong nửa cuối năm ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.**

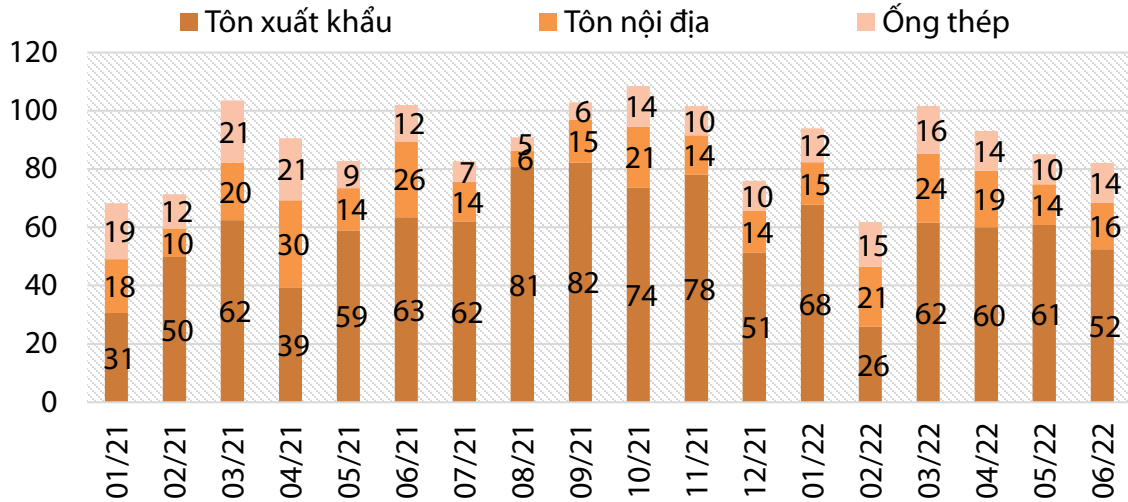
- Giá HRC liên tục giảm từ cuối tháng 4 trong khi giá tôn mạ không giảm tương ứng khiến người mua trong nước giảm giao dịch nhằm chờ đợi giá tôn giảm thêm. Giá bán, vì vậy, đang chịu áp lực giảm thêm nhưng tiêu thụ nội địa sẽ chỉ tăng từ tháng 9 do tháng 7-8 là mùa mưa. Tiêu thụ tôn mạ nội địa 2H có thể đạt 94 nghìn tấn (+14% YoY) nhờ nền thấp Q3/2021, tương ứng cả năm tăng 1% lên 202 nghìn tấn.
- Lạm phát cao toàn cầu kéo dài và cạnh tranh gia tăng tại các thị trường lớn có thể làm giảm xuất khẩu của các công ty Việt Nam đến giữa năm 2023. Mỹ nới lỏng hạn ngạch thuế quan đối với thép Nhật Bản, EU và Anh từ cuối năm 2021/đầu năm 2022. EU tái áp đặt hạn ngạch thuế quan với tôn mạ Việt Nam từ 7/2022 đến cuối năm 2024. Xuất khẩu tôn mạ 2H có thể đạt 50 nghìn tấn (-88% YoY), tương ứng cả năm đạt 378 nghìn tấn (-48% YoY).
- Chênh lệch giá với các thị trường thu hẹp khiến biên LNG xuất khẩu giảm về 12,9% (2021: 18,4%). Xuất khẩu yếu làm tăng áp lực giảm giá bán trong nước. Biên LNG nội địa giảm về 5,9% (2021: 12,4%).

**Tăng gấp đôi công suất vào năm 2027 tạo động lực tăng trưởng trong trung hạn.** Dự án đầu tư theo 3 giai đoạn từ Q4/2022 đến cuối 2026, được tài trợ phần lớn bằng vốn chủ sở hữu. Doanh thu và LNST giai đoạn 2022-2027 ước tăng trưởng kép 6,1%/năm và 18,8%/năm.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

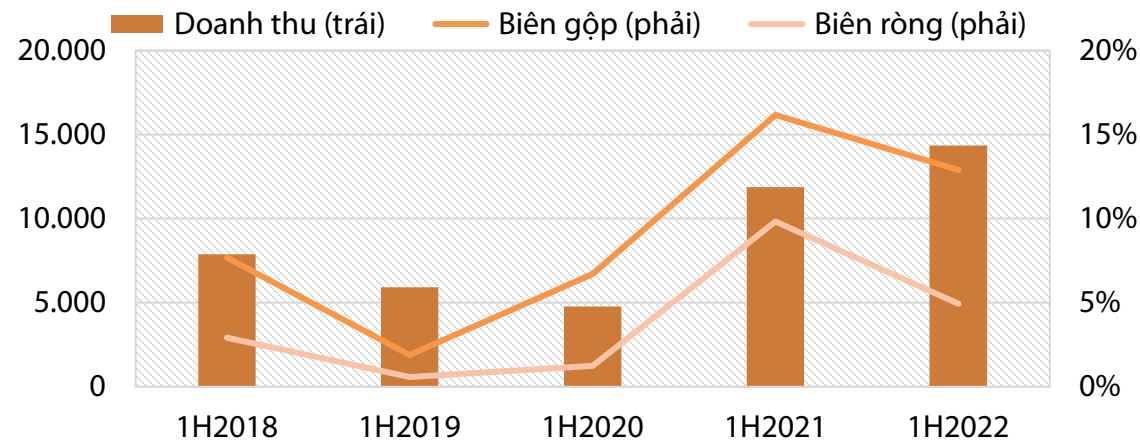
- Lạm phát toàn cầu kéo dài và nghiêm trọng hơn dự kiến khiến giá bán và tiêu thụ giảm mạnh hơn dự kiến.
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

**Hình 1: Sản lượng tiêu thụ theo thị trường (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận**

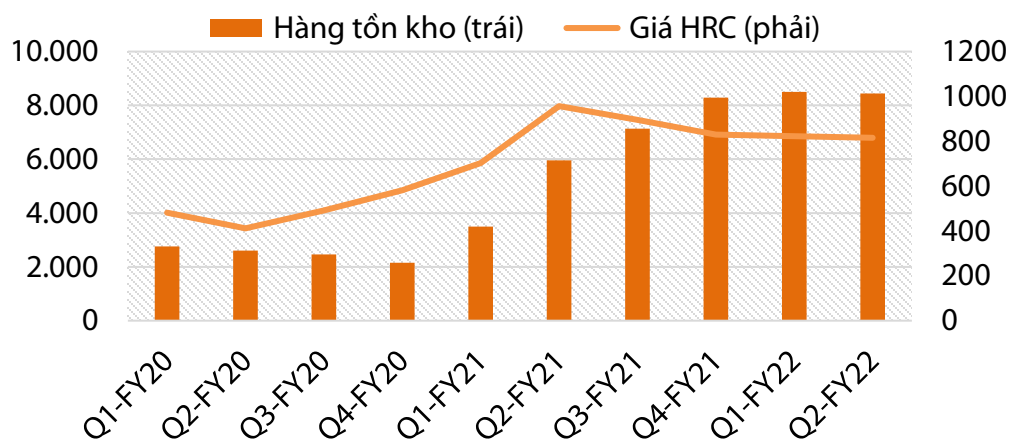


Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

**Sau 1H2022, NKG ghi nhận doanh thu tăng 21% YoY, đạt 14.347 tỷ đồng trong khi LNST giảm sâu 39% YoY còn 708 tỷ đồng với áp lực ở thị trường nội địa và giá đầu vào tăng.**

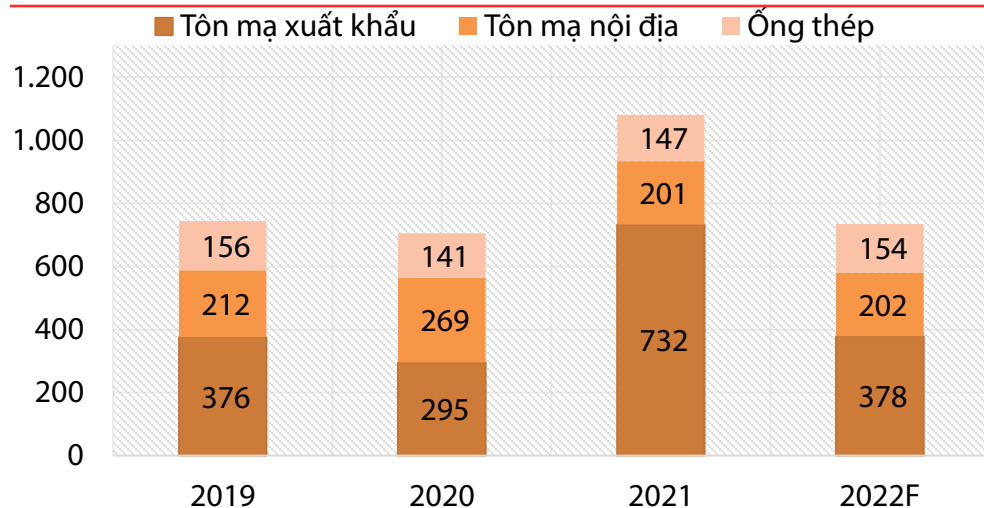
- Sản lượng xuất khẩu tôn mạ tăng 8% YoY lên 328 nghìn tấn, chiếm 63% tổng sản lượng bán hàng. Châu Âu và Bắc Mỹ chiếm 65-70%.
- Ngược lại, tiêu thụ nội địa yếu dần từ tháng 4 khi thị trường chờ đợi giá bán giảm theo giá HRC. Sản lượng nội địa 1H của tôn mạ giảm 9% YoY còn 108 nghìn tấn và của ống thép giảm 15% YoY còn 81 nghìn tấn.
- Nhờ xuất khẩu vẫn tốt, NKG có thể giữ giá bán trong nước Q2 ổn định so với Q1.
- Giá HRC Vietnam CFR tăng từ 743 USD/tấn cuối T1/22 lên 910 USD/tấn cuối T3/22 trước khi giảm từ T4/2022 về 698 USD/tấn cuối T6/2022. Đợt giá HRC tại châu Âu và Bắc Mỹ tăng cao sau đó đảo chiều giảm nhanh vào đầu Q2 đã không ngăn được xu hướng giảm của biên LNG Q2.
- Biên LNG giảm từ 16,2% trong 1H21 về 12,9% trong 1H22.

**Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng) và giá HRC (USD/tấn)**



Nguồn: NKG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dự báo sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)**



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

**Tiêu thụ yếu trong xu hướng giá giảm**

- Xuất khẩu tôn mạ có thể đạt 50 nghìn tấn (-88% YoY) do nhu cầu toàn cầu suy giảm. Tiêu thụ tôn mạ nội địa và ống thép đạt 94 nghìn tấn (+14% YoY) và 73 nghìn tấn (+41% YoY) trên nền thấp của đợt phong tỏa khu vực miền Nam trong Q3/2021.
- Chênh lệch giá giữa Việt Nam và các thị trường giảm khiến biên LNG giảm theo. Biên LNG tôn mạ có thể đạt 5,1%, trong đó xuất khẩu đạt 4,6% và nội địa 5,3%, giảm đáng kể so với các mức tương ứng 17,5%, 18,6% và 11,5% cùng kỳ.
- Dự báo 2H công ty đạt doanh thu 5.536 tỷ đồng (-58% YoY) và lỗ 50 tỷ đồng.

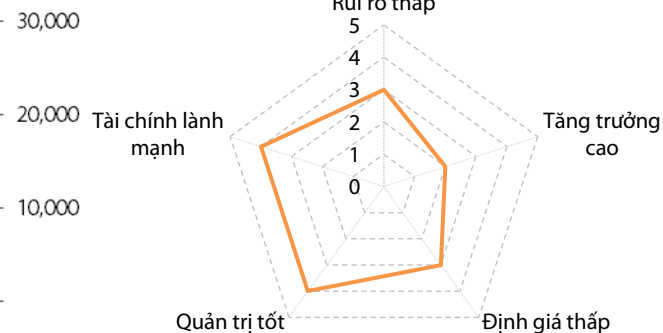
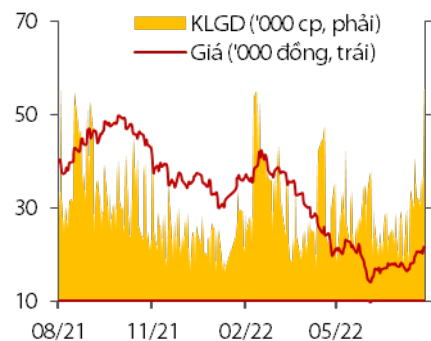
**2023 – Tiêu thụ khó phục hồi mạnh**

- Lạm phát hạ nhiệt từ năm 2023 sẽ khuyến khích nhu cầu tôn mạ. Chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và các thị trường Âu Mỹ sẽ không cao do không còn đứt gãy sản xuất tại các khu vực này. Cạnh tranh xuất khẩu gia tăng với nhiều nước khác.
- Sản lượng thép có thể tăng 10,5%, giá bán giảm theo giá HRC. Biên lợi nhuận gộp đạt 10,1%, xấp xỉ mức 9,8% năm 2021.

**QUAN SÁT**

<GTT: 20.900>

<GMT: N/A>



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Ngành  
Vốn hóa (tỷ đồng)  
SLCP đang lưu hành (triệu CP)  
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)  
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)  
SH NĐTNN còn lại (%)  
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

| <b>TÀI CHÍNH</b> |                        | <b>2021A</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|------------------|------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Thép             | Doanh thu (tỷ đồng)    | 48.727       | 48.439       | 41.136       |
| 10.416           | LNST (tỷ đồng)         | 4.249        | 921          | 1.292        |
| 498              | ROA (%)                | 16,0         | 3,7          | 5,9          |
| 8.669            | ROE (%)                | 39,4         | 7,9          | 10,3         |
| 167              | EPS (đồng)             | 8.611        | 1.735        | 2.435        |
| 42,3             | GTSS (đồng)            | 21.855       | 23.591       | 25.526       |
| 13,8 – 51,3      | Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0            | 0            | 500          |
|                  | P/E (x)                | 5,4          | 9,8          | 7,0          |
|                  | P/B (x)                | 2,1          | 0,7          | 0,7          |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Tiêu thụ yếu và giá giảm trong vài quý tiếp theo.**

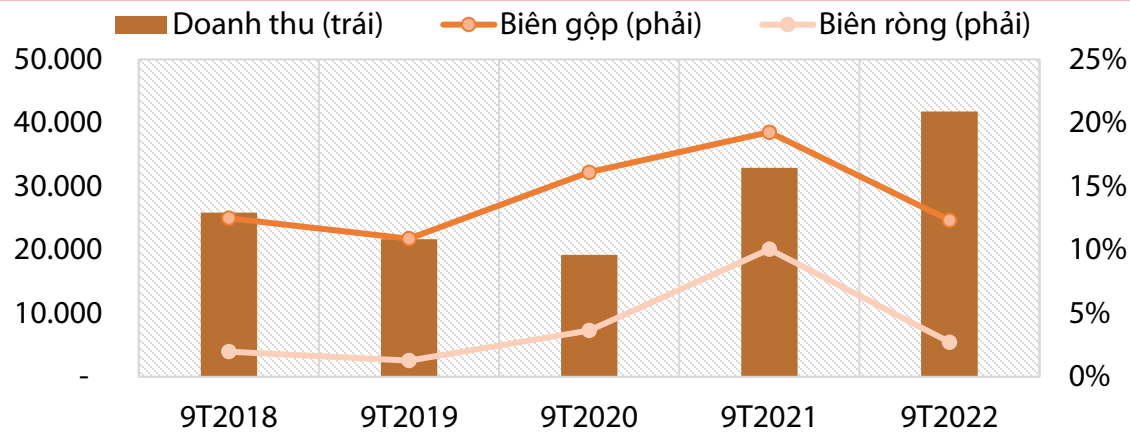
- Giá HRC liên tục giảm từ cuối tháng 4 trong khi giá tôn mạ không giảm tương ứng khiến người mua trong nước giảm giao dịch nhằm chờ đợi giá tôn giảm thêm. Giá bán, vì vậy, đang chịu áp lực giảm thêm nhưng tiêu thụ nội địa sẽ chỉ tăng từ tháng 9 do tháng 7-8 là mùa mưa. Tiêu thụ tôn mạ nội địa cả năm có thể tăng 8% lên 577 nghìn tấn.
- Lạm phát cao toàn cầu kéo dài và cạnh tranh gia tăng tại các thị trường lớn có thể khiến xuất khẩu trầm lắng đến giữa năm 2023. Mỹ đã nới lỏng hạn ngạch thuế quan đối với thép Nhật Bản, EU và Anh từ cuối năm 2021/đầu năm 2022. EU tái áp đặt hạn ngạch thuế quan với tôn mạ Việt Nam từ 7/2022 đến giữa năm 2024. Xuất khẩu tôn mạ cả năm dự báo đạt 821 nghìn tấn, giảm 34%.
- Chênh lệch giá với các thị trường thu hẹp khiến biên LNG xuất khẩu giảm về 12,5% (FY20-21: 16,9%). Xuất khẩu yếu kết hợp với giá HRC giảm làm tăng áp lực giảm giá bán trong nước. Biên LNG nội địa giảm về 11,9% (FY20-21: 22,4%).

**Sức khỏe tài chính liên tục cải thiện.** Cuối Q3/FY21-22, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu giảm xuống 94% so với 150% cùng kỳ năm ngoái. Cơ cấu vốn an toàn hơn sẽ giúp HSG giảm chi phí lãi vay trong giai đoạn kinh doanh khó khăn hiện nay. Công ty đặt mục tiêu đến FY23-24 sẽ không còn nợ vay.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

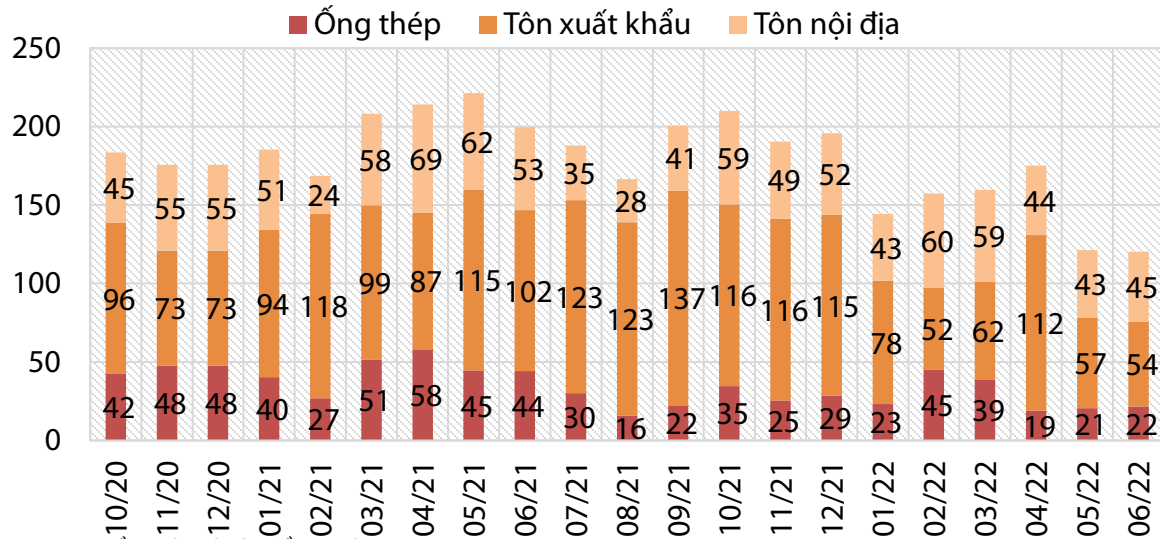
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

**Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận**



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Sản lượng tiêu thụ theo thị trường (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

**Doanh thu 41.772 tỷ đồng (+27% YoY) và LNST 1.137 tỷ đồng (-66% YoY). Sản lượng tiêu thụ thép đạt 1,47 triệu tấn, giảm 15% YoY. Tiêu thụ giảm dần do tâm lý người mua chờ đợi giá giảm và quan sát diễn biến nhu cầu thị trường.**

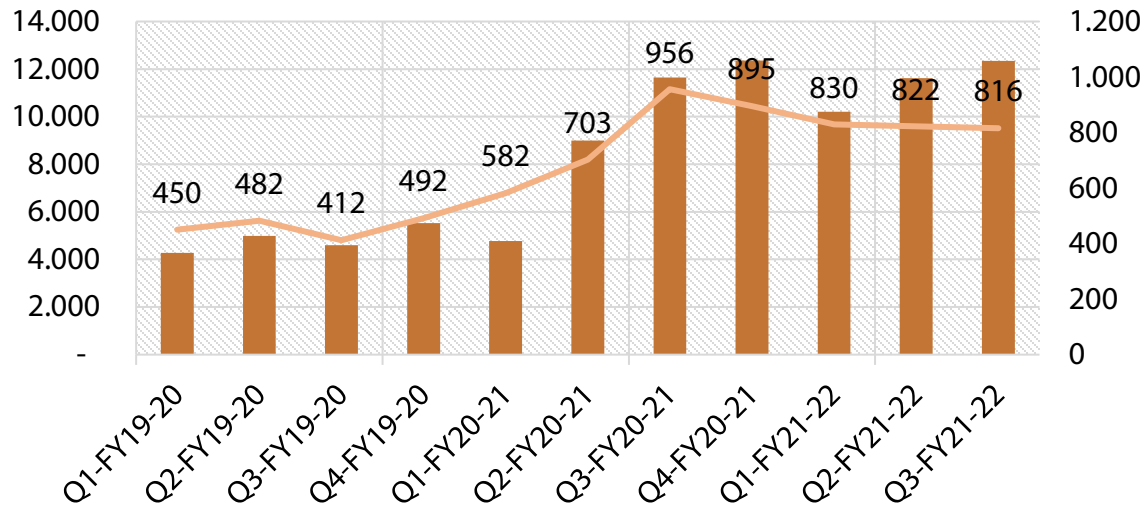
- Sản lượng tôn mạ đạt 1,22 triệu tấn, giảm 8,4% YoY, trong đó xuất khẩu 763 nghìn tấn, giảm 11% YoY và nội địa 454 nghìn tấn, giảm 3,6% YoY.
- Chênh lệch giá thép giữa Việt Nam với châu Âu và Bắc Mỹ thu hẹp nhanh sau đợt tăng hoảng loạn khi chiến tranh Nga-Ucraina bắt đầu. Thị trường nội địa chậm lại chờ đợi điều chỉnh giá bán tôn mạ theo giá HRC.

**Biên lợi nhuận giảm do áp lực chi phí nguyên liệu.**

- Giá HRC Vietnam CFR tăng từ 743 USD/tấn cuối T1/22 lên 910 USD/tấn cuối T3/22 trước khi giảm từ T4/2022 về 698 USD/tấn cuối T6/2022. Đợt giá HRC tại châu Âu và Bắc Mỹ tăng cao đầu Q3 đã không ngăn được xu hướng giảm của biên LNG Q3.
- Biên LNG giảm từ 19,3% trong 9T/FY20-21 về 12,3% trong 9T/FY21-22.

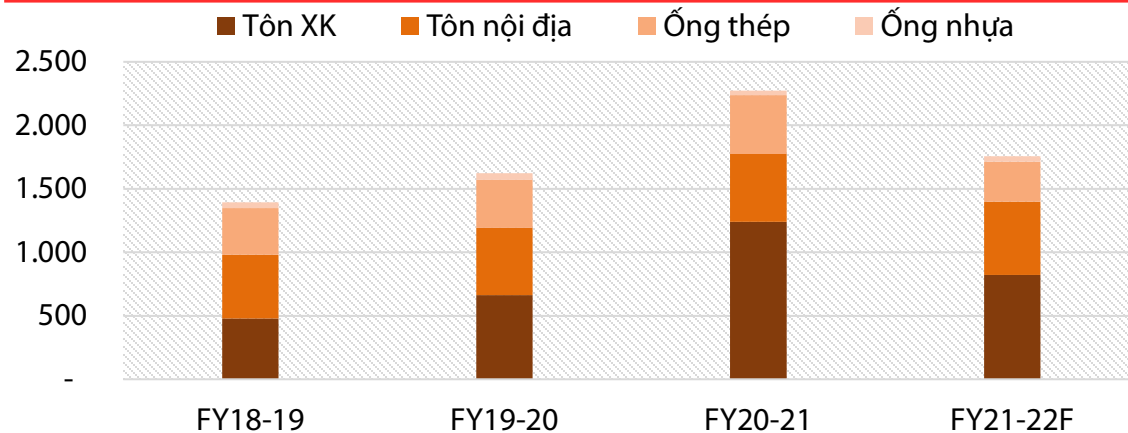
**Chi phí lãi vay giảm mạnh** 25% YoY nhờ giảm vay nợ. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu cuối Q3 đạt 94%, không đổi so với đầu năm nhưng cải thiện so với 140% trong Q3/FY20-21.

**Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng) và giá HRC (USD/tấn)**



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dự báo sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)**



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

**Q4/FY21-22: Tiêu thụ yếu, giá bán giảm trong khi giá nguyên liệu cao bào mòn lợi nhuận**

- Xuất khẩu tôn mạ có thể đạt 58 nghìn tấn (-74% QoQ và -85% YoY) do nhu cầu toàn cầu suy giảm. Tiêu thụ tôn mạ nội địa đạt 123 nghìn tấn (-7% QoQ và +19% YoY) trên nền thấp của đợt phong tỏa khu vực miền Nam trong Q4/FY20-21. Tiêu thụ ống thép 59 nghìn tấn (-4% QoQ, -14% YoY).
- Chênh lệch giá giữa Việt Nam và các thị trường giảm khiến biên LNG giảm theo. Biên LNG tôn mạ có thể đạt 9,6%, trong đó xuất khẩu đạt 9,7% và nội địa 9,5%, giảm đáng kể so với các mức tương ứng 17%, 16,5% và 19% cùng kỳ, theo ước tính của chúng tôi.
- Doanh thu và LNST Q4 dự báo đạt 6.693 tỷ đồng (-58% YoY) và -183 tỷ đồng.

**FY22-23: Tiêu thụ khó phục hồi mạnh**

- Xuất khẩu tôn mạ dự báo sẽ phục hồi từ Q3/FY22-23 trở đi, nhờ lạm phát hạ nhiệt. Chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và các thị trường Âu Mỹ sẽ không cao do không còn đứt gãy sản xuất tại các khu vực này. Cạnh tranh xuất khẩu gia tăng với nhiều nước khác.
- Sản lượng thép có thể tăng 8%, giá bán giảm theo giá HRC. Biên lợi nhuận gộp xấp xỉ mức 11,6% của FY21-22.

**QUAN SÁT**

<GTT: 20.000 >

<GMT: N/A >

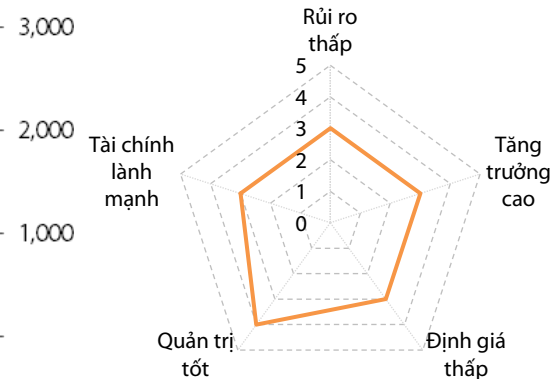
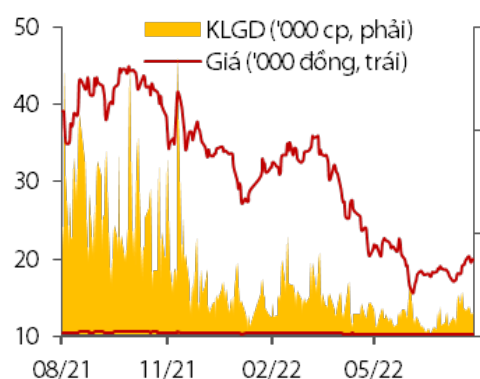
**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2021A**

**2022F**

**2023F**



|                             |
|-----------------------------|
| Ngành                       |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           |
| SLCPĐLH (triệu CP)          |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP)     |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    |
| SH NĐTNN còn lại (%)        |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) |

|             |                        |        |        |        |
|-------------|------------------------|--------|--------|--------|
| Thép        | Doanh thu (tỷ đồng)    | 21.312 | 24.164 | 25.479 |
| 1.462       | LNST (tỷ đồng)         | 875    | 106    | 411    |
| 73          | ROA (%)                | 9,7    | 1,2    | 4,4    |
| 184         | ROE (%)                | 45,0   | 5,7    | 19,6   |
| 4           | EPS (đồng)             | 14.369 | 1.439  | 5.552  |
| 0,0         | GTSS (đồng)            | 31.875 | 25.501 | 28.554 |
| 15,6 – 47,1 | Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000  | 1.000  | 1.000  |
|             | P/E (x)                | 1,4    | 13,9   | 3,6    |
|             | P/B (x)                | 0,5    | 0,8    | 0,7    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Nhiều điều kiện bất lợi ảnh hưởng tiêu thụ và giá thép nửa cuối năm.**

- Lạm phát cao, thị trường bất động sản trầm lắng và giải ngân đầu tư công chậm kéo giảm nhu cầu thép xây dựng và thép phẳng. Lạm phát cao sẽ còn kéo dài trong vài quý tới trong khi giải ngân đầu tư công tăng dần trong năm 2023.
- Giá thép liên tục giảm mạnh từ tháng 4. Giá HRC Việt Nam CFR giảm từ 925 USD/tấn đầu tháng 4 về 600 USD/tấn cuối tháng 7 và duy trì quanh 605 USD/tấn đến nay.
- Sản lượng tiêu thụ thép của SMC được kỳ vọng giảm 1% vào năm 2022, sau khi giảm khoảng 5% YoY vào năm 2021. Trong đó sản lượng nửa đầu năm tăng 8,4% YoY và nửa cuối năm dự báo giảm 10,3% YoY.

**Đơn hàng gia công yếu và kế hoạch đầu tư các nhà máy mới đang bị trì hoãn.**

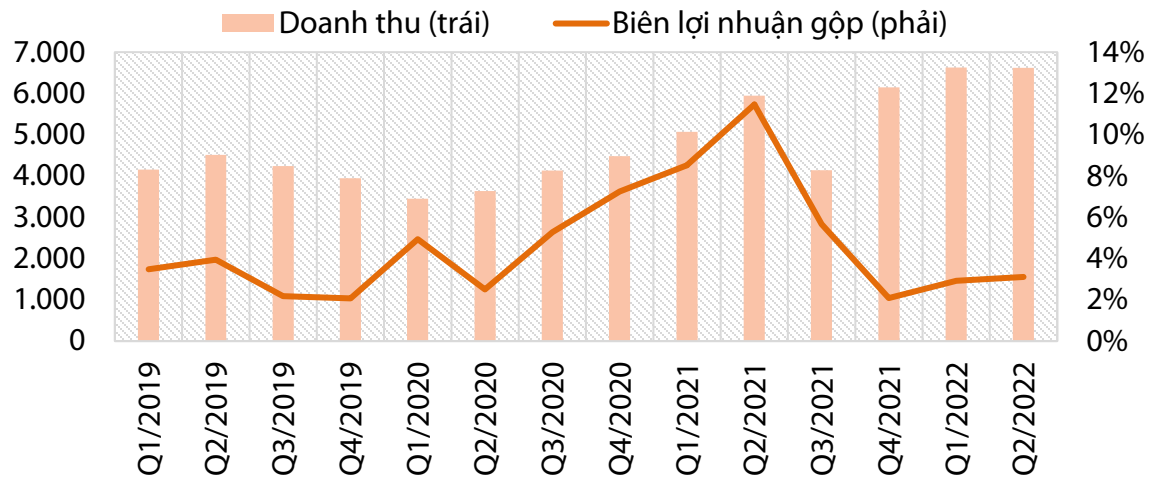
Các nhà máy Samsung tại Việt Nam đang cắt giảm sản lượng do thiếu chip bán dẫn và khó khăn về vận chuyển, ảnh hưởng đến đơn hàng gia công của SMC.

- Nhà máy Gia công Thép Phú Mỹ và nhà máy Cơ khí chính xác Phú Mỹ, vận hành từ đầu năm 2022, hiện đang có mức huy động công suất thấp, chỉ khoảng 15-20% công suất thiết kế. Công ty sẽ lùi thời điểm hoàn thành kế hoạch đầu tư năm 2022 từ cuối năm 2022 sang Q2/2023 hoặc xa hơn, tùy tình hình tiêu thụ.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

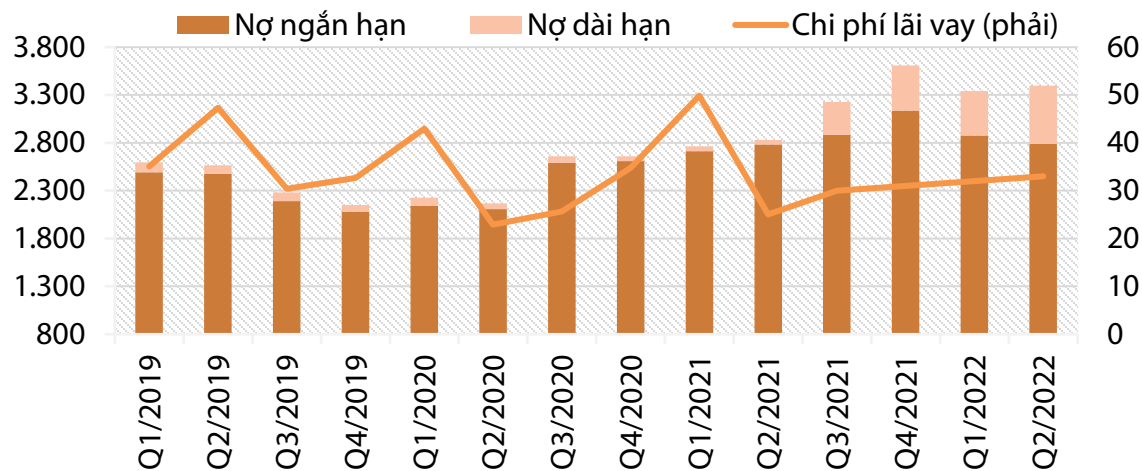
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

**Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp (%)**



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Nợ vay và chi phí lãi vay (tỷ đồng)**



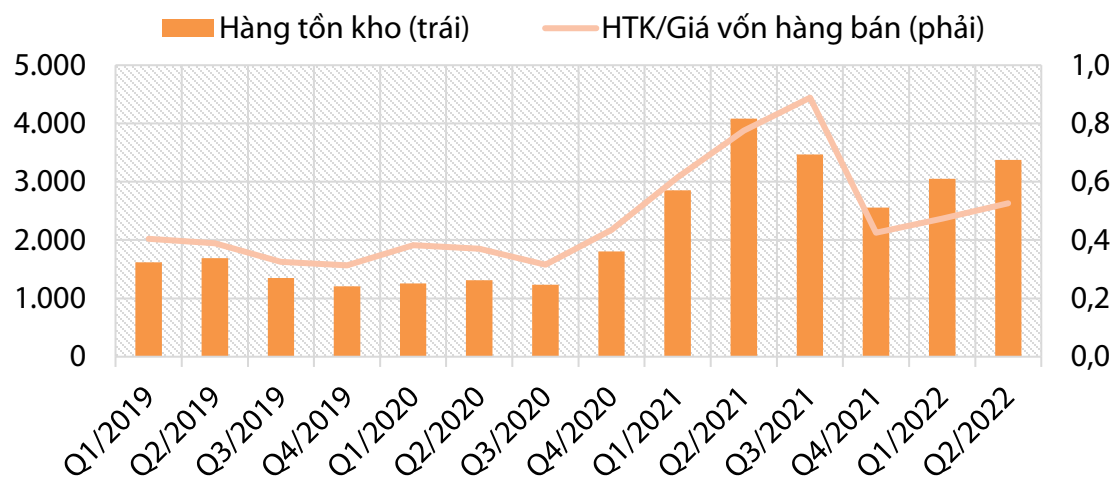
Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

- Sản lượng tiêu thụ tăng 8,4% YoY kết hợp với giá bán cao hơn cùng kỳ 11% khiến doanh thu tăng mạnh 20% YoY, đạt 13.250 tỷ đồng.
- LNST giảm 82% còn 127 tỷ đồng do biên LN gộp giảm còn 3% từ 10,1% trong 1H2021 cùng với lỗ chênh lệch tỷ giá và chi phí lãi vay tăng mạnh trong Q2.

**Tác động bất lợi từ các biến động địa chính trị và thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu**

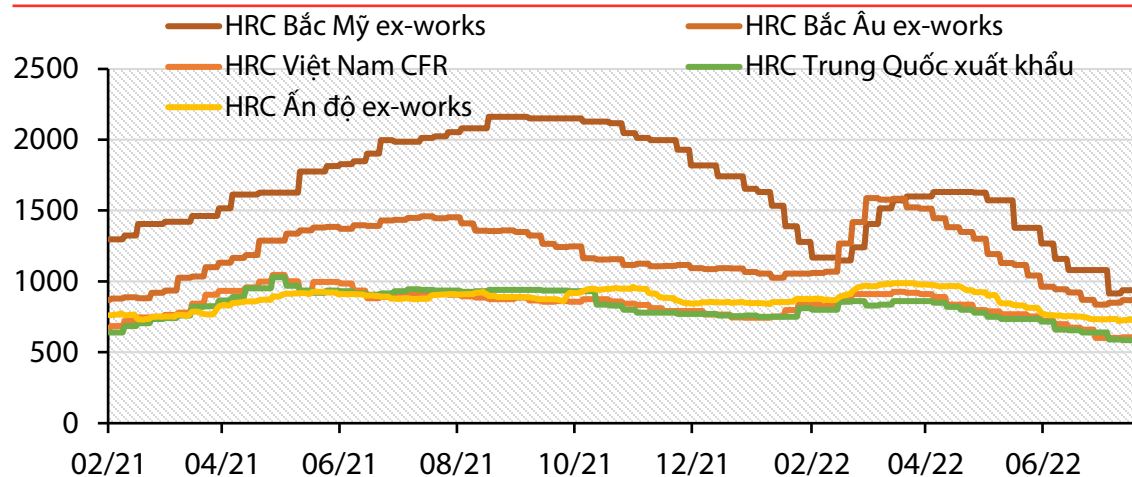
- Giá bán thép liên tục giảm trong Q2 trong khi tồn kho được tích trữ ở mức giá cao khiến biên lợi nhuận gộp suy giảm. Điều này trái ngược với 1H2021, biên LN gộp cải thiện mạnh mẽ, đạt 10,1% so với mức 3-5% hàng năm, nhờ giá thép liên tục đi lên kết hợp với giá vốn tồn kho thấp.
- Chi phí tài chính tăng gần 7 lần so với Q2/2021, chủ yếu do (1) tăng lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện, ảnh hưởng bởi tỷ giá tăng mạnh, và (2) tăng chi phí lãi vay do tăng vay dài hạn và thuê tài chính từ Q3/2021.

**Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng)**



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Giá HRC (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Giá trị HTK tăng lần lượt 19% và 11% trong hai quý gần nhất lên 3.542 tỷ đồng. Giá thép liên tục giảm khiến công ty phát sinh khoản dự phòng giảm giá HTK 170 tỷ đồng cuối Q2.

**Biên lợi nhuận gộp có ít cơ hội cải thiện trong nửa cuối năm do giá thép không phục hồi đáng kể.**

- Giá HRC Việt Nam CFR đã giảm từ 925 USD/tấn vào tháng 4 xuống 600 USD/tấn cuối tháng 7 và đang duy trì quanh 605 USD/tấn. Giá có thể sẽ phục hồi chậm, trong điều kiện nhiều yếu tố bất ổn về dịch bệnh, địa chính trị và lạm phát cao.
- Áp lực lên biên LN của mảng gia công cao với thời gian tồn kho nguyên liệu của mảng này cao hơn mảng thương mại. Chúng tôi ước tính mảng gia công có thể lỗ gộp trong Q3 và phục hồi dần từ Q4.

**Sản lượng tiêu thụ có thể phục hồi chậm trong nửa cuối năm do thiếu yếu tố hỗ trợ**

- Sản lượng tiêu thụ dự báo giảm 19,3% so với 1H22 và giảm 10,3% so với 2H21, còn 565 nghìn tấn.
- Nửa cuối năm, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 6% YoY lên 10.914 tỷ đồng. Khoản lỗ 62 tỷ đồng trong Q3 khiến lỗ nửa năm ghi nhận ở mức 21 tỷ đồng.

## KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam****Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

**Trần Hà Xuân Vũ****Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

**Phạm Thị Tố Tâm****Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

**Đỗ Thanh Tùng****Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

**Nguyễn Thị Ngọc An****Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

**Trần Kỳ Anh****Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

**Nguyễn Hồng Loan****Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

**Nguyễn Ngọc Thành****Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

**Nguyễn Ngọc Thảo****Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

**Trần Thị Ngọc Hà****Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Lê Tự Quốc Hưng****Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

**Bernard Lapointe****Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Hà My****Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Cao Ngọc Quân****Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

**Trần Ngọc Thảo Trang****Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

