

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM





NGÀNH THÉP

CƠ HỘI TỪ THỊ TRƯỜNG NGOÀI NƯỚC



Phạm Minh Tú - tu.pm@vdsc.com.vn



Nhà nước đẩy mạnh giảm phát thải carbon và giải quyết tình trạng dư thừa công suất thép.

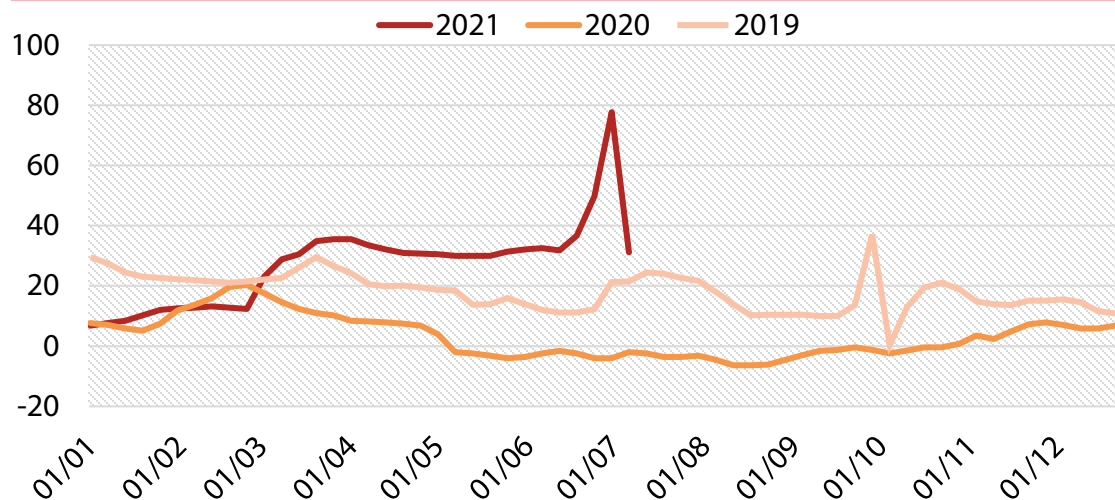
- Trung Quốc đặt mục tiêu giảm phát thải carbon ròng về không trước năm 2060 và nâng tỷ lệ sản xuất thép bằng lò điện từ 10% hiện tại lên hơn 15% vào năm 2025. Nước này cũng mục tiêu giữ sản lượng thép thô năm 2021 ngang mức sản lượng của năm 2020, đồng nghĩa sản lượng sản xuất phải được cắt giảm trong 2H sau khi tăng 13% YoY trong 1H.
- Chúng tôi ước tính các nhà máy với công suất (CS) 74 triệu tấn/năm (t/n) sẽ được chuyển đổi sang công nghệ thân thiện môi trường hơn và CS có thể giảm 23 triệu t/n.

Nhiều hành động quyết liệt hơn đang được thực hiện.

- Sàn giao dịch carbon đã được đưa vào hoạt động từ tháng 7. Các ngành như thép sẽ được bổ sung sớm nhất vào năm 2025.
- Tỷ lệ đỉnh chỉ sản xuất các lò BF đã tăng lên ở hầu hết các tỉnh, đặc biệt tại tỉnh Hà Bắc, tỉnh sản xuất thép nhiều nhất nước này (Hình 1). Việc hoàn thuế VAT đối với CRC, tôn mạ xuất khẩu đã được gỡ bỏ và thuế xuất khẩu với gang thổi được áp dụng kể từ tháng 8.

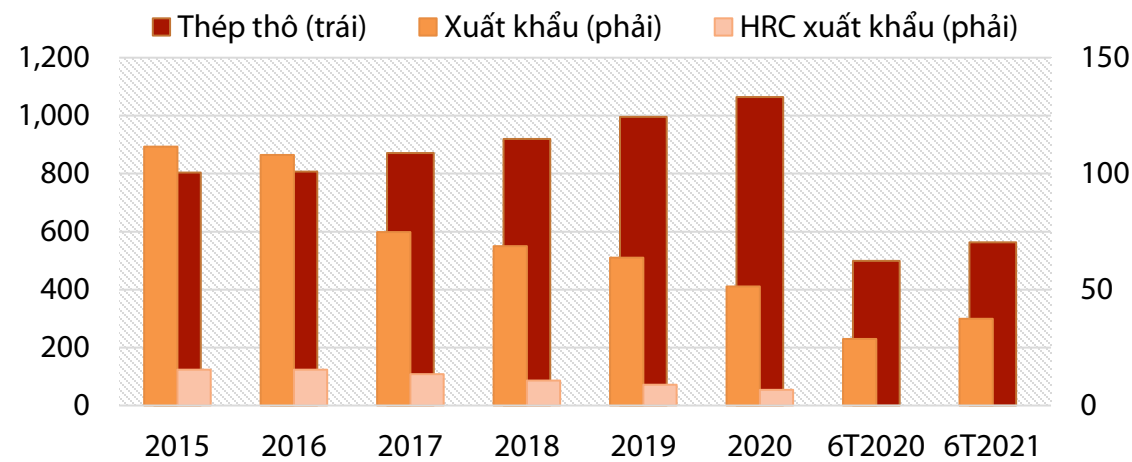
Các nhà sản xuất của Việt Nam hưởng lợi khi áp lực cạnh tranh giảm và giá thép duy trì ở nền cao do chi phí sản xuất ở Trung Quốc ngày càng tăng.

Hình 1: Tỷ lệ đỉnh chỉ công suất lò cao tại Đường Sơn (%)



Nguồn: Goldman Sachs, CTCK Rồng Việt

Hình 2: SL thép thô và SL xuất khẩu của Trung Quốc (nghìn tấn)



Nguồn: Cục Thống kê quốc gia Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

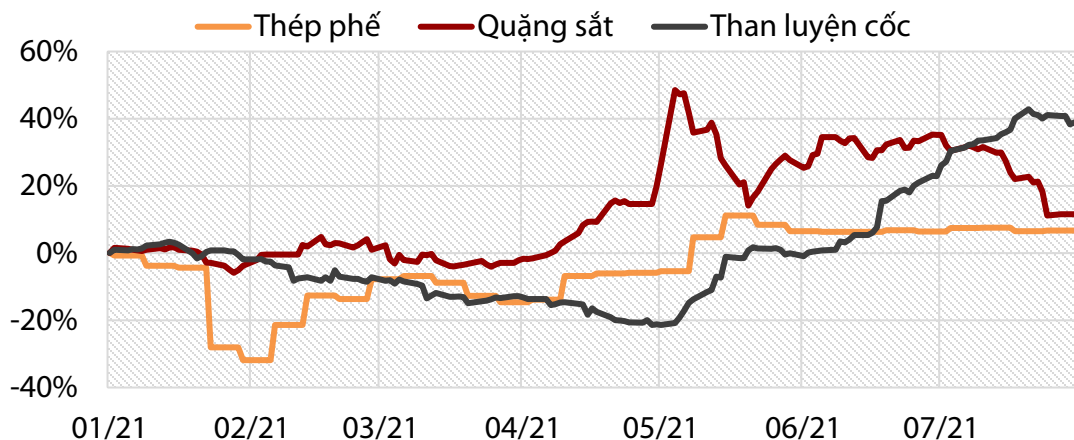
Giá nguyên liệu tăng góp phần làm tăng giá thép

- Giá quặng sắt đã tăng 24% so với đầu năm do nhu cầu cao trên toàn thế giới và nguồn cung yếu từ Brazil, cộng với giá than cốc tăng khiến chi phí sản xuất gang lỏng bằng lò BOF tăng. Qua đó, góp phần khiến giá thép tăng trong 1H2021.

Giá thép khó hạ và có thể duy trì ở mức cao cho đến nửa đầu năm 2022.

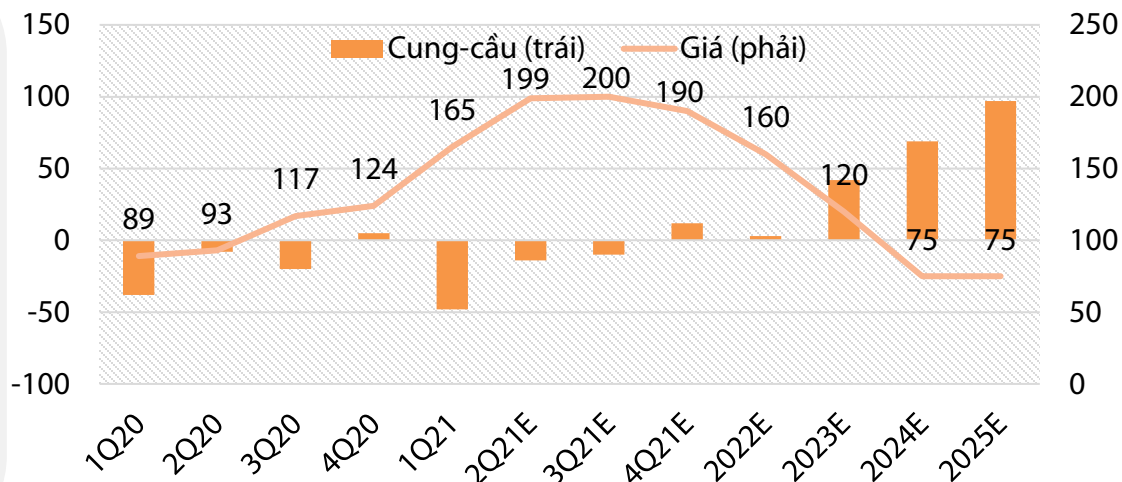
- Giá quặng sắt có thể duy trì ở mức 160 USD/tấn vào năm 2022 do nhu cầu tăng ở các nước khác ngoài Trung Quốc và tốc độ tăng trưởng sản lượng khai thác của Brazil chậm. Vì vậy, chi phí sản xuất gang lỏng từ lò BOF được dự đoán sẽ duy trì ở mức cao và giá thép khó có thể giảm.
- Bên cạnh đó, việc Trung Quốc nỗ lực cắt giảm sản lượng và nhu cầu mạnh mẽ ở các thị trường EU-Bắc Mỹ sẽ hỗ trợ giá thép ổn định ở mức hiện tại cho đến 1H2022.

Hình 4: Thay đổi giá nguyên vật liệu



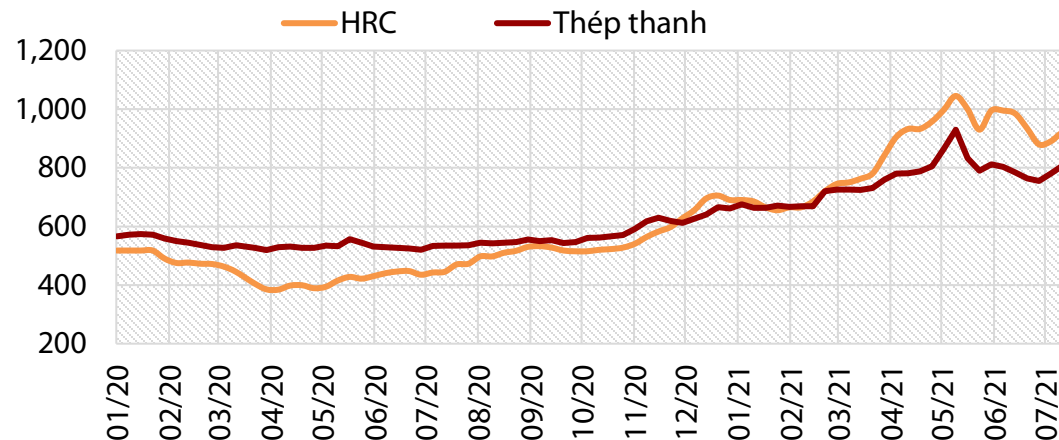
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cân bằng cung cầu quặng sắt (triệu tấn) và giá (USD/tấn)



Nguồn: Goldman Sachs, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá thép (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

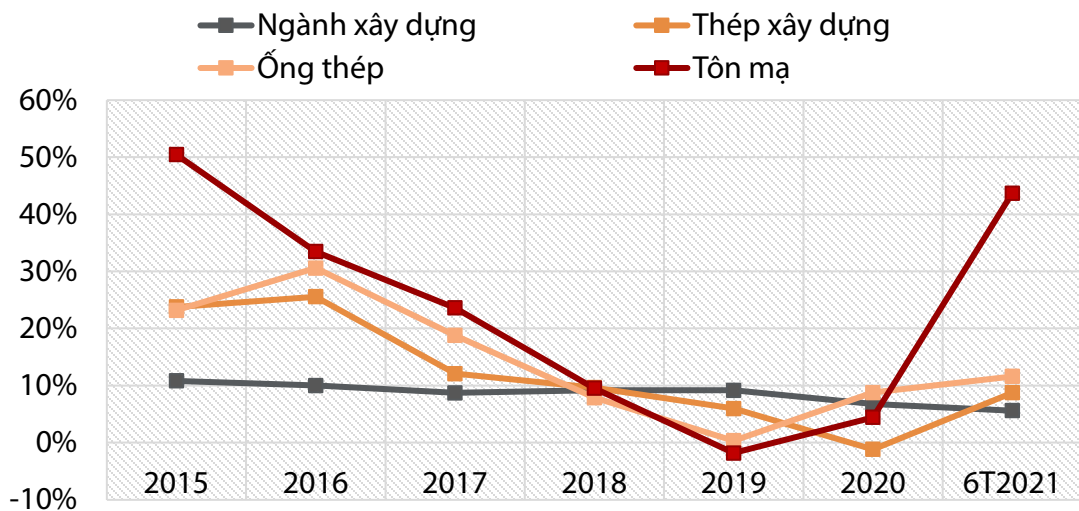
Thép xây dựng: Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước nhờ xuất khẩu.

- Tổng sản lượng (SL) tiêu thụ tăng 8,7% YoY, trong đó sản xuất trong nước tăng 5,9%. SL xuất khẩu (XK) tăng 27%, đóng góp 15,6% vào tổng SL tiêu thụ. Nhu cầu đã yếu hơn kể từ tháng 6 do ảnh hưởng của đại dịch, mùa mưa và giá thép tương đối cao.
- Giá thép xây dựng và HRC tăng đã thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của HPG từ 19% trong 1H2020 lên khoảng 30% trong 1H2021.

Tôn mạ: Hưởng lợi từ nhu cầu mạnh mẽ ở nước ngoài và giá bán ngày càng tăng.

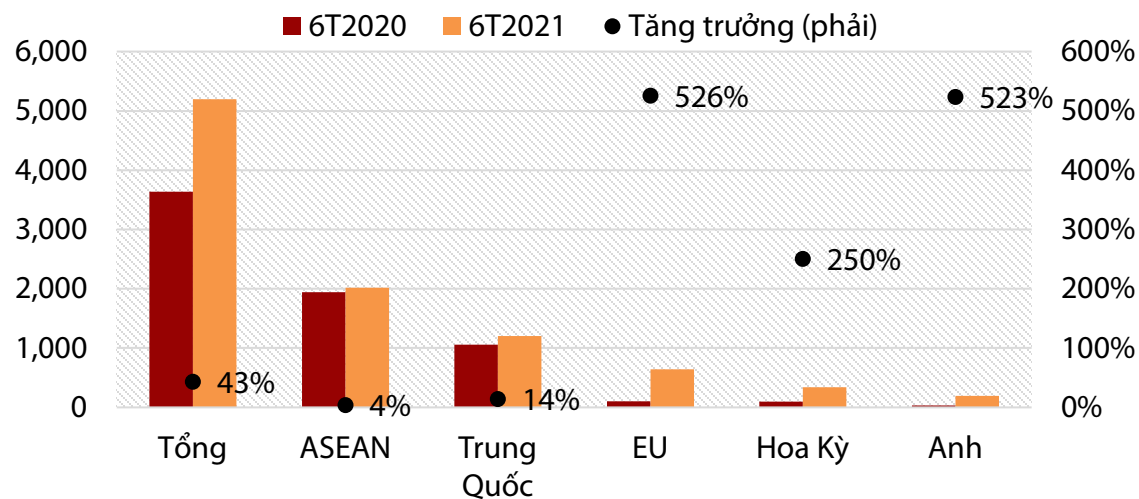
- Tổng SL tiêu thụ tăng 44% YoY, được hỗ trợ bởi SL XK tăng mạnh, với mức tăng 133% YoY. SL XK sang EU và Bắc Mỹ tăng mạnh nhờ nhu cầu phục hồi ở các thị trường này và lệnh cấm/thuế nhập khẩu cao đối với thép từ Trung Quốc. Thị trường EU-Bắc Mỹ chiếm 80-90% SL XK của NKG và 30% SL XK của HSG trong quý 2.
- Giá HRC tăng khoảng 25% QoQ mỗi quý trong 1H, thúc đẩy LNST của NKG và HSG tăng 1.880% và 426% YoY trong 6T2021.

Hình 6: Tăng trưởng tiêu thụ thép và ngành xây dựng



Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Sản lượng xuất khẩu sang các nước (nghìn tấn)

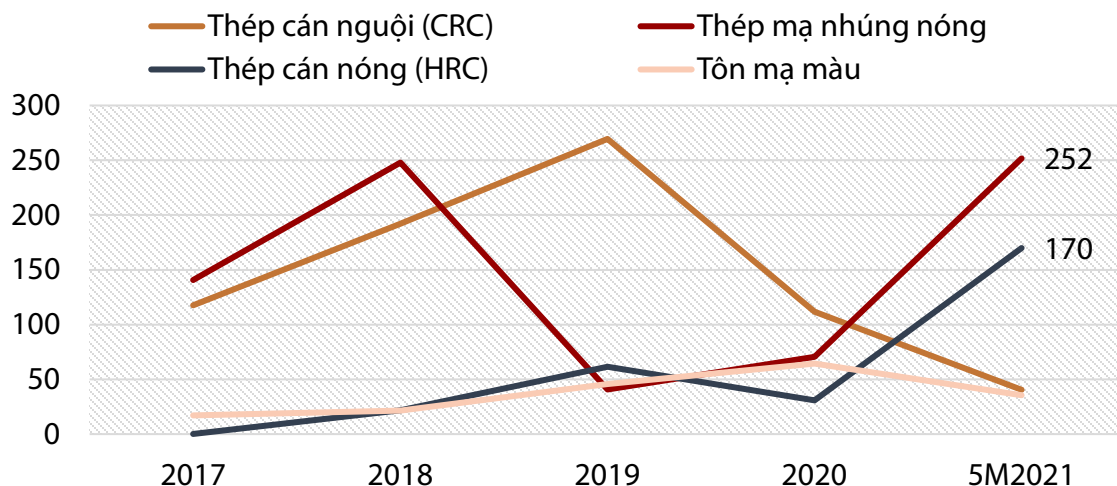


Nguồn: Vietnam's Custom, CTCK Rồng Việt

Các chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu mạnh mẽ vẫn hỗ trợ XK tôn mạ.

- Nhu cầu thép ở châu Âu được dự báo sẽ tăng 10,2% YoY vào năm 2021 và 4,8% vào năm 2022.
- EU đã gia hạn các biện pháp tự vệ đối với thép nhập khẩu, chủ yếu nhắm vào Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc và Thổ Nhĩ Kỳ. Các nhà sản xuất, như NKG, HSG, đã nhận đủ đơn đặt hàng cho đến tháng 11.
- Các nhà sản xuất trên có thể tăng tỷ trọng XK sang ASEAN để duy trì SL tiêu thụ nếu nhu cầu từ châu Âu-Bắc Mỹ giảm.
- SL XK của Việt Nam vẫn sẽ cao cho đến năm 2023, khi EU bắt đầu áp dụng cơ chế biên giới carbon, làm giảm lợi thế của các DN Việt Nam.

Hình 8: SL xuất khẩu sang EU theo mặt hàng (nghìn tấn)



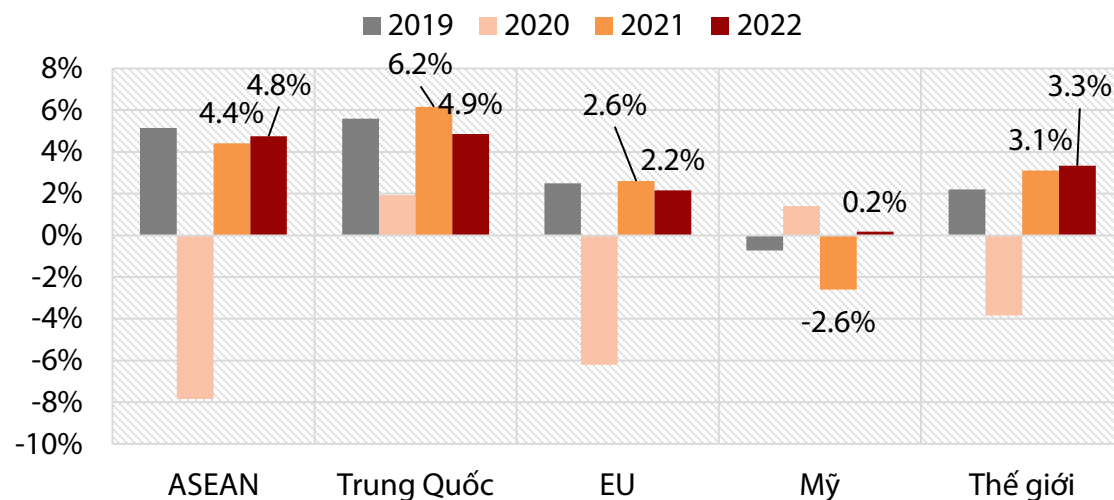
Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Hạn ngạch nhập khẩu EU áp cho VN và một số nước

ĐV: Nghìn tấn	07/2020-06/2021	07/2021-06/2022	07/2022-06/2023	07/2023-06/2024
HRC	4.000	4.051	4.172	4.297
CRC	1.100	1.054	1.086	1.118
Thép mạ kim loại (4A)	2.000	2.045	2.106	2.169
Tôn mạ màu	112	158	163	168

Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Triển vọng tăng trưởng ngành xây dựng tại các khu vực



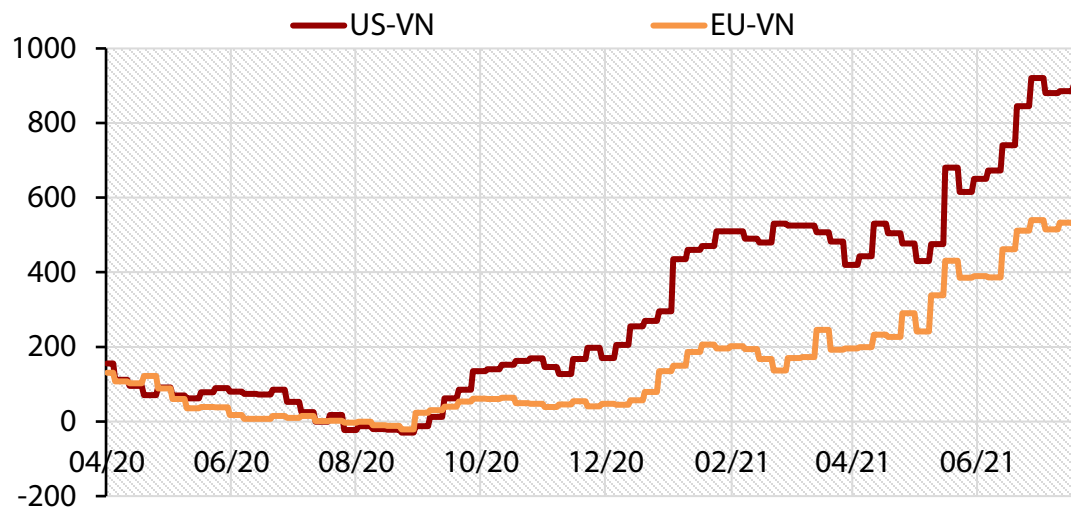
Nguồn: IHS market, CTCK Rồng Việt

DN Việt Nam sở hữu lợi thế cạnh tranh lớn về giá.

- Chênh lệch giá giữa EU và Việt Nam ngày càng nới rộng và dao động trong khoảng 300-530 USD/tấn. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của các nhà xuất khẩu thép ở Việt Nam có thể dao động từ 15%-25% trong 2H.
- Giả sử mỗi tấn thép (BOF) cần thải ra 1,85 tấn CO2 (WSA), chi phí sản xuất ở EU sẽ cao hơn 120 USD so với Việt Nam và Ấn Độ do tốn chi phí cho bản quyền phát thải.
- Giá điện dao động trong khoảng 150-330 USD/Mwh ở EU và 77 USD/Mwh ở Việt Nam. Chi phí điện ở EU sẽ cao hơn 15-35 USD cho mỗi tấn thép sản xuất.
- Thép được sản xuất bằng lò điện chiếm 40% sản lượng thép ở châu Âu và có giá thành sản xuất cao hơn từ 15%-20% so với thép sản xuất bằng lò BOF.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp xuất khẩu sang EU-Bắc Mỹ có thể giảm dần từ 22% trong Q2 xuống khoảng 14% vào năm 2022 và vẫn cao hơn so với giai đoạn 2018-2019.

Hình 10: Chênh lệch giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá phát thải carbon tại châu Âu (USD/tấn)



Nguồn: EMBER, ICE, CTCK Rồng Việt

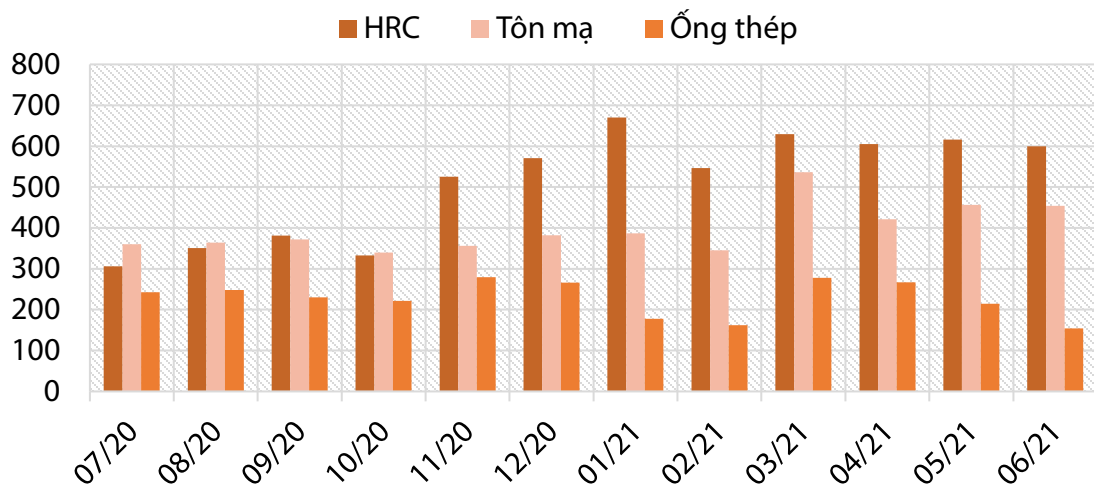
Tiêu thụ HRC sẽ tích cực nhờ nhu cầu mạnh mẽ của các nhà sản xuất hạ nguồn.

- Giá bán HRC trong Q3 vẫn ở mức cao nhờ nhu cầu XK mạnh mẽ sang các thị trường EU-Bắc Mỹ, những thị trường vốn cấm thép có xuất xứ từ Trung Quốc.
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ HRC sẽ vẫn ở mức cao. Mức chênh lệch giá thép cao giữa châu Âu-Bắc Mỹ và Việt Nam cho phép HPG và Formosa XK với lợi nhuận cao. Bên cạnh đó, SL XK tôn mạ có thể vẫn tích cực nhờ giá thép cạnh tranh ở Việt Nam và lĩnh vực xây dựng ở EU-Bắc Mỹ có thể tiếp tục phục hồi.
- Do đó, HPG và Formosa vẫn sẽ có lợi nhuận và SL tiêu thụ cao trong 2H2021 ở mảng HRC.

Tuy nhiên, nhu cầu thép xây dựng sẽ yếu trong ngắn hạn.

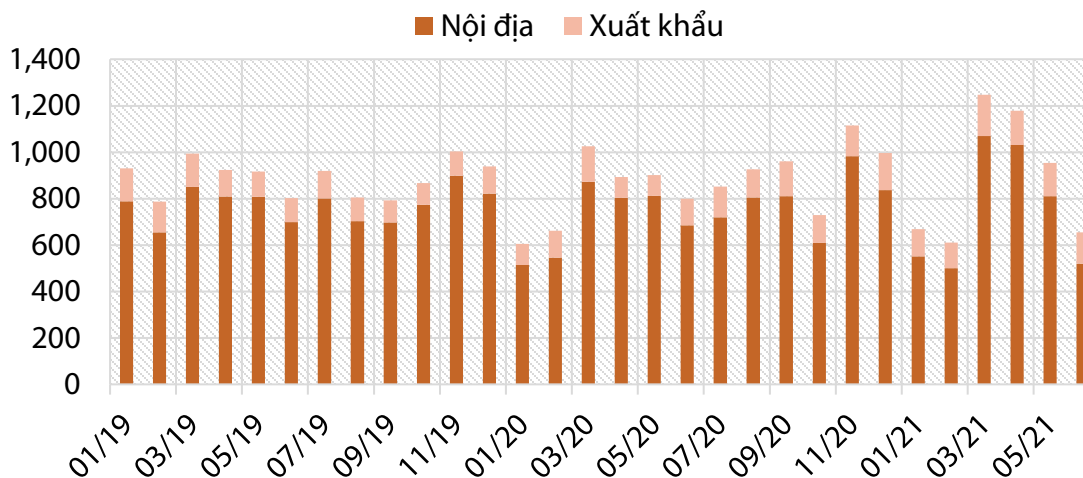
- Chỉ thị 16 có thể được áp dụng ít nhất cho đến ngày 14/8 tại miền Nam, nơi chiếm 34% SL tiêu thụ thép xây dựng, và khiến SL tiêu thụ thấp trong Q3. Tiêu thụ có thể phục hồi trong Q4 nhờ yếu tố mùa vụ và các dự án bị hoãn lại trong Q3, tuy nhiên, vẫn phụ thuộc vào tình trạng dịch bệnh.
- **Nhu cầu yếu cùng chi phí sản xuất tăng sẽ đặt áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép xây dựng trong 2H.**

Hình 12: SL tiêu thụ thép phẳng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

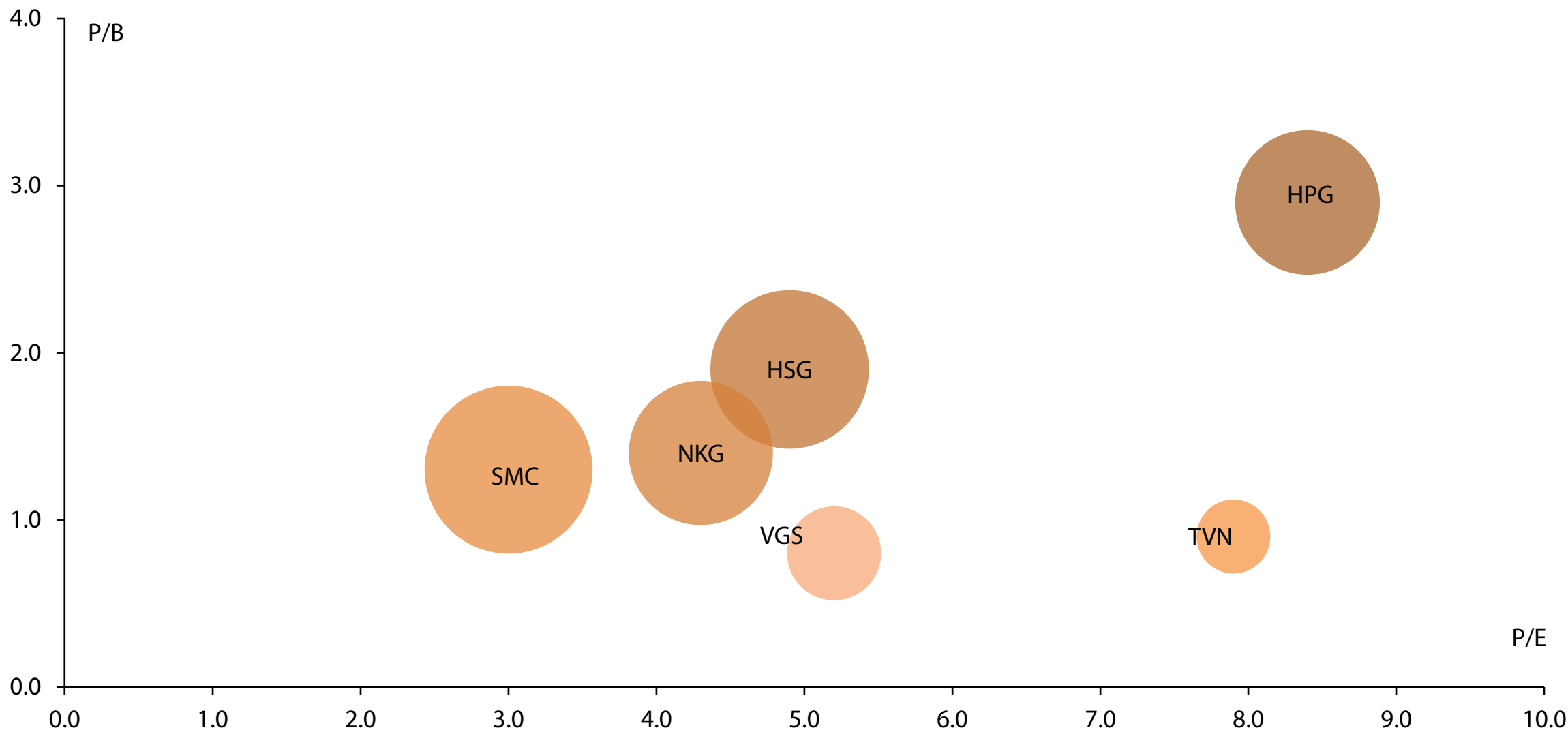
Hình 13: SL tiêu thụ thép xây dựng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

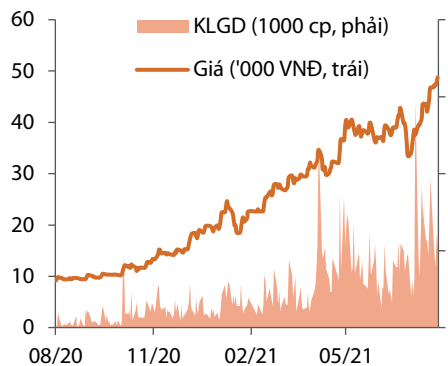
Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
HPG	211.346	59.000	29,6	56,5	29,3	24,6	86,6	21,6	18,3	39,5	0,0	8,4	2,9
NKG	18.292	42.500	37,3	53,3	13,4	11,2	143,7	9,1	18,3	47,6	0,0	4,9	1,9
HSG	6.288	42.800	61,4	143,4	11,6	9,5	374,9	7,5	14,0	39,2	0,9	4,3	1,4
SMC	2.845	47.500	24,8	158,0	6,7	6,1	222,7	5,1	12,9	53,3	2,1	3,0	1,3
VGS	8.332	N/A	15,9	33,2	4,5	3,0	138,7	3,4	4,5	10,3	0,0	7,9	0,9
TVN	640	N/A	-2,8	n/a	0,0	0,0	19,0	0,0	0,0	0,0	6,6	5,2	0,8
TIS	1.820	N/A	17,3	27,4	3,7	2,4	500,2	1,0	1,2	5,8	0,0	16,2	0,9

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



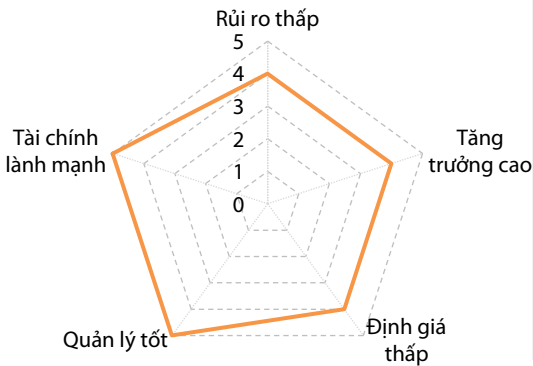
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 26%>



<GTT: 47.250>

<GMT: 59.000>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	NVL - Thép
Vốn hóa (tỷ đồng)	211,345.6
SLCPĐLH (triệu cp)	4,472.9
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	30,964.8
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1,655.7
SH NĐTNN còn lại (%)	22.3
BĐ giá 52 tuần (đồng)	21.700 - 67.800

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	90.119	143.454	154.861
LNST (tỷ đồng)	13.439	32.724	33.546
ROA (%)	10,3	22	18,2
ROE (%)	22,8	32,8	27,4
EPS (đồng)	2.824	6.877	7.050
GTSS (đồng)	13.204	22.301	27.351
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	500	2.000
P/E (x) (*)	6,6	7,0	6,9
P/B (x) (*)	2,3	2,2	1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

HPG có thể duy trì lợi nhuận cao ở mảng thép phẳng trong 6 tháng cuối năm và 2022 do giá bán cao, điều kiện thương mại và chính sách môi trường thuận lợi ở Trung Quốc và Châu Âu.

- Giá thép cán nóng (HRC) của HPG trong quý 3 tiếp tục tăng QoQ, từ 870 USD/tấn lên 960 USD/tấn. Chúng tôi kỳ vọng giá HRC có thể duy trì ở mức 900 USD/tấn trong quý 4. Do đó, công ty có thể đạt tỷ suất lợi nhuận gộp 38,5% trong 6 tháng cuối năm.
- Trong năm 2022, lợi nhuận của HPG ở mảng thép dẹt vẫn có thể duy trì ở mức cao. Các biện pháp phòng vệ thương mại của EU đối với thép nhập khẩu ở Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Hàn Quốc cùng với giá carbon tăng khiến chi phí sản xuất thép cao ở EU, sẽ là điều kiện thuận lợi cho các nhà sản xuất của Việt Nam. Tác động cạnh tranh từ Trung Quốc có thể giảm do nước này đang buộc cắt giảm khí thải cacbon và giảm xuất khẩu thép.

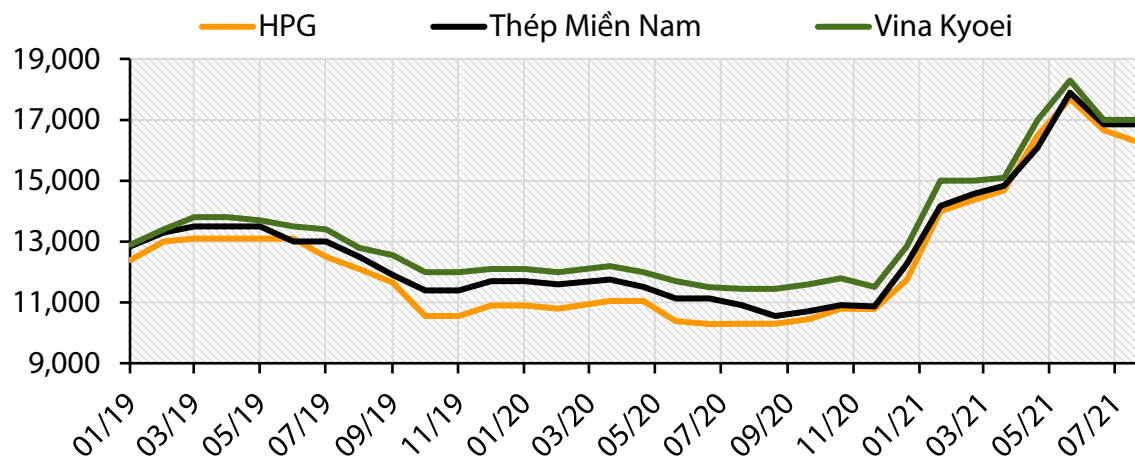
Với năng lực sản xuất dồi dào, công ty có thể đạt mức tăng trưởng sản lượng bán hàng cao sau đại dịch.

- Sau đại dịch, nhu cầu thép xây dựng sẽ phục hồi giúp HPG bán được nhiều thép thành phẩm hơn và giảm lượng xuất khẩu phôi, vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán thép xây dựng của HPG sẽ tăng 15% YoY vào năm 2022, cao hơn so với tốc độ 9% YoY vào năm 2021.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

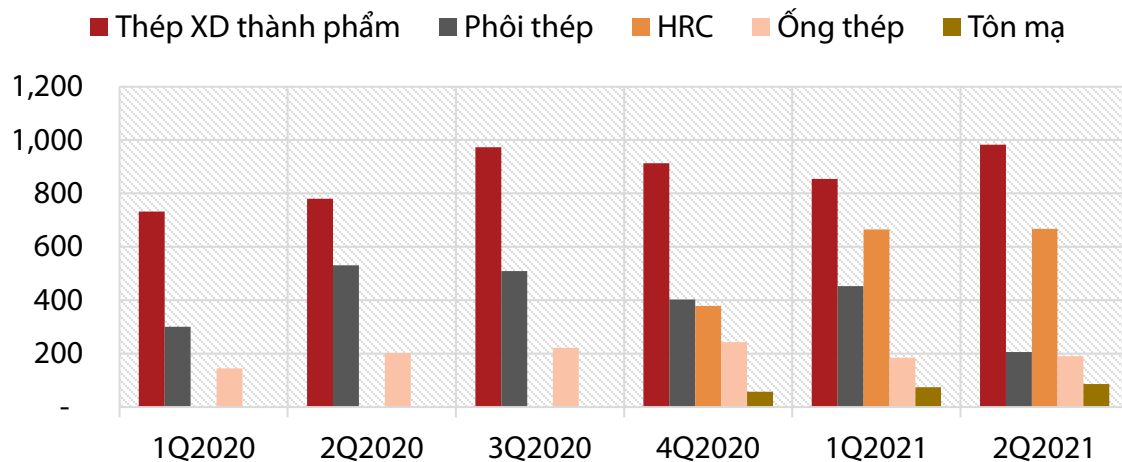
- Những thay đổi trong chính sách thương mại của Liên minh Châu Âu có thể ảnh hưởng đáng kể cầu HRC hạ nguồn.

Hình 1: Giá thép xây dựng miền Nam (VND/kg)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: SL tiêu thụ, theo sản phẩm (nghìn tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Trong nửa đầu năm, doanh thu đạt 66.295 tỷ đồng (+67%YoY); LNST là 16.751 tỷ đồng (+231% YoY); sản lượng (SL) bán hàng đạt 4,36 triệu tấn (+62% YoY).

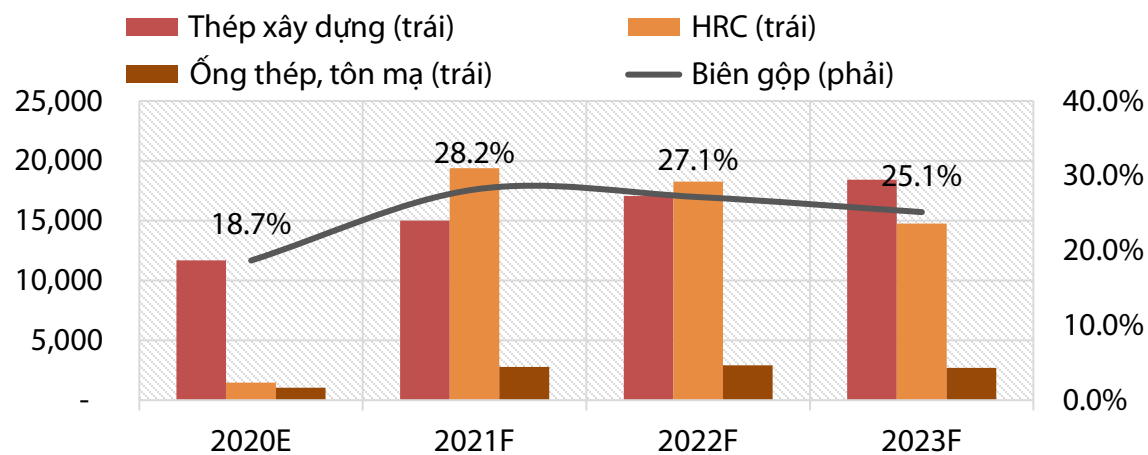
Giá thép tăng mạnh giúp biên lợi nhuận cải thiện

- Giá HRC hàng quý tăng 20% QoQ quý 1 và 26% QoQ đạt mức trung bình 870 USD/tấn trong quý 2. Giá thép xây dựng cũng tăng mạnh trong 1H (Hình 1).
- Tồn kho nguyên vật liệu được tích lũy ở mức giá thấp giúp biên gộp đạt mức 29,7% trong 6T2021, tăng mạnh từ mức 18,8% trong 6T2020.

SL tiêu thụ các loại thép có khả năng sinh lời cao tăng mạnh

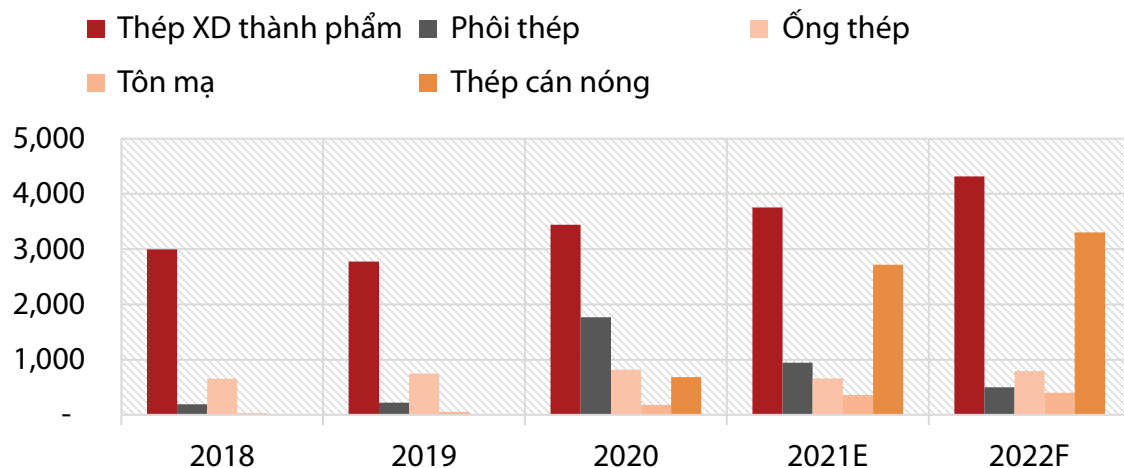
- HPG đẩy mạnh xuất khẩu thép xây dựng thành phẩm do nhu cầu trong nước tương đối yếu. SL tiêu thụ thép XD thành phẩm tăng 22% YoY lên 1,84 triệu tấn trong 6T2021. Trong đó, SL xuất khẩu tăng 80%, trong khi doanh số bán hàng nội địa chỉ tăng 12%.
- Nhu cầu mạnh mẽ từ khu vực EU-Bắc Mỹ đã thúc đẩy doanh số bán HRC và tôn mạ. SL HRC đạt 1,33 triệu tấn trong 6T2021, đóng góp 30,5% vào tổng SL tiêu thụ thép (tính cả nội bộ và bán ra ngoài).

Hình 3: Biên gộp mảng thép (%) và LN gộp theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng SL tiêu thụ thép (nghìn tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Mảng thép phặng: Kết quả kinh doanh vẫn có thể tăng trưởng so với 1H

- Nhu cầu HRC hạ nguồn trong nước mạnh do các hoạt động xuất khẩu tôn mạ sôi động sang EU và Bắc Mỹ, nơi vốn đã áp thuế rất cao lên thép của Trung Quốc.
- Giá HRC của HPG trong Q3 đạt khoảng 960 USD/tấn và dự báo đạt 900 USD/tấn trong Q4. Do giá bán cao, chúng tôi kỳ vọng biên gộp mảng này đạt 37,5% trong 1H2021, tăng nhẹ từ 36,2% 2H2021. Biên gộp cả năm 2022 ước đạt 36,2%.
- Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HRC sẽ vẫn cao, đạt 31%, do nhu cầu và giá cả thuận lợi ở Châu Âu và Bắc Mỹ.

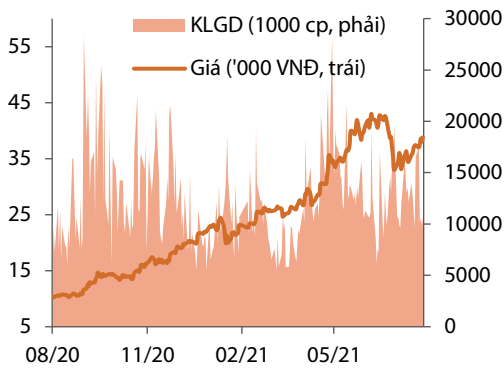
Mảng thép xây dựng: Nhu cầu thép xây dựng yếu, trong khi, chi phí sản xuất tăng

- Nhu cầu thép có thể suy yếu trong nửa cuối năm do tác động của các biện pháp kiểm soát đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng HPG tiêu thụ 880.000 tấn thép thành phẩm trong quý 3 và 1,02 triệu tấn trong quý 4. SL bán hàng trong 6 tháng cuối năm không đổi so với cùng kỳ năm trước.
- CPSX tăng do giá quặng sắt và than cốc, cùng với nhu cầu yếu, sẽ gây áp lực lên biên LN. Chúng tôi kỳ vọng biên gộp có thể giảm từ 24,0% trong 1H2021 năm xuống 15,8% trong 2H2021.
- Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép xây dựng có thể phục hồi và SL tiêu thụ của HPG có thể tăng 15% YoY.

Các mảng khác sẽ đóng góp một phần nhỏ vào tổng LNST 2H2021.

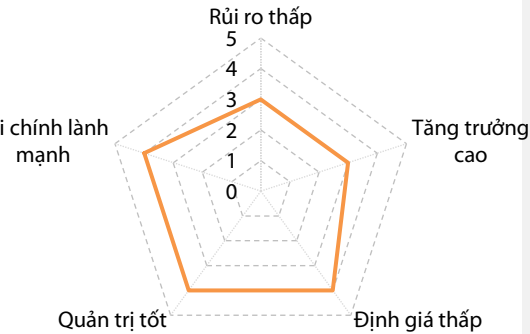
Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST nửa cuối năm đạt lần lượt 77.000 tỷ đồng (+53% YoY) và 16.300 tỷ đồng (+ 93% YoY).

<TÍCH LŨY: 14%>



<GTT: 37.400>

<GMT: 42.800>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	NVL - Thép
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.291,7
SLCPĐLH (triệu cp)	489,1
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	13.046,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	507,4
SH NĐTNN còn lại (%)	38,9
BĐ giá 52 tuần (đồng)	9.500 - 46.100

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	27.543	46.025	58.908
LNST (tỷ đồng)	1.151	4.393	3.575
ROA (%)	6,5	19,6	13,9
ROE (%)	17,4	41,1	25,5
EPS (đồng)	2.588	8.353	6.798
GTSS (đồng)	14.860	21.863	28.661
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x) (*)	6,0	4,5	5,6
P/B (x) (*)	1,1	1,7	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu mạnh mẽ từ nước ngoài cho phép HSG vận hành các nhà máy tôn mạ ở mức công sức tối đa trong 2H2021

- HSG sẽ chủ động tăng sản lượng xuất khẩu trong 4Q/20-21 để bù đắp nhu cầu tôn mạ đang suy yếu ở thị trường nội địa. Công ty đã nhận đủ đơn đặt hàng ở nước ngoài để sản xuất cho đến tháng 11-12. Sản lượng xuất khẩu có thể tăng 10% QoQ trong quý 4, trong khi sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa có thể giảm 11% QoQ.
- Biên lợi nhuận gộp xuất khẩu có thể tăng lên 19,5% trong quý 4 từ 18,9% trong quý 3. Sản lượng xuất khẩu sang các thị trường có mức sinh lời cao như EU và Mỹ có thể tăng 120% QoQ lên 183.000 tấn trong quý 4.

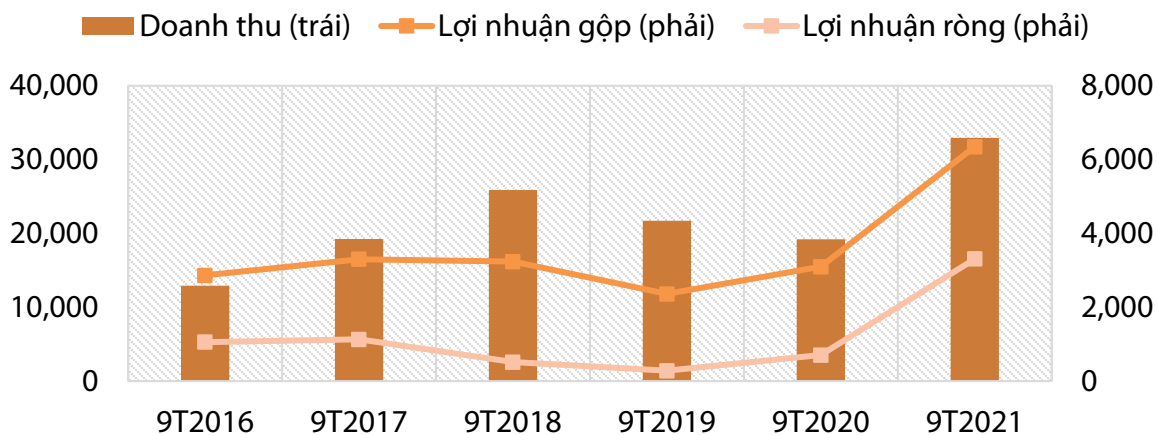
HSG có thể duy trì sản lượng xuất khẩu mạnh trong năm tài chính tiếp theo do nhu cầu mạnh mẽ, chính sách thương mại và môi trường thuận lợi ở Châu Âu

- EU và Mỹ đang bắt đầu nhiều dự án cơ sở hạ tầng, đòi hỏi lượng thép lớn. Bên cạnh đó, các nhà sản xuất thép của Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ phòng vệ thương mại của EU đối với nhập khẩu thép, tập trung vào Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Hàn Quốc. Trong khi giá carbon tăng ở EU, dẫn đến chi phí sản xuất thép cao ở EU, sẽ khiến thép Việt Nam có khả năng cạnh tranh tốt.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu của HSG có thể đạt 1,1 triệu tấn trong năm 2021-2022, giảm nhẹ 4% nhưng vẫn ở mức cao so với các năm trước.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

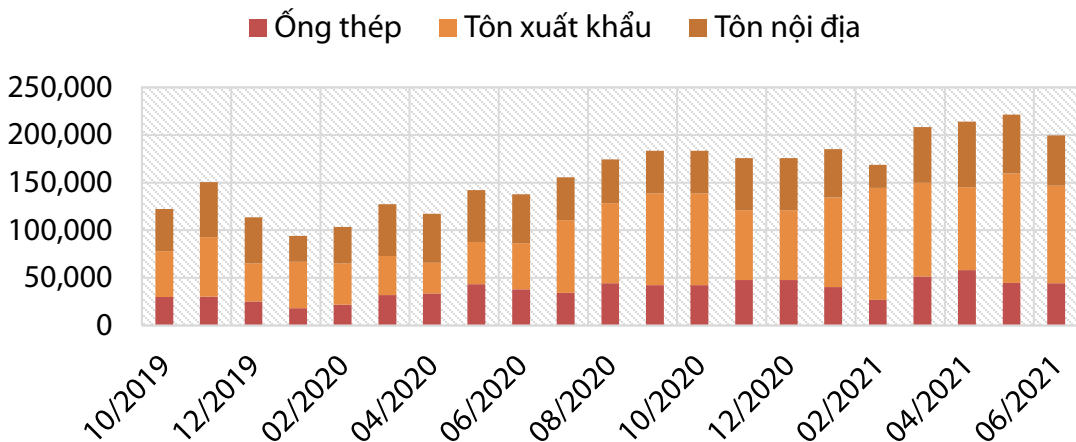
- Những thay đổi trong chính sách thương mại của EU có thể ảnh hưởng đáng kể đến LNST của HSG.

Hình 1: Doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ, theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

9T: Doanh thu 32.932 tỷ đồng (+ 72% YoY); LNST đạt 3.308 tỷ đồng (+ 372% YoY); sản lượng tiêu thụ 1.731.000 tấn (+ 56% YoY); Giá bán trung bình tăng 10% YoY.

Chi phí lãi vay giảm đáng kể từ 446 tỷ đồng xuống 320 tỷ đồng trong 9 tháng.

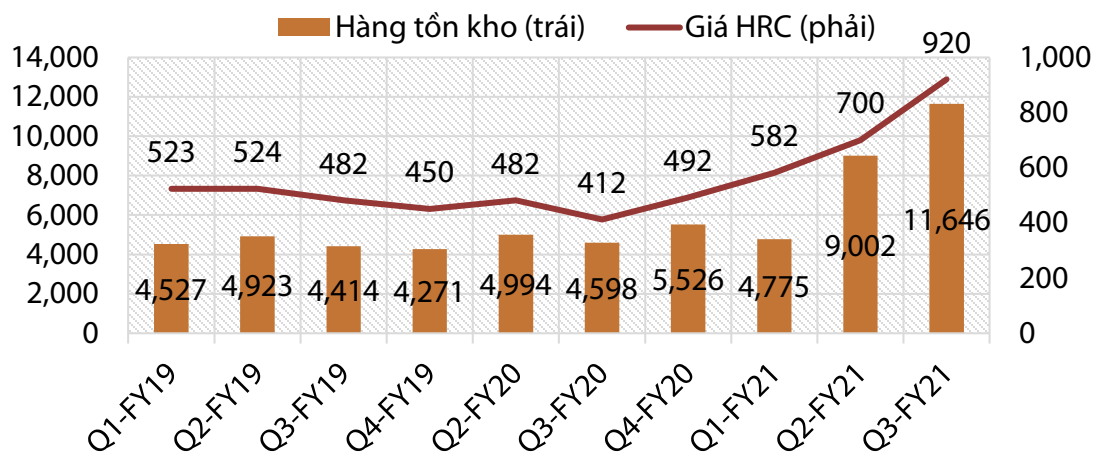
Giá thép tăng đã thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp

- Giá HRC hàng quý tăng 20% -31% QoQ từ 582 USD/tấn trong Q1/FY20-21 lên 920 USD/tấn trong Q3/FY20-21.
- Biên lợi nhuận gộp tăng từ 16,1% trong 9T/FY19-20 lên 19,2% trong 9T/FY20-21.

Sản lượng bán ra tăng mạnh chủ yếu nhờ vào hoạt động xuất khẩu

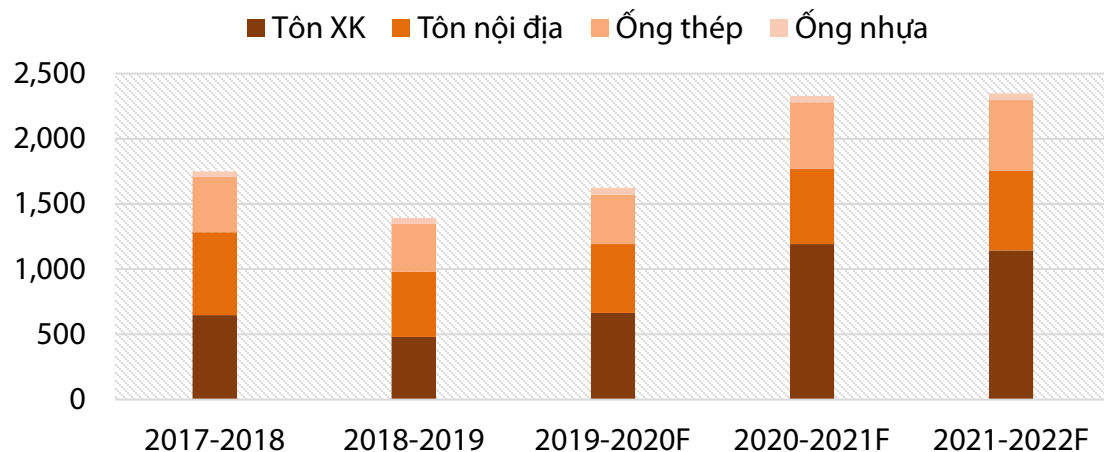
- Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng tôn mạ tăng 59%, trong đó sản lượng xuất khẩu tăng 110%.
- Nhu cầu mạnh mẽ từ EU-Bắc Mỹ đã thúc đẩy sản lượng xuất khẩu. Các thị trường này chiếm khoảng 25% -30% sản lượng xuất khẩu trong 3 quý đầu niên độ tài chính.

Hình 3: Hàng tồn kho của HSG (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/FY20-21: Tập trung vào thị trường xuất khẩu

- HSG có thể tăng sản lượng (SL) xuất khẩu từ 304.000 tấn trong quý 3 lên 334.000 tấn trong quý 4. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ có thể đạt 480.000 tấn trong quý 4, tăng 3% QoQ.
- SL tiêu thụ ống thép có thể giảm 18% xuống 116.500 tấn do việc thực hiện Chỉ thị 16 ở miền Nam.
- Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường EU – Mỹ có thể tăng từ 27% trong quý 3 lên 55% trong quý 4. Biên lợi nhuận gộp tại các thị trường này ước đạt khoảng 22%.
- Biên gộp có thể giảm xuống 19,5% trong quý 4 từ mức 22,7% trong quý 3 do chúng tôi kỳ vọng khả năng sinh lời tại thị trường nội địa sẽ giảm từ 28% về mức 20% do nhu cầu suy giảm và giá thép ổn định.
- Doanh thu: 13.095 tỷ đồng, +57%. LNST: 1.100 tỷ đồng, +144% YoY.

FY21-22: Điều kiện thị trường cho phép HSG duy trì SL xuất khẩu cao

- SL xuất khẩu dự kiến sẽ ổn định ở mức 1,2 triệu tấn nhờ chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu mạnh mẽ ở châu Âu sau đại dịch, có thể đến từ việc tăng đầu tư cơ sở hạ tầng.
- SL tôn mạ và ống thép nội địa dự kiến sẽ tăng 6% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2022 có thể giảm từ 19,2% xuống 14,1% chủ yếu do giá thép ổn định. Do đó, LNST có thể giảm 19% YoY xuống còn 3.575 tỷ.

FY22-23: Do cơ chế biên giới carbon tại EU, SL xuất khẩu có thể giảm 15% YoY và biên gộp giảm từ mức 14,1% về 12,7%.

<MUA: 24%>

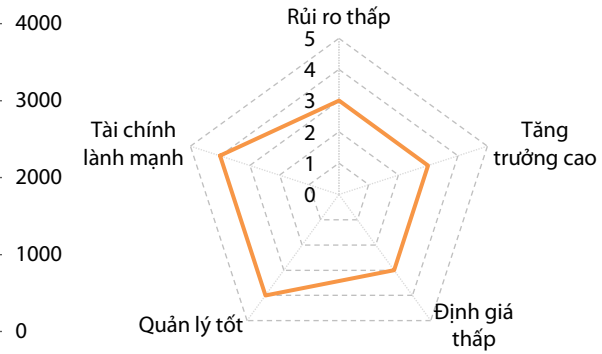
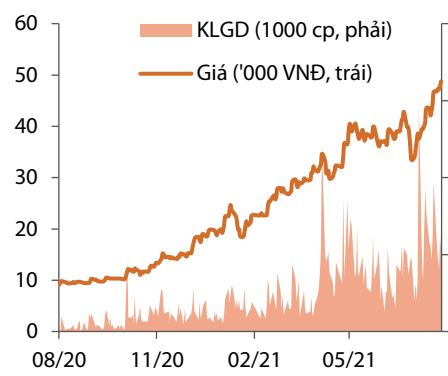
<GTT: 34.550>

<GMT: 42.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	NVL - Thép
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.288,1
SLCPĐLH (triệu cp)	182,0
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	5.237,8
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	169,1
SH NĐTNN còn lại (%)	35,2
BĐ giá 52 tuần (đồng)	21.700 - 67.800

Doanh thu (tỷ đồng)	11.560	28.166	29.062
LNST (tỷ đồng)	295	2.264	1.503
ROA (%)	3,9	20,1	12,4
ROE (%)	9,3	43,2	23,2
EPS (đồng)	1.101	11.820	7.847
GTSS (đồng)	17.479	28.799	35.646
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	300	1.000
P/E (x) (*)	9,2	3,2	4,8
P/B (x) (*)	0,9	1,3	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động xuất khẩu mạnh sẽ bù đắp mức tiêu thụ yếu ở thị trường nội địa trong nửa cuối năm 2021

- NKG đã nhận đủ đơn đặt hàng xuất khẩu cho đến tháng 11, cho phép các nhà máy hoạt động hết công suất trong năm 2021. Sản lượng xuất khẩu có thể chiếm khoảng 80% tổng sản lượng tôn mạ tiêu thụ trong nửa cuối năm.
- NKG có thể đạt mức lợi nhuận xuất khẩu cao trong 6T/2021 so với cùng kỳ năm ngoái do NKG tích lũy được một lượng lớn HRC ở mức giá thấp trong tháng 6, cùng với chênh lệch giá HRC giữa Châu Âu và Việt Nam ngày càng nới rộng.

Các chính sách thương mại và môi trường ở Châu Âu có thể hỗ trợ xuất khẩu của NKG trong năm tới

- EU đã gia hạn phòng vệ đối với thép nhập khẩu, chủ yếu nhắm vào Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Hàn Quốc. Vì vậy, điều kiện thị trường vẫn đang rất thuận lợi cho các nhà xuất khẩu Việt Nam.
- Giá carbon ngày càng tăng, dẫn đến giá thành sản xuất thép ở EU cao so với nhiều nước như Việt Nam và Ấn Độ.

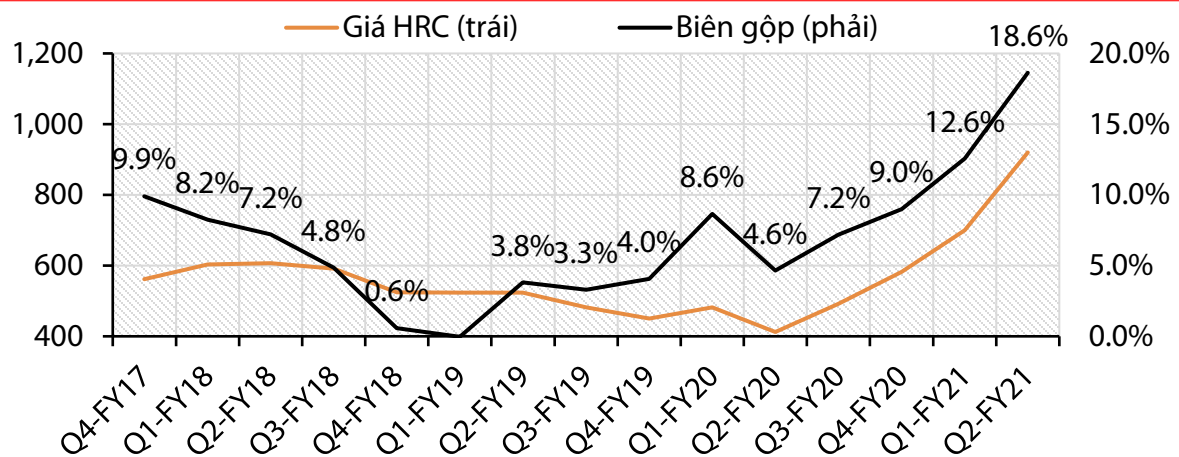
Mở rộng công suất để nắm bắt cơ hội phát triển

- NKG đang xây dựng nhà kho mới và chuyển dây chuyền sản xuất ống thép sang nhà máy mới. Qua đó, công ty có thể nâng công suất ống thép thêm 80% lên 330.000 tấn. Công suất sản xuất tôn mạ thêm 15% lên 1,15 triệu tấn do có thêm không gian cho sản xuất tại nhà máy Nam Kim 1 và 2.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

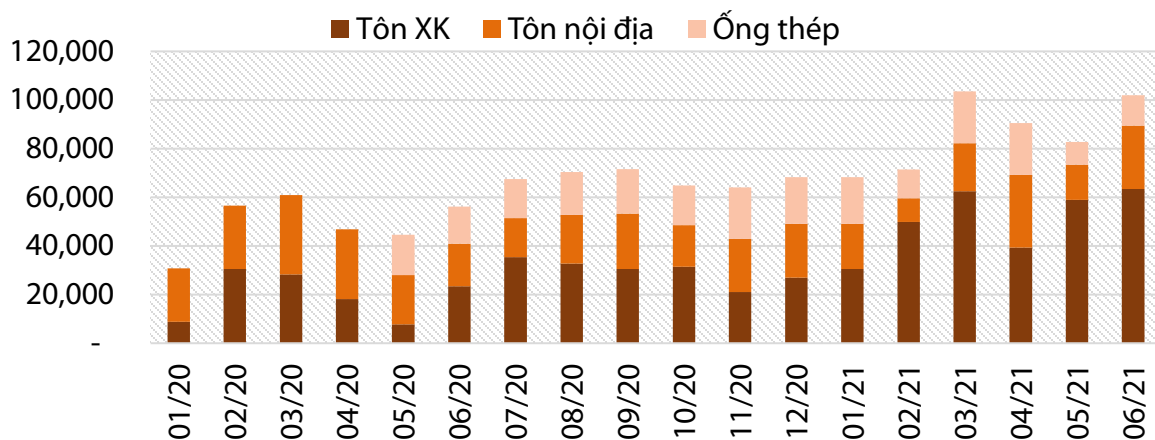
- Những thay đổi trong chính sách thương mại của EU và Trung Quốc có tác động đáng kể đến LNST của NKG.

Hình 1: Giá HRC (USD/tấn) và biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn CTCK Rồng Việt

Hình 2 Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm (tấn)



Nguồn NKG, CTCK Rồng Việt

6T: Doanh thu 11.862 tỷ đồng (+ 149% YoY); LNST 1.166 tỷ đồng

(+ 1.884% YoY); sản lượng tiêu thụ 518.000 tấn (+ 75% YoY)

Lý do chính:

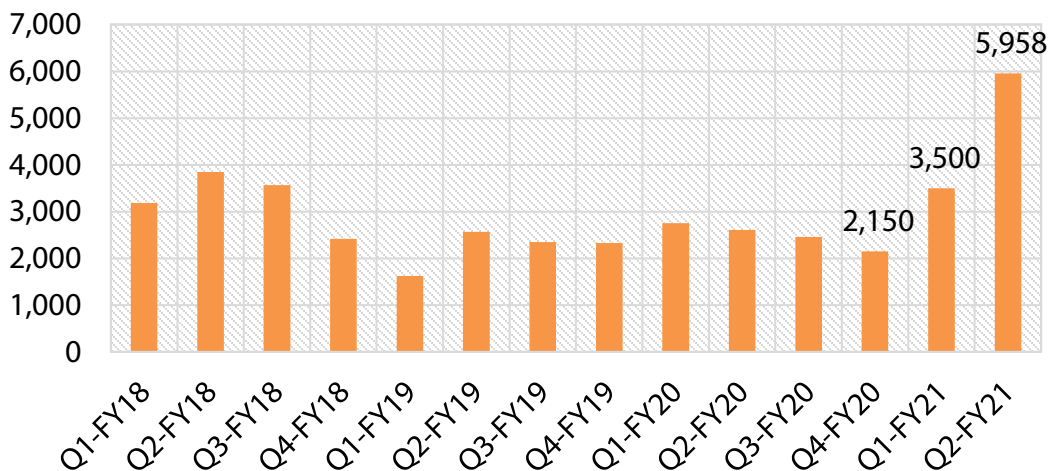
Tác động tích cực của việc tăng giá thép nhờ vào lượng lớn hàng tồn kho tích lũy ở mức giá thấp

- Giá HRC tăng lần lượt 20% QoQ và 31% QoQ trong Q1 và Q2. Nhờ đó, NKG kiếm được khoản lợi nhuận lớn nhờ tích lũy lượng lớn HRC với giá tương đối thấp trong tháng 3. Hàng tồn kho của công ty cũng đã tăng 63% QoQ trong quý 1 về giá trị.
- Biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 12,6% trong quý 1 lên 18,6% trong quý 2, mức rất cao so với biên lợi nhuận trước đây.

Hoạt động xuất khẩu mang lại lợi nhuận cao và thúc đẩy sản lượng bán hàng

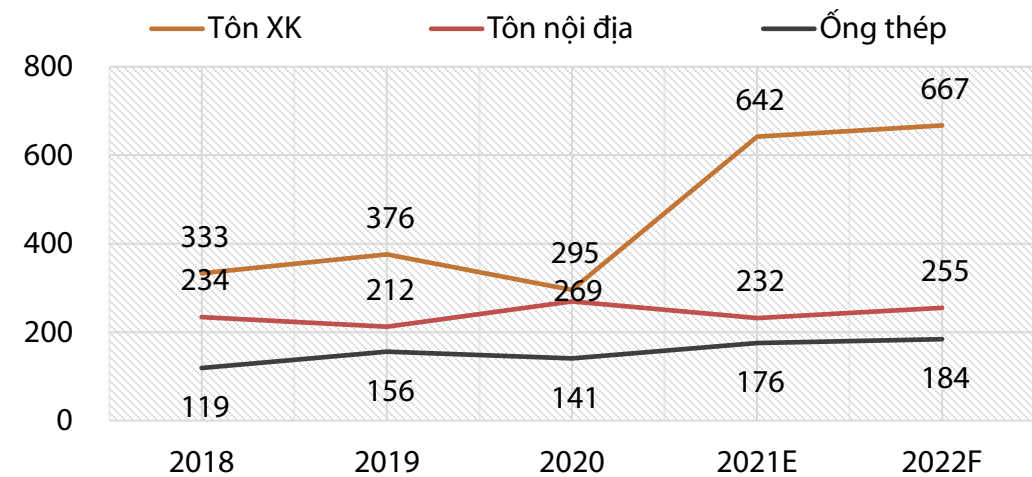
- Nhờ vào chênh lệch giá HRC giữa Châu Âu và Việt Nam ngày càng nới rộng, NKG đạt biên lợi nhuận gộp từ xuất khẩu cao, ước tính khoảng 22%.
- Sản lượng xuất khẩu tăng 160% YoY lên 518.000 tấn trong 6 tháng đầu năm, đóng góp khoảng 59% vào tổng sản lượng tiêu thụ. Các nhà máy của công ty đã hoạt động hết công suất và công ty cũng sử dụng CRC bên ngoài để khai thác công suất sản xuất tôn mạ một triệu tấn/năm.

Hình 6: Hàng tồn kho (tỷ đồng)



Source: Rong Viet Securities

Hình 7: Dự phóng sản lượng tiêu thụ của NKG (nghìn tấn)



Source: NKG, Rong Viet Securities

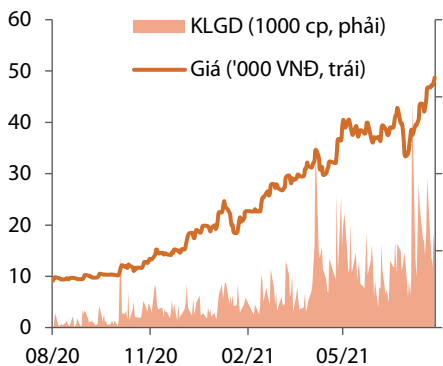
2H2021: Tập trung vào thị trường xuất khẩu

- Dự báo biên lợi nhuận gộp xuất khẩu sang EU có thể đạt 19% trong Q3/2021, thấp hơn Q2/2021 (~22%) nhưng cao hơn so với năm ngoái.
- Biên gộp có thể giảm xuống 12,2% trong 2H2021 từ mức 16,1% trong 1H2021 do giá thép có thể ổn định lại trong 2H2021, trong khi đã tăng mạnh trong 1H2021.
- Tồn kho tăng nhưng không gây nhiều rủi ro do phần lớn được chốt cho đơn hàng XK. Lượng tồn kho ước tính đạt 260 nghìn tấn, tương đương 3 tháng SX.
- Các nhà máy của NKG có thể hoạt động hết công suất bất chấp đại dịch. Sản lượng dự báo đạt 536 nghìn tấn trong 2H2021, +32% YoY.
- Doanh thu và LNST lần lượt đạt 16.350 tỷ đồng, + 140% và 1.160 tỷ đồng, + 390% YoY trong nửa cuối năm 2021. LNST cả năm đạt 2.260 tỷ đồng.

2022: NKG có thể tăng công suất và duy trì sản lượng xuất khẩu ở mức cao.

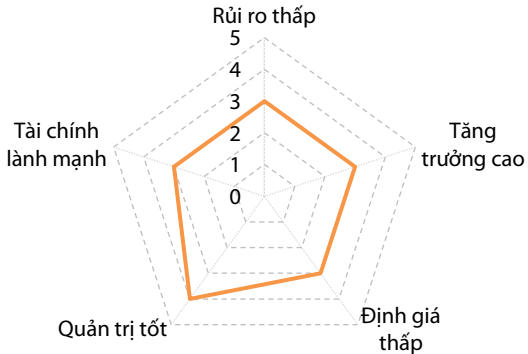
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu có thể tăng nhẹ vào năm 2022 do chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu mạnh mẽ ở châu Âu sau đại dịch, có thể đến từ việc tăng đầu tư cơ sở hạ tầng.
- NKG đang đầu tư khoảng 120 tỷ đồng xây kho hàng mới và di dời nhà máy sản xuất ống thép (từ nhà máy NK2). Công suất tôn mạ và thép ống sẽ tăng lần lượt 15% và 80% vào năm 2022.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2022 sẽ giảm từ 13,7% xuống 8,9% chủ yếu do giá thép đi vào ổn định. LNST năm 2022 giảm 34% xuống 1.500 tỷ đồng.

<TÍCH LŨY: 4%>



<GTT: 46.700>

<GMT: 47.500>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	NVL - Thép
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.845,1
SLCPĐLH (triệu cp)	60,9
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	913,6
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	35,7
SH NĐTNN còn lại (%)	27,0
BĐ giá 52 tuần (đồng)	9.650 - 44.350

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ đồng)	15.736	23.345	23.755
LNST (tỷ đồng)	300	820	409
ROA (%)	4,5	11,5	5,7
ROE (%)	19,8	36,1	15,7
EPS (đồng)	4.932	13.295	6.641
GTSS (đồng)	24.907	37.202	42.843
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x) (*)	4,0	3,3	6,6
P/B (x) (*)	0,8	1,2	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động bán hàng của SMC sẽ gặp nhiều khó khăn do các biện pháp kiểm soát COVID-19 trong Quý 3, nhưng có thể phục hồi trong Quý 4

- Việc áp dụng Chỉ thị-16 ở miền Nam khiến các hoạt động xây dựng ở miền Nam bị đình trệ ít nhất cho đến tháng 8. Chúng tôi ước tính rằng sản lượng thép thương mại và sản xuất sẽ giảm lần lượt 19% QoQ và 15% QoQ trong quý 3 trước khi tăng trưởng 24% QoQ và 54% QoQ ở quý 4.
- Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng đạt 1,2 triệu tấn vào năm 2021, thấp hơn 14% so với dự phóng trước khi áp dụng Chỉ thị-16 ở miền Nam..

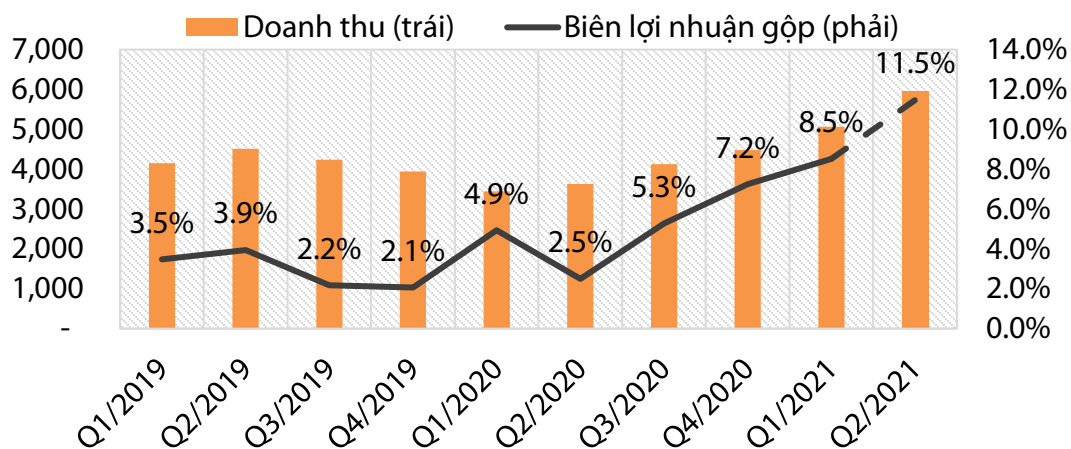
Các nhà máy mới có thể được hoàn thành vào đầu quý 4, giúp SMC nắm bắt nhu cầu phục hồi sau đại dịch

- Hai nhà máy mới, bao gồm Coil Center và nhà máy Cơ khí Chính Xác, có thể bắt đầu hoạt động vào cuối tháng 9. Công suất chế biến thép cuộn của SMC sẽ tăng 32,5% vào năm 2022, đạt 530.000 tấn sản phẩm..
- Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy này có thể cung cấp 16.500 tấn sản phẩm vào năm 2021, đóng góp 4% vào sản lượng gia công thép cuộn. Sản lượng từ các nhà máy này được kỳ vọng tăng lên 150.000 tấn vào năm 2022, đóng góp 31% vào sản lượng thép cuộn gia công.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

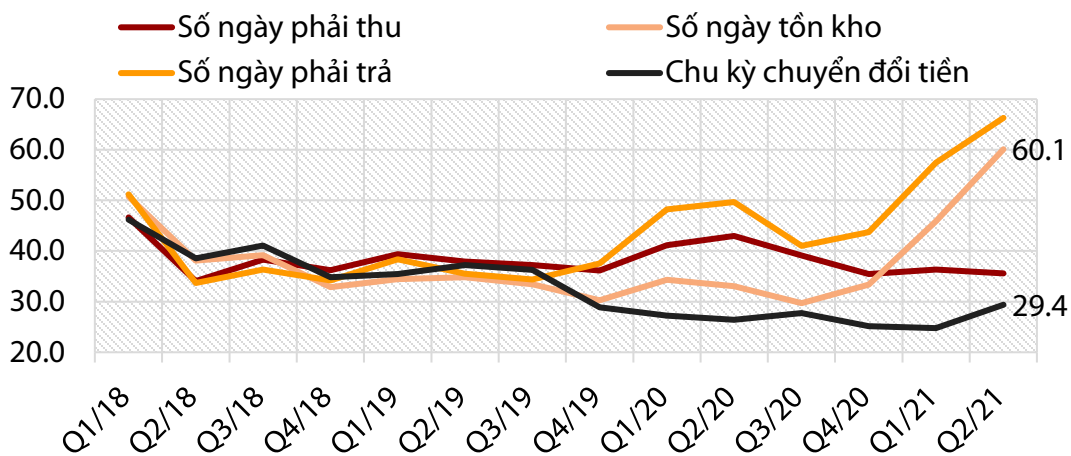
- Giá quặng sắt có thể giảm mạnh, kéo theo giá thép giảm, do đó ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, các biện pháp kiểm soát COVID-1 kéo dài, sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng bán hàng của SMC.

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



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Các chỉ số hoạt động (ngày)



Nguồn SMC, CTCK Rồng Việt

Doanh thu đạt 11.019 tỷ đồng (+56%YoY); LNST đạt 710 tỷ đồng (+1,244% YoY); giá bán trung bình ước tính tăng 49% YoY.

Hàng tồn kho của SMC đã tăng lên kể từ quý 4/2020 và đạt mức đủ cho sản xuất trong hai tháng vào quý 2/2021.

SMC quản lý vốn lưu động tốt khi giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt về 29,4 ngày, thấp hơn giai đoạn 2018-2019.

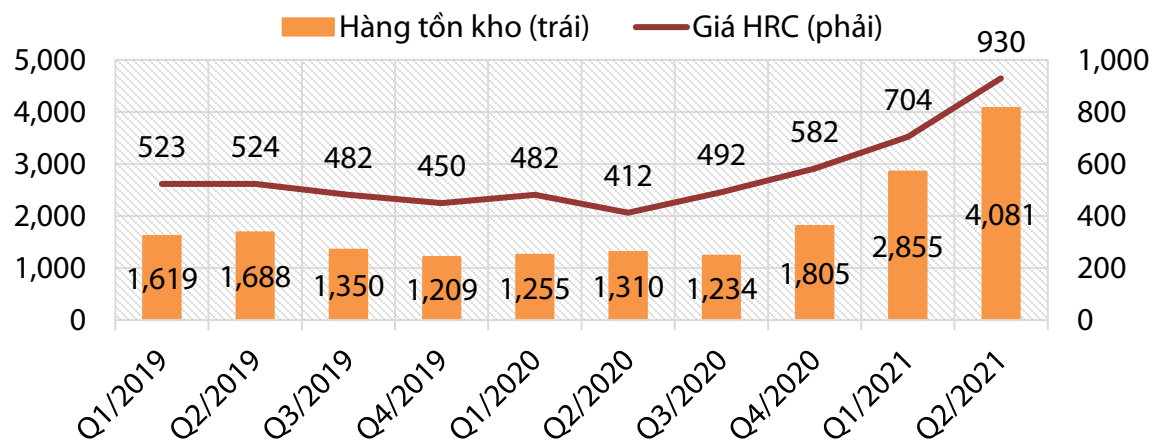
Giá thép tăng cao cùng lượng tồn kho lớn ở mức giá rẻ giúp thúc đẩy biên lợi nhuận gộp

- Giá HRC hàng quý tăng 20%-31% QoQ trong quý 1 và quý 2, cho phép SMC tăng giá bán ra.
- Công ty đã dự trữ được khoảng 125.000 tấn thép dẹt với giá trung bình 760 USD/tấn trong tháng 3. Nhờ đó, SMC thu được lợi nhuận lớn từ việc giá thép tăng và đạt biên lợi nhuận gộp cao kỷ lục 11,5% trong quý 2.

Nhu cầu mạnh mẽ giúp SMC vận hành hết công suất các nhà máy trong 5 tháng trước khi doanh thu giảm vào tháng 6 do đại dịch

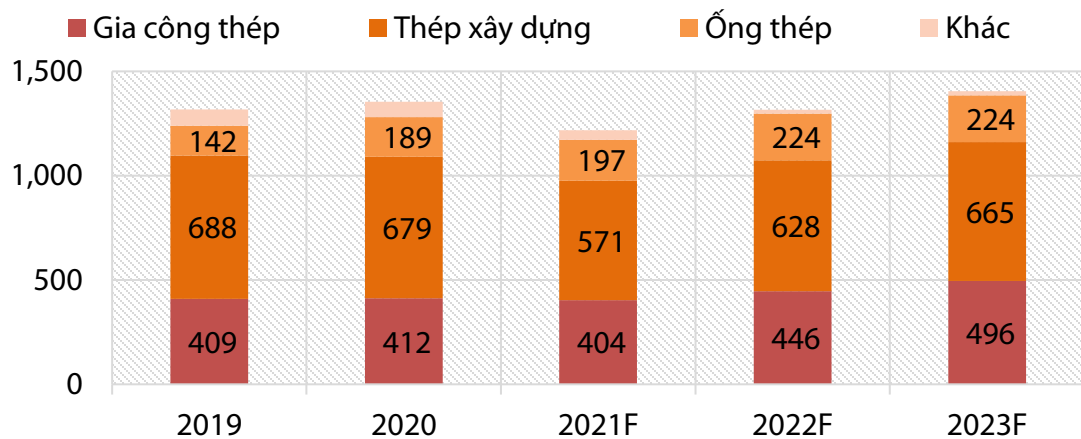
- Sau đỉnh điểm của đại dịch vào Q2/2020, các hoạt động sản xuất và xây dựng đã phục hồi thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ đối với các sản phẩm thép và dịch vụ gia công thép cuộn.
- Sản lượng thép ống và gia công thép cuộn lần lượt đạt khoảng 103.000 tấn (+20% YoY) và 200.000 tấn (+ 0% YoY) trong 6T đầu năm.
- Sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm đạt 646.305 tấn (+4,4% YoY).

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



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng sản lượng bán hàng (nghìn tấn)



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu có thể rất yếu trong quý 3 nhưng có thể phục hồi nhanh vào quý 4.

- Nhu cầu thép quý 3 đang tương đối yếu do bước vào mùa mưa, giá thép cao và việc thực hiện Chỉ thị-16 ở miền Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng có thể giảm 17% QoQ trong Quý 3 và tăng 34% QoQ trong Quý 4.
- Lượng hàng tồn kho ước tính tăng 10% QoQ trong tháng Bảy. Trong đó, lượng thép dẹt tồn kho đủ để sản xuất trong 3 tháng (140.000-150.000 tấn) và lượng tồn kho thép xây dựng đủ trong khoảng 1 tháng (~ 45.000 tấn).
- Biên lợi nhuận gộp trong 2H2021 có thể giảm về mức 4,0% từ mức kỷ lục trong quý 2 do giá HRC dự kiến sẽ ổn định trong 6 tháng cuối năm sau đợt tăng giá mạnh đầu năm.
- Ước tính LNST trong 6T2021 sẽ giảm xuống 120 tỷ đồng, -50% YoY.

Các nhà máy mới và nhu cầu thép phục hồi tạo động lực tăng trưởng trở lại, nhưng biên lợi nhuận có thể giảm vào năm 2022.

- Sản lượng gia công thép cuộn có thể tăng 10% vào năm 2022, trong đó 100.000 tấn từ các nhà máy mới.
- Biên gộp có thể giảm từ mức 6,8% trong 2021 xuống 4,4% vào năm 2022 do tác động của việc tốc độ tăng giá thép sẽ giảm dần.
- LNST có thể giảm xuống còn 410 tỷ đồng vào năm 2022, trước khi tăng lên 480 tỷ đồng vào năm 2023 khi các NM chạy với công suất cao hơn.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn