

Ngành **THÉP Định hình lại thị trường**

Đánh giá **TRUNG LẬP**

Nội dung

- 1. Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép quyết liệt trong năm 2019 và 2020**
- 2. Giá nguyên liệu đầu vào giảm (Trung Quốc)**
- 3. Thép dài - Hòa Phát đứng đầu Đông Nam Á**
- 4. Thép dẹt – Tiếp tục dư cung nhưng giảm rủi ro nhập khẩu**
- 5. Yếu tố rủi ro**
- 6. Cổ phiếu khuyến nghị: HPG**

Cổ phiếu khuyến nghị

HPG: TĂNG TỶ TRỌNG (39,000đ/ 27%)

	2018F	2019F	2020F
PE (x)	7.9	6.9	4.0
PB (x)	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	6.0	5.3	3.1
DY (%)	0%	0%	7%
EPS (VND)	3,745	4,314	6,039
BPS (VND)	18,946	23,260	27,299

- Dự án Dung Quất sẽ tăng gần gấp ba công suất. Hòa Phát sẽ trở thành DN thép đứng đầu tại ĐNÁ.
- Biên lợi nhuận vượt trội đủ cạnh tranh trong mọi hoàn cảnh
- Tham gia vào thị trường thép dẹt

Quan điểm đầu tư:

- Kế hoạch cắt giảm sản lượng thép quyết liệt hơn của Trung Quốc trong năm 2019 và 2020.** Kế hoạch 3 năm “Bầu trời xanh” sẽ được chính phủ Trung Quốc kiểm soát chặt chẽ nhằm giải quyết các mối quan ngại về môi trường. Chúng tôi ước tính sản lượng thép của Trung Quốc sẽ giảm từ mức trên 900 triệu tấn trong năm 2018 xuống 831 triệu tấn vào năm 2020.
- Giá quặng sắt và than cốc chất lượng thấp có thể sẽ giảm** nhờ sự suy yếu nhu cầu sản xuất công nghiệp gây ô nhiễm môi trường ở Trung Quốc. Việc cắt giảm sản lượng sẽ làm giảm nhu cầu nguyên liệu đầu vào. Hơn nữa, các chính sách bảo vệ với môi trường sẽ buộc doanh nghiệp Trung Quốc phải chuyển sang quặng sắt chất lượng cao. Do đó, giá của các nguyên vật liệu này dự kiến sẽ giảm trong năm 2019.
- Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG) tăng cường vị thế trong thị trường thép dài nội địa.** Năm 2019, Hòa Phát sẽ tăng cường giành thị phần khi nhà máy Dung Quất đi vào hoạt động. Tình trạng dư cung ngắn hạn có thể làm sụt giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp (DN) trong nước khoảng 2-3% trong năm 2019.
- Tình trạng dư cung của thị trường thép dẹt tiếp tục tồi tệ nhưng rủi ro nhập khẩu giảm.** Mặc dù sự tham gia của Hòa Phát với nhà máy Hưng Yên 400 nghìn tấn/năm sẽ làm gia tăng áp lực lên thị trường thép dẹt, nhà máy Formosa Hà Tĩnh với 4.5-5 triệu tấn HRC mỗi năm và giai đoạn 2 của Dung Quất với 2 triệu tấn HRC sẽ giúp ổn định nguồn cung HRC trong nước, cải thiện lợi nhuận của DN thép dẹt.

Rủi ro:

- Trung Quốc tiếp tục trì hoãn kế hoạch bảo vệ môi trường.** Vẫn có khả năng chính phủ Trung Quốc sẽ nới lỏng chính sách bảo vệ môi trường trong năm 2019 và duy trì đầu tư công để hỗ trợ sự tăng trưởng ngắn hạn của nền kinh tế.
- Thuế tự vệ của Việt Nam có thể không được gia hạn sau tháng 03/2020,** điều này làm giảm khả năng cạnh tranh về giá của DN nội địa so với DN Trung Quốc.

Kết luận:

- Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ thực hiện nghiêm túc chương trình 3 năm “Bầu trời xanh” trong hai năm 2019 và 2020, nhờ đó sản lượng sẽ được cắt giảm đáng kể. Kết quả là giảm sức ép cạnh tranh giữa các quốc gia. Tại Việt Nam, dự án Dung Quất và Formosa Hà Tĩnh sẽ định hình lại thị trường trong nước một cách đáng kể. Cạnh tranh trong nước sẽ khó khăn hơn mặc dù rủi ro đầu vào thấp hơn. Do đó, chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** cho ngành thép trong năm 2019.
- Cổ phiếu khuyến nghị: **HPG**

Chu Đức Vĩnh

(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1462
vinh.cd@kisvn.vn
www.kisvn.vn

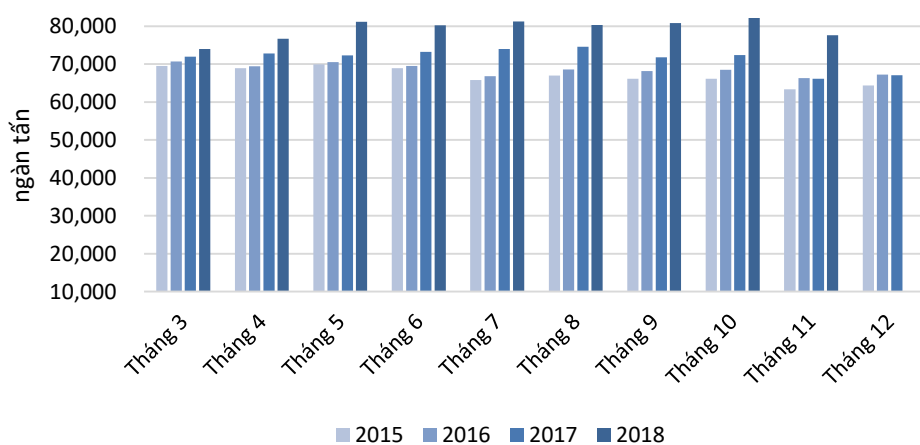
1. Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép quyết liệt trong năm 2019 và 2020

1.1. Diễn biến bất ngờ

Năm 2013, Trung Quốc (chiếm trên 50% sản lượng thép toàn cầu) đã đề ra kế hoạch 5 năm nhằm bảo vệ môi trường. Năm 2017 là năm cuối cùng của kế hoạch này. Do đó, chính phủ Trung Quốc đã thực hiện quyết liệt nhằm đạt được các mục tiêu đã đề ra. Năm 2018, một kế hoạch mới với thời hạn 3 năm có tên là “Bầu trời xanh” đã được công bố.

Về mặt lý thuyết, sau khi chính phủ Trung Quốc tuyên bố tiếp tục kế hoạch cắt giảm sản lượng, câu chuyện về ngành thép vào cuối năm 2018 dự kiến sẽ tương tự như những gì đã xảy ra trong năm 2017. Nhưng trên thực tế, sản lượng 11T2018 đã vượt 3% so với toàn bộ năm 2017. Áp lực từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung lên kinh tế Trung Quốc, nếu cộng thêm áp lực từ việc bảo vệ môi trường - ảnh hưởng đến ngành thép Trung Quốc, sẽ làm nghiêm trọng hơn đà suy giảm của nền kinh tế. Do đó, Trung Quốc đã trì hoãn các chính sách bảo vệ môi trường để hỗ trợ nền kinh tế trong ngắn hạn.

Hình 01. Sản lượng thép thô tại Trung Quốc



Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc

1.2. Diễn biến tiếp theo

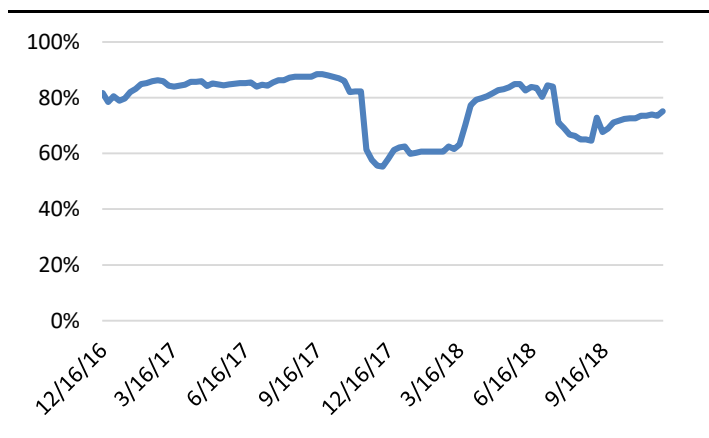
Theo như kế hoạch ba năm, có hai vấn đề cần giải quyết với ngành thép Trung Quốc:

- ❖ Đóng cửa các nhà máy cũ, không hiệu quả đang gây ô nhiễm môi trường cao: chính phủ đặt mục tiêu giảm tổng công suất thiết kế của các nhà máy thép xuống còn khoảng 1,038.94 triệu tấn.
- ❖ Tỷ lệ PM2.5 trong không khí sẽ thấp hơn 18% so với năm 2015. Tỷ lệ số ngày có chất lượng không khí rất tốt và tốt sẽ đạt 80% (~292 ngày) trong khi tỷ lệ số ngày bị ô nhiễm từ mức nghiêm trọng trở lên sẽ giảm hơn 25% so với năm 2015.

Trong tháng 12, sau khi số liệu môi trường đáng thất vọng được công bố và gần 70% các thành phố của Trung Quốc không thể đáp ứng tiêu chuẩn chất lượng không khí quốc gia cấp II, thành phố Đường Sơn và thành phố Từ Châu - trung tâm sản xuất thép của Trung Quốc đã siết chặt lại vấn đề môi trường như cách họ đã làm trong năm 2017.

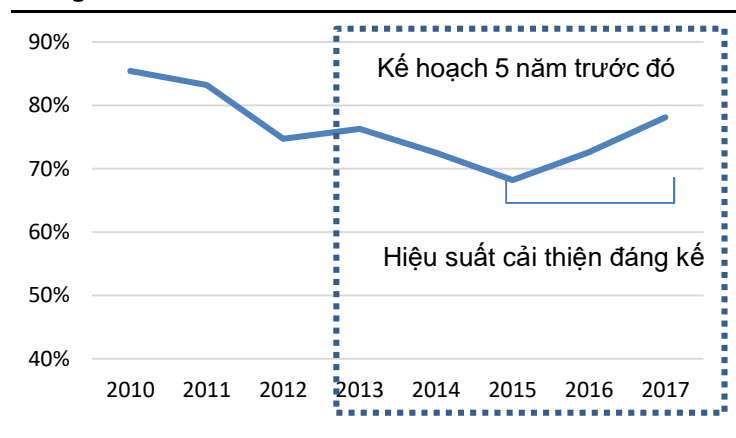
Năm 2017, khi chính phủ Trung Quốc ráo riết giải quyết vấn đề ô nhiễm môi trường, công suất hoạt động các nhà máy BOF ở Đường Sơn thường được duy trì ở mức khoảng 80% nhờ đóng cửa các nhà máy cũ. Đây là mức độ mà chính phủ Trung Quốc cho rằng các nhà máy thép sẽ đạt được hiệu quả kinh tế cao. Do đó, KISVN ước tính hiệu suất hoạt động của Trung Quốc trong năm 2020 sẽ đạt khoảng 80% với sản lượng sản xuất khoảng 831.15 triệu tấn, thấp hơn so với năm 2017. Ước tính của chúng tôi khá tương đồng với dự báo của Bộ Công nghiệp, Đổi mới & Khoa học Úc - sản lượng thép Trung Quốc sẽ là 861 triệu tấn vào năm 2019 và 842 triệu tấn vào năm 2020.

Hình 02. Công suất hoạt động của BOF tại Đường Sơn



Nguồn: Bloomberg, KISVN

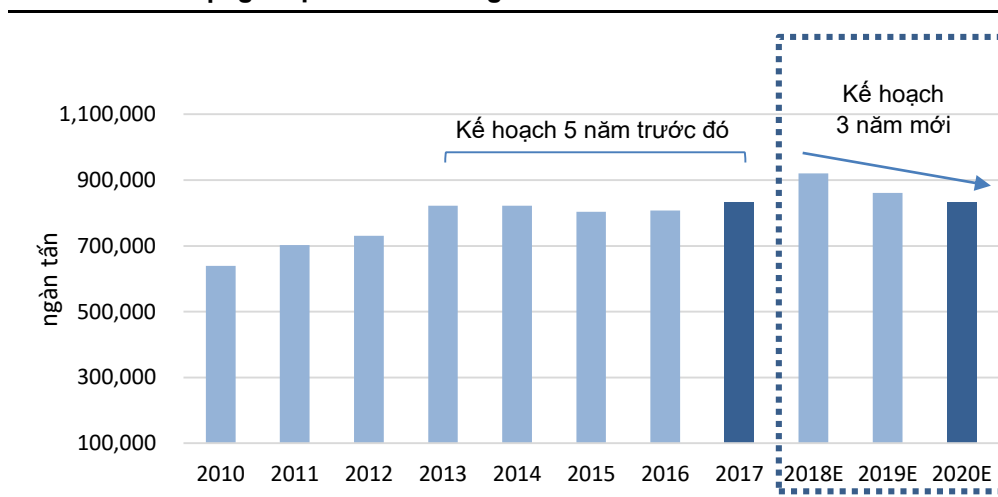
Hình 03. Công suất hoạt động của các nhà máy thép Trung Quốc



Nguồn: WSA, KISVN

Chúng tôi dự báo nguồn cung thép Trung Quốc trong năm 2019 và 2020 sẽ giảm.

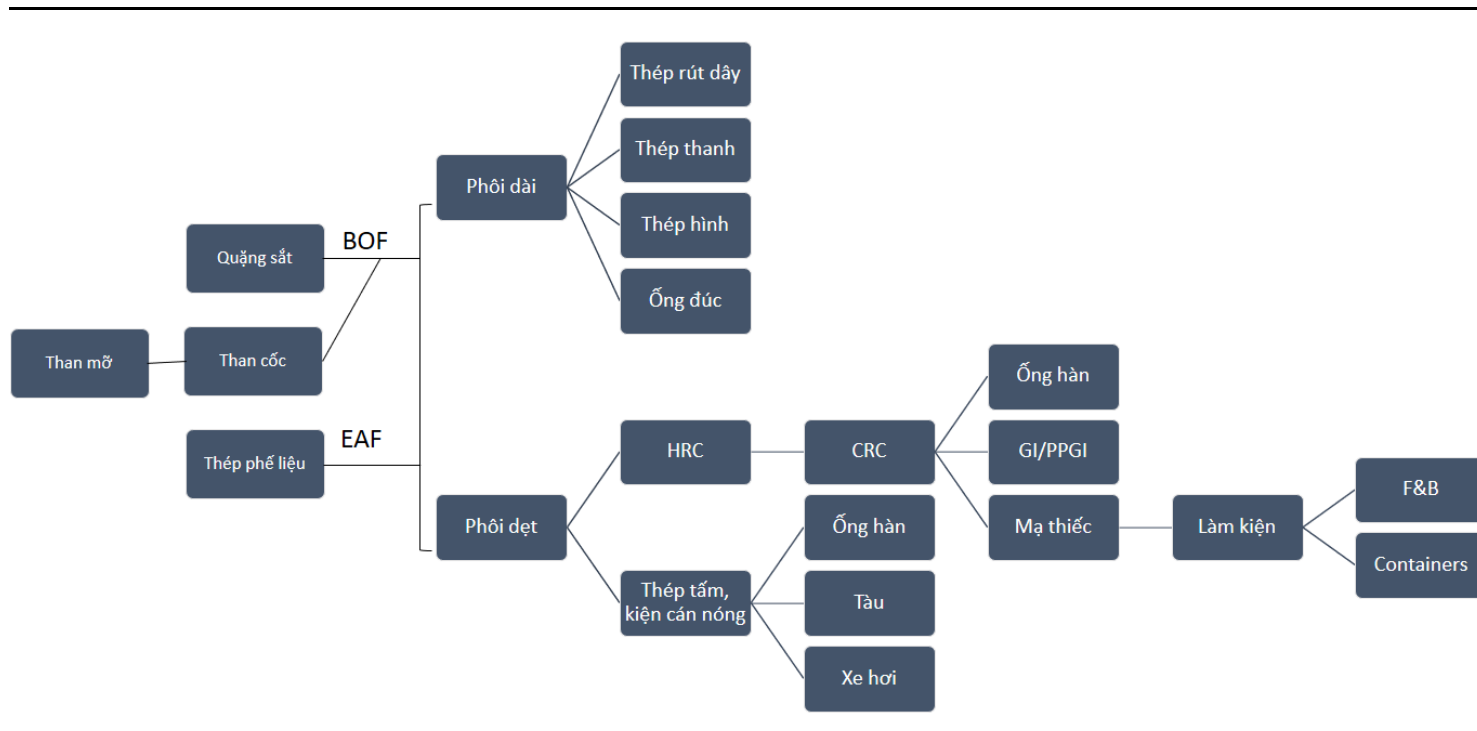
Hình 04. Sản lượng thép thô của Trung Quốc



Nguồn: WSA, KISVN

2. Giá nguyên liệu đầu vào giảm (Trung Quốc)

Hình 05. Chuỗi giá trị của thép



Nguồn: KISVN

2.1. Quặng sắt

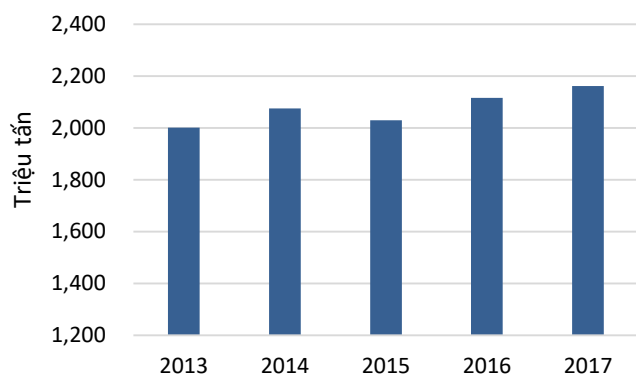
Sử dụng quặng sắt chất lượng thấp gây ô nhiễm môi trường nhiều hơn và không đạt suất cao. Do đó, năm 2018 chứng kiến mức chênh lệch cao giữa giá quặng sắt chất lượng cao và quặng sắt chất lượng thấp. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục vào năm 2019 với Chiến lược kinh doanh vào năm 2019 của Vale - tập đoàn khai thác quặng lớn nhất thế giới. Theo đó, Vale sẽ tập trung vào quặng chất lượng cao để đạt được mục tiêu 95% quặng cao cấp vào năm 2022, tăng 14% so với năm 2018.

Theo thống kê của Hiệp hội Thép Thế giới (WSA), sản lượng thép thô thế giới năm 2017 là 1,690 triệu tấn, trong đó 71.4% được sản xuất theo phương pháp BOF. Do đó, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ quặng sắt trên thế giới trong năm 2017 là 1,810 triệu tấn - thấp hơn tổng nguồn cung là 2,163 triệu tấn. Nói cách khác, do nguồn cung dồi dào, sự biến động của giá quặng sắt chủ yếu bị tác động bởi nhu cầu.

Úc và Brazil nổi tiếng với ngành công nghiệp khai thác quặng sắt, đặc biệt là Úc có quặng sắt cao cấp với trên 62% Fe. Trong khi đó, Trung Quốc là nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới (1,229 triệu tấn trong năm 2017), nhưng hầu hết trong số đó là loại cấp thấp (dưới 62% Fe). Đó là lý do tại sao Trung Quốc là nước nhập khẩu quặng sắt nhiều nhất thế giới – nhập 1,075 triệu tấn trong năm 2017.

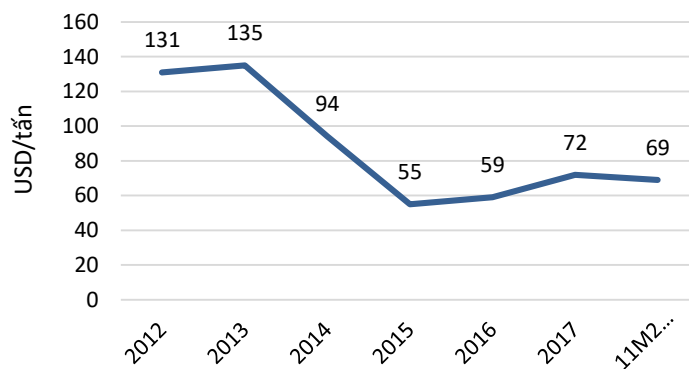
Do nhu cầu quặng sắt cấp thấp dự kiến sẽ giảm trong năm 2019, giá cũng được dự báo sẽ giảm theo. Đồng quan điểm với KIS, Citi Research và Goldman Sachs dự báo giá quặng sắt trung bình trong năm 2019 sẽ giảm xuống còn 60-70 USD/tấn.

Hình 06. Sản xuất quặng sắt trên thế giới



Nguồn: WSA

Hình 07. Giá trung bình quặng sắt 62% Fe

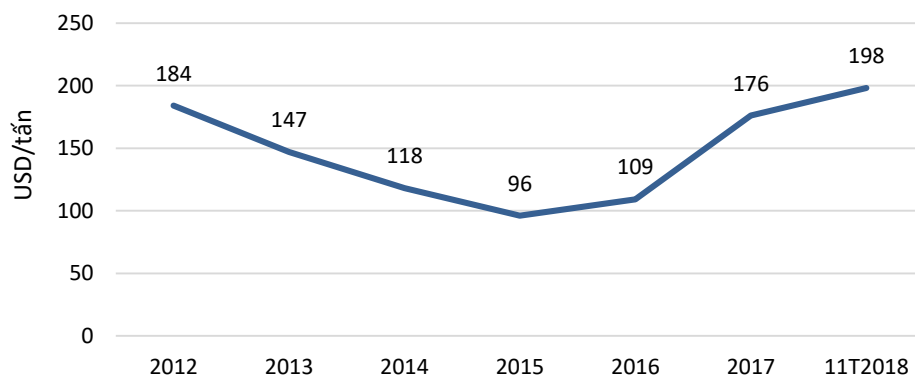


Nguồn: Bloomberg, KISVN

2.2. Than cốc cứng

Vì Trung Quốc có thể sẽ cắt giảm mạnh sản lượng thép vào năm 2019, nhu cầu về than cốc dự kiến cũng sẽ giảm, ảnh hưởng tiêu cực đến giá than cốc. Nghiên cứu của Citi dự báo giá than cốc năm 2019 sẽ dao động trong khoảng 160-185 USD.

Hình 08. Giá than cốc trung bình ở Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Hơn nữa, chính sách hạn chế nhập khẩu than của Trung Quốc cũng đang gây áp lực giảm giá than toàn cầu. Đến cuối tháng 11 năm 2018, Trung Quốc đã đạt hạn ngạch nhập khẩu than tối đa 270 triệu tấn. Hiện tại, chính phủ Trung Quốc đang ngăn các cảng nhập khẩu than và chỉ phê duyệt nhập khẩu than trong từng trường hợp. Mục đích là để tăng khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp khai thác than trong nước. Ngoài ra, không có dấu hiệu nào cho thấy Trung Quốc sẽ nới lỏng chính sách này vào năm 2019. Là quốc gia tiêu thụ 50% khối lượng than toàn thế giới, Trung Quốc có thể kiểm soát giá than toàn cầu.

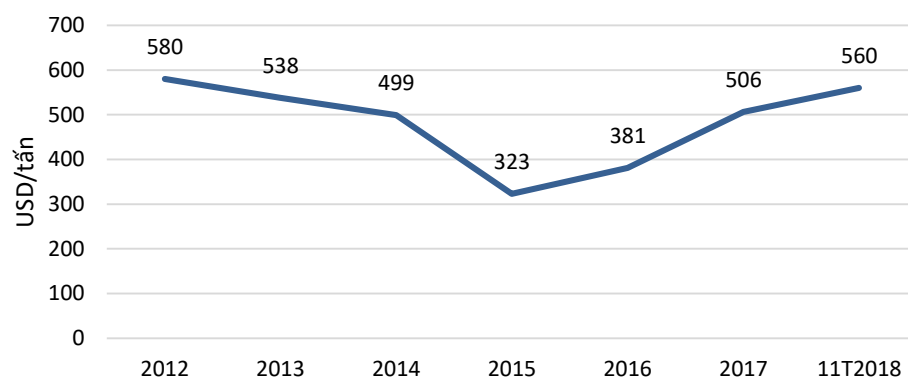
2.3. Thép cuộn cán nóng (HRC)

HRC đã giảm mạnh gần đây do những tác động tiêu cực của cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung. Trong khi các nhà sản xuất thép Trung Quốc phải giảm giá bán để bù cho thuế nhập khẩu cao hơn, việc sản xuất tiêu dùng giảm, các nhà máy di dời khỏi Trung

Quốc để tránh hàng rào thuế quan do chiến tranh thương mại gây ra cũng làm giảm nhu cầu HRC trong ngắn hạn.

Do sự suy giảm của quặng sắt và than, chúng tôi dự kiến giá HRC trung bình sẽ giảm trong năm 2019.

Hình 08. Giá HRC trung bình tại Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KISVN

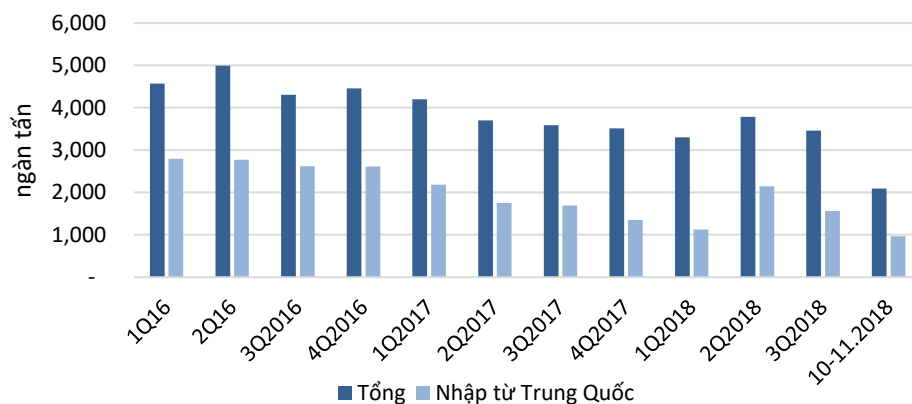
3. Thép dài - Hòa Phát dẫn đầu thị trường Đông Nam Á

3.1. Giảm thuế tự vệ

Năm 2018, nhập khẩu thép của Trung Quốc vào Việt Nam tiếp tục giảm vì thuế tự vệ. Việt Nam bắt đầu áp dụng thuế tự vệ đối với phôi thép và thép dài từ tháng 03/2016.

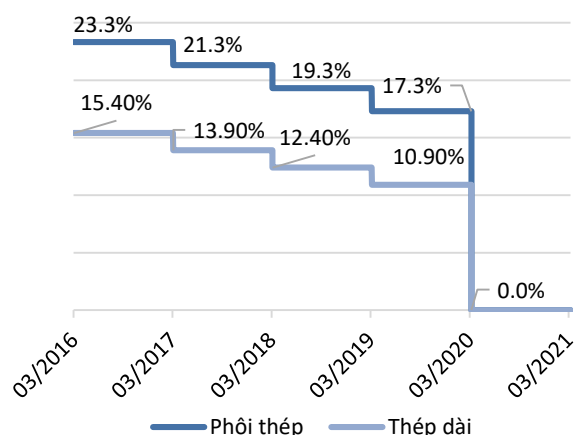
Vì bất lợi về giá, năm 2016, 2017 và 2018 đã chứng kiến sự sụt giảm trong nhập khẩu thép Trung Quốc. Năm 2019, mặc dù thuế tự vệ giảm đối với sản phẩm Trung Quốc, các công ty thép nội địa Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chính sách này. Cho đến tháng 03/2020, thuế tự vệ vẫn sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc hạn chế nhập khẩu thép từ Trung Quốc. Trong bối cảnh của chủ nghĩa bảo hộ, có khả năng cao chính sách thuế tự vệ sẽ được duy trì sau năm 2020.

Hình 08. Nhập khẩu thép Việt Nam



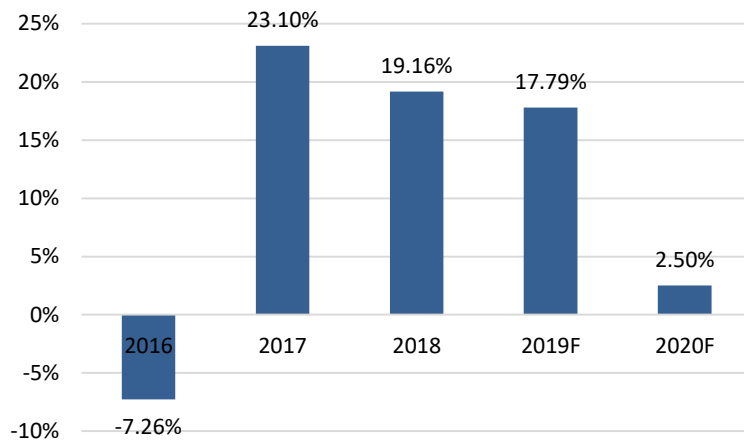
Nguồn: Hải quan VN

Hình 09. Thuế tự vệ đối với thép dài



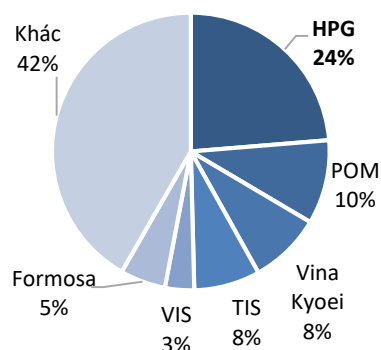
Nguồn: Bộ Công Thương, KISVN

Hình 10. Tỷ lệ giá thép thanh Trung Quốc/HPG



Nguồn: Bloomberg, StoxPlus, KISVN

Hình 11. Thị phần thép dài Việt Nam, 11T2018



Nguồn: StoxPlus, KISVN

3.2. Hoà Phát tiếp tục chiếm lĩnh thị phần

Quy mô thị trường thép dài trong nước có khả năng đạt 10.2 triệu tấn trong năm 2018. Giá thép dài có thể tăng trong 1Q2019 nhờ việc cắt giảm sản lượng của Trung Quốc. Năm 2019, quy mô của thị trường thép ước tính là 11.2 triệu tấn, tăng thêm 1 triệu tấn so với năm 2018. Khi giai đoạn 1 của dự án Hoà Phát Dung Quất được vận hành, công suất thiết kế thép dài của Hoà Phát sẽ được nâng lên từ 2.35 triệu tấn lên 4.35 triệu tấn. HPG đặt mục tiêu sản lượng 4 triệu tấn trong năm 2019, tăng 67% n/n.

Để đạt được mục tiêu, Hoà Phát có thể sẽ hạ giá bán để giành thị phần, điều này có thể làm giảm 2-3% lợi nhuận gộp của tất cả các nhà sản xuất thép dài tại địa phương. Mục tiêu của HPG là đạt hơn 33% thị phần trong năm tới.

STT	Mã CP	Doanh thu		Biên LNTT		Biên LN gộp		Biên EBITDA		ROA	
		9T2018	2017	9T2018	2017	9T2018	2017	9T2018	2017	9T2018	2017
1	HPG	41,450	46,162	19%	20%	22%	23%	24%	25%	11%	19%
2	TVN	18,331	19,803	5%	5%	5%	7%	7%	7%	5%	5%
3	POM	10,106	11,370	4%	7%	7%	10%	7%	10%	5%	9%
4	TIS	8,231	9,725	1%	1%	5%	6%	3%	5%	0%	1%
5	VGS	5,517	5,980	1%	1%	3%	4%	2%	3%	3%	4%
6	TLH	4,582	4,972	5%	9%	8%	12%	7%	11%	6%	13%
7	VIS	3,857	6,105	-3%	1%	0%	3%	0%	4%	-5%	2%
8	VCA	1,968	1,894	2%	4%	4%	7%	3%	4%	6%	17%
9	DNY	1,412	2,366	0%	4%	5%	8%	10%	12%	0%	3%
10	CBI	1,311	2,184	1%	0%	9%	7%	8%	11%	1%	0%
11	DNS	1,217	1,356	4%	3%	8%	8%	6%	5%	6%	5%
12	TTS	1,131	9,719	-1%	6%	5%	12%	26%	4%	0%	10%

Nguồn: Bloomberg, Stoxplus, KIS

4. Thép dẹt – Tiếp tục dư cung nhưng giảm rủi ro nhập khẩu

4.1. Giá HRC giảm và tồn kho cao dẫn đến biên lợi nhuận thu hẹp

2018 là một năm khó khăn đối với các công ty thép dẹt khi tất cả đều có kết quả kinh doanh đáng thất vọng trong 9T2018. Việc giảm biên lợi nhuận gộp xuất phát từ 2 lý do chính: tình trạng dư cung nghiêm trọng hơn và tình trạng tồn kho quá mức của các nhà sản xuất trong nước trong bối cảnh giá HRC giảm.

STT	Mã CP	Doanh thu		Biên LN TT		Biên LN gộp		Biên EBITDA		ROA	
		9T2018	2017	9T2018	2017	9T2018	2017	9T2018	9T2018	2017	9T2018
1	HSG	26,555	28,269	0%	5%	10%	16%	5%	10%	0%	6%
2	SMC	12,221	12,654	2%	3%	5%	6%	3%	4%	4%	6%
3	NKG	11,349	12,619	2%	6%	7%	11%	7%	11%	2%	9%
4	VGS	5,517	5,980	1%	1%	3%	4%	2%	3%	3%	4%
5	HMC	2,868	2,769	3%	4%	6%	7%	4%	4.5%	7%	9%
6	DTL	2,392	3,166	3%	7%	9%	11%	8%	12%	2%	8%
7	KMT	1,988	2,244	1%	1%	4%	4%	2%	2%	1%	2%
8	TDS	1,900	2,027	2%	4%	4%	8%	3%	5%	7%	18%
9	ITQ	320	403	3%	1%	8%	7%	6%	5%	2%	1%
10	KKC	252	306	0%	6%	6%	11%	2%	8%	1%	11%

Nguồn: Bloomberg, Stoxplus, KIS

Trong năm 2016 và 2017, biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép dẹt đã được cải thiện nhờ giá HRC tăng. Năm 2018, giá HRC dao động trong nửa đầu năm trước khi giảm mạnh cho đến thời điểm hiện tại.

Hình 12. Giá HRC



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Trong năm 2016 và 2017, các doanh nghiệp tôn mạ có lợi nhuận ròng cao nhờ đầu cơ hàng tồn kho. Chiến lược này tiếp tục được duy trì trong năm 2018 khi hàng tồn kho cuối năm 2017 cao hơn so với các năm trước. Khi giá HRC sụt giảm trong 3Q2018, các công ty này đã chịu tổn thất nặng nề.

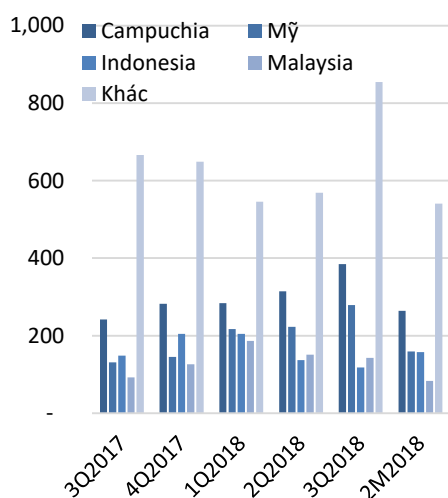
Vòng quay tồn kho	2014	2015	2016	2017	2H2018	3Q2018
Hoa Sen	83	74	89	110	130	88
Nam Kim	59	70	71	98	84	80
Đại Thiên Lộc	201	248	194	188	211	198

Nguồn: Stoxplus, KISVN

4.2. Tình trạng dư cung ngày càng tồi tệ nhưng rủi ro nhập khẩu thấp hơn

Một trong những lý do quan trọng nhất cho tình trạng thừa cung đến từ thị trường xuất khẩu. Khoảng 40% thép cuộn Việt Nam được xuất ra nước ngoài. Năm 2018 là năm chủ nghĩa bảo hộ dâng cao khi các quốc gia (bao gồm Mỹ, Thái Lan và Malaysia - thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam) sử dụng nhiều rào cản thương mại như thuế đối với các sản phẩm thép để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước.

Hình 13. Thị trường xuất khẩu thép chính của Việt Nam (ngàn tấn)



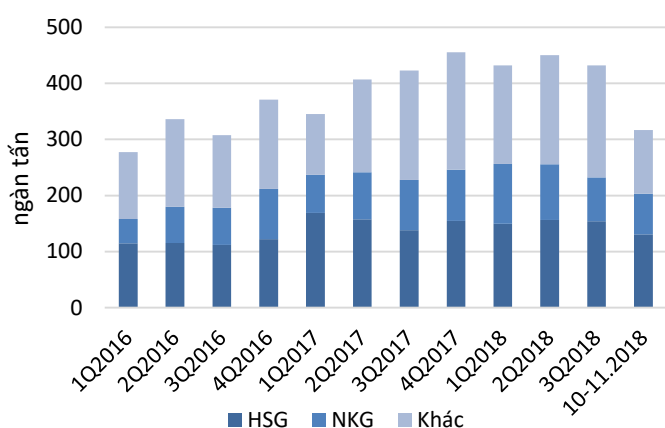
Nguồn: Hải quan VN, KISVN

Quốc gia	Sản phẩm	Thuế		Ngày hết hiệu lực
		Thuế chống bán phá giá	Thuế khác	
Mỹ	CRC	199.76%	256.44%	
	CORE	199.43%	39.05%	N/A
	Khác	25.00%		
Canada	CRC	99.20%	6.50%	N/A
Thái Lan	Ống thép	310.74%		19/09/2021
	CRC	Đang tiến hành		N/A
Malaysia	Thép cuộn	0-15.69%		08/03/2019
EU	CRC	25% nếu số lượng nhập vượt quá 3% của hạn ngạch		N/A
Ấn Độ		Đang tiến hành		N/A

Nguồn: KISVN

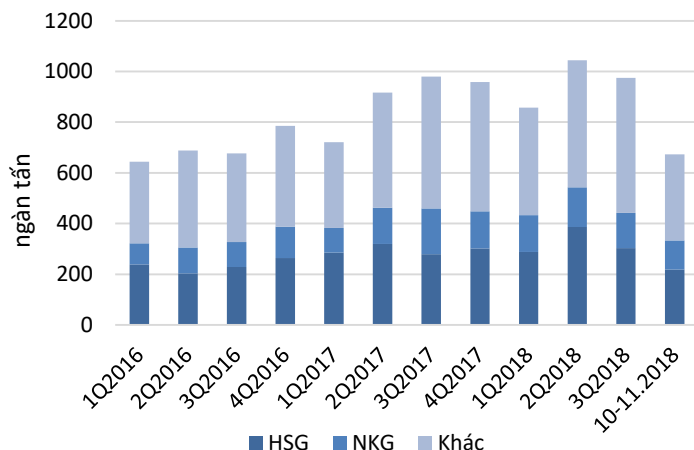
Do đó, việc xuất khẩu thép cuộn đã bị thiệt hại nặng nề, dẫn đến áp lực cao đối với các nhà sản xuất địa phương. Cụ thể, trong 11T2018, tốc độ tăng trưởng của ngành và xuất khẩu lần lượt là 9% và 9.6% n/n, khoảng một phần ba so với mức 28% và 26% vào năm ngoái. Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG), công ty sản xuất thép cuộn hàng đầu, chứng kiến sản lượng và xuất khẩu chỉ tăng 9.5% và 2.7% n/n, giảm mạnh so với 27% và 33.3% của năm 2017. Đối với Tập đoàn Nam Kim (HSX: NKG), tốc độ tăng trưởng là 5% trong khi xuất khẩu tăng 15.6%, thấp hơn nhiều so với 39.7% và 26.4% của năm ngoái.

Hình 14. Sản lượng XK của các nhà SX tôn mạ



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Hình 15. Tổng sản lượng của các nhà SX tôn mạ



Nguồn: WSA, KISVN

Xuất khẩu chậm lại đã làm cho tình trạng dư cung trong nước trở nên rõ rệt. Nhìn vào 3 công ty hàng đầu trong nước Tập đoàn Hoa Sen, Tập đoàn Nam Kim và Tập đoàn Đông Á, chiếm hơn 60% thị phần tôn mạ, chúng tôi thấy rằng hiệu suất sử dụng tiếp tục sụt giảm khi công suất vượt xa sản lượng thực.

Công suất thiết kế tôn mạ và sản lượng thực của 3 công ty hàng đầu, 2015-2018E

	Ngàn tấn	2015	2016	2017	2018E
Hoa Sen	Công suất	1220	1620	2280	2280
	Sản lượng	780	934	1186	1305
Nam Kim	Công suất	400	700	775	1200
	Sản lượng	294	406	567	605
Đông Á	Công suất	400	400	580	980
	Sản lượng	258	365	478	640
Tổng	Công suất	2,020	2,720	3,635	4,460
	Sản lượng	1,332	1,705	2,231	2,550
	Hiệu suất sử dụng	66%	63%	61%	57%

Nguồn: KISVN

Năm 2019, Hòa Phát sẽ bắt đầu tham gia thị trường tôn mạ bằng cách đưa nhà máy tôn mạ ở tỉnh Hưng Yên vào hoạt động, làm tình hình dư cung hiện nay tiếp tục nghiêm trọng. Công suất thiết kế của nhà máy này là 400,000 tấn, tương đương 10% lượng tiêu thụ thị trường tôn mạ (2017). HPG có thể sẽ theo đuổi mục tiêu thị phần thay vì lợi nhuận giống như cách mà họ đã lên kế hoạch cho dự án Dung Quất. Đối thủ cạnh tranh trực tiếp của HPG là HSG - một trong số ít các nhà sản xuất tôn mạ có nhà máy ở miền Bắc.

Tuy nhiên, năm 2019, hoạt động của Formosa - có công suất thiết kế HRC 4.5-5 triệu tấn, tương đương 65% nhu cầu nội địa - sẽ ổn định HRC trong nước. Ngoài ra, giai đoạn 2 của dự án Dung Quất với khả năng sản xuất 2 triệu tấn HRC sẽ được triển khai vào đầu năm 2020, giúp ngành thép cuộn Việt Nam giảm rủi ro nhập khẩu HRC.

5. Yếu tố rủi ro

5.1. Trung Quốc tiếp tục trì hoãn kế hoạch bảo vệ môi trường

Trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc suy thoái và những tác động tiêu cực của chiến tranh thương mại, có khả năng chính phủ Trung Quốc sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách bảo vệ môi trường và duy trì đầu tư công để hạn chế các cú sốc kinh tế trong năm 2019. Trong trường hợp đó, sản lượng thép của Trung Quốc sẽ tiếp tục cao, ảnh hưởng tiêu cực đến giá thép toàn cầu.

5.2. Thuế tự vệ Việt Nam sẽ không được gia hạn sau tháng 03/2020

Thuế tự vệ có hiệu lực trong vòng 4 năm và có thể được gia hạn trong 6 năm tiếp theo. Thời hạn cuối để gia hạn thuế tự vệ là 6 tháng trước khi hết hạn thuế. Sau thời hạn, thuế mới chỉ được phê duyệt sau ít nhất 2 năm.

Có khả năng cao là thuế tự vệ sẽ được duy trì để bảo vệ ngành thép trong nước. Trong trường hợp thuế tự vệ không được gia hạn, ngành thép Việt Nam sẽ chịu tổn thất nặng nề.

6. Cổ phiếu khuyến nghị: HPG

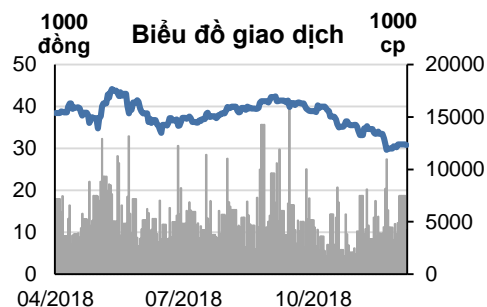
Cổ phiếu

HPG Mua trong các nhịp giảm

Đánh giá

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	30,800
Giá mục tiêu (VND)	39,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	27%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	27%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	0%	-7%	-25%	-10%
Tương đối	0%	-4%	-13%	-1%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê

02-01-2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	29.7k-47.6k
SL lưu hành (triệu cp)	2,124
Vốn hóa (tỷ đồng)	65,416
Vốn hóa (triệu USD)	2,820
% khối ngoại sở hữu	39%
SL cp tự do (triệu cp)	1,185
KLGD TB 3 tháng (cp)	5,046,149
VND/USD	23,210
Index: VNIndex/HNX	892/103

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

02-01-2019

Chủ tịch và cổ đông liên quan	32.4%
Dragon Capital	7.7%
Vinacapital	4.9%
CEO Trần Tuấn Dương	2.7%

Quan điểm đầu tư:

- **Giai đoạn 1 của dự án Dung Quất sẽ giúp tăng gấp đôi công suất thiết kế của thép dài từ 2.35 triệu tấn lên 4.35 triệu tấn mỗi năm, đảm bảo tăng trưởng dài hạn.** Hòa Phát đặt mục tiêu đạt 33% thị phần trong năm 2019. Tuy nhiên, cuộc chiến ngắn hạn để giành thị phần có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận.
- **Tài chính vượt trội so với ngành.** Nhờ chuỗi giá trị khép kín từ quặng đến thành phẩm, sử dụng công nghệ BOF và tính kinh tế theo quy mô, biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát trong 9T2018 là 22%, cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành (biên LN dưới 10%). Do đó, dù trong cuộc chiến về giá cả hoặc suy thoái của ngành, HPG vẫn là người sống sót cuối cùng.
- **Hòa Phát sẽ tham gia thị trường thép cuộn bằng một nhà máy tôn mạ tại Hưng Yên. Giai đoạn 2 của dự án Dung Quất với công suất 2 triệu tấn HRC được hoàn thành sẽ khép kín chuỗi giá trị ở cả phân khúc thép dài và thép dẹt vào cuối năm 2019.** Dung Quất sẽ giúp Hòa Phát trở thành DN thép hàng đầu tại Đông Nam Á.
- Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của Hòa Phát sẽ đạt 77,308 tỷ đồng và 9,959 tỷ đồng. EPS sẽ là 4,300 đồng.

Rủi ro:

- **Cuộc chiến giành thị phần có thể khốc liệt hơn chúng ta mong đợi.** Trong thị trường thép cuộn, hoạt động của dự án Formosa Hà Tĩnh với công suất 4-5 triệu tấn HRC mỗi năm, sẽ hỗ trợ khả năng cạnh tranh của các công ty sản xuất tôn mạ trong nước.
- **Thuế tự vệ của Việt Nam có thể không được gia hạn sau tháng 03/2020,** điều này làm giảm khả năng cạnh tranh về giá của DN địa phương so với các sản phẩm của Trung Quốc.
- **Chậm tiến độ dự án Dung Quất** sẽ khiến cho kết quả kinh doanh Hòa Phát dưới mức kỳ vọng.

Khuyến nghị:

- Chúng tôi kỳ vọng thành công của dự án Dung Quất sẽ biến Hòa Phát trở thành người khổng lồ trong khu vực.
- Sử dụng P/E trung bình của HPG trong 1 năm, chúng tôi định giá cổ phiếu HPG ở mức **39,000 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận dự kiến là **27%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 63,080 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
Doanh thu thuần	33,283	46,162	55,568	77,308	90,770	
Tăng trưởng (%)	21%	39%	20%	39%	17%	
Thép	28,855	39,738	47,321	67,091	80,070	
Nông nghiệp	1,395	2,895	3,812	5,809	7,115	
Bất động sản	435	760	1,555	1,412	469	
Khác	2,598	2,768	2,880	2,996	3,116	
GVHB	24,533	35,536	44,263	63,352	70,932	
Biên LN gộp (%)	26%	23%	21%	18%	22%	
Chi phí BH & QLDN	895	1,004	1,208	1,882	2,223	
EBITDA	9,499	11,595	12,518	15,617	22,743	
Biên lợi nhuận (%)	28%	25%	23%	20%	25%	
Khấu hao	1,643	1,974	2,074	3,542	5,128	
Lợi nhuận từ HĐKD	7,856	9,622	10,444	12,074	17,615	
Biên LN HĐKD (%)	24%	21%	19%	16%	19%	
Chi phí lãi vay ròng	142	371	445	925	1,944	
% so với nợ ròng	6%	-5651%	8%	6%	15%	
Khả năng trả lãi vay (x)	55.5	26	23	13	9	
Lãi/lỗ khác	-13	38	-	-	-	
Thuế	1,096	1,274	1,347	1,182	1,721	
Thuế suất hiệu dụng (%)	14%	14%	13%	11%	11%	
Lợi nhuận ròng	6,606	8,015	8,653	9,967	13,950	
Biên lợi nhuận (%)	20%	18%	16%	13%	15%	
Lợi ích CĐ thiểu số	4	8	8	8	8	
LN cho công ty mẹ	6,602	8,007	8,645	9,959	13,942	
Số lượng CP (triệu)	843	1,517	2,124	2,124	2,124	
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,327	3,468	3,745	4,314	6,039	
Tăng EPS (%)	82%	49%	8%	15%	40%	
Cổ tức (VND)	1,500	-	-	-	1,500	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	21%	0%	0%	0%	25%	

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Vòng quay phải thu (x)	7.4	7.0	7.0	7.0	7.0
Vòng quay HTK (x)	2.1	5.6	5.6	5.6	5.6
Vòng quay phải trả (x)	3.4	9.3	9.3	9.3	9.3
Thay đổi vốn lưu động	1,419	5,214	167	4,464	2,764
Capex	3,445	8,882	23,810	16,463	384
Dòng tiền khác	-233	-1,483	-	-	-
Dòng tiền tự do	3,619	-2,624	-13,251	-7,418	15,928
Phát hành cổ phiếu	0	5,057	-	-	-
Cổ tức	1,102	4	-	-	3,186
Thay đổi nợ ròng	-2,517	-2,430	13,251	7,418	-12,743
Nợ ròng cuối năm	1,208	-1,221	12,030	19,448	6,705
Giá trị doanh nghiệp	64,394	61,969	75,229	82,655	69,920
Tổng VCSH	19,745	32,287	40,240	49,402	59,177
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	111	119	127	135
VCSH	19,745	32,287	40,240	49,402	59,043
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23,428	21,285	18,946	23,260	27,799
Nợ ròng / VCSH (%)	6%	-4%	30%	39%	11%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.13	-0.11	0.96	1.25	0.29
Tổng tài sản	33,227	53,022	67,560	84,945	82,966

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%)	38.6%	30.8%	23.8%	22.2%	25.7%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	19.9%	15.1%	12.8%	11.7%	16.8%
ROIC (%)	34.2%	31.8%	21.6%	17.6%	23.0%
WACC (%)	14.4%	15.0%	13.1%	12.1%	14.7%
PER (x)	12.8	8.6	7.9	6.9	4.9
PBR (x)	1.0	1.4	1.6	1.3	1.1
PSR (x)	1.9	1.4	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	6.8	5.3	6.0	5.3	3.1
EV/Sales (x)	1.9	1.3	1.4	1.1	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 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 Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức
(+84 28) 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**.