

Ngành thép

- **Ngành xương sống của công nghiệp trong nước, tiêu thụ trên đầu người tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với khu vực.**
- **Nhu cầu trong nước duy trì tăng trưởng, tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại.**
- **Các rủi ro: (1) Các DN trong ngành đồng thời tăng công suất, dẫn đến cạnh tranh tang; (2) rủi ro từ chu kỳ của ngành BDS & xây dựng; (3) sức ép nợ vay và lãi suất đối với các DN sử dụng nợ vay để đầu tư mở rộng.**
- **Đánh giá các doanh nghiệp niêm yết:**
 - ❖ Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG) – khuyến nghị MUA
 - ❖ Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG) – không khuyến nghị
 - ❖ Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) – không khuyến nghị

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Bảo Trung

P: +84 988 739 505

M: trung.nguyenbao@mbs.com.vn

PHÍA CUNG

Hàng loạt các doanh nghiệp đang mở rộng sản xuất, đáng chú ý nhất là HPG tăng gấp đôi quy mô sản xuất trong 2019-2020. Về công suất, chúng tôi ước tính tổng công suất cho thép dài sẽ tăng khoảng 20 - 25% trong năm 2019, chủ yếu từ HPG và POM. Đối với thép dẹt, chúng tôi ước tính tổng công suất sẽ tăng 25-30% trong năm 2019, từ HSG và NKG.

Nhiều DN như HSG và NKG đang đầu tư khá nhiều, với tỷ lệ Nợ / vốn chủ sở hữu của hai công ty này cao hơn 3 - 4 lần, do đó chịu áp lực rất lớn về dòng tiền. Chúng tôi cho rằng **ạnh tranh về giá** sẽ diễn ra trong những năm tới, đặc biệt là đối với các phân khúc thép dẹt và tôn mạ.



PHÍA CẦU

Nhu cầu tiêu thụ thép tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng khoảng 10% đối với thép dài và thép dẹt thành phẩm trong các năm tới. Đối với thép dài, hầu hết tiêu thụ là trong nước, trong khi đối với thép dẹt khoảng 1/3 - 1/2 tổng sản lượng được xuất khẩu.

Về lĩnh vực sử dụng, nguồn tiêu thụ thép chính tại Việt Nam là các công trình thương mại và dân dụng, đang có dấu hiệu chậm lại trong vài năm tới. Mặt khác, các công trình công nghiệp có thể tăng lên nhờ vốn FDI tăng và chi tiêu công cho cơ sở hạ tầng.

Đối với thép dài, chúng tôi dự báo tiêu thụ ở mức ~ 12 triệu tấn trong năm 2019, tiêu thụ / tổng công suất ngành ở mức khoảng 68%. Cạnh tranh ở mảng này sẽ gia tăng ở mức vừa.

Đối với sản phẩm tôn mạ, tiêu thụ sẽ ở mức 4,5 – 5 triệu tấn, trong khi tổng công suất ngành ở mức 7,5 – 8 triệu tấn vào năm 2019. Việc tăng công suất của riêng 5 nhà sản xuất lớn nhất đã ở mức ~ 2,2 triệu tấn, tương đương khoảng 1/2 tổng lượng tiêu thụ và xuất khẩu trong năm 2017. Do vậy sẽ có cạnh tranh gay gắt trong mảng sản phẩm này.

Với HRC, tổng công suất của HPG và Formosa khi đạt tối đa công suất sẽ ở mức 7 - 9 triệu tấn tới năm 2020, cũng tương đương với khối lượng nhập khẩu HRC hiện tại. Vì vậy với sản phẩm này, tiêu thụ trong nước sẽ ở mức tích cực và cạnh tranh không nhiều.

CHÍNH PHỦ

Chi tiêu cơ sở hạ tầng ở Việt Nam luôn tăng trưởng ở hai con số kể từ năm 2012. Nhiều dự án cơ sở hạ tầng đang trong giai đoạn bắt đầu, ví dụ như tuyến Metro TP HCM, sân bay Long Thành, đường cao tốc Bắc Nam, nhiều đường cao tốc và cầu quanh tp. Hà Nội và tp. Hồ Chí Minh, v.v...

Thuế tự vệ đối với thép nhập khẩu sẽ hết hạn vào 2020 - 2021, tuy nhiên, với xu hướng bảo hộ đang gia tăng trên thế giới và tầm quan trọng của ngành thép đối với Việt Nam, chúng tôi cho rằng thuế tự vệ sẽ tiếp tục được áp dụng.

Tuy nhiên, **chủ nghĩa bảo hộ gia tăng trên toàn cầu** cũng là sức ép đối với các DN xuất khẩu nhiều như HSG hay NKG.

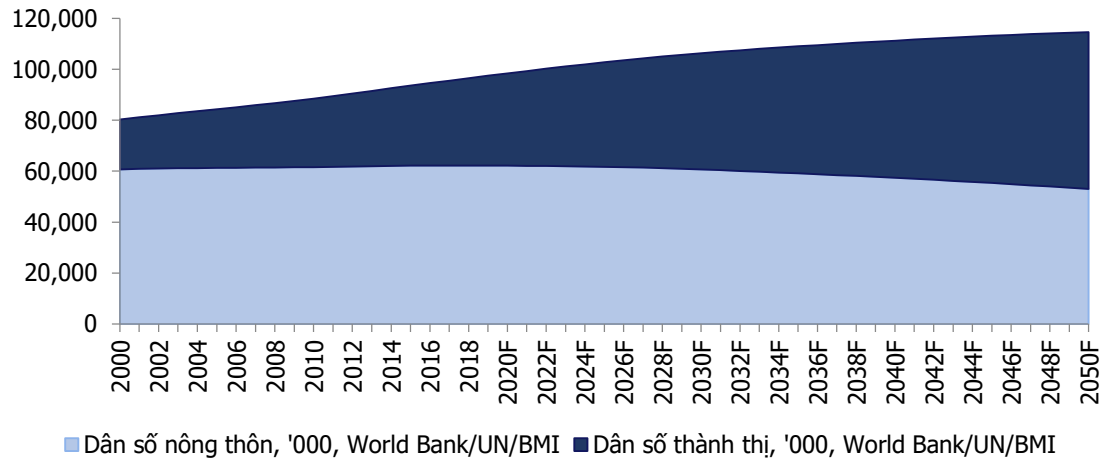
KẾT LUẬN

Mặc dù cạnh tranh trong ngành gia tăng có phần gay gắt, với năng lực từ phía cung gia tăng và áp lực từ thép thế giới, chúng tôi vẫn đánh giá ngành thép ở Việt Nam là tích cực trong dài hạn do môi trường kinh tế vĩ mô thuận lợi, các dự án cơ sở hạ tầng đầy tham vọng của chính phủ và dòng vốn FDI tiềm năng chảy vào Quốc gia.

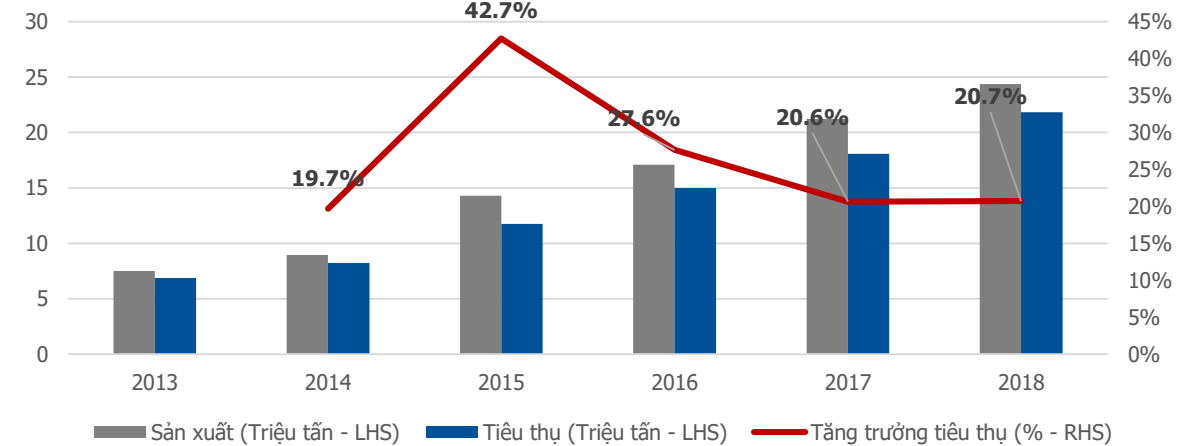
Ngành thép Việt Nam có sự ổn định cao hơn thế giới do có tốc độ tăng trưởng và mức độ tập trung cao, các DN lớn vẫn chiếm đa số thị phần, do vậy giá thép trong nước khá ổn định.

Mức cạnh tranh gia tăng trong những năm tới sẽ là bài kiểm tra với các DN về sức mạnh tranh giành thị phần và khả năng duy trì lợi nhuận và dòng tiền. Những DN yếu kém sẽ có nguy cơ bị gạt bỏ và DN mạnh sẽ có cơ hội giành lấy thị phần.

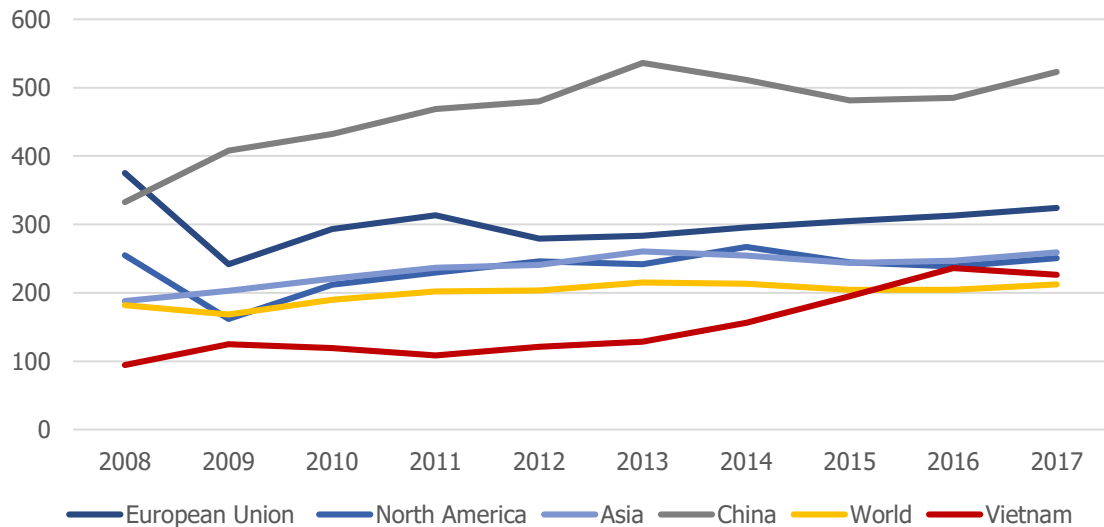
Tốc độ đô thị hóa: Dân số thành thị và nông thôn tại Việt Nam



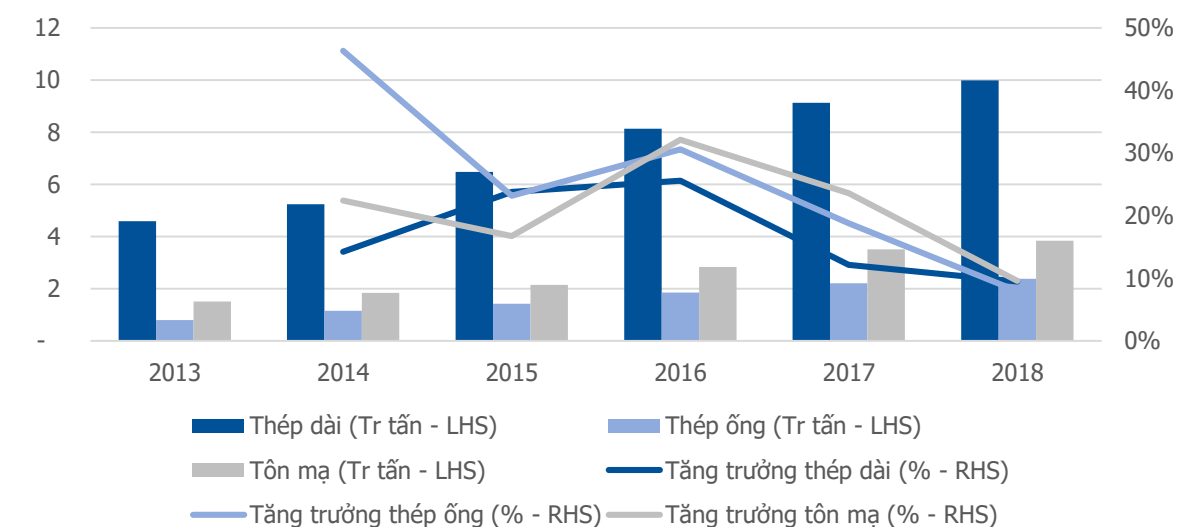
Sản lượng sản xuất / tiêu thụ thép Việt Nam



Tiêu thụ thép trên đầu người



Tăng trưởng tiêu thụ thép theo mảng tại Việt Nam

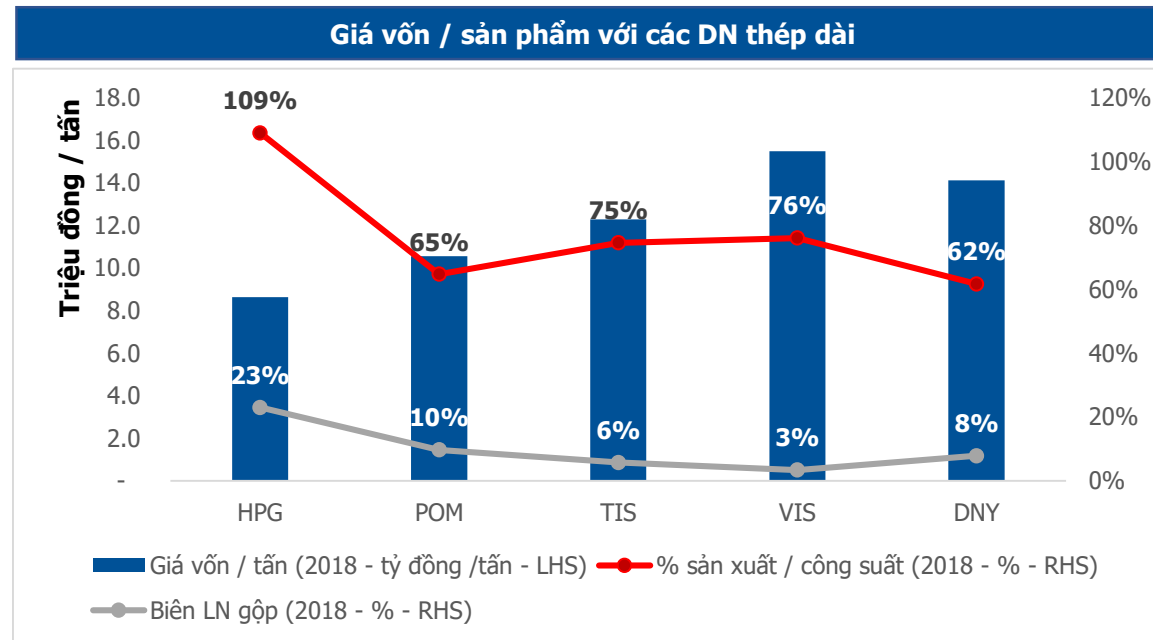


Mã CP	Vốn hóa (Tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Nợ / Vốn CSH	Biên LN Gộp	Biên LN ròng	ROE	P/E	P/B
Thép dài - sử dụng lò BOF (lò cao & lò thổi Oxy)								
HPG	63.781	56.580	72%	20%	14%	21%	7,8	1,5
TIS	2.024	10.935	287%	5%	0%	1%	83,1	1,1
Thép dài - sử dụng lò EAF (lò điện)								
POM	1.405	13.468	144%	4%	1%	4%	10,0	0,4
VIS	1.861	5.314	214%	-4%	-7%	-44%	N/A	2,7
Tôn mạ								
HSG	3.209	34.198	209%	9%	0%	2%	33,3	0,6
NKG	1.167	14.861	114%	4%	0%	-5%	20,3	0,4
DTL	1.673	3.465	128%	5%	-2%	-5%	N/A	1,5
Thương mại thép								
SMC	852	16.473	195%	4%	1%	10%	6,4	0,7
TLH	503	5.953	60%	6%	0%	1%	25,1	0,3
Trung bình			158%	6%	1%	-2%	26,6	1,0
Trung vị			144%	5%	0%	1%	20,3	0,7

Quan điểm đầu tư: Tập trung vào các doanh nghiệp: (1) DN đầu ngành, có lợi thế về quy mô và công nghệ, (2) Thị phần cao và sức cạnh tranh cao (3) tình hình tài chính lành mạnh.

=> **Tập trung vào HPG**

Các công ty khác không khuyến nghị do: (1) hoạt động chưa hiệu quả và biên lợi nhuận thấp; (2) quy mô nhỏ và do đó lợi thế cạnh tranh thấp; (3) DN có sở hữu nhà nước và triển vọng tư nhân hóa chưa rõ ràng. Các công ty này sẽ phải đối mặt với những thách thức lớn trong môi trường cạnh tranh đang gia tăng, cần theo dõi thêm.



Doanh nghiệp	Ticker	Công suất (Tr tấn)	Sản phẩm	Phương pháp sản xuất
Formosa Hà Tĩnh	Chưa NY	7.5	HRC, phôi thép, thép dài	BOF
Hòa Phát Group	HPG	3	Thép dài, ống thép	BOF
VinaKyoiei	Chưa NY	1	Thép dài	BOF
Pomina Steel	POM	1.5	Thép dài, phôi thép	EAF
POSCO SS	Chưa NY	1	Thép dài, CRC	EAF
Thép Thái Nguyên	TIS	1	Thép dài, ống thép	BOF
Hoa Sen	HSG	3	Ống thép, tôn mạ	N/A
Nam Kim	NKG	1.5	Tôn mạ	N/A

Source: Bloomberg, MBS Research

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 32.500)

Luận điểm đầu tư

- **HPG là công ty dẫn đầu thị trường thép tại Việt Nam**, với sức khỏe tài chính và khả năng cạnh tranh mạnh mẽ. HPG có giá thành sản xuất thấp hơn hẳn so với các đối thủ trong nước và nhiều DN nước ngoài, vì vậy ngay cả trong hoàn cảnh khó khăn của ngành, HPG sẽ có cơ hội lớn để giành thị phần.
- **Tiềm năng tăng trưởng dài hạn** của các dự án mới, đặc biệt là dự án Khu liên hợp thép Dung Quất, sẽ nâng cao đáng kể năng lực sản xuất và doanh thu của công ty - gấp đôi công suất của thép dài và sản phẩm HRC mới giúp HPG tấn công vào thị trường tôn mạ.
- Năm 2019, HPG tập trung vào mục tiêu thị phần thay vì tỷ suất lợi nhuận, tăng trưởng về sản lượng bán hàng và thị phần sẽ mở rộng đáng kể - thị phần sẽ tăng từ 23% hiện tại lên hơn 30%. Vì vậy triển vọng dài hạn của HPG là rất tích cực, do ngành thép Việt Nam còn nhiều tiềm năng.

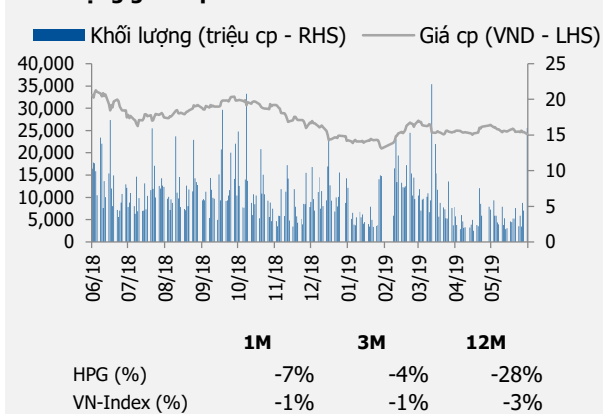
Rủi ro chính

- Rủi ro chung đối với thép Việt Nam: (1) tính chất biến động chu kỳ và ngắn hạn của giá thép và giá quặng sắt; (2) rủi ro từ thặng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh trong nước do các DN gia tăng năng lực sản xuất.
- Các thị trường mới của HPG: thép xây dựng tại miền Nam, HRC và tôn mạ sẽ phải đối mặt với mức cạnh tranh cao và là thách thức trong việc duy trì tỷ suất lợi nhuận trong những năm đầu hoạt động.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 32.500 đồng (tăng 34%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,6% (Re 18,5% và Rd 10%).

Biến động giá cổ phiếu



Chỉ số chính – 25.06.2019

Giá hiện tại	VND 23.100
Giá mục tiêu	VND 32.500
Upside	41%
Bloomberg	HPG VN Equity
Vốn hóa thị trường	64.471 tỷ VND 2.768 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	21.000 VND 36.600 VND
Giá trị giao dịch trung bình ngày	174 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	40%

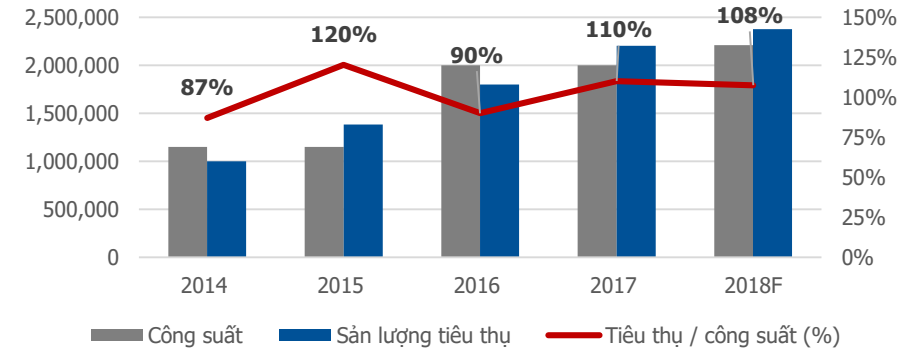
Đơn vị: tỷ VND	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	55.836	71.500	99.187	105.900
EBIT	10.550	11.390	16.216	17.753
Lợi nhuận ròng	8.573	8.660	12.755	14.546
EPS (VND)	3.105	3.137	4.619	5.268
Tăng trưởng EPS (%)	-41%	1%	47%	14%
P/E	7,8	7,7	5,2	4,6
EV/EBITDA	6,8	5,7	3,6	2,6
Cổ tức / cổ phiếu (VND)	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
P/B	1,7	1,4	1,1	0,9
ROE (%)	21%	18%	21%	19%
Nợ ròng / vốn chủ sở hữu (%)	60%	62%	45%	32%

Nguồn : HPG, MBS Research

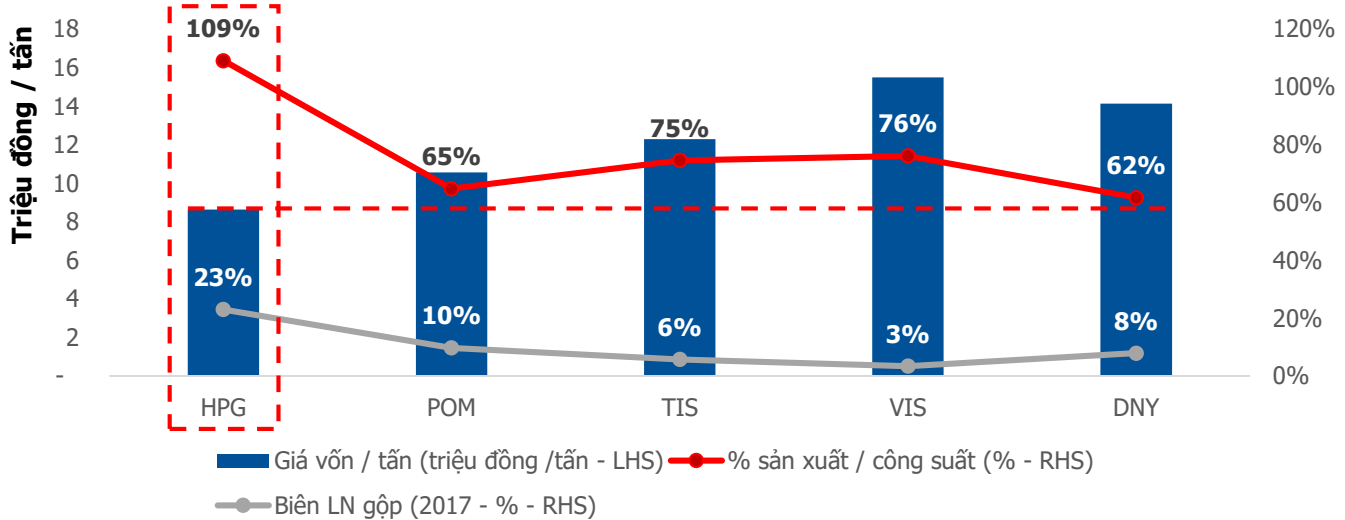
ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG: THÉP XÂY DỰNG

- **Lợi thế cạnh tranh:** sản phẩm chất lượng cao, thương hiệu uy tín, chi phí giá thành thấp hơn cùng ngành do quy mô lớn, chuỗi giá trị hoàn thiện và kinh nghiệm lâu năm trên thị trường.
- **Công suất** hiện tại: 2,3 triệu tấn mỗi năm. Thị phần hiện tại: 24%. Công suất thép xây dựng sau Dung Quất: 4,3 triệu tấn / năm (không bao gồm HRC). Thị phần dự kiến vào năm 2019 sau Dung Quất: hơn 30% (chúng tôi kỳ vọng khoảng 35% sau khi đạt đủ công suất).
- **Dự án Dung Quất có hệ thống cảng biển sâu** cho phép tàu hơn 200.000 tấn, khiến chi phí hậu cần cho vật liệu và đầu ra rẻ hơn nhiều so với trước đây.
- **Chiến lược cho năm tới:** tập trung vào việc giành thị phần (có thể dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp hơn).

Công suất thiết kế & sản lượng tiêu thụ của HPG



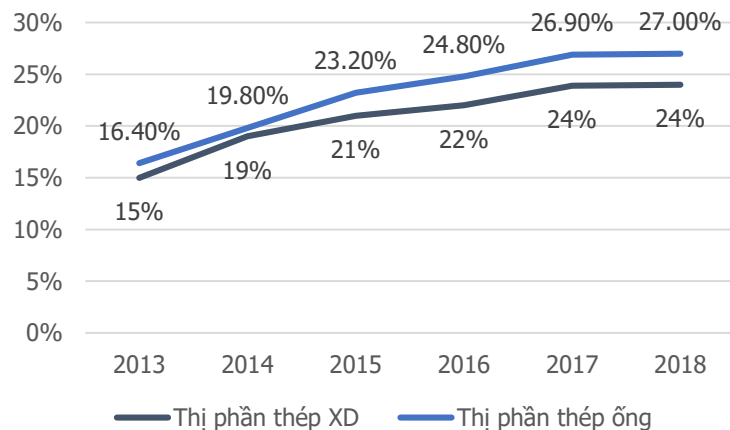
Giá vốn / tấn và tỷ lệ sử dụng nhà máy của HPG



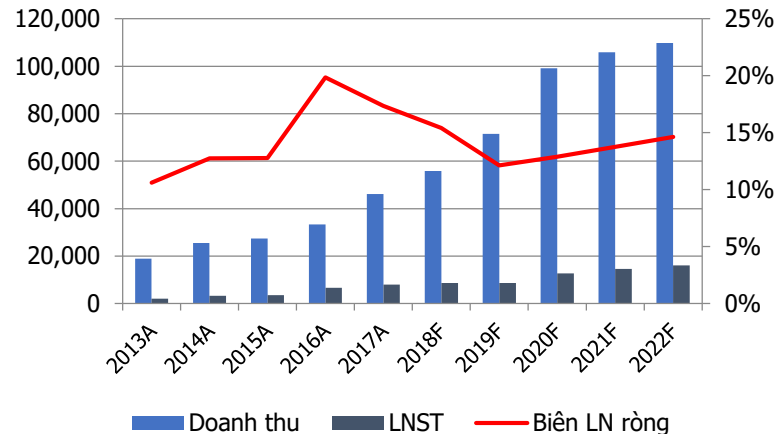
HPG	2018 (tấn)	2019 (tấn)	Thay đổi (%)	Thị phần 2018	Thị phần 2019
Tháng 1	197.861	249.574	26%	26%	27%
Tháng 2	163.549	200.355	23%	24%	25%
Tháng 3	180.083	246.904	37%	22%	25%
Tháng 4	177.996	236.000	33%	21%	26%
Tháng 5	228.089	226.000	-1%	22%	25%
Tháng 6	146.901			19%	
Tháng 7	199.209			24%	
Tháng 8	179.400			22%	
Tháng 9	220.998			27%	
Tháng 10	250.060			28%	
Tháng 11	220.000			26%	
Tháng 12	213.013			25%	
Total	2.377.159	3,000,000 (dự phóng)	26%	24%	

Nguồn : HPG, Bloomberg, MBS Research

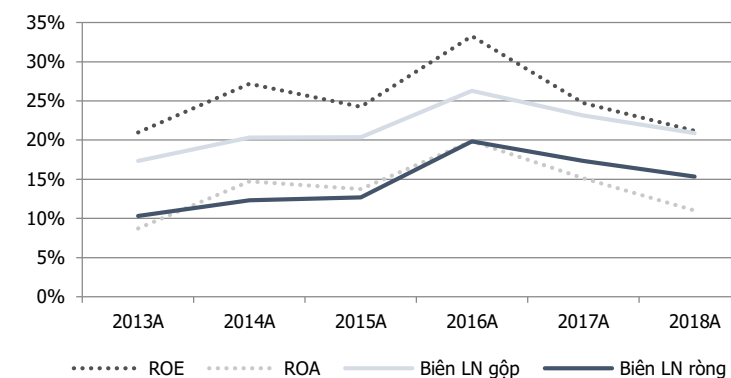
HPG's market shares by years



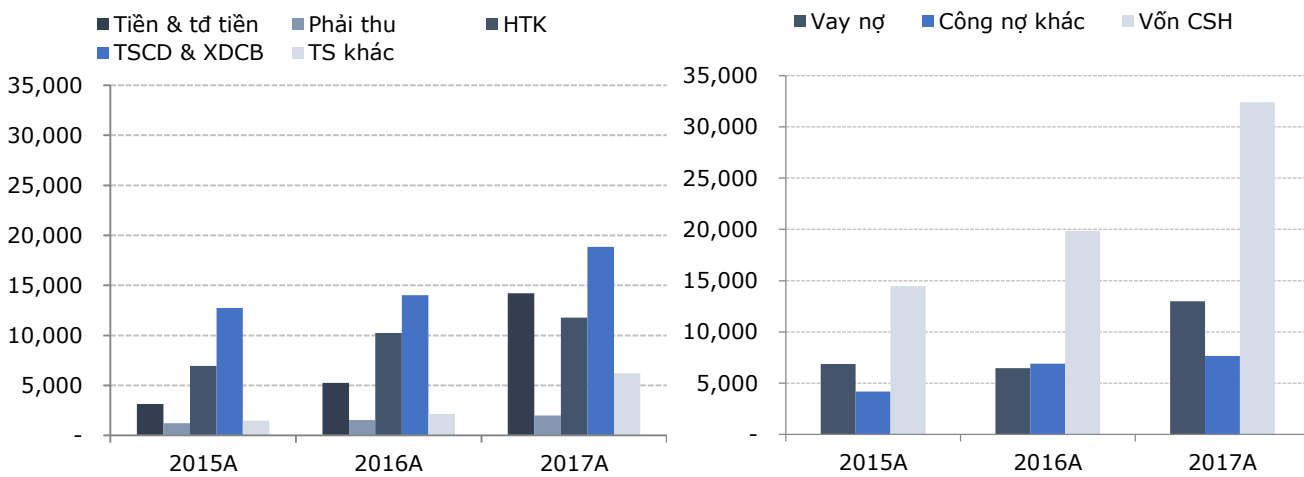
Doanh thu & Lợi nhuận



Các tỷ số lợi nhuận



HPG – Bảng cân đối kế toán



Các tỷ số tài chính / vòng quay

Dupont	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
LNST / Doanh thu	0,20 x	0,17 x	0,15 x	0,12 x	0,13 x
Tài sản / Vốn CSH	1,67 x	1,64 x	1,93 x	1,86 x	1,71 x
Doanh thu / Tài sản	1,00 x	0,87 x	0,71 x	0,77 x	0,93 x
ROE	33,28%	24,74%	21,18%	16,84%	20,65%

Số ngày vòng quay	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Vòng quay phải thu	15 days	14 days	14 days	13 days	12 days
Vòng quay HTK	128 days	113 days	107 days	101 days	98 days
Vòng quay phải trả	47 days	41 days	60 days	53 days	35 days
Chu kỳ tiền mặt	95 days	86 days	60 days	61 days	75 days

Nguồn: HPG, Bloomberg, MBS Research

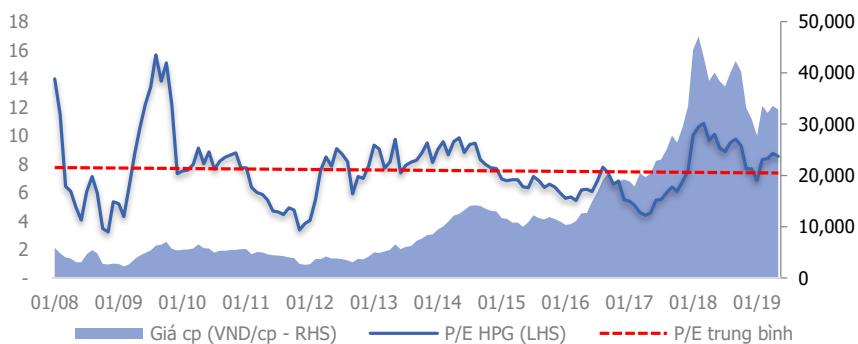
Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 32.500 đồng (tăng 34%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 14,6% (Re 18,5% và Rd 10%), tương đương P/E năm 2019 khoảng 10,3 lần và 2020 khoảng 7,0 lần.

Phương pháp FCFF	Tỷ suất lựa chọn
WACC	14,6%
Tốc độ tăng trưởng cuối	2%
Giá mục tiêu (VND / cổ phiếu)	32.500

P/E trượt của HPG



DỰ PHÓNG

- **Sau khi dự án Dung Quất đi vào hoạt động**, chúng tôi dự phóng doanh thu và thị phần của HPG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, do HPG là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trên thị trường, sức cạnh tranh cao và sức khỏe tài chính tốt.
- Tuy nhiên, **biên lợi nhuận của công ty** trong những năm đầu Dung Quất đi vào hoạt động có thể giảm sút do: (1) áp lực lên giá bán do cạnh tranh về thị phần; (2) cạnh tranh tăng lên tại thị trường trong nước, đặc biệt khi HPG đầu tư vào 2 mảng mới là thị trường Miền Nam và thị trường tôn mạ; (3) rủi ro tính chu kỳ và sức ép từ thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc

Dự phóng kết quả kinh doanh HPG

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
Sản lượng thép xây dựng	1.383.148	1.800.525	2.202.664	2.377.159	3.200.000	3.800.000	4.100.000	4.190.000
<i>Tăng trưởng</i>	<i>38%</i>	<i>30%</i>	<i>22%</i>	<i>8%</i>	<i>35%</i>	<i>19%</i>	<i>8%</i>	<i>2%</i>
Sản lượng thép ống	329.200	523.400	581.000	621.863	652.956	685.604	719.884	755.878
<i>Tăng trưởng</i>	<i>45%</i>	<i>59%</i>	<i>11%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Doanh thu	27.453	33.283	46.162	55.836	71.500	99.187	105.900	109.854
<i>Tăng trưởng</i>	<i>8%</i>	<i>21%</i>	<i>39%</i>	<i>21%</i>	<i>28%</i>	<i>39%</i>	<i>7%</i>	<i>4%</i>
Giá vốn	21.859	24.533	35.487	44.166	58.571	80.637	85.658	88.365
Lợi nhuận gộp	5.594	8.751	10.674	11.671	12.928	18.550	20.243	21.489
<i>Tăng trưởng</i>	<i>8%</i>	<i>56%</i>	<i>22%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>	<i>43%</i>	<i>9%</i>	<i>6%</i>
LNST cho cổ đông cty mẹ	3.485	6.602	8.007	8.573	8.660	12.755	14.546	16.064
<i>Tăng trưởng</i>	<i>11%</i>	<i>89%</i>	<i>21%</i>	<i>7%</i>	<i>1%</i>	<i>47%</i>	<i>14%</i>	<i>10%</i>
EPS	4.756	7.834	5.278	3.105	3.137	4.619	5.268	5.818
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-27%</i>	<i>65%</i>	<i>-33%</i>	<i>-41%</i>	<i>1%</i>	<i>47%</i>	<i>14%</i>	<i>10%</i>
BVPS	19.391	23.248	21.199	14.597	17.742	22.242	27.465	33.248
ROE	24,2%	33,3%	24,7%	21,2%	17,6%	20,7%	19,1%	17,5%
ROA	13,7%	19,9%	15,1%	11,0%	9,5%	12,1%	12,4%	12,4%

Nguồn : HPG, MBS Research

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	46.162	55.836	71.500	99.187	105.900
Giá vốn hàng bán	35.487	44.166	58.571	80.637	85.658
Lợi nhuận gộp	10.674	11.671	12.928	18.550	20.243
Doanh thu hoạt động tài chính	186	294	213	342	516
Chi phí tài chính	556	772	1.612	1.956	1.735
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.052	1.121	1.538	2.334	2.490
Lợi nhuận trước thuế	9.288	10.071	10.047	14.680	16.617
Lợi nhuận sau thuế	8.015	8.601	8.669	12.767	14.561
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	8.007	8.573	8.660	12.755	14.546
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	8	28	9	13	15

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	33.077	26.014	37.565	56.107	73.268
I. Tiền & tương đương tiền	4.265	2.516	4.992	12.556	27.156
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	9.937	3.725	3.725	3.725	3.725
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1.964	2.244	2.697	3.742	3.995
IV. Hàng tồn kho	11.769	14.115	18.184	25.034	26.592
V. Tài sản ngắn hạn khác	5.144	3.414	7.967	11.052	11.800
Tài sản dài hạn	19.944	52.211	54.013	49.321	44.112
I. Các khoản Phải thu dài hạn	21,81	22,30	33,78	46,86	50,03
II. Tài sản cố định	13.173	12.783	51.197	45.849	40.451
1. Tài sản cố định hữu hình	12.987	12.565	51.024	45.682	40.288
2. Tài sản cố định vô hình	186	217	173	167	163
III. Bất động sản đầu tư	191	180	169	157	146
IV. Tài sản dở dang dài hạn	5.474	37.404	942	989	1.038
V. Đầu tư tài chính dài hạn	17	67	14	14	14
VI. Tài sản dài hạn khác	1.068	1.756	1.658	2.266	2.413
Tổng tài sản	53.022	78.225	91.578	105.428	117.380
Nợ phải trả	20.624	37.616	42.330	43.761	41.294
I. Nợ ngắn hạn	18.521	24.299	25.309	28.086	28.485
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	7.192	12.804	10.940	15.154	16.200
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	11.329	11.495	14.368	12.932	12.285
II. Nợ dài hạn	2.104	13.317	17.021	15.675	12.810
1. Các khoản phải trả dài hạn	452	506	747	1.028	1.092
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1.651	12.811	16.275	14.647	11.718
Vốn chủ sở hữu	32.398	40.609	49.299	61.718	76.136
1. Vốn điều lệ	15.171	21.239	21.239	21.239	21.239
2. Thặng dư vốn cổ phần	3.202	3.212	3.212	3.212	3.212
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	13.397	15.111	24.150	36.292	50.579
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	111	128	137	150	165
5. Vốn khác	517	919	561	826	942
Tổng nguồn vốn	53.022	78.225	91.628	105.479	117.431

Chỉ số chính	2017	2018	2019F	2020F
Định giá				
EPS	5.278	3.105	3.137	4.619
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	21.199	14.597	17.742	22.242
P/E	8,9	7,8	7,7	5,2
P/B	2,2	1,7	1,4	1,1
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	23%	21%	18%	19%
Biên EBITDA	26%	24%	23%	23%
Biên lợi nhuận sau thuế	17%	15%	12%	13%
ROE	25%	21%	18%	21%
ROA	15%	11%	9%	12%
Tăng trưởng				
Doanh thu	39%	21%	28%	39%
Lợi nhuận trước thuế	21%	8%	0%	46%
Lợi nhuận sau thuế	21%	7%	1%	47%
EPS	-33%	-41%	1%	47%
Tổng tài sản	60%	48%	17%	15%
Vốn chủ sở hữu	63%	25%	21%	25%
Thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1,79	1,07	1,48	2,00
Thanh toán nhanh	0,77	0,26	0,34	0,58
Nợ/tài sản	24%	31%	33%	26%
Nợ/vốn chủ sở hữu	40%	60%	62%	45%
Khả năng thanh toán lãi vay	20,06	19,54	7,62	9,05
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu khách hàng	27	27	29	31
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14	14	13	12
Vòng quay hàng tồn kho	3	3	4	4
Thời gian tồn kho bình quân	113	107	101	98
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	9	6	7	10
Thời gian trả tiền bình quân	41	60	53	35

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2017	2018	2019F	2019F
LCTT từ HĐ kinh doanh	6.056	7.600	2.695	11.572
LCTT từ HĐ đầu tư	-17.923	-20.491	-6.564	-957
LCTT từ HĐ tài chính	11.574	11.142	6.346	-3.051
LCTT trong kỳ	-294	-1.750	2.477	7.563
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	4.559	4.265	2.516	4.992
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	4.264	2.515	4.992	12.556

Ngành thép

Cổ phiếu ngành thép

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)

(Định giá: N/A)

Cập nhật doanh nghiệp

- Theo ĐHCĐ ngày 14/01/2019, ban lãnh đạo đặt kế hoạch 2019 doanh thu đạt 31.500 tỷ đồng (-9%) và LNST đạt 500 tỷ đồng (+22%) so với năm tài chính 2018 (tổng sản lượng thành phẩm tăng khoảng 9%).
- Kế hoạch lợi nhuận của DN trong năm 2019 là khá tham vọng, trong tình hình cạnh tranh trong ngành tăng gay gắt (các DN đều tăng công suất và sự tham gia của HPG) và hoạt động xuất khẩu ngày càng khó khăn hơn với xu hướng bảo hộ gia tăng trên thế giới. Chúng tôi dự báo LNST của HSG trong năm 2019 ở mức ngang năm 2018 hoặc thấp hơn.

Luận điểm đầu tư

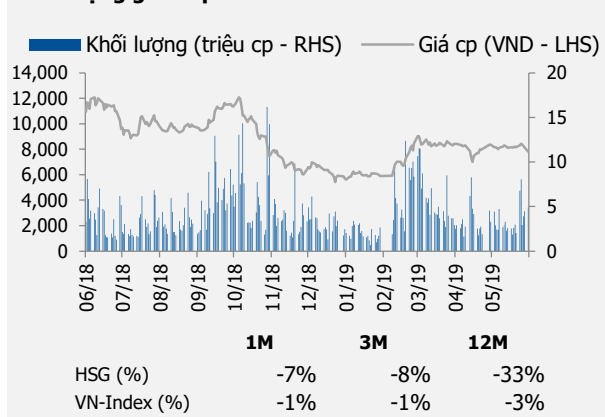
- HSG là công ty dẫn đầu thị trường tôn mạ tại Việt Nam**, với doanh số bán hàng trong nước tăng trưởng trong vài năm qua. HSG phát triển kênh phân phối riêng nhằm tối đa hóa doanh số bán hàng trong nước và trực tiếp kiểm soát giá bán tới người dùng cuối.
- Thị trường thép tại Việt Nam có triển vọng dài hạn tốt**, với thị trường thép mạ kẽm dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ hai con số. **HSG cũng theo đó tăng trưởng về năng lực sản xuất**, trong các năm tới công suất tăng khoảng 500 – 1 triệu tấn / năm.
- Giá cổ phiếu đã giảm khá mạnh**: hiện tại HSG đang giao dịch với tỷ lệ P/B khoảng 0,6 lần và tỷ lệ P/E khoảng 7 lần.

Rủi ro chính

- Rủi ro chung đối với thép Việt Nam**: (1) tính chất chu kỳ của giá cả hàng hóa thép; (2) áp lực từ thặng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh gia tăng tại địa phương do các đối thủ cạnh tranh tăng năng lực.
- Rủi ro quản trị doanh nghiệp** do công ty có quy mô không lớn, sức khỏe tài chính không ổn định và giao dịch nhiều với các bên liên quan.
- Tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu** trên 3 lần, **dòng tiền chịu rủi ro** do: Chi phí cho việc duy trì hệ thống bán hàng, phụ thuộc vào giá hàng hóa HRC nhập khẩu.
- Rủi ro dài hạn trọng yếu** từ việc Tập đoàn Hòa Phát (HPG) tham gia cạnh tranh tại thị trường tôn mạ trong nước.

=> Cần theo dõi thêm

Biến động giá cổ phiếu



Chỉ số chính – 25.06.2019

Giá hiện tại	VND 7.580
Giá mục tiêu	N/A
Upside	N/A
Bloomberg	HSG VN Equity
Vốn hóa thị trường	3.260 tỷ VND
	139 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	5.418 VND
	12.091 VND
Giá trị giao dịch trung bình ngày	36 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	17%

Đơn vị: VND billion	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	17.447	17.894	26.149	34.441
EBIT	1.202	2.136	2.104	1.266
Lợi nhuận ròng	653	1.504	1.332	409
EPS (VND)	6.668	7.653	3.805	1.063
Tăng trưởng EPS (%)	57%	15%	-50%	-72%
P/E	6,1	5,5	7,5	7,1
EV/EBITDA	5,3	5,9	9,2	11,1
Cổ tức / cổ phiếu (VND)	2.500	1.000	1.000	-
Lợi suất cổ tức (%)	6,1%	2,4%	3,5%	0,0%
P/B	1,4	2,0	1,9	0,6
ROE (%)	20%	33%	24%	8%
Nợ ròng / vốn chủ sở hữu (%)	179%	126%	224%	269%

Nguồn : HPG, MBS Research

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (HSX: NKG)

(Định giá: N/A)

Cập nhật doanh nghiệp

- **Quý 1/2019**, doanh thu đạt 2.956 tỷ đồng (-17,7%) và LNST lỗ 102 tỷ đồng, là quý thứ 2 liên tiếp NKG ghi nhận lỗ. Kế hoạch 2019, công ty chủ trương chuyển nhượng hàng loạt dự án và tái cấu trúc sản xuất, bán vốn góp tại dự án Nam Kim Corea, KCN Visip II – A, một số nhà máy sản xuất mạ. Đặc biệt, NKG sẽ bán NM Nam Kim 1 – công suất 500.000 tấn/năm.
- Với việc chuyển nhượng các dự án, NKG sẽ thu về khoảng 850 tỷ đồng, dự kiến sử dụng nhằm giảm dư nợ trung hạn. Kế hoạch 2019, doanh thu đạt 15.500 tỷ (+5%), LNST 295 tỷ đồng chủ yếu từ bán dự án. Với triển vọng mảng kinh doanh cốt lõi không sáng, chúng tôi đánh giá khó khăn với NKG còn rất nhiều.

Luận điểm đầu tư

- **NKG là công ty đứng thứ 2 thị trường tôn mạ tại Việt Nam**, với doanh số bán hàng trong nước tăng trưởng trong vài năm qua.

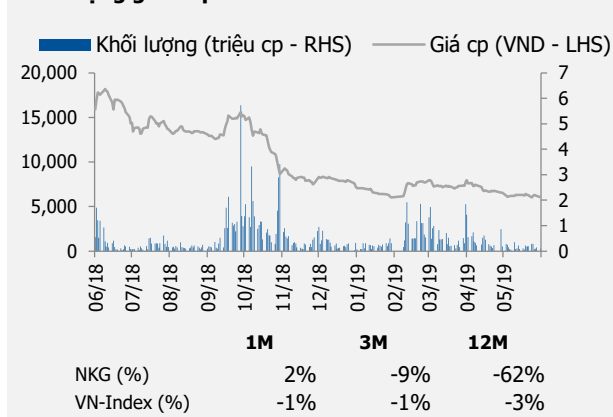
- **Giá cổ phiếu đã giảm khá mạnh**: hiện tại NKG đang giao dịch với tỷ lệ P/B khoảng 0,4 lần

Rủi ro chính

- **Rủi ro chung đối với thép Việt Nam**: (1) tính chất chu kỳ của giá cả hàng hóa thép; (2) áp lực từ thặng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh gia tăng tại địa phương do các đối thủ cạnh tranh tăng năng lực.
- **Rủi ro quản trị doanh nghiệp** do công ty có quy mô không lớn, sức khỏe tài chính không ổn định và giao dịch nhiều với các bên liên quan.
- **Thị phần suy giảm** trong thời gian gần đây, Q3/2018 mất vị trí thứ 2 về thị phần cho Tôn Đông Á – một DN chưa niêm yết.
- **Tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu** trên 3 lần, **dòng tiền chịu rủi ro** do phụ thuộc vào giá hàng hóa HRC nhập khẩu.
- **Rủi ro dài hạn trọng yếu** từ việc Tập đoàn Hòa Phát (HPG) tham gia cạnh tranh tại thị trường tôn mạ trong nước.

=> **Cần theo dõi thêm**

Biến động giá cổ phiếu



Chỉ số chính – 25.06.2019

Giá hiện tại	VND 6.41
Giá mục tiêu	N/A
Upside	N/A
Bloomberg	NKG VN Equity
Vốn hóa thị trường	1.136 tỷ VND 49 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	6.000 VND 18.200 VND
Giá trị giao dịch trung bình ngày	5 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	42%

Đơn vị: VND billion	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	5.751	8.936	12.619	14.812
EBIT	310	796	1.024	390
Lợi nhuận ròng	126	518	708	57
EPS (VND)	2.872	7.841	5.442	315
Tăng trưởng EPS (%)	50%	173%	-31%	-94%
P/E	4,4	4,5	7,1	20,3
EV/EBITDA	6,9	6,9	8,1	7,6
Cổ tức / cổ phiếu (VND)	-	1.000	-	-
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%	2,9%	0,0%	0,0%
P/B	1,0	1,5	1,9	0,4
ROE (%)	20%	33%	24%	1%
Nợ ròng / vốn chủ sở hữu (%)	301%	252%	207%	16%

Nguồn : HPG, MBS Research