

REVIEW VÀ DỰ BÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP NĂM 2021



I. Bối cảnh ngành thép thế giới năm 2020 – Hồi sinh từ đống tro tàn

Ngành thép là một ngành kinh tế hàng hóa có chu kỳ, mỗi nhịp tăng – giảm của ngành diễn ra trong khoảng 2 năm, như vậy một chu kỳ kéo dài khoảng 4 năm. Nhịp tăng gần nhất bắt đầu từ giai đoạn đầu năm 2016 và tạo đỉnh tại vùng giá \$950/ tấn tháng 1 năm 2018 tại thị trường Mỹ, pha giảm theo sau của chu kỳ trước tạo đáy vào khoảng tháng 4 năm 2020 tại vùng giá \$450/ tấn. Từ đó đến nay thép đã bước vào một chu kỳ tăng giá “phi mã” mới và hiện đang giao dịch quanh vùng \$1200/ tấn (3/2021). Nguyên nhân của đợt tăng giá này, theo chúng tôi chủ yếu đến từ các yếu tố sau:

- Yếu tố nguồn cung:

- Sản lượng khai thác quặng sắt ở Brazil – nước cung cấp quặng sắt lớn nhất thế giới vẫn chưa phục hồi sau thảm họa vỡ đập năm 2019, dự kiến đến năm 2023 mới có thể phục hồi.

- Chiến tranh thương mại giữa Trung Quốc và Úc đã nên lo ngại về việc bị cấm nhập khẩu cho các nhà nhập khẩu sản xuất quặng sắt của Úc, từ đó họ tăng cường mua tích trữ hàng hóa này và đẩy giá lên cao. Ngoài ra việc Trung Quốc cấm nhập khẩu than cốc Úc – một nguyên liệu quan trọng trong việc chế tạo thép cũng khiến chi phí sản xuất thép tăng lên và phản ánh vào giá bán thép thành phẩm.

- Gián đoạn trong nguồn cung thép từ các thị trường lớn như EU, Mỹ, Ấn Độ, Nhật, Hàn Quốc do dịch covid 19, sản lượng sản xuất thép năm 2020 của các nước/ khu vực kinh tế trên đều lần lượt giảm -15%, -18%, -12%, -17% và -7% so với năm 2019.

- Yếu tố nhu cầu:

- Nhu cầu đối với thép ở khắp các nước đều phục hồi tăng, đặc biệt là ở Trung Quốc do chính sách mở rộng đầu tư công nhằm kích thích phục hồi kinh tế, bù đắp phần hụt giảm ở khu vực kinh tế tư nhân của nước này.

Từ các yếu tố, sự kiện tác động đến cung – cầu của ngành thép dẫn đến đà tăng mạnh đối với tất cả các loại hàng hóa từ nguyên liệu đến thành phẩm trong chuỗi cung ứng ngành thép. Cổ phiếu niêm yết của các công ty ngành thép trên khắp thế giới đều có đà tăng mạnh so với chỉ số chứng khoán chung.



Biến động giá HRC Mỹ giai đoạn 2016-2021



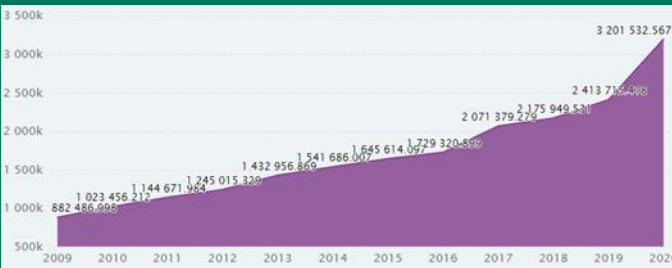
Biến động giá Quặng sắt giai đoạn 2010-2021

Kết thúc năm 2020, tỷ lệ tăng giá cổ phiếu ngành thép đã tăng 111% so với đầu năm và 188% so với mức đáy trong tháng 3 - cao hơn nhiều so với chỉ số VNIndex lần lượt là 96% và 122%

II. Nhận định ngành thép năm 2021 – Vùng đỉnh đang cận kề ?

Theo quan sát của chúng tôi, giá các mặt hàng ngành thép như HRC đã vượt đỉnh lịch sử 12 năm, giá quặng sắt đang giao dịch ở mức ~\$175/ tấn so với đỉnh lịch sử năm 2011 là \$185/ tấn. Đà tăng giá có thể vẫn còn tiếp tục trong một vài tháng tới nhưng dự địa tăng có lẽ không còn nhiều bởi những lý do sau:

- Sản lượng sản xuất thép đang hồi phục dần, khi vắc xin covid 19 được tiêm chủng rộng rãi ở các nước trên thế giới, nền sản xuất sẽ quay trở phục hồi dần, cân bằng sự chênh lệch cung – cầu đối với mặt hàng thép và kiềm chế đà tăng giá. Ngoài ra với đà tăng mạnh trong năm vừa qua sẽ thúc đẩy các nhà sản xuất thép trên khắp thế giới đẩy công suất hoạt động lên tối đa nhằm tận dụng cơ hội này thu lợi nhuận. Việc cạnh tranh trong ngành sẽ gay gắt hơn, các dự án đầu tư mở rộng sản xuất sẽ được thực hiện nhanh chóng.
- Chuỗi cung ứng được nối lại, hiện trạng gián đoạn nguồn cung sản xuất, chi phí vận tải biển tăng cao như hiện nay sẽ nhanh chóng được xử lý khi hoạt động sản xuất ở các nước phương tây được phục hồi trở lại, cán cân lượng hàng hóa xuất nhập khẩu giữa Trung Quốc và phần còn lại thế giới trở lại bình thường sẽ kéo giá cước vận tải xuống. Thay vì bị đẩy cao lên như hiện nay do Trung Quốc đã hồi phục sản xuất trước các nước khác, dẫn tới nhu cầu công ten nơ rỗng của Trung Quốc tăng cao.
- Đối với các dự án đầu tư công ở Trung Quốc, chúng tôi cho rằng có rủi ro bị hoãn ngừng thực hiện do tỷ lệ nợ công của chính quyền địa phương Trung Quốc đã căng tới giới hạn cho phép và sự kém hiệu quả của các dự án đầu tư công. Tính đến cuối năm 2020, chính quyền địa phương ở Trung Quốc đang gánh tổng nợ là 7200 tỷ USD, tăng 16.8% so với con số cuối năm 2019 là 6160 tỷ USD. Chính sách tài chính của Quốc hội Trung Quốc hiện nay muốn nhấn đến sự bình ổn của tỷ lệ nợ công, giảm thâm hụt ngân sách, giảm phát hành trái phiếu đặc biệt địa phương – loại trái phiếu thường dùng để đầu tư hạ tầng và chi tiêu chung. Ngoài ra các dự án đầu tư công hiện nay của Trung Quốc đều là ở các tỉnh vùng sâu xa, biên giới, sa mạc nên có hiệu quả kinh tế rất thấp. Những dự án cầu đường, ga tàu ở đây có lưu lượng khách đi lại ít và không thu được nhiều doanh thu. Hạn ngạch phát hành mới



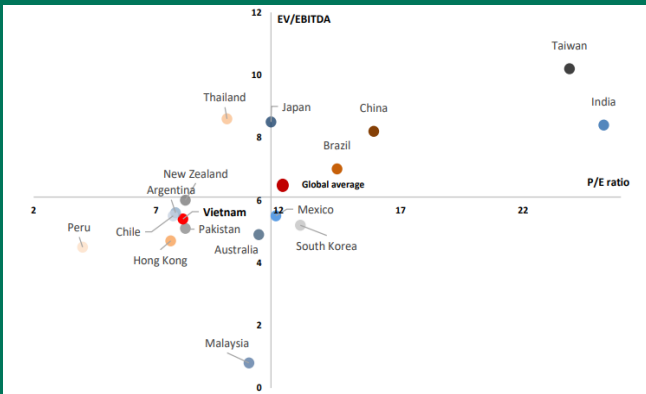
Nợ công ở Trung Quốc 2009 - 2020

Trái phiếu địa phương của Trung Quốc năm 2020 là \$581 tỷ, tháng ba này Quốc hội TQ sẽ họp và ban hành hạn ngạch mới năm 2021, chúng tôi cho rằng con số này sẽ giảm so với năm 2020.

Tuy vậy, nguồn cung thép không thể phục hồi lại một cách nhanh chóng và nhu cầu thép cũng sẽ không giảm nhanh trong năm nay, kịch bản giá thép giai đoạn nửa cuối năm 2021 theo chúng tôi sẽ duy trì, đi ngang ở vùng giá cao như hiện nay và giảm dần từ năm 2022.

III. Các công ty thép Việt Nam 2021

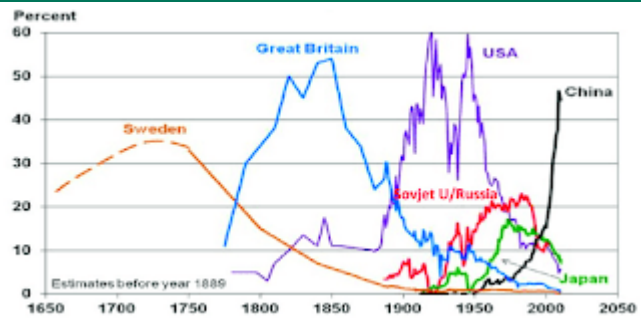
- Thông thường, chính sách tồn kho nguyên liệu của công ty thép sẽ đủ sử dụng trong 2 – 4 tháng, đà tăng của giá thép năm 2020 đã giúp biên lợi nhuận các công ty tăng mạnh do chênh lệch giữa tồn kho nguyên liệu giá thấp và giá bán thành phẩm tăng cao. Nếu năm 2021 nguồn cung thép tăng trở lại, giá thép đạt đỉnh thì sẽ đưa biên lợi nhuận của các công ty thép trở lại mức bình thường ~ 10%. Giá vốn hàng bán tăng cao do giá nguyên liệu thu mua cao sẽ phản ánh trong báo cáo các quý tới.
- Định giá các công ty tăng cao, nhưng sẽ giảm trở lại mức bình thường khi bước vào pha giảm giá của chu kỳ này. Các công ty thép thông thường chỉ được thị trường định giá ở mức PE trung bình 6-7 do có tính chu kỳ, chỉ những doanh nghiệp nào làm chủ được hoàn toàn chuỗi giá trị sản xuất hay có tiềm năng tăng trưởng KQKD do mở rộng sản xuất thì mới xứng đáng có mức định giá cao mức trung bình của ngành. Ở Việt Nam chúng tôi chỉ thấy duy nhất HPG và HSG có tiêu chí này Hiện cổ phiếu cả hai đang giao dịch ở mức định giá PE từ 10 – 11 trên thị trường chứng khoán.
- Chính sách thúc đẩy đầu tư công vào cơ sở hạ tầng của chính phủ Việt Nam có thể giúp nhu cầu tiêu thụ thép được duy trì ở mức cao trong giai đoạn 3 đến 4 năm tới. Tỷ lệ giải ngân đầu tư công năm 2020 đạt hơn 90% dự toán từ mức thấp nhất 75% năm 2019 cho thấy những vướng mắc trong quá trình giải ngân đã được tháo bỏ. Chúng tôi nhận định tỷ lệ giải ngân đầu tư công giai đoạn 2021 – 2024 sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao từ 90% - 96%. Lượng vốn FDI liên tục đổ vào Việt Nam, nhu cầu xây dựng nhà xưởng cũng giúp nhu cầu thép ở Việt Nam tăng cao. Những công ty thép xây dựng lớn của Việt Nam sẽ được hưởng lợi nhờ có giá bán thấp do lợi thế quy mô lớn.
- Dòng cổ phiếu thép có khả năng sẽ tạo đỉnh trong năm 2021, dao động đi ngang trước khi bước vào nhịp giảm. Thời gian để tạo đáy mới sau khi giảm sẽ phải mất từ 1 đến 1 năm rưỡi dựa trên quan sát biến động giá từ quá khứ.



Định giá ngành thép các nước theo chỉ số PE và EV / EBITDA



Sản lượng thép toàn cầu tăng trưởng từng qua từng thập kỷ



Thay đổi tiêu thụ sắt thép bình quân đầu người tại các quốc gia

- Nhu cầu thép hồi phục vào quý 2 không chỉ ở Việt Nam mà là bối cảnh chung trên nhiều nước. Chẳng hạn tại Ấn Độ, nhu cầu thép phục hồi từ tháng 5/2020, công suất các nhà máy ở đây đều vận hành đạt mức trước dịch, dù là trong tình hình bị phong tỏa do dịch bệnh. Mặc dù các quốc gia đều cần giải quyết tình trạng thâm hụt tài chính dài hạn, hiện tại chắc chắn còn tồi tệ hơn so với trước đại dịch. Nhưng rõ ràng là hiện nay tất cả đang phải đối mặt với một vấn đề khác nghiêm trọng hơn là thâm hụt ngân sách, đó là dịch bệnh Covid 19. Các quốc gia chắc chắn sẽ tung ra các biện pháp cứu trợ và kích thích kinh tế, chẳng hạn như cắt giảm thuế hoặc tăng chi tiêu nhằm giúp đối phó với virus và chống suy thoái ngay cả khi nó làm tăng thâm hụt ngân sách. Tăng chi tiêu ngân sách bằng đầu tư công vào hạ tầng giao thông, phương tiện vận tải, cung cấp điện, nước là những lĩnh vực mang lại nhiều lợi ích cho nền kinh tế, điều này lý giải tại sao ngành thép vẫn kỳ vọng vào nhu cầu cao trong các quý tới.
- Dù nhu cầu thép có bão hòa tại từng quốc gia theo mô hình chữ U ngược (U-shape), theo tốc độ tăng trưởng GDP, tuy nhiên xét trên quy mô toàn cầu, thì nhu cầu thép luôn tăng trưởng, chưa bao giờ ngừng nghỉ. Các động lực ở đằng sau thúc đẩy nhu cầu sắt thép chính là: Nhu cầu xây dựng nhà cửa, hạ tầng phục vụ quá trình đô thị hóa trên toàn cầu, nhu cầu cơ sở hạ tầng cho phát triển kinh tế, nhu cầu đầu tư vào tài sản (fixed assets) và ngành chế tạo như ô tô, máy móc thiết bị, năng lượng...
- Xu hướng phát triển của sản phẩm sắt thép nói chung: Khái niệm clean steel, thị trường ngày càng đòi hỏi thép ít tạp chất hơn nhưng đặc biệt thách thức với chi phí sản xuất thấp hơn. Thị trường đòi hỏi các mác thép thông dụng sẽ phải cải thiện cơ tính nhằm thay thế dần các mác thép chuyên dụng, đây là thách thức nhưng cũng là cơ hội cho các nhà sản xuất đổi mới công nghệ, nghiên cứu phát triển. Khái niệm này cũng được hiểu cho nhu cầu sản xuất sạch đối với ngành thép, được xem là một ngành đứng đầu về khí thải CO2 và đứng thứ hai về tiêu thụ năng lượng!

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ**



Giá đóng cửa (4/3/2021):	45.900
Giá dự báo cao nhất 2021:	52.000

Doanh thu (21F):	115.000 tỷ
Tăng trưởng DT (21F):	28%
Lãi ròng (21F):	18.500 tỷ
Tăng trưởng lãi ròng:	37.5%
P/E (21F):	9.5 - 10

Vốn hóa:	155.061 tỷ
Lượng CP lưu hành:	3.31 tỷ
KLGD BQ 52W:	15.5 Tr
Beta:	1.11
Giá thấp nhất 52W:	13.300
Giá cao nhất 52W:	47.000

Dự án thép Dung Quất giai đoạn 2 và Dung Quất mở rộng tạo nên triển vọng tươi sáng

- Doanh nghiệp thép đầu ngành Việt Nam hiện nay với dự án thép Dung Quất với công suất 5 triệu tấn thép HRC/ năm. HPG sẽ bắt đầu đầu tư giai đoạn 2 của dự án này vào năm 2022.
- Sản lượng sản xuất thép HRC dự kiến ở mức 3 triệu tấn năm 2021 do dự án Dung Quất giai đoạn 1 đi vào hoạt động cả năm.
- Thuế chống bán phá giá thép cán nguội Trung Quốc có hiệu lực từ tháng 1/2021 sẽ hỗ trợ thêm
- Dự án sản xuất làm Công ten nơ mới dự kiến được triển khai từ năm 2022 sẽ giải quyết nhu cầu cho 1 triệu tấn thép, tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm có giá trị cao của HPG
- Thị phần tiêu thụ thép xây dựng ở miền nam tiếp tục tăng do mở rộng thị phần, dự kiến sẽ đạt 40% vào năm 2021.

Dự kiến thoái vốn ở Công ty nội thất Hòa Phát sẽ đem về một nguồn lợi nhuận tài chính bất thường

Dự kiến vùng giá đỉnh năm 2021 sẽ ở vùng 52.000 – 54.000 đồng/ cp

- Chúng tôi cho rằng tiềm năng tương lai trong năm 2021 và 2022 của HPG đã được phản ánh vào đà tăng giá, HPG dự kiến sẽ đạt đỉnh ở vùng 52.000 – 55.000 và tích lũy tại đây. PE hiện tại của HPG đã lên đến hơn 11, cần có giai đoạn tích lũy và chờ kết quả kinh doanh để EPS được tăng lên, giảm định giá PE xuống.
- Các quỹ đầu tư nước ngoài đang chốt lời mạnh HPG sau một khoảng thời gian dài nắm giữ.
- Các nhà đầu tư cá nhân trong nước cũng đã có một năm thắng lớn với cổ phiếu HPG
- Việc hệ thống giao dịch chung sàn HOSE liên tục tắc lệnh, nghẽn mạng khi thanh khoản tăng cao sẽ là một cản trở cho đà tăng giá khi HPG là một trong những mã VN30 có giao dịch sôi động nhất. Việc khi hệ thống giao dịch mới được nâng cấp hoàn chỉnh sẽ là một yếu tố kéo dòng tiền quay lại các mã cp có vốn hóa lớn đối với các nhà đầu tư nước ngoài cần giải ngân mới.

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ**



Giá đóng cửa (4/3/2021): 27.700
Giá dự báo cao nhất 2021: 32.000

Doanh thu (21F): 33.000 tỷ
Tăng trưởng DT (21F): 19%
Lãi ròng (21F): 1500 tỷ
Tăng trưởng lãi ròng: 30%
P/E (21F): 8 - 9

Vốn hóa: 9,798 tỷ
Lượng CP lưu hành: 444.65 triệu
KLGĐ BQ 52W: 9,3 Tr
Beta: 0.75
Giá thấp nhất 52W: 4.300
Giá cao nhất 52W: 28.100

Khả năng sẽ không còn hưởng lợi từ đầu cơ giá nguyên liệu nữa trong năm 2022

- HSG có một năm 2020 thắng lớn nhờ đầu cơ giá nguyên liệu HRC, nếu giá thép HRC đạt đỉnh năm nay, nguồn lợi nhuận này sẽ giảm dần, biên lợi nhuận gộp sẽ giảm.
- Dự án Hoa Sen Home đã chính thức hoạt động với cửa hàng đầu tiên được khai trương ở Cần Thơ ngày 20/2/2021. Dự kiến năm 2021, HSG nâng cấp và mở mới tổng cộng 150 cửa hàng Hoa Sen Home kinh doanh vật liệu xây dựng và nội thất. Dự án này dự kiến đem về 150 tỷ lợi nhuận trong năm nay, đây sẽ là một nguồn thu ổn định cho HSG trong tương lai bên cạnh hoạt động đầu cơ nguyên liệu có nhiều biến động.
- Việc thực hiện tái cấu trúc tài chính của HSG đến nay đã được coi là thành công, giúp định giá của HSG được nâng lên. Hiệu quả của việc này đã được phản ánh vào giá HSG năm 2020.

Dự kiến vùng giá đỉnh của HSG năm 2021 là 31.000 – 32.000/ cp

- Theo kế hoạch của HSG, lợi nhuận dự kiến năm 2021 sẽ là 1500 tỷ tương ứng với EPS khoảng 3.300 đồng, HSG hiện đang được định giá ở mức PE là 10.8, cao hơn mức trung bình của các năm. Việc năm 2021 có thể không còn hưởng lợi nhờ đầu cơ giá nguyên liệu sẽ khiến mức định giá của HSG tụt trở về mức thấp hơn.
- Việc HSG lọt vào rổ cổ phiếu của các quỹ ETF do đạt đủ tiêu chí về vốn hóa và thanh khoản trong kỳ review tháng 3 có thể là yếu tố giúp đà tăng giá của HSG tiếp tục.

Tuyên Bó Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, AAS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. AAS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ AAS, là khách hàng của AAS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. AAS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. AAS, các tổ chức liên quan của AAS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của AAS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi AAS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó. Ngoài các thông tin liên quan đến AAS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà AAS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên AAS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và AAS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, AAS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, AAS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của AAS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. AAS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai. Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của AAS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của AAS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho AAS từ sự vi phạm đó. Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm. AAS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư. Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, AAS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.