

Tăng tỷ trọng (Cập nhật)

Báo cáo ngành
16 tháng 7, 2020

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Ngành tôn mạ]

Thien Nguyen Dang
+84 3910 2222 (Ext: 148)
thien.nd@miraeasset.com.vn

Báo cáo ngành tôn mạ

Qua cơn bão cực – Giá HRC ổn định thúc đẩy phục hồi lợi nhuận

Cơ hội

Chúng tôi đánh giá mảng tôn mạ ngành thép đã qua giai đoạn khó khăn nhất nhờ việc giá HRC giảm mạnh từ US\$645/mt (+29% YoY) trong 1H18 về mức US\$510-520/mt vào 1H20, tác động tích cực giúp các công ty tôn mạ hồi phục về lợi nhuận. Ngoài ra, việc Trung Quốc đang kích cầu đầu tư công cũng như chính sách thuế chống bán phá giá các dòng sản phẩm tôn mạ có nguồn gốc Trung Quốc, Hồngkong và Hàn Quốc góp phần làm tổng sản lượng nhập khẩu thép 5M20 giảm về 5.5 triệu tấn (-9.9% YoY), qua đó giảm bớt áp lực cạnh tranh cho các sản phẩm tôn mạ nội địa. Trong ngành tôn mạ, Hoa Sen và Nam Kim là hai công ty chúng tôi khuyến nghị với triển vọng lợi nhuận sau thuế hồi phục mạnh bất chấp doanh thu thị trường xuất khẩu suy giảm do tác động của dịch

Lượng điểm đầu tư

Dự phóng giá HRC ổn định ở mức từ USD450-560/mt giai đoạn 2H20-FY21. Giá quặng sắt tăng từ tháng 04/2020 khi mỏ Itabira của Vale SA tạm dừng sản xuất do công nhân bị lây nhiễm Covid-19. Với sản lượng khai thác hàng năm 32.4 triệu tấn/năm của mỏ Itabira (9% tổng sản lượng dự kiến khai thác của Vale FY20), chúng tôi dự phóng ảnh Vale chỉ bị ảnh hưởng tối đa tới 5% tổng sản lượng. Trong bối cảnh dự phóng sản lượng thép tiêu thụ trên toàn cầu năm FY20 giảm về 1,654 triệu tấn (-6.3% YoY), nhưng cung quặng sắt gần như không đổi khi các tập đoàn của Australia như Rio Tinto, BHP hay Fortescue Metals Group có thể tăng sản lượng khai thác nhằm gia tăng thị phần, chúng tôi cho rằng giá HRC sẽ tiếp tục ổn định ở mức dưới US\$550/mt giai đoạn 2H20-FY21.

Lượng lớn hàng tồn kho giá rẻ ở 1H20 hỗ trợ cho lợi nhuận trong 2H20. : Dựa trên dữ liệu quá khứ giai đoạn FY14-FY20, chúng tôi nhận thấy giá vốn hàng tồn kho ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận sau thuế doanh nghiệp sau 3-6 tháng. Với lượng tồn kho giá thấp ở 1Q20, chúng tôi nhận thấy các công ty tôn mạ lớn như HSG hay NKG đều tăng tỷ lệ dự trữ hàng tồn kho/tổng tài sản, lần lượt đạt mức 29% (sv. 26% trong 4Q19) và 35% (sv. 30% trong 4Q19). Chúng tôi cho rằng với dự phóng nếu giá HRC FY20 duy trì ở mức US\$530/mt, các công ty tôn mạ sẽ tăng thêm 0.5%-1% biên LNG nhờ đầu cơ lượng lớn hàng tồn kho giá rẻ trong 1Q20.

Định giá

Ngành thép Việt Nam định giá ở mức PE và EBITDA lần lượt là 8.1x và 5.4x, thấp hơn trung bình của ngành thép toàn cầu (PE 11.7x; EV/EBITDA 6.1x). Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá thấp cho một thị trường thép còn nhiều dư địa phát triển. Với mức độ đô thị hóa chỉ đạt 35% của Việt Nam, chúng tôi đánh giá nhu cầu thép còn nhiều dư địa phát triển và khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** cho ngành thép – tôn mạ.

Khuyến nghị

- Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HSG với định giá VND16,700/cp (Upside: +45.2% YoY) với PE FY20 7.4x dựa trên các luận điểm (i) Thị phần tôn mạ lớn nhất Việt Nam (ii) Phát hành cho cổ đông chiến lược với giá không thấp hơn giá trị sổ sách (iii) Biên LNG cải thiện nhờ thay đổi phương thức vận hành và bán hàng.
- Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu NKG với định giá VND9,700/cp (Upside: +34.7% YoY) với PE FY20 8.4x dựa trên các luận điểm (i) Thoái vốn các dự án không cần thiết trong bối cảnh thị trường nội địa dư cung (ii) Giảm nợ vay, cải thiện hệ số thanh toán và trả nợ (iii) Biên LNG cải thiện sau tái cấu trúc doanh nghiệp (iv) Chuyển nhượng 32.6ha đất KCN Mỹ Xuân B.

Rủi ro

Các công ty tôn mạ thường có yếu tố đầu cơ giá HRC, nếu giá HRC tăng mạnh sẽ khiến giá bán của các công ty tôn mạ và ông thép khó có thể điều chỉnh tương ứng dẫn đến biên LNG suy giảm. Ngoài ra, ngành tôn mạ đối mặt tình trạng dư cung và phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu. Trong trường hợp dịch bệnh kéo dài qua FY21 chúng tôi thị trường xuất khẩu sẽ tiếp tục ảnh hưởng mạnh đến sản lượng của các công ty tôn mạ.

Triển vọng đầu tư 2H20 và FY21

Chúng tôi dự phóng quý 2Q20 và cả năm FY20 các công ty tôn mạ sẽ tiếp tục có kết quả kinh doanh thuận lợi, nhờ diễn biến ổn định của giá HRC ở mức US\$496/mt (-2.2% QoQ). Trong quý 1Q20, giá HRC giao dịch ở mức US\$507/mt (-4.4% QoQ), cộng với yếu tố các công ty tôn mạ đồng loạt triển khai tái cấu trúc đã giúp biên lợi nhuận gộp (LNG) cải thiện mạnh mẽ. Trong đó, biên LNG trong 1Q20 của HSG đạt 18.6% (sv. 14.6% của 1Q19), NKG đạt 8.6% (sv. 0% của 1Q19).

Chúng tôi đánh giá việc Brazil và Úc không suy giảm nguồn cung quặng sắt cộng với giá than ổn định sẽ giúp giá HRC duy trì ổn định ở dưới US\$530/mt. Đồng thời, thị trường thép Việt Nam hiện đang giao dịch ở mức P/E và EV/EBITDA năm FY20 lần lượt là 8.1x và 5.4x, chúng tôi cho rằng lợi nhuận tăng trưởng trong năm FY20 sẽ giúp cho định giá ngành thép Việt Nam sẽ rẻ hơn so với thị trường thép toàn cầu, hiện đang giao dịch ở mức P/E 11.7x và EV/EBITDA 6.1x. Chúng tôi khuyến nghị **Tăng tỷ trọng** với ngành thép – tôn mạ. Với ngành tôn mạ, chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu HSG với giá mục tiêu VND16,700/cp (Upside: +45.2% YoY) và NKG với giá mục tiêu VND9,700/cp (Upside: +34.7% YoY).

1. Dự phóng giá HRC bước vào chu kỳ ổn định giai đoạn 2H19-FY21, tạo động lực hồi phục lợi nhuận cho các công ty ngành thép và tôn mạ

Ở thị trường Việt Nam, chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ có yếu tố đầu cơ lớn do giá trị gia tăng sản phẩm không cao. Từ FY21, khi nguồn cung HRC trong nước ước tính đạt 9.5 triệu tấn khi lò cao 3 và 4 của HPG đi vào hoạt động (tổng công suất 2 triệu tấn HRC), chúng tôi cho rằng ngành tôn mạ Việt Nam sẽ không phụ thuộc vào việc mua nguyên liệu HRC từ nhập khẩu, qua đó gia tăng chuỗi giá trị ngành thép nội địa. Với đặc thù lợi nhuận của các doanh nghiệp mảng tôn mạ có sự đồng pha với giá của HRC với độ trễ 60 ngày. Dự trên dữ liệu giá HRC giai đoạn FY14-FY21, chúng tôi chia diễn biến lợi nhuận ngành tôn mạ theo 3 mốc:

Giai đoạn 1: từ 2Q14 – 1Q17, giá HRC giảm sâu do nguồn cung dồi dào từ Trung Quốc

Chúng tôi ước tính giá HRC trung bình 1Q15 là US\$424/mt, sau đó giảm mạnh về US\$322/mt trong 3Q15 và tạo đáy giai đoạn 2014-2020 vào 4Q15 với mức giá US\$298/mt. Đây là giai đoạn bùng nổ lượng xuất khẩu thép cuộn cán nóng của Trung Quốc, qua đó khiến giá HRC toàn cầu giảm sâu. Lợi nhuận của hai doanh nghiệp tôn mạ trên sàn là NKG và HSG có tăng đột biến từ 1Q16, cả ở biên lợi nhuận gộp lẫn lợi nhuận sau thuế. Trong đó, LNST 1Q16 của HSG đạt VND418bn (sv. VND168bn của 2Q15), biên lợi nhuận gộp (LNG) đạt 25% (sv. Biên LNG 15.6% của 2Q15). Với thép Nam Kim, LNST tăng đột biến từ 2Q16, đạt VND240bn (sv. VND24bn của 4Q15), biên lợi nhuận gộp (LNG) đạt 16.4% (sv. Biên LNG 6.2% của 4Q15).

Giai đoạn 2: từ 2Q17 – 2Q19, giá HRC tăng mạnh do Trung Quốc cắt giảm sản lượng HRC và sự cố vỡ đập của Vale

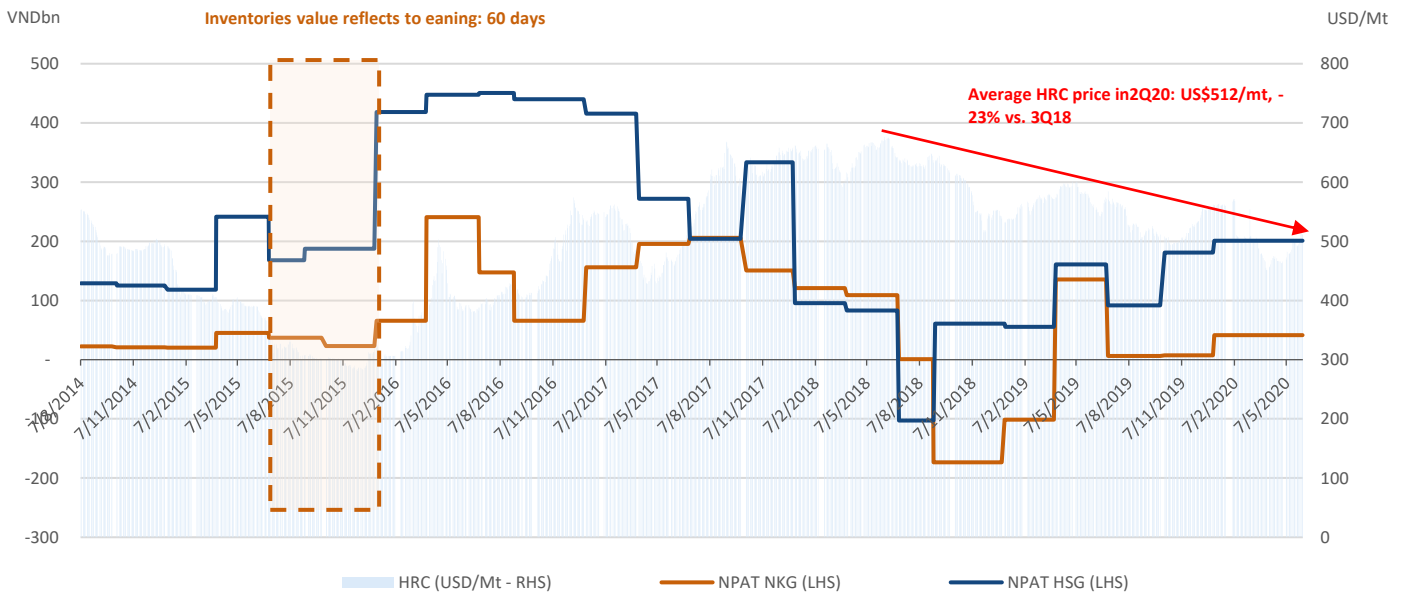
Từ năm 2017, Trung Quốc đề xuất cắt giảm 150 triệu tấn thép từ lò BOF nhằm giảm ô nhiễm và sự cố vỡ đập Vale năm tháng 1/2019 đã khiến giá HRC trung bình từ 3Q17 đến 3Q18 ở mức US\$620/mt (sv. US\$330/mt của 1Q16). Giá HRC tăng mạnh liên tục từ 1Q16-3Q18 đã khiến HSG lỗ ở 3Q18 VND-102bn, NKG lỗ ở 4Q18 VND-173bn.

Giai đoạn 3: từ 1Q19 – FY21, dự phóng giá HRC ổn định do cầu tôn mạ yếu do tác động của dịch Covid-19

Giá HRC dần hạ nhiệt khi nguồn cung quặng sắt từ Brazil và Úc phục hồi đã giúp giá HRC trung bình 1Q20 giảm về US\$518/mt (-22% sv. Giá trung bình HRC US\$620/mt 3Q18). Đồng thời, các công ty tôn mạ cũng đã cố gắng tái cấu trúc, giảm nợ vay, qua đó giúp cho lợi nhuận quay trở lại từ 3Q19. Trong đó, LNST của NKG và HSG trong 4Q19 lần lượt đạt VND6.2bn (sv. VND-101bn 2Q19) và VND181bn (+98% YoY).

Chúng tôi đánh giá tác động của dịch Covid-19 rất lớn, đặc biệt ở thị trường xuất khẩu trong tháng 4 và 5. Chúng tôi cho rằng với diễn biến dịch phức tạp hiện nay, các thị trường chưa thể hồi phục nhanh trong 3Q19. Do đó, chúng tôi đánh giá việc giá HRC khó có thể tăng mạnh trong giai đoạn 2H20-2021 khi các nguồn cung từ Brazil và Úc vẫn duy trì sản lượng.

Hình 1. Tương quan giá HRC (USD/mt) và LNST của NKG và HSG (VNDbn)



Nguồn: Finpro, Bloomberg, VSA, Mirae Asset Vietnam Research

2. Dự phóng giá quặng sắt khó duy trì ở mức trên US\$110/mt khi nguồn cung từ Brazil hồi phục nhưng nhu cầu thế giới dự báo suy giảm

a. Dự phóng nhu cầu thép – tôn mạ toàn cầu giảm 6.3% trong năm FY20 do tác động dịch Covid-19

Dựa theo dự phóng của Mirae Asset One Asia team, chúng tôi dự báo thị trường thép toàn cầu năm FY20 sẽ giảm mạnh về mức 1,654 triệu tấn (-6.3% YoY) và hồi phục nhẹ trong năm FY21, tương đương với sản lượng 1,715 triệu tấn (+3.7% YoY). Chúng tôi cho rằng bất chấp các nước đã có mức tiêu thụ thép lớn như NAFTA, EU và Trung Quốc đã mở cửa nền kinh tế trở lại một phần, nhưng làn sóng dịch lần 2 khiến chúng tôi quan ngại về việc hồi phục trong 2H20.

Trong đó, dự phóng tăng trưởng tiêu thụ thép thị trường Trung Quốc sẽ chậm lại bất chấp chính phủ Trung Quốc cố gắng tăng đầu tư công để thúc đẩy tăng trưởng GDP. Dự phóng của Mirae Asset châu Á cho sản lượng thép Trung Quốc năm FY20 và FY21 lần lượt đạt 917 triệu tấn (+1% YoY) và 918 triệu tấn (+0% YoY).

Đối với thị trường Việt Nam, chúng tôi dự phóng thị trường thép Việt Nam vẫn duy trì mức tăng trưởng 2.8% trong năm FY20, tương đương 25 triệu tấn nhờ làn sóng giải ngân đầu tư công và mở cửa kinh tế sớm từ tháng 04/2020. Về thị trường xuất khẩu, hiện nay sản lượng thị trường nước ngoài hiện đang chiếm khoảng 35%-40% (ước tính 1.3 triệu tấn FY20), nhưng hiện tại đang ảnh hưởng rất lớn bởi dịch bệnh. Chúng tôi cho rằng sản lượng ngành tôn mạ Việt Nam sẽ tăng trưởng âm năm FY20 trước khi hồi phục mạnh vào năm FY21 với điều kiện các nước mở cửa lại nền kinh tế.

Do đó, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng mảng tôn mạ Việt Nam năm FY20 và FY21 lần lượt là 3.3 triệu tấn (-9% YoY) và 3.89 triệu tấn (+14.6% YoY). Bất chấp dự phóng sản lượng tôn mạ năm FY20 giảm, chúng tôi cho rằng năm FY20 lợi nhuận mảng tôn mạ hồi phục nhờ giá HRC toàn cầu giảm, cũng như hạn chế đầu tư các dự án mới giúp các doanh nghiệp tôn mạ giảm lãi vay và nợ vay.

Bảng 1: Dự phóng nhu cầu thép toàn cầu giai đoạn 2019-2021f

(mn tonnes, %)	Steel demand			YoY%		
	2019	2020f	2021f	2019	2020f	2021f
EU(28)	158	133	147	-5.6%	-15.8%	10.5%
Other Europe	34	33	37	-10.0%	-2.9%	12.1%
CIS	59	53	57	5.6%	-10.2%	7.5%
NAFTA	135	108	115	-4.0%	-20.0%	6.5%
Central and South America	42	35	39	-3.6%	-16.7%	11.4%
Africa	36	33	35	0.4%	-8.3%	6.1%
Middle East	49	40	45	-2.3%	-18.4%	12.5%
Asia and Oceania	1,253	1,219	1,240	6.5%	-2.7%	1.7%
World	1,766	1,654	1,715	3.4%	-6.3%	3.7%
World ex-China	589	737	801	-1.5%	25.1%	8.7%
Developed markets	394	326	352	-3.8%	-17.3%	8.0%
China	908	917	918	8.5%	1.0%	0.0%
Developing markets ex-China	465	411	449	0.6%	-11.6%	9.2%
ASEAN (5)	78	76	79	0.8%	-2.6%	3.9%
Vietnam	24	25	27	9.0%	2.8%	8%
Galvanized steel	3.67	3.3	3.89	12.1%	-8.9%	14.6%
MENA	67	57	63	-2.2%	-14.9%	10.5%

Source: Mirae Asset Vietnam Research, Mirae Asset Securities One-Asia Team

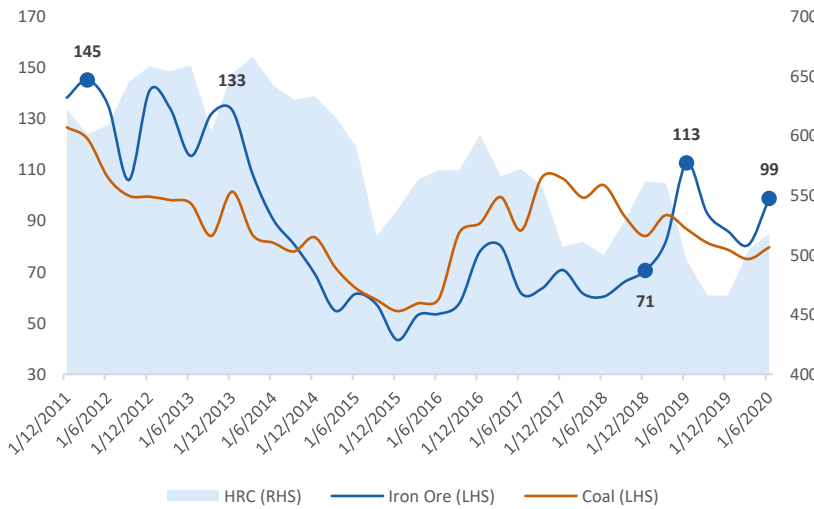
b. Giá quặng sắt khó duy trì mức trên US\$110/mt sau khi thị trường Brazil cung cấp trở lại

Thị trường quặng sắt chứng kiến sự tăng giá trong từ 04/2020 khi mỏ Itabira của Vale SA trong tháng 5/2020 đã bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi ước tính sản lượng quặng sắt của mỏ Itabira đạt 32.4 triệu tấn/năm, chiếm 9% tổng sản lượng dự kiến khai thác của Vale năm 2020. Dựa trên ước tính của Vale và dự phóng của chúng tôi, sản lượng mỏ Itabira năm 2020f đạt 17 triệu tấn, qua đó ảnh hưởng tối đa tới 5% sản lượng của Vale SA. Ngoài ra, thị phần xuất khẩu quặng sắt của Brazil vốn hiện chiếm 23%, thấp hơn đáng kể so với thị phần của Úc là 58%. Do đó quan điểm chúng tôi là nguồn cung quặng sắt vẫn được duy trì ổn định, chưa có dấu hiệu cảnh báo giá quặng sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 18 tháng tới.

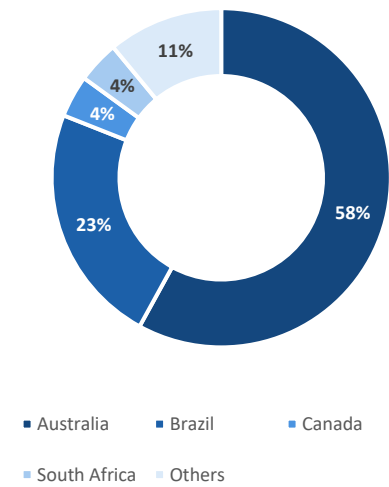
Trong bối cảnh dự phóng sản lượng thép tiêu thụ trên toàn cầu năm 2020f đạt 1,654 triệu tấn (-6.3% YoY), chúng tôi cho rằng với lượng cầu yếu nhưng cung gần như không đổi khi các nhà khai thác quặng chính của Australia như Rio Tinto, BHP hay Fortescue Metals Group hoàn toàn có thể tăng sản lượng khai thác nhằm gia tăng thị phần, đặc biệt trong bối cảnh Úc đã khống chế thành công dịch Covid-19.

Chúng tôi dự phóng trong giai đoạn 2H20-FY21, giá quặng sắt sẽ duy trì ở mức dưới US\$110/mt, qua đó đảm bảo cho mức giá HRC dự phóng ở mức dưới US\$550/mt. Với mức giá HRC ổn định, chúng tôi cho rằng đây là mức giá tiếp tục có lợi cho các doanh nghiệp tôn mạ, đặc biệt chưa có một yếu tố bất ngờ nào khiến giá HRC tăng mạnh như giai đoạn FY17-19, đã giúp củng cố lợi nhuận các doanh nghiệp tôn mạ như Nam Kim, Hoa Sen hoặc tôn Đông Á.

Hình 2a. Diễn biến giá quặng sắt 62%, than và HRC giai đoạn 1Q11-2Q20 (US\$/mt)



Hình 2b. Thị phần xuất khẩu quặng sắt năm 2019



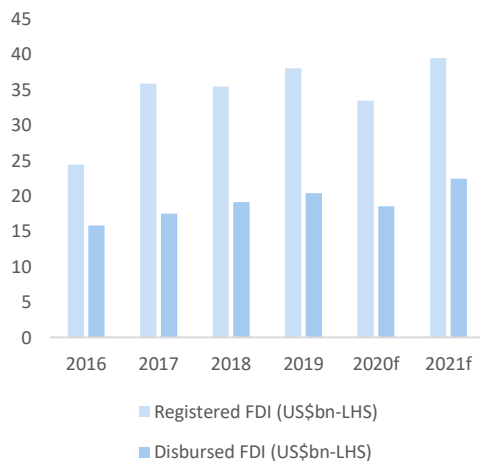
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

3. Động lực tăng trưởng mảng tôn mạ đến từ sự ổn định nhu cầu trong nước và dòng vốn FDI dịch chuyển

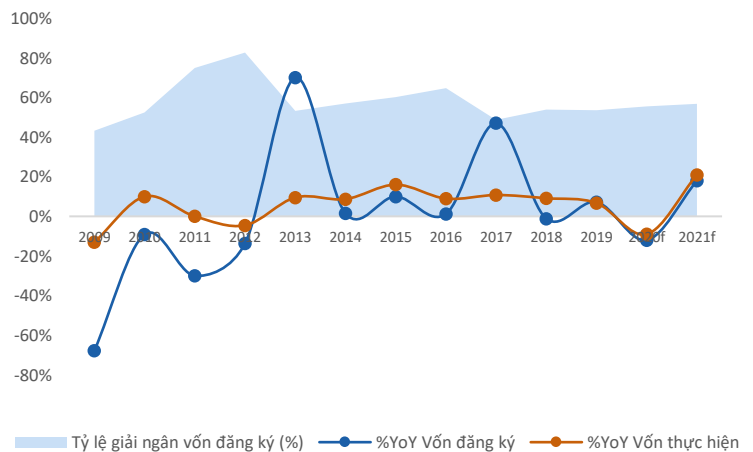
a. Vốn FDI đăng ký 2020f dự kiến đạt US\$33.4bn và hồi phục từ năm 2021f

Trong bối cảnh ảnh hưởng của dịch Covid-19, chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI và thị trường nội địa tiếp tục là động lực chính giúp nhu cầu tôn mạ không suy giảm trong năm FY20. Quan điểm Việt Nam chắc chắn sẽ là nước được lợi từ xu hướng dịch chuyển nhà máy ra khỏi Trung Quốc, nhưng việc các đường bay quốc tế chưa mở cửa trở cũng như cần thời gian để di dời chuỗi cung ứng sẽ khiến xu hướng này diễn ra trong một giai đoạn từ 5-10 năm. Do đó, chúng tôi dự phóng vốn FDI đăng ký và FDI giải ngân năm FY20 sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực, đạt US\$33bn (-14.2% YoY) và US\$18.5bn (-9.3% YoY). Chúng tôi nhận thấy có sự cải thiện nhẹ tỷ lệ giải ngân vốn FDI trong năm FY19, đạt 54%/tổng vốn FDI đăng ký (sv. 49% năm FY17). Trường hợp nếu các đường bay quốc tế được mở lại trong năm FY21, dự phóng vốn FDI sẽ được đầu tư vào Việt Nam tăng trưởng trở lại, đạt mức US\$39.4bn (+18% YoY). Chúng tôi tin rằng việc vốn FDI duy trì ổn định sẽ giúp nhu cầu mảng tôn mạ nội địa ổn định, trong bối cảnh nhu cầu tôn mạ cho nhà xưởng KCN chiếm hơn 40% thị trường nội địa mảng tôn mạ.

Hình 3a. Vốn FDI qua các năm (Tỷ USD)



Hình 3b. Tỷ lệ giải ngân vốn FDI và tốc độ tăng trưởng vốn FDI các năm

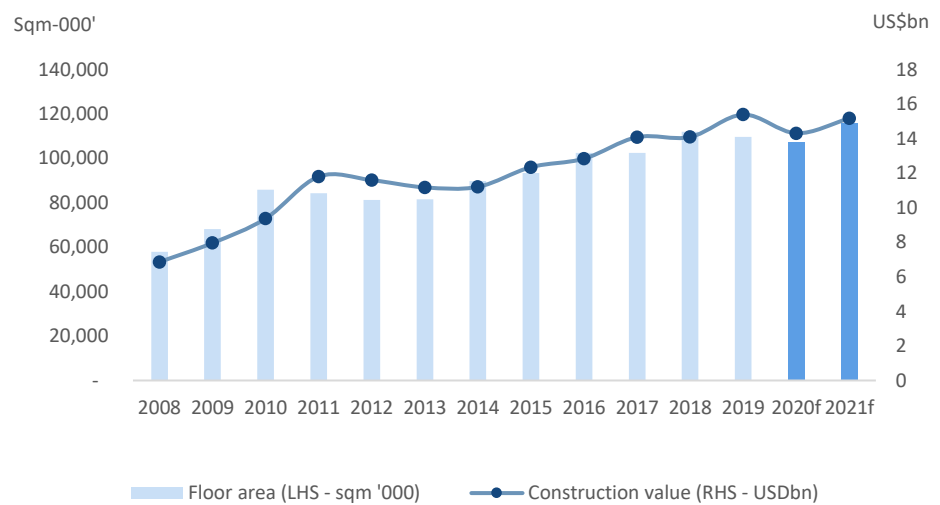


Nguồn: Tổng cục thống kê, VNExpress, Mirae Asset Vietnam Research estimate

b. Dự phóng nhu cầu xây dựng 2020 tiếp tục chứng lại nhưng chưa có dấu hiệu suy thoái

Từ giữa năm FY18, thị trường bất động sản hoàn toàn chững lại do sự siết chặt về quy định xây dựng, đặc biệt trong thị trường phía Nam khi các dự án chung cư hiện đang triển khai rất chậm. Trái ngược với thị trường phía Nam, thị trường phía Bắc vẫn có nhu cầu xây dựng vẫn rất lớn, đặc biệt mảng xây dựng dân dụng và công nghiệp nhờ nguồn vốn đầu tư FDI và các dự án chung cư, nhà ở từ thị trường phía Bắc. Dựa trên số liệu của tổng cục thống kê (GSO), chúng tôi ước tính tổng diện tích sàn năm FY19 đạt 109 triệu m² (-2.6% YoY). Trong năm FY20, thị trường có sự chững lại trong giai đoạn cách ly vào tháng 3 và 4/2020. Do đó chúng tôi dự phóng tổng diện tích sàn năm FY20 đạt 107 triệu m² (-2% YoY) và tăng trưởng trở lại vào năm FY21, với dự phóng tổng diện tích sàn ngành xây dựng đạt 116.1 triệu m², tương đương với giá trị ngành xây dựng ước đạt US\$15.2bn (+6.2% YoY).

Hình 4. Dự phóng diện tích sàn xây dựng và giá trị xây dựng qua các năm (triệu m² – US\$bn)



Nguồn: Tổng cục thống kê, Mirae Asset Vietnam Research estimate

c. Áp lực cạnh tranh với Tôn mạ giá rẻ của Trung Quốc giảm bớt rõ rệt nhờ hàng rào thuế quan và cắt giảm sản lượng của chính Trung Quốc

Trong 2H19 và 1H20, chúng tôi nhận thấy việc tôn mạ Việt Nam có xu hướng tự chủ sản xuất nhiều hơn, đồng thời hạn chế sử dụng tôn nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi đánh giá đây là tín hiệu lạc quan khi hàng rào thuế quan đã có tác dụng. Hiện tại, Việt Nam còn ba quyết định của Bộ Công Thương, bao gồm nghị định 3162/QĐ-BCT, 3198/QĐ-BCT và 1105/QĐ-BCT về việc áp thuế chống bán phá giá với dòng sản phẩm tôn mạ. Bất chấp việc dựa quá nhiều vào hàng rào thuế quan chúng tôi đánh giá dễ gây ra tác động hai chiều khi các nước sẽ áp ngược mức thuế chống bán phá giá lên sản phẩm của Việt Nam. Nhìn chung, chúng tôi vẫn đánh giá tích cực về các hiệp định đã giúp bảo vệ nhu cầu tôn mạ nội địa, trong bối cảnh các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam vẫn có thể xuất khẩu sang các thị trường có mức thuế áp thấp hơn như Malaysia, Indonesia etc.

Bảng 2. Thuế chống bán phá còn hiệu lực cho mảng tôn mạ ở Việt Nam

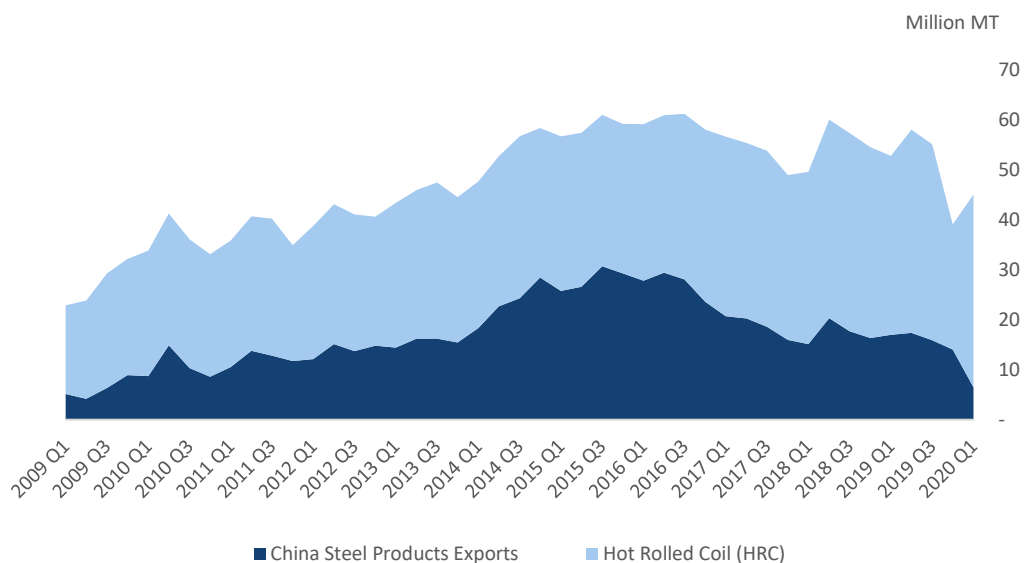
Nghị định	Ngày ban hành	Loại sản phẩm	Quốc gia	Thời hạn	Mức thuế	Ghi chú
3162/QĐ-BCT	21-10-19	Thép không gỉ cán nguội	Trung Quốc	5 năm	17.94% - 31.85%	Gia hạn từ 10/2014
			Indonesia		10.91% - 25.06%	
			Đài Loan		37.29%	
			Malaysia		11.09% - 22.69%	
3198/QĐ-BCT	25-10-19	Thép bán phủ màu (Tôn màu)	Trung Quốc	5 năm	2.53% - 34.27%	Mức thuế hoặc miễn thuế tùy thuộc vào từng loại sản phẩm
			Hàn Quốc		4.71% - 19.25%	
1105/QĐ-BCT	14-04-17	Thép không gỉ cán nguội	Trung Quốc	5 năm	3.17%-38.34%	Mức thuế hoặc miễn thuế tùy thuộc vào từng loại sản phẩm
			Hongkong			
			Hàn Quốc			

Nguồn: Bộ Công Thương, Thư viện pháp luật, Mirae Asset Vietnam Research

Theo báo cáo của tổng cục thống kê, sản lượng thép nhập khẩu của Việt Nam 5M20 sụt giảm về mức 5.5 triệu tấn (-9.9% YoY), ở mức thấp nhất giai đoạn từ 2016-2020. Chúng tôi đánh giá có hai yếu tố giúp giảm sản lượng nhập khẩu.

1. Mỹ đánh thuế 25% các dòng thép từ Trung Quốc. Bộ Công Thương đã siết chặt nguồn gốc các loại thép tạm nhập tái xuất từ Trung Quốc nhằm hạn chế việc thép Việt Nam cũng bị đánh thuế tương tự.
2. Thuế tự vệ của bộ Tài Chính lên các dòng sản phẩm tôn mạ từ Trung Quốc, Hongkong.

Nhìn lại cả quá trình từ 2H16 đến 2Q20, chúng tôi nhận thấy việc xu hướng Trung Quốc rõ ràng đang giảm mạnh sản lượng xuất khẩu, từ 29.44 triệu tấn trong 2Q16 xuống 6.48 triệu tấn trong 1Q20. Đặc biệt từ năm FY17, Trung Quốc đã chủ trương hạn chế xuất khẩu tài nguyên và cắt giảm lò BOF, do đó sản lượng thép xuất khẩu từ Trung Quốc có sự sụt giảm mạnh. Trong 1Q20, sản lượng thép Trung Quốc xuất khẩu chỉ còn 6.48 triệu tấn (-62% YoY) và chúng tôi cho rằng nguyên nhân sự suy giảm do tác động của dịch, hàng rào thuế quan các nước và mức thuế Mỹ áp lên sản phẩm thép từ Trung Quốc. Tuy nhiên, tại thời điểm hiện tại khi cung thép nhiều hơn nhu cầu, chúng tôi cho rằng đây lại là điểm tích cực áp lực cạnh tranh với ngành tôn mạ cũng đồng thời giảm xuống, tạo điều kiện cho kết quả kinh doanh hồi phục.

Hình 5. Xuất khẩu các sản phẩm thép so với sản lượng HRC nội địa của Trung Quốc (Triệu tấn)

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Bảng 3. Kim ngạch xuất – nhập khẩu thép 5 tháng đầu năm giai đoạn 2016 - 2020						
	5M2016	5M2017	5M2018	5M2019	5M2020	
Import	Volumn ('000mt)	8,012	6,826	5,681	6,116	5,509
	<i>%YoY volume</i>		-14.8%	-16.8%	7.7%	-9.9%
	Value (US\$m)	4,475	3,974	4,060	4,104	3,361
	<i>%YoY value</i>		-11.2%	2.2%	1.1%	-18.1%
	Price (US\$/mt)	558.5	582.1	714.7	671.0	610.1
	<i>%YoY price</i>		4.2%	22.8%	-6.1%	-9.1%
Export	Volumn ('000mt)	1,272	1,667	2,360	3,253	2,930
	<i>%YoY volume</i>		31.1%	41.6%	37.8%	-9.9%
	Value (US\$m)	688	1,114	1,760	2,308	1,890
	<i>%YoY value</i>		61.9%	58.0%	31.1%	-18.1%
	Price (US\$/mt)	541.13	668.27	745.76	709.40	645.05
	<i>%YoY price</i>		23.5%	11.6%	-4.9%	-9.1%
	Surplus value (US\$m)	(3,786)	(2,859)	(2,300)	(1,796)	(1,471)
	<i>%YoY giá trị</i>		-24.5%	-19.6%	-21.9%	-18.1%

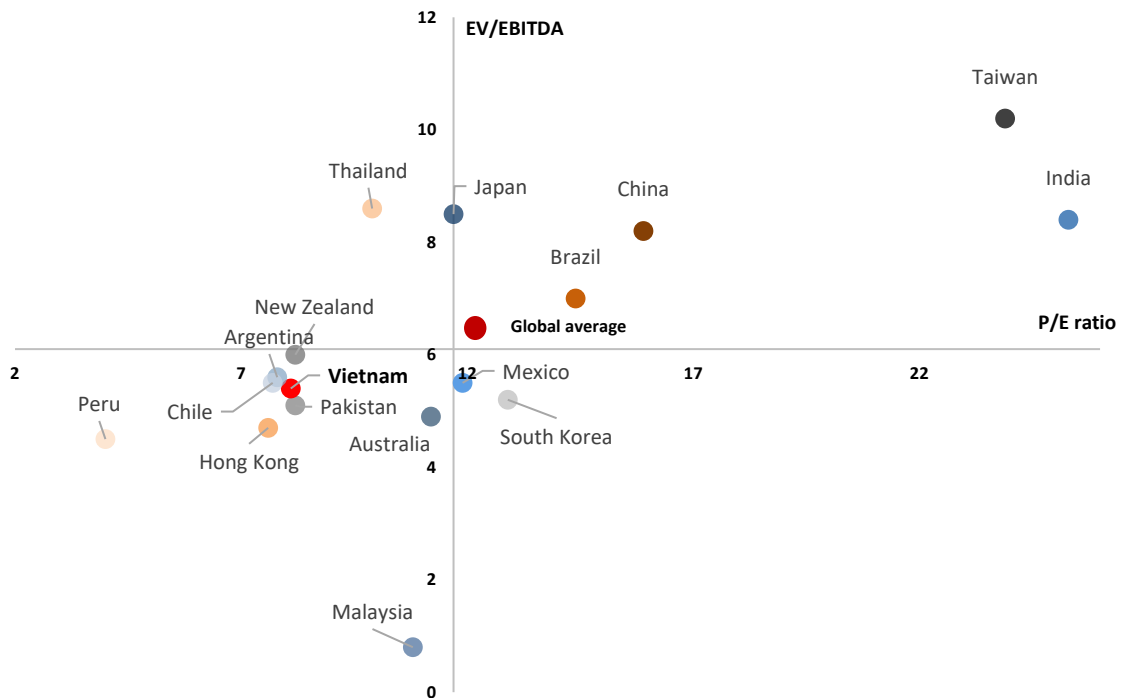
Nguồn: Tổng cục thống kê, Mirae Asset Vietnam research

Định giá

Ngành thép – tôn mạ đang giao dịch ở mức thấp hơn trung bình toàn cầu – cơ hội mua có chọn lọc khi kết quả kinh doanh cả ngành kỳ vọng hồi phục

Hiện nay ước tính của chúng tôi vào cuối tháng 6/2020, ngành thép Việt Nam định giá ở mức PE và EBITDA lần lượt là 8.1x và 5.4x, thấp hơn trung bình của ngành thép toàn cầu (PE 11.7x; EV/EBITDA 6.1x). Với mức độ đô thị hóa chỉ đạt 35% của Việt Nam, chúng tôi đánh giá nhu cầu thép còn nhiều dư địa phát triển. Đặc biệt, các công ty tôn mạ và thép xây dựng như HPG, NKG, HSG chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế sẽ hồi phục và tăng trưởng mạnh trong năm FY20 và FY21. Do đó chúng tôi cho rằng ngành thép Việt Nam hiện đang được định giá thấp hơn tiềm năng hiện tại và là cơ hội tốt để đầu tư.

Hình 6. Định giá ngành thép các nước (EV/EBITDA; PE)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Tuy nhiên, các công ty thép – tôn mạ Việt Nam vẫn chưa thể hoàn toàn khép kín chuỗi giá trị. Đặc biệt các công ty tôn mạ vẫn phụ thuộc lớn vào thị trường xuất khẩu. Trong bối cảnh ảnh hưởng của dịch khiến nhu cầu thế giới tiếp tục suy giảm (Bảng 3, trang 4), chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính của ngành thép Việt Nam đến từ sự tái cấu trúc doanh nghiệp, giảm nợ vay và hạn chế đầu tư các dự án mới.

Qua đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** ngành thép trong năm FY20 dựa trên các luận điểm (i) Dự phóng lợi nhuận của các công ty lớn trong ngành thép như Hòa Phát, Hoa Sen (MUA/TP: VND 16,700/cp; Upside: +42.7% YoY) hay Nam Kim (MUA/TP: VND 10,900/cp; Upside: +48.7% YoY), (ii) Cải thiện về thanh khoản cũng như áp lực nợ vay

Bảng 4. Định giá của các công ty thép toàn cầu

Ticker	Company name	Country	P/E	EV/EBITDA	P/B	Dividend yield
005490 KS Equity	POSCO	Korae	9.6x	4.6x	0.3x	5.0%
5423 JP Equity	TOKYO STEEL MFG CO LTD	Japan	9.4x	2.9x	0.6x	2.4%
5440 JP Equity	KYOEI STEEL LTD	Japan	9.4x	4.7x	0.4x	5.7%
EVR LN Equity	EVRAZ PLC	Russia/UK	8.9x	4.7x	3.2x	0.0%
600782 CH Equity	XINYU IRON & STEEL CO LTD	China	4.7x	5.5x	0.6x	4.7%
600808 CH Equity	MAANSHAN IRON & STEEL	China	12.3x	7.6x	0.6x	6.3%
002318 CH Equity	ZHEJIANG JIULI HI-TECH	China	11.6x	8.2x	1.7x	4.2%
601225 CH Equity	SHAANXI COAL INDUSTRY CO	China	6.6x	3.7x	1.1x	5.1%
600507 CH Equity	FANGDA SPECIAL STEEL TECH	China	5.9x	3.0x	1.6x	0.0%
000778 CH Equity	XINXING DUCTILE IRON PIPES	China	8.6x	6.0x	0.6x	4.5%
002443 CH Equity	ZHEJIANG KINGLAND PIPELINE	China	8.3x	5.9x	1.3x	4.7%
002478 CH Equity	JIANGSU CHANGBAO STEELTUBE	China	7.1x	5.0x	1.1x	2.6%
601225 CH Equity	SHAANXI COAL INDUSTRY CO L	China	6.6x	3.7x	1.1x	5.1%
600507 CH Equity	FANGDA SPECIAL STEEL TECH	China	5.9x	3.0x	1.6x	0.0%
FMG AU Equity	FORTESCUE METALS GROUP LTD	Australia	9.9x	5.4x	2.5x	6.69%
8031 JP Equity	mitsui & CO LTD	Japan	9.8x	14.8x	0.7x	4.73%
Average			8.4x	5.5x	1.2x	3.9%
HPG VN Equity	HOA PHAT GROUP JSC	Vietnam	7.7x	5.5x	1.5x	1.8%
SMC VN Equity	SMC INVESTMENT TRADING JSC	Vietnam	N/A	N/A	0.5x	9.3%
HSG VN Equity	HOA SEN GROUP	Vietnam	8.6x	5.x	0.9x	0%
NKG VN Equity	NAM KIM STEEL JSC	Vietnam	7.9x	5.6x	0.4x	0%
DTL VN Equity	DAI THIEN LOC CORP	Vietnam	N/A	N/A	0.7x	0%
TLH VN Equity	TIEN LEN STEEL CORP JSC	Vietnam	N/A	N/A	0.25x	14.7%
POM VN Equity	POMINA STEEL CORP	Vietnam	N/A	N/A	0.4x	0%

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Khuyến Nghị

CTCP tập đoàn Hoa Sen (HSG VN/Buy/TP: VND16,700) **Khẳng định vị trí dẫn đầu mảng tôn mạ**

- Với lợi thế có hệ thống hơn 536 đại lý và cửa hàng phân phối, HSG là công ty đầu tiên phục hồi sau giai đoạn giá HRC tạo đỉnh vào 2H18 (US\$667/mt). Lợi nhuận sau thuế của HSG hồi phục mạnh vào năm FY19, đạt VND461bn (+259% YoY).
- Từ 3Q19 đến 1Q20, giá trung bình HRC đã giảm mạnh US\$500/mt vào 04/2020. Tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản trong 1Q20 của HSG đã có dấu hiệu tăng trở lại mức 29% (sv. 26% trong 4Q19). Chúng tôi đánh giá với diễn biến có lợi của giá HRC, chắc chắn HSG sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản lên mức trên 33% vào 2Q20, qua đó chúng tôi dự phóng giúp biên LNG FY20 cải thiện lên mức 15.5% (biên LNG FY19 13.1%).
- Với khả năng phân phối toàn bộ thị trường trong nước, chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa của HSG năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND16,042bn (-2% YoY) và VND17,363bn (+8.2% YoY). Doanh thu mảng xuất khẩu chúng tôi đánh giá sẽ bị ảnh hưởng nặng trong năm FY20 khi các thị trường toàn cầu hiện tiếp tục duy trì giãn cách xã hội, nhưng sẽ phục hồi mạnh trong năm FY21 trong điều kiện hết dịch. Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu của HSG trong năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND8,638bn (-20% YoY) và VND11,575bn (+34% YoY).
- Trong 2H20, HSG dự kiến phát hành cho cổ đông chiến lược với tỷ lệ không được tiết lộ với mức giá không dưới giá trị sổ sách/cổ phiếu (Book Value per share - BVPS). Chúng tôi dự phóng BV FY20 và FY21 lần lượt đạt VND14,050/cp (+10.1% YoY) và VND15,466/cp (+10% YoY). Với mức PB trung bình toàn cầu hiện ở mức 1.2x (Bảng 4, trang 10), chúng tôi cho rằng giá hợp lý phát hành cho cổ đông chiến lược sẽ nằm ở mức PB FY20 1.2x, tương ứng VND16,860/cp.
- Tổng hợp định giá hai phương pháp So sánh và Định giá từng phần, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HSG với định giá VND16,700/cp (Upside: +45.2% YoY) với PE FY20 7.4x.

CTCP Thép Nam Kim (NKG VN/Mua/TP: VND9,700) **Chậm lại để tiến xa hơn**

- Trong năm FY19, NKG đã thoái hết vốn ở dự án NKG Corea và nhà máy Nam Kim 1, qua đó giúp NKG ghi nhận dòng tiền hơn VND850bn để trả nợ. Dòng tiền từ thoái vốn đã giúp NKG giảm mạnh nợ trong FY19, với tổng mức nợ ngắn và dài hạn còn lại VND3,092bn (-20.3% YoY).
- Năm FY20-21, NKG không có dự định xây dựng nhà máy mới, trừ nhà máy ống thép Chu Lai (tổng mức đầu tư VND150bn). Do đó chúng tôi dự phóng nợ vay của NKG tiếp tục giảm mạnh trong FY20 và FY21, lần lượt đạt VND2,295bn (-25.8% YoY) và VND1,641bn (-28.5% YoY).
- Doanh thu mảng xuất khẩu bị ảnh hưởng mạnh do tác động dịch bệnh, đặc biệt trong 2Q20. Dự phóng doanh thu năm FY20 đạt VND11,339bn (-7.2% YoY), và sẽ hồi phục từ năm FY21 với dự phóng doanh thu đạt VND13,752bn (+21.3% YoY).
- Bất chấp việc doanh thu không tăng trưởng trong năm FY20, chúng tôi cho rằng điểm sáng nhất trong hoạt động kinh doanh của NKG chính là việc cải thiện mạnh tính thanh khoản, thể hiện qua dự phóng hệ số trả nợ tăng mạnh từ 0.2x trong năm FY19 lên 2.3x trong năm FY20 và 3.3x trong năm FY21.
- Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của NKG năm FY20 và FY21 sẽ cải thiện mạnh, lần lượt đạt VND211bn (+345% YoY) và VND284bn (+34.9%).
- Chúng tôi giả định trong trường hợp NKG có thể chuyển nhượng toàn bộ 32.6ha KCN Mỹ Xuân B với giá bán trung bình US\$55/m²/35 năm. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế NKG ghi nhận đạt VND212bn (tương đương 100% LNST FY20). Do là lợi nhuận bất thường, chúng tôi ước tính giá trị tương ứng đóng góp cho cổ phiếu NKG tương ứng VND1,200/cp.
- Tổng hợp định giá hai phương pháp So sánh và Định giá từng phần, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu NKG với định giá VND10,900/cp (Upside: +48.7% YoY) với PE FY20 8.4x.

Tôn mạ

Báo cáo lần đầu
16 tháng 7, 2020

(Báo cáo lần đầu)

MUA

Giá mục tiêu (12M, VND) **16,700**

Giá cổ phiếu (16/07/20, VND) **11,500**

Lợi nhuận kỳ vọng **45.2%**

LNST (20F, VNDbn)	920
Consensus NP (20F, VNDbn)	1,015
EPS Growth (20F, %)	88
Market EPS Growth (20F, %)	3.0
P/E (20F, x)	7.4
Market P/E (20F, x)	13.8
VN INDEX	861
Market Cap (VNDbn)	5,288
Shares Outstanding (mn)	444
Free Float (%)	65.3
Foreign Ownership (%)	12.1
Beta (12M)	1.3
52-Week Low	4,152
52-Week High	12,750

(%)	1M	6M	12M
Absolute	12.3	58.8	65.3
Relative	15.1	68.0	77.0



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Tôn mạ]

Thien Nguyen Dang

+84 3910 2222 (Ext: 148)

thien.nd@miraeasset.com.vn

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN

(HSG VN EQUITY)

Khẳng định vị thế dẫn đầu mảng tôn mạ

Luận điểm đầu tư

Với lợi thế có hệ thống hơn 536 đại lý và cửa hàng phân phối, HSG là công ty đầu tiên phục hồi sau giai đoạn giá HRC tạo đỉnh vào 2H18 (US\$667/mt). Từ 2H19-1H20, giá HRC diễn biến có lợi khi giảm về mức trung bình US\$500-510/mt, biên LNG của HSG cải thiện mạnh từ 8.7% trong 3Q18 lên 18.6% trong 1Q20. Bất chấp việc chúng tôi dự phóng doanh thu của HSG năm FY20 giảm về VND24,681bn (-8.8% YoY) khi nhu cầu thị trường xuất khẩu suy giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh, chúng tôi dự phóng LNST của HSG vẫn được hồi phục mạnh mẽ, đạt VND20bn (+88% YoY). Trong năm FY21, dự phóng giá HRC trung bình đạt US\$559/mt (+5% YoY) do nhu cầu của thế giới hồi phục sau dịch, chúng tôi dự phóng LNST tiếp tục tăng trưởng VND1,098bn (+19% YoY) nhờ quản lý tốt hàng tồn kho và giữ ổn định biên LNG năm FY21 ở mức 15.1% (sv. 15.5% biên LNG FY19).

Điểm mới

Phát hành cho cổ đông chiến lược trong năm FY20. Trong 2H20, HSG dự kiến phát hành cho cổ đông chiến lược với tỷ lệ không được tiết lộ với mức giá không dưới giá trị sổ sách/cổ phiếu (Book Value per share - BVPS). Chúng tôi dự phóng BV FY20 và FY21 lần lượt đạt VND14,050/cp (+10.1% YoY) và VND15,466/cp (+10% YoY). Với mức PB trung bình toàn cầu hiện ở mức 1.2x (Bảng 4, trang 10), chúng tôi cho rằng giá hợp lý phát hành cho cổ đông chiến lược sẽ nằm ở mức PB FY20 1.2x, tương ứng VND16,860/cp.

Dự phóng biên LNG FY20 đạt 15.5% nhờ thay đổi hệ thống quản trị và đầu cơ hàng tồn kho. Trong quá khứ, lợi nhuận HSG phụ thuộc rất lớn vào biến động giá HRC và mất từ 3-6 tháng để phản ánh vào lợi nhuận. Vào 1H18, chúng tôi ước tính giá trung bình của HRC đạt mức US\$645/mt (+29% YoY), giá trị tồn kho của HSG trong 1Q18 và 2Q18 lần lượt là VND9,852bn (+17% YoY; 41.5% tổng tài sản 1Q18) và VND8,305bn (+47% YoY; 35.5% tổng tài sản 2Q18). Đây là hai quý tồn kho cao nhất, trong giai đoạn FY14-20, trực tiếp khiến biên LNG 3Q18 và 4Q18 giảm mạnh về mức 8.7% và 8%.

Từ 3Q19 đến 1H20, giá trung bình HRC đã giảm mạnh US\$500-510/mt vào 04/2020. Tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản trong 1Q20 của HSG đã có dấu hiệu tăng trở lại mức 29% (sv. 26% trong 4Q19). Chúng tôi đánh giá với diễn biến có lợi của giá HRC, chắc chắn HSG sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản lên mức trên 33% vào 2Q20, qua đó chúng tôi dự phóng giúp biên LNG FY20 cải thiện lên mức 15.5% (biên LNG FY19 13.1%).

Rủi ro

Rủi ro về việc ban lãnh đạo liên tục giao dịch cổ phiếu HSG theo chúng tôi ảnh hưởng khá lớn đến giá của cổ phiếu HSG. Ngoài ra, HSG cũng có rủi ro từ việc vẫn phụ thuộc vào giá HRC toàn cầu.

Valuation

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là VND16,700/cp (Upside: +45.2%) bằng phương pháp định giá So sánh với tham chiếu là các công ty thép trên toàn cầu. Với phương pháp định giá Multiple, giá mục tiêu của HSG tương đương VND10,900/cp với mức PE FY20 7.4x.

FY (Dec.)	2017	2018	2019	2020f	2021f
Revenue(VNDbn)	28,269.1	34,100.3	27,074.3	24,681.0	28,939.1
OP(VNDbn)	2,117.6	773.1	1,309.7	1,678.3	1,794.2
OPMargin(%)	7.5%	2.3%	4.8%	6.8%	6.2%
NP(VNDbn)	1,225.0	136.4	489.8	920.6	1,098.3
EPS(VND)	2,803	-36	1,091	2,071	2,474
ROE(%)	22.4%	2.6%	8.7%	14.9%	16.2%
P/E(x)	5.1x	15.8x	6.7x	7.4x	6.2x
P/B(x)	0.3x	0.1x	0.1x	0.2x	0.2x
DividendYield(%)	3%	16%	0%	6%	7%

Valuation and Recommendation

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HOSE: HSG) với mức giá mục tiêu VND 16,700 (Upside: +45.2%). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh dựa trên tham chiếu từ định giá trung bình ngành thép các nước và dữ kiện lịch sử của cổ phiếu HSG.

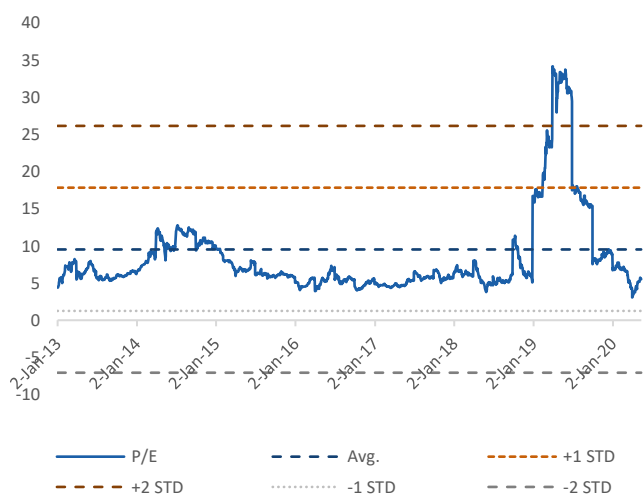
Với phương pháp multiple, mức P/E 2020f tham chiếu 5.5x (70% tỷ trọng), tương đương với mức P/E trung bình giai đoạn FY13-FY20. Trong quá khứ, cổ phiếu HSG luôn có sự biến động lớn về biên lợi nhuận trước thuế và khấu hao (EBITDA) do tính chất đầu tư nhà máy mới liên tục cũng và ảnh hưởng lợi nhuận do đầu cơ vật liệu, chúng tôi sử dụng mức EV/EBITDA 2020f là 4.5x (30% tỷ trọng), tương đương với mức EV/EBITDA khi HSG có biên lợi nhuận tốt nhất trong lịch sử (giai đoạn FY16-FY17).

Bảng 5: Định giá HSG theo phương pháp multiple

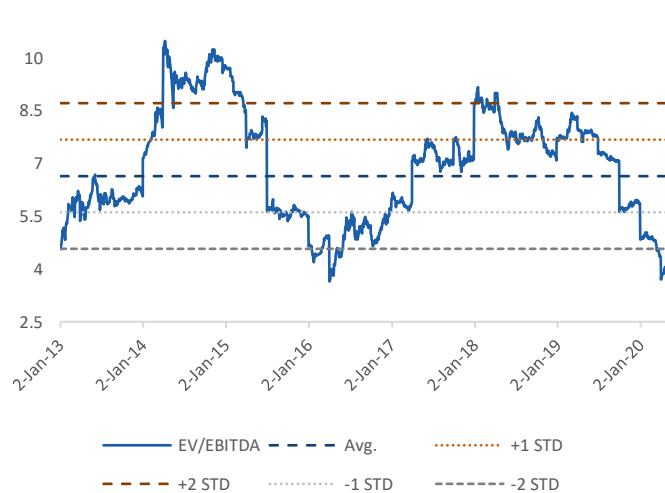
Valuation 2020		P/E (x)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)
EPS 2020 (VND/cp)	2,175	5.5		
Giá trị sổ sách (VND/cp)	14,050			1.2
EBITDA (VNDmn)	2,615,079		4.5	
Tỷ trọng		70%	30%	
Giá theo từng phương pháp		11,963	27,789	
Giá trị cổ phiếu			VND 16,711	VND16,404

Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Hình 7a: PE lịch sử 7 năm giai đoạn FY13-1H20 của HSG



Hình 7b: EV/EBITDA lịch sử 7 năm giai đoạn FY13-1H20 của HSG



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Investment highlight

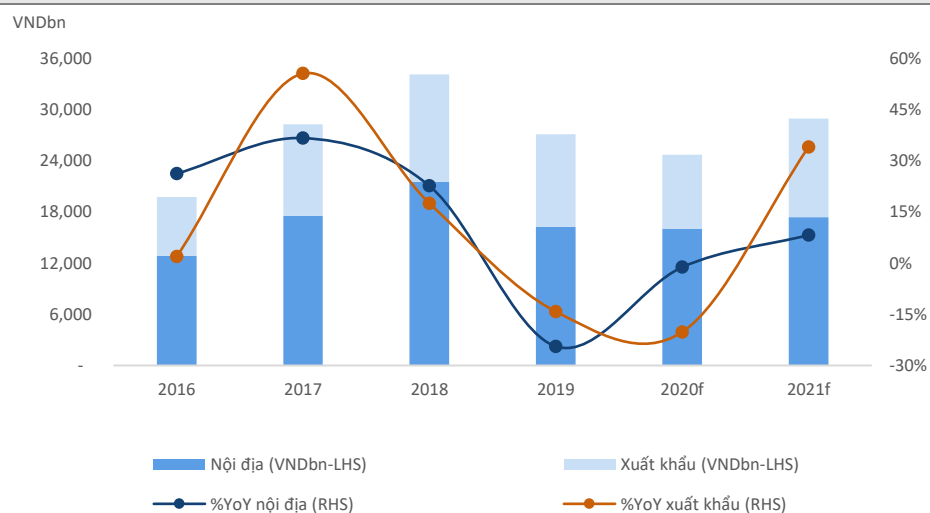
1. Dẫn đầu lợi nhuận ngành tôn mạ nhờ chiếm lĩnh thị trường nội địa

a. Dự phóng tổng sản lượng FY20 sụt giảm 9%, hồi phục từ FY21, trong đó thị trường xuất khẩu bị tác động mạnh

Với khả năng phân phối toàn bộ thị trường trong nước, chúng tôi cho rằng doanh thu mảng xuất khẩu sẽ ảnh hưởng chính trong năm FY20. Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa của HSG năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND16,042bn (-2% YoY) và VND17,363bn (+8.2% YoY). Doanh thu mảng xuất khẩu chúng tôi đánh giá sẽ bị ảnh hưởng nặng trong năm FY20 khi các thị trường toàn cầu hiện tiếp tục duy trì dân cách xã hội, nhưng sẽ phục hồi mạnh trong năm FY21 trong điều kiện hết dịch. Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu của HSG trong năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND8,638bn (-20% YoY) và VND11,575bn (+34% YoY).

Chúng tôi đánh giá sản lượng mảng tôn sẽ giảm mạnh hơn mảng ống thép trong FY20, khi tôn vốn là sản phẩm truyền thống dành cho thị trường xuất khẩu. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng mảng tôn FY20 giảm về 941,573/mt (-10% YoY) và hồi phục vào năm FY21 với sản lượng dự phóng đạt 1,092,225/mt (+16% YoY). Về mảng ống thép, chúng tôi cho rằng mức suy giảm sẽ thấp hơn tôn, nhưng vẫn bị ảnh hưởng khi các chỉ số sản xuất công nghiệp cả nước đều đang chậm lại. Chúng tôi dự phóng sản lượng ống thép năm FY20 và FY21 lần lượt đạt 365,271/mt (-6% YoY) và 398,145/mt (+9% YoY).

Hình 8. Doanh thu xuất khẩu & nội địa của HSG từ FY16-21 (VNDbn)



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

b. Dự phóng lợi nhuận FY20 vẫn tăng trưởng 88% nhờ quản lý tốt giá vốn HRC và chi phí lãi vay bất chấp suy giảm doanh thu

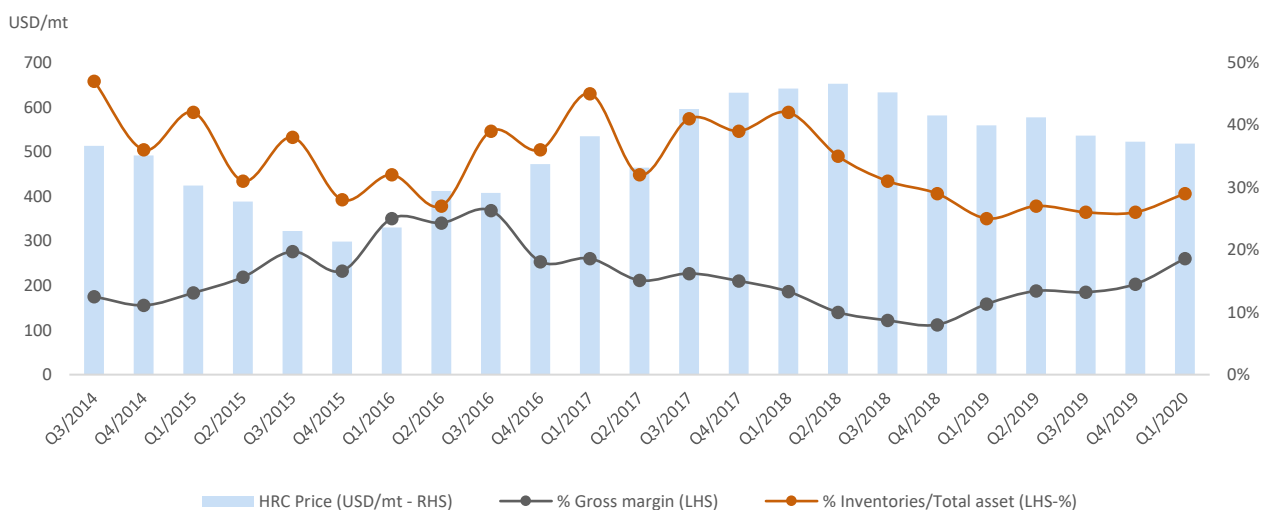
Trong quá khứ, lợi nhuận HSG phụ thuộc rất lớn vào biến động giá HRC. Chúng tôi đánh giá dữ liệu quá khứ và cho rằng giá HRC sẽ mất 3-6 tháng để phản ánh vào lợi nhuận. Vào 1H18, chúng tôi ước tính giá trung bình của HRC đạt mức US\$645/mt (+29% YoY), giá trị tồn kho của HSG trong 1Q18 và 2Q18 lần lượt là VND9,852bn (+17% YoY; 41.5% tổng tài sản 1Q18) và VND8,305bn (+47% YoY; 35.5% tổng tài sản 2Q18). Chúng tôi thống kê giai đoạn FY14-1Q20, đây là hai quý tồn kho cao nhất, và có tác động trực tiếp khiến biên LNG của 2H18 rớt về mức thấp nhất vòng 6 năm qua. Ở 3Q18 và 4Q18, biên LNG của HSG giảm mạnh về mức 8.7% và 8%.

Sau giai đoạn tái cấu trúc từ 2H18-FY19, HSG liên tục hạ tỷ lệ tồn kho, trong đó tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản 1Q19 ở mức 25%, thấp nhất trong giai đoạn FY14-1Q20. Từ 3Q19 đến 1H20, giá trung bình HRC đã giảm mạnh về mức trung bình US\$520/mt (-12.1% YoY). Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ tồn

kho/tổng tài sản trong 1Q20 của HSG đã có dấu hiệu tăng trở lại mức 29% (sv. 26% trong 4Q19). Chúng tôi đánh giá với diễn biến có lợi của giá HRC, chắc chắn HSG sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản lên mức trên 33% vào 2Q20, qua đó chúng tôi dự phóng giúp biên LNG cải thiện thêm 0.5% lên mức 19.1% vào 2Q20.

Với tình hình hiện đang diễn biến có lợi của HRC giúp cải thiện biên LNG, chúng tôi dự phóng LNST của HSG trong năm FY20 sẽ tăng trưởng đột biến, đạt VND920bn (+87.9% YoY) dựa trên giả định thận trọng giá HRC trung bình năm FY20 là US\$532/mt (-3% YoY). Trong năm FY21, chúng tôi giả định giá HRC tăng lên US\$559/mt (+5% YoY) do nhu cầu lớn sau khi thế giới hết dịch, dự phóng LNST của HSG tiếp tục hồi phục, đạt VND1,098bn (+19% YoY).

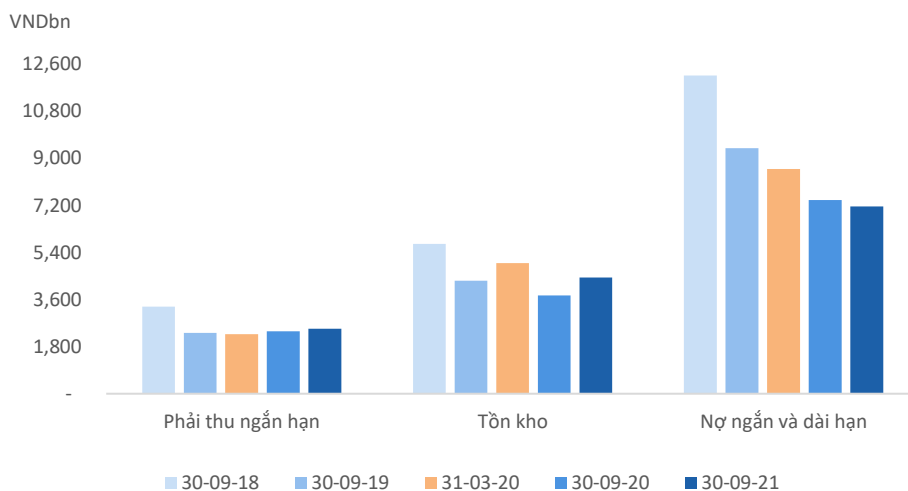
Hình 9. Tương qua giữa giá HRC (US\$/mt) tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản (x) và biên LNG của HSG (%)



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate
Inv: Inventory (Hàng tồn kho)

Đồng thời, với xu hướng giảm nợ vay, chúng tôi ước tính tổng nợ của HSG năm FY20 và FY21 lần lượt về mức VND7,400bn (-21.1% YoY) và VND7,161bn (-3.2% YoY). Qua đó, dự phóng chi phí lãi vay năm FY20 và FY21 cũng giảm tương ứng về VND555bn (-22% YoY) và VND517bn (-7% YoY), giúp biên lợi nhuận trước thuế năm FY20 và FY21 lần lượt cải thiện lên mức 4.5% và 4.6% (sv. 2.2% biên lợi nhuận trước thuế năm FY19).

Hình 10. Dự phóng các khoản phải thu, tồn kho và nợ vay của HSG (VNDbn)

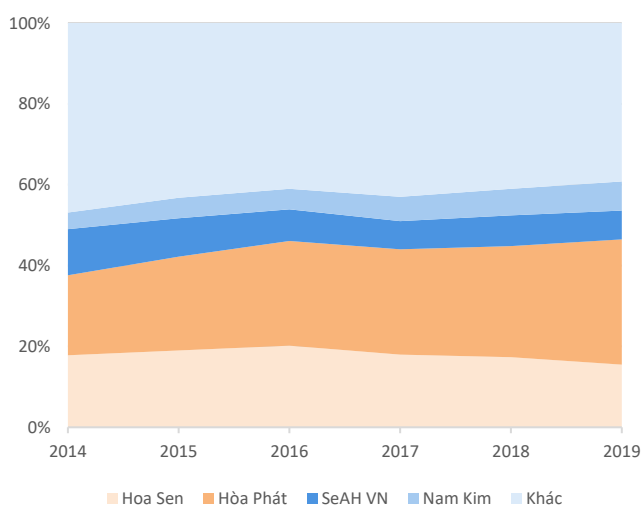


Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

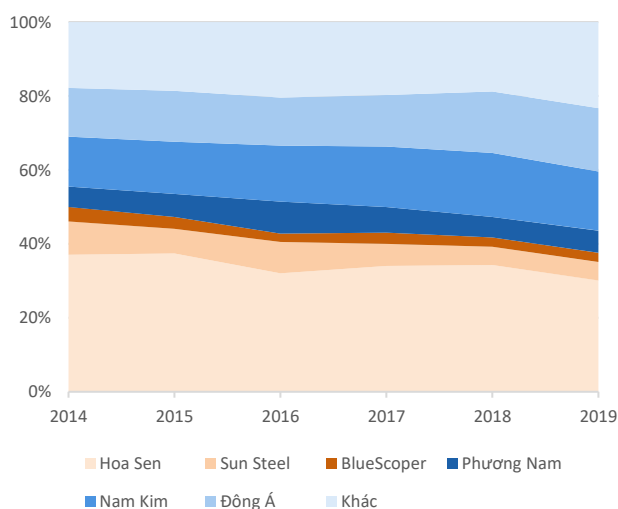
c. Duy trì thị phần số một mảng tôn và số hai mảng ống thép dù chịu nhiều áp lực từ các đối thủ cạnh tranh

So sánh với các công ty tôn mạ đối thủ trong ngành như NKG, DTL hay Blue Scopper, Hoa Sen nổi bật với hệ thống 536 cửa hàng và chi nhánh chỉ bán sản phẩm của Hoa Sen ở khắp 54 tỉnh thành. Trong năm 2019, Hoa Sen đã thay đổi hệ thống chi nhánh sang mô hình chi nhánh – cửa hàng. Với độ phủ toàn quốc hiện nay, chúng tôi cho rằng HSG sẽ không tăng thêm cửa hàng trong bối cảnh ngành xây dựng – bất động sản chưa thực sự bùng nổ. Chúng tôi dự phóng tổng số lượng chi nhánh của HSG năm FY20 và FY21 vẫn duy trì ở mức 536 cửa hàng, đủ để giúp HSG giữ thị phần số một mảng tôn mạ.

Hình 11a. Thị phần mảng ống thép FY16-19



Hình 11b. Thị phần mảng tôn FY16-FY19



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Năm FY19 HSG tiếp tục chiếm thị phần lớn nhất Việt Nam mảng tôn mạ với 30.1% thị phần. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy thị phần của HSG mảng tôn mạ đã giảm mạnh, từ mức 37.1% năm FY14 xuống 30.1% năm FY19, trước áp lực mở rộng sản xuất các đối thủ cạnh tranh như Tôn Đông Á, Nam Kim etc. Chúng tôi ước tính thị phần Tôn Đông Á và Nam Kim năm FY19 lần lượt là 17.1% (sv. 13.2% năm FY14) và 16% (sv. 13.5% năm FY14). Về mảng ống thép, HSG chịu áp lực cạnh tranh cực lớn của HPG khi liên tục tăng công suất và từ 4Q20 Hòa Phát đã tự chủ được nguyên liệu HRC cho mảng tôn mạ và ống thép. Thị phần của mảng ống thép của HSG năm FY19 đạt 15.5% (sv. 17.8% năm FY14), tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ có thể cải thiện trong năm FY21 sau khi nhà máy ống thép Bình Định đi vào hoạt động từ 4Q19. Qua đó giúp nâng tổng công suất ống thép thêm 100,000 tấn lên 937,000 tấn.

d. Dự phóng giá phát hành cho cổ đông chiến lược ở mức PB 1.2x

Hoa Sen có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho công đồng chiến lược, tuy nhiên tỷ lệ chưa được Hoa Sen công bố cụ thể. Theo HSG giá phát hành không dưới giá trị sổ sách dự phóng FY20, theo ước tính của chúng tôi đạt VND14,050/cp (+10.1% YoY). Chúng tôi đánh giá với vị thế số một mảng tôn mạ, và lợi thế cạnh tranh rất tốt với hệ thống bán hàng phủ khắp Việt Nam, chúng tôi cho rằng giá phát hành cho cổ đông chiến lược hợp lý với cổ phiếu Hoa Sen sẽ ở mức PB FY20 1.2x, tương ứng với mức giá VND16,860/cp.

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG VN/Buy/TP: VND16,700/Upside:+45.2%)

Comprehensive Income Statement (Summarized)

(VNDbn)	2018	2019	2020f	2021f
Revenue	34,100	27,074	24,681	28,939
Cost of Sales	(30,697)	(23,530)	(20,855)	(24,569)
Gross Profit	3,403	3,545	3,826	4,370
SG&A Expenses	(2,630)	(2,235)	(2,147)	(2,576)
Operating Profit	773	1,310	1,678	1,794
Non-Operating Profit	248	11	11	12
Net Financial Income	(792)	(732)	(583)	(486)
Pretax Profit	229	588	1,106	1,320
Income Tax	(92)	(99)	(186)	(222)
Net Profit	136	490	921	1,098
EPS (VND)	(36)	1,091	2,071	2,474

Growth & margins (%)

Revenue growth	20.6%	-20.6%	-8.8%	17.3%
Gross profit growth	-25.3%	4.2%	7.9%	14.2%
EBIT growth	-63.5%	69.4%	28.1%	6.9%
Net profit growth	-88.9%	259.0%	87.9%	19.3%
EPS growth	-88.9%	259.3%	88.0%	19.3%
Gross margin	10.0%	13.1%	15.5%	15.1%
EBIT margin	2.3%	4.8%	6.8%	6.2%
Net profit margin	0.4%	1.8%	3.7%	3.8%

Statement of Financial Condition (Summarized)

(VNDbn)	2018	2019	2020f	2021f
Current Assets	9,435	7,099	6,147	7,105
Cash and Cash Equivalents	424	508	52	228
AR & Other Receivables	1,938	1,318	1,440	1,564
Inventories	5,726	4,323	3,754	4,447
Other Current Assets	1,347	950	900	866
Non-Current Assets	10,399	9,626	9,092	8,592
Net fixed assets	9,627	8,983	8,590	8,164
Investments	63	22	22	22
Other long-term assets	709	621	480	405
Total Assets	19,834	16,725	15,239	15,696
Current Liabilities	10,948	8,325	6,600	6,767
AP & Other Payables	1,693	822	1,084	1,400
Short-Term Financial Liabilities	8,458	6,625	4,946	4,721
Other Current Liabilities	797	877	569	645
Non-Current Liabilities	3,704	2,758	2,457	2,157
Total Liabilities	14,652	11,082	9,057	8,924
Controlling Interests	19,826	16,718	15,232	15,689
Capital Stock	3,850	4,235	4,235	4,235
Treasury Shares	(1)	(2)	(2)	(2)
Funds	0	0	0	0
Retained Earnings	15,977	12,485	10,999	11,457
Non-Controlling Interests	8	8	8	8
Stockholders' Equity	19,834	16,725	15,239	15,697
BVPS (VND)	46,271	38,987	35,495	36,598

Cash Flows (Summarized)

Cash Flows from Op Activities	7,139	3,422	2,481	1,752
Net Profit	136	490	921	1,098
Depr. & amortization	1,078	1,220	937	938
Others	622	734	588	548
Chg in Working Capital	5,302	978	36	(833)
Cash Flows from Inv Activities	(1,973)	(653)	(500)	(543)
Capital expenditures	(2,495)	(705)	(617)	(586)
Others	522	52	117	43
Cash Flows from Fin Activities	(5,243)	(2,769)	(2,360)	(1,033)
Dividends	(350)	-	(381)	(508)
Increase in equity	-	-	-	-
Increase in debt	(4,893)	(2,769)	(1,979)	(525)
Beginning Balance	503	424	432	52
Ending Balance	427	423	52	228

Forecasts/Valuations (Summarized)

P/E (x)	15.8	6.7	7.4	6.2
P/CF (x)	0.9	2.0	2.8	3.9
P/B (x)	0.1	0.1	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	7.70	5.00	5.40	5.00
EPS (VND)	-36	1,091	2,071	2,474
CFPS (VND)	8,085	5,862	4,139	-3,078
BPS (VND)	46,271	38,987	35,495	36,598
DPS (VND)	909	1	900	1,200
Payout ratio (%)	258%	0%	41%	46%
Dividend Yield (%)	16%	0%	6%	7%
Accounts Receivable Turnover (x)	16.00	14.00	15.00	15.00
Inventory Turnover (x)	68.00	67.00	66.00	66.00
Accounts Payable Turnover (x)	20.00	13.00	19.00	21.00
ROA (%)	0.7%	2.9%	6.0%	7.0%
ROE (%)	2.6%	8.7%	14.9%	16.2%
Liability to Equity Ratio (%)	283.2%	196.7%	146.7%	131.9%
Current Ratio (%)	90.0%	90.0%	90.0%	100.0%
Net Debt to Equity Ratio (%)	-230.0%	-160.0%	-120.0%	-100.0%
Interest Coverage Ratio (x)	0.90	1.80	3.00	3.50

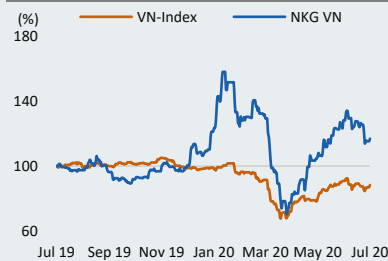
Tôn Mạ

Báo cáo công ty
16 tháng 7, 2020

(Báo cáo lần đầu)	BUY
Giá mục tiêu (12M, VND)	9,700
Giá cổ phiếu (16/07/20, VND)	7,200
Lợi nhuận kỳ vọng	34.7%

LNST (20F, VNDbn)	211
Consensus NP (20F, VNDbn)	230
EPS Growth (20F, %)	345
Market EPS Growth (20F, %)	3
P/E (20F, x)	8.4
Market P/E (20F, x)	13.8
VN-INDEX	862
Market Cap (VNDbn)	1,334
Shares Outstanding (mn)	182
Free Float (%)	65.6
Foreign Ownership (%)	20.7
Beta (12M)	1.3
52-Week Low	4,380
52-Week High	10,000

(%)	1M	6M	12M
Absolute	-8.7	-7.4	17.1
Relative	-5.9	1.8	28.8



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Tôn mạ]

Thien Nguyen Dang
+84 3910 2222 (Ext: 148)
thien.nd@miraeasset.com.vn

CTCP Thép Nam Kim (NKG VN EQUITY)

Chậm lại để tiến xa hơn

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá điểm sáng nhất của thép Nam Kim nằm ở việc công ty đã chấp nhận thoái vốn khỏi các DA khó mang tính sinh lời ở thời điểm hiện tại như Nam Kim Core và nhà máy Nam Kim 1 đã mang lại dòng tiền VND850bn để NKG giảm nợ ngắn hạn và dài hạn. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ vay/VCSH năm FY20 và FY21 của NKG lần lượt là 1.22x (sv. 1.59x năm FY19) và 1.06x. Việc cơ cấu lại nợ và dự phóng lợi nhuận phục hồi nhờ giá HRC duy trì ổn định ở mức US\$532/mt (-3% YoY), chúng tôi dự phóng lợi nhuận của NKG trong năm FY20 và FY21 sẽ hồi phục mạnh mẽ, lần lượt đạt VND 211bn (+345% YoY) và VND 231bn (+18.5% YoY). Ngoài ra, nếu NKG chuyển nhượng thành công đất KCN Mỹ Xuân B (32.68ha), chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của NKG sẽ được đóng góp ít nhất VND 212bn, tương đương tăng định giá thêm VND1,200/cp.

Điểm mới

Biên LNG cải thiện nhờ lượng lớn tồn kho giá rẻ 1Q20: Với lượng tồn kho cuối 1Q20 đạt VND2,756bn (+70% QoQ, tương đương 34.6% tổng tài sản), chúng tôi ước tính lượng tồn kho sẽ giúp cho biên LNG của NKG trong 2Q20 và 3Q20 tăng lên 4.5%. Qua đó, chúng tôi dự phóng LNST năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND211bn (+345%) và VND231bn (+18.5% YoY).

Dự phóng doanh thu FY20 suy giảm, hồi phục từ FY21: NKG có 35-40% doanh thu đến từ thị trường xuất khẩu, nhưng hiện nay thị trường xuất khẩu tiếp tục bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thị trường xuất khẩu năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND3,968bn (-18.5% YoY) và VND5,225bn (+31.7% YoY). Với thị trường nội địa, chúng tôi đánh giá doanh thu sẽ ít bị ảnh hưởng hơn. Chúng tôi dự phóng doanh thu thị trường nội địa FY20 và FY21 lần lượt đạt VND7,370bn (+1% YoY) và VND8,526bn (+15.7% YoY).

Lợi nhuận đột biến có thể đến trong năm FY20: Chúng tôi ước tính giá trị trung bình KCN Mỹ Xuân B hiện nay ở mức US\$60/m2. Trong trường hợp có thể chuyển nhượng toàn bộ 32,6ha sẽ ở mức giá tối thiểu US\$55/m2, chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng tài sản là VND 212bn. Giả sử trường hợp chuyển nhượng thành công toàn bộ khu đất trong FY20, giá trị cổ phiếu chúng tôi định giá sẽ tăng thêm VND1,200/cp lên VND 10,900/cp (Upside: +42.7%).

Rủi ro

Rủi ro về tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản lớn. Trong quá khứ giai đoạn FY18, NKG luôn giữ mức tồn kho/tổng tài sản lớn hơn 35%. Do đó, khi giá HRC tiếp tục tăng đã ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của NKG. 1Q20 chúng tôi nhận thấy tỷ lệ này đã lên 35%, do đó NKG có rủi ro lớn về lợi nhuận nếu giá HRC tiếp tục tăng mạnh trên US\$580/mt.

Valuation

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là VND9,700/cp (Upside: +34.7%) bằng phương pháp định giá so sánh. Với phương pháp định giá so sánh, giá mục tiêu của NKG tương đương VND9,700/cp, với mức P/E 2020f 8.4x. Với phương pháp định giá từng phần, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế thu về từ việc chuyển nhượng 32.6ha đất KCN Mỹ Xuân B là VND212bn, tương đương với mức định giá VND1,200/cp. Tổng hợp hai phương pháp định giá, giá mục tiêu cổ phiếu NKG tương đương VND10,900/cp (Upside: +51.3%).

FY (Dec.)	2017	2018	2019	2020f	2021f
Revenue(VNDbn)	12,619.3	14,811.8	14,811.8	11,339.5	13,752.6
OP(VNDbn)	1,024.4	389.9	389.9	442.2	481.3
OPMargin(%)	8.1%	2.6%	2.6%	3.9%	3.5%
NP(VNDbn)	707.5	57.3	57.3	211.1	287.0
EPS(VND)	3,349	252	252	1,037	1,458
ROE(%)	24.1%	1.9%	1.9%	6.7%	8.6%
P/E(x)	5.0x	25.1x	25.1x	8.4x	6.2x
P/B(x)	0.4x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
DividendYield(%)	4%	0%	0%	5%	5%

Note: NP refers to net profit attributable to controlling interests

Nguồn: Company data, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research estimates

Valuation and Recommendation

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG) với mức giá mục tiêu VND9,700/cp (Upside: +34.7%) với PE FY20 8.4x. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh kết hợp với định giá từng phần của khoản lợi nhuận bất thường với giá định chuyển nhượng thành công 32.6ha đất KCN Mỹ Xuân B ở mức giá USD 55/m²/50 năm.

Với phương pháp multiple, mức P/E 2020f tham chiếu 7.0x (90% tỷ trọng) và EV/EBITDA 2020f là 5.0x (10% tỷ trọng), tương đương với mức P/E trung bình giai đoạn 2013-2019 và EV/EBITDA. Giá mục tiêu của phương pháp multiple cho cổ phiếu NKG là VND 9,600/cổ phiếu.

Với phương pháp định giá từng phần, chúng tôi ước tính tổng lợi nhuận trước thuế đóng góp từ việc chuyển nhượng 32.6ha KCN Mỹ Xuân B đạt VND 265bn, tương ứng với mức lợi nhuận sau thuế bất thường đạt VND 212bn. Chúng tôi giả định NKG có thể chuyển nhượng khu đất trong 2H20, giá trị tương ứng được tăng thêm từ chuyển nhượng tài sản đạt VND 1,170/cổ phiếu.

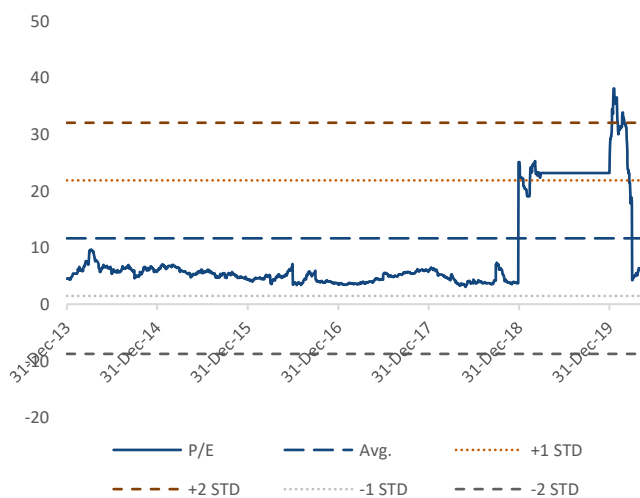
Chúng tôi đánh giá thời điểm khó khăn nhất đối với NKG đã qua. Trong đó lợi nhuận dự phóng từ năm 2020f sẽ đến chủ yếu từ việc tái cấu trúc doanh nghiệp và giảm nợ vay. Đồng thời, chúng tôi dự phóng giá HRC sẽ khó tăng mạnh như giai đoạn 2017-2018 khi nguồn cung từ Brazil và Úc vẫn ổn định, qua đó giúp lợi nhuận của NKG ổn định trong năm FY21.

Bảng 6: Định giá HSG theo phương pháp multiple

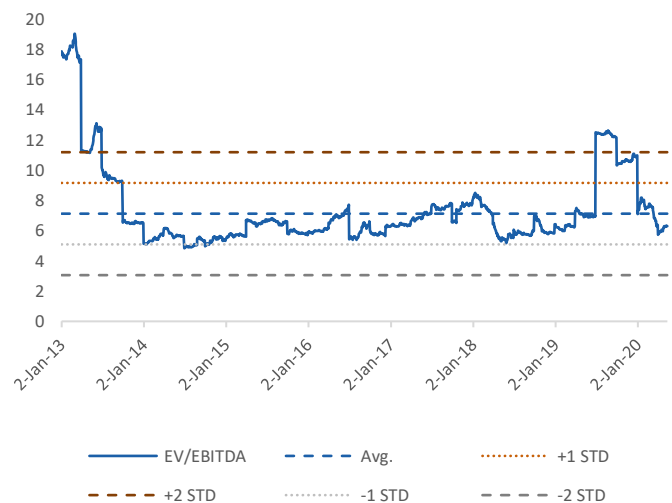
Valuation 2020		P/E	EV/EBITDA	One-off
EPS 2020 (VND/cp)	1,160	7		
Giá trị sổ sách (VND/cp)	36,716			
EBITDA	876,526		5	
Tỷ trọng		90%	10%	
Giá theo từng phương pháp		8,120	24,080	1,200
Giá trị cổ phiếu		VND9,700		VND 10,900

Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

Hình 12a: PE lịch sử 7 năm giai đoạn FY13-1H20 của NKG



Hình 12b: EV/EBITDA lịch sử 7 năm giai đoạn FY13-1H20 của NKG



Nguồn: Vietnam Atlas, Vicem, MAS Research

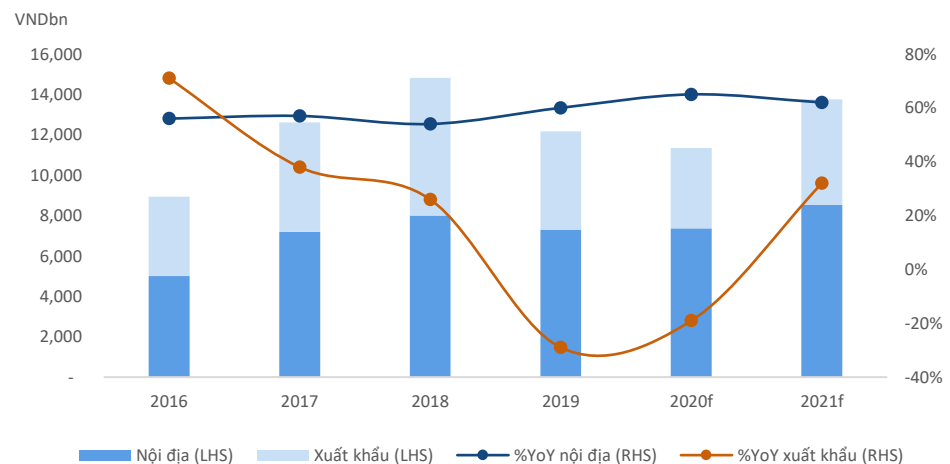
Investment highlight

1. Dự phóng doanh thu FY20 giảm 7% nhưng lợi nhuận tăng mạnh nhờ lượng tồn kho lớn với giá vốn rẻ từ 1Q20

a. Dự phóng doanh thu xuất khẩu ảnh hưởng giảm 16% năm FY20 do ảnh hưởng của dịch Covid-19

Tương tự HSG, doanh thu thị trường xuất khẩu đóng góp từ 35-40% tổng doanh thu của Nam Kim. Với tình hình dịch bệnh phức tạp khiến nguồn cầu suy yếu, chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu 2Q20 đạt 55,500 tấn (sv. Trung bình 70,000 tấn). Qua đó, dự phóng doanh thu xuất khẩu năm FY20 đạt VND3,968bn (-18.5% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng qua năm FY21 dịch Covid-19 sẽ chấm dứt, cầu mảng tôn mạ sẽ quay trở lại với dự phóng sản lượng xuất khẩu FY21 đạt VND5,225bn (+31.7% YoY). Thị trường nội địa chúng tôi cho rằng sẽ ít bị ảnh hưởng nhờ nền kinh tế được mở cửa lại sớm từ 04/2020. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thị trường nội địa FY20 và FY21 lần lượt đạt VND7,370bn (+1% YoY) và VND8,526bn (+15.7% YoY).

Hình 13: Doanh thu và tăng trưởng doanh thu xuất khẩu và nội địa (VNDbn; %)



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

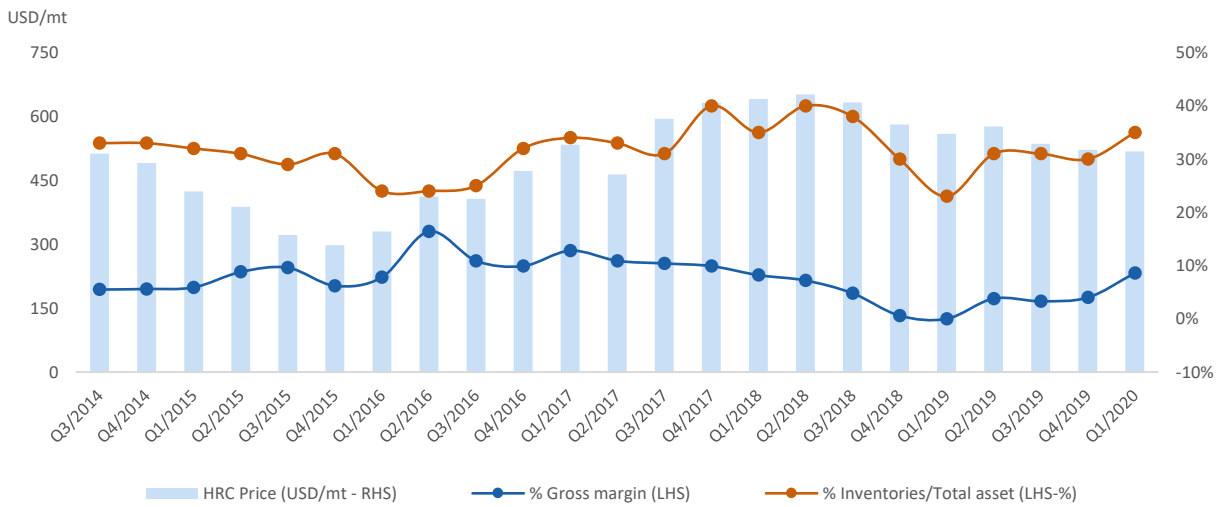
b. Lợi nhuận FY20 tăng mạnh nhờ lượng tồn kho lớn giá thấp của 1Q20 và tích cực giảm lãi vay

Trong quá khứ, lợi nhuận NKG cũng phụ thuộc rất lớn vào biến động giá HRC và sẽ mất 3-6 tháng để phản ánh vào lợi nhuận. Vào 1H18, chúng tôi ước tính giá trung bình của HRC đạt mức US\$645/mt (+29% YoY), giá trị tồn kho của NKG trong 2Q18 và 3Q18 lần lượt VND3,847bn (+53% YoY; 39.8% tổng tài sản 2Q18) và VND3,570bn (+44% YoY; 38.4% tổng tài sản 3Q18). Chúng tôi cho rằng chính sự đầu cơ quá lớn hàng tồn kho đã trực tiếp khiến biên LNG của 4Q18-1Q19 rớt về mức thấp nhất vòng 6 năm qua. Ở 4Q18 và 1Q19, biên LNG của NKG giảm mạnh về mức 0.6% và 0%.

Sau giai đoạn tái cấu trúc từ 2H18-FY19, NKG liên tục hạ tỷ lệ tồn kho, trong đó tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản 1Q19 ở mức 23%, thấp nhất trong gia đoạn FY14-1Q20. Từ 3Q19 đến 1Q20, giá trung bình HRC đã giảm mạnh về mức trung bình US\$520/mt (-12.1% YoY) và tiếp tục giảm về mức US\$500/mt vào 04/2020. Chúng tôi nhận thấy tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản trong 1Q20 của NKG đã có dấu hiệu tăng trở lại mức 35% (sv. 30% trong 4Q19), giúp NKG có lượng lớn nguyên vật liệu giá rẻ cho các quý tiếp theo.

Với tình hình hiện đang diễn biến có lợi của HRC giúp cải thiện biên LNG, chúng tôi dự phóng LNST của NKG trong năm FY20 sẽ tăng trưởng đột biến, đạt VND211bn (+345% YoY) dựa trên giả định thận trọng giá HRC trung bình năm FY20 là US\$532/mt (-3% YoY). Trong năm FY21, chúng tôi giả định giá HRC tăng lên US\$559/mt (+5% YoY) do nhu cầu lớn sau khi thế giới hết dịch, dự phóng LNST của NKG tiếp tục hồi phục, đạt VND284bn (+34.9% YoY).

Hình 14. Tương quan giữa giá HRC (US\$/mt) tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản (x) và biên LNG của NKG (%)



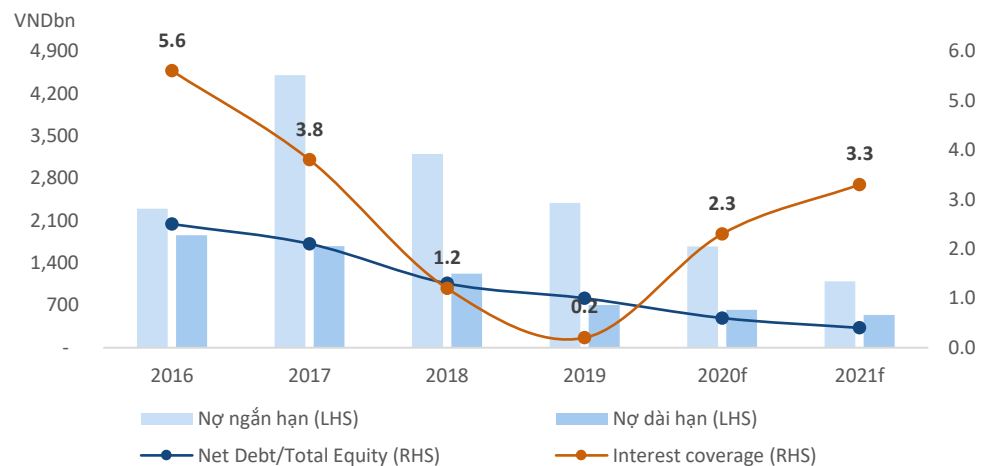
Nguồn: Company data, Bloomberg, VSA, Reteur, Finpro, Mirae Asset Vietnam Research estimate
Inventory: Inv (Hàng tồn kho)

e. Dự phóng tỷ lệ nợ/VCSH giai đoạn FY20 giảm về 0.6x giúp cải thiện mạnh LNST

Nhờ việc thoái vốn dự án Nam Kim Korea và nhà máy Nam Kim 1 (công suất 50,000 tấn) đã giúp NKG giảm mạnh nợ trong FY19, với tổng mức nợ ngắn và dài hạn còn lại VND3,092bn (-20.3% YoY). Chúng tôi dự phóng tổng nợ của NKG trong năm FY20 và FY21 giảm mạnh tiếp tục giảm mạnh khi không còn đầu tư mới các dự án lớn. Ngoài ra trong trường hợp chuyển nhượng thành công 32.6ha đất KCN Mỹ Xuân B, chúng tôi ước tính NKG sẽ thu về VND493bn (40% CFO năm 2019). Chúng tôi dự phóng tổng dư nợ các năm FY20 và FY21 sẽ được cải thiện đáng kể lần lượt về VND2,295bn (-25.8% YoY) và VND1,641bn (-28.5% YoY). Bất chấp việc doanh thu không tăng trưởng trong năm FY20, chúng tôi cho rằng điểm sáng nhất trong hoạt động kinh doanh của NKG chính là việc cải thiện mạnh tính thanh khoản, thể hiện qua dự phóng hệ số trả nợ tăng mạnh từ 0.2x trong năm FY19 lên 2.3x trong năm FY20 và 3.3x trong năm FY21.

Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của NKG năm FY20 và FY21 sẽ cải thiện mạnh, lần lượt đạt VND211bn (+345% YoY) và VND284bn (+34.9%). Với giả định giá HRC năm FY21 tăng 5%, tương đương US\$600/mt, chúng tôi nhận thấy có sự cải thiện mạnh ở biên lợi nhuận trước thuế, khấu hao và lãi vay, lần lượt đạt mức 3.9% cho năm FY20 và 3.5% cho năm FY21, qua đó đảm bảo lợi nhuận và thanh khoản dòng tiền cho NKG trong 18 tháng sắp tới (2H20-FY21).

Hình 15: Tỷ trong nợ vay (VNDbn; %)



Nguồn: Company data, Mirae Asset Vietnam Research estimate

f. Lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng đất KCN Mỹ Xuân B

Hiện tại, quỹ đất KCN của Bà Rịa-Vũng Tàu cũng không nằm ngoài xu hướng tăng giá đất KCN. Dựa trên khảo sát của chúng tôi, giá cho thuê đất ở KCN Mỹ Xuân B hiện nay đang ở mức US\$60/m²/35 năm. Chúng tôi giả định trong trường hợp NKG có thể chuyển nhượng toàn bộ 32.6ha, giá bán trung bình sẽ ở mức chiết khấu quỹ đất lớn là 10%, tương đương US\$55/m²/35 năm. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế NKG ghi nhận đạt VND212bn (tương đương 100% LNST FY20). Do là lợi nhuận bất thường, chúng tôi ước tính giá trị tương ứng đóng góp cho cổ phiếu NKG tương ứng VND1,200/cp.

Bảng 7. Bảng so sánh giá đất KCN Bà Rịa – Vũng Tàu (US\$/m²/năm)

STT	Tên KCN	Năm thành lập	Năm hết hạn	Thời gian còn lại	Một lần (USD/m ²)	Ghi chú
1	Phú Mỹ II	2005	2055	35	75	Đã lấp đầy
2	Phú Mỹ II MR	2008	2058	38	70	Cộng thêm tiền thuê đất thô tạm tính 3,975đ/m ²
3	Phú Mỹ 3	2007	2057	37	150	Cộng thêm tiền thuê đất thô tạm tính 3,975đ/m ²
4	Mỹ Xuân A	2002	2052	32	50	
5	Mỹ Xuân A2	2001	2051	31	120	Thu thêm phí tùy vào nồng độ ô nhiễm
6	Mỹ Xuân B1-Đại Dương	2006	2056	36	60	
7	Đất Đỏ	2009	2059	39	50-55	
8	Châu Đức	2008	2058	38	51.1	

Nguồn: BIZA, JLL Vietnam, CBRE Vietnam, Mirae Asset Vietnam Research estimate

CTCP Thép Nam Kim (NKG VN/Buy/TP: VND9,700/Upside: +34.7%)

Comprehensive Income Statement (Summarized)

(VNDbn)	2018	2019	2020f	2021f
Revenue	14,811.8	11,339.5	13,752.6	15,962.6
Cost of Sales	(14,018.9)	(10,602.4)	(12,954.9)	(14,797.4)
Gross Profit	792.8	737.1	797.6	1,165.3
SG&A Expenses	(402.9)	(294.8)	(357.6)	(526.8)
Operating Profit	389.9	442.2	440.1	638.5
Non-Operating Profit	5.0	9.5	10.0	10.4
Net Financial Income	(332.7)	(206.3)	(152.3)	68.4
Pretax Profit	62.2	245.4	297.7	717.3
Income Tax	(4.8)	(34.4)	(47.6)	(114.8)
Net Profit	57.3	211.1	250.1	602.5
EPS (VND)	252.0	1,037.0	1,265.0	3,107.0

Growth & margins (%)

Revenue growth	17.4%	-17.8%	-6.9%	21.3%
Gross profit growth	-42.1%	-56.9%	115.7%	8.2%
EBIT growth	-61.9%	-83.9%	603.9%	-0.5%
Net profit growth	-91.9%	-17.4%	345.9%	18.5%
EPS growth	-91.9%	-17.5%	346.2%	18.4%
Gross margin	5.4%	2.8%	6.5%	5.8%
EBIT margin	2.6%	0.5%	3.9%	3.2%
Net profit margin	0.4%	0.4%	1.9%	1.8%

Statement of Financial Condition (Summarized)

(VNDbn)	2018	2019	2020f	2021f
Current Assets	6,129	4,102	4,159	3,605
Cash and Cash Equivalents	508	659	763	631
AR & Other Receivables	1,107	745	877	671
Inventories	4,090	2,421	2,327	2,110
Other Current Assets	423	278	191	193
Non-Current Assets	4,046	4,020	3,644	3,320
Net fixed assets	3,992	3,976	3,507	3,183
Investments	24	9	63	63
Other long-term assets	29	35	74	74
Total Assets	10,174	8,122	7,802	6,926
Current Liabilities	5,557	3,924	4,081	3,164
AP & Other Payables	777	548	1,557	1,347
Short-Term Financial Liabilities	4,503	3,201	2,389	1,672
Other Current Liabilities	276	175	135	145
Non-Current Liabilities	1,677	1,226	705	625
Total Liabilities	7,234	5,151	4,786	3,789
Controlling Interests	10,174	8,122	7,802	6,926
Capital Stock	1,300	1,820	1,820	1,820
Treasury Shares	0	0	0	0
Funds	23	37	39	39
Retained Earnings	8,851	6,265	5,944	5,067
Non-Controlling Interests	0	0	0	0
Stockholders' Equity	10,174	8,122	7,802	6,926
BVPS (VND)	54,438	43,198	41,516	36,716

Cash Flows (Summarized)

Cash Flows from Op Activities	2,336	1,210	791	513
Net Profit	57	211	250	603
Depr. & amortization	421	442	356	356
Others	391	254	329	77
Chg in Working Capital	1,466	302	(145)	(523)
Cash Flows from Inv Activities	(195)	(228)	359	178
Capital expenditures	(428)	(93)	(47)	(44)
Others	234	(136)	406	223
Cash Flows from Fin Activities	(1,773)	(1,336)	(888)	(745)
Dividends	(1)	-	(91)	(91)
Increase in equity	-	-	-	-
Increase in debt	(1,772)	(1,336)	(797)	(654)
Beginning Balance	461	106	368	315
Ending Balance	830	(249)	630	261

Forecasts/Valuations (Summarized)

P/E (x)	25.1	26.5	7.0	5.9
P/CF (x)	0.6	1.2	1.9	2.9
P/B (x)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	7.50	9.90	5.10	4.00
EPS (VND)	252	-463	1,037	1,265
CFPS (VND)	6,647	4,344	2,817	-5,968
BPS (VND)	43,198	41,516	36,716	35,741
DPS (VND)	5	0	500	500
Payout ratio (%)	2%	0%	43%	36%
Dividend Yield (%)	0%	0%	6%	6%
Accounts Receivable Turnover (x)	15x	21x	19x	18x
Inventory Turnover (x)	63x	72x	73x	70x
Accounts Payable Turnover (x)	14x	48x	46x	47x
ROA (%)	0.7%	0.6%	3.0%	3.7%
ROE (%)	1.9%	1.6%	6.7%	7.6%
Liability to Equity Ratio (%)	173.4%	158.6%	120.8%	104.6%
Current Ratio (%)	100.0%	100.0%	110.0%	130.0%
Net Debt to Equity Ratio (%)	-130.0%	-100.0%	-60.0%	-40.0%
Interest Coverage Ratio (x)	1.20	0.20	2.30	3.30

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
기업명(00000)	m/d/yy	Trading Buy	0,000,000



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Daewoo or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset

Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.