

# CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

**(NĂM GIỮ – GIÁ MỤC TIÊU : VND 15,100)**

Luận điểm đầu tư

**Công ty cổ phần thép Nam Kim đang tiếp tục cho thấy sự khó khăn chung trong ngắn hạn. Tuy nhiên trong tầm nhìn trung và dài hạn hướng tới kỳ vọng phục hồi của nền kinh tế toàn cầu sau lạm phát và lãi suất cao. Nam Kim đã và đang triển khai kế hoạch đầu tư tăng công suất trong hướng tới sản phẩm chất lượng cao gia tăng thị phần đầy mạnh biên lợi nhuận. Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ với mã cổ phiếu NKG với các luận điểm sau đây: (1) Thuộc nhóm dẫn đầu sản xuất và tiêu thụ tôn mạ, (2) kế hoạch phát triển, mở rộng năng lực sản xuất với các dự án Phú Mỹ và (3) mục tiêu cần trọng và đẩy mạnh xuất khẩu hướng tới chất lượng sản phẩm chất lượng cao trong dài hạn.**

## Cập nhật doanh nghiệp

**Sản lượng tiêu thụ khó khăn dưới hiện trạng chung ngắn hạn:** ảnh hưởng xấu từ địa chính trị cũng như khó khăn ngành bất động sản trong và ngoài nước đã gây tác động tiêu cực lên toàn ngành thép nói chung. Sản lượng tiêu thụ Tôn mạ tại Nam Kim trong 10T/2022 đạt chỉ hơn 607 nghìn tấn (-21% YoY), trong đó phần lớn sự suy giảm đến từ thị trường xuất khẩu chỉ đạt hơn 437 nghìn tấn (-26% YoY). Sản lượng tiêu thụ ống thép 10T/2022 bình ổn với hơn 135 nghìn tấn (+2% YoY) với toàn bộ tiêu thụ tại thị trường nội địa.

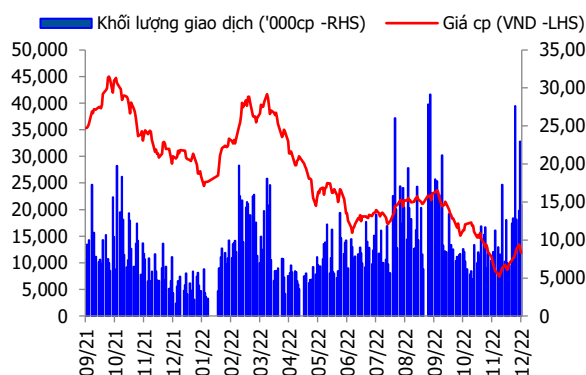
**Hoạt động kinh doanh ảnh hưởng xấu trong Q3/2022.** Dù giá bán thành phẩm không suy giảm quá mạnh tuy nhiên với đà tăng mạnh của giá nguyên vật liệu trước đó khiến cho giá vốn hàng bán tăng cao vượt trội. Doanh thu ghi nhận Q3/2022 và 9T/2022 lần lượt đạt hơn 4,4 nghìn tỷ đồng (-41% YoY) và hơn 18,7 nghìn tỷ đồng (-3% YoY). Lợi nhuận gộp ghi nhận lỗ hơn 159 tỷ đồng trong Q3/2022 và ghi nhận gần 1,7 nghìn tỷ đồng trong 9T/2022 tăng nhẹ 6% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế ghi nhận lỗ hơn 418 tỷ đồng trong Q3/2022 và ghi nhận lũy kế 290 tỷ đồng trong 9T/2022 giảm 84% so với cùng kỳ.

**Phát triển đầu tư nâng cao quy mô sản xuất :** Dự án nhà máy Phú Mỹ sẽ bắt đầu khởi công vào năm nay dự kiến sẽ hoàn thành giai đoạn 1 vào năm 2024 nâng tổng công suất sản xuất của Nam Kim thêm 400 nghìn tấn và sau khi hoàn thành giai đoạn 3 của dự án vào năm 2027 tổng công suất của Nam Kim sẽ đạt hơn 2,3 triệu tấn.

**Định giá :** Chúng tôi kết hợp đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ mã cổ phiếu NKG với giá mục tiêu 15,100 đồng/cp tức upside 14% so với thị giá.

**Rủi ro :** căng thẳng chính trị và chiến tranh giữa Nga và Ukraine vẫn chưa đến hồi kết, bên cạnh đó các chính sách sản xuất và tiêu thụ thép từ Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lớn đến sự biến động của giá thép và nguyên vật liệu đầu vào.

## Biểu đồ giá cổ phiếu



Ngày báo cáo	9-12-2022
Thị giá ngày báo cáo	13,300 VND/cp
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>15,100 VND/cp</b>
<b>Tăng / giảm (%)</b>	<b>14%</b>
Mã Bloomberg	NKG VN
Vốn hóa	3,133 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 7,400 – VND 41,668
KLGDĐQ	205 tỷ VND

## Diễn biến giá

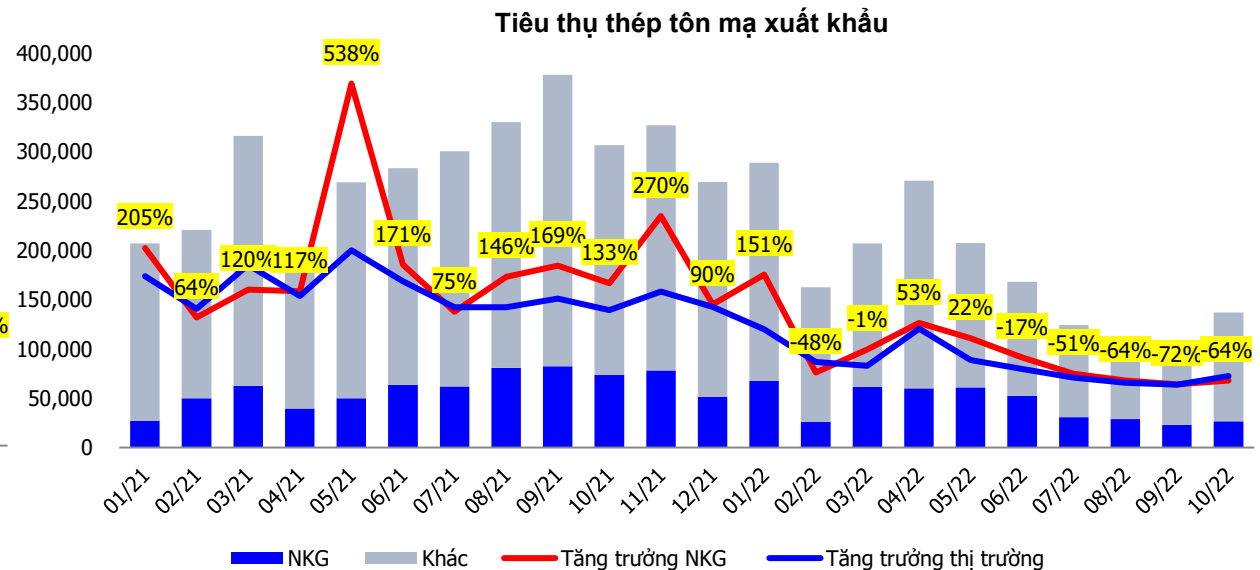
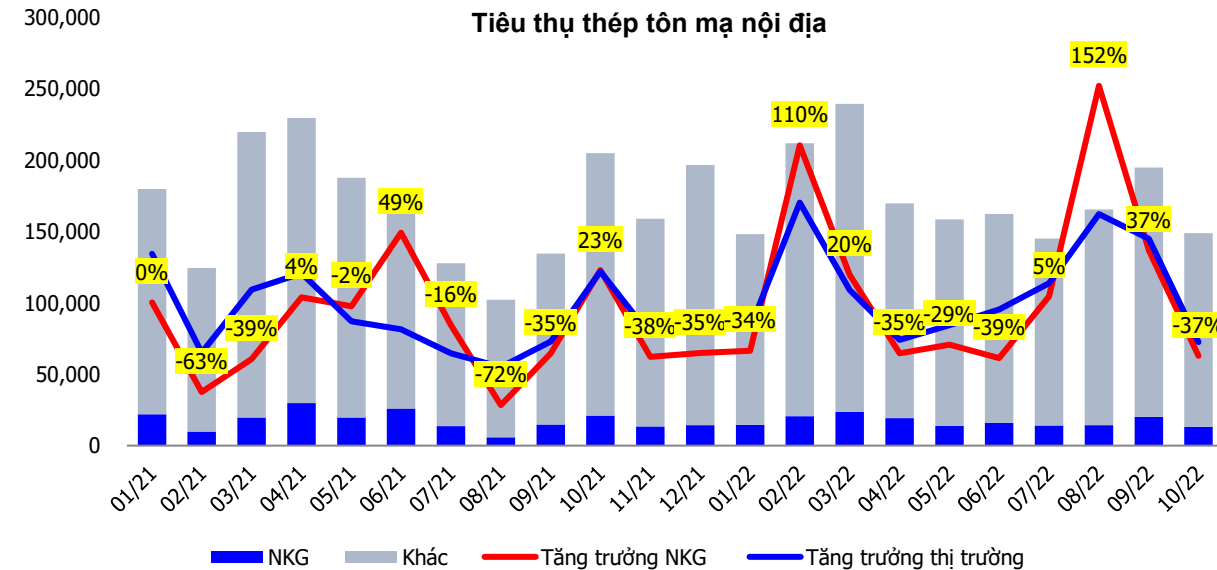
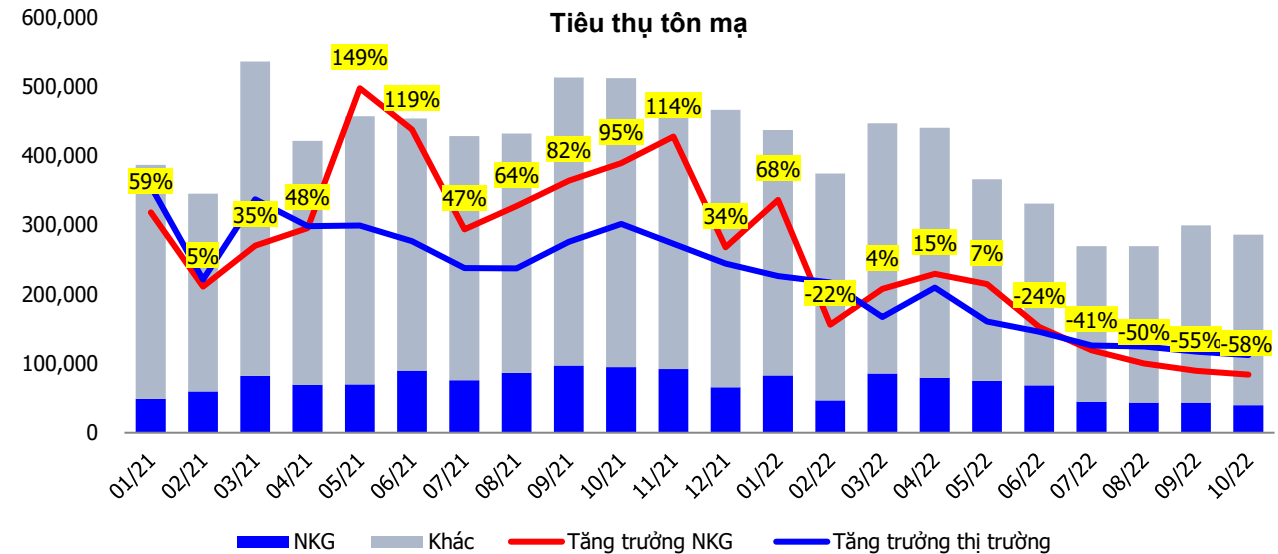
	1M	3M	12M	
NKG	58%	-43%	-56%	Giới hạn sở hữu nước ngoài 49%
VNIndex (%)	11%	-15%	-28%	Sở hữu nước ngoài 10%

	Đơn vị	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>28,173</b>	<b>23,846</b>	<b>21,949</b>	<b>25,451</b>	<b>30,420</b>
EBIT	Tỷ VND	2,749	387	474	996	1,363
<b>LNST</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>2,225</b>	<b>141</b>	<b>198</b>	<b>699</b>	<b>1,097</b>
EPS	VND	11,115	587	752	2,657	4,165
Tăng trưởng EPS	%	585%	-95%	28%	253%	57%
<b>P/E</b>	<b>Lần</b>	<b>1.7</b>	<b>26.0</b>	<b>20.3</b>	<b>5.7</b>	<b>3.7</b>
EV/EBITDA	Lần	2.3	10.2	9.6	5.0	3.2
Cổ tức trên mệnh giá	VND	500	500	500	500	500
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	3%	3%	3%	3%	3%
P/B	Lần	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
<b>ROE</b>	<b>%</b>	<b>39%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>
Nợ vay / Vốn CSH	%	67%	91%	78%	74%	58%

Nguồn: MBS Research

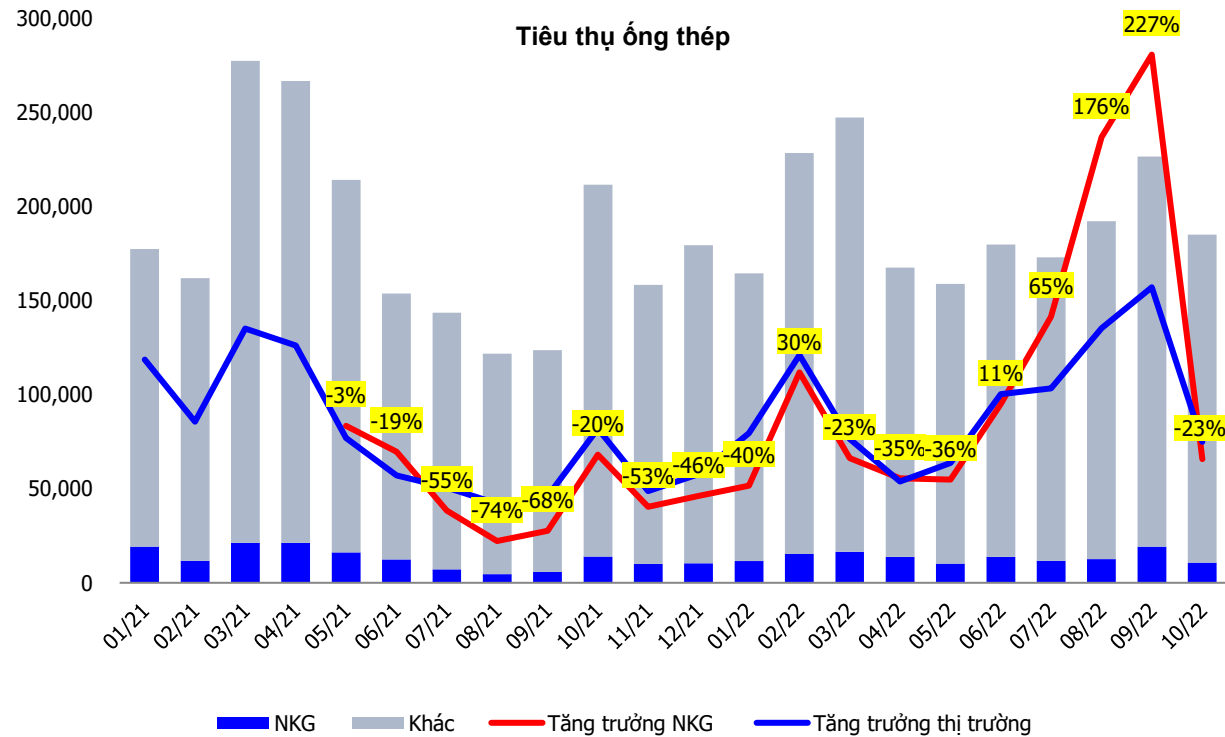
## Sản lượng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu tôn mạ Nam Kim

- Sản lượng tiêu thụ Nam Kim trong Q3/2022 ghi nhận suy giảm so với cùng kỳ bởi 2 tác động từ nền cao trong năm 2021 và sự khó khăn ngắn và trung hạn chung của ngành trong giai đoạn hiện nay khi nền kinh tế chứng kiến sự lạm phát toàn cầu với mặt bằng lãi suất cao, song song đó là các biện pháp kiểm soát về thị trường bất động sản đã khiến áp lực lên ngành thép nói chung. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong Q3/2022 đạt chỉ hơn 131 nghìn tấn (-49% YoY).
- Dù biến động trong Q1/2022 có các tháng khả quan bởi giai đoạn này nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn lãi suất thấp và kinh tế phục hồi. Tuy nhiên, xu thế xấu diễn ra hiện nay khi các diễn biến nền kinh tế toàn cầu trở nên phức tạp từ Q2/2022 kéo dài đến hiện nay. Tổng tiêu thụ tôn mạ 10T/2022 ghi nhận chỉ hơn 607 nghìn tấn (-21% YoY). Trong đó, xuất khẩu ghi nhận suy giảm dần đều từ Q2/2022 đến Q3/2022 ghi nhận tổng lượng xuất khẩu 10T/2022 đạt hơn 437 nghìn tấn (-26% YoY). Tiêu thụ nội địa biến động tăng giảm trong giai đoạn 10T/2022, tuy nhiên tổng lượng tiêu thụ vẫn chỉ đạt hơn 169 nghìn tấn giảm nhẹ 7% so với cùng kỳ.

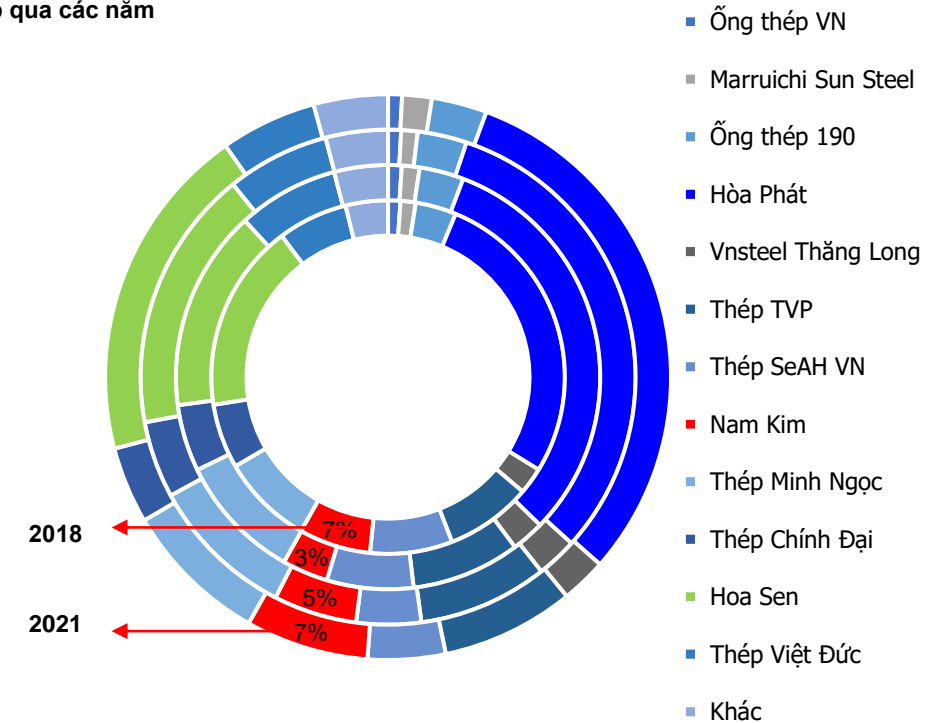


## Sản lượng tiêu thụ ống thép Nam Kim

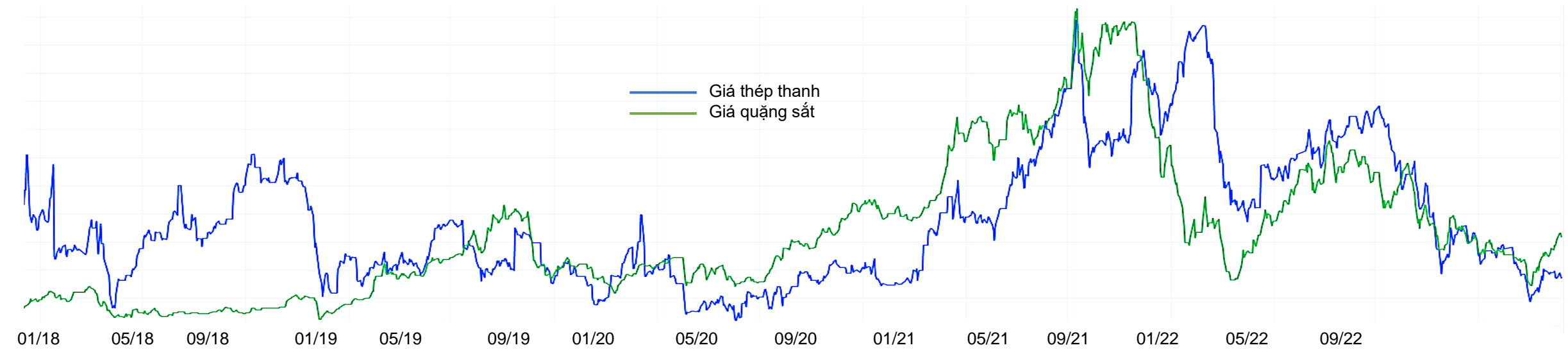
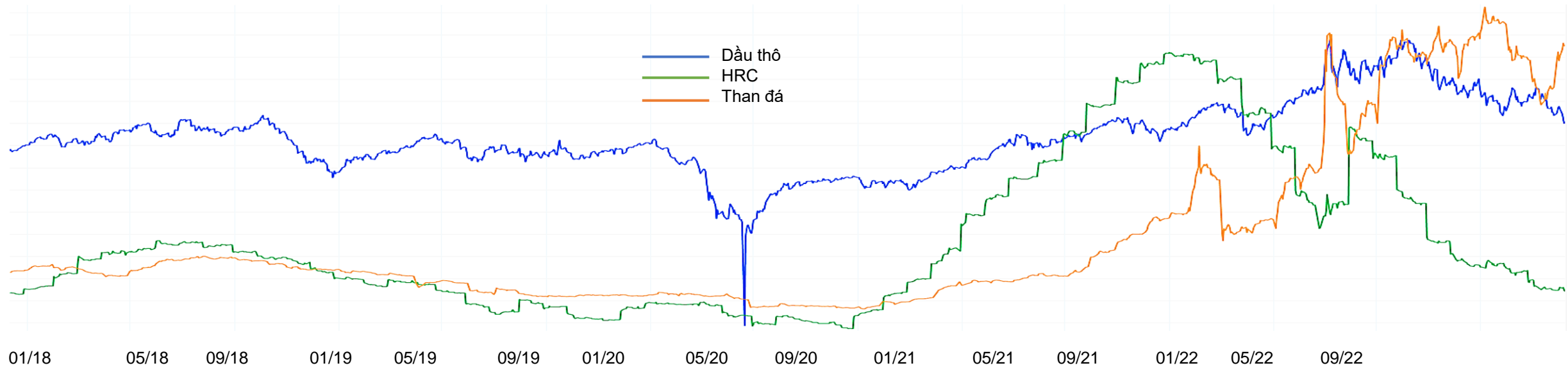
- Sản lượng tiêu thụ ống thép của Nam Kim chiếm tỷ trọng khá nhỏ, và đa phần là tiêu thụ nội địa. Tuy nhiên Nam Kim vẫn đang nâng dần tỷ trọng tiêu thụ của mình so với toàn ngành với tỷ trọng chỉ 3% trong năm 2019 đã cải thiện đạt 7% trong năm 2021 với tổng sản lượng hơn 154 nghìn tấn (+8.71% YoY).
- Diễn biến thị trường nội địa tại Việt Nam đang trong giai đoạn không khả quan, bên cạnh đó đa phần ống thép Nam Kim điều tiêu thụ tại thị trường nội địa dẫn đến tiêu thụ ống thép của Nam Kim tiêu thụ trong quý 2 và 6T/2022 suy giảm so với cùng kỳ đạt lần lượt hơn 37 nghìn tấn và 81 nghìn tấn. Tuy nhiên, trong Q3/2022 kết quả tiêu thụ ống thép khả quan vượt trội so với cùng kỳ đạt hơn 43 nghìn tấn (+148% YoY), trong đó đỉnh điểm là nằm ở tháng 8 và tháng 9 đạt lần lượt là hơn 12 nghìn tấn (+176% YoY) và hơn 19 nghìn tấn (+227% YoY). Kết quả 10T/2022 đạt hơn 135 nghìn tấn tăng trưởng nhẹ 2% so với cùng kỳ bởi kết quả kém từ 6 tháng đầu năm.



**Thị phần ống thép qua các năm**



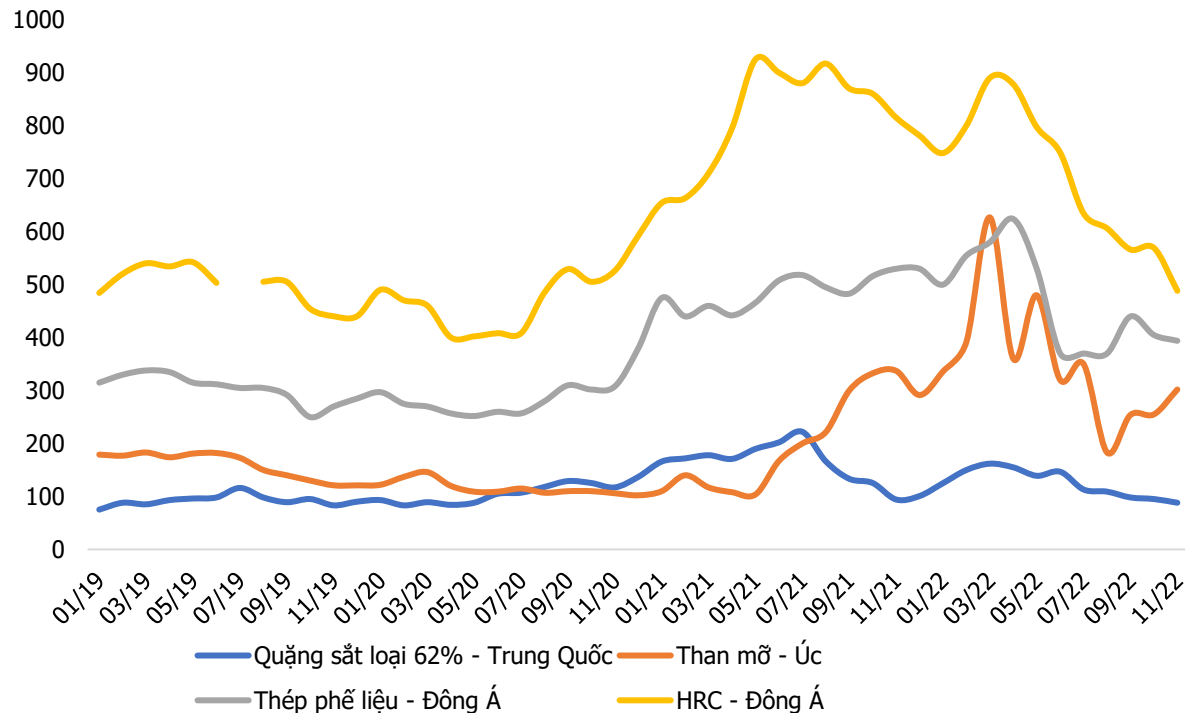
Giá sắt thép và giá than đá và dầu thô tiếp tục giữ ở mức cao tại thị trường quốc tế tiếp tục kỳ vọng phục hồi khi thị trường Trung Quốc được nới lỏng



## Tình hình biến động giá nguyên liệu sản xuất và giá tôn mạ

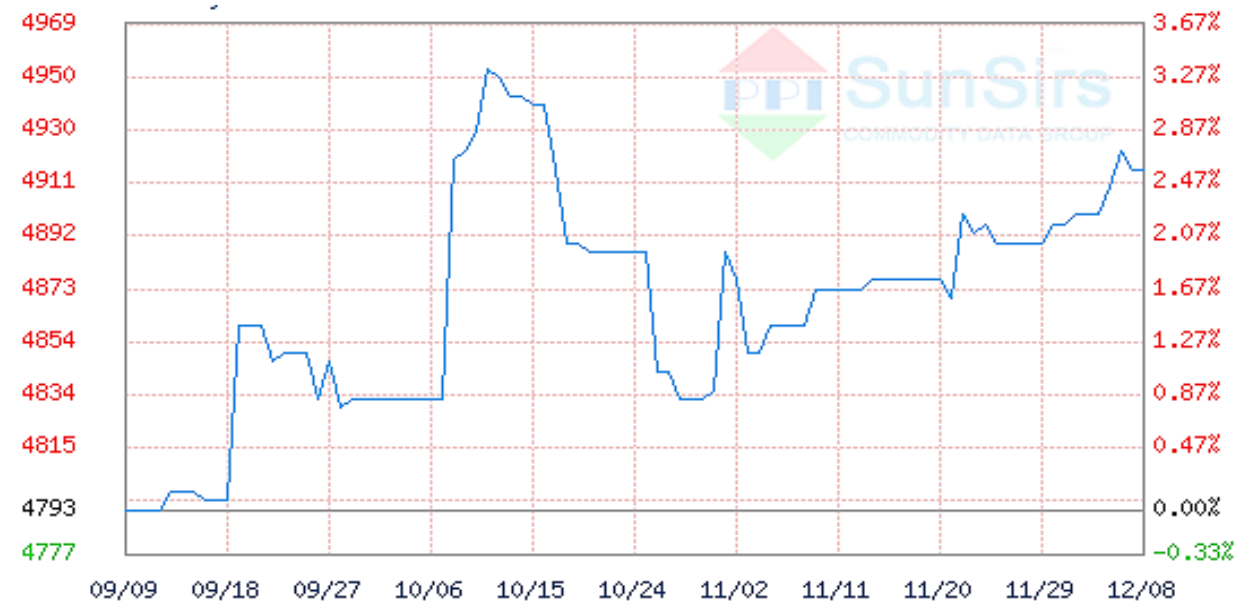
- Giá thép duy trì tương đối ổn định kể từ khi chạm mức cao nhất trong một tháng và giá quặng sắt đang có dấu hiệu tăng lên trong tháng 12, mức cao nhất kể từ giữa tháng 8. Điều này đến từ triển vọng khả quan hơn cho nền công nghiệp Trung Quốc với nỗ lực kích thích hoạt động xây dựng của chính quyền. Các ngân hàng thương mại đã đồng ý gia hạn hạn mức tín dụng mới cho các nhà phát triển tư nhân, các quan chức đã dỡ bỏ lệnh cấm tái cấp vốn cho các nhà phát triển đã niêm yết và PBoC đã cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc để chuyển sang cho vay đối với lĩnh vực nợ nần chông chát. Bên cạnh đó, hy vọng mở cửa trở lại của nền kinh tế Trung Quốc khi các thành phố lớn bắt đầu nới lỏng các biện pháp về ngăn chặn Covid.
- Tuy nhiên áp lực vẫn còn đó khi chỉ số PMI của NBS cho thấy hoạt động của nhà máy trong tháng 11 giảm mạnh nhất trong 7 tháng là một trong các dấu hiệu cho thấy tốc độ tăng trưởng nền kinh tế đang chậm lại và lo ngại về lĩnh vực bất động sản ngập trong nợ nần ở Trung Quốc.

Giá nguyên vật liệu đầu vào



Giá tôn mạ tại thị trường Trung Quốc

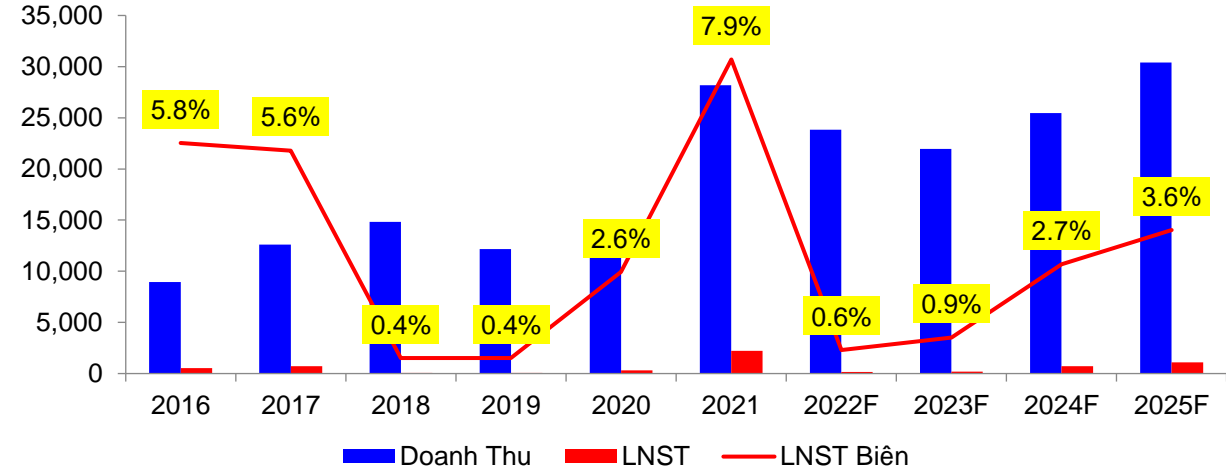
Đvt: RMB/Tấn



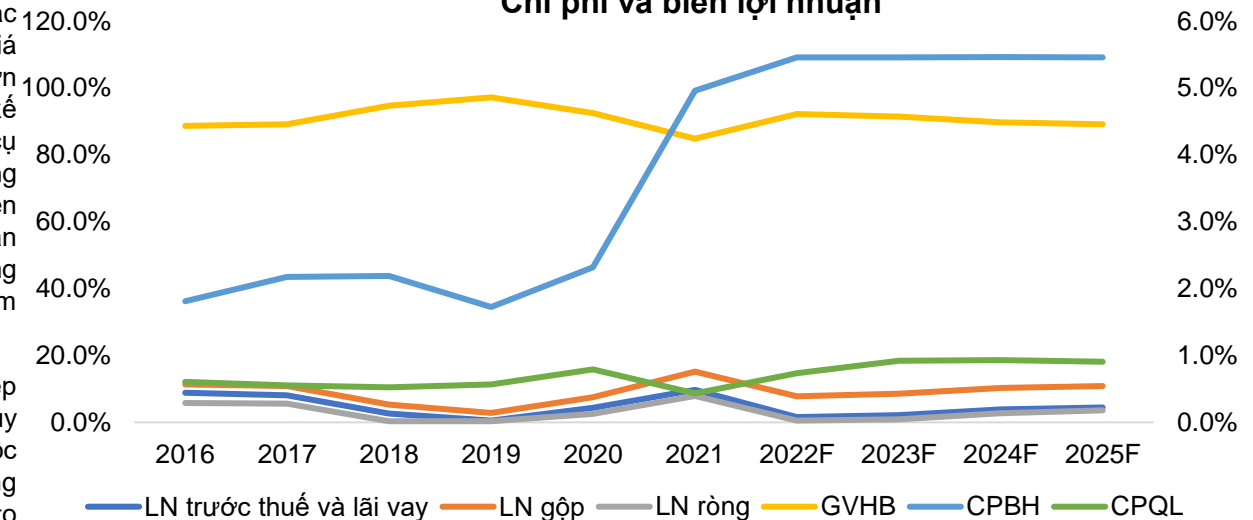
## Kết quả hoạt động kinh doanh Nam Kim

- Kết quả kinh doanh Q3/2022 kém khả quan bởi diễn biến xấu từ thị trường chung. Từ các yếu tố vĩ mô đến khó khăn ngành bất động sản trong nước, lãi suất cao và tỷ giá đã đồng thời tác động mạnh lên kết quả chung của toàn ngành. NKG đã ghi nhận kết quả kém so với cùng kỳ ghi nhận mức doanh thu thuần hơn 4,4 nghìn tỷ (-41% YoY). Điều này đến từ sự suy giảm về sản lượng tiêu thụ Tôn Mạ đặc biệt là về sản lượng xuất khẩu (tỷ trọng xuất khẩu chiếm trên 60%) và giá tôn mạ đồng thời suy giảm trong giai đoạn này bởi khó khăn nền kinh tế toàn cầu. Chi phí nguyên vật liệu tăng cao đột biến đã khiến cho lợi nhuận gộp trong kỳ âm gần 160 tỷ đồng. Chi phí bán hàng cải thiện ghi nhận giảm đạt hơn 212 tỷ đồng (-54% YoY) và chi phí biên giảm chỉ còn 4.81% (Q3/2021: 6.17%). Tuy nhiên chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 46% so với cùng kỳ đạt hơn 56 tỷ đồng đưa mức chi phí biên lên 1.28% (Q3/2021: 0.52%). Lợi nhuận sau thuế NKG ghi nhận âm hơn 418 tỷ đồng chủ yếu đến từ tác động tăng đột biến của giá vốn hàng bán đưa lợi nhuận gộp âm trong kỳ.
- Với kết quả khả quan trong 2 quý đầu năm 2022 đã hỗ trợ cho kết quả kinh doanh lũy kế 9T/2022 ghi nhận mức suy giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ đạt hơn 18,8 nghìn tỷ đồng. Dù vậy giá vốn hàng bán vẫn bị tác động mạnh từ đầu năm đã khiến cho biên lợi nhuận gộp bị co hẹp lại từ đầu năm đến hiện nay. Giá vốn hàng bán tăng 6% so với cùng kỳ đạt hơn 17 nghìn tỷ đồng đưa mức lợi nhuận gộp suy giảm 47% so với cùng kỳ đạt gần 1,7 nghìn tỷ đồng. Mức biên lợi nhuận gộp bị tác động mạnh xuống chỉ còn 9% trong 9T/2022, tuy thấp hơn so với thời điểm 2021 (15.16% do giá thép tăng đột biến trong giai đoạn phục hồi nền kinh tế toàn cầu sau đại dịch) nhưng vẫn cao hơn so với các thời điểm năm từ năm 2018 đến 2020. Thu nhập tài chính và chi phí tài chính lũy kế 9T/2022 tăng mạnh so với cùng kỳ do mặt bằng lãi suất bắt đầu tăng từ đầu năm đến hiện nay, cụ thể đạt lần lượt hơn 256 tỷ đồng (+174% YoY) và 402 tỷ đồng (+51% YoY). Dù chi phí bán hàng trong Q3/2022 có cải thiện nhưng Q2/2022 chi phí này tăng cao dẫn đến 9T/2022 không cải thiện quá lớn so với cùng kỳ đạt hơn 1 nghìn tỷ đồng (+19% YoY) với mức chi phí biên 6%. Chi phí quản lý doanh nghiệp ghi nhận tăng mạnh đạt hơn 143 tỷ đồng (+40% YoY) đưa mức chi phí biên tăng lên 0.76% (9T/2021: 0.53%). Lợi nhuận sau thuế 9T/2022 NKG ghi nhận 290 tỷ đồng suy giảm mạnh 84% so với cùng kỳ do tác động suy giảm từ Q2/2022 và lợi nhuận âm trong Q3/2022.
- Chi phí bán hàng NKG trong Q3/2022 đang có xu hướng cải thiện dần, MBS kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục giữ vững sự cải thiện này. Chi phí quản lý doanh nghiệp biên đang có xu hướng tăng, tuy nhiên đây là tác động đến từ sự suy giảm mạnh của doanh thu. Kỳ vọng, nền kinh tế Trung Quốc sẽ phục hồi thúc đẩy nhu cầu trong trung hạn, đồng thời lạm phát được kiểm soát tốt tại Mỹ trong năm 2023 đưa mặt bằng lãi suất trở nên ổn định và hạ nhiệt tạo điều kiện kích cầu từ thị trường to lớn này.

### Doanh thu và lợi nhuận theo năm

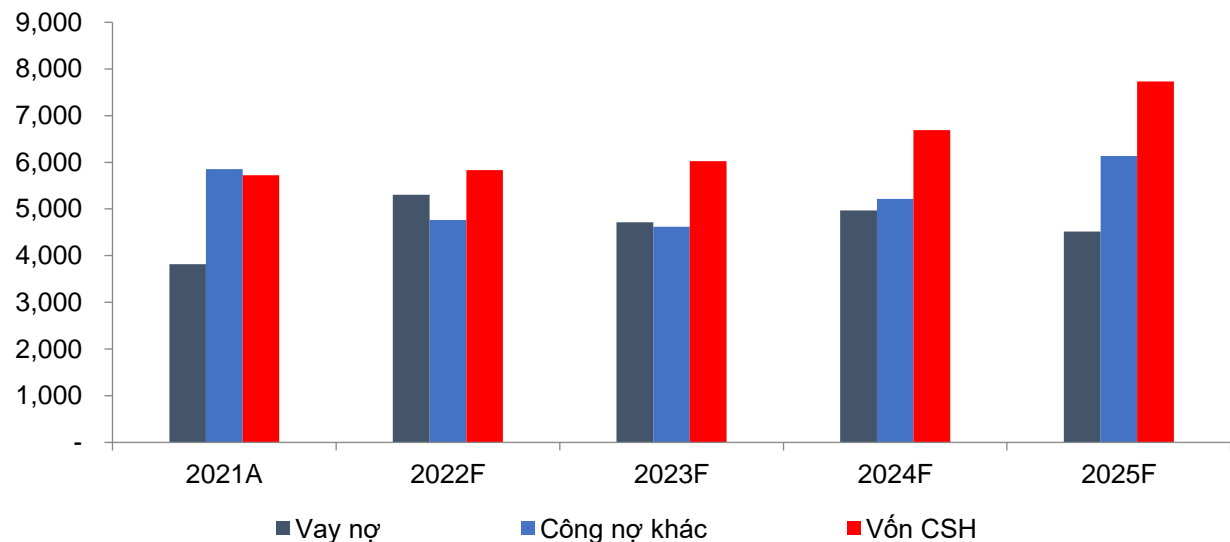
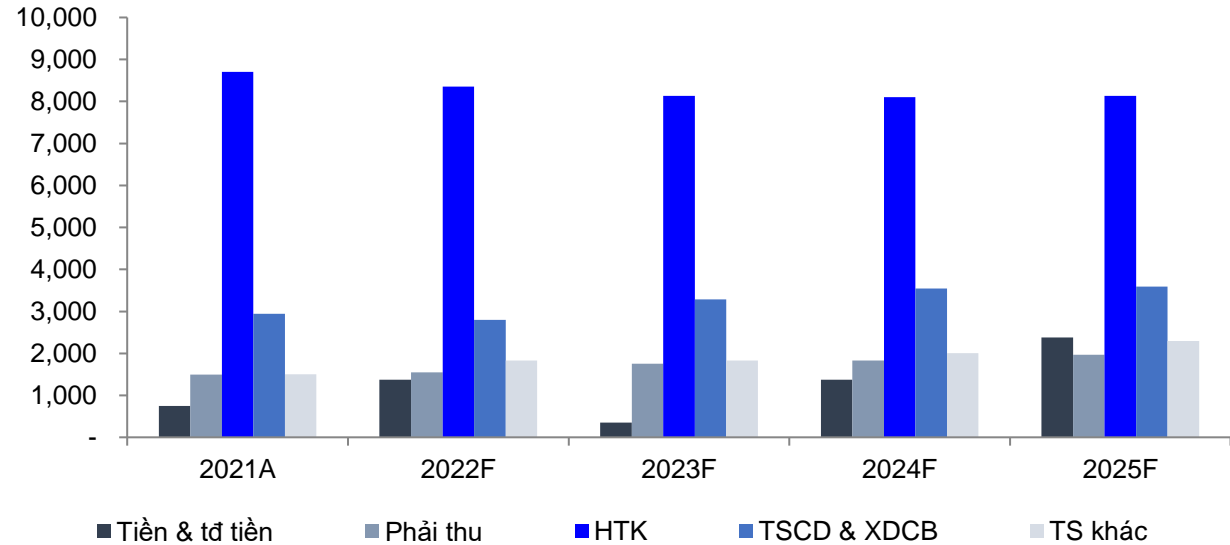


### Chi phí và biên lợi nhuận



## Tình hình tài chính Nam Kim

- Trong giai đoạn thanh khoản khó khăn hiện nay thì Nam Kim vẫn duy trì và gia tăng lượng tiền và tương đương tiền tại thời điểm cuối Q3/2022 ở mức cao hơn so với cùng kỳ đạt hơn 1 nghìn tỷ đồng tăng hơn 40% so với đầu năm chiếm 8% tỷ trọng tài sản ngắn hạn. Các khoản đầu tư ngắn hạn vẫn duy trì ở mức hơn 420 tỷ đồng giảm nhẹ 6% so với đầu năm với toàn bộ là các khoản tiền gửi có kỳ hạn.
- Các khoản phải thu giảm nhẹ so với đầu năm đạt hơn 1,7 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên vòng quay các khoản phải thu vẫn suy giảm (2021: 20.78 lần ; Q3/2022 TTM: 15 lần) và số ngày thu tiền hàng bình quân (2021: 18 ngày ; Q3/2022 TTM: 24 ngày) vẫn tăng so với năm 2021. Các khoản phải thu ngắn hạn ghi nhận biến động trái ngược từ 2 phân khúc đối tượng trong và ngoài nước, cụ thể khoản phải thu khách hàng trong nước ghi nhận tăng gấp đôi so với thời điểm đầu năm thì đối với khoản thu từ khách hàng nước ngoài thì giảm đến 2/3.
- Hàng tồn kho tăng đột biến trong năm 2021 do nhu cầu thị trường tăng đột biến đã khiến cho hầu hết các doanh nghiệp ngành thép tăng cường năng lực sản xuất và đẩy mạnh tích lũy hàng tồn kho. Hiện nay, nhu cầu suy giảm trong khi năng lực sản xuất đã được nâng cao trước đó dẫn đến lượng hàng tồn kho tại NKG tiếp tục duy trì ở mức cao và tăng nhẹ hơn so với đầu năm đạt hơn 8,8 nghìn tỷ đồng đưa hệ số vòng quay hàng tồn kho xuống mức chỉ còn 2.84 lần (trung bình giai đoạn 5 năm trước đó là 4.27 lần) và thời gian quay vòng hàng tồn kho lên đến 129 ngày (trung bình giai đoạn 5 năm trước là 86 ngày).
- Với lượng tiền và tương đương tiền tăng cao đã đưa các chỉ số thanh khoản của doanh nghiệp cải thiện đáng kể với tỷ suất thanh toán tiền mặt, thanh toán nhanh và thanh toán hiện thời lần lượt đạt 0.1; 0.39 và 1.26.
- Nam Kim ghi nhận tài sản dở dang dài hạn tại thời điểm cuối Q3/2022 là hơn 264 tỷ đồng tăng 50% so với đầu năm, trong đó gần như toàn bộ là chi phí xây dựng cơ bản dở dang. Đây có thể là khoản chi phí đầu tư vào dự án Phú Mỹ mà Nam Kim đã đặt ra từ trước.
- Các khoản vay ngắn hạn tăng mạnh so với cùng kỳ đạt hơn 5,7 nghìn tỷ đồng tăng 53% so với đầu năm và nợ dài hạn được Nam Kim thanh toán hết trong kỳ. Ở khoản vay ngắn hạn, hầu hết khoản vay đã tăng trong kỳ đến từ khoản vay từ Ngân hàng đầu tư và Phát Triển Việt Nam với gần 4,5 nghìn tỷ đồng ( đã thanh toán trong kỳ hơn 2,8 nghìn tỷ đồng). Với việc tăng các khoản vay ngắn hạn đã đưa tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu và nợ trên tổng tài sản lên cao hơn so với thời điểm năm 2021 lần lượt là 1 và 0.36.
- Với kết quả kém khả quan trong 9T/2022 đã đưa tỷ suất sinh lời ROE và ROA của Nam Kim suy giảm đáng kể lần lượt đạt 12.45% và 4.64% (2021: 49.98% và 19.22%).



## (NĂM GIỮ – GIÁ MỤC TIÊU : VND 15,100)

### Dự phóng và định giá

- Kỳ vọng nền kinh tế toàn cầu sẽ dần ổn định trong giai đoạn 2023-2024 cũng như các chính sách tài khóa và kiểm soát ngành bất động sản tại Việt Nam dần bình ổn trở lại, từ đó tạo điều kiện thúc đẩy khả năng tiêu thụ của NKG trong giai đoạn năm 2023-2025. Bên cạnh đó, khi nhà máy Phú Mỹ được đưa vào hoạt động sẽ đẩy mạnh sản lượng sản xuất của Nam Kim tăng trưởng vượt trội góp phần thúc đẩy tăng trưởng tổng doanh thu. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ sẽ tăng trưởng vượt trội khi dự án Phú Mỹ hoàn thành theo 3 giai đoạn như sau:
  - Giai đoạn 1: 2022 - 2024 nâng công suất lên thêm 400 nghìn tấn/ năm
  - Giai đoạn 2: 2024 – 2025 nâng công suất lên thêm 400 nghìn tấn/ năm
  - Giai đoạn 3: 2025 – 2027 nâng công suất lên thêm 400 nghìn tấn/ năm.
- Tổng vốn đầu tư cho dự án là 4,5 nghìn tỷ đồng với diện tích là 33 ha. Theo kế hoạch, nguồn vốn dùng để đầu tư cho dự án sẽ đến từ nguồn lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp mà không sử dụng vốn vay. Điều này sẽ giảm đòn bẩy cũng như giảm gánh nặng lãi vay trong dài hạn cho doanh nghiệp cũng như đồng thời tận dụng các nguồn lực tự có.
- Nam Kim sẽ vẫn tập trung đẩy mạnh xuất khẩu trong mục tiêu dài hạn (tỷ trọng từ 55-60% tổng tiêu thụ) với mục tiêu sản phẩm chất lượng cao. Tuy nhiên, tỷ trọng có thể linh động tùy hình giá cả tại thị trường nội địa cũng như xuất khẩu.
- Ngoài ra, Nam Kim tiếp tục có kế hoạch và định hướng phát triển thêm các dòng sản phẩm về hàng gia dụng nhằm đa dạng hóa sản phẩm thúc đẩy doanh thu cho doanh nghiệp trong dài hạn.
- Doanh thu và lợi nhuận theo chúng tôi dự phóng sẽ phục hồi vào năm 2023 và dần cải thiện trong trung hạn bởi các lợi thế vốn có của doanh nghiệp cũng như việc vận hành nhà máy mới sẽ nâng cao năng lực sản xuất cũng như đưa mức chi phí biên được kiểm soát tốt hơn.
- Chúng tôi kết hợp đồng thời 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E để đưa ra mức giá mục tiêu là 15,100 VND với khả năng upside là 14%.

Phân tích Dupont	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST / Doanh thu	0.03x	0.08x	0.01x	0.01x	0.03x	0.04x
Tổng TS/VCSH	2.44x	2.69x	2.73x	2.55x	2.52x	2.38x
Doanh thu/Tổng TS	1.49x	1.83x	1.50x	1.43x	1.51x	1.66x
<b>ROE</b>	<b>9.3%</b>	<b>38.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>10.5%</b>	<b>14.2%</b>
Vòng quay kinh doanh	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Thời gian thu tiền KH	30 days	18 days	23 days	27 days	26 days	23 days
Thời gian tồn kho	85 days	85 days	142 days	150 days	130 days	109 days
Thời gian phải trả	49 days	45 days	73 days	71 days	65 days	64 days
Chu kỳ tiền mặt	66 days	57 days	92 days	107 days	90 days	68 days

		Terminal FCFF Growth Rate:								
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
WACC	13.0%	14,531	14,731	14,938	15,154	15,377	15,608	15,849	16,099	16,360
	13.5%	14,463	14,660	14,865	15,077	15,297	15,526	15,763	16,010	16,266
	14.0%	14,396	14,591	14,793	15,002	15,219	15,445	15,678	15,921	16,174
	14.5%	14,330	14,522	14,722	14,928	15,142	15,365	15,595	15,835	16,084
	15.0%	14,265	14,455	14,652	14,855	15,067	15,286	15,513	15,749	15,994
	15.5%	14,201	14,388	14,582	14,784	14,992	15,208	15,432	15,665	15,907
	16.0%	14,137	14,322	14,514	14,713	14,918	15,131	15,352	15,582	15,820
	16.5%	14,075	14,258	14,447	14,643	14,846	15,056	15,274	15,500	15,735
	17.0%	14,013	14,194	14,381	14,574	14,774	14,982	15,197	15,420	15,651



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F		2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>11,560</b>	<b>28,173</b>	<b>23,846</b>	<b>21,949</b>	<b>25,451</b>	<b>30,420</b>	<b>Định giá</b>						
Giá vốn hàng bán	10,690	23,904	21,983	20,074	22,828	27,120	EPS	1,622	11,115	587	752	2,657	4,165
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>869</b>	<b>4,270</b>	<b>1,864</b>	<b>1,875</b>	<b>2,623</b>	<b>3,300</b>	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	17,474	26,202	22,166	22,880	25,404	29,361
Doanh thu hoạt động tài chính	89	199	328	293	285	316	P/E	26.3	1.7	26.0	20.3	5.7	3.7
Chi phí tài chính	281	397	564	555	493	438	P/B	2.4	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	360	1,521	1,477	1,401	1,627	1,937	<b>Khả năng sinh lời</b>						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>321</b>	<b>2,562</b>	<b>162</b>	<b>228</b>	<b>804</b>	<b>1,260</b>	Biên lợi nhuận gộp	8%	15%	8%	9%	10%	11%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>295</b>	<b>2,225</b>	<b>141</b>	<b>198</b>	<b>699</b>	<b>1,097</b>	Biên EBITDA	8%	11%	3%	4%	6%	6%
							Biên lợi nhuận sau thuế	3%	8%	1%	1%	3%	4%
							ROE	9%	39%	2%	3%	10%	14%
							ROA	4%	14%	1%	1%	4%	6%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)							Tăng trưởng						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F		2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,492</b>	<b>12,216</b>	<b>12,855</b>	<b>11,807</b>	<b>13,043</b>	<b>14,495</b>	Doanh thu	-5%	144%	-15%	-8%	16%	20%
I. Tiền & tương đương tiền	219	751	1,373	351	1,373	2,383	Lợi nhuận trước thuế	257%	699%	-94%	40%	253%	57%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	370	448	492	566	708	850	Lợi nhuận sau thuế	528%	654%	-94%	40%	253%	57%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,218	1,493	1,550	1,756	1,832	1,971	EPS	528%	585%	-95%	28%	253%	57%
IV. Hàng tồn kho	2,371	8,702	8,353	8,130	8,104	8,136	Tổng tài sản	-4%	98%	3%	-3%	10%	9%
V. Tài sản ngắn hạn khác	314	822	1,086	1,004	1,026	1,155	Vốn chủ sở hữu	5%	80%	2%	3%	11%	16%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,270</b>	<b>3,182</b>	<b>3,051</b>	<b>3,549</b>	<b>3,825</b>	<b>3,882</b>	<b>Thanh khoản</b>						
I. Các khoản Phải thu dài hạn	3	0	0	0	0	0	Thanh toán hiện hành	1.10	1.27	1.28	1.27	1.29	1.37
II. Tài sản cố định	2,976	2,771	2,395	2,032	2,945	3,227	Thanh toán nhanh	0.14	0.12	0.19	0.10	0.21	0.30
1. Tài sản cố định hữu hình	2,727	2,530	2,162	1,808	2,730	3,019	Nợ/tài sản	39%	25%	33%	31%	29%	25%
2. Tài sản cố định vô hình	249	241	233	224	216	207	Nợ/vốn chủ sở hữu	94%	67%	91%	78%	74%	58%
III. Tài sản cho thuê tài chính	151	0	0	0	0	0	Khả năng thanh toán lãi vay	372.33	135.04	19.00	23.30	48.92	66.96
IV. Tài sản dở dang dài hạn	59	176	406	1,257	604	363	<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
V. Đầu tư tài chính dài hạn	23	8	9	9	9	10	Vòng quay phải thu khách hàng	12.1	20.8	15.7	13.3	14.2	16.0
VI. Tài sản dài hạn khác	58	227	242	251	266	283	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	20 ngày	20 ngày	30 ngày	18 ngày	23 ngày	27 ngày
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7,762</b>	<b>15,397</b>	<b>15,906</b>	<b>15,356</b>	<b>16,868</b>	<b>18,378</b>	Vòng quay hàng tồn kho	4.3	4.7	4.3	4.3	2.6	2.4
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,582</b>	<b>9,675</b>	<b>10,071</b>	<b>9,332</b>	<b>10,180</b>	<b>10,647</b>	Thời gian tồn kho bình quân	85 ngày	77 ngày	85 ngày	85 ngày	142 ngày	150 ngày
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,098</b>	<b>9,598</b>	<b>10,027</b>	<b>9,301</b>	<b>10,150</b>	<b>10,613</b>	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	21.2	10.0	7.4	8.0	5.0	5.2
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,578	5,825	4,738	4,595	5,187	6,102	Thời gian trả tiền bình quân	17 ngày	36 ngày	49 ngày	45 ngày	73 ngày	71 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,520	3,773	5,288	4,706	4,963	4,511	<b>Cashflow Statement (VND bn)</b>						
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>484</b>	<b>77</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	0	0	-578	533	1,686	2,227
1. Các khoản phải trả dài hạn	2	30	26	23	27	33	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	0	0	-295	-962	-916	-764
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	482	46	19	7	3	2	Dòng tiền từ hoạt động tài chính	0	0	1,494	-593	252	-453
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,180</b>	<b>5,722</b>	<b>5,836</b>	<b>6,024</b>	<b>6,688</b>	<b>7,730</b>	<b>Dòng tiền trong kỳ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>621</b>	<b>-1,022</b>	<b>1,022</b>	<b>1,010</b>
1. Vốn điều lệ	1,820	2,184	2,633	2,633	2,633	2,633	<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>751</b>	<b>1,373</b>	<b>351</b>	<b>1,373</b>
2. Thặng dư vốn cổ phần	766	786	786	786	786	786	<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,373</b>	<b>351</b>	<b>1,373</b>	<b>2,383</b>
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	576	2,635	2,299	2,487	3,150	4,189							
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0	0							
5. Vốn khác	18	117	118	118	120	123							
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>7,762</b>	<b>15,397</b>	<b>15,906</b>	<b>15,356</b>	<b>16,868</b>	<b>18,378</b>							

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khối Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Trái phiếu

Lê Minh Anh [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Thực phẩm – Đồ uống

Nguyễn Thành Công [Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn](mailto:Cong1.NguyenThanh@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)