

(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 23,500)

Luận điểm đầu tư

Công ty cổ phần thép Nam Kim vẫn đang tiếp tục cho thấy sự hoạt động hiệu quả trong năm 2021 cũng như đầu năm 2022 song song đó là kế hoạch đầu tư tăng công suất trong dài hạn hướng tới sản phẩm chất lượng cao gia tăng thị phần đẩy mạnh biên lợi nhuận. Chúng tôi khuyến nghị MUA 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 sản xuất và tiêu thụ duy trì khả quan : Tổng sản lượng tiêu thụ ống thép và tôn mạ trong quý 1 đạt hơn 245 nghìn tấn (+0.77% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Nam Kim đạt hơn 213 nghìn tấn (+12.12% YoY). 5T/2022 tổng sản lượng tiêu thụ đạt hơn 435 nghìn tấn (+4%), trong đó sản lượng tiêu thụ tôn mạ đạt hơn 368 nghìn tấn (+12%)

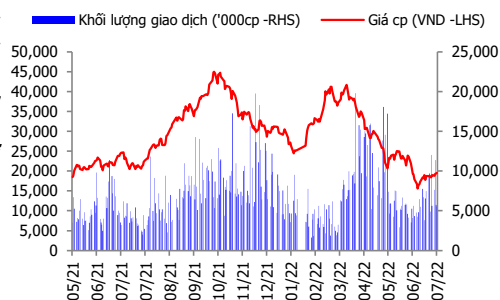
Hoạt động kinh doanh hiệu quả . Doanh thu và lợi nhuận Nam Kim trong quý 1 năm 2022 ghi nhận lần lượt đạt hơn 7,1 nghìn tỷ đồng (+47% YoY) và hơn 507 tỷ đồng (+59% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 13.38% và biên lợi nhuận ròng đạt hơn 7.09%.

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 MUA mã cổ phiếu NKG với giá mục tiêu 23,500 đồng/cp tức upside 21% 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



Diễn biến giá

	1M	3M	12M
NKG	1%	-44%	-11%
VNIIndex (%)	-3%	-19%	-9%

	Đơn vị	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	Tỷ VND	28,173	27,487	28,030	33,516	40,098
EBIT	Tỷ VND	2,749	1,284	1,552	2,065	2,382
LNST	Tỷ VND	2,225	914	1,144	1,633	1,937
EPS	VND	11,115	3,795	4,344	6,201	7,357
Tăng trưởng EPS	%	585%	-66%	14%	43%	19%
P/E	Lần	3.0	5.9	5.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	Lần	3.3	6.0	4.8	3.3	2.4
Cổ tức trên mệnh giá	VND	500	500	500	500	500
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	2%	2%	2%	2%	2%
P/B	Lần	1.3	0.9	0.8	0.6	0.5
ROE	%	39%	14%	15%	17%	17%
Nợ vay / Vốn CSH	%	67%	78%	50%	43%	38%

Nguồn: MBS Research

Ngày báo cáo	14-7-2022
Thị giá ngày báo cáo	19,500 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	23,500 VND/cp
Tăng / giảm (%)	21%
Mã Bloomberg	NKG VN
Vốn hóa	5,134 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 15,650 – VND 44,966
KLGDĐQ	227 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	11%

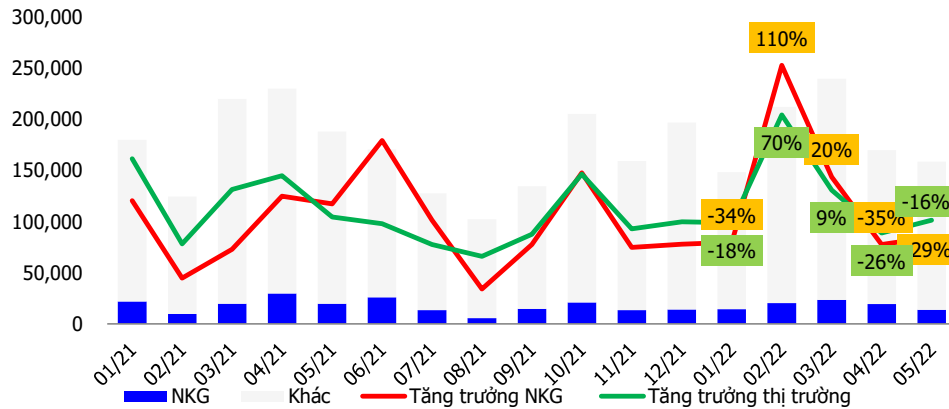
CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)



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

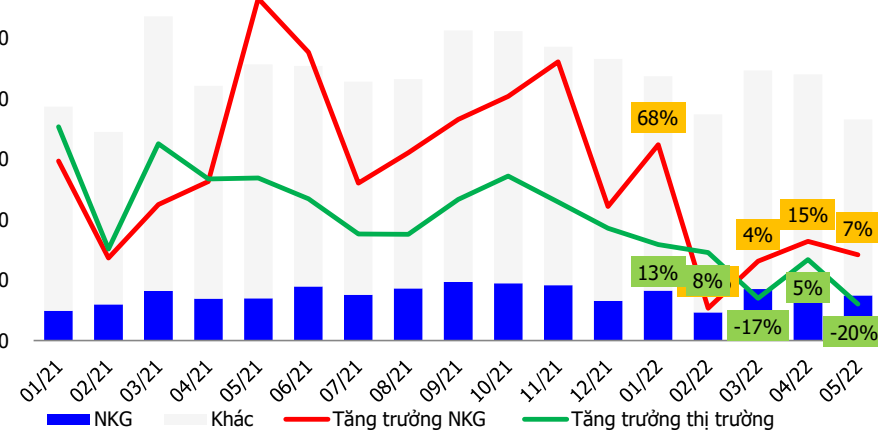
- Tỷ trọng xuất khẩu tôn mạ của Nam Kim trong cấu thành tiêu thụ đang được liên tục cải thiện, nếu quý 1 năm 2020 tỷ trọng xuất khẩu chỉ là 46% thì trong 4 quý gần nhất (từ quý 2/2021 đến quý 1/2022) Nam Kim đã nâng tỷ trọng xuất khẩu tôn mạ lên lần lượt là 67%; 87%; 81% và 73%. Điều này chứng tỏ Nam Kim đang chú trọng và đẩy mạnh tập trung vào thị trường xuất khẩu tại các nước trong khu vực Châu Âu và Úc. Trong quý 1 tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ đạt hơn 155 nghìn tấn tăng trưởng hơn 11.4% YoY, trong tháng 4 Nam Kim đã đẩy mạnh xuất khẩu tôn mạ đạt hơn 60 nghìn tấn tăng trưởng vượt trội hơn so với cùng kỳ (+53%) và tăng mạnh so với tháng 3/2022 (+41%). Trong dài hạn Nam Kim vẫn sẽ tiếp tục đẩy mạnh thị trường xuất khẩu với các sản phẩm chất lượng cao nhằm cải thiện tốt hơn biên lợi nhuận gộp trong dài hạn. 5T/2022 trong khi toàn ngành ghi nhận xuất khẩu giảm -6% YoY thì tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ đạt hơn 275 nghìn tấn (+21% YoY) chiếm tỷ trọng 24%.
- Ở thị trường nội địa, trong quý 1/2022 Nam Kim ghi nhận sản lượng tiêu thụ nội địa khả quan với tổng sản lượng đạt hơn 58 nghìn tấn (+14% YoY và +21% QoQ), đỉnh điểm là tháng 2/2022 sản lượng tiêu thụ nội địa đạt hơn 20 nghìn tấn (+110% YoY). Tuy nhiên thị trường nội địa tháng 4 không khả quan cho toàn thị trường dẫn đến sản lượng tiêu thụ nội địa toàn thị trường cũng như Nam Kim có phần suy giảm. Chúng tôi cho rằng thị trường nội địa trong nửa cuối năm sẽ được phục hồi trong viễn cảnh nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ trở lại. 5T/2022 sản lượng tiêu thụ nội địa chỉ đạt hơn 92 nghìn tấn (-9% YoY).

Tiêu thụ thép tôn mạ nội địa



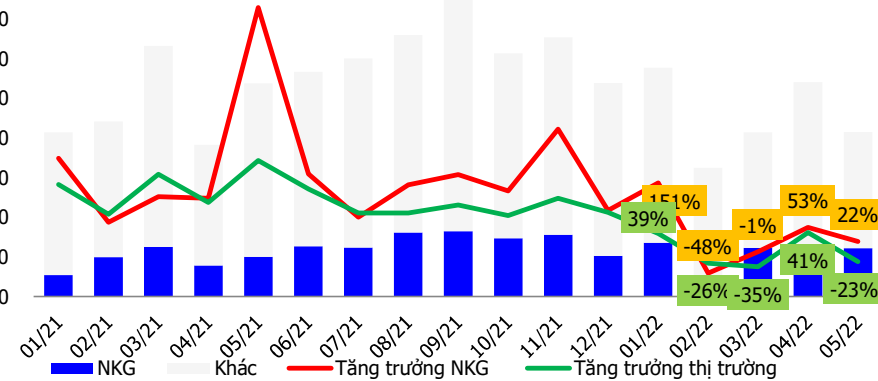
600,000

Tiêu thụ tôn mạ



400,000

Tiêu thụ thép tôn mạ xuất khẩu



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

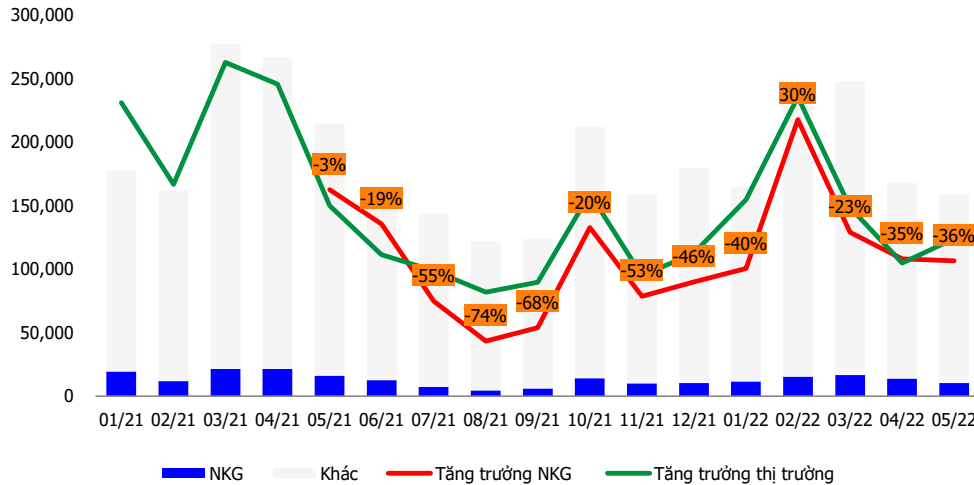
CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)



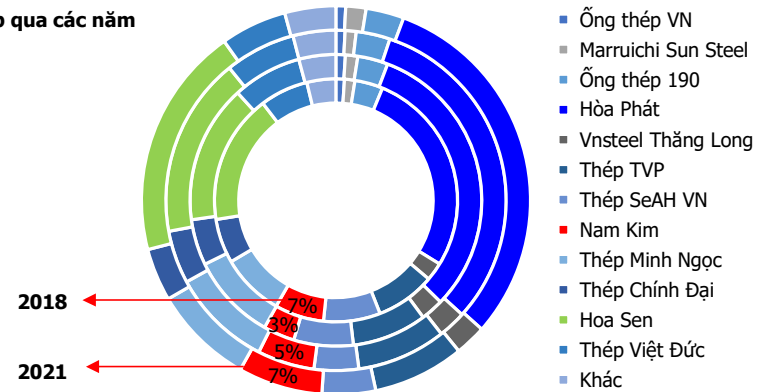
Sản lượng tiêu thụ ống thép Nam Kim

- 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).
- Trong Quý 1/2022, tổng sản lượng tiêu thụ ống thép tại Nam Kim đạt hơn 43 nghìn tấn (+27% QoQ), trong đó đỉnh điểm ghi nhận tại tháng 2/2022 với hơn 15 nghìn tấn (+30% YoY, +33% MoM). Do thị trường nội địa tại Việt Nam trong tháng 4 không khả quan và đa phần ống thép Nam Kim điều tiêu thụ tại thị trường nội địa dẫn đến tiêu thụ ống thép của Nam Kim chỉ đạt hơn 13 nghìn tấn trong tháng 4 (-37% YoY). MBS kỳ vọng với các chính sách hỗ trợ phục hồi kinh tế, tiêu thụ ống thép tại Nam Kim sẽ được cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2022 và đạt hơn 169 nghìn tấn (+10% YoY) cho cả năm 2022.

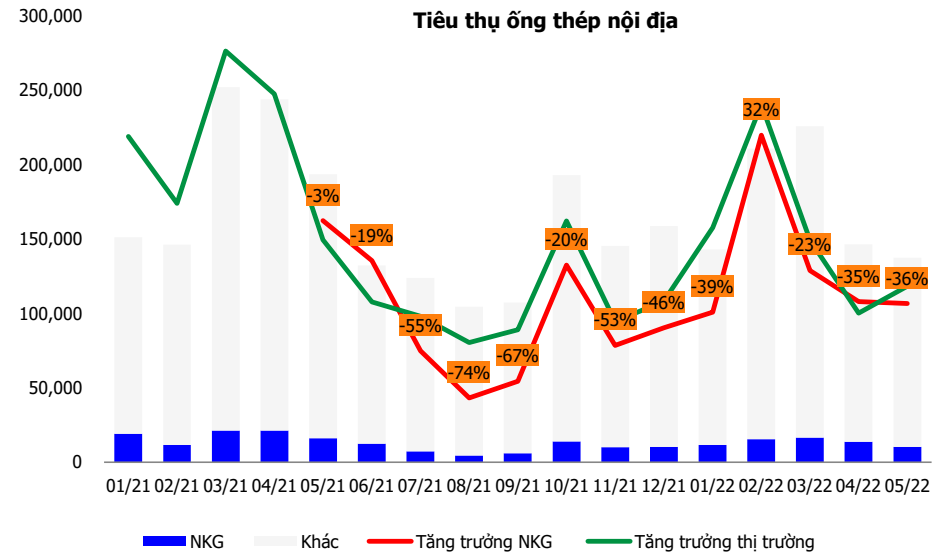
Tiêu thụ ống thép



Thị phần ống thép qua các năm



Tiêu thụ ống thép nội địa



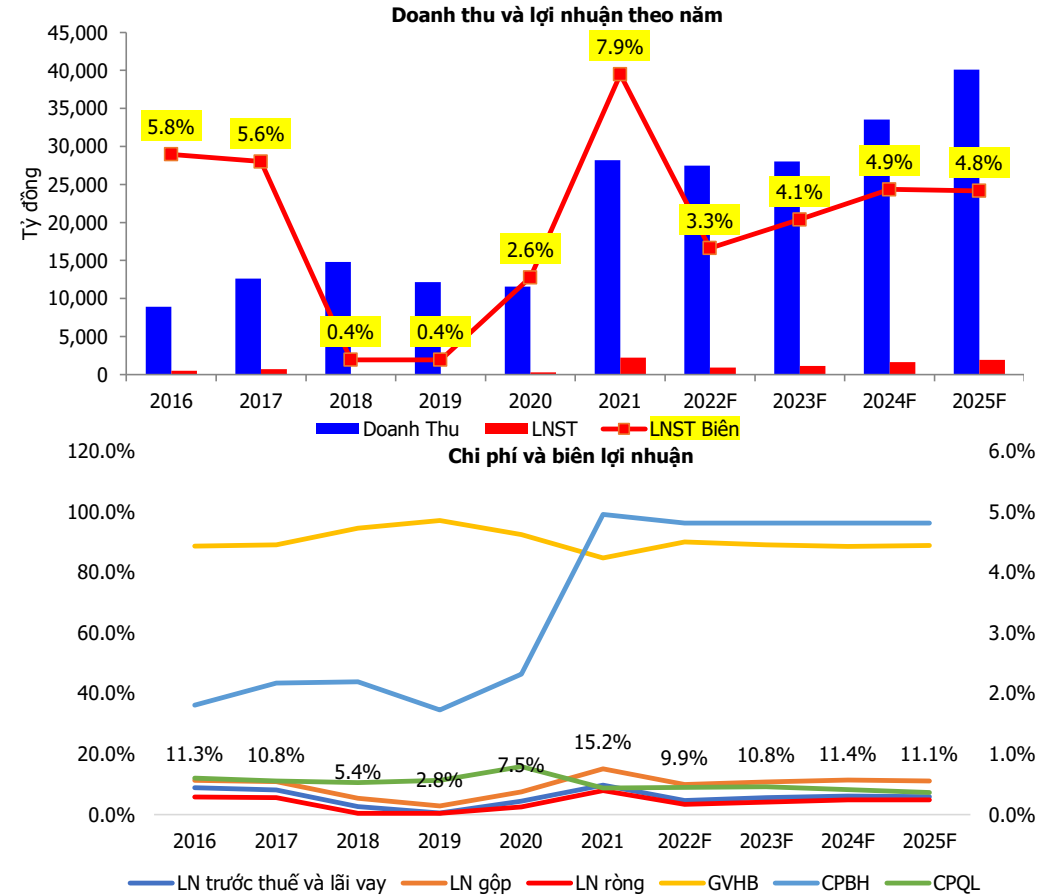
Nguồn: Fiiipro, MBS Research

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)



Kết quả hoạt động kinh doanh Nam Kim duy trì khả quan và khả năng cải thiện trong dài hạn

- Trong quý 1/2022, Nam Kim tiếp tục đạt tăng trưởng doanh thu khả quan đạt hơn 7,1 nghìn tỷ đồng (+47% YoY) với lợi nhuận sau thuế đạt hơn 500 tỷ đồng (+59% YoY) với biên lợi nhuận thuần tiếp tục được giữ ở mức cao là 7.1%. MBS cho rằng với giá thép tiếp tục được giữ ở mức cao và doanh nghiệp giữ vững được đà tiêu thụ với thể mạnh tại thị trường xuất khẩu sẽ đạt được mức doanh thu thuần cho cả năm 2022 là hơn 27 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, với diễn biến không khả quan về tình hình chiến sự đã đẩy các giá nguyên vật liệu lên ở mức cao và sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp cũng như lợi nhuận ròng của doanh nghiệp. MBS cho rằng mức lợi nhuận gộp biên sẽ có đà giảm lại bởi sự điều chỉnh gia tăng từ các chi phí nguyên vật liệu đầu vào như than cốc và quặng sắt cũng như giá thép điều chỉnh giảm từ mức đỉnh năm 2021. Tuy nhiên, với diễn biến tình hình căng thẳng chính trị hiện tại song song đó là sự phục hồi nền kinh tế Việt Nam đã tác động khiến cho giá thép nội địa đang có dấu hiệu tăng trở lại trong quý 1/2022.
- Lợi nhuận ròng cho cả năm 2021 ghi nhận con số ấn tượng đạt hơn 2,2 nghìn tỷ đồng (+654% YoY) với biên cải thiện từ mức 0.39% và 2.55 trong năm 2019 và 2020 lên hơn 7.9% trong năm 2021 nhờ sự tăng giá đột biến của thép trong giai đoạn giữa năm 2021. Trong quý 1, dù không đạt được sự tăng trưởng đột biến như trong năm 2021 tuy nhiên Nam Kim vẫn đạt mức lợi nhuận ròng biên là 7.09%. Giá thép vẫn đang được thiết lập ở mức trung bình cao. Do vậy, MBS cho rằng mức giá trung bình cho cả năm 2022 dù có sự suy giảm. MBS đưa ra mức dự phóng lợi nhuận ròng cho NKG trong năm 2022 là hơn 914 nghìn tỷ đồng với mức lợi nhuận ròng biên đạt 3.33%.



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)



(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 23,500)

Dự phóng và định giá

- Kỳ vọng sự phục hồi từ nền kinh tế trong nước cũng như nền kinh tế toàn cầu sẽ thúc đẩy khả năng tiêu thụ của NKG trong giai đoạn năm 2022-2023. 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.
- Hiện tại các hợp đồng xuất khẩu tại doanh nghiệp đã được ký kết đến hết tháng 7/2022. Nam Kim sẽ tập trung đẩy mạnh xuất khẩu trong thời gian tới (tỷ trọng từ 55-60% tổng tiêu thụ) với mục tiêu sản phẩm chất lượng cao trong dài hạn. 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.
- Trung Quốc đang hứng chịu đại dịch lớn từ Thượng Hải khiến cho thủ phủ thép tại quốc gia này đang bị ảnh hưởng rất lớn đến nguồn cung nguyên liệu và thép thành phẩm.
- 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 23,500 VNĐ với khả năng upside là 21%.

Phân tích Dupont	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST / Doanh thu	0.03x	0.08x	0.03x	0.04x	0.05x	0.05x
Tổng TS/VCSH	2.44x	2.69x	2.66x	2.26x	2.17x	2.09x
Doanh thu/Tổng TS	1.49x	1.83x	1.56x	1.59x	1.64x	1.69x
ROE	9.3%	38.9%	13.8%	14.7%	17.4%	17.1%
Vòng quay kinh doanh	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Thời gian thu tiền KH	30 ngày	18 ngày	25 ngày	29 ngày	27 ngày	27 ngày
Thời gian tồn kho	85 ngày	85 ngày	132 ngày	133 ngày	116 ngày	105 ngày
Thời gian phải trả	49 ngày	45 ngày	71 ngày	69 ngày	64 ngày	64 ngày
Chu kỳ tiền mặt	66 ngày	57 ngày	86 ngày	93 ngày	79 ngày	68 ngày

		Terminal FCF Growth Rate:								
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
WACC	10.5%	21,111	21,499	21,903	22,324	22,765	23,226	23,709	24,216	24,747
	11.0%	20,984	21,365	21,763	22,178	22,611	23,064	23,539	24,036	24,558
	11.5%	20,859	21,234	21,625	22,033	22,459	22,905	23,371	23,860	24,372
	12.0%	20,735	21,105	21,490	21,892	22,311	22,749	23,207	23,687	24,190
	12.5%	20,614	20,978	21,357	21,752	22,165	22,595	23,046	23,517	24,011
	13.0%	20,495	20,853	21,227	21,615	22,021	22,445	22,888	23,351	23,836
	13.5%	20,378	20,731	21,098	21,481	21,880	22,297	22,732	23,188	23,664
	14.0%	20,262	20,610	20,972	21,349	21,742	22,152	22,580	23,027	23,496
	14.5%	20,149	20,491	20,848	21,219	21,606	22,009	22,430	22,870	23,330

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F		2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	11,560	28,173	27,487	28,030	33,516	40,098	Định giá						
Giá vốn hàng bán	10,690	23,904	24,756	24,999	29,699	35,638	EPS	1,622	11,115	3,795	4,344	6,201	7,357
Lợi nhuận gộp	869	4,270	2,730	3,031	3,817	4,460	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	17,474	26,202	25,221	29,547	35,724	43,051
Doanh thu hoạt động tài chính	89	199	224	219	230	272	P/E	26.3	3.0	5.9	5.1	3.6	3.0
Chi phí tài chính	281	397	469	472	434	446	P/B	2.4	1.3	0.9	0.8	0.6	0.5
Chi phí quản lý doanh nghiệp	360	1,521	1,447	1,479	1,753	2,078	Khả năng sinh lời						
Lợi nhuận trước thuế	321	2,562	1,051	1,314	1,877	2,226	Biên lợi nhuận gộp	8%	15%	10%	11%	11%	11%
Lợi nhuận sau thuế	295	2,225	914	1,144	1,633	1,937	Biên EBITDA	8%	11%	6%	7%	8%	8%
							Biên lợi nhuận sau thuế	3%	8%	3%	4%	5%	5%
							ROE	9%	39%	14%	15%	17%	17%
							ROA	4%	14%	5%	6%	8%	8%
							Tăng trưởng						
							Doanh thu	-5%	144%	-2%	2%	20%	20%
							Lợi nhuận trước thuế	257%	699%	-59%	25%	43%	19%
							Lợi nhuận sau thuế	528%	654%	-59%	25%	43%	19%
							EPS	528%	585%	-66%	14%	43%	19%
							Tổng tài sản	-4%	98%	15%	0%	16%	16%
							Vốn chủ sở hữu	5%	80%	16%	17%	21%	21%
							Thanh khoản						
							Thanh toán hiện hành	1.10	1.27	1.28	1.38	1.46	1.55
							Thanh toán nhanh	0.14	0.12	0.13	0.09	0.20	0.30
							Nợ/tài sản	39%	25%	29%	22%	20%	18%
							Nợ/vốn chủ sở hữu	94%	67%	78%	50%	43%	38%
							Khả năng thanh toán lãi vay	372.33	135.04	63.04	76.25	101.41	116.99
							Hiệu quả hoạt động						
							Vòng quay phải thu khách hàng	12.1	20.8	14.9	12.6	13.6	13.6
							Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	20 ngày	20 ngày	30 ngày	18 ngày	25 ngày	29 ngày
							Vòng quay hàng tồn kho	4.3	4.7	4.3	4.3	2.8	2.7
							Thời gian tồn kho bình quân	85 ngày	77 ngày	85 ngày	85 ngày	132 ngày	133 ngày
							Vòng quay phải trả nhà cung cấp	21.2	10.0	7.4	8.0	5.2	5.3
							Thời gian trả tiền bình quân	17 ngày	36 ngày	49 ngày	45 ngày	71 ngày	69 ngày
							Cashflow Statement (VND bn)						
							Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	0	0	-280	1,565	1,938	2,169
							Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	0	0	-883	-927	-994	-962
							Dòng tiền từ hoạt động tài chính	0	0	1,361	-1,263	175	190
							Dòng tiền trong kỳ	0	0	198	-626	1,119	1,397
							Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ	0	751	950	324	1,443	2,840
							Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ	0	751	1,148	-301	2,562	4,237
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F							
Tài sản ngắn hạn	4,492	12,216	14,035	13,514	15,956	19,083							
I. Tiền & tương đương tiền	219	751	950	324	1,443	2,840							
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	370	448	492	566	708	850							
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,218	1,493	2,199	2,242	2,681	3,208							
IV. Hàng tồn kho	2,371	8,702	9,160	9,125	9,801	10,692							
V. Tài sản ngắn hạn khác	314	822	1,234	1,256	1,323	1,494							
Tài sản dài hạn	3,270	3,182	3,641	4,105	4,424	4,624							
I. Các khoản Phải thu dài hạn	3	0	0	0	0	0							
II. Tài sản cố định	2,976	2,771	2,407	2,056	3,357	3,847							
1. Tài sản cố định hữu hình	2,727	2,530	2,174	1,832	3,141	3,640							
2. Tài sản cố định vô hình	249	241	233	224	216	207							
III. Tài sản cho thuê tài chính	151	0	0	0	0	0							
IV. Tài sản dở dang dài hạn	59	176	980	1,782	783	474							
V. Đầu tư tài chính dài hạn	23	8	9	9	9	10							
VI. Tài sản dài hạn khác	58	227	246	257	274	293							
Tổng tài sản	7,762	15,397	17,676	17,618	20,381	23,707							
Nợ phải trả	4,582	9,675	11,036	9,839	10,975	12,373							
I. Nợ ngắn hạn	4,098	9,598	10,988	9,802	10,937	12,328							
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,578	5,825	5,833	5,899	6,854	8,054							
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,520	3,773	5,155	3,903	4,083	4,273							
II. Nợ dài hạn	484	77	48	37	39	45							
1. Các khoản phải trả dài hạn	2	30	29	30	36	43							
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	482	46	19	7	3	2							
Vốn chủ sở hữu	3,180	5,722	6,640	7,779	9,405	11,334							
1. Vốn điều lệ	1,820	2,184	2,633	2,633	2,633	2,633							
2. Thặng dư vốn cổ phần	766	786	786	786	786	786							
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	576	2,635	3,102	4,238	5,860	7,784							
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0	0							
5. Vốn khác	18	117	120	123	127	132							
Tổng nguồn vốn	7,762	15,397	17,676	17,618	20,381	23,707							