

CTCP THÉP NAM KIM (NKG – HOSE)

“Kỳ vọng vào xuất khẩu”

KHẢ QUAN

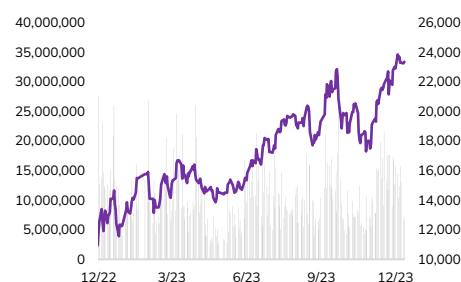
Phạm Hồng Trường

Email: truong.phamhong@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Thép
Ngày báo cáo	: 12/12/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 23.350
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 26.800
Tỷ lệ tăng (%)	: +14,8%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 6.148
SLCPLH (CP)	: 263.277.806

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	3Q2022	3Q2023
Tăng trưởng DTT (%)	-41,3%	-3,7%
Tăng trưởng LNST (%)	-169,0%	-105,7%
Biên LNG (%)	-3,6%	4,8%
Biên LNST (%)	-9,5%	0,6%
ROA (%)	-10,6%	0,8%
ROE (%)	-29,2%	1,7%
Nợ vay/VCSH (lần)	1,00	0,84
EPS (VND/CP)	-1.738	90
BVPS (VND/CP)	21.344	20.142

Luận điểm đầu tư

- Mặc dù KQKD Q3/2023 có lãi nhưng lũy kế 9T/2023 vẫn sụt giảm mạnh svck. Trong Q3/2023, doanh thu thuần NKG đạt 4.262 tỷ đồng (-4% svck), LNST đạt 24 tỷ đồng, so với mức lỗ 419 tỷ đồng cùng kỳ năm 2022 nhờ (i) sự hồi phục của hoạt động xuất khẩu mặc dù giá bán vẫn neo ở mức thấp và (ii) quản lý chi phí hiệu quả. Tuy nhiên, KQKD lũy kế 9T/2023 suy giảm khi doanh thu thuần đạt 14.137 tỷ đồng (-25% svck) và LNST đạt 110 tỷ đồng (-62% svck), do ảnh hưởng tiêu cực của KQKD trong Q1/2023 với doanh thu sụt giảm mạnh (-39% svck) cùng khoản lỗ ròng 49 tỷ đồng.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của NKG sẽ tích cực hơn dựa trên các yếu tố sau:
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng phục hồi, đặc biệt là thị trường xuất khẩu.
 - ✓ Xu hướng giá thép dự kiến tiếp tục tăng thời gian tới.
 - ✓ NKG tích cực đổi mới, nâng cấp sản phẩm theo công nghệ xanh, hiện đại.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023F và 2024F của NKG dự kiến đạt 18.995 tỷ đồng (-18% svck) & 21.368 tỷ đồng (+12% svck). LNST năm 2023F và 2024F dự kiến đạt 168 tỷ đồng & 603 tỷ đồng (+259% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 599 đồng/cp & 2.152 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 20.805 đồng/cp & 22.957 đồng/cp.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 26.800 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +14,8% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NKG.
- Rủi ro**
 - ✓ Tình hình xuất khẩu không cải thiện được như kỳ vọng do khó khăn chung của nền kinh tế hoặc các biện pháp hạn chế nhập khẩu thép từ Việt Nam.
 - ✓ Thị trường bất động sản, xây dựng trong nước tiếp tục ảm đạm.
 - ✓ Biến động giá cả nguyên liệu đầu vào, đặc biệt khi lượng hàng tồn kho của doanh nghiệp ở mức thấp.
- Cơ hội tăng giá**
 - ✓ Chính sách của Chính phủ giúp nền kinh tế và thị trường BĐS hồi phục trở lại sớm và mạnh mẽ hơn dự kiến.
 - ✓ Nhu cầu tăng mạnh góp phần tăng sản lượng và giá thép bán ra.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của NKG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28.173	23.071	18.995	21.368
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	144%	-18%	-18%	12%
Lợi nhuận gộp	4.270	1.481	1.088	1.709
Biên lợi nhuận gộp (%)	15%	6%	6%	8%
Doanh thu tài chính	199	303	264	259
Chi phí tài chính	(397)	(503)	(438)	(385)
Chi phí bán hàng	(1.398)	(1.202)	(583)	(748)
Chi phí QLDN	(123)	(186)	(133)	(138)
Lợi nhuận từ HĐKD	2.551	(107)	198	697
Lãi/Lỗ khác	11	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Lợi nhuận trước thuế	2.562	(107)	198	696
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.225	(125)	168	603
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	8%	-1%	0.9%	3%
EPS (đồng/cp)	10.189	-474	599	2.152
BPVS (đồng/cp)	26.205	20.205	20.805	22.957

Nguồn: NKG, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- Doanh thu Q3/2023 sụt giảm nhưng NKG vẫn có lãi, cải thiện so với mức lỗ ròng 419 tỷ Q3/2022:**

- ✓ Doanh thu thuần Q3/2023 đạt 4.262 tỷ đồng (-4% svck và -23% QoQ), LNST đạt 24 tỷ đồng (-81% QoQ) trong khi cùng kỳ năm 2022 lỗ 419 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp đạt 205 tỷ đồng (cùng kỳ năm trước lỗ 159 tỷ đồng), biên lợi nhuận gộp theo đó đạt 4,8% (giảm so với 9% trong Q2/2023). Nhìn chung, kết quả kinh doanh của Q3/2023 có sự cải thiện rõ rệt so với mức nền thấp tại thời điểm cùng kỳ năm 2022 nhờ vào sản lượng xuất khẩu tăng mạnh khi đạt 125.909 tấn đều là tôn mạ (+52,6% svck) nhưng giảm 19,2% so với Q2/2023 khi giá bán tiếp tục neo ở mức thấp.

Tăng trưởng doanh số tiêu thụ thép 9T/2023 (tấn)

	T9/2022	T9/2023	MoM	YoY	9T/2022	9T/2023	YoY
Ổng Thép	19.295	9.011	-0,2%	-53,3%	125.041	102.099	-18,3%
Xuất khẩu	0	0	NA	NA	0	0	NA
Nội địa	19.295	9.011	-0,2%	-53,3%	125.041	102.099	-18,3%
Tôn mạ	43.159	44.633	32,8%	3,4%	567.473	536.178	-5,5%
Xuất khẩu	23.067	27.616	-43,0%	19,7%	410.876	386.223	-6,0%
Nội địa	20.092	17.017	-5,3%	-15,3%	156.597	149.955	-4,2%
Tổng doanh số	62.454	53.644	-28,9%	-14,1%	692.514	638.277	-7,8%
Xuất khẩu	23.067	27.616	-43,0%	19,7%	410.876	386.223	-6,0%
Nội địa	39.387	26.028	-3,6%	-33,9%	281.638	252.054	-10,5%

Nguồn: VSA, ABS Research

- ✓ Doanh thu tài chính Q3/2023 tăng +6% svck lên 79 tỷ đồng trong khi chi phí tài chính giảm -31% svck ở mức 84 tỷ đồng (do ảnh hưởng của khoản chi phí đánh giá chênh lệch tỷ giá). Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng có cải thiện so với Q3/2022 khi lần lượt đạt 138 tỷ đồng (-35% svck) và 32 tỷ đồng (-43% svck), tương đương lần lượt 3,2% và 0,8% doanh thu thuần.

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA NKG 9T/2023

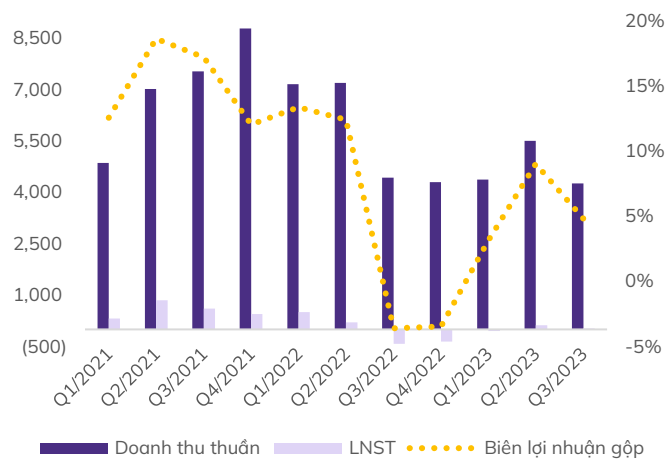
Chỉ tiêu	3Q2022	3Q2023	%YoY	9T/2022	9T/2023	%YoY
Doanh thu thuần	4.424	4.262	-3,7%	18.771	14.137	-24,7%
Lợi nhuận gộp	(159)	205	N/A	1.691	839	-50,4%
Biên LN gộp	-3,6%	4,8%		9,0%	5,9%	
Chi phí BH & QLDN	(269)	(170)	-37%	(1.191)	(541)	-54,6%
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT	6,1%	4,0%		6,3%	3,8%	
Doanh thu tài chính	74	79	6,2%	256	187	-26,9%
Chi phí tài chính	(122)	(84)	-30,6%	(402)	(338)	-16,1%
Chi phí lãi vay	(60)	(60)	-0,7%	(179)	(233)	30,4%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(476)	30	N/A	354	147	-58,4%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	-	-		-	-	
Lợi nhuận trước thuế	(476)	30	N/A	354	147	-58,5%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	(419)	24	N/A	290	110	-62,1%
Biên LN ròng	-9,5%	0,6%		1,5%	0,8%	

Nguồn: NKG, ABS Research

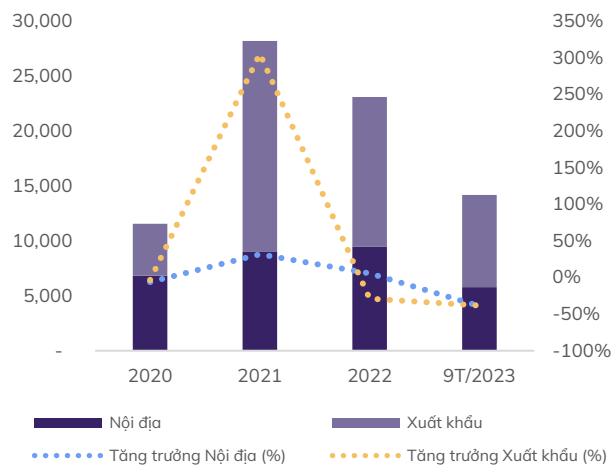
- Lũy kế 9T/2023, KQKD của NKG sụt giảm mạnh so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần đạt 14.137 tỷ đồng (-25% svck) và LNST đạt 110 tỷ đồng (-62% so với mức nền cao của 9T/2022). Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 5,9% từ mức 9% của 9T/2022. Chi phí bán hàng đạt 434 tỷ đồng (-59% svck), chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm còn 107 tỷ đồng (-24% svck) nhờ việc

theo dõi sát sao và quản lý chặt chẽ các chi phí. Doanh thu tài chính giảm -27% svck, đạt 187 tỷ đồng trong khi chi phí tài chính giảm -16% svck còn 338 tỷ đồng. Năm 2023, NKG đặt mục tiêu doanh thu đạt 20.000 tỷ VND (-14% svck) và lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 400 tỷ VND. **Như vậy, sau 9 tháng đầu năm, NKG đã hoàn thành 71% kế hoạch doanh thu và 37% kế hoạch lợi nhuận.**

KQKD của NKG giai đoạn 2021-9T/2023 (tỷ VND)



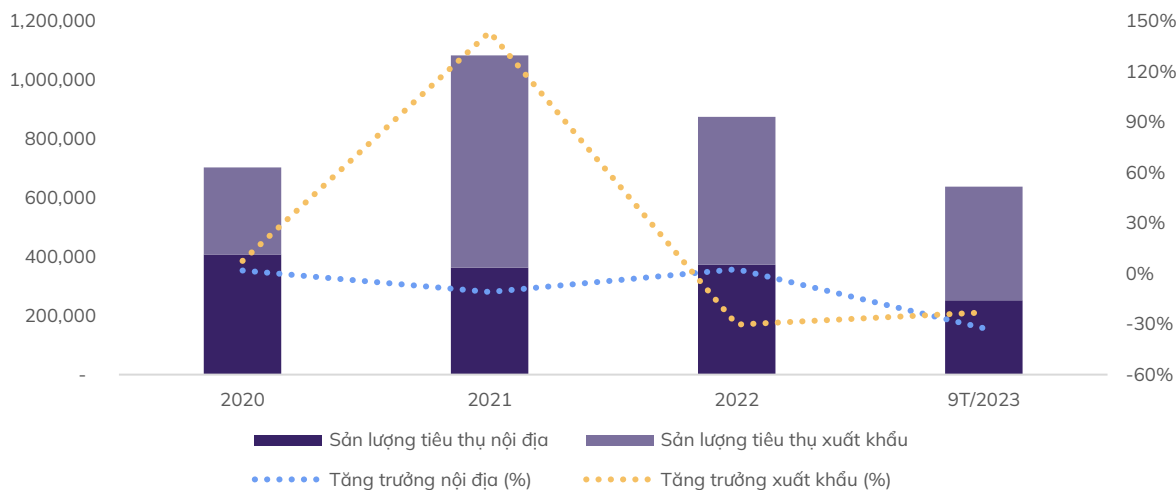
Cơ cấu doanh thu NKG giai đoạn 2021-9T/2023



Nguồn: NKG, ABS Research

- **Sản lượng thép tiêu thụ trong 9T/2023** của NKG đạt 638.277 tấn, trong đó xuất khẩu đạt 386.223 tấn (-6% svck), tiêu thụ nội địa đạt 252.054 tấn (-11% svck) tương ứng doanh thu lần lượt là 8.382 tỷ đồng (chiếm 59% doanh thu) và 5.774 tỷ đồng (chiếm 41% doanh thu).

Sản lượng tiêu thụ thép NĐTC 2020 – 9T/2023 của NKG (tấn)



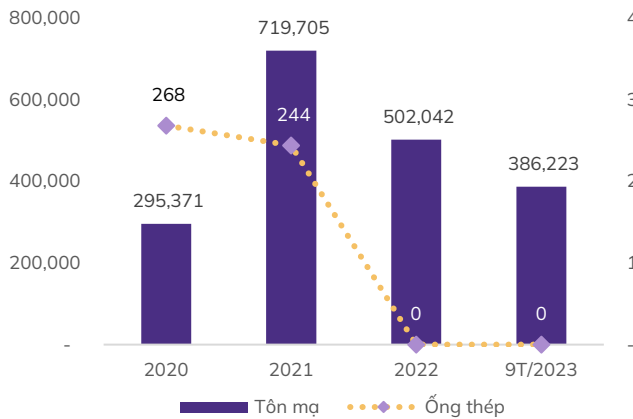
Nguồn: NKG, ABS Research

Nhìn chung, sản lượng thép tiêu thụ của NKG kể từ năm 2021 tập trung vào thị trường xuất khẩu với sản phẩm chính là tôn mạ. Hiện tại, doanh nghiệp đang xuất khẩu sản phẩm sang hơn 65 quốc gia và vùng lãnh thổ như Úc, Châu Âu và Mỹ, Đông Nam Á, Nam Á, Trung Đông, Châu Phi với thị trường chính là EU, ASEAN hay Australia. Ngoài ra, NKG cũng đang được hưởng mức thuế chống bán phá giá thấp nhất ở những thị trường như Canada, Mexico, Australia và Malaysia.

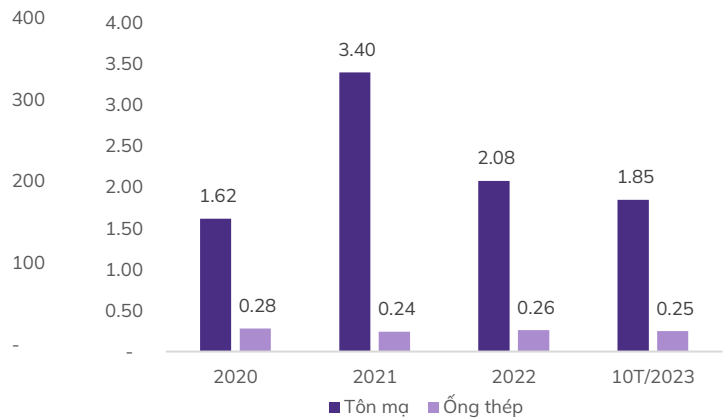
Sản lượng thép xuất khẩu của các doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam trong 9T/2023 duy trì đà hồi phục tích cực. Lũy kế 9T/2023 sản lượng xuất khẩu toàn ngành đạt 8.230 nghìn tấn (+27,4% svck), bằng 84% sản lượng xuất khẩu giai đoạn cao điểm 9T/2021, với mức tăng chủ yếu ở sản phẩm HRC. Trong đó, thị trường xuất khẩu chính vẫn là ASEAN, EU, Mỹ khi chiếm lần lượt 31,8%, 24,3%, 9,6% đạt 2.615, 2.003 và 791 nghìn tấn. Sản lượng xuất khẩu vào thị trường Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ có

gia tăng mạnh mẽ trong 9T/2023 khi đạt lần lượt 535 nghìn tấn, 136 nghìn tấn (tương đương tăng trưởng +1.280% svck, +16.166% svck).

Cơ cấu thép xuất khẩu của NKG 2020-9T/2023 (tấn)

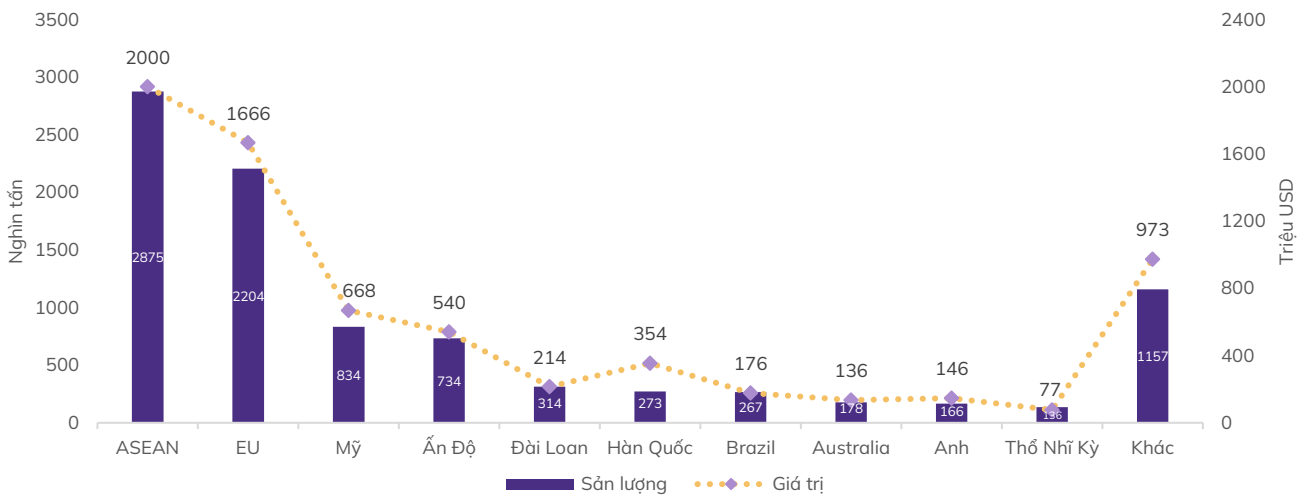


Sản lượng xuất khẩu theo toàn ngành (triệu tấn)



Nguồn: VSA, FiinPro, ABS Research

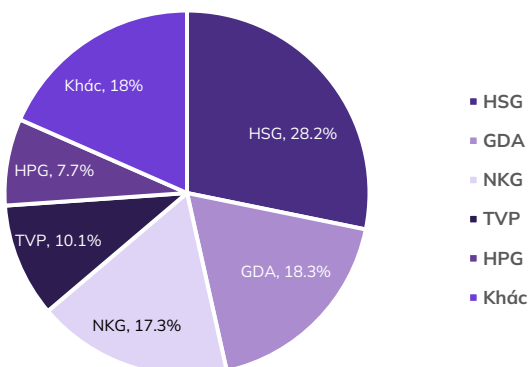
Tình hình xuất khẩu thép toàn ngành trong 10T/2023



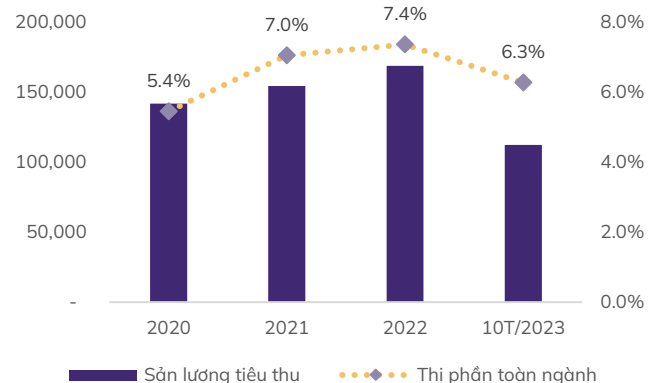
Nguồn: VSA, ABS Research

Về loại sản phẩm thép tiêu thụ, đối với **tôn mạ** thì NKG nằm trong nhóm 3 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất tại Việt Nam (chiếm 17,3%), hết 9T/2023 tiêu thụ 536.178 tấn (-5,5% svck). Đối với sản phẩm **ống thép**, NKG có sự tăng trưởng thị phần tiêu thụ liên tục trong các năm gần đây khi trong năm 2022 tốc độ tăng trưởng cao gấp 3 lần tốc độ tăng trưởng sản lượng ống thép toàn ngành lên mức chiếm 7,4% toàn thị phẩm. Trong 9T/2023, sản lượng ống thép của NKG đạt 102.099 tấn (-18,3% svck).

Thị phần tôn mạ trong nước 10T/2023



Sản lượng tiêu thụ ống thép của NKG (tấn)



Nguồn: VSA, FiinPro, ABS Research

- **Giá thép trong nước và thế giới có sự phục hồi tốt trong thời gian gần đây.**

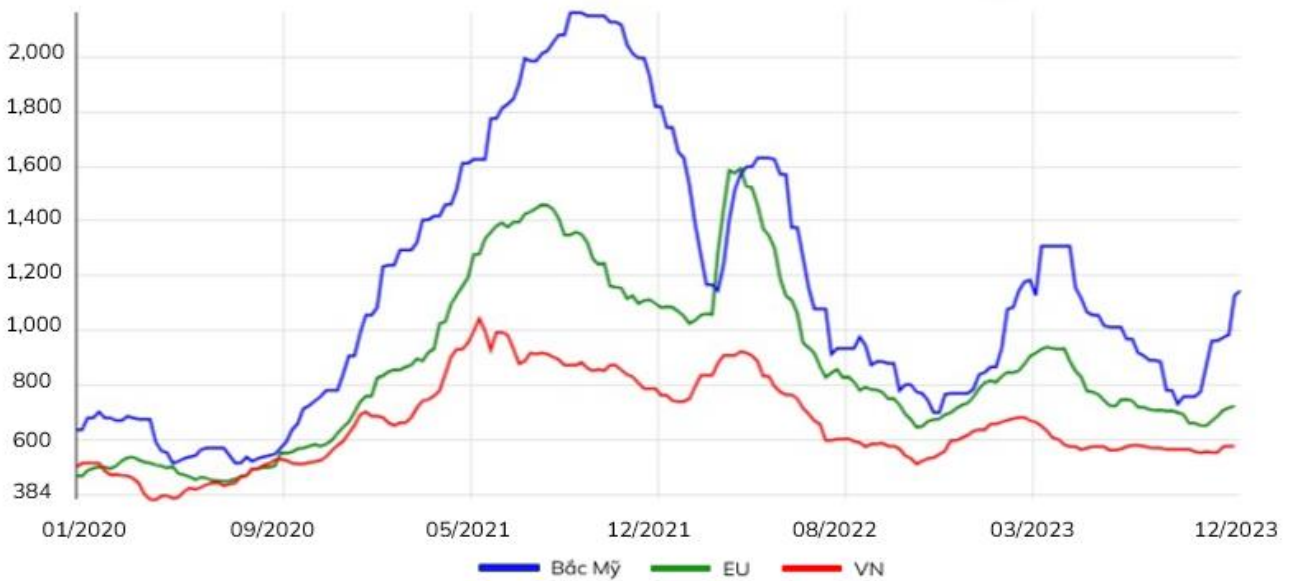
- ✓ **Giá thép thế giới duy trì đà tăng tốt.** Giá thép cuộn cán nóng HRC tại Mỹ, EU đã bắt đầu tăng từ đầu T10/2023, lần lượt đạt 1.146 USD/tấn và 727 USD/tấn. Giá thép xây dựng thế giới cũng đã bật tăng trong đầu tháng 11/2023 khi vượt qua mức 3.800 CNY/tấn. Nguyên nhân sự tăng giá này do:

- (i) nguồn cung hạn chế, thời gian giao hàng kéo dài bởi ảnh hưởng của chiến tranh, xung đột chính trị làm chi phí năng lượng tăng cao

- (ii) một số lò luyện thép tại EU tạm dừng hoạt động để bảo trì trong khi nhu cầu không thực sự giảm

- (iii) thị trường bất động sản Trung Quốc được hỗ trợ tích cực bởi chính sách của Chính phủ Trung Quốc như nới lỏng quy định cho vay trong cách xác định đối tượng là người mua nhà lần đầu, giảm tỷ lệ trả tiền mặt và lãi suất cho vay thế chấp đối với người mua nhà.

Giá HRC tại các thị trường (USD/tấn)



Nguồn: Kallanish, ABS Research

Giá thép thanh thế giới (CNY/tấn)



Giá thép thanh, thép dầy Trung Quốc (CNY/tấn)



Nguồn: Tradingeconomics., WiChart, ABS Research

- ✓ **Giá thép trong nước cũng phục hồi theo đà tăng của giá thép thế giới.** Trong 9 tháng đầu năm 2023, giá thép xây dựng trong nước giảm sâu tới 19 lần liên tiếp. Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) cho biết, nguyên nhân giá thép trong nước liên tục giảm là do nhu cầu tiêu thụ chậm khi thị trường bất động sản ảm đạm, đầu tư công chưa khởi sắc. Không những thế, các doanh nghiệp thép trong nước còn phải cạnh tranh với thép giá rẻ của Trung Quốc khi nước này liên tục hạ giá thép xuất khẩu. Từ sau phiên giảm giá lần thứ 19 ngày 7/9, giá thép đi ngang trong 2 tháng tiếp theo nhưng tới tháng 11,

nhiều thương hiệu thép (như HPG, HSG hay NKG) đã có đợt điều chỉnh tăng giá lần đầu tiên vào ngày 21/11/2023 – biên độ tăng giá vẫn khá khiêm tốn với mức tăng phổ biến từ 150-410 nghìn đồng/tấn tùy từng thương hiệu và sản phẩm thép. Nguyên nhân sự gia tăng này do tác động của việc tăng giá thép và nguyên liệu trên thế giới cũng như giá điện tăng 4,5% kể từ ngày 09/11/2023.

Giá thép trong nước (nghìn VND/kg)



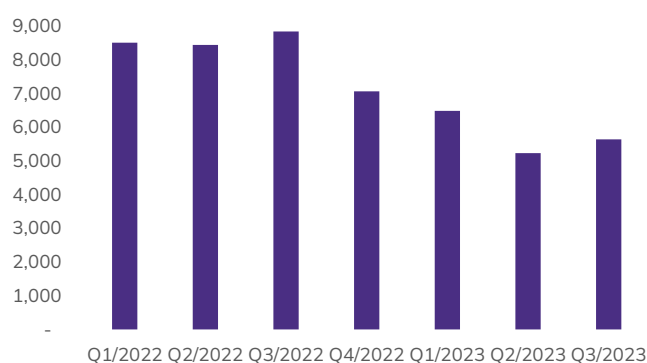
Giá tôn trong nước (nghìn VND/m2)



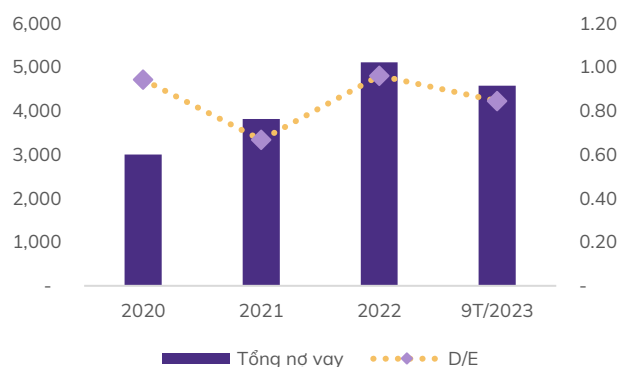
Nguồn: WiChart, ABS Research

- Quản lý hàng tồn kho thận trọng.** Tại 30/09/2023, hàng tồn kho (HTK) chiếm phần lớn tài sản của NKG với giá trị 5.640 tỷ đồng (giảm 20% so với cuối năm 2022), chiếm tới 46,4% tổng tài sản. Lượng HTK trong giai đoạn 9T/2023 có sự suy giảm mạnh do NKG chủ động thực hiện chiến lược quản trị hàng tồn kho linh hoạt, thận trọng, nhập xuất cân đối trong chu kỳ giá giảm. Theo đó, tại Q4/2022, doanh nghiệp đã mua vào tích trữ hàng tồn kho khi nhận thấy giá thép cán nóng có xu hướng tạo đáy và tăng lên lại. Trong 9T/2023, NKG chủ động không gia tăng thêm HTK, nguyên vật liệu sản xuất đạt 1.588 tỷ (giảm 34,8% so với đầu năm) tuy nhiên lượng thành phẩm vẫn duy trì ở mức 3.314 tỷ (giảm nhẹ 4,3% so với đầu năm) đảm bảo cho việc cung cấp hàng hóa ra thị trường. Ban lãnh đạo công ty xác định quản lý hàng tồn kho thận trọng, không đẩy mạnh mua quá mức hay đầu cơ nguyên liệu, đặt mục tiêu đưa mức tồn kho về dưới sản lượng bán hàng 1 quý. Chiến lược này giúp NKG tránh rủi ro phải trích lập dự phòng giảm giá HTK (làm tăng chi phí, giảm lợi nhuận) nhưng lượng nguyên vật liệu sản xuất ở mức thấp tại thời điểm cuối T9/2023 cũng có thể ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của NKG thời gian tới khi giá HRC trong nước (đầu vào của NKG) dự kiến có thể tăng theo xu hướng chung của giá thép thế giới.

Lượng hàng tồn kho của NKG (tỷ VND)



Quy mô nợ vay (tỷ đồng) & hệ số D/E của NKG



Nguồn: NKG, ABS Research

- Các khoản phải thu tăng mạnh:** Khoản mục tiền và tương đương tiền đạt 820 tỷ đồng (-18% so với cuối năm 2022), chiếm 6,7% tổng tài sản. Các khoản phải thu ghi nhận đạt 1.912 tỷ đồng (+26% so với cuối cuối năm 2022) và chiếm 15,7% tổng tài sản, trong đó chủ yếu là phải thu ngắn hạn từ khách hàng (chiếm 99%). Tỷ lệ các khoản phải thu tăng so với thời điểm cuối năm 2022 đến từ khách mua hàng phản ánh tương ứng với sự hồi phục của doanh thu trong giai đoạn 9 tháng đầu năm.
- Nợ vay giảm so với đầu năm.** Tổng nợ vay của NKG tại thời điểm 30/09/2023 là 4.575 tỷ đồng (toàn bộ là vay ngắn hạn), giảm -10,5% so với cuối năm 2022, chiếm 37,6% tổng tài sản. Hệ số D/E là 0,84 lần, giảm so với mức 0,96 lần của năm 2022.

Trong cơ cấu nguồn vốn, tỷ lệ nợ phải trả chiếm 55% tổng tài sản với giá trị 6.748 tỷ đồng, chủ yếu bao gồm Nợ vay (37,6% tổng tài sản) và Phải trả người bán (14,3% tổng tài sản) đạt 1.734 tỷ đồng, giảm -32% so với mức cuối năm 2022.

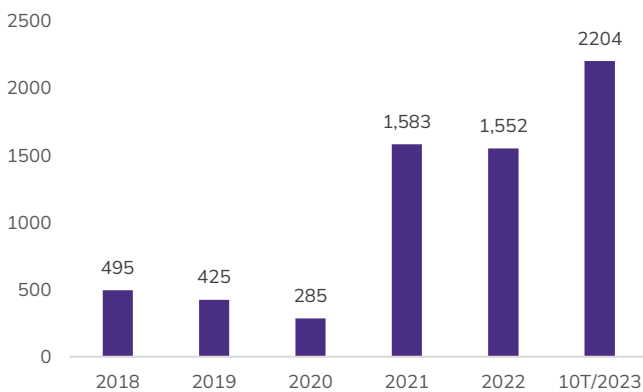
Triển vọng kinh doanh

- Sản lượng tiêu thụ thép của NKG được kỳ vọng tiếp tục phục hồi, đặc biệt là thị trường xuất khẩu.

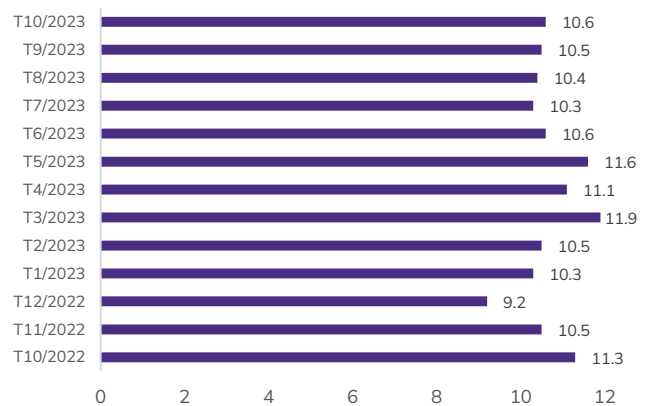
- Với thị trường xuất khẩu: nhu cầu thép toàn cầu dự báo tăng trưởng trong 2024. Theo Hiệp hội Thép Thế giới (Worldsteel) về triển vọng ngắn hạn với ngành thép toàn cầu: (i) năm 2023, nhu cầu thép có thể tăng 1,8% (so với mức giảm 3,3% trong năm 2022); (ii) sang tới năm 2024 dự kiến tăng 1,9% đạt 1.849,1 triệu tấn; trong đó, có thị trường được dự báo tăng trưởng mạnh như EU (+5,8% svck), Ấn Độ (+7,7% svck), ASEAN (+5,2% svck).

Nhóm thị trường xuất khẩu NKG đang tập trung khai thác là EU, Australia, khu vực Đông Nam Á (ASEAN), sau đó mới đến Mỹ (do rào cản lớn ở thị trường này khi mức thuế lên đến 25% cũng như giá cước vận tải từ Việt Nam sang Mỹ ở mức rất cao không mang lại hiệu quả kinh tế tốt cho doanh nghiệp). Các thị trường chính của NKG đều nằm trong nhóm đã có sự phục hồi sản lượng tích cực trong 10T/2023 (như EU +86,2% svck hay Australia +9,1% svck) cũng như được dự báo tăng trưởng tiêu thụ tốt trong thời gian tới mang lại kỳ vọng thị trường xuất khẩu sẽ là kênh dẫn dắt sự phục hồi kết quả kinh doanh của NKG.

Sản lượng thép Việt Nam xuất khẩu vào EU (nghìn tấn)



Sản lượng thép sản xuất của EU (triệu tấn)



Nguồn: Worldsteel, VSA, ABS Research

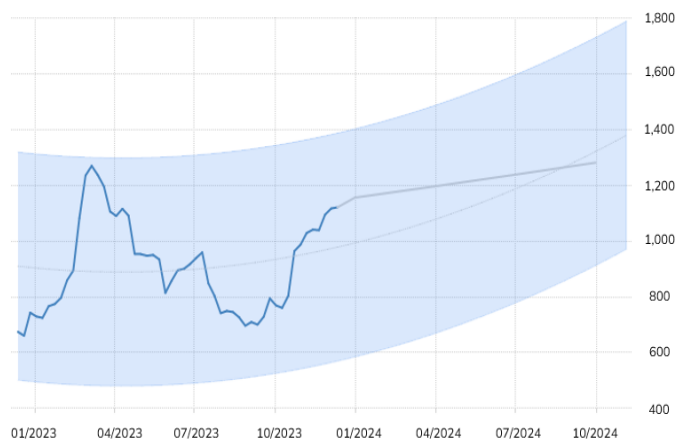
- Với thị trường nội địa: nhu cầu tiêu thụ thép nội địa có thể phục hồi trong năm 2024F nhờ vào (i) hoạt động sản xuất công nghiệp trở lại dưới sự hỗ trợ của một bằng lãi suất thấp, (ii) các chính sách hỗ trợ của Chính phủ với thị trường bất động sản cũng như thúc đẩy việc giải ngân vốn đầu tư công. Trong 9T/2023, gần 20 động thái liên tục được phát đi từ phía Chính phủ để giải quyết vấn đề liên quan đến thị trường bất động sản góp phần tạo thêm niềm tin và sức mạnh cho thị trường cũng như các đối tượng tham gia.
 - Trong dài hạn, sản lượng tiêu thụ của NKG có thể tăng trưởng mạnh mẽ khi nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ đi vào hoạt động. Dự án nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ có vốn đầu tư dự kiến là 4.500 tỷ đồng với công suất 1,2 triệu tấn/năm. Các sản phẩm chính bao gồm tôn cán nguội, thép cuộn, tôn mạ kẽm, tôn mạ hợp kim nhôm kẽm (tôn lạnh), thép ống, thép hộp, thép hình, ... cũng như một số sản phẩm nghiên cứu mới của NKG. Thời gian triển khai dự án dự kiến đã được lùi lại so với kế hoạch ban đầu (triển khai trong năm 2023) do những khó khăn của ngành thép và sản lượng tiêu thụ thấp. Dự kiến, dự án sẽ tiếp tục được triển khai trong thời gian 2024 – 2026 với 3 giai đoạn (mỗi giai đoạn có công suất là 400.000 tấn).
- Xu hướng giá thép thời gian tới dự kiến tiếp tục tăng. Giá các sản phẩm thép trên thế giới như thép xây dựng, thép cuộn cán nóng HRC trong nước và trên thế giới dự kiến đều tăng và giữ vững xu hướng này trong thời gian tới do các yếu tố sau:

(i) sự tích cực của nhu cầu tiêu thụ thép chung trên toàn thế giới khi thị trường bất động sản và các ngành sản xuất hồi phục, nhu cầu tăng sẽ tác động kéo theo giá thép tăng lên;

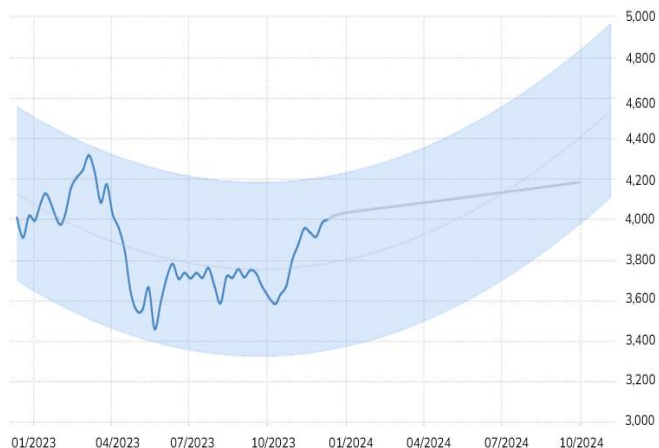
(ii) giá các nguyên liệu đầu vào (như quặng sắt, than cốc) tăng góp phần làm tăng giá thép bán ra theo chi phí đẩy

(iii) thúc đẩy tiến độ giải ngân vốn đầu tư công và sự khởi sắc trở lại của thị trường bất động sản nhờ có nhiều chính sách hỗ trợ sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ thép gia tăng, từ đó giúp hỗ trợ giá thép thời gian tới.

Dự phóng giá thép HRC thế giới (CNY/tấn)



Dự phóng giá thép thanh thế giới (CNY/tấn)



Nguồn: Tradingeconomics, ABS Research

- **Cạnh tranh bằng sự khác biệt.** Bên cạnh việc ổn định sản xuất – khai thác các nguồn lực hiện có, NKG đã đề ra chiến lược tiếp tục nghiên cứu tạo ra các dòng sản phẩm hợp kim và mạ màu mới phục vụ cho sản xuất đồ gia dụng, chi tiết máy, cơ khí chính xác tại các nhà máy hiện hữu cũng như nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ trong tương lai, so với sản phẩm hiện tại chủ yếu phục vụ công trình xây dựng. Điển hình trong tháng 10/2023, NKG đã xuất khẩu lô đầu tiên sản phẩm tôn mạ hợp kim magie – dòng tôn Zinmag® cao cấp, sang Úc và Châu Âu – thị trường đòi hỏi các tiêu chuẩn tôn mạ rất khắt khe. Trong xu hướng thế giới ứng dụng công nghệ sản xuất thép “xanh”, nỗ lực giảm phát thải CO₂ trên phạm vi toàn cầu, Tôn Nam Kim là doanh nghiệp Việt tiên phong phát triển thành công công nghệ sản xuất tôn mạ hợp kim với thành phần hợp kim kẽm - nhôm, kết hợp Magie và các nguyên tố đất hiếm đặc biệt. Nhờ đó, sản phẩm có độ bền gấp hơn 5 lần tôn mạ hợp kim truyền thống. Có thể nói, Tôn Nam Kim là doanh nghiệp Việt đầu tiên đi đầu trong việc phát triển công nghệ mạ theo xu hướng xanh và bền vững nhằm đáp ứng yêu cầu khắt khe của các khách hàng nước ngoài, góp phần tạo ra vị thế khác biệt so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Dự phóng KQKD

- **2023F:** chúng tôi dự phóng doanh thu của NKG đạt **18.995 tỷ đồng (-18% svck)**, LNST đạt **168 tỷ đồng (so với mức lỗ 125 tỷ của năm 2022)**. EPS 2023F dự kiến đạt 599 đồng/cp, BVPS 2023F dự kiến đạt 20.805 đồng/cp dựa trên một số giả định sau:
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ của NKG dự kiến đạt gần 848 nghìn tấn trong (-3,1% svck), trong đó sản lượng nội địa chiếm 40% và xuất khẩu chiếm 60%.
 - ✓ Giá thép HRC nguyên liệu đầu vào trung bình là 600 USD/tấn.
 - ✓ Sản lượng thép xuất khẩu chiếm chủ đạo trong tổng sản lượng tiêu thụ của NKG.
 - ✓ Thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ. NKG không chi trả cổ tức thường xuyên và tiếp tục không chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2023F và 2024F để tập trung đầu tư sản xuất kinh doanh, hạn chế nợ vay và chuẩn bị nguồn lực cho dự án nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ.
- **2024F:** chúng tôi dự phóng doanh thu của NKG đạt **21.368 tỷ đồng (+12% svck)**, LNST đạt **603 tỷ đồng (+259% svck)**. EPS 2024F dự kiến đạt 2.152 đồng/cp, BVPS 2024F dự kiến đạt 22.957 đồng/cp dựa trên một số giả định sau:
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ của NKG dự kiến đạt gần 916 nghìn tấn trong (+8% svck), trong đó sản lượng nội địa chiếm 39% và xuất khẩu chiếm 61%.
 - ✓ Giá thép HRC nguyên liệu đầu vào trung bình là 620 USD/tấn.
 - ✓ Nhu cầu thép tại thị trường Việt Nam và toàn cầu phục hồi nhờ tác động tích cực của việc nền kinh tế và thị trường bất động sản khởi sắc trở lại.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu NKG theo 2 phương pháp:

- ✓ Phương pháp so sánh P/B
- ✓ Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Phương pháp so sánh P/B

- ✓ BVPS 2024F là 22.957 đồng/cp
- ✓ P/B 2023 được xác định ở mức 1,2x – dựa trên mức P/B trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành, trọng số được tính theo quy mô vốn hóa của các doanh nghiệp.

	P/B	Tỷ trọng vốn hóa
HPG	1,54	92%
HSG	1,13	8%
P/B TRUNG BÌNH NGÀNH	1,2x	

- ✓ Theo phương pháp P/B, giá cổ phiếu NKG được xác định là 28.466 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- ✓ Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM, trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm là 1,77%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,57% (theo tính toán của ABS Research). Beta điều chỉnh là 1,61 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 11,19%.

- ✓ Giá theo phương pháp FCFF là 25.205 đ/cp.

Chỉ tiêu	Giá định
Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)	1,77%
Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)	9,57%
Beta	1,61
Chi phí VCSH (Cost of Equity)	17,17%
WACC	11,19%
Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)	1,0%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- P/B	28.466	50%
- FCFF	25.205	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		26.836

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 26.800 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng giá +14,8% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NKG.

Rủi ro giảm giá

- ✓ Tình hình xuất khẩu không cải thiện được như kỳ vọng do khó khăn chung của nền kinh tế hoặc các biện pháp hạn chế nhập khẩu thép từ Việt Nam.
- ✓ Thị trường bất động sản, xây dựng trong nước tiếp tục ảm đạm
- ✓ Biến động giá cả nguyên liệu đầu vào do xung đột chính trị gia tăng bất ổn kinh tế thế giới, đặc biệt khi lượng hàng tồn kho của NKG đang ở mức thấp so với cùng kỳ. Theo đó, trong thời gian tới nếu giá thép HRC đầu vào của NKG (chủ yếu đến nhập từ thị trường nội địa) tăng giá có thể ảnh hưởng tới biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Cơ hội tăng giá

- ✓ Chính sách của Chính phủ giúp nền kinh tế và thị trường bất động sản hồi phục trở lại sớm và mạnh mẽ hơn dự kiến
- ✓ Nhu cầu tăng mạnh góp phần tăng sản lượng và giá thép bán ra, đặc biệt là nhu cầu của thị trường thế giới.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	28.173	23.071	18.995	21.368
Giá vốn hàng bán	(23.904)	(21.590)	(17.906)	(19.659)
Lợi nhuận gộp	4.270	1.481	1.088	1.709
Doanh thu tài chính	199	303	264	259
Chi phí tài chính	(397)	(503)	(438)	(385)
Chi phí bán hàng	(1.398)	(1.202)	(583)	(748)
Chi phí QLDN	(123)	(186)	(133)	(138)
Lợi nhuận từ HKKD	2.551	(107)	198	697
Lãi/lỗ khác	11	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Lợi nhuận trước thuế	2.562	(107)	198	696
Lợi nhuận sau thuế	2.225	(125)	168	603
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.225	(125)	168	603

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HKKD	(308)	(828)	720	1.709
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	(309)	33	(100)	(200)
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	1.150	1.049	(494)	(1.082)
LCT thuần trong kỳ	533	254	126	427
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	219	751	1.005	1.132
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	751	1.005	1.132	1.558

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,27	1,28	1,40	1,51
Khả năng thanh toán nhanh	0,32	0,34	0,48	0,50
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,12	0,16	0,20	0,26
Khả năng thanh toán lãi vay	11,51	0,59	1,66	4,17
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,37	0,40	0,44	0,47
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,63	0,60	0,56	0,53
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,67	0,96	0,84	0,59
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	17,56	20,20	25,75	25,04
Số ngày phải trả	45,42	62,75	43,83	41,85
Số ngày tồn kho	81,33	129,18	129,40	110,94
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,2%	6,4%	5,7%	8,0%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	9,9%	0,5%	2,4%	4,1%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	7,9%	-0,5%	0,9%	2,8%
ROE	50,0%	-2,3%	3,1%	10,5%
ROA	19,2%	-0,9%	1,3%	4,8%
ROIC	31,0%	1,8%	4,1%	8,1%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	751	1.005	1.132	1.558
+ Đầu tư ngắn hạn	448	252	252	252
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.902	1.517	1.924	1.662
+ Hàng tồn kho	8.281	7.000	5.696	6.254
+ Tài sản ngắn hạn khác	833	641	644	652
Tài sản ngắn hạn	12.216	10.415	9.648	10.378
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	2	2	3
+ Tài sản cố định	2.771	2.588	2.289	2.083
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	176	220	220	220
+ Đầu tư dài hạn	8	8	8	8
+ Tài sản dài hạn khác	227	227	227	249
Tài sản dài hạn	3.182	3.046	2.746	2.562

Tổng Tài sản	15.398	13.461	12.395	12.940
+ Vay ngắn hạn	3.773	5.111	4.621	3.539
+ Phải trả người bán	4.879	2.544	1.756	2.752
+ Nợ ngắn hạn khác	946	453	527	590
Nợ ngắn hạn	9.598	8.109	6.903	6.881
+ Vay dài hạn	46	3	0	0
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	30	29	14	15
Nợ dài hạn	77	32	14	15
Tổng nợ phải trả	9.675	8.141	6.917	6.896
+ Vốn cổ phần	2.184	2.633	2.633	2.633
+ Thặng dư vốn cổ phần	786	786	786	786
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.636	1.628	1.786	2.352
+ Quỹ khác	117	273	273	273
Vốn chủ sở hữu	5.723	5.320	5.477	6.044
Tổng cộng nguồn vốn	15.398	13.461	12.395	12.940

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	143,7%	-18,1%	-17,7%	12,5%
Tăng trưởng LNNT	698,6%	-104,2%	-285,3%	251,5%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	653,6%	-105,6%	-234,6%	259,0%
Tăng trưởng EPS	527,8%	-104,6%	-226,6%	259,0%
Tăng trưởng VCSH	79,9%	-7,1%	3,0%	10,3%
Tăng trưởng Tổng tài sản	98,3%	-12,6%	-7,9%	4,4%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	3,60	(27,98)	43,04	12,45
P/B	1,40	0,66	1,24	1,17
EV/EBITDA	3,34	13,77	9,46	5,91
EV/Sales	0,38	0,32	0,53	0,43
EPS (đồng/cp)	10.189	(474)	599	2.152
BVPS (đồng/cp)	26.205	20.205	20.805	22.957

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bán lẻ, Thực phẩm, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Tài chính, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Hóa chất, Dệt may, Hàng công nghiệp

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

Logistics, Công nghệ

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn

BDS dân cư, VLXD

Phạm Hồng Trường - Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn



TRỢN VỐN TRÁI NGHIỆM ĐẦU TƯ

Giải thưởng

**BEST STOCK TRADING APP
ABS INVEST**

ỨNG DỤNG GIAO DỊCH CỔ PHIẾU
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2023

Trao bởi Global Business Outlook 2023 (GBO 2023)



**GLOBAL
BUSINESS OUTLOOK
AWARDS 2023**
ABS Invest
An Bình Securities
Joint Stock Company (ABS)
WINNER



Trải nghiệm ngay
ABS Invest tại đây