Shinhan Securities



CTCP Thép Nam Kim

[Việt Nam / Thép]

Bloomberg Code (NKG VN) | Reuters Code (NKG.HM)

MUA

Báo cáo lần đầu

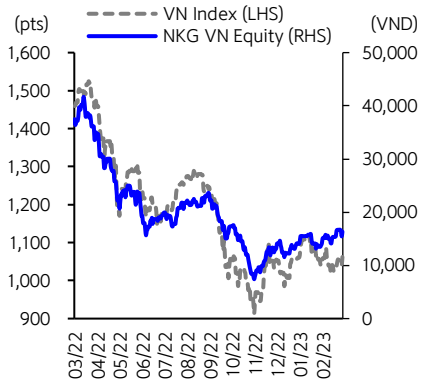
Giá mục tiêu (12 tháng)	**19,100 VND**
Giá hiện tại (17/03/2023)	15,750 VND
Suất sinh lời (%)	22%

VNINDEX	1,046
HNXINDEX	204
Vốn hóa (tỷ VND)	4,305
SLCP lưu hành (triệu CP)	263
Tự do giao dịch (triệu CP)	170
52-tuần cao/thấp (VND)	43,750/6,890
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	11.21
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	169

Cổ đông lớn (%)	Hồ Minh Quang	11.84%
	Unicoh Specialty Chemicals	5.85%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	23.9	-29.5	-57.8
So với VN-Index (%)	23.2	-14.8	-30.9

Nguồn: Bloomberg



Bền bỉ vượt qua khó khăn

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 19,100 đồng

CTCP Thép Nam Kim (NKG) là top 3 doanh nghiệp lớn nhất trong lĩnh vực tôn mạ với thị trường xuất khẩu đến hơn 50 quốc gia toàn cầu. Những diễn biến bất lợi đối với ngành Thép đã dẫn đến kết quả kinh doanh thua lỗ của Nam Kim năm 2022. Tuy nhiên, với sự tăng giá của thép HRC và sự sụt giảm của giá cước vận tải trong thời gian gần đây, chúng tôi đánh giá tình hình kinh doanh của Nam Kim sẽ xoay chuyển, doanh nghiệp sẽ có lời trong năm 2023. Bên cạnh đó, sức khỏe tài chính lành mạnh và thị phần được giữ vững là những điểm cộng giúp doanh nghiệp vượt qua khó khăn trước những biến động khó lường trong ngành thép. Cùng với đó, dự án Nam Kim Phú Mỹ góp phần nâng công suất lên gấp đôi sẽ giúp Nam Kim tăng trưởng mạnh mẽ khi ngành thép hồi phục. Chúng tôi định giá lần đầu đối với cổ phiếu NKG ở mức giá 19,100 đồng tương ứng với mức sinh lời 22%. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E với tỷ trọng lần lượt là 70% và 30%.

Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá thép HRC phục hồi và chi phí vận chuyển giảm

Giá thép HRC đã có sự cải thiện đáng kể sau những thông tin về kế hoạch mở cửa của Trung Quốc và gói kích thích thị trường bất động sản của Trung Quốc được công bố. Tính đến thời điểm tháng 3 năm 2023 giá thép HRC đã tăng 57% so với mức đáy tháng 11 năm 2022. Điều này góp phần to lớn trong việc cải thiện biên lợi nhuận của Nam Kim khi tỷ trọng xuất khẩu của Nam Kim chiếm hơn 50% doanh thu. Bên cạnh đó, giá cước vận tải biển giảm mạnh sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận Nam Kim. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 đạt 16,611 tỷ đồng, giảm 23% so với năm 2022. Lợi nhuận năm 2023 dự kiến đạt 565 tỷ đồng.

Tài chính ổn định và thị phần vẫn giữ vững bất chấp khó khăn

Tuy tỷ lệ nợ vay của công ty tăng trong năm 2022 nhưng chỉ số thanh toán của Nam Kim vẫn giữ ở mức ổn định. Kết hợp với việc thị phần năm 2022 vẫn giữ vững góp phần đảm bảo vị thế công ty bất chấp tình hình kinh tế khó khăn.

Dự án Nam Kim Phú Mỹ sẵn sàng mở rộng công suất khi ngành thép hồi phục

Dự án Nam Kim Phú Mỹ dự kiến sẽ nâng gấp đôi công suất hiện tại của Nam Kim từ 1 triệu tấn vào năm 2022 lên 2.2 triệu tấn vào năm 2027. Dự án được chia làm 3 giai đoạn vào các năm 2024, 2025 và 2027, mỗi giai đoạn nâng công suất lên 400,000 tấn. Dự án được đánh giá sẽ nâng tầm công ty trong dài hạn, đón đầu cơ hội khi thị trường thép hồi phục.

Rủi ro : (1) Rủi ro biến động giá thép HRC; (2) Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn; (3) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới suy giảm.

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**23,128**	**16,611**	**21,595**	**25,914**	**28,505**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	(46)	646	1,000	1,222	1,322
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**(67)**	**565**	**874**	**1,068**	**1,155**
EPS (đồng)	-	2,144	3,319	4,056	4,387
BPS (đồng)	20,426	21,726	24,202	27,413	30,957
OPM (%)	0%	4%	5%	5%	5%
NPM (%)	0%	3%	4%	4%	4%
ROE (%)	**0%**	**10%**	**14%**	**15%**	**14%**
PER (x)		7.69	4.97	4.07	3.76
PBR (x)	0.60	0.76	0.68	0.60	0.53
EV/EBITDA (x)	33.89	15.27	6.07	4.52	3.78

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

[Chuyên viên]

Mở tài khoản

Lê Đức Tiến

☎ (84-28) 6299-8004

✉ tien.ld@shinhan.com

Ly Bùi - Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 Tổng quan doanh nghiệp

8 Quan điểm đầu tư

11 Dự phóng kết quả kinh doanh

12 Định giá và khuyến nghị

16 Rủi ro

17 Phụ lục: Báo cáo tài chính

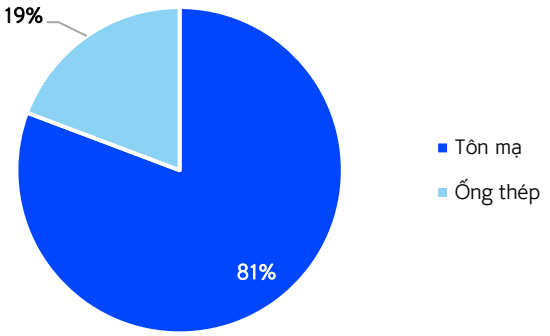
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

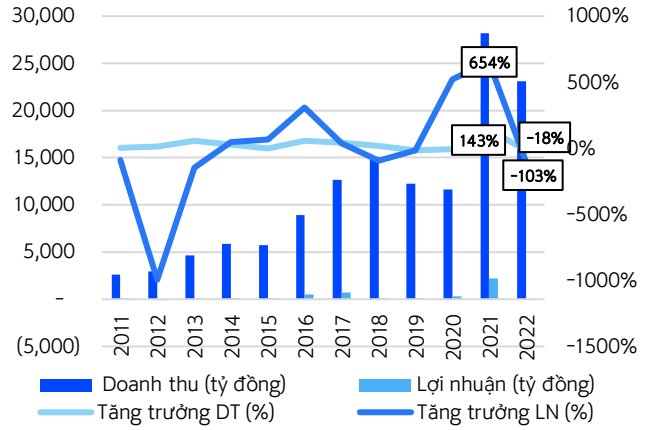
Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) được thành lập vào ngày 23/12/2002, đến năm 2011, công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE với mã cổ phiếu NKG. Công ty Cổ phần Thép Nam Kim là một doanh nghiệp chuyên sản xuất tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty luôn tiên phong trong đầu tư công nghệ để cung cấp những sản phẩm đạt tiêu chuẩn chất lượng tốt nhất đến khách hàng trong nước và quốc tế. Hiện sản phẩm của Nam Kim được tin dùng trên toàn quốc và xuất đến hơn 50 quốc gia trên toàn cầu.

Sản phẩm chính chính của Nam Kim bao gồm các loại tôn mạ và ống thép. Trong đó mảng tôn mạ chiếm hơn 80% cơ cấu sản phẩm của Nam Kim.

Cơ cấu sản lượng Nam Kim năm 2022



Doanh thu và lợi nhuận Nam Kim 2011 - 2022



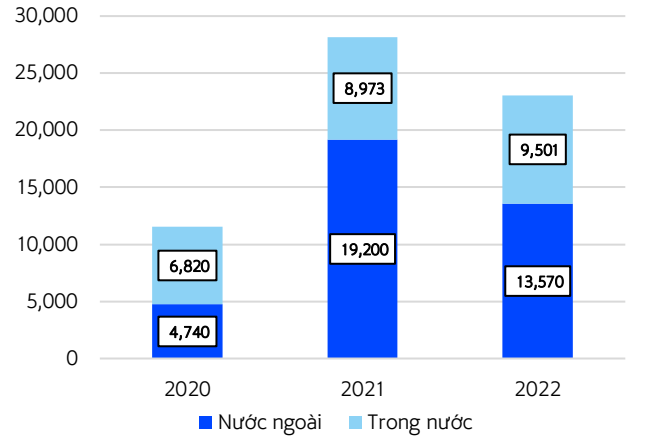
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chuỗi giá trị doanh nghiệp

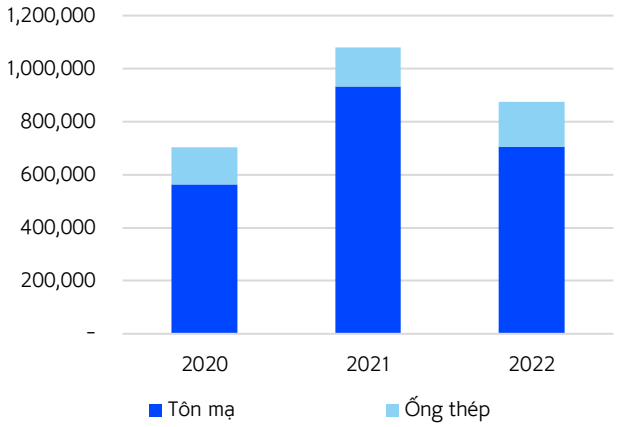


Đầu vào của Nam Kim chủ yếu là thép cuộn cáng nóng (HRC), sau khi trải qua quá trình cán thép và mạ hợp kim, thép cuộn cán nóng ban đầu sẽ được sản xuất thành tôn mạ và ống thép. Thép cuộn cán nóng của Nam Kim chủ yếu được sản xuất trong nước, nhập từ công ty Formosa Hà Tĩnh. Bên cạnh đó, các nguồn nguyên liệu khác của Nam Kim cũng được nhập khẩu từ nước ngoài thông qua các công ty đến từ Nhật Bản và Hàn Quốc.

Doanh thu trong nước và nước ngoài 2020 - 2022 (tỷ đồng)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm 2020 – 2022 (tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

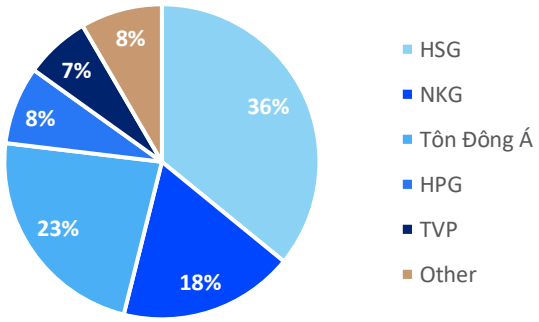
Nam Kim hiện duy trì tỷ lệ doanh thu xuất khẩu khoảng 60% và trong nước khoảng 40%. Sản phẩm của Nam Kim chủ yếu được xuất khẩu tới các nước như Châu Âu, Mỹ và Đông Nam Á.

Với tỷ trọng xuất khẩu cao, kết quả kinh doanh của Nam Kim chịu ảnh hưởng trực tiếp từ tình hình kinh tế và nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu. Sản lượng tiêu thụ thép của Nam Kim đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021 khi chu kỳ ngành thép thế giới tăng trưởng và suy giảm trong năm 2022 khi chu kỳ ngành thép thế giới đi xuống.

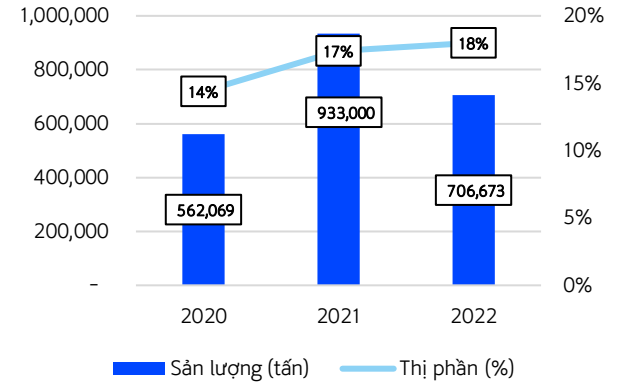
Hiện tại năng lực sản xuất hằng năm của Nam Kim đạt mức 1 triệu tấn tôn mạ và 270 nghìn tấn ống Thép. Nam Kim sở hữu 4 nhà máy trong đó có 2 nhà máy sản xuất tôn mạ và 2 nhà máy sản xuất ống thép.

Top 3 thị phần mảng tôn mạ

Thị phần tôn mạ trong năm 2022



Sản lượng và thị phần tôn mạ 2020 - 2022



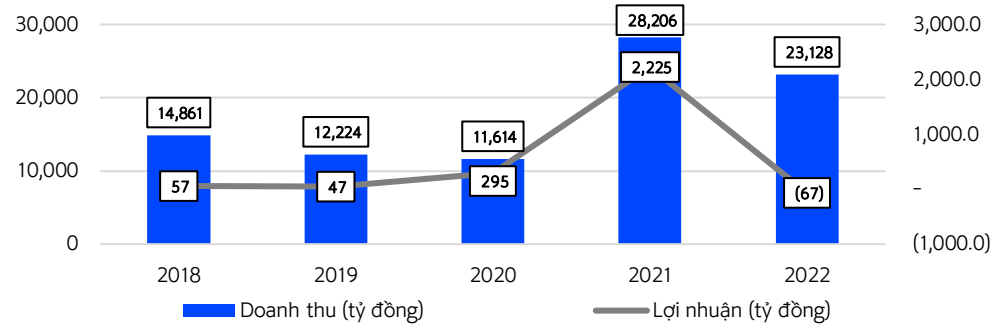
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với 18% thị phần, Nam Kim là top 3 doanh nghiệp tôn mạ lớn nhất trong năm 2022. Thị phần và sản lượng tiêu thụ tôn mạ có sự tăng trưởng trong các năm qua. Từ năm 2020 đến năm 2022, sản lượng thép xây dựng của Nam Kim đã tăng từ 562,069 tấn lên 706,673 tấn. Thị phần cũng có sự tăng trưởng từ 14% lên mức 18%.

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2022

Kết quả của kinh doanh Nam Kim chịu ảnh hưởng lớn từ chu kỳ đi xuống của ngành thép trong năm 2022

Doanh thu và lợi nhuận Nam Kim 2018 – 2022 (tỷ đồng)



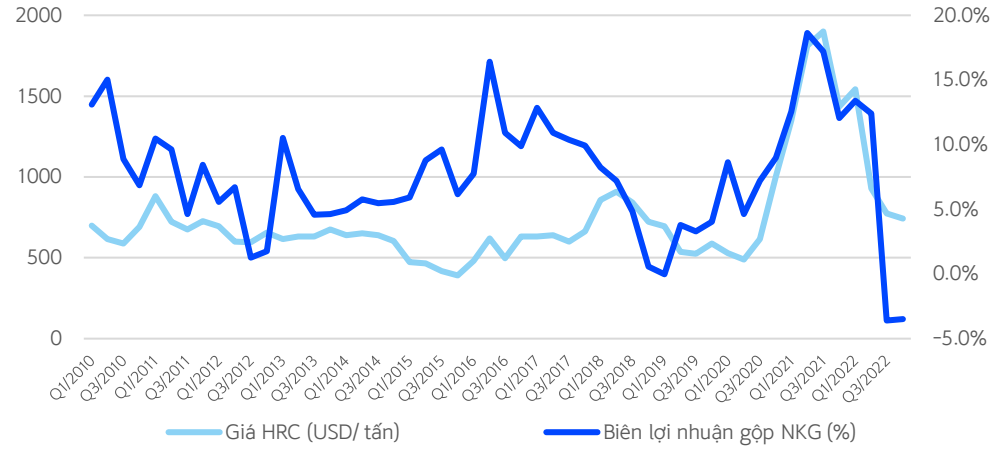
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Nam Kim đạt 23,128 tỷ đồng doanh thu trong năm 2022 (-18% YoY), lợi nhuận ghi nhận mức lỗ gần -67 tỷ đồng (-103% YoY). Cả năm 2022, Nam Kim cung cấp cho thị trường 875,231 tấn thép (-19% YoY), trong đó có 706,673 tấn tôn mạ và 168,558 tấn ống thép.

Điều này được lý giải bởi các yếu tố bất lợi xảy ra trong ngành thép như tình hình suy yếu của thị trường bất động sản trong nước và ảnh hưởng tiêu cực từ tình hình kinh tế thế giới. Những yếu tố trên dẫn đã đến giá thép và sản lượng suy giảm.

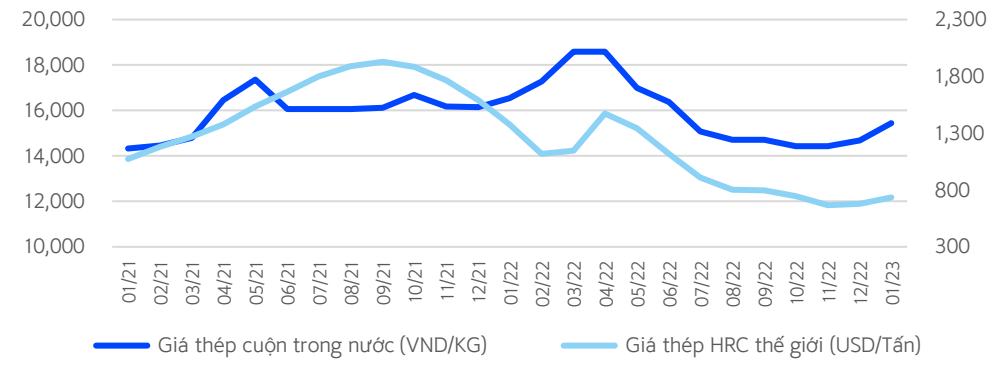
Giá thép suy giảm cả trong nước và thế giới ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép

Giá thép HRC thế giới và biên lợi nhuận gộp của NKG



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

Giá thép cuộn trong nước và giá HRC thế giới (USD/ Tấn)



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

Nam Kim duy trì biên lợi nhuận gộp trung bình khoảng 8% trong quá trình sản xuất thép HRC thành tôn mạ và ống thép. Việc giá thép HRC và giá thép cuộn trong nước giảm mạnh trong năm 2022 đã buộc Nam Kim phải giảm mạnh giá bán và ghi nhận một khoảng lớn dự phòng hàng tồn kho trong năm 2022.

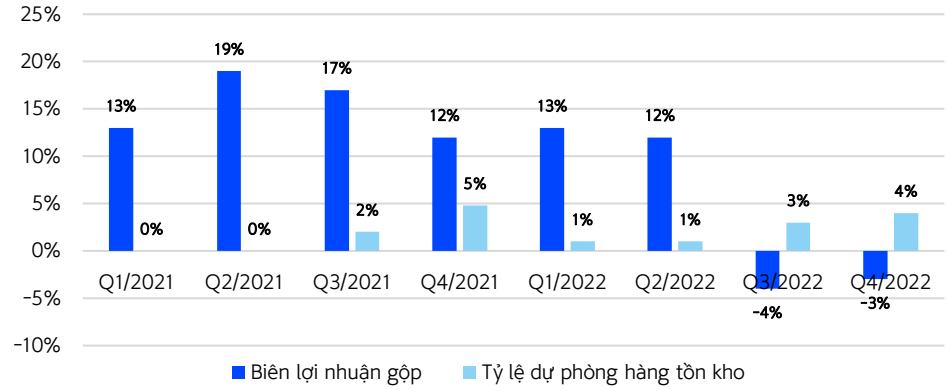
Trước bối cảnh tình hình kinh tế thế giới suy yếu sau đợt Covid-19 kéo dài kèm theo đó là chiến tranh Nga – Ukraine và các biện pháp mạnh tay của Trung Quốc trong việc quản lý thị trường bất động sản. Giá thép HRC đã giảm mạnh từ mức USD 1300/ tấn vào tháng 1 năm 2022 xuống mức 670 USD/ tấn vào khoảng thời điểm cuối tháng 12 năm 2022, làm ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty trong ngành thép. So với năm 2021, giá thép HRC trong năm 2022 đã giảm khoảng 35%.

Cùng chung với xu hướng của thế giới, giá thép cuộn Việt Nam cũng điều chỉnh giảm sau khi đạt đỉnh ở mức giá VND 18,585/kg. Những khó khăn chưa tháo gỡ được về dòng vốn và những vấn đề liên quan đến trái phiếu đã làm ảnh hưởng trầm trọng đến thị trường bất động sản và làm giảm nhu cầu tiêu thụ tôn mạ và ống trong nước. Tiêu thụ thép của toàn thị trường Việt Nam nói chung và Nam Kim nói riêng đạt đỉnh cao nhất trong quý II và giảm trong hai quý sau của năm 2022.

Biến động mạnh mẽ của giá thép trong năm 2022 đã tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp và khiến doanh nghiệp phải ghi nhận mức dự phòng hàng tồn kho mạnh trong quý 3 và quý 4 năm 2022 khi giá thép giảm mạnh.

Biên lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2022

Biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ dự phòng hàng tồn kho Nam Kim 2021 - 2022 (%)



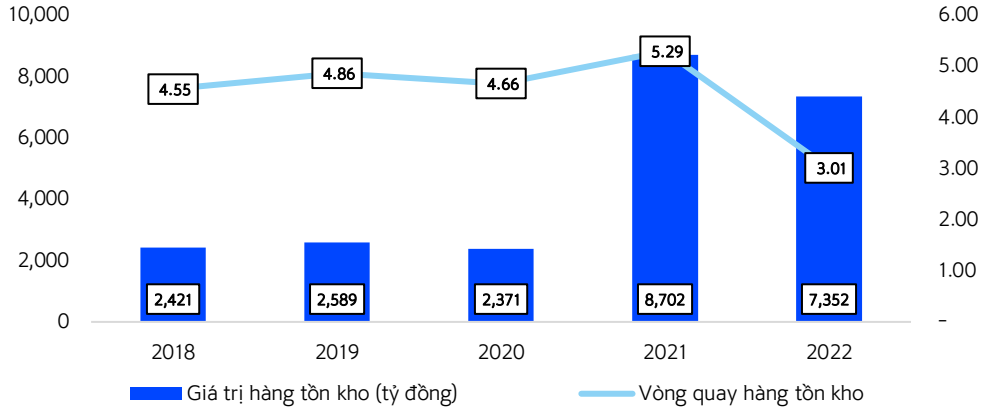
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Nam Kim đã duy trì mức dự phòng hàng tồn kho cao từ quý 4 năm 2021 với mức 5% khi giá thép HRC thế giới có xu hướng giảm. Tuy nhiên khi giá thép thế giới tăng lại trong 2 quý đầu năm 2022, tỷ lệ dự phòng đã giảm xuống 1% và sau đó tăng lại 4% vào thời điểm cuối năm khi giá thép quay đầu giảm.

Trước bối cảnh giá thép HRC giảm mạnh vào thời điểm cuối năm 2022, biên lợi nhuận gộp của Nam Kim đã bị ảnh hưởng nặng nề do hàng tồn kho thép đang ở mức giá cao. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận gộp ở mức âm và tỉ lệ dự phòng hàng tồn kho tăng mạnh trong quý 3 và 4 năm 2022.

Giá trị hàng tồn kho và sản lượng hàng tồn kho giảm đáng kể

Giá trị hàng tồn kho và vòng quay hàng tồn kho 2018 – 2022

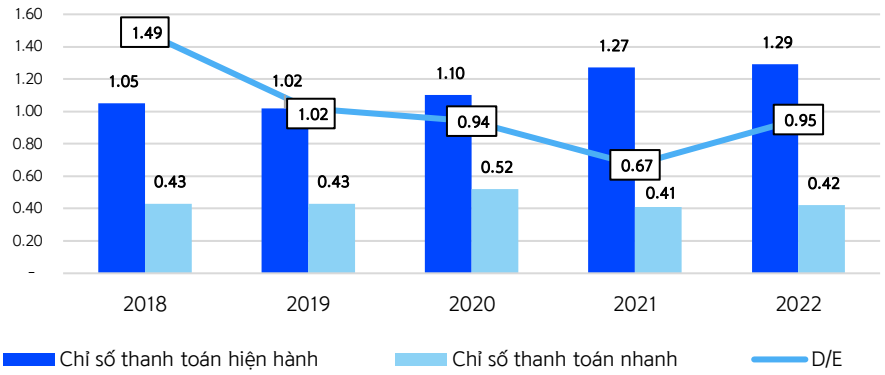


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trước bối cảnh giá thép HRC giảm và nhu cầu yếu, giá trị hàng tồn kho của NKG đã giảm khoảng 1,350 tỷ đồng so với thời điểm cuối năm 2021. Tuy nhiên giá trị hàng tồn kho của NKG vẫn còn ở mức cao gấp 3 lần so với thời điểm 2020. Bên cạnh đó vòng quay hàng tồn kho đã giảm từ mức 5.29 xuống còn 3.01. Điều này làm dấy lên lo ngại nếu giá thép quay đầu giảm trở lại.

Chỉ số thanh khoản vẫn ở mức ổn định nhưng tỷ lệ đòn bẩy tăng

Chỉ số thanh khoản và đòn bẩy của Nam Kim 2018 - 2022



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

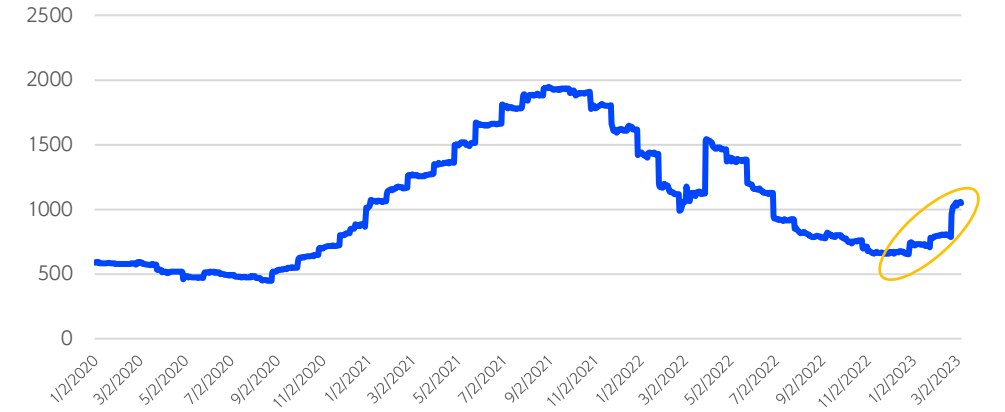
Nam Kim vẫn duy trì được các chỉ số thanh khoản ở mức cao với hai chỉ số thanh toán hiện hành và chỉ số thanh toán nhanh tăng nhẹ. Tuy nhiên, điều đáng lưu ý là chỉ số D/E tăng từ 0.67 lên 0.95 do tổng nợ tăng 34% so với năm ngoái.

Quan điểm đầu tư

Triển vọng biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá thép HRC tăng

Giá thép HRC phục hồi nhờ triển vọng Trung Quốc mở cửa và hồi phục bất động sản tại Trung Quốc

Giá thép HRC 2020 – 2023 (USD/ tấn)



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro

Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ thép hàng đầu thế giới với sản lượng tiêu thụ chiếm hơn 50% sản lượng tiêu thụ toàn cầu. Việc Trung Quốc mở cửa biên giới ngày 08/01/2023 được đánh giá sẽ giúp nền kinh tế nước này phục hồi, qua đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ thép. Kể từ lúc thông tin về kế hoạch mở cửa của Trung Quốc được công bố, giá thép HRC đã có mức phục hồi ấn tượng từ mức giá USD 666/ tấn vào tháng 11 năm 2022 lên mức USD 1,050/ tấn vào đầu tháng 3 năm 2023 tương ứng với mức tăng 57%.

Bên cạnh đó, các biện pháp của chính phủ trong việc phục hồi thị trường bất động sản sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy giá thép tăng trưởng trong năm 2023. Ngành bất động sản của Trung Quốc hiện chiếm 40% sản lượng tiêu thụ thép của Trung Quốc. Chính phủ Trung Quốc đã công bố một loạt biện pháp để "cởi trói" cho lĩnh vực này, trong đó có việc nới lỏng quy định giúp các nhà phát triển bất động sản dễ dàng huy động vốn hơn, đồng thời tung ra chương trình hỗ trợ tái cấp vốn với tổng giá trị lên tới USD 24 tỷ cho các công ty bất động sản.

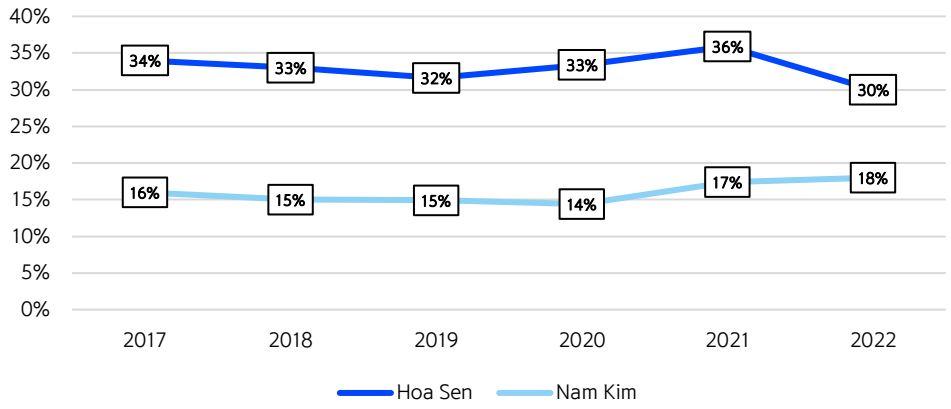
Vững vàng vượt qua khó khăn

Chỉ số tài chính an toàn góp phần giúp doanh nghiệp vượt qua khó khăn

Chỉ số thanh toán ngắn hạn vẫn giữ ở mức an toàn cho thấy sức khỏe tài chính của công ty lành mạnh giúp công ty có khả năng vượt qua khó khăn trong tương lai. Bên cạnh đó, việc dự phòng hàng tồn kho ở mức cao trong thời điểm hiện tại giúp công ty tránh khả năng ghi nhận chi phí trong tương lai, và ngược lại tăng được lợi nhuận khi giá thép HRC tăng.

Thị phần ở mảng tôn mạ vẫn giữ vững

Thị phần Nam Kim và Hoa Sen từ năm 2017 – 2018 (%)

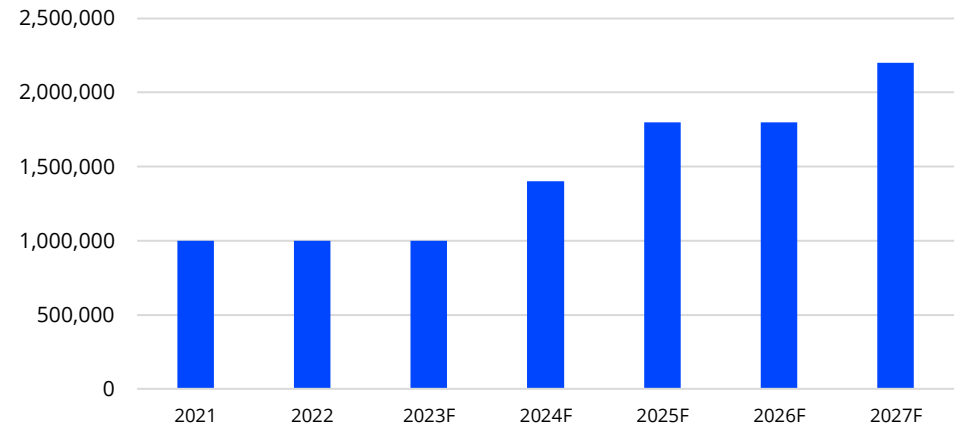


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Thị phần của Nam Kim có sự tăng trưởng nhẹ trong năm 2022, bất kể ngành thép trải qua giai đoạn khó khăn. So với công ty cùng ngành Nam Kim đã tăng thêm được 1% thị phần trong khi đối thủ Hoa Sen đã giảm 6% trong năm 2022.

Triển vọng đầu tư dài hạn với dự án Phú mỹ

Công suất của Nam Kim 2021 – 2027F (tấn)

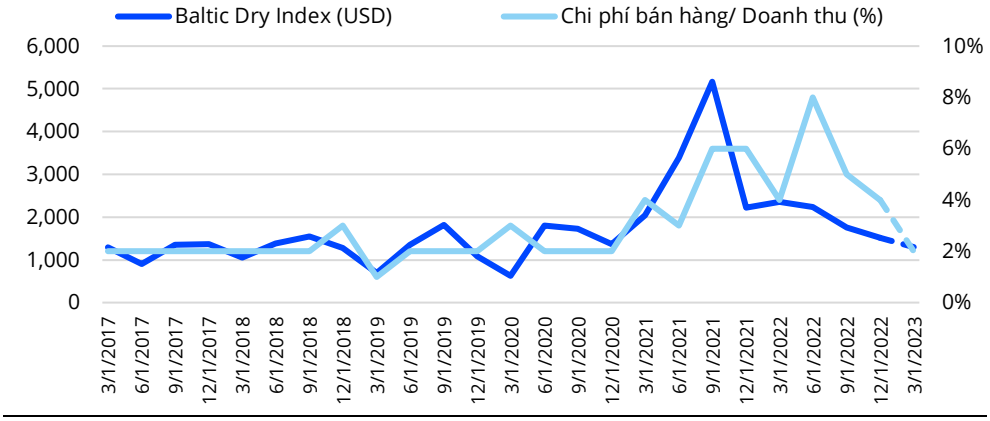


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Nam Kim dự kiến thành lập nhà máy Nam Kim Phú Mỹ với mục tiêu mở rộng sang phân khúc thép mạ cao cấp hơn và nâng cao công suất. Tổng công suất nhà máy dự kiến là 1,200,000 tấn/năm, tổng vốn đầu tư 4,500 tỷ đồng. Dự án được chia làm 3 giai đoạn vào các năm 2024, 2025 và 2027, mỗi giai đoạn nâng công suất lên 400,000 tấn. Dự án dự kiến sẽ nâng gấp đôi công suất hiện tại của Nam Kim từ 1 triệu tấn vào năm 2022 lên 2.2 triệu tấn vào năm 2027.

Chi phí bán hàng giảm nhờ chi phí vận chuyển thế giới giảm

Chỉ số giá cước vận tải biển (Baltic Dry Index) và Chi phí bán hàng 2021 – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Với tỷ trọng xuất khẩu chiếm hơn 50% trong cơ cấu doanh thu, lượng thép xuất khẩu đến các nước được vận chuyển chủ yếu thông qua đường biển. Tình trạng dịch bệnh và đóng cửa biên giới của các quốc gia đã khiến cho chi phí vận tải biển tăng cao trong năm 2021 và nửa đầu năm 2022. Chỉ số giá cước vận tải biển – Baltic Dry Index đã tăng mạnh từ mức USD 1,500 vào đầu năm 2020 lên mức USD 5,000 vào tháng 9 năm 2021, trước khi giảm về dưới USD 2,000 vào cuối năm 2022. Chi phí bán hàng (trong đó bao gồm chi phí vận chuyển) qua đó đã tăng mạnh trong giai đoạn 2021 và đầu năm 2022, trung bình chiếm 5% so với doanh thu. Do hợp đồng vận tải biển thường kéo dài tầm 6 tháng, do đó, chúng tôi đánh giá chi phí bán hàng/ doanh thu sẽ giảm về 2% (thời điểm trước dịch bệnh) nhờ giá cước vận tải biển đã giảm về dưới mức USD 2000 từ tháng 6 năm 2022.

Thị trường bất động sản vẫn còn tiêu cực, dự kiến cải thiện hơn trong 6 tháng cuối năm

Theo Bộ Xây dựng, số lượng căn hộ mới được cấp phép xây dựng trong 3 quý đầu năm 2022 giảm 41% so với cùng kỳ. Trước những vấn đề liên quan đến tình hình bất động sản trong năm 2022, ngành bất động sản dự kiến sẽ còn gặp khó khăn trong năm 2023. Việc nhà nước tiếp tục duy trì động thái siết chặt phát hành trái phiếu, tín dụng bất động sản, đồng thời giữ lãi suất ở mức cao để kiềm chế lạm phát sẽ làm ảnh hưởng tiêu cực đến ngành bất động sản trong nước. Ngành bất động sản dự kiến sẽ có sự cải thiện vào khoảng giữa năm khi các vấn đề về thị trường bất động sản được giải quyết và lãi suất hạ nhiệt. Thị trường bất động sản gần đây đã có một vài tín hiệu tích cực từ chính phủ thông qua những hành động và giải pháp nhằm hỗ trợ thị trường:

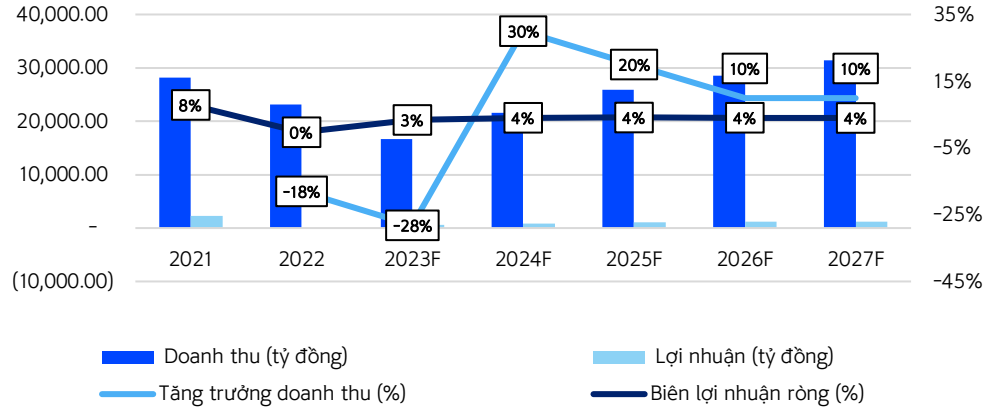
- Trong hội nghị "Tháo gỡ, thúc đẩy, phát triển thị trường bất động sản" với Thủ tướng Chính Phủ, Thủ tướng cho rằng có sự lệch pha khi dư thừa bất động sản ở phân khúc cao cấp và thiếu phân khúc trung bình, thu nhập thấp. Qua đó ngân hàng nhà nước cùng 4 ngân hàng quốc doanh đã thống nhất gói tín dụng 120,000 tỷ, lãi suất thấp hơn 1.5-2% cho nhà ở xã hội. Điều này giúp cải thiện thị trường bất động sản qua đó thúc đẩy lượng tiêu thụ thép trong nước.
- Chính phủ gần đây đã ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP ngày 5/3/2023 nhằm sửa đổi một số quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ trong nước và quốc tế. Một số thay đổi lớn của nghị định bao gồm: Nhà phát hành có thể thanh toán gốc, lãi trái phiếu đến hạn bằng tài sản khác, được kéo dài kỳ hạn tối đa không quá 2 năm nếu có sự đồng ý của trái chủ. Nghị định này cũng hoãn quy định về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, thời gian phân phối trái phiếu của từng đợt phát hành và yêu cầu kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với DN phát hành trái phiếu đến 31/12/2023. Các quy định mới theo Nghị định 08/2023/NĐ-CP có giá trị tích cực và là cơ sở cho việc đẩy mạnh các biện pháp nhằm giảm áp lực cho thị trường trái phiếu hiện nay, nhất là trái phiếu bất động sản.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tình hình kinh doanh xoay chuyển từ năm 2023

Dự kiến công ty có lợi nhuận từ năm 2023

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận Nam Kim năm 2021 – 2027F

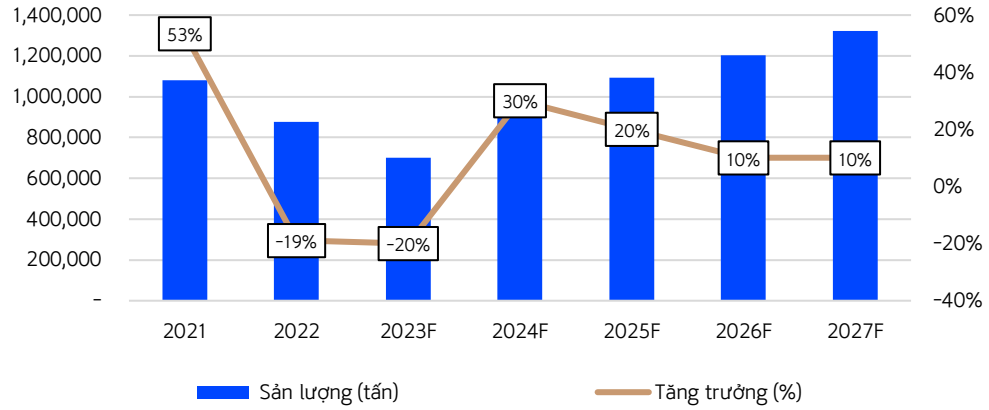


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Triển vọng tiêu thụ thép trong nước và quốc tế dự kiến còn yếu do những bất ổn về tình hình kinh tế, tuy nhiên lợi nhuận dự kiến Nam Kim dự kiến tăng trở lại nhờ diễn biến tăng giá thép HRC tích cực, kèm với chi phí vận chuyển giảm mạnh. Biên lợi nhuận ròng năm 2023 dự kiến tăng trở lại nhờ giá bán thép được cải thiện và công ty ghi nhận được phần hoàn nhập dự phòng tồn kho. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2023 đạt 16,611 tỷ đồng, giảm 23% so với năm 2022. Lợi nhuận năm 2023 dự kiến đạt 565 tỷ đồng.

Triển vọng sản lượng tăng trở lại sau năm 2023

Dự phóng sản lượng Nam Kim năm 2021 – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng Nam Kim dự kiến sụt giảm so với năm 2022 với mức giảm 20% trong năm 2023 do tình hình bất động sản trong nước còn yếu và nhu cầu của nhập khẩu Tôn mạ của các nước Châu Âu, Mỹ giảm. Sản lượng dự kiến hồi phục trở lại vào năm 2024 khi nhu cầu tiêu thụ từ ngành bất động sản tăng trở lại và nền kinh tế thế giới bắt đầu hồi phục

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 19,100 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Thép Nam Kim (NKG) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 19,100 đồng tương ứng với mức tăng 22%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, NKG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1) Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ giá thép HRC phục hồi và chi phí vận chuyển giảm
2) Tài chính ổn định và thị phần vẫn giữ vững bất chấp khó khăn
3) Triển vọng dự án Nam Kim Phú Mỹ sẵn sàng mở rộng công suất khi ngành thép hồi phục

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng lần lượt là 30% và 70% để định giá CTCP Thép Nam Kim (NKG).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
FCFF	70%	20,700
P/E	30%	15,500
Giá mục tiêu (VND)		**19,100**
Giá hiện tại (VND)		15,750
Tỷ suất sinh lời (%)		22%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Đơn vị: tỉ VND	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBIT*(1-thuế suất (%))	884	1,236	1,484	1,632	1,795
Khấu hao	476	584	691	799	862
Thay đổi vốn lưu động	3,395	-1,001	-964	-806	-971
Vốn đầu tư	-1,280	-1,282	-1,284	-1,285	-227
Dòng tiền tự do (FCFF)	**3,475**	**-463**	**-74**	**340**	**1,459**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	0%	-	-	-	-
Lãi suất chiết khấu (%)	13.10%	-	-	-	-
Giá trị cuối cùng	-	-	-	-	14,632
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	**3,073**	**(362)**	**(51)**	**208**	**5,980**
Giá trị doanh nghiệp	10,176	-	-	-	-
- Nợ	5,882	-	-	-	-
+ Tiền và tương đương tiền	1,156	-	-	-	-
Giá trị vốn chủ sở hữu	5,450	-	-	-	-
Giá mục tiêu (đồng)	20,700				

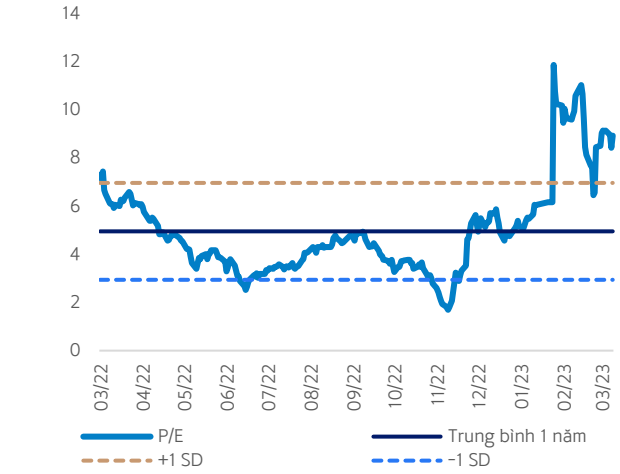
Biến	Giá trị
D/E	118%
Beta	1.51
Lãi suất phi rủi ro	5%
Chi phí sử dụng vốn	22%
Chi phí nợ	7%
WACC	13.10%

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 5% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của NKG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của NKG được định giá ở mức 20,700 đồng.

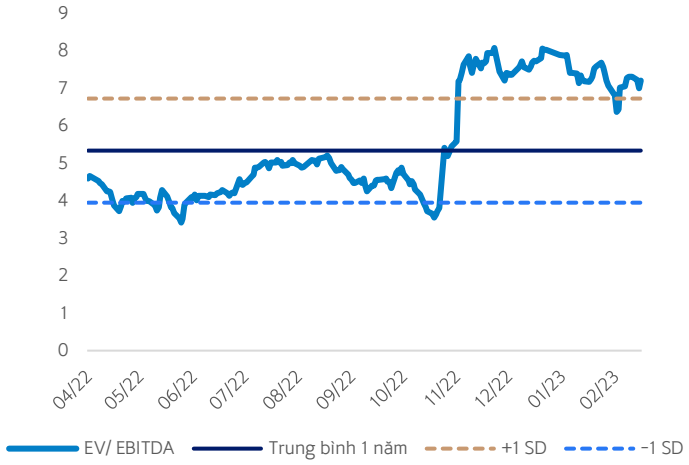
Phương pháp P/E

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu trung bình P/E ngành ở mức 7.21, chúng tôi ước tính P/E mục tiêu cũng ở mức tương đương. Kết hợp cùng EPS dự phóng 2023 ở mức 2,144 đồng, giá mục tiêu của NKG được định giá ở mức 15,500 đồng.

P/E 1 năm qua

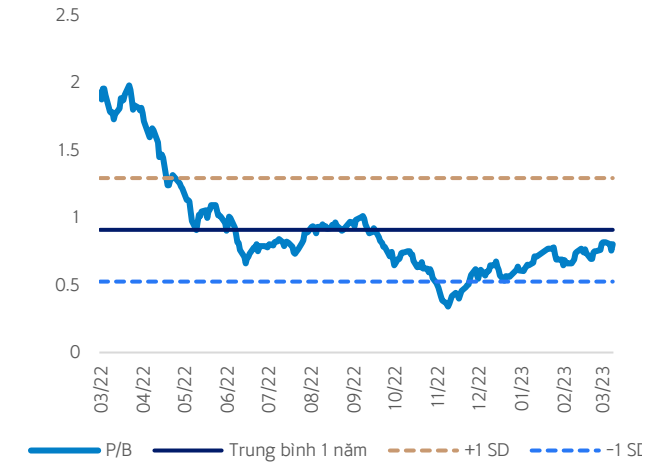


EV/EBITDA 1 năm qua

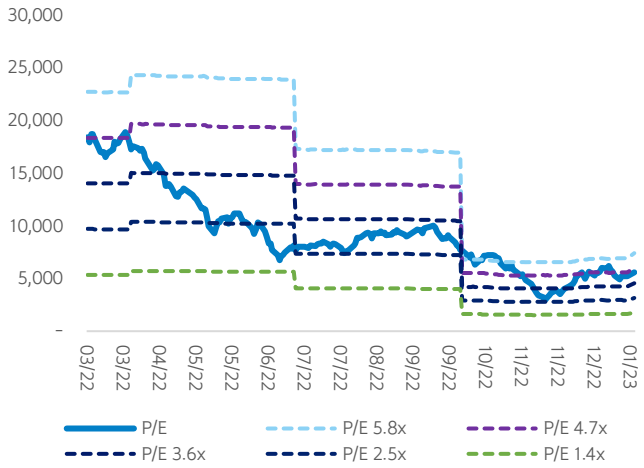


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

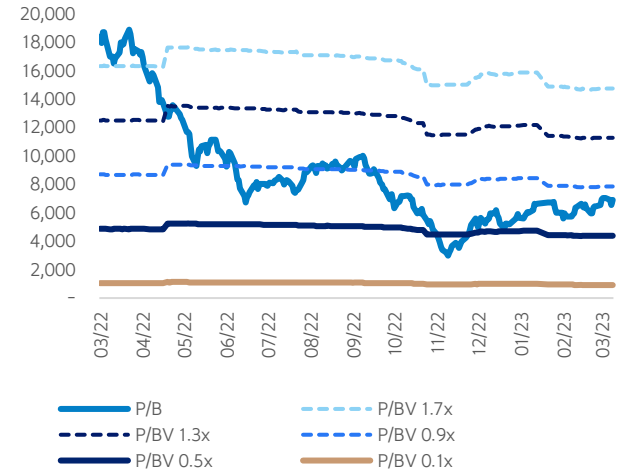


Giá với các mức P/E



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B

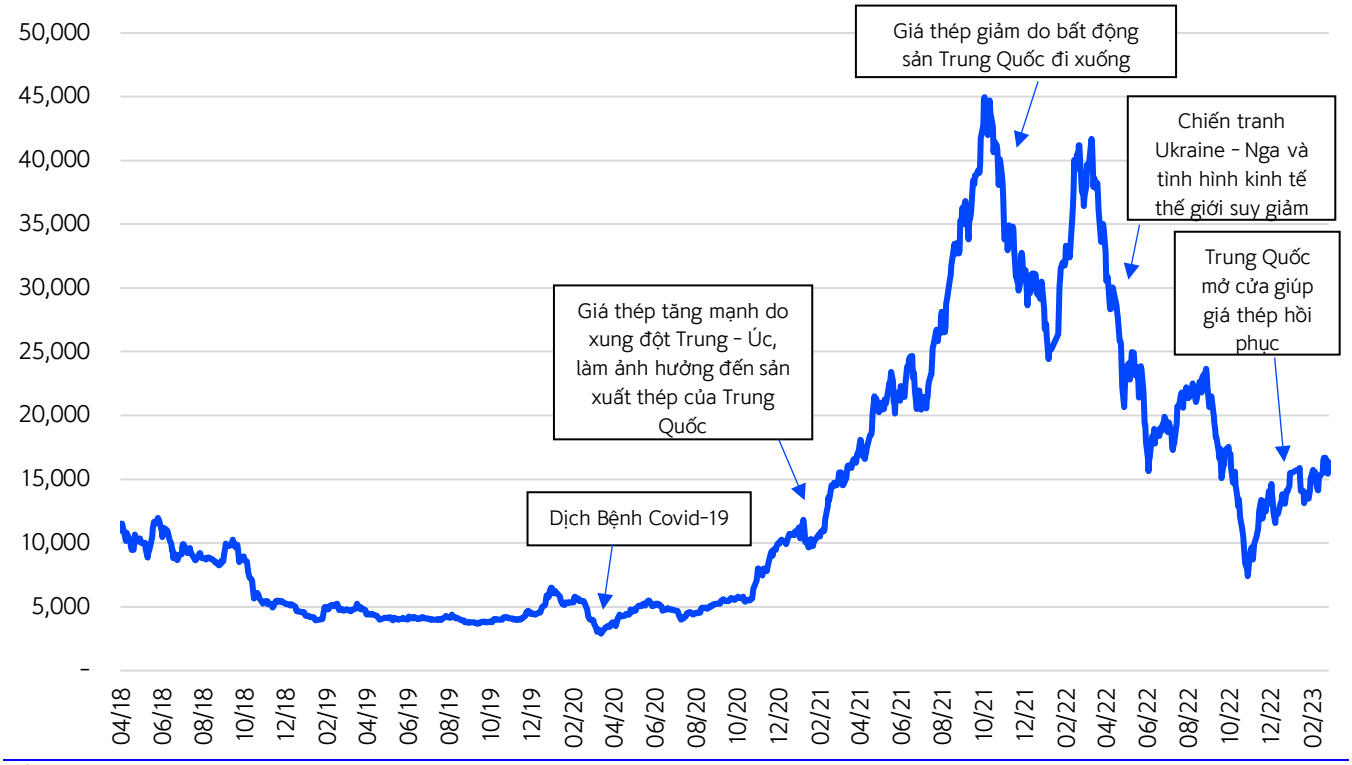


ROE và đường trung bình 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của NKG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro biến động giá thép HRC

Biến động giá thép HRC có tác động to lớn đến giá bán của Nam Kim do thép HRC là nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất tôn mạ của Nam Kim và giá bán tôn mạ của Nam Kim được tính % chênh lệch với giá thép HRC. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu chiếm hơn 50% tổng doanh thu, giá bán thép của Nam Kim chịu ảnh hưởng bởi cả diễn biến giá thép trong nước và thế giới.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng tôn mạ và ống thép tiêu thụ của Nam Kim. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 30% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép và Nam Kim.

Rủi ro tình hình kinh tế thế giới suy giảm

Tình hình kinh tế thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu tiêu thụ thép của các quốc gia trên thế giới. Kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu đầu tư và xây dựng của các nước qua đó tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ và giá HRC trên thế giới. Với tỷ trọng xuất khẩu chiếm gần 50% trong cơ cấu doanh thu của Nam Kim, tình hình kinh tế suy giảm sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của Nam Kim.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**13,522**	**14,791**	**17,518**	**20,600**	**23,623**
Tài sản ngắn hạn	10,476	10,941	12,969	15,458	17,993
Tiền và tương đương tiền	1,005	4,767	4,952	5,779	7,090
Đầu tư TC ngắn hạn	252	252	252	252	252
Các khoản phải thu	2,158	1,925	2,517	3,128	3,723
Hàng tồn kho	7,061	3,998	5,249	6,299	6,928
Tài sản dài hạn	3,046	3,850	4,549	5,142	5,630
Tài sản cố định	2,588	3,392	4,091	4,684	5,171
Chi phí xây dựng cơ bản	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	458	458	458	458	459
Tổng nợ	**8,144**	**9,230**	**11,260**	**13,462**	**15,541**
Nợ ngắn hạn	8,109	9,198	11,227	13,430	15,509
Khoản phải trả	2,544	2,672	3,439	4,127	4,540
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	5,111	6,072	7,334	8,849	10,514
Khác	453	453	454	454	454
Nợ dài hạn	35	32	32	32	32
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	3	-	-	-	-
Khác	32	32	32	32	32
Vốn chủ sở hữu	**5,378**	**5,561**	**6,259**	**7,138**	**8,082**
Vốn góp chủ sở hữu	2,633	2,633	2,633	2,633	2,633
Thặng dư vốn	786	786	786	786	786
Vốn khác	1,686	1,869	2,567	3,447	4,391
Lợi nhuận giữ lại	273	273	273	273	273
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-	-
*Nợ vay	5,114	6,072	7,334	8,849	10,514
*Nợ ròng (tiền)	4,109	1,305	2,382	3,069	3,424

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**23,128**	**16,611**	**21,595**	**25,914**	**28,505**
Tăng trưởng (%)	-18%	-28%	30%	20%	10%
Giá vốn hàng bán	**21,529**	**15,329**	**19,828**	**23,793**	**26,172**
Lợi nhuận gộp	**1,542**	**1,283**	**1,767**	**2,120**	**2,332**
Biên lợi nhuận gộp (%)	7%	8%	8%	8%	8%
Chi phí BH & QLDN	**1,388**	**487**	**633**	**759**	**835**
LN từ HĐKD	**154**	**796**	**1,134**	**1,361**	**1,497**
Tăng trưởng (%)	-94%	416%	43%	20%	10%
Biên LN từ HĐKD (%)	1%	5%	5%	5%	5%
LN khác	**(200)**	**(147)**	**(130)**	**(134)**	**(169)**
Thu nhập tài chính	303	218	283	339	373
Chi phí tài chính	(503)	(368)	(417)	(478)	(548)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(262)	(368)	(417)	(478)	(548)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(0)	3	4	5	6
LNTT	**(46)**	**649**	**1,004**	**1,227**	**1,328**
Thuế TNDN	(21)	(84)	(131)	(160)	(173)
LNST	**(67)**	**565**	**874**	**1,068**	**1,155**
Tăng trưởng (%)	-103%	-946%	55%	22%	8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	0%	3%	4%	4%	4%
LNST cổ đông công ty mẹ	(67)	565	874	1,068	1,155
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-
LN trước thuế và lãi vay	**216**	**1,017**	**1,421**	**1,705**	**1,876**
Tăng trưởng (%)	-92%	370%	40%	20%	10%
Biên LN (%)	1%	6%	7%	7%	7%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**594**	**1,493**	**2,005**	**2,397**	**2,675**
Tăng trưởng (%)	-81%	151%	34%	20%	12%
Biên LN (%)	3%	9%	9%	9%	9%

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**(827)**	**4,436**	**456**	**794**	**1,147**
Lợi nhuận ròng	(46)	649	1,004	1,227	1,328
Khấu hao TSCĐ	377	476	584	691	799
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(28)	-	-	-	-
Lãi vay	(13)	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(868)	3,587	(751)	(640)	(384)
Thay đổi khác	(249)	(277)	(380)	(484)	(595)
Tiền từ HĐ đầu tư	**33**	**(1,280)**	**(1,282)**	**(1,284)**	**(1,285)**
Thay đổi tài sản cố định	(210)	(1,280)	(1,282)	(1,284)	(1,285)
Thay đổi tài sản đầu tư	13	-	-	-	-
Khác	231	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	**1,048**	**411**	**601**	**765**	**864**
Thay đổi vốn cổ phần	10	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	1,260	633	823	987	1,086
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(222)	(222)	(222)	(222)	(222)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**254**	**3,566**	**(225)**	**275**	**726**
Tổng tiền đầu năm	751	1,005	4,571	4,346	4,621
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	1,005	4,571	4,346	4,621	5,347

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

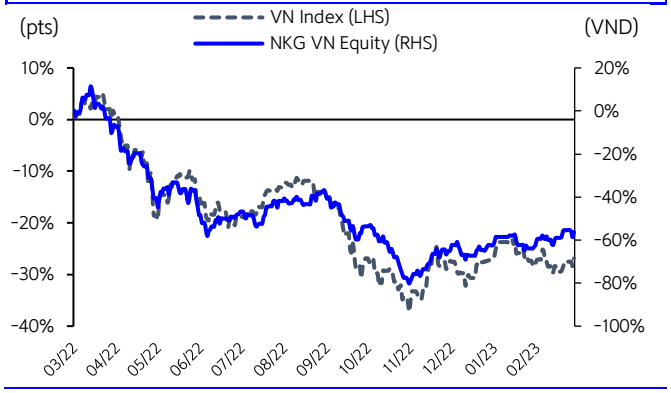
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	-	2,144	3,319	4,056	4,387
BPS (đồng)	20,426	21,726	24,202	27,413	30,957
DPS (đồng)	844	844	844	844	844
PER (x)	-	7.69	4.97	4.07	3.76
PBR (x)	0.60	0.76	0.68	0.60	0.53
EV/EBITDA (x)	33.89	15.27	6.07	4.52	3.78
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	4%	4%	3%	3%	3%
Lãi cổ tức (%)	0%	5%	5%	5%	5%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	3%	9%	9%	9%	9%
Biên LN từ HĐKD (%)	1%	5%	5%	5%	5%
Biên LNST (%)	0%	3%	4%	4%	4%
ROA (%)	0%	4%	6%	6%	6%
ROE (%)	-1%	10%	14%	16%	15%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	95%	100%	103%	105%	106%
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	692%	79%	111%	123%	123%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	12%	50%	39%	35%	35%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	0.82	2.77	3.41	3.57	3.42
Hiệu quả hoạt động (%)					
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	121.06	121.50	77.70	80.52	83.85
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	26.97	28.66	21.22	21.99	22.90
Vòng quay khoản phải trả (ngày)	62.93	61.76	55.79	57.68	60.07

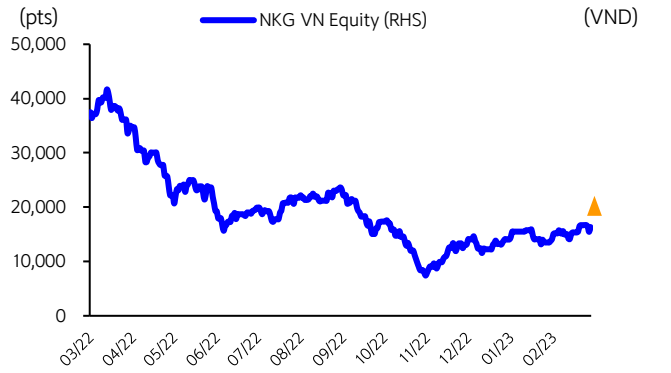
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Thép Nam Kim (NKG VN)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
17/03/2023 (BC lần đầu)	MUA	19,100	-24%	-56%/177%

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Tien Le

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: NKG VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. 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 Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000