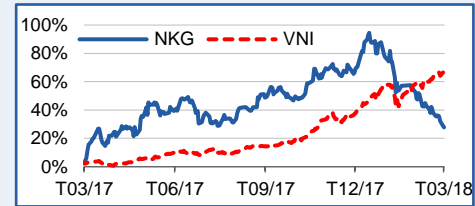


<b>Ngành:</b>	<b>Thép</b>		<u>2017</u>	<u>2018F</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>30/03/2018</b>	Tăng trưởng DT	41,2%	26,2%	14,4%	8,1%
Giá hiện tại:	31.700VND	Tăng trưởng EPS	10,5%	-13,4%	3,0%	4,1%
Giá mục tiêu:	35.200VND	Biên LN gộp	10,8%	9,9%	9,3%	8,9%
Giá mục tiêu trước đây:	44.000VND	Biên LN ròng	5,6%	4,7%	4,3%	4,1%
TL tăng:	+11,0%	EV/EBITDA	7,0x	6,0x	5,8x	5,5x
Lợi suất cổ tức:	3,2%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	N/M	2,4x	14,1x	6,8x
Tổng mức sinh lời:	+14,2%	P/E	4,8x	5,5x	5,4x	5,2x



GT vốn hóa:	165,5tr USD		<u>NKG</u>	<u>Peers*</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	103,8tr USD	P/E (trượt)	4,8x	17,1x	21,1x
GTGD/ngày (30n):	0,7tr USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,4x	3,3x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	2,1x	0,4x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	130,0tr	ROE	31,3%	6,2%	15,2%
Pha loãng hoàn toàn:	130,0tr	ROA	8,5%	2,9%	2,4%

**Tổng quan về công ty**

Thành lập năm 2002, NKG là nhà sản xuất tôn mạ lớn thứ hai Việt Nam với thị phần 16%. Các sản phẩm của công ty được sử dụng trong xây dựng nhà ở, công nghiệp và dân dụng.

\* bao gồm CT nước ngoài cùng ngành sử dụng hệ số TT điều chỉnh

**Nguyễn Thảo Vy**  
Chuyên viên Cao cấp

**Lucy Huynh, CFA**  
Trưởng phòng Cao cấp

## Sẵn sàng cho một năm thử thách

- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu dành cho CTCP Thép Nam Kim (NKG) xuống 35.200VND/cổ phiếu nhưng giữ khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho cổ phiếu này vì chúng tôi cho rằng NKG đã rơi vào vùng định giá thấp trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt.
- Các nhà máy mới Nam Kim 3 và 4 sẽ đóng góp đầy đủ cả năm 2018, củng cố dự báo của chúng tôi với sản lượng tôn mạ và ống thép bán ra sẽ tăng lần lượt 18% và 15%.
- Chúng tôi dự báo LNST 2018 sẽ tăng 7% lên 753 tỷ đồng do tăng trưởng sản lượng mạnh phần nào bị ảnh hưởng bởi biên lợi nhuận chuẩn hóa từ mức cao năm 2017.
- Thuế nhập khẩu thép vào Mỹ dự kiến sẽ không tác động mạnh đối với NKG vì thị trường Mỹ chỉ chiếm 8% sản lượng bán ra của công ty.
- Các yếu tố bất lợi: biên lợi nhuận giảm do biến động của giá thép cán nóng.

**Nhu cầu thị trường trong nước lẫn xuất khẩu đều mạnh, dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng.** Chúng tôi giả định sản lượng tôn mạ và ống thép năm 2018 sẽ tăng lần lượt 23% và 20% nhờ hoạt động xây dựng trong nước tiếp tục sôi động và NKG tiếp tục mở rộng hoạt động xuất khẩu.

**Tuy nhiên, cạnh tranh cao tại trường trong nước và nguy cơ chiến tranh thương mại tạo nên một số rủi ro.** Nhà máy tôn mạ mới đi vào hoạt động của HPG với công suất 400,000 tấn/năm sẽ tạo thêm áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ khác trong nước. Khả năng xảy ra chiến tranh thương mại ở quy mô toàn cầu cũng tạo thêm rủi ro cho tăng trưởng của NKG.

**Mở rộng công suất với các nhà máy Nam Kim 3 và 4 sẽ thúc đẩy tăng trưởng.** Với nhà máy Nam Kim 3, NKG trong Quý 3/2017 đã tăng công suất tôn mạ gấp đôi lên 870.000 tấn/năm và Quý 1/2018 sẽ tăng tiếp 40% lên 1,22 triệu tấn. Nhà máy này cũng hoàn tất chuỗi sản xuất chiều dọc của NKG với công suất 600.000 tấn thép cán nguội/năm (bán thành phẩm). Nam Kim 4 cũng đã giúp nâng công suất ống thép của NKG thêm 180.000 tấn trên tổng công suất 120.000 tấn/năm hiện tại trong Quý 2/2017, qua đó tăng cường khả năng sản xuất của công ty tại mảng này.

**Biên lợi nhuận sẽ chuẩn hóa từ mức cao năm 2017.** Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận sẽ giảm từ 10,8% năm 2017 xuống 9,9% năm 2018 vì diễn biến giá nguyên liệu dự kiến sẽ không thuận lợi như trước. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo việc hoàn thiện hơn nữa chuỗi giá trị sẽ giúp biên lợi nhuận của NKG ổn định hơn.

**NKG có thể đối mặt với vấn đề với thuế nhập khẩu thép của Mỹ.** NKG xuất khẩu 50%-60% sản lượng nhưng lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ chỉ chiếm 8%. Vì vậy, công ty sẽ chịu ảnh hưởng không lớn từ việc áp thuế nhập khẩu vào Mỹ. Ngoài ra, NKG là nhà sản xuất tôn mạ lớn thứ hai tại Việt Nam với tỷ lệ hiện diện cao trên thị trường trong nước và xuất khẩu sản phẩm sang hơn 60 nước trên thế giới, qua đó NKG có thể tăng cường xuất khẩu sang các thị trường khác hoặc tăng sản lượng bán ra tại thị trường trong nước để hạn chế tác động từ thị trường Mỹ.

**Thép Trung Quốc ít có khả năng tràn ngập thị trường Việt Nam.** Vì chính sách thương mại của Mỹ đã nhắm vào thép Trung Quốc từ năm 2016 đến nay và Trung Quốc thậm chí không nằm trong danh sách 10 nước xuất khẩu thép lớn nhất sang Mỹ, chúng tôi cho rằng mức áp thuế nhập khẩu thép mới mà Mỹ vừa ban hành sẽ không làm nghiêm trọng thêm tình trạng dự thừa thép tại Trung Quốc.

**Các biện pháp bảo hộ thương mại đối với thép trong nước sẽ có hiệu lực đến năm 2020-2022.** Chúng tôi kỳ vọng thuế chống bán phá giá hiện nay và hạn ngạch nhập khẩu bảo hộ các sản phẩm tôn mạ trong nước sẽ tiếp tục có hiệu lực trong 4 năm tới (vui lòng xem [Báo cáo Chiến lược](#)). Chúng tôi cũng cho rằng nếu cần thiết, Chính phủ Việt Nam sẽ tiếp tục áp dụng các biện pháp tương tự trong tương lai.

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>12.619</b>	<b>15.920</b>	<b>18.211</b>
Giá vốn hàng bán	-11.251	-14.346	-16.525
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.368</b>	<b>1.573</b>	<b>1.686</b>
Chi phí bán hàng	-274	-346	-396
Chi phí quản lí DN	-69	-88	-100
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>1.024</b>	<b>1.139</b>	<b>1.190</b>
Thu nhập tài chính	115	159	182
Chi phí tài chính	378	461	459
Trong đó, chi phí lãi vay	268	320	296
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	20	0	0
LNTT	781	837	913
Thuế TNDN	-74	-84	-137
LNST trước CĐTS	708	753	776
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>708</b>	<b>753</b>	<b>776</b>
<b>EPS cơ bản điều chỉnh, VND</b>	<b>6.624</b>	<b>5.736</b>	<b>5.909</b>
<b>EPS pha loãng, VND</b>	<b>6.624</b>	<b>5.736</b>	<b>5.909</b>

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	41,2%	26,2%	14,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	0,0%	0,0%	0,0%
Tăng trưởng LNTT	28,6%	7,1%	9,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	10,5%	-13,4%	3,0%

### Khả năng sinh lời

Biên LN gộp %	10,8%	9,9%	9,3%
Biên LN từ HĐ %	8,1%	7,2%	6,5%
Biên EBITDA	10,7%	9,4%	8,5%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,6%	4,7%	4,3%
ROE %	31,3%	23,2%	20,0%
ROA %	8,5%	7,6%	7,7%

### Chỉ số hiệu quả vận hành

Số ngày tồn kho	99,3	98,0	88,0
Số ngày phải thu	19,7	19,6	15,5
Số ngày phải trả	19,8	19,9	18,7
TG luân chuyển tiền	99,3	97,7	84,8

### Thanh khoản

CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	60,7%	51,4%	47,9%
Nợ/Vốn sử dụng	67,8%	58,0%	54,5%
Nợ/Vốn CSH	207,0%	137,4%	117,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,8	3,6	4,0

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	201	2018F	2019F
Tiền và tương đương	93	29	98
Đầu tư TC ngắn hạn	415	415	415
Các khoản phải thu	1.006	704	842
Hàng tồn kho	4.090	3.612	4.356
TS ngắn hạn khác	525	713	853
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>6.129</b>	<b>5.473</b>	<b>6.563</b>
TS dài hạn (gộp)	4.908	5.314	5.514
- Khấu hao lũy kế	-916	-1.267	-1.632
TS dài hạn (ròng)	3.992	4.046	3.882
Đầu tư TC dài hạn	24	24	24
TS dài hạn khác	29	29	29
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>4.046</b>	<b>4.100</b>	<b>3.935</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.174</b>	<b>9.572</b>	<b>10.498</b>
Phải trả ngắn hạn	777	786	905
Nợ ngắn hạn	4.425	3.264	3.551
Nợ ngắn hạn khác	276	312	373
Tổng nợ ngắn hạn	5.478	4.362	4.830
Nợ dài hạn	1.755	1.653	1.473
Nợ dài hạn khác	1	1	1
<b>Tổng nợ</b>	<b>7.234</b>	<b>6.016</b>	<b>6.304</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	1.300	1.300	1.300
Thặng dư vốn CP	766	766	766
Lợi nhuận giữ lại	831	1.446	2.084
Vốn khác	44	44	44
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.940</b>	<b>3.556</b>	<b>4.194</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>10.174</b>	<b>9.572</b>	<b>10.498</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>174</b>	<b>93</b>	<b>29</b>
Lợi nhuận ròng	708	753	776
Khấu hao	320	351	365
Thay đổi vốn lưu động	-2.345	637	-841
Điều chỉnh khác	-143	-8	-8
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-1.287</b>	<b>1.734</b>	<b>292</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.095	-405	-200
Đầu tư	-412	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-1.507</b>	<b>-405</b>	<b>-200</b>
Cổ tức đã trả	-130	-130	-130
Tăng (giảm) vốn cổ phần	819	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-105	-102	-181
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.129	-1.161	288
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>2.713</b>	<b>-1.393</b>	<b>-23</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-81</b>	<b>-64</b>	<b>69</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>93</b>	<b>29</b>	<b>98</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

##### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

##### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 28 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

[barry.weisblatt@vcsc.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vcsc.com.vn)

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 28 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.