

Công ty cổ phần Thép Nam Kim (HSX: NKG)



(MUA - Giá mục tiêu: VND 41.800)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NKG với **giá mục tiêu điều chỉnh VND 41.600** trước những biến động khó dự đoán của thị trường thép thế giới và trong nước.

Chúng tôi đánh giá hiệu quả kinh doanh của NKG sẽ tiếp tục được cải thiện trong tương lai trong bối cảnh (i) nhu cầu thép toàn cầu được dự báo duy trì tăng trưởng nhẹ trong giai đoạn 2022 – 2023, trong khi (ii) nguồn cung thắt chặt bởi chính sách hạn chế khí thải, (iii) tạo động lực đẩy mạnh mảng xuất khẩu thép của NKG, bên cạnh (iv) năng lực sản xuất tăng gấp đôi khi DN đưa nhà máy Phú Mỹ vào hoạt động.

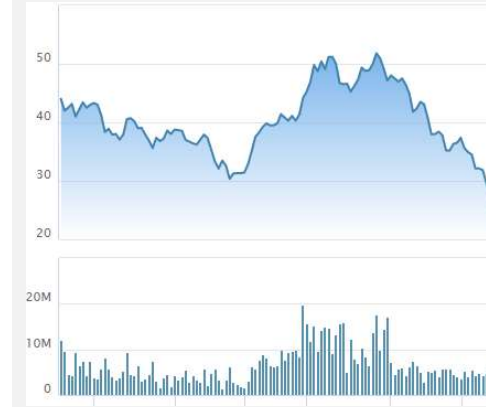
Thông tin cập nhật

- **Lãi ròng Q1 2022 tăng mạnh ~60% n/n** nhờ (i) giá bán thép xây dựng tăng, và (ii) hoàn nhập 300 tỷ đồng dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Biên LN gộp đạt 13,4% trong Q1 2022, cao hơn mức 12,6% cùng kỳ năm ngoái. Tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong kỳ đạt 214.000 tấn, tăng 28,7% n/n.
- **Lượng hàng tồn kho tính đến 31/3/2022 đạt khoảng 8.500 tỷ đồng & có thể đáp ứng nhu cầu bán hàng 1 quý.** Tuy nhiên chúng tôi cho rằng biên LN gộp Q2 có thể sẽ giảm khá so với mức 18,6% trong Q2 2021 trước diễn biến giảm giá các sản phẩm thép từ đầu tháng 4.
- **Công suất tăng 100% khi nhà máy mới hoạt động.** NKG lên kế hoạch xây dựng Nhà máy tôn Nam Kim Phú Mỹ với quy mô 33ha & tổng mức đầu tư 4.500 tỷ đồng. Nhà máy mới vận hành sẽ giúp công suất của NKG tăng từ 1,2 triệu tấn/năm hiện tại lên 2,4 triệu tấn/năm từ năm 2027, tạo tiền đề tăng trưởng dài hạn cho DN.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu NKG với **giá mục tiêu VND41.800** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 4,7 lần (theo EPS 2022F ~ VND8.804).

Biến động giá cổ phiếu



Ngày báo cáo	17/05/2022
Thị giá ngày báo cáo	VND 27.450
Giá mục tiêu (VND)	VND 41.800
Upside (%)	52,7%
Mã Bloomberg	NKG VN
Vốn hóa	6.022 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 23.950
	VND 55.900
KLGD BQ	8.579.213 Cp
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu nước ngoài	11,04%

Tỷ VND	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	11.560	28.173	30.650	32.517
EBIT	509	2.749	2.435	2.661
Lãi ròng	295	2.225	1.923	2.144
EPS (VND)	1.622	10.186	8.804	9.816
P/E (x)	20,5x	4,5x	3,1x	2,8x
BVPS (VND)	17.478	26.205	34.012	43.687
P/B (x)	1,9x	1,5x	0,8x	0,6x
ROE (%)	9%	38,9%	25,9%	22,5%
Nợ/VCSH (%)	94%	67%	65%	55%

Nguồn: MBS Research

(MUA - Giá mục tiêu: VND 41.800)

Lãi ròng Q1 2022 tăng mạnh nhờ hoàn nhập dự phòng

- **Lãi ròng Q1 2022 tăng mạnh ~60% n/n**, đạt tương ứng 507 tỷ đồng nhờ (i) giá bán bình quân ước tính tăng 46% n/n trước diễn biến xu hướng tăng giá của giá bán thép xây dựng, và (ii) hoàn nhập 300 tỷ đồng dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Nhờ đó, biên LN gộp đạt 13,4% trong Q1 2022, cao hơn mức 12,6% cùng kỳ năm ngoái. Nếu loại bỏ khoản hoàn nhập này, biên LN gộp của NKG chỉ còn 9,2% trong bối cảnh giá HRC đầu vào vẫn đang duy trì ở mức cao.

Tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong kỳ đạt 214.000 tấn, tăng 28,7% n/n trong khi ống thép giảm 13% n/n.

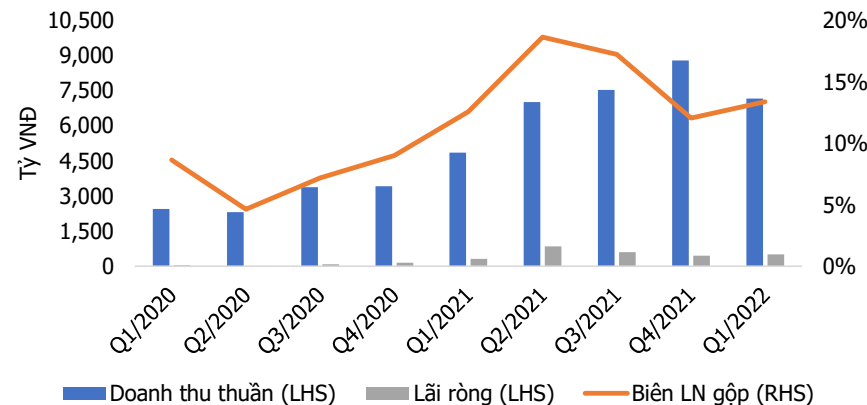
- **Lượng hàng tồn kho tính đến 31/3/2022 đạt khoảng 8.500 tỷ đồng & có thể đáp ứng nhu cầu bán hàng 1 quý**, trong đó đơn hàng xuất khẩu hiện đã chốt bán đến giữa tháng 7/2022. *Doanh thu Q2 ước tính đạt trên 8.000 tỷ đồng.*

Chúng tôi lưu ý rằng tích trữ hàng tồn kho cao là con dao hai lưỡi ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, cụ thể trường hợp khi giá thép tăng trở lại, lượng hàng tồn kho cao sẽ tăng lợi nhuận cho công ty. Tuy nhiên, nếu giá thép đi ngang hoặc giảm giá, KQKD của DN sẽ bị ảnh hưởng. Đây cũng là cơ hội và rủi ro cần phải theo dõi đối với NKG trong ngắn hạn.

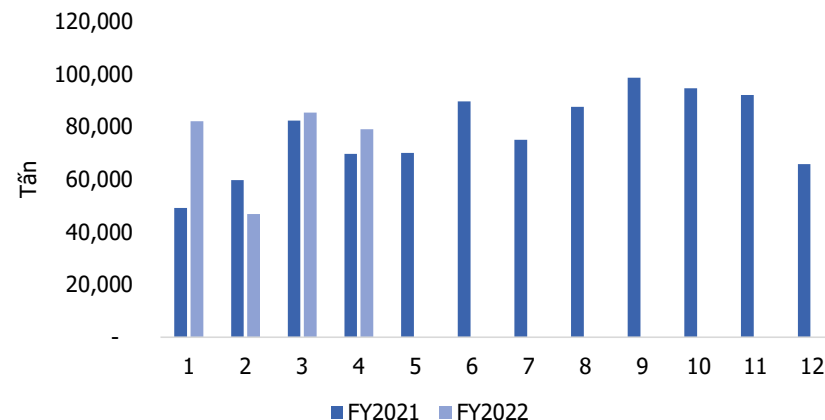
Với diễn biến giảm giá các sản phẩm thép từ đầu tháng 4 trước những hạn chế nghiêm ngặt về Covid-19 tại Trung Quốc, tăng giá năng lượng & gián đoạn chuỗi cung ứng, đẩy lên lo ngại về lạm phát & nhu cầu thép trên phạm vi toàn cầu, khiến các nhà giao dịch phải thận trọng, chúng tôi cho rằng biên LN của NKG sẽ bị ảnh hưởng trong ngắn hạn. **Biên LN gộp Q2 có thể sẽ giảm khá so với mức 18,6% trong Q2 2021.**

- **Quyết định chia cổ tức 2021 với tỷ lệ 30%**; bao gồm 10% bằng tiền mặt (sẽ thực hiện trong năm 2022 sau khi được UBCKNN chấp thuận) và 20% bằng cổ tức. Theo đó, NKG sẽ phát hành thêm gần 44 triệu cổ phiếu, vốn điều lệ sau khi chia cổ tức dự tăng lên mức 2.633 tỷ đồng.

Biến động KQKD theo quý



Sản lượng tiêu thụ tôn mạ theo tháng



(Nguồn: NKG)

(MUA - Giá mục tiêu: VND 41.800)

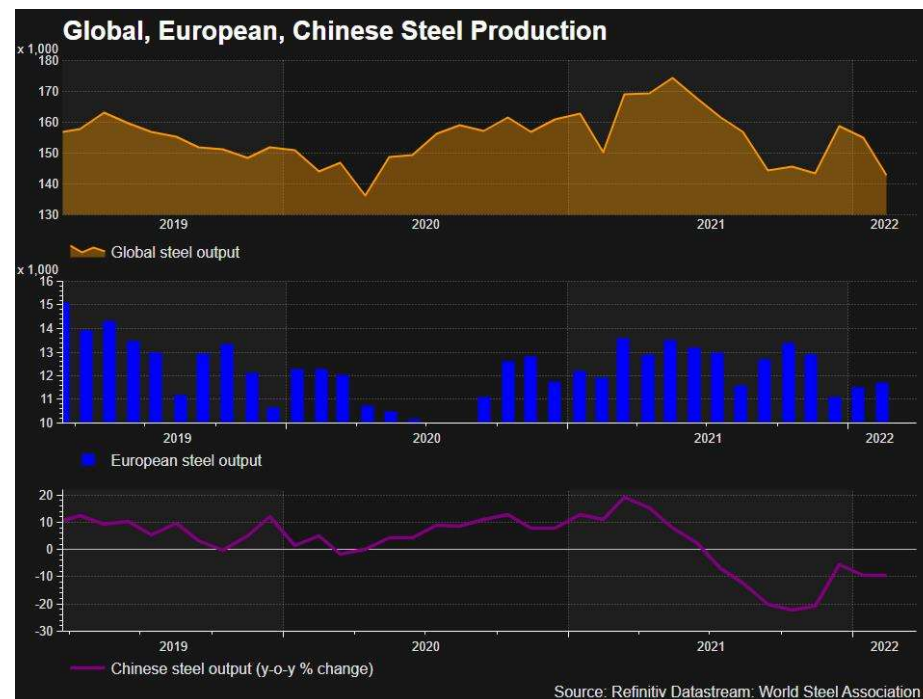
Triển vọng dài hạn khả quan hỗ trợ từ ngành & nội tại doanh nghiệp

- **Năm 2022 sẽ là một năm triển vọng đối với ngành thép toàn cầu**, theo Hiệp hội thép thế giới, nhờ (i) dịch bệnh được kiểm soát, (ii) nhu cầu xây dựng hồi phục mạnh, khiến nhu cầu thép có bước tăng trưởng trong năm nay. Nhu cầu thép ước tính tăng 0,4% n/n lên 1.840 triệu tấn trong năm 2022, trong đó EU và Mỹ ước tăng 1,1% n/n. Chênh lệch cung-cầu thép tiếp tục tiếp diễn trong bối cảnh xung đột Nga – Ukraine đang diễn ra, gây gián đoạn chuỗi cung ứng.

Với tỷ trọng xuất khẩu chiếm khoảng 60% sản lượng tiêu thụ, tập trung tại các thị trường chính gồm Mỹ, EU và Úc, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu thép của NKG trong thời gian tới sẽ tiếp tục được cải thiện khi nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường này chứng kiến hồi phục trong khi nguồn cung thép tại Trung Quốc bị ảnh hưởng bởi chính sách hạn chế khí thải.

- **Thị trường thép trong nước sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2022 và những năm tiếp theo nhờ** (i) nhiều dự án bất động sản đang trong quá trình triển khai đã bị hoãn lại do ảnh hưởng giãn cách xã hội, nhưng từ đầu năm 2022, các dự án này sẽ nhanh chóng được triển khai để đáp ứng yêu cầu về tiến độ đã cam kết với khách hàng, (ii) nhiều dự án đầu tư công có quy mô lớn khởi công, nhất là các tuyến cao tốc Bắc - Nam, sân bay quốc tế Long Thành và các tuyến đường vành đai... sẽ giúp lượng thép tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ trong thời kỳ thích ứng với đại dịch Covid-19.
- **Mặt bằng giá thép có thể sẽ ổn định hơn khi tình trạng đứt gãy nguồn cung dần được giải quyết** giúp chi phí vận chuyển nguyên vật liệu và thành phẩm thép thấp hơn. Đồng thời, các nhà máy thép sẽ gia tăng sản lượng để giải quyết bài toán thiếu hụt sản phẩm.
- **Công suất tăng 100% khi nhà máy mới hoạt động.** NKG lên kế hoạch xây dựng Nhà máy tôn Nam Kim Phú Mỹ với quy mô 33ha & tổng mức đầu tư 4.500 tỷ đồng. Tổng công suất thiết kế 1,2 triệu tấn/năm, được chia thành 3 giai đoạn: 2022 – 2024, 2024 – 2025, 2025 – 2027. Nhà máy mới vận hành sẽ giúp công suất của NKG tăng từ 1,2 triệu tấn/năm hiện tại lên 2,4 triệu tấn/năm từ năm 2027, tạo tiền đề tăng trưởng dài hạn cho DN.

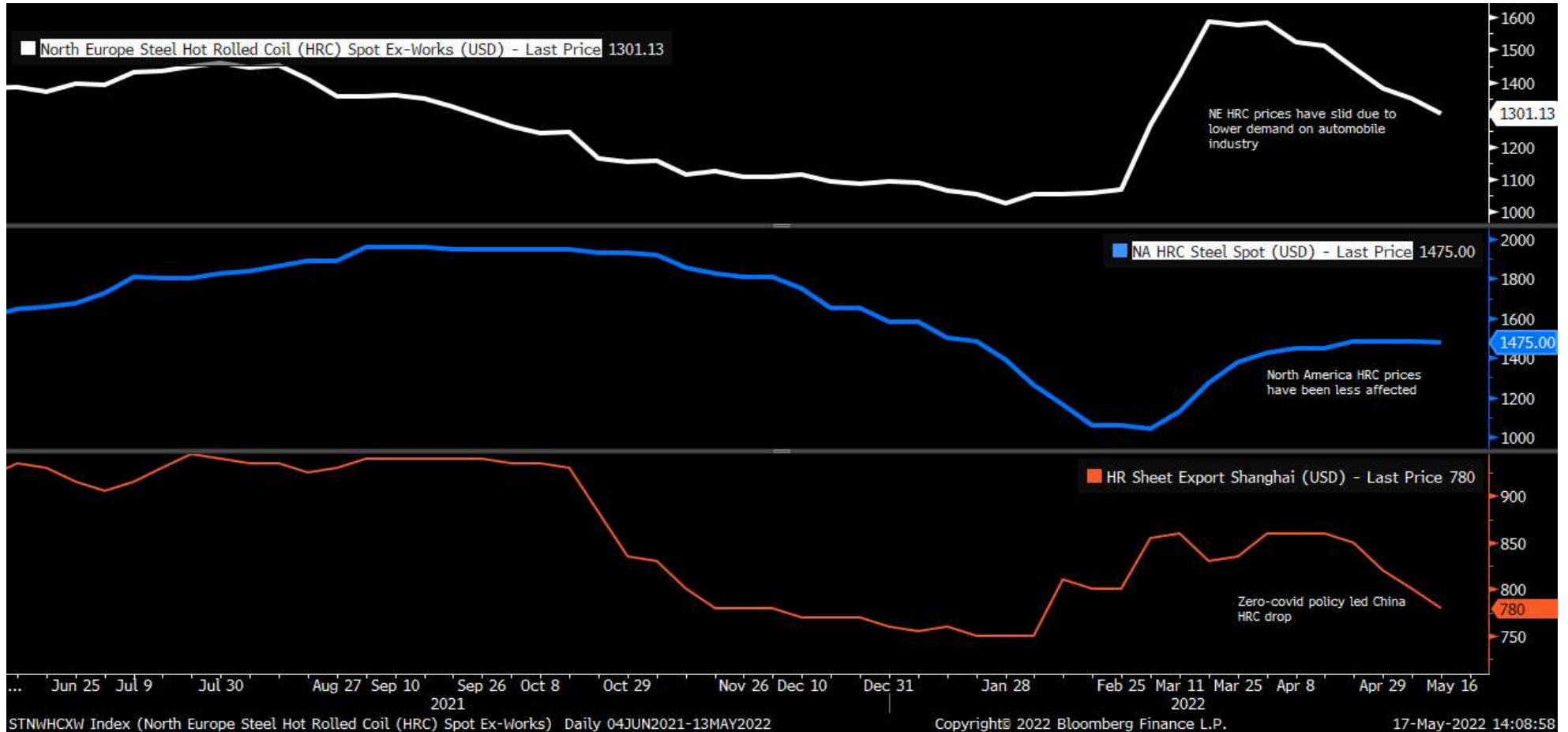
Sản lượng thép thế giới, Châu Âu & Trung Quốc



(Nguồn: Bloomberg)

(MUA - Giá mục tiêu: VND 41.800)

Biến động giá HRC tại các thị trường



(Nguồn: Bloomberg)

(MUA - Giá mục tiêu: VND 41.800)

Mô hình dự phóng

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu và lợi nhuận của NKG trong năm 2022, đạt tương ứng 30.650 tỷ đồng và 1.923 tỷ đồng, cao hơn mức 25.356 tỷ đồng và 1.648 tỷ đồng theo dự phóng trước đó, và đạt tương ứng 109% và 86% kết quả thực hiện 2021 trên cơ sở giả định:

- Tổng sản lượng tiêu thụ cả năm 2022 của NKG đạt ~1.120 tấn, cao hơn so với mức ~1.025 nghìn tấn theo dự phóng trước đó và tăng 4% n/n trên cơ sở: (i) nhu cầu thép được dự báo tăng trưởng nhẹ khi nhu cầu xây dựng hồi phục mạnh trở lại trên toàn cầu trong bối cảnh dịch bệnh được kiểm soát, trong khi (ii) nguồn cung bị gián đoạn bởi chính sách hạn chế khí thải của Trung Quốc, xung đột Nga – Ukraine và giá năng lượng, đặc biệt là nguyên liệu thô sản xuất thép. Giá bán giả định tăng 5% n/n trong năm 2022.
- Biên LN gộp ước tính giảm còn 13% khi chi phí sản xuất gia tăng trong bối cảnh giá HRC đầu vào duy trì ở mức cao.

Cho năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu & lãi ròng tăng 6% và 12% so với dự phóng năm 2022 với biên LN gộp giảm nhẹ còn 12,8%. Giá thép bình quân ước tăng 3% n/n.

Cho giai đoạn từ 2024 – 2026, chúng tôi dự phóng doanh thu ghi nhận tốc độ tăng trưởng bình quân năm khoảng 3% khi năng lực sản xuất của NKG được cải thiện từ năm 2024. Giá bán SP thép bình quân ước tăng nhẹ 2% trong năm 2024 trước khi giảm 10% trong năm 2025 và giảm tiếp 5% trong năm 2026 khi cân bằng cung – cầu thép được thiết lập.

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống còn VND 41.800 trước những biến động khó dự đoán của thị trường thép thế giới và trong nước. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 4,7 lần (theo EPS 2022F ~ VND8.804).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NKG trong bối cảnh (i) nhu cầu thép toàn cầu được dự báo duy trì tăng trưởng nhẹ trong giai đoạn 2022 – 2023, trong khi (ii) nguồn cung thắt chặt bởi chính sách hạn chế khí thải, (iii) tạo động lực đẩy mạnh mảng xuất khẩu thép, bên cạnh (iv) năng lực sản xuất tăng gấp đôi khi NKG đưa nhà máy Phú Mỹ vào hoạt động.

Dự phóng KQKD

TỶ VND	2020	2021	2022F	2023F
Sản lượng tôn mạ (tấn)	561.989	933.000	988.761	1.018.424
<i>Tăng trưởng</i>	-6%	66%	6%	3%
Sản lượng ống thép (tấn)	141.744	147.000	130.243	134.151
<i>Tăng trưởng</i>	71%	4%	-11%	3%
Doanh thu	11.560	28.173	30.650	32.517
<i>Tăng trưởng</i>	-5%	144%	9%	6%
Lợi nhuận gộp	869	4.270	3.994	4.172
<i>Tăng trưởng</i>	154%	391%	-6%	4%
LNST	295	2.225	1.923	2.144
<i>Tăng trưởng</i>	523%	654%	-14%	12%
EPS	1.622	10.186	8.804	9.816
<i>Tăng trưởng</i>	523%	528%	-14%	12%
BVPS	17.478	26.205	34.012	43.687
ROE	9%	38,9%	25,9%	22,5%

(Nguồn : NKG, MBS Research)

Liên hệ Khôi Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

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

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

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

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**