

CTCP Thép Nam Kim (NKG)

Kỳ vọng lãi gộp cải thiện trong 4Q2023

29/12/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn
 nguyennnd1@kbsec.com.vn

Doanh thu 3Q2023 giảm 4% YoY, LNST đạt 24 tỉ VND (so với -419 tỉ VND trong cùng kỳ)

Doanh thu 3Q2023 giảm do giá thép giảm trung bình 16% YoY, tuy nhiên LNST ghi nhận ở mức dương trong khi cùng kỳ lỗ 419 tỉ VND do hàng tồn kho giá cao, giá bán giảm trong giai đoạn cuối năm 2022

Kỳ vọng biên lãi gộp cải thiện trong 4Q2023

Chúng tôi cho rằng biên lãi gộp sẽ cải thiện trong 4Q2023 nhờ (1) NKG gia tăng hàng tồn kho giá rẻ từ 3Q2023 và (2) giá tôn mạ có xu hướng tăng trong 4Q2023 tại thị trường nội địa lẫn quốc tế

Sản lượng 4Q2023 suy giảm nhẹ sau giai đoạn các nước EU đẩy mạnh nhập khẩu thép giá rẻ

Ước tính T10-T11/2023, sản lượng tôn mạ xuất khẩu giảm trung bình 25% QoQ, sau khi các nước EU đẩy mạnh nhập khẩu tôn mạ giá rẻ từ Trung Quốc và các nước Châu Á khác từ giữa năm 2023

Xuất khẩu tôn mạ là động lực tăng trưởng cho NKG trong 1Q2024

Chúng tôi kỳ vọng KQKD của NKG sẽ được duy trì nhờ động lực chính từ kênh xuất khẩu với (1) giá bán cạnh tranh và (2) các nhà sản xuất nội địa tiếp tục giữ công suất sản xuất ở mức thấp để duy trì biên lợi nhuận

Khuyến nghị **NẮM GIỮ** với NKG, giá mục tiêu 25,300 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với NKG, với giá mục tiêu 25,300 VND/cổ phiếu, mức lợi nhuận kỳ vọng 3% sau khi giá cổ phiếu đã có đà tăng tốt trong 4Q2023 nhờ phản ánh kỳ vọng về việc tăng giá thép

NẮM GIỮ duy trì

Giá mục tiêu	VND 25,400
Tăng/giảm	3%
Giá hiện tại (29/12/2023)	VND 24,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 24,600
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	0.64/0.26

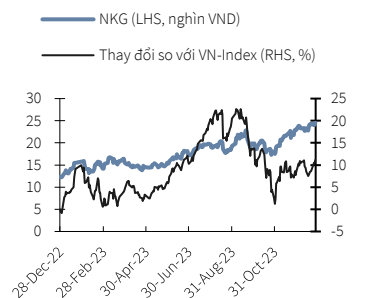
Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	75%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	226.7/9.3
Sở hữu nước ngoài (%)	16.12%
Cổ đông lớn (Hồ Minh Quang)	14.20%

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	18	35	20
Tương đối	0	9	19	22

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	28,173	23,071	18,531	18,974
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	2,551	-46	271	349
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	2,225	-67	205	297
EPS (VND)	10,189	-253	779	1,128
Tăng trưởng EPS (%)	528%	-102%	-407%	45%
P/E (x)	3.5	-71.0	31.5	21.8
P/B (x)	1.4	0.9	1.3	1.2
ROE (%)	50%	-1%	4%	5%
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0%	8.4%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cập nhật KQKD

Bảng 1: Sản lượng tiêu thụ thép 3Q2023 so với các giai đoạn trước đó

(tấn)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-%YoY	Chú thích
Tôn mạ	131,121	178,741	36%	567,473	536,078	-6%	Sản lượng tiêu thụ 3Q2023 được thúc đẩy nhờ kênh xuất khẩu, đặc biệt tại thị trường EU
Thép ống	43,791	29,205	-33%	125,041	102,099	-18%	Tiêu thụ thép ống suy giảm khi nhu cầu xây dựng chịu tác động của nhóm Bất động sản Dân dụng
Tổng	174,912	207,946	19%	692,514	638,177	-8%	

Bảng 2: Giá bán thành phẩm và giá nguyên liệu đầu vào trung bình giai đoạn 2Q2023 và trước đó

(USD/tấn)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	2Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
HRC	669	579	-13%	639	-9%	
Tôn mạ	1,079	896	-17%	980	-9%	
Thép ống	883	738	-16%	798	-8%	

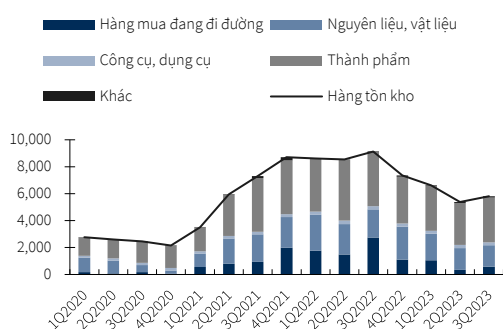
Bảng 3: Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	4,424	4,262	-4%	18,771	14,137	-25%	Doanh thu giảm 4% YoY do giá thép giảm hơn 15% YoY dù sản lượng tăng 19% so với cùng kỳ
Giá vốn hàng bán	-4,583	-4,057	-11%	-17,080	-13,298	-22%	
Lãi gộp	-159	205		1,691	839	-50%	Lãi gộp quay trở lại mức dương trong 3Q2023 sau khi đã xử lý hàng tồn kho giá cao giai đoạn cuối 2022
<i>Biên lãi gộp</i>	-4%	5%	8%	9%	6%	-3%	
Thu nhập tài chính	74	79	6%	256	187	-27%	
Chi phí tài chính	-122	-84	-31%	-402	-338	-16%	
Chi phí lãi vay	-60	-60	-1%	-179	-233	30%	Chi phí lãi vay tăng 30% trong 9T2023 do nền lãi suất cuối 2022 ở mức cao
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0	0		
Chi phí SG&A	-269	-170	-37%	-1,191	-541	-55%	Cắt giảm chi phí vận chuyển giúp tối ưu SG&A
<i>Biên SG&A</i>	6%	4%	-2%	6%	4%	-3%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	-476	30		354	147	-58%	
Thu nhập khác, ròng	0	0		0	0		
LNTT	-476	30		354	147	-59%	
<i>Biên LNTT</i>	-11%	1%	11%	2%	1%	-1%	
Chi phí thuế	57	-6	-111%	-65	-47	-27%	
Lợi nhuận sau thuế	-419	24		290	100	-66%	
<i>Biên LNST</i>	-9%	1%	10%	2%	1%	-1%	
Lợi nhuận CD công ty mẹ	-419	24		290	100	-66%	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	-9%	1%	10%	2%	1%	-1%	

Kỳ vọng giá tôn mạ tăng trong 4Q2023 giúp cải thiện biên lãi gộp

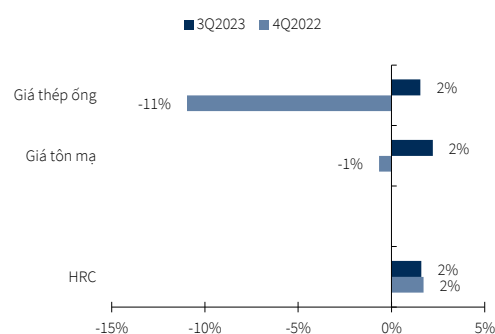
Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp của NKG sẽ được cải thiện trong 4Q2023 nhờ (1) hàng tồn kho giá rẻ gia tăng trong 3Q2023 (Biểu đồ 04) và (2) giá tôn mạ, thép ống tăng trung bình 2% QoQ (Biểu đồ 05) do thiếu hụt tôn mạ tại Mỹ sau khi UAW kết thúc đình công và kỳ vọng ngành Bất động sản tại Trung Quốc hồi phục kích thích nhu cầu thép trong 4Q2023.

Biểu đồ 4. Hàng tồn kho của NKG (tỉ VND)



Nguồn: NKG, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 5. Diễn biến giá 4Q2023 so với 3Q2023 và 4Q2022 (%)

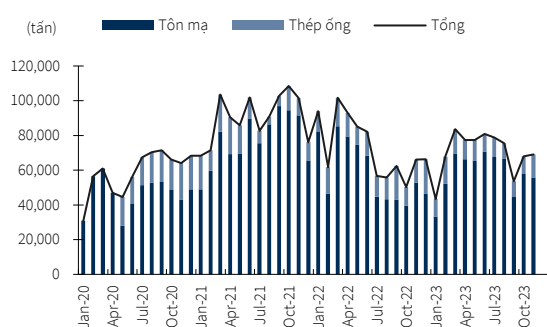


Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Xuất khẩu tôn mạ 4Q2023 giảm nhẹ sau giai đoạn dư cung giá rẻ

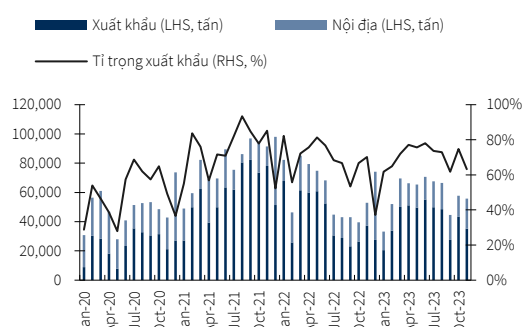
Sản lượng xuất khẩu tôn mạ 3Q2023 giảm 19% QoQ nhưng tăng 53% YoY, xu hướng suy giảm từ tôn mạ giá rẻ từ Trung Quốc bảo hòa tại các thị trường EU, Mỹ trong giai đoạn giữa năm 2023. Thống kê từ FiinPro cho thấy sản lượng tiêu thụ từ kênh xuất khẩu trong T10-T11/2023 giảm trung bình 25% QoQ, tuy nhiên, vẫn duy trì được mức tăng 23% YoY.

Biểu đồ 6. Sản lượng tiêu thụ thép của NKG (tấn)



Nguồn: NKG, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 7. Xuất khẩu tôn mạ xu hướng giảm trong 4Q2023



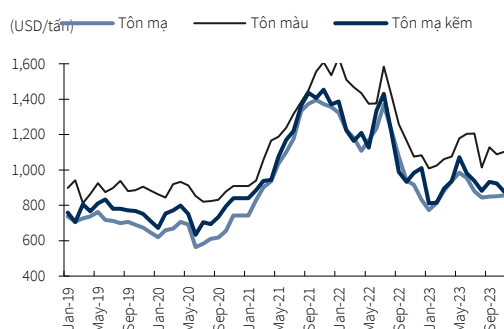
Nguồn: NKG, FiinPro, KBSV tổng hợp

Xuất khẩu hưởng lợi nhờ chênh lệch giá

Chúng tôi cho rằng kênh xuất khẩu vẫn sẽ tạo động lực tăng trưởng cho NKG trong thời gian tới nhờ (1) xu giá tôn mạ đã có dấu hiệu ổn định trong 2023 và được kỳ vọng sẽ quay trở lại xu hướng tăng trong 2024 khi thị trường hồi phục (Biểu đồ 06). Bên cạnh đó, (2) nhu cầu nhập khẩu từ khu vực EU vẫn được duy trì trong 1Q2024 nhờ mức giá cạnh tranh (dữ liệu từ Bloomberg cho thấy giá HRC tại Việt Nam đang thấp hơn giá nội địa tại EU xấp xỉ 18-20% trong 4Q2023). Một số nhà sản xuất tại EU cho biết họ tiếp tục phải duy trì ở công suất hoạt động tại các nhà máy ở mức thấp để duy trì biên lợi nhuận và dòng tiền hoạt động.

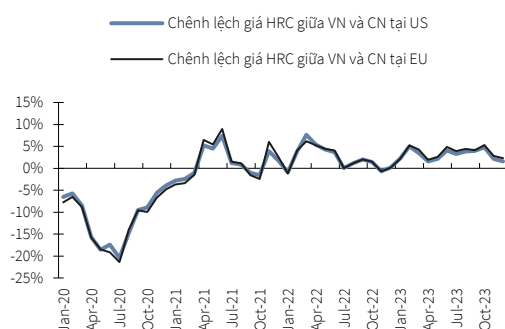
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng giá tôn mạ cũng sẽ được cải thiện trong 2024 khi Chính phủ Trung Quốc có kế hoạch kích thích kinh tế trong 2024, trong đó, nhu cầu tiêu thụ của ngành thép sẽ được điều hướng sang lĩnh vực ô tô (nguyên liệu thép đầu vào chính là tôn mạ) giúp gia tăng nhu cầu và cải thiện giá. Chúng tôi kỳ vọng sự dịch chuyển này sẽ có tác động tích cực lên giá thép và kênh xuất khẩu của NKG trong 2024.

Biểu đồ 6. Giá xuất khẩu tôn mạ của NKG



Nguồn: NKG, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 7. Chênh lệch giá so với các thị trường (%)

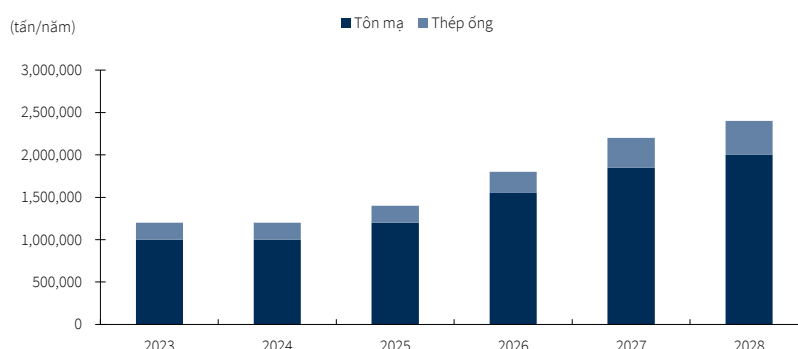


Nguồn: NKG, FiinPro, KBSV tổng hợp

NKG lên kế hoạch khởi động lại dự án nhà máy Nam Kim Phú Mỹ từ 2024

NKG dự kiến khởi động lại nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (công suất 1.2 triệu tấn/năm, vốn đầu tư 4,500 tỉ VND) trong 2024. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ đi vào vận hành giai đoạn 1 trong 2025 với công suất 400,000 tấn/năm và sẽ đạt công suất 100% trong 2028, giúp doanh thu và LNST tăng trung bình 15-16% trong giai đoạn 2026-2028.

Biểu đồ 8. Công suất của NKG khi Nam Kim Phú Mỹ đi vào vận hành



Nguồn: NKG, KBSV ước tính

Dự phóng KQKD

Bảng 9. Bảng cập nhật giá định

	Đơn vị	Giá định mới			Giá định cũ			Thay đổi		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Tiêu thụ										
Tôn mạ	Tấn	711,078	725,000	834,000	551,250	573,750	828,750	29.0%	26.4%	0.6%
Thép ống	Tấn	129,599	122,500	145,000	140,000	145,000	155,000	-7.4%	-15.5%	-6.5%
Tổng	Tấn	840,677	847,500	979,000	691,250	718,750	983,750	21.6%	17.9%	-0.5%
Giá nguyên liệu đầu vào										
HRC	USD/tấn	605	625	665	630	525	540	-3.9%	19.0%	23.1%
Giá bán										
Tôn mạ	USD/tấn	929	964	1,010	949	839	826	-2.1%	14.9%	22.4%
Thép ống	USD/tấn	778	750	771	886	789	773	-12.3%	-5.0%	-0.3%

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 10: Dự phóng KQKD 2023 - 2024

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	23,071	18,531	-20%	18,974	2%	Doanh thu cải thiện nhờ (1) sản lượng hồi phục và (2) giá thép tăng
Giá vốn hàng bán	-21,529	-17,331	-19%	-17,608	2%	
Lãi gộp	1,542	1,200	-22%	1,366	14%	Động lực tăng trưởng tới từ kỳ vọng giá thép tăng khi nhu cầu cải thiện trong 2024
<i>Biên lãi gộp</i>	7%	6%	0%	7%	1%	
Lãi tiền gửi	303	82	-73%	92	11%	
Chi phí lãi vay	-262	-297	13%	-254	-15%	Kỳ vọng chi phí lãi vay giảm nhờ nền lãi suất duy trì ở mức thấp trong 2024
Lãi/(lỗ) tỷ giá	-241	-118	-51%	0	-100%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-1,388	-721	-48%	-854	18%	
<i>Biên SG&A</i>	6%	4%	-2%	5%	1%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	-46	271		349	29%	
Thu nhập khác, ròng	0	0	178%	0		
LNTT	-46	271		349	29%	
<i>Biên LNTT</i>	0%	1%	2%	2%	0%	
Chi phí thuế	-21	-66	219%	-52	-20%	
Lợi nhuận sau thuế	-67	205		297	45%	
<i>Biên LNST</i>	0%	1%	1%	2%	0%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	-67	205		297	45%	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	0%	1%	1%	2%	0%	

Khuyến nghị NẮM GIỮ với cổ phiếu NKG, giá mục tiêu 25,400 VND/cổ phiếu

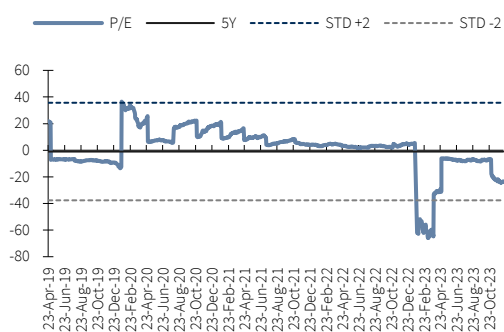
Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E và EV/EBITDA mục tiêu (lần lượt là 18x và 11x) nhằm xác định giá trị hợp lý của NKG trong khung thời gian 1 năm, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NKG là 25,400 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 3% so với giá đóng cửa ngày 29/12/2023.

Bảng 11. Bảng tổng hợp định giá

Phương pháp	Đơn vị	Tỉ trọng	Giá trị
P/E			
EPS @ 2024	VND		1,128
P/E mục tiêu 2024	x		18
Giá mục tiêu	VND/cổ phiếu		20,309
EV/EBITDA			
EBITDA	VND		734
EV/EBITDA mục tiêu 2024	x		11
Giá mục tiêu	VND/cổ phiếu		30,666
P/E	VND/cổ phiếu	50%	10,154
EV/EBITDA	VND/cổ phiếu	50%	15,333
Giá mục tiêu	VND/cổ phiếu		25,400

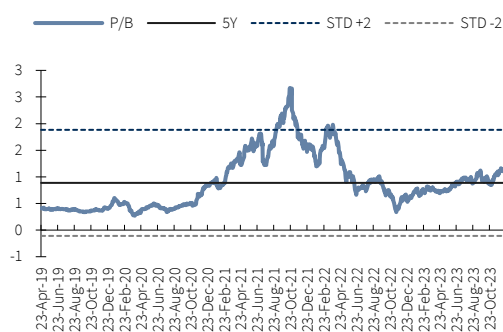
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 12. Diễn biến lịch sử P/E của NKG



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 13. Diễn biến lịch sử P/B của NKG



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhdt@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.