



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	19.105
Giá thị trường (28/11/2014)	13.600
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	39,90
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	542,64
Giá trị sổ sách/cp	12.210
Sở hữu nước ngoài (%)	0,36%
Giá hiện tại (đ/cp)	13.600
KLTB 10 ngày (cp)	255.361
Giá thấp nhất 52T (đ)	7.900
Giá cao nhất 52T (đ)	14.800
+/- 7 ngày qua	-3,55%
+/- 1 tháng qua	3,82%

Chuyên viên phân tích  
Lương Thu Hương  
Email: huonglt@bsc.com.vn  
Tel: + 84 4 39352722 (108)

**NKG - SỰ KHỞI ĐẦU MỚI**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** trung và dài hạn cổ phiếu NKG với mức giá mục tiêu kỳ vọng 1 năm là 19.105 đồng/cp, tăng 40,47% so với mức giá ngày 28/11/2014 dựa trên phương pháp định giá FCFF và so sánh PE. Với EPS 2014 được dự báo là 2.009 đồng, cổ phiếu NKG đang được giao dịch với PE forward 6,77x, thấp hơn khá nhiều so với PE của HSG hiện là 14,69x và VNIndex hiện là 13,87x.

NKG là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và phân phối các sản phẩm Tôn mạ, Ống thép mạ. Doanh nghiệp thực sự chuyển mình bắt đầu từ năm 2012 khi lần lượt đưa vào vận hành hệ thống dây chuyền sản xuất theo chuỗi khép kín, qua đó giúp đẩy mạnh thị phần tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận. NKG có chiến lược phát triển thị trường song song, đẩy mạnh thị trường xuất khẩu nhưng vẫn bám sát thị trường nội địa.

Chúng tôi dự báo NKG sẽ có những bước tiến mới trong thời gian tới với doanh thu, biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế tiếp tục tăng trưởng tốt do:

(1) **Tốc độ tăng trưởng nhanh:** từ mức thị phần ống thép chỉ chiếm 0,1% và thị phần tôn mạ chỉ chiếm 5,9% thời điểm 10T2012 (trước khi hoàn thành chuỗi sản xuất khép kín) đã vươn lên mức 4,3% và 12,5% 10T2014, đứng vị trí thứ 2 về tiêu thụ tôn mạ và nằm trong top 10 về tiêu thụ ống thép

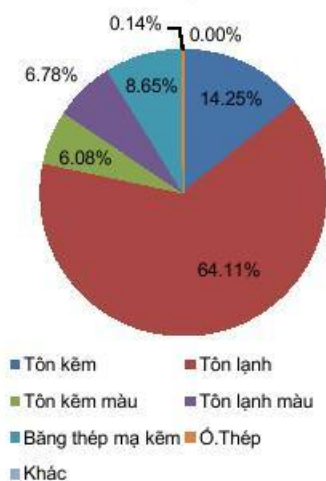
(2) **Từ năm 2015, chủ động hoàn toàn thép cán nguội cho sản xuất.** Dự kiến NKG sẽ đưa vào hoạt động thêm 01 dây chuyền cán nguội mới từ T1/2015, sau đó dây chuyền mạ lạnh (sản phẩm có biên lợi nhuận cao nhất) cũng sẽ được vận hành từ tháng 5, qua đó giúp NKG tăng sản lượng tiêu thụ và tiết giảm chi phí sản xuất do không phải tiếp tục mua thép cán nguội từ nhà cung cấp khác trong nước.

**Dự báo KQKD 2014:** Dự báo doanh thu thuần 2014 sẽ đạt 5.887,77 tỷ đồng (+26,25%yoy); LNST đạt 80,16 tỷ đồng (~EPS 2.009 đồng/cp). Chúng tôi cũng dự báo LNST2015 sẽ đạt 117 tỷ đồng nhờ việc đưa 2 dây chuyền mới vào hoạt động (~ EPS 2.934 đồng/cp).

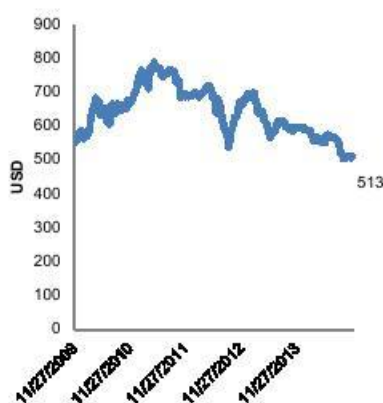
Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	9T2014
<b>DTT (tỷ đ)</b>	<b>2,568</b>	<b>2,575</b>	<b>2,927</b>	<b>4,663</b>	<b>4,378</b>
% tăng trưởng y-o-y	79.89%	0.29%	13.67%	59.32%	
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,631	1,933	2,276	2,323	2,745
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	380.60	383.39	277.97	329.82	487.03
Vốn điều lệ (tỷ đ)	230.00	299.00	299.00	299.00	399.00
LN gộp (tỷ đ)	257.23	205.54	118.01	301.98	236.15
LN sau thuế (tỷ đ)	104.35	11.53	-105.13	51.85	57.21
% tăng trưởng y-o-y	40.41%	-88.95%	-1011.7%	-149.32%	
Biên LN gộp	10.02%	7.98%	4.03%	6.48%	5.39%
ROE	27.42%	3.01%	-37.82%	15.72%	11.75%
ROA	6.40%	0.60%	-4.62%	2.23%	2.08%

(Nguồn: BCTC kiểm toán NKG)

**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**
**Cơ cấu sản lượng tiêu thụ nội địa 11T2014**

**Cơ cấu sản lượng xuất khẩu 11T2014**


(Nguồn: BSC tổng hợp)

**Diễn biến giá HRC**


(Nguồn: HRC Shanghai – Bloomberg)

**NKG: TỪ THƯƠNG MẠI ĐẾN SẢN XUẤT**

NKG là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và phân phối các sản phẩm Tôn mạ, Ống thép mạ, Thép dày mạ và Xà gỗ. Công ty được thành lập ngày 23/12/2002 chuyên về thương mại sản phẩm thép cán. Thời điểm 2010, thị phần tôn của Nam Kim đứng thứ 7 trên toàn quốc, công ty chỉ có 2 dây chuyền sản xuất, công suất thiết kế 50.000 tấn tôn kẽm/năm và 35.000 tấn tôn màu/năm, hoạt động 100% công suất thiết kế. NKG thực sự chuyển mình bắt đầu từ năm 2012 khi Công ty lần lượt đưa vào vận hành các dây chuyền sản xuất tôn mạ và ống thép, hoàn thành chuỗi sản xuất khép kín vào cuối năm 2012 khi đưa dây chuyền cán nguội với công suất 200.000 tấn/năm vào hoạt động. Qua đó, NKG đã chủ động một phần nguyên liệu thép cán nguội, yếu tố chính giúp gia tăng biên lợi nhuận gộp.

Với hệ thống dây chuyền sản xuất khép kín, hiện thị phần tôn mạ của NKG đã tăng từ mức 5,9% cuối năm 2012 lên mức 12,5% 10T2014, và đứng vị trí thứ 2 trong các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ Việt Nam.

**Việc giảm tỷ trọng kinh doanh các mặt hàng thương mại giúp Công ty giảm rủi ro trong hoạt động sản xuất kinh doanh.** Do hoạt động thương mại các mặt hàng như HRC, CRC có yếu tố rủi ro cao, khó kiểm soát biên lợi nhuận, nên Công ty đã cắt giảm loại hình này, tập trung vào các mặt hàng tự sản xuất mang tính ổn định hơn và có thể kiểm soát được giá cả đầu vào và đầu ra. Cụ thể mặt hàng thương mại và gia công trong 11T2014 chỉ chiếm 8% cơ cấu sản lượng các mặt hàng của NKG, trong khi chiếm tới 75% cơ cấu sản phẩm năm 2011.

**Về cơ cấu sản phẩm tiêu thụ hiện tại, hầu hết là sản phẩm do NKG tự sản xuất,** trong đó Tôn mạ là sản phẩm có biên lợi nhuận cao nhất (5 – 8%), chiếm tới 48% tổng sản lượng bán nội địa và 91% tổng sản lượng xuất khẩu của Công ty. Các sản phẩm Tôn mạ bao gồm: Tôn mạ kẽm, tôn kẽm mạ màu, tôn mạ lạnh, tôn lạnh mạ màu được dùng phổ biến trong xây dựng công nghiệp và dân dụng (tấm lợp, cửa cuốn, cửa kéo,...), ngoài ra còn được ứng dụng trong các ngành thiết bị nội thất và trang trí nội thất (tủ văn phòng, kết sắt, tấm trần,...). Bên cạnh sản phẩm Tôn mạ, sản phẩm Thép dày mạ và Ống thép mạ cũng chiếm lần lượt 13% và 27% trong cơ cấu sản lượng tiêu thụ nội địa của NKG.

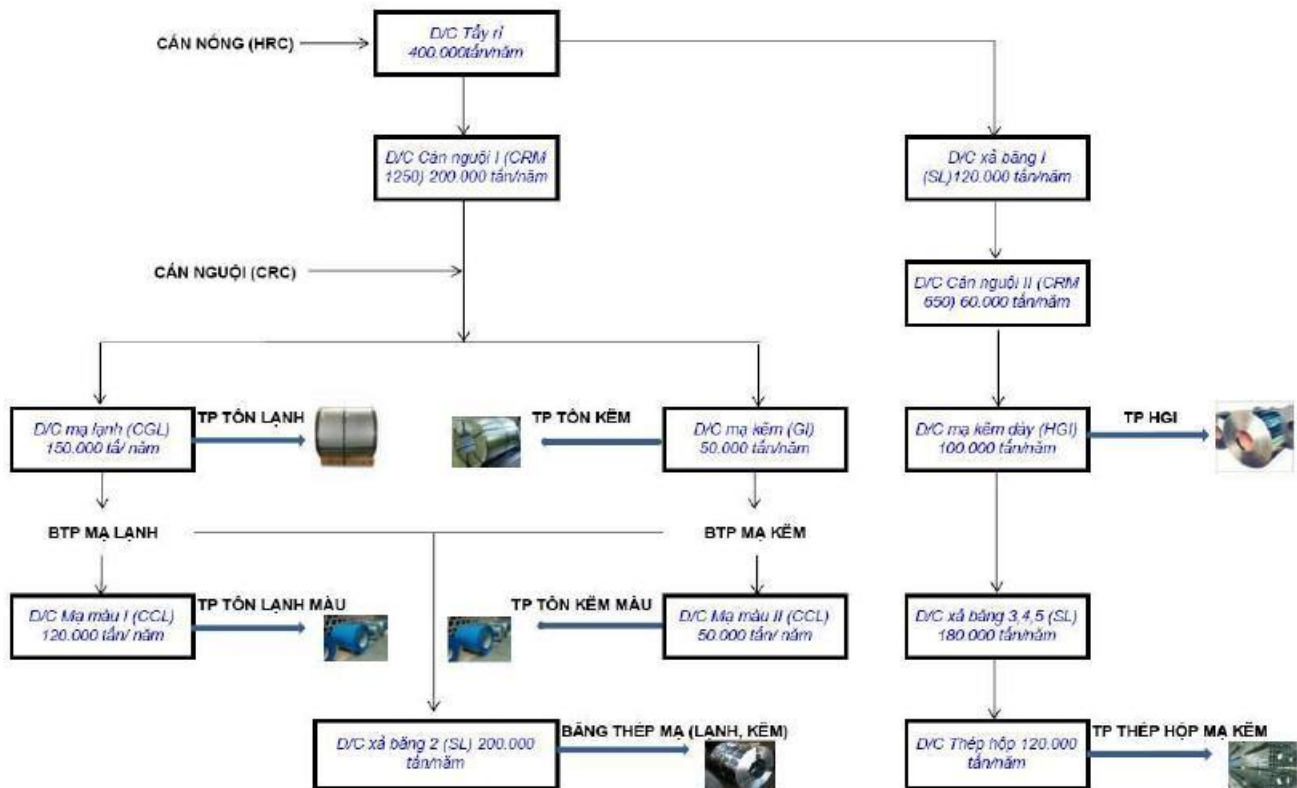
**NKG: QUY TRÌNH SẢN XUẤT KHÉP KÍN**

**Quy trình sản xuất của NKG:** Quy trình sản xuất các sản phẩm tôn mạ, ống thép mạ, thép dày mạ của NKG bắt đầu từ thép cuộn cán nóng (HRC), qua dây chuyền cán nguội tạo ra thép cuộn cán nguội (CRC) với độ dày theo yêu cầu (thường có độ dày từ 0,25mm – 0,4mm). Sau đó thép cán nguội sẽ được qua dây chuyền mạ kẽm, mạ lạnh và phủ màu để cho ra các sản phẩm tôn, hoặc qua dây chuyền xẻ băng và ống thép để sản xuất sản phẩm ống thép. Hiện công nghệ mạ của NKG là công nghệ NOF công nghệ tiên tiến nhất hiện nay.

**Về nguyên liệu sản xuất, thép cuộn cán nóng là nguyên liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất của Công ty.** Đây là loại mặt hàng Việt Nam chưa sản xuất được, NKG cũng như doanh nghiệp cùng ngành phải nhập khẩu từ nước ngoài với mức thuế ưu đãi 0%. Theo đại diện Công ty cho biết, NKG đang nhập khẩu thép cuộn cán nóng từ Trung Quốc, Đài Loan,

Hàn Quốc và Nhật Bản với giá tháng 11/2014 là 520 USD/tấn, dự kiến sẽ giảm xuống còn 490-500 USD trong tháng 1/2015. Hiện giá HRC thế giới đang diễn biến giảm và đạt mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây.

### Sơ đồ Quy trình sản xuất kinh doanh của NKG



(Nguồn: NKG)

### Năng lực sản xuất hiện tại của NKG

STT	Các dây chuyền sản xuất chính	Công nghệ	Công suất (tấn/năm)	Công suất đang đầu tư thêm (tấn/năm)
1	02 Dây chuyền tẩy rỉ	Đài Loan	300.000	
2	01 Dây chuyền cán nguội 6 trục	Đài Loan	200.000	200.000
3	01 Dây chuyền mạ kẽm	NOF/POSCO	50.000	
4	01 Dây chuyền mạ kẽm dày	NOF	100.000	
5	01 Dây chuyền mạ lạnh	NOF	150.000	100.000
6	02 Dây chuyền mạ màu	POSCO	170.000	
7	05 Dây chuyền xả băng	Đài Loan	500.000	
8	10 Dây chuyền ống thép	Đài Loan	120.000	

(Nguồn: BC thường niên của NKG, BSC tổng hợp)

## NKG: CƠ HỘI MỚI

**Chúng tôi nhận định từ năm 2015, NKG sẽ tiếp tục chuyển mình cả về quy mô Tài sản, Doanh thu và Lợi nhuận do:**

**NKG sẽ tự chủ 100% thép cán nguội phục vụ cho sản xuất kể từ tháng 01/2015.** Dự kiến NKG sẽ đưa vào vận hành thêm 01 dây chuyền cán nguội công suất thiết kế 200.000 tấn/năm, nâng tổng công suất sản xuất thép cán nguội lên 400.000 tấn/năm, đáp ứng 100% nhu cầu sản xuất. Hiện ngoài lượng thép cán nguội tự sản xuất được, NKG đang phải mua thêm trong nước khoảng 50% lượng thép cán nguội để phục vụ sản xuất. Do đó, khi dây chuyền mới được hoạt động sẽ giúp công ty tiết kiệm khoảng 30 USD/tấn sản phẩm cán nguội.

**Dây chuyền mạ nhôm kẽm dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 05/2015 sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.** Hiện công suất mạ hợp kim nhôm kẽm của NKG là 150.000 tấn/năm, công ty sẽ đưa vào vận hành thêm 01 dây chuyền mới với công suất 100.000 tấn/năm trong năm 2015. Chúng tôi nhận định biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ được cải thiện do mặt hàng mạ lạnh có mức biên lợi nhuận cao nhất và chiếm tới 77% trong cơ cấu sản lượng xuất khẩu và 39% sản lượng tiêu thụ nội địa của NKG.

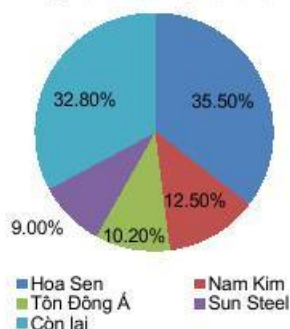
**Về tiêu thụ sản phẩm, NKG tiếp tục hoạt động theo chiến lược song song đẩy mạnh xuất khẩu đi kèm với bám sát thị trường trong nước.** NKG trực tiếp tìm thị trường và xuất khẩu, chủ yếu sang các nước Đông Nam Á, mục tiêu hướng tới những nước đông dân và đang phát triển. Thị trường chủ yếu hiện nay là Indonesia, Thái Lan, Malaysia, Bangladesh, Nga và Úc, đáng chú ý để được vào thị trường Indonesia và Malaysia, NKG phải xin được giấy phép SNI và SIRIM. Ngoài ra, thị trường Indonesia có lượng cầu tôn mạ ngày càng tăng, là mục tiêu xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam; tại thị trường Malaysia, hiện ngoài NKG được phép xuất khẩu còn có HSG và Sun Steel.

Sản lượng xuất khẩu hiện chiếm khoảng 50% với mặt hàng tôn và trên 40% tổng sản lượng các mặt hàng sản xuất. Tùy từng thời điểm, biên lợi nhuận từ xuất khẩu có thể cao hơn hoặc thấp hơn so với bán trong nước.

Với thị trường trong nước, NKG hoạt động phân phối theo hình thức tổng kho và các nhà phân phối tư nhân. Công ty đang có 2 tổng kho tại miền Bắc (Hưng Yên) và miền Nam (Vĩnh Long), NKG dự kiến sẽ có thêm 3 tổng kho nữa tại miền Trung (Nghệ An), Tây Nguyên và Huế.

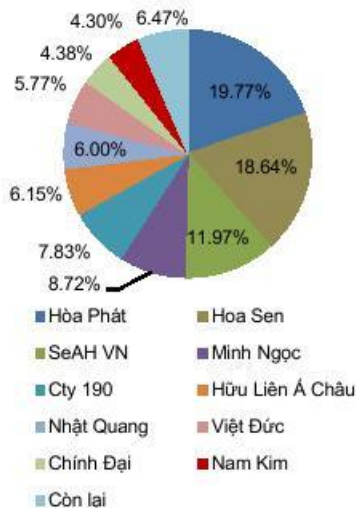
## TRIỂN VỌNG NGÀNH – VỊ THẾ CỦA DOANH NGHIỆP

Thị phần Tôn mạ 10T/2014



**Sản xuất và tiêu thụ Tôn mạ - Ống thép 10 tháng đầu năm tăng trưởng tốt so với cùng kỳ 2013.** Theo thống kê từ Hiệp hội Thép Việt Nam, tính chung 10 tháng đầu năm 2014 toàn Hiệp hội sản xuất được 2.226.051 tấn tôn mạ (+38,65%yoy); sản lượng bán ra đạt 1.499.410 tấn (+29,21%yoy) và xuất khẩu được 664.007 tấn (+47,96%yoy). Hiện thị trường tôn mạ trong nước đang tiếp tục tăng trưởng khá tốt do mùa xây dựng đã bắt đầu; miếng bánh thị phần tôn mạ đang được phân định khá rõ với nhóm 4 doanh nghiệp top đầu (Hoa Sen, Nam Kim, Tôn Đông Á, Sun Steel) cách khá xa các doanh nghiệp theo sau.

Sản xuất và tiêu thụ Ống thép trong 10T2014 cũng đạt mức tăng trưởng cao với lượng sản xuất đạt 900.296 tấn (+36,24%yoy), và lượng tiêu thụ

**Thị phần Ống thép 10T/2014**


(Nguồn: HH Thép VN, BSC tổng hợp)

đạt 912.486 tấn (+41,13%yoy). Tiêu thụ ống thép cuối năm 2014 cũng được dự báo sẽ tăng trưởng tốt.

**Việc bị áp thuế chống bán phá giá tôn lạnh từ Indonesia đang là vấn đề lớn với các doanh nghiệp xuất khẩu Tôn mạ Việt Nam.** Hiện Indonesia đang là thị trường xuất khẩu chính mặt hàng tôn mạ và ống thép của một số doanh nghiệp Việt Nam. Sau khi Ủy ban Tự vệ thương mại Indonesia (KPPI) ban hành mức thuế tự vệ cuối cùng đối với sản phẩm tôn mạ lạnh nhập khẩu từ Việt Nam lên tới 150% giá bán trong năm đầu tiên và khoảng 139% trong năm thứ ba, phía Việt Nam nhận định KPPI có dấu hiệu vi phạm Hiệp định về Tự vệ (một trong những hiệp định của WTO). Hiệp hội thép Việt Nam đang kiến nghị lên Chính phủ VN đưa vụ việc điều tra tự vệ tôn lạnh của Indonesia ra tòa WTO, nhằm giảm bớt nguy cơ Indonesia lạm dụng các biện pháp tự vệ đối với hàng hóa nhập khẩu.

### VỊ THẾ CỦA THÉP NAM KIM TRONG NGÀNH

Theo báo cáo của Hiệp hội thép Việt Nam, NKG đang chiếm thị phần Tôn mạ đứng thứ 2 cả nước và thị phần Ống thép trong top 10. Thị trường tiêu thụ Tôn mạ được phân hóa rõ rệt với 4 doanh nghiệp đầu ngành là Hoa Sen, Nam Kim, tôn Đông Á và Sun Steel, bỏ xa nhóm các doanh nghiệp theo sau. Cụ thể với NKG, thị phần tiêu thụ Tôn mạ đã tăng từ mức 11,49% T1/2014 lên mức 12,5% sau 10 tháng và xếp thứ 2 sau Tôn Hoa Sen. Về thị trường ống thép, ngoại trừ hai doanh nghiệp đầu ngành là Hòa Phát và Hoa Sen, các doanh nghiệp còn lại có thị phần được phân bố đồng đều và sự cách biệt không đáng kể, thị phần ống thép Nam Kim tăng từ 3,91% (T1/2014) lên 4,3% (10T/2014), và hiện nằm trong top 10.

Xét trong ngành sản xuất tôn và ống thép, chúng tôi lựa chọn HSG và tôn Đông Á để so sánh, đánh giá vị thế cũng như triển vọng HĐKD so với NKG do (1) Tôn mạ là sản phẩm chủ lực của NKG; (2) HSG, tôn Đông Á có hoạt động sản xuất và công nghệ tương đồng với NKG. Bên cạnh đó Tôn Đông Á là doanh nghiệp chưa niêm yết nên chúng tôi chỉ thu thập được số liệu tài chính năm 2013 và Sun Steel không công bố báo cáo tài chính nên không sử dụng để làm so sánh. Ngoài ra, HSG có niên độ tài chính từ 01/10 đến 30/09 hằng năm, nên chúng tôi phải điều chỉnh lại số liệu tài chính của HSG cho khớp với kỳ kế toán của các doanh nghiệp còn lại được so sánh trong bảng sau:

TT	DN	VĐL (tỷ đồng) 9T2014	TTS (tỷ đồng) 9T2014	DTT 9T 2014(tỷ đồng)	Tỷ lệ biến theo Doanh thu 9T2014					ROA 9T201 4	ROE 9T201 4	PE 30/09 /2014	PB 30/09 /2014
					LN Gộp	Cp bán hàng	Cp QLDN	Cp lãi vay	LNST				
1	HSG	1,008	10,207	11,692	11.46 %	4.56%	2.64%	1.17%	2.63 %	3.01%	12.93 %	13,08	1,80
2	NKG	399	2,745	4,378	5.39 %	1.24%	0.78%	1.97%	1.31 %	2.08%	11.75 %	4,54	0,83

TT	DN	VĐL (tỷ đồng) 2013	TTS (tỷ đồng) 2013	DTT 2013 (tỷ đồng)	Tỷ lệ biến theo Doanh thu 2013					ROA 2013	ROE 2013	PE 31/12 /2013	PB 31/12 /2013
					LN Gộp	Cp bán hàng	Cp QLDN	Cp lãi vay	LNST				
1	HSG	1,008	7,732	12,363	14.23 %	4.20%	3.03%	1.34%	4.52 %	7.23%	24.17 %	7,16	1,72
2	NKG	299	2,323	4,663	6.48 %	0.98%	1.37%	3.37%	1.11 %	2.23%	15.72 %	4,51	0,80
3	Đông Á	230	1,654	3,070	4.53 %	1.47%	1.30%		0.99 %	1.84%	7.19%		

(Nguồn: BCTC HSG-NKG-Tôn Đông Á, BSC tổng hợp, Bloomberg)



Chỉ xét riêng mặt hàng tôn mạ, trong 9T đầu năm HSG tiêu thụ được 473.806 tấn, gấp 2,82 lần mức tiêu thụ của NKG.

**Vị trí về quy mô:** NKG là doanh nghiệp có vốn điều lệ, tổng tài sản và doanh thu thuần cao thứ 2 trong ngành Tôn mạ - Ống thép chỉ sau doanh nghiệp đầu ngành là HSG; xét tại thời điểm 30/09/2014, TTS của HSG gấp 3,72 lần TTS của NKG, tuy nhiên DTT 9T2014 chỉ gấp 2,67 lần, ngoài ra, So sánh với Tôn Đông Á, VDL và TTS của NKG cao hơn lần lượt là 1,3 và 1,4 lần, nhưng DTT 2013 lại gấp tới 1,52 lần, qua đó cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản của NKG trong việc đem lại doanh thu.

**Vị trí về hiệu quả hoạt động:** biên lợi nhuận gộp của NKG thấp hơn khá nhiều so với HSG, chúng tôi đánh giá một phần nguyên nhân do trong tháng 6 và tháng 8/2014 HSG đã đưa vào hoạt động 2 dây chuyền cán nguội giúp biên lợi nhuận gộp tăng mạnh trong quý cuối cùng của năm tài chính 2013-2014, chúng tôi nhận định biên lợi nhuận gộp từ năm 2015 của NKG cũng sẽ được cải thiện khi tự chủ 100% nguyên liệu thép cán nguội.

Bên cạnh đó, khoảng cách về biên lợi nhuận sau thuế lại đang có chiều hướng thu hẹp. Chi phí bán hàng của NKG chiếm 1,24%DTT trong khi chi phí bán hàng của HSG lên tới 4,56%DTT do HSG triển khai hệ thống bán hàng theo chuỗi chi nhánh đến tận tay khách hàng, còn NKG phân phối theo hình thức tổng kho; chi phí QLDN của NKG chỉ chiếm 0,78%DTT, mức khá thấp so với các doanh nghiệp sản xuất thép.

**Vị trí về giá trị doanh nghiệp:** PE của NKG ngày 28/11/2014 là 6,12 thấp hơn khá nhiều so với PE trung bình ngành thép hiện là 14,96 (28/11/2014)

**Vị trí về tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp:** chúng tôi đánh giá NKG là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng tốt, xét tại thời điểm 10T2012 khi NKG hoàn thành đầu tư dây chuyền cán nguội đầu tiên và bắt đầu sản xuất theo chuỗi khép kín, thị phần ống thép của NKG chỉ chiếm 0,1% và thị phần tôn mạ chỉ chiếm 5,9% (trong khi thị phần của HSG và tôn Đông Á lần lượt là 37,9% và 12,3%). Đến thời điểm 10T2014, NKG đã vươn lên vị trí thứ 2 về tiêu thụ tôn mạ và nằm trong top 10 về tiêu thụ ống thép.

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Cơ cấu Tổng Tài sản (tỷ đồng)

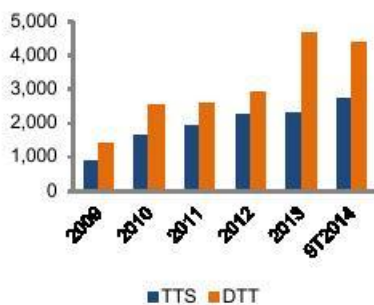


Năm 2010 NKG bắt đầu bắt đầu quá trình đầu tư hệ thống dây chuyền sản xuất mới, hướng tới quy trình sản xuất Tôn mạ - Ống thép khép kín. Do đó, tình hình tài chính của doanh nghiệp đã có nhiều chuyển biến bắt đầu từ 2010 đến nay. Để đánh giá sức khỏe tài chính của NKG, chúng tôi đánh giá trên các tiêu chí về:

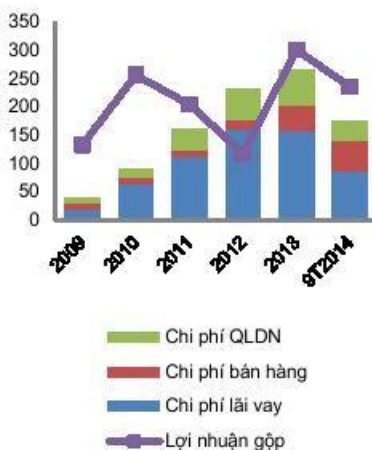
- (i) Quy mô, tốc độ tăng trưởng và cơ cấu của Tổng tài sản
- (ii) Quy mô và cơ cấu Vốn chủ sở hữu, Vốn nợ
- (iii) Quy mô và tăng trưởng Doanh thu thuần
- (iv) Các chỉ tiêu về thanh khoản tài chính, năng lực hoạt động và khả năng sinh lời

Về tổng tài sản, quy mô đạt tốc độ tăng trưởng tương đối nhanh, cơ cấu dần chuyển dịch tỷ trọng sang tài sản dài hạn. Trong giai đoạn 2009 – 2013, tổng tài sản tăng trưởng bình quân CAGR 27,31%, đạt 2.323 tỷ đồng, tương ứng với đó, tài sản dài hạn tăng trưởng bình quân lên tới 64,02%; tỷ trọng TS dài hạn trong cơ cấu TTS được nâng từ mức 17,48% lên 44,38%. Nguyên nhân cho tốc độ tăng trưởng nhanh và sự chuyển dịch trong cơ cấu TTS là do quá trình chuyển đổi mô hình kinh doanh từ thương mại sản phẩm sắt thép sang tự sản xuất và phân phối các sản phẩm tôn mạ - ống thép.

Cụ thể trong năm 2010, ngày 11/03/2010 NKG đã khởi công xây dựng Nhà máy Thép – Tấm lợp Nam Kim tại KCN Đồng An 2, Bình Dương với tổng vốn đầu tư khoảng gần 1.000 tỷ đồng. Đến năm 2012, các dây chuyền lần lượt

**Tăng trưởng TTS - DTT (tỷ đồng)**

**Cơ cấu Doanh thu**


(Nguồn: BCTC NKG, BSC tổng hợp)

**So sánh LNG - Chi phí**


(Nguồn: BCTC NKG, BSC tổng hợp)

được đi vào hoạt động và hoàn thành chuỗi sản xuất khép với việc đưa vào vận hành dây chuyền cán nguội công suất 200.000 tấn/năm. TTS năm 2013 không thay đổi nhiều so với năm 2012 do trong năm không có đầu tư mới, đa phần là kết chuyển XDCB dở dang nhà xưởng sang TSCĐ hữu hình. 9T2014, TTS tăng 18,15% so với năm 2013, do trong năm NKG đã đầu tư thêm 5 dây chuyền ống thép và đầu tư 2 dây chuyền mới, dự kiến sẽ hoàn thiện trong đầu năm 2015.

**Về vốn chủ sở hữu và vốn vay, vấn đề mất cân đối nguồn vốn đang được cải thiện rõ rệt.** Từ năm 2011 (giai đoạn giữa của dự án đầu tư dây chuyền nhà xưởng) đến 2014, tổng VCSH và nợ dài hạn của NKG luôn nhỏ hơn tài sản dài hạn, cho thấy NKG đã sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho tài sản dài hạn dẫn đến sự mất cân đối trong cơ cấu vốn, tuy nhiên với vốn vay kỳ hạn ngắn NKG đã được hưởng mức lãi suất thấp hơn so với kỳ hạn dài trong giai đoạn lãi suất ngân hàng tăng cao 2011 – 2012. Cơ cấu vốn của NKG hiện đang được cải thiện tích cực với tỷ lệ VCSH và Vốn vay dài hạn / Tài sản dài hạn tăng từ 83,41% (2011) lên 96,96% (9T2014). Tỷ lệ vay và nợ / TTS từ mức 50,14% (2013) cao hơn mức trung bình ngành thép, cũng được giảm xuống còn 37,73% (Q3/2014), hiện thấp hơn mức trung bình 49,84% của cả ngành thép.

**Doanh thu thuần tăng trưởng nhanh từ cả nội địa và xuất khẩu.** Giai đoạn 2009 – 2013, DTT toàn Công ty tăng trưởng bình quân CAGR đạt 34,44%, trong đó doanh thu từ xuất khẩu đạt mức tăng trưởng 113,61%, cao hơn mức tăng trưởng của tổng tài sản (27,31%) cho thấy hiệu quả trong việc sử dụng tài sản của NKG và chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu từ năm 2010 đã mang lại kết quả. Tổng kết 9T2014, DTT đạt 4.378,44 (+38,2% so với 9T2013) trong đó tăng trưởng doanh thu từ nội địa đạt 42,14% và từ xuất khẩu đạt 32,81%. Doanh thu từ xuất khẩu được cải thiện qua từng năm từ mức chỉ chiếm 5,85% tổng DTT lên thành 39,35% DTT và hướng tới mục tiêu chiếm tới 50% tổng DTT toàn Công ty.

**Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán, năng lực hoạt động đang được cải thiện tốt. (1) Về khả năng thanh toán:** Chúng tôi đánh giá năm 2012 là năm NKG gặp nhiều khó khăn trong quản lý thanh khoản tài chính với các chỉ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh đều ở mức thấp (0,89 và 0,22). Thời điểm 30/09/2014, chỉ số thanh toán ngắn hạn đã tăng lên và đạt 0,98, nhưng vẫn thấp hơn so với trung bình ngành thép hiện là 1,10; hệ số thanh toán nhanh cũng tăng và đạt 0,38, cao hơn so với trung bình ngành (0,35). **(2) Về năng lực hoạt động:** xét các chỉ số tại thời điểm Q3/2014, chúng tôi đánh giá NKG hoạt động hiệu quả hơn so với trung bình ngành với chỉ số vòng quay hàng tồn kho đạt 6,10, chỉ số vòng quay khoản phải thu là 15,65 đều cao hơn nhiều so với trung bình ngành (5,23 và 13,14); trong khi chỉ số vòng quay khoản phải trả là 5,78 lại thấp hơn khá nhiều so với trung bình ngành (11,61) thể hiện khả năng chiếm dụng vốn tốt của NKG từ nhà cung cấp. Xét từ năm 2010 – 9T2014, số ngày hàng tồn kho và số ngày khoản phải thu đều theo xu hướng giảm, trong khi số ngày khoản phải trả lại tăng mạnh (từ 32,43 ngày lên 63,15 ngày) qua đó giúp NKG có vòng quay tiền tốt hơn.

**Đánh giá về khả năng sinh lời:** biên lợi nhuận của NKG mặc dù vẫn cách khá xa doanh nghiệp đầu ngành HSG nhưng đang theo đà tăng dần và ở mức tốt hơn trung bình ngành thép. Biên LN gộp Q3/2014 đạt 5,48%, cao hơn trung bình ngành (5,09%); biên LN thuần Q3/2014 đạt 1,64%, trong khi trung bình ngành chỉ là 0,72%. Ngoài ra, khoảng cách về ROE của NKG với HSG đang được rút ngắn với ROE 9T là 11,75%, khá gần với mức 12,93% của HSG trong 9T2014.



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Về cơ cấu cổ đông, NKG có cơ cấu đậm đặc chủ yếu là các cá nhân trong nước, sở hữu nước ngoài chỉ chiếm 0,36%. Sau khi phát hành phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho Cty TNHH Thương mại Dịch vụ đầu tư P&Q với mục đích bổ sung vốn lưu động cho hoạt động SXKD trong Q3 vừa qua, hiện P&Q đang là cổ đông lớn nhất của NKG với 25,06% cổ phần; cổ đông lớn tiếp theo là Chủ tịch công ty đang nắm 23,93% cổ phần. So với cổ phiếu HSG hiện đang có 44,5% sở hữu nước ngoài trong cơ cấu cổ đông, sở hữu nước ngoài của NKG hiện chỉ là 0,36%.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU & KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Với kết quả kinh doanh lạc quan trong 3 quý 2014, chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2014 của NKG sẽ đạt 5.887,77 tỷ đồng (+26,25%yoy), LNST 2014 đạt 80,16 tỷ đồng (+54,61%yoy), tương đương EPS 2.009 đồng.

Năm 2015 khi NKG đưa vào hoạt động dây chuyền cán nguội và dây chuyền tôn mạ lạnh, chúng tôi dự đoán tổng sản lượng tiêu thụ của NKG sẽ đạt 355.771 tấn, nâng doanh thu cả năm lên mức 7.642 tỷ đồng, LNST 2015 ước đạt 117 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự đoán NKG có thể sẽ tiếp tục đầu tư nâng công suất sản xuất trong giai đoạn 2017 – 2018, tổng vốn đầu tư dự báo khoảng 500 tỷ đồng để đầu tư thêm dây chuyền sản xuất thép cán nguội và các dây chuyền sản xuất tôn mạ, ống thép. Sau đó, tổng sản lượng tiêu thụ năm 2018 và 2019 được nâng lên mức 493.099 tấn và 591.718 tấn sản phẩm.

Về dự báo giá bán sản phẩm, do giá nguyên liệu đầu vào là HRC luôn biến động khó lường và giá đã chạm đáy 5 năm trở lại đây, nên chúng tôi tạm dự đoán giá HRC có thể sẽ tăng nhẹ hơn mức hiện nay trong năm 2015, và dự báo giá bán sản phẩm tăng 1% mỗi năm. Về tỷ giá VND USD dùng để dự báo KQKD của NKG, chúng tôi sử dụng tỷ giá dự báo của Bloomberg thu thập và lấy trung bình dự báo của các ngân hàng uy tín trên Thế giới dự báo về cặp tỷ giá VND USD.

### ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NKG

Để định giá cổ phiếu NKG, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là FCFF và PE với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50 – 50.

**Phương pháp FCFF:** chúng tôi sử dụng phương pháp này với 2 giai đoạn

Giai đoạn 1 (2014 – 2019): giai đoạn này NKG tiếp tục tăng sản lượng tiêu thụ hằng năm do đưa thêm dây chuyền mới vào hoạt động từ năm 2015, ngoài ra, doanh nghiệp có thể sẽ đầu tư thêm dây chuyền mới giai đoạn 2017 – 2018 nhằm chiếm lĩnh thêm thị phần tôn mạ.

Giai đoạn 2 (2019 trở đi): chúng tôi dự đoán trong dài hạn NKG sẽ tăng trưởng ở mức 3%.

Qua đó, giá cổ phiếu NKG sẽ đạt 19.123 đồng/cp, tăng 40,61% so với mức giá 13.600 đồng ngày 28/11/2014.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Rm	11,75%
Rf	5,75%
beta	1,22
ke	13,07%
kd	9,20%
E/A	14,20%
D/A	85,80%
Tax rate	22%
<b>WACC</b>	<b>8,01%</b>
g	3,00%



**Tổng hợp 2 phương pháp định giá FCFF và PE, giá hợp lý trên 1 cổ phiếu NKG sẽ là 19.105 đồng/cp, tăng 40,47% so với mức giá ngày 28/11/2014.**

**Phương pháp so sánh PE:** EPS 2014 dự báo đạt 2.009 đồng/cp (số lượng cổ phiếu 39,9 triệu). Với PE 28/11 của NKG là 6,12; PE trung bình ngành trong 1 năm là 11,75; PE hiện tại của VNIndex là 13,97, chúng tôi tạm lấy PE 9,5 để định giá cổ phiếu NKG. Qua đó, giá cổ phiếu NKG sẽ đạt 19.086 đồng/cp.

#### **QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH trung và dài hạn** cổ phiếu NKG với giá mục tiêu 1 năm là 19.105 đồng/cp, tăng 40,47% so với mức giá ngày 28/11/2014.

**PHỤ LỤC**  
**SO SÁNH HSG VÀ NKG**

**I. SẢN PHẨM SẢN XUẤT**

	HSG	NKG
<b>Tôn</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tôn mạ kẽm</li> <li>- Tôn kẽm mạ màu</li> <li>- Tôn mạ lạnh</li> <li>- Tôn lạnh mạ màu</li> <li>- Thép dày mạ kẽm</li> <li>- Tôn vân gỗ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tôn mạ kẽm</li> <li>- Tôn kẽm mạ màu</li> <li>- Tôn mạ lạnh</li> <li>- Tôn lạnh mạ màu</li> <li>- Thép dày mạ kẽm</li> </ul>
<b>Ống thép và khác</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ống thép mạ kẽm</li> <li>- Ống thép đen</li> <li>- Xà gỗ</li> <li>- Ống nhựa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ống thép mạ kẽm (Ống thép tròn, Ống thép chữ nhật, Ống thép vuông)</li> <li>- Xà gỗ</li> </ul>

(Nguồn: BSC tổng hợp)

**II. NĂNG LỰC SẢN XUẤT HIỆN TẠI**

HSG		
STT	Dây chuyền sản xuất chính	Công suất (tấn/năm)
1	05 Dây chuyền cán nguội	980.000
2	02 Dây chuyền tẩy rỉ	950.000
3	03 Dây chuyền sản xuất tôn	370.000
4	04 Dây chuyền phủ màu	420.000
5	02 Dây chuyền sx thép dày	850.000
6	25 Dây chuyền thép hộp và ống thép	279.000
7	12 Dây chuyền ống nhựa	30.000

NKG		
STT	Dây chuyền sản xuất chính	Công suất (tấn/năm)
1	01 Dây chuyền cán nguội 6 trục	200.000
2	02 Dây chuyền tẩy rỉ	300.000
3	01 Dây chuyền mạ kẽm	50.000
4	01 Dây chuyền mạ kẽm dày	100.000
5	01 Dây chuyền mạ hợp kim nhôm kẽm	150.000
6	02 Dây chuyền mạ màu	170.000
7	05 Dây chuyền xà băng	500.000
8	10 Dây chuyền ống thép	120.000

(Nguồn: BSC tổng hợp)

**III. TIÊU THỤ SẢN PHẨM**

	HSG	NKG
<b>Xuất khẩu</b>	Xuất khẩu sang 52 nước và vùng lãnh thổ, chủ yếu ở Đông Nam Á	Xuất khẩu chủ yếu ở Đông Nam Á, thị trường lớn nhất là Indonesia, Malaysia, Thái Lan
<b>Nội địa</b>	147 chi nhánh bán lẻ và 5 tổng kho, mục tiêu đạt 304 chi nhánh khi kết thúc năm tài chính 2016 - 2017	2 tổng kho: miền Bắc (Hưng Yên), miền Nam (Vĩnh Long). Dự kiến có thêm 3 tổng kho nữa tại miền Trung (Nghệ An), Tây Nguyên và Huế

(Nguồn: BSC tổng hợp)



**IV. CÁC DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI**

Dự án của HSG	Thời gian hoàn thành dự kiến	Giai đoạn	Vốn Đầu tư	Dây chuyên	Công suất
Nhà máy ống thép Hoa Sen Bình Định	12/2014	Giai đoạn 1	101 tỷ đồng	09 Dây chuyền ống thép	75.000 tấn/năm
	12/2015	Giai đoạn 2	98 tỷ đồng	03 dây chuyền ống thép 01 dây chuyền xẻ băng	25.000 tấn/năm 100.000 tấn/năm
Nhà máy tôn Hoa Sen Nghệ An	03/2015	Giai đoạn 1	95 tỷ đồng	06 dây chuyền ống thép	50.000 tấn/năm
	09/2015	Giai đoạn 2	105 tỷ đồng	06 dây chuyền ống thép 01 dây chuyền xẻ băng	50.000 tấn/năm 100.000 tấn/năm
	12/2016	Giai đoạn 3	1.160 tỷ đồng	01 dây chuyền sản xuất tôn	120.000 tấn/năm
				01 dây chuyền phủ màu	40.000 tấn/năm
				01 dây chuyền cán nguội	200.000 tấn/năm
				01 dây chuyền cắt biên và cuộn lại	120.000 tấn/năm
				01 dây chuyền tái sinh axit	3.000 lít/h
				01 dây chuyền tẩy rỉ	500.000 tấn/năm
				01 máy mài và 01 trạm biến áp	
	08/2018	Giai đoạn 4	1.000 tỷ đồng	01 dây chuyền sx tôn và thép dày 01 dây chuyền phủ màu 01 dây chuyền cán nguội 01 máy mài và 01 trạm biến áp	280.000 tấn/năm 110.000 tấn/năm 200.000 tấn/năm

Thời gian hoàn thành dự kiến của NKG	Vốn đầu tư	Dây chuyên	Công suất
01/2015	300 tỷ đồng	01 Dây chuyền cán nguội	200.000 tấn/năm
05/2015		01 Dây chuyền mạ lạnh	100.000 tấn/năm

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư  
**Lê Thị Hải Đường**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
**Trần Thăng Long**  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

