



CTCP THÉP NAM KIM (HSX: NKG)

Nhu cầu nội địa hồi phục, nhưng giá thép có thể suy giảm

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY21	Q2-FY21	+/-qoq	Q3-FY20	+/-yoy
Doanh thu thuần	7.531	7.010	7%	3.376	123%
Lợi nhuận sau thuế	607	848	-28%	83	634%
EBIT	792	1,026	-23%	143	454%
Tỷ suất EBIT	10,5%	14,6%	-411bps	4,2%	628bps

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Q3/2021: Doanh thu đạt mức cao kỷ lục nhờ nhu cầu mạnh mẽ ở thị trường nước ngoài

- Doanh thu tăng 123% YoY đạt 7.531 tỷ đồng do giá bán và sản lượng đều tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái. Bất chấp các biện pháp ngăn cách xã hội chặt chẽ hơn, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 128% QoQ và thúc đẩy tổng sản lượng tăng 32% YoY.
- Giá bán trung bình tăng khoảng 70% YoY do giá thép ở Bắc Mỹ và Châu Âu tiếp tục tăng, trong khi, giá bán ở Việt Nam ổn định, góp phần hỗ trợ biên lợi nhuận gộp ở mức cao, đạt 17,2% so với 7,2% cùng kỳ năm ngoái. Do đó, LNST tăng 670% YoY đạt 607 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên gộp giảm nhẹ về 17,2% từ mức 18,6% trong Q2.

Triển vọng Q4/2021 và 2022: Tiêu thụ thép trong nước đang hồi phục, nhưng giá bán có thể giảm.

- Thị trường Bắc Mỹ mang đến những cơ hội hấp dẫn khi giá tôn mạ tại khu vực này cao hơn đáng kể so với giá bán của NKG tại Việt Nam.
- Tiêu thụ thép nội địa có thể tăng trưởng mạnh trong quý 4/2021 và 2022 nhờ tái mở cửa nền kinh tế và đẩy mạnh đầu tư công. Tuy nhiên, do giá HRC đang giảm, khả năng sinh lời ở thị trường nội địa có thể chịu áp lực khi hàng tồn kho tích lũy ở mức giá tương đối cao.
- Công ty có kế hoạch tăng công suất sản xuất ống thép thêm 67% lên 300.000 tấn mỗi năm và tăng công suất sản xuất tôn mạ thêm 30% lên 1,3 triệu tấn trong quý 2/2022.
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ ở mảng tôn mạ và ống thép tăng lần lượt 4,0% và 8,8% YoY, đạt 1,0 triệu tấn và 0,16 triệu tấn.
- Doanh thu và LNST năm 2021 ước đạt lần lượt 27.990 tỷ đồng (+ 142% YoY) và 2.420 tỷ đồng (+ 720% YoY). Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng LNST giảm 21% YoY xuống 1.900 tỷ đồng, nhưng vẫn cao hơn đáng kể so với các năm trước.

Quan điểm và định giá

Chúng tôi kỳ vọng NKG có thể nắm bắt cơ hội tại thị trường nước ngoài để tối đa hóa lợi nhuận. Công ty cho thấy khả năng phân bổ sản lượng một cách linh hoạt khi gia tăng tỷ trọng của các thị trường có khả năng sinh lời tốt nhất, như Châu Âu và Bắc Mỹ. Trong quý 4, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp có thể giảm ở châu Âu, nhưng vẫn sẽ cao ở Bắc Mỹ. Với chiến lược linh hoạt của công ty, chúng tôi kỳ vọng NKG sẽ tăng sản lượng tiêu thụ ở Bắc Mỹ và bù đắp được một phần mức sụt giảm biên lợi nhuận ở thị trường châu Âu. Về dài hạn, quá trình giảm phát thải carbon ở châu Âu và Trung Quốc đang thay đổi đáng kể ngành thép thế giới và đẩy chi phí sản xuất thép tại các khu vực này gia tăng. Do chi phí sản xuất cạnh tranh tại Việt Nam và các chính sách thương mại thuận lợi ở Châu Âu và Bắc Mỹ, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục hỗ trợ LNST của NKG trong 4Q2021 và 2022. Bên cạnh đó, gia tăng năng lực sản xuất sẽ cho phép công ty nắm bắt cơ hội do sản lượng bán hàng tại thị trường nội địa có thể tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2022.

Sử dụng phương pháp FCF và PER, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là **48.000 đồng/cổ phiếu**. Cùng với mức cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới 1.000 đồng/cổ phiếu, **tổng mức sinh lời dự kiến là 29%**, dựa trên giá đóng cửa tại ngày 13/12/2021. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối cổ phiếu này.

MUA +29%

Giá mục tiêu (VND)	48.000
Giá thị trường (VND)	37.900

Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.000
------------------------	-------

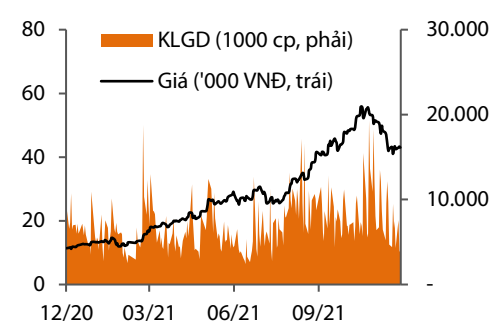
* Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.238,3
SLCPDLH	218,4
KLGD TB 20 phiên	7.280,6
Free Float (%)	50
Giá cao nhất 52 tuần	55.900
Giá thấp nhất 52 tuần	11.191
Beta	1,3

	FY2020	Hiện tại
EPS	1.672	9.530
Tăng trưởng EPS (%)	543.1	1128.9
EPS điều chỉnh	1.101	9.530
P/E	9,2	4,6
P/B	0,9	1,6
EV/EBITDA	7,1	4,8
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0	2,3
ROE (%)	9,3	46,6

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Hồ Minh Quang	12,9
Unicoh Specialty Chem	6,9
SMC	5,0
Gới hạn sở hữu của NĐTNN còn lại (%)	42,0

Phạm Minh Tú

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1536

tu.pm@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- (qoq)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	7.531	7.010	7,4%	3.376	123,1%
Lợi nhuận gộp	1.296	1.306	-0,8%	242	434,6%
Chi phí bán hàng và quản lý	504	280	79,6%	99	407,0%
Thu nhập HĐKD	792	1.026	-22,7%	143	453,8%
EBITDA	888	1.121	-20,8%	238	273,5%
EBIT	792	1.026	-22,7%	143	453,8%
Chi phí tài chính	108	86	25,2%	73	48,8%
- Chi phí lãi vay	71	45	59,8%	56	27,2%
Khấu hao	95	95	0,2%	95	0,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	706	977	-27,7%	92	670,2%
Lợi nhuận sau thuế	607	848	-28,4%	83	634,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	607	848	-28,4%	83	634,3%

Nguồn: NKG . CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2021

Chỉ tiêu	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- (qoq)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	17,2%	18,6%	-142bps	7,2%	1.003bps
EBITDA/Doanh thu	11,8%	16,0%	-420bps	7,0%	475bps
EBIT/Doanh thu	10,5%	14,6%	-411bps	4,2%	628bps
TS lợi nhuận ròng	8,1%	12,1%	-403bps	2,4%	561bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	8,1%	12,1%	-403bps	2,4%	561bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	3,8	4,8	-1,0	4,9	-1,1
-Khoản phải thu	9,1	10,8	-1,7	10,6	-1,6
-Khoản phải trả	4,4	5,4	-1,0	10,8	-6,4
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	195,8%	201,8%	-600bps	148,1%	4.775bps

Nguồn: CTCK Rông Việt, (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY21	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	8.598	14,2%	151,5%
LN gộp	1.282	-1,1%	316,9%
EBIT	797	0,6%	303,3%
LNST	649	6,9%	321,2%

Nguồn: CTCK Rông Việt

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu quý 4 tăng 151% YoY khi cả sản lượng tiêu thụ và giá thép đều tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái.

- Tổng sản lượng tiêu thụ được dự phóng tăng 55% YoY lên 306.000 tấn. Trong khi đó, giá bán trung bình cũng tăng 60% lên khoảng 27,5 triệu đồng/tấn.

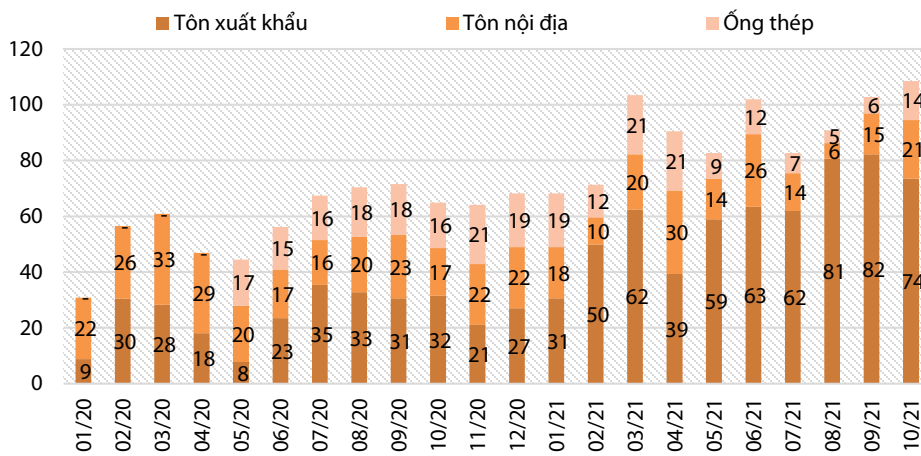
Cập nhật

Cập nhật quý 3 - Xuất khẩu sang Bắc Mỹ và Châu Âu thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận.

NKG nắm bắt cơ hội xuất khẩu để duy trì sản lượng bán hàng ở mức kỷ lục. Sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 276.000 tấn sản phẩm trong quý 3, tăng 32% so với cùng kỳ năm ngoái. Sản lượng xuất khẩu tăng mạnh 39% QoQ và 128% YoY, đạt 224.000 tấn trong quý 3, đóng góp 81,5% vào tổng sản lượng bán ra do nhu cầu ở nước ngoài tăng mạnh và NKG chủ động đẩy mạnh xuất khẩu để bù đắp nhu cầu yếu ở thị trường nội địa. Trong đó, Châu Âu và Bắc Mỹ là thị trường trọng tâm của NKG, chiếm khoảng 70% tổng sản lượng bán ra. Ngược lại, nhu cầu tại thị trường nội địa yếu do tác động tiêu cực của tình hình giãn cách xã hội ngày càng lớn trong tháng 7 và tháng 8.

Thị trường trong nước có một số dấu hiệu tích cực trong tháng 9 khi giãn cách xã hội đang giảm dần ở nhiều tỉnh miền Nam. Sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa phục hồi từ khoảng 10.000 tấn trong tháng 8 lên khoảng 20.000 tấn trong tháng 9. Trong khi đó, lượng xuất khẩu ổn định ở mức khoảng 82.000 tấn trong tháng 9, tương tự như 80.600 tấn trong tháng 8.

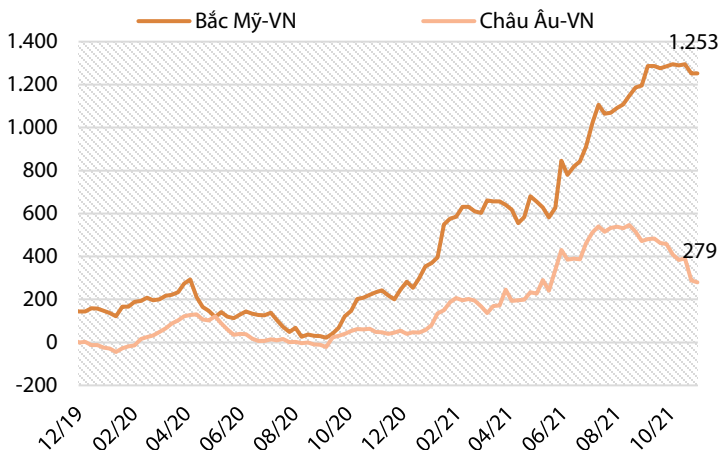
Hình 1: Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)



Nguồn: NKG, VSA, CTCK Rồng Việt

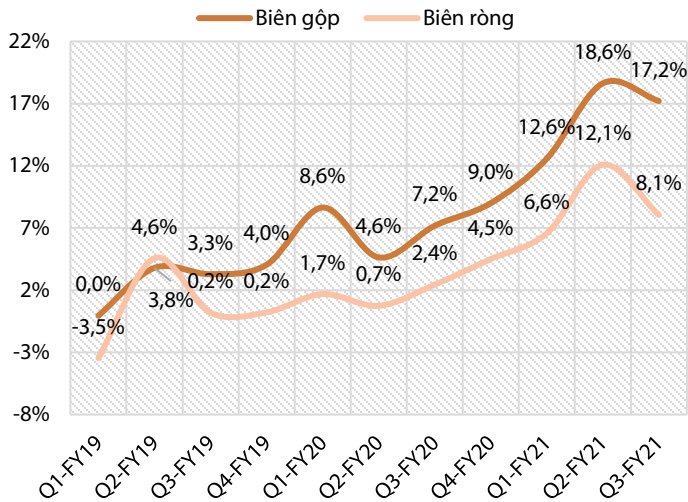
Giá bán tại thị trường nước ngoài tăng đã hỗ trợ lợi nhuận. Giá thép tại Bắc Mỹ và Châu Âu tăng mạnh trong quý 3 do nhu cầu phục hồi và nguồn cung thắt chặt do lượng nhập khẩu hạn chế. Đại diện cho giá thép phẳng, giá thép cuộn cán nóng (HRC) trung bình hàng quý tăng 24,0% QoQ ở Mỹ và 10,9% QoQ ở châu Âu trong quý 3. Do đó, mặc dù tích lũy HRC ở giá cao hơn, NKG vẫn duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức cao, khoảng 17,2%. Do sản lượng xuất khẩu sang các thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu cao hơn và chi phí vận tải biển tăng, chi phí bán hàng tăng mạnh 90% QoQ lên 465 tỷ đồng, khiến biên lợi nhuận ròng giảm nhanh hơn so với biên lợi nhuận gộp (hình 2).

Hình 2: Chênh lệch giá HRC (USD/tấn)



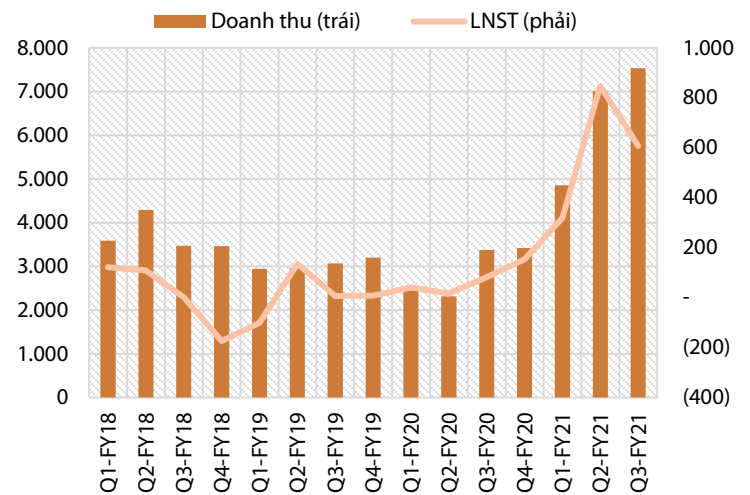
Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Nhờ sản lượng tiêu thụ cao và giá bán tăng, công ty đạt mức doanh thu 7.531 tỷ đồng, mức cao nhất trong lịch sử. Trong khi đó, LNST giảm từ 848 tỷ đồng trong quý 2 xuống 607 tỷ đồng trong quý 3 nhưng vẫn tăng 634% so với cùng kỳ năm ngoái.

Triển vọng

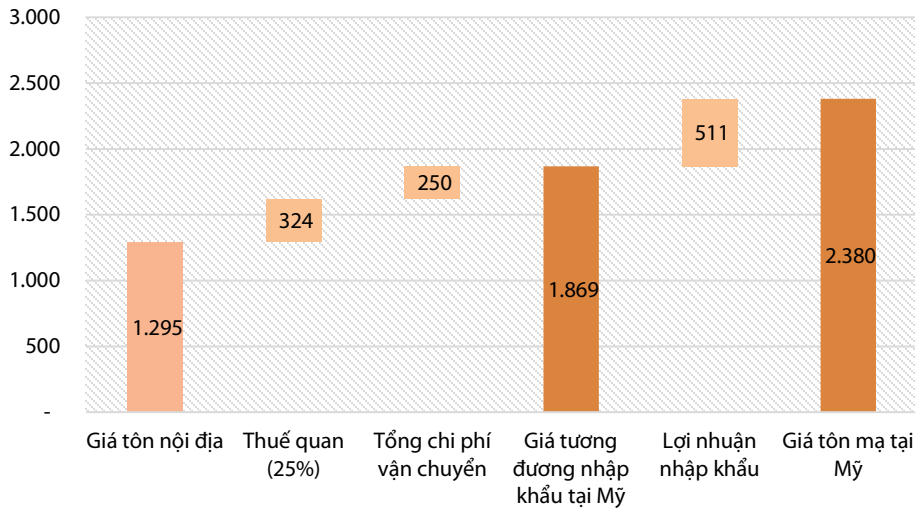
Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục hỗ trợ sản lượng tiêu thụ của NKG trong quý 4/2021 và 2022 do chi phí sản xuất cạnh tranh và chính sách thương mại thuận lợi ở Châu Âu và Bắc Mỹ. Trong ngắn hạn, khả năng sinh lời của NKG tại các thị trường Bắc Mỹ có thể tăng lên trong quý 4 do diễn biến giá thép thuận lợi.

Các thị trường Bắc Mỹ đang mang đến những cơ hội hấp dẫn trong ngắn hạn.

Chênh lệch giá đã thúc đẩy doanh số bán hàng của các nhà sản xuất Việt Nam sang thị trường Hoa Kỳ trong năm 2021 và xu hướng này có thể sẽ tiếp tục trong nửa đầu năm 2022. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam đã tăng từ mức chỉ 114.000 tấn năm 2020 lên 305.000 tấn trong 10T2021. Tuy nhiên, vẫn còn dư địa để tăng trưởng khi Việt Nam chỉ chiếm 10,9% thị phần.

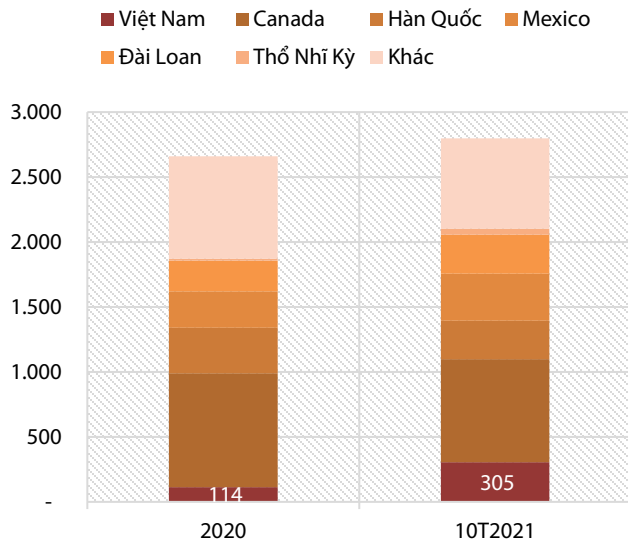
Giá HRC tại Bắc Mỹ đang giảm với tốc độ chậm hơn so với Việt Nam. Điều này khiến chênh lệch giá HRC tăng từ 1.020 USD vào đầu tháng 7 lên 1.253 USD/tấn vào đầu tháng 10. Tính đến ngày 11/11, giá tôn mạ kẽm nhúng nóng tại Mỹ ở mức 2.380 USD/tấn, cao hơn đáng kể so với giá 1.295 USD/tấn của NKG tại Việt Nam. Sau khi trừ mức thuế khoảng 320 USD/tấn và chi phí vận chuyển khoảng 250 USD/tấn, vẫn còn cơ hội xuất khẩu lớn với lợi nhuận khoảng 511 USD/tấn (hình 5) dành cho NKG và nhà nhập khẩu. Với chi phí sản xuất cạnh tranh do giá HRC thấp, tỷ suất lợi nhuận gộp của NKG có thể cao trong 2-3 quý tới. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng sự chênh lệch về giá HRC có thể giảm dần do nguồn cung tại Mỹ có khả năng tăng nhờ khả năng sinh lời cao và chúng tôi ước tính rằng chi phí sản xuất thép ở Việt Nam không thấp hơn nhiều so với ở Mỹ, trung bình khoảng 50 USD/tấn trong 10T2021. Do đó, biên lợi nhuận gộp của NKG tại thị trường này có thể trở về mức bình thường là 10%-12%, thấp hơn mức hiện tại là 18%-20%.

Hình 5: Giá tôn mạ tương đương nhập khẩu của NKG so với giá giao ngay của Mỹ (USD/tấn) vào ngày 11 tháng 11



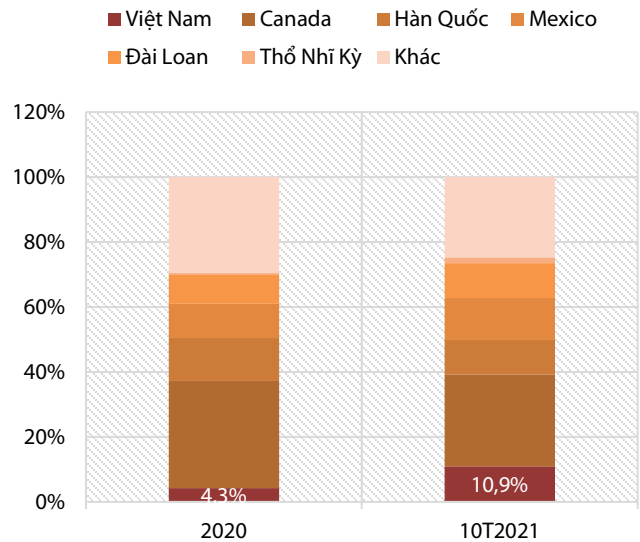
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Lượng nhập khẩu tôn mạ của Hoa Kỳ, theo quốc gia (nghìn tấn)



Nguồn: Cục Quản lý Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Cơ cấu nhập khẩu tôn mạ của Hoa Kỳ



Nguồn: Cục Quản lý Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ, CTCK Rồng Việt

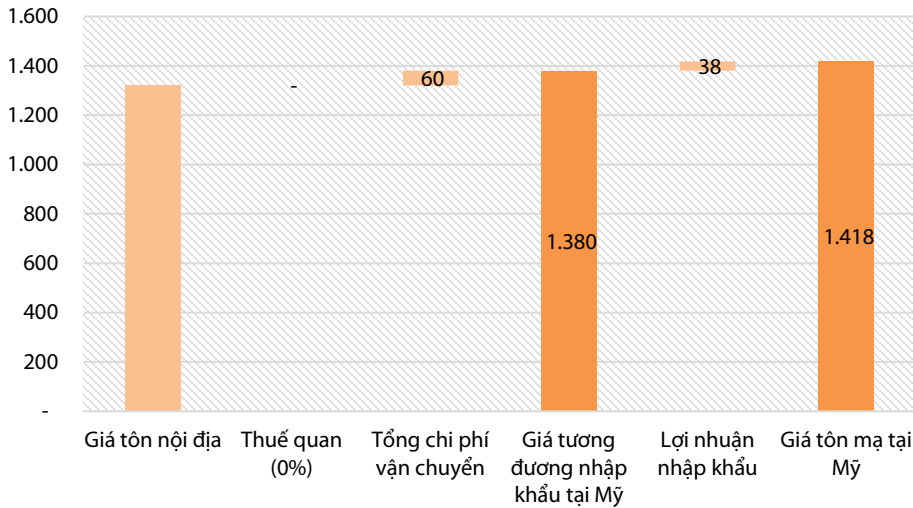
Khả năng sinh lời tại các thị trường châu Âu giảm trong quý 4, nhưng các nhà sản xuất Việt Nam có lợi thế về chi phí trong 3-4 năm tới.

Giá thép cuộn cán nóng và thép mạ kẽm nhúng nóng đã giảm lần lượt trong tháng 10 khoảng 9,3% và 8,0% so với tháng trước. Do đó, lợi nhuận của NKG tại Châu Âu có thể giảm trong quý 4/2021 và quý 1/2022, trước khi phục hồi vào Q2/2022. Đầu tiên, giá thép có thể được hỗ trợ chi phí sản xuất thép tăng ở châu Âu do giá năng lượng đang cao vì tình trạng thiếu khí đốt. Do giá năng lượng ở châu Âu tăng lên mức cao nhất nhiều năm qua, ArcelorMittal và British Steel đã công bố mức phụ phí năng lượng tạm thời lần lượt là 58 USD/tấn và 34 USD/tấn. Cuối cùng, tiêu thụ thép ở châu Âu có thể mạnh hơn vào tháng 3 khi thời tiết thuận lợi hỗ trợ nhu cầu thép.

Trong năm 2022, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất của Việt Nam sẽ có cơ hội mở rộng thị phần ở châu Âu khi các đối thủ cạnh tranh chính phải đối mặt với những thách thức liên quan đến chi phí sản xuất và chính sách thương mại. Chúng tôi ước tính chi phí sản xuất ở châu Âu có thể cao hơn 150-170 USD/tấn so với tại Việt Nam chủ yếu do chênh lệch giá điện và giá carbon. Hiện tại, giá carbon ở châu Âu vào khoảng

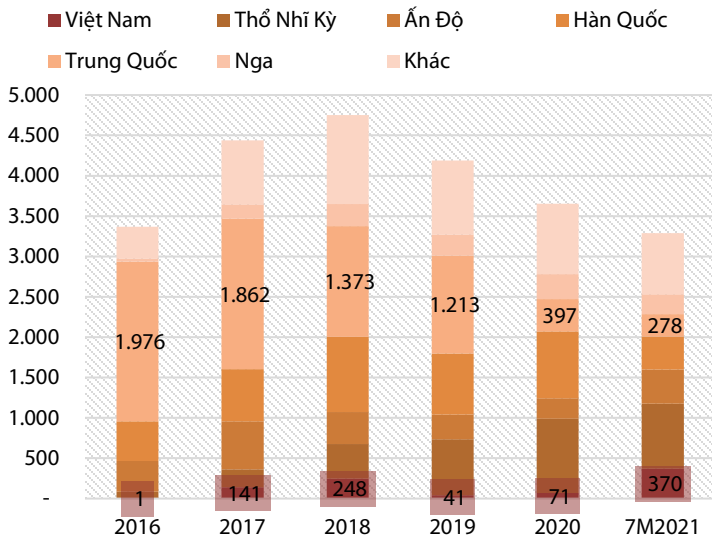
75 USD/tấn, khiến chi phí sản xuất thép bằng lò cao cao hơn 140 USD/tấn so với ở Việt Nam (thông thường sản xuất một tấn thép bằng lò cao phát thải ra khoảng 1,9 tấn carbon, theo WSA). Trong khi đó, Hàn Quốc và Ấn Độ gặp khó khăn liên quan đến chính sách thương mại khi bị áp mức hạn ngạch cụ thể lần lượt chỉ 170.000 tấn/năm và 210.000 tấn/năm. Trong khi đó, HRC của Thổ Nhĩ Kỳ đã bị EU áp thuế chống bán phá giá 4,7% -7,3% kể từ tháng 4, do đó, làm suy yếu khả năng cạnh tranh. Ngoài ra, lượng xuất khẩu của Trung Quốc đã giảm mạnh (hình 9 và 10) và nhiều khả năng tiếp tục giảm khi nước này muốn giảm lượng phát thải carbon. Điều này tạo thuận lợi cho Việt Nam khi thị phần tăng lên từ 1,9% trong 2020 lên mức 11,2% trong 7T2021 và vẫn có tiềm năng tăng trưởng trong 2H2021 và 2022.

Hình 8: Giá tương đương nhập khẩu của NKG so với giá HDG giao ngay của Châu Âu (USD / tấn) tính đến ngày 13 tháng 10



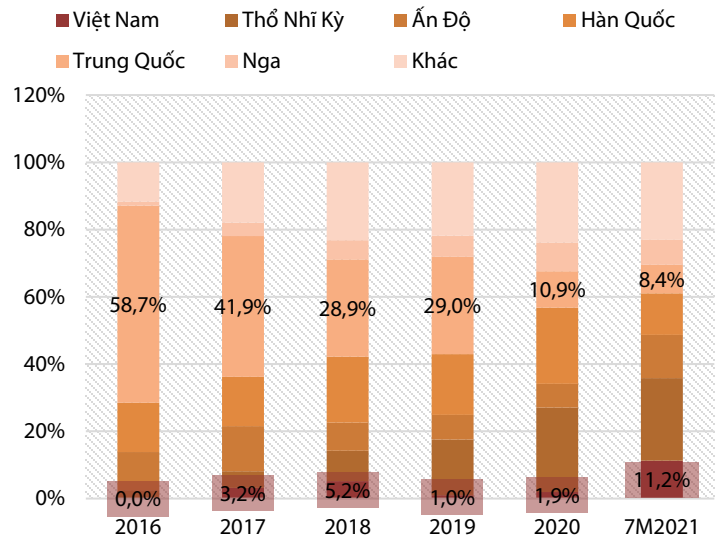
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 9: Lượng nhập khẩu tôn mạ của EU, theo quốc gia (nghìn tấn)



Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Cơ cấu nhập khẩu tôn mạ của EU



Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

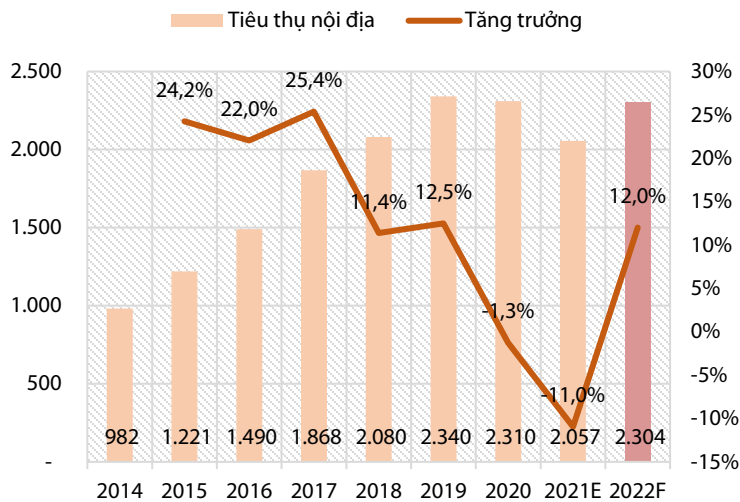
Tiêu thụ thép nội địa có thể tăng trưởng mạnh trong 4Q2021 và 2022 do tái mở cửa nền kinh tế và thúc đẩy đầu tư công...

Nhu cầu tôn mạ và ống thép trong nước có thể phục hồi trong quý 4 khi các hoạt động xây dựng đã được phép tiếp tục trong tháng 10 tại miền Nam. Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi tiêu thụ thép trong nước sẽ tiếp tục và sản lượng tiêu thụ nội địa của NKG có thể đạt 77.000 tấn trong quý 4, tăng 50,0% so với mức thấp trong quý 3. Tổng lượng tiêu thụ trong quý 4 dự kiến đạt 313.000 tấn, tăng 13,4% theo quý.

Trong năm sau, đầu tư công và tái mở cửa nền kinh tế có thể hỗ trợ tiêu thụ tôn mạ và ống thép tại thị trường nội địa. Theo kế hoạch đầu tư công trung hạn cho giai đoạn 2021-2025, chi tiêu cho các dự án giao thông chiếm tỷ trọng tương đối lớn. Tổng chi cho các dự án giao thông đạt 570,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 42,3% tổng ngân sách trung ương. Kế hoạch chi ngân sách trung ương cho các dự án đường cao tốc và các dự án trọng điểm (như đường cao tốc Bắc Nam) là 183,25 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công có thể tăng tốc để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế sau đại dịch. Trong khi đó, hoạt động xây dựng dân dụng có khả năng phục hồi vào năm 2022, thúc đẩy nhu cầu thép phẳng tăng trưởng mạnh từ mức nền trong năm 2021.

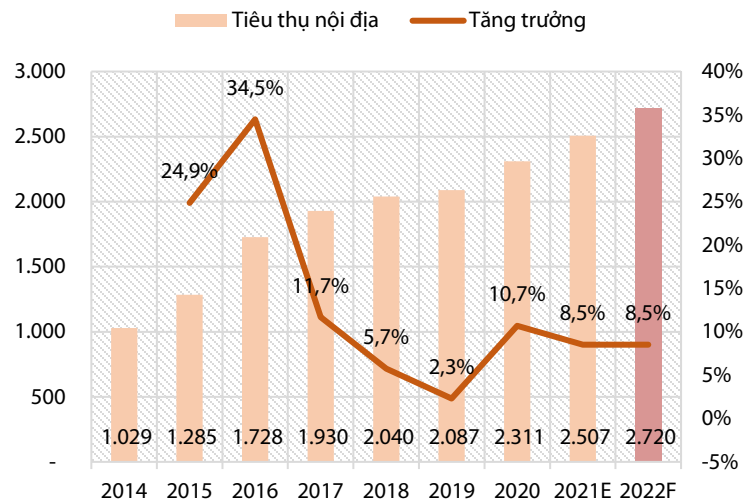
Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tôn mạ và ống thép trong nước sẽ tăng với tốc độ cao hơn GDP khi ngành xây dựng có thể là động lực chính cho tăng trưởng. Dựa trên mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2022 của Chính phủ là 6,0-6,5%, chúng tôi dự báo tiêu thụ tôn mạ tại thị trường trong nước sẽ tăng khoảng 12,0% YoY vào năm 2022 sau khi giảm khoảng 12,3% vào năm 2021. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ ống thép tại thị trường trong nước có thể tăng 8,5% YoY vào năm 2022.

Hình 11: Dự phóng tiêu thụ tôn mạ trong nước (nghìn tấn)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Dự phóng tiêu thụ ống thép trong nước (nghìn tấn)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

... nhưng giá thép phẳng giảm có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp tại thị trường nội địa trong 6T2022.

Cung- cầu thép yếu tại Trung Quốc đã khiến giá quặng sắt và thép giảm, đồng thời, kéo theo giá HRC tại Việt Nam giảm vào đầu quý 4. Giá quặng sắt trung bình tháng 10 giảm 31% so với mức bình quân quý 3. Giá HRC giao ngay tháng 1/2022 của Hòa Phát cũng giảm 16% so với hàng giao ngay tháng 7/2021. Do giá tôn mạ thường thay đổi theo giá HRC, khả năng sinh lời của NKG có thể sụt giảm khi hàng tồn kho được tích lũy ở mức giá tương đối cao. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp tại thị trường nội địa có thể giảm từ 9,5% trong 4Q2021 xuống 5,6% trong 6T2022, trước khi phục hồi lên 6,3% trong 6H2022

NKG dự kiến mở rộng năng lực sản xuất vào năm 2022.

Công ty sẽ di dời nhà kho và dây chuyền sản xuất ống thép sang nhà máy mới, được xây dựng trên khu đất 5 ha mua từ công ty Giấy Dea Myung, và mở rộng công suất sản xuất ống thép từ 180.000 tấn/năm lên 300.000 tấn/năm. Sau khi sắp xếp lại dây chuyền sản xuất, công ty dự kiến công suất sản xuất tôn mạ sẽ tăng khoảng 18% từ 1,1 triệu tấn lên 1,3 triệu tấn trong quý 2/2022. Tổng chi đầu tư ước tính khoảng 150 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng việc mở rộng năng lực để nắm bắt cơ hội từ thị trường nước ngoài là hợp lý vì khoản đầu tư tương đối nhỏ so với triển vọng lợi nhuận. Các doanh nghiệp xuất khẩu thép của Việt Nam vẫn có khả năng cạnh tranh mạnh mẽ trong những năm tới tại thị trường châu Âu do các chính sách môi trường ít khắt khe hơn, và chi phí lao động, giá điện thấp hơn.

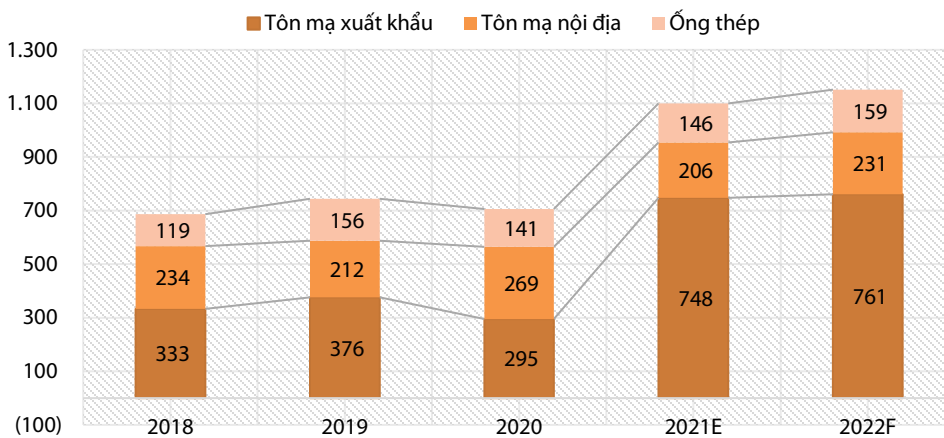
Dự phóng

Chúng tôi dự báo sản lượng bán hàng đạt khoảng 306.000 tấn sản phẩm trong quý 4, tăng 10,7% QoQ, trong đó sản lượng tiêu thụ trong nước và xuất khẩu lần lượt tăng 70% QoQ và -2,9% QoQ. Công ty vẫn ưu tiên thị trường nước ngoài trong Quý 4 do xuất khẩu mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn so với thị trường trong nước và cho phép công ty giảm thiểu rủi ro nợ khó đòi và các khoản phải thu. NKG dự kiến duy trì tỷ trọng xuất khẩu trong tổng sản lượng bán hàng ở mức 75%-80% trong quý 4. Về cơ cấu xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng công ty gia tăng tỷ trọng của Bắc Mỹ trong quý 4/2021 và quý 1 năm 2022 do biên lợi nhuận gộp cao hơn. Xu hướng này có thể bù đắp một phần biên lợi nhuận thấp hơn ở châu Âu. Biên lợi nhuận gộp của xuất khẩu có thể duy trì ở mức 16,5% trong 4Q2021 và 16,0% trong 1Q2022, thấp hơn một chút so với mức 19,0%-21% trong 2Q và 3Q2021.

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng tiêu thụ của NKG trong mảng tôn mạ và ống thép sẽ tăng trưởng lần lượt 4,0% và 8,8% lên 1,0 triệu tấn và 159.000 tấn. Xuất khẩu có thể chiếm 66% tổng sản lượng tiêu thụ, giảm so với mức ước tính 68% vào năm 2021.

Lợi nhuận của NKG có thể sụt giảm do giá thép ở châu Âu suy yếu và giá bán có thể điều chỉnh do giá quặng sắt giảm, tuy nhiên, chi phí vận chuyển thấp hơn có thể hỗ trợ LNST. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của NKG có thể giảm từ mức khoảng 16,4% năm 2021 xuống 11,9% năm 2022, trong đó biên lợi nhuận gộp từ xuất khẩu có thể giảm từ mức khoảng 17,8% năm 2021 xuống 14,6% năm 2022. Bên cạnh đó, sự gián đoạn của hoạt động logistics có thể được giải quyết dần, giúp giảm chi phí vận tải, vốn chiếm 92% chi phí bán hàng trong 6 tháng đầu năm 2021. Do đó, chỉ số chi phí bán hàng/doanh thu có thể giảm từ mức khoảng 4,8% năm 2021 xuống 4,0% năm 2022.

Hình 13: Dự phóng sản lượng bán hàng (nghìn tấn)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Định giá

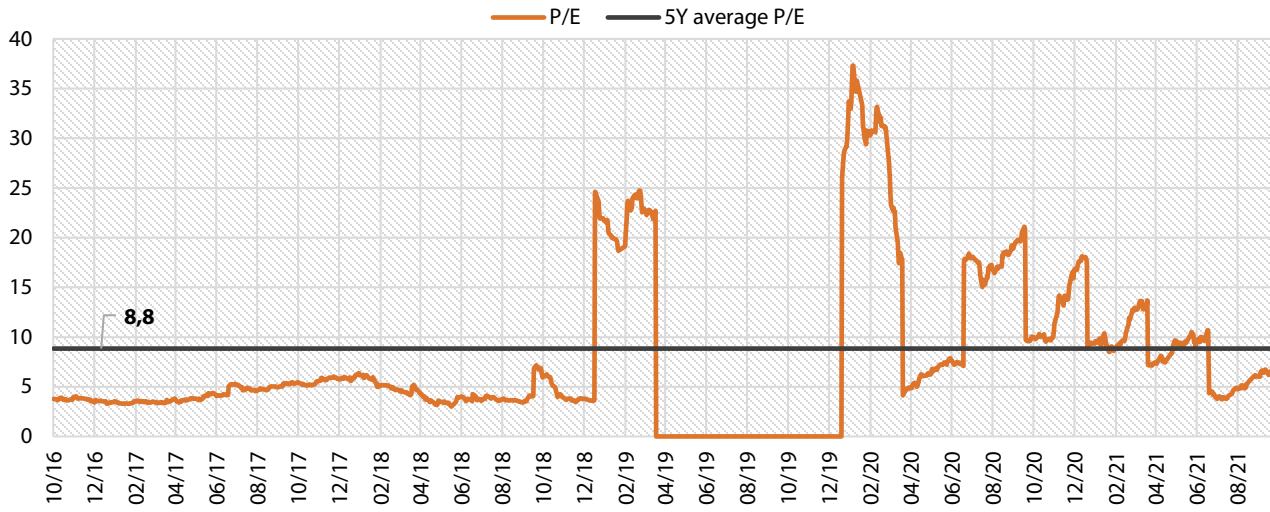
Chúng tôi sử dụng hai phương pháp để đánh giá cổ phiếu: FCFF và PE. Trong phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng WACC là 12,4% và exit EV/EBITDA là 6,5 lần và đưa ra giá mục tiêu là 48.300 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi áp dụng tỷ lệ P/E là 5,7, thấp hơn khoảng 35% so với mức trung bình 5 năm là 8,8 cho EPS năm 2022. Giá mục tiêu theo phương pháp P/E là 47.500 đồng/cổ phiếu. Do đó, giá trị hợp lý của chúng tôi là 48.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tổng mức sinh lời là 29% tính đến giá đóng cửa vào ngày 13 tháng 12 năm 2021.

Bảng 1: Định giá NKG

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá	Đóng góp
FCFF	50%	48.300	24.150
P/E (5,7x)	50%	47.500	23.750
Giá mục tiêu			48.000
Giá thị trường			37.900
Cổ tức tiền mặt			1.000
Tổng mức sinh lời dự kiến			29%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 14: P/E lịch sử



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

KQ HKKD	tỷ đồng			
	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	12.177	11.560	27.991	29.685
Giá vốn	11.835	10.690	23.497	26.158
Lãi gộp	342	869	4.494	3.526
Chi phí bán hàng	210	268	1.333	1.176
Chi phí quản lý	69	92	136	145
Thu nhập tài chính	107	89	129	200
Chi phí tài chính	275	281	354	258
Lợi nhuận khác	195	4	0	0
LN/(lỗ) từ LD LK	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	90	321	2.799	2.148
Thuế TNDN	43	25	378	246
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	47	295	2.421	1.902
EBIT	63	509	3.025	2.205

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	2019	2020	2021E	2022F
Tăng trưởng	%			
Doanh thu	-17,8	-5,1	142,1	6,1
Lợi nhuận HKKD	-37,8	75,5	283,8	-23,7
EBIT	-83,9	710,8	493,9	-27,1
Lợi nhuận sau thuế	-17,4	524,1	719,7	-21,4
Tổng tài sản	-0,7	-6,5	91,8	1,4
Vốn chủ sở hữu	1,5	5,4	83,3	27,2
Khả năng sinh lợi	%			
LN gộp / Doanh thu	2,8	7,5	16,1	11,9
EBITDA / Doanh thu	4,1	7,7	12,1	8,7
EBIT / Doanh thu	0,5	4,4	10,8	7,4
LNST / Doanh thu	0,4	2,6	8,7	6,4
ROA	0,6	3,9	16,7	13,0
ROE	1,7	13,7	49,0	28,2
Hiệu quả hoạt động	(lần)			
Vòng quay kh. phải thu	13,9	8,0	8,0	10,3
Vòng quay HTK	4,6	5,0	3,8	4,3
Vòng quay kh. phải trả	6,2	8,1	5,0	6,5
Khả năng thanh toán	(lần)			
Hiện hành	1,0	1,1	1,4	1,7
Nhanh	0,4	0,6	0,6	0,8
Cấu trúc tài chính	%			
Tổng nợ / Vốn CSH	102,5	94,4	64,4	40,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	79,2	79,2	61,3	38,1
Vay dài hạn / Vốn CSH	23,3	15,2	3,1	2,0

BẢNG CĐKT	tỷ đồng			
	2019	2020	2021E	2022F
Tiền	76	219	964	1.475
Đầu tư tài chính ngắn hạn	702	370	665	1.330
Các khoản phải thu	877	1.439	3.503	2.888
Tồn kho	2.589	2.150	6.157	6.063
Tài sản ngắn hạn khác	191	95	76	84
Tài sản cố định hữu hình	3.260	2.936	2.774	2.497
Tài sản cố định vô hình	247	249	242	236
Đầu tư tài chính dài hạn	48	23	23	23
Tài sản dài hạn khác	74	63	66	69
TỔNG TÀI SẢN	8.064	7.544	14.470	14.666
Khoản phải trả ngắn hạn	1.904	1.317	4.715	4.014
Vay và nợ ngắn hạn	2.389	2.520	3.578	2.827
Vay và nợ dài hạn	703	482	181	145
Khoản phải trả dài hạn	2	2	2	2
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	49	41	162	257
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	5.048	4.362	8.638	7.244
Vốn đầu tư của CSH	2.586	2.586	2.950	2.950
Cổ phiếu quỹ	0	-78	0	0
Lợi nhuận giữ lại	356	576	2.665	4.158
Khoản thu nhập khác	36	37	37	37
Quỹ đầu tư phát triển	39	60	181	276
TỔNG VỐN	3.017	3.181	5.833	7.421
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	%			
	2019	2020	2021E	2022F
EPS (đồng/cp)	118	1.101	10.533	8.137
P/E (x)	26,5	9,2	4,0	5,2
BV (đồng/cp)	13.813	14.566	26.706	33.843
P/B (x)	0,4	0,9	1,6	1,3
DPS (đồng/cp)	0	300	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0	0,0	2,4	2,4

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	48.300	50%	24.150
PE	47.500	50%	23.750

Target price **48.000**

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
31/08/2018	18.000	MUA	Trung hạn
25/03/2021	24.700	TÍCH LŨY	Trung hạn
13/10/2021	62.000	MUA	Trung hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
 lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
 vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
 tam.ptt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng
Manager
 tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Đào Phước Toàn
Manager
 toan.dp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Phạm Minh Tú
Analyst
 tu.pm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
 thanh.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
 kiet.tht@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- Bất động sản
- Thị trường

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
 loan.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
 my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
 thao.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

Hoàng Minh Thắng
Analyst
 thang.hm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6288 2006 (1319)

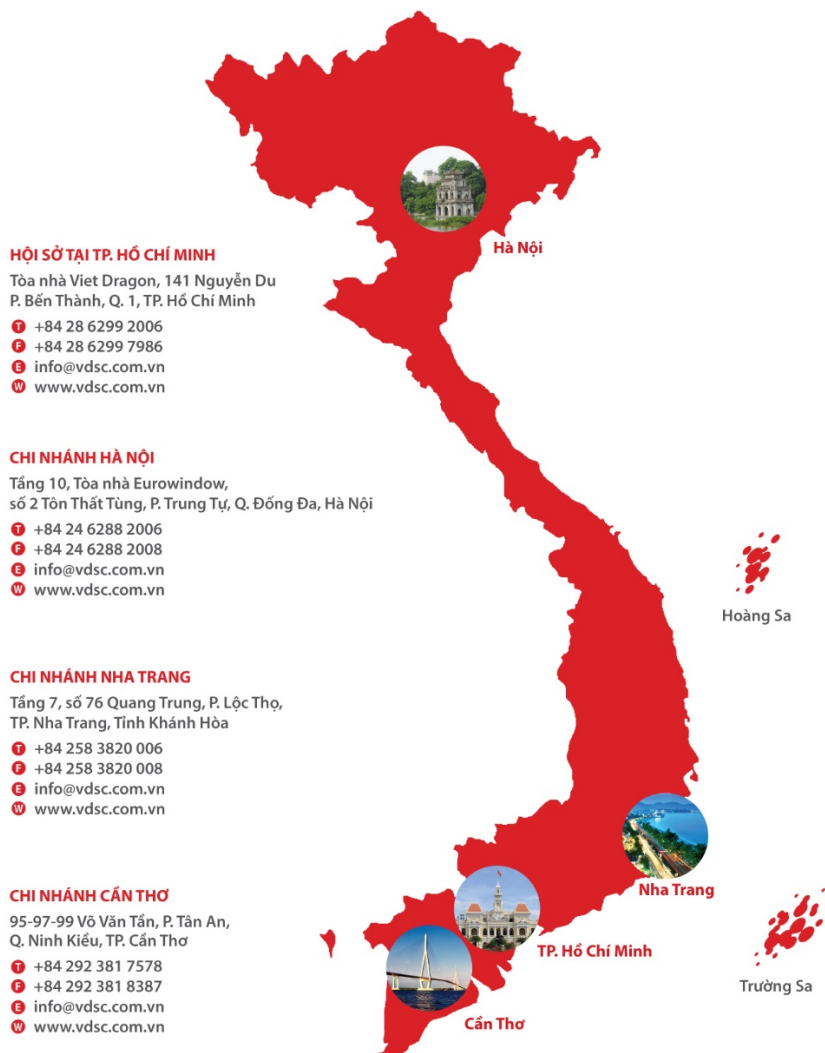
- Bất động sản

Trần Thu Anh
Analyst
 anh.tt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
 ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant
 trang.tnt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1522)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**