

# Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG: HOSE) Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG: HOSE)



**HSG – TRUNG LẬP – Giá mục tiêu 1 năm: 14.900 đồng/cp**

**NKG – TRUNG LẬP – Giá mục tiêu 1 năm: 14.600 đồng/cp**

**Đào Minh Châu, CFA**

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

+84 28 3636 3688 ext. 3052

**Ngày 23/02/2023**

## NGÀNH NGUYÊN VẬT LIỆU

### HSG - Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	378
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	8.971
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	598
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	36,25/6,85
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	15.746.490
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	7,78
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	208,5
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9,52
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

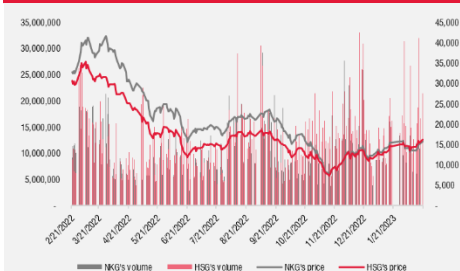
Nguồn: SSI Bloomberg

### NKG - Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	168
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	3.989
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	263
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	43,75/6,89
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	11.386.120
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	6,41
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	152,2
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9,57
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Nguồn: Bloomberg

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

## Vượt qua giai đoạn khó khăn nhất

Cả HSG và NKG đều ghi nhận kết quả lỗ trong Q4.2022 lần lượt là -680 tỷ đồng và -356 tỷ đồng, thấp hơn so với mức lỗ trong Q3.2022 do áp lực từ trích lập dự phòng hàng tồn kho giảm. Tuy nhiên, các khoản lỗ vẫn còn rất lớn so với lịch sử do công suất hoạt động ở mức thấp trong khoảng 60%-65% và giá bán bình quân giảm khoảng 15%-18% so với quý trước.

### Ước tính lợi nhuận

Trong năm 2023, chúng tôi dự báo nhu cầu thép dẹt thành phẩm có thể tiếp tục suy giảm chủ yếu do kênh xuất khẩu có mức nền cao trong nửa đầu năm 2022. Tỷ suất lợi nhuận của các công ty thép có thể cải thiện nhờ giá HRC phục hồi, theo đó công ty có thể hoàn nhập trích lập hàng tồn kho. Tuy nhiên, nhu cầu yếu có thể khiến các doanh nghiệp thép gặp khó khăn trong việc chuyển chi phí đầu vào sang giá bán ra như trong giai đoạn 2020-2021.

**HSG:** Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng nhẹ 5% đạt 263 tỷ đồng trong năm 2023, với sản lượng tiêu thụ giảm 16,6% so với cùng kỳ đạt 1,5 triệu tấn do kênh xuất khẩu giảm 35% so với cùng kỳ. Giá bán bình quân của công ty giả định giảm 18% so với mức giảm 23% giá bình quân của HRC (từ mức nền cao trong nửa đầu năm 2022).

**NKG:** Lợi nhuận ròng trong năm 2023 dự kiến cải thiện đạt 238 tỷ đồng, so với mức lỗ 67 tỷ đồng trong năm 2022. Sản lượng tiêu thụ dự kiến giảm 11% so với cùng kỳ đạt 796 nghìn tấn do kênh xuất khẩu giảm 20%. Giá bán bình quân giả định giảm 15% so với mức giảm 19% của giá HRC.

### Định giá và luận điểm đầu tư

HSG đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2023 lần lượt là 34,1x và 0,8x, trong khi NKG đang giao dịch ở mức 17,0x và 0,7x. Chúng tôi cho rằng cả hai công ty đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và có thể ghi nhận lãi trong thời gian tới. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi có thể vẫn chậm do nhu cầu yếu có thể ảnh hưởng đến ROE năm 2023: 2,4% đối với HSG và 4% đối với NKG. (HSG có ROE thấp hơn do năm tài chính niên độ 2023 bao gồm khoảng lợi nhuận yếu trong 3 tháng cuối năm 2022).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cả hai cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm cho **HSG là 14.900 đồng/cổ phiếu** và **NKG là 14.600 đồng/cổ phiếu**. Mặc dù giá thép phục hồi có thể tác động tích cực đến hàng tồn kho của công ty trong Q1.2023, giá cổ phiếu trong ngắn hạn có thể đối mặt với áp lực chốt lời mạnh sau đợt tăng giá vừa qua do lợi nhuận 6 tháng đầu năm vẫn có thể chịu mức tăng trưởng âm nhiều so với cùng kỳ trong bối cảnh lực cầu vẫn còn yếu.

**HSG: Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	28.035	27.531	48.727	49.711	33.938
Lợi nhuận ròng	361,4	1.153,00	4.312,80	251,1	263,2
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-11,7%	219,2%	273,9%	-94,2%	4,8%
EPS (VND)	853	2.594	8.740	420	440
ROE (%)	6,8%	19,1%	49,5%	2,3%	2,4%
Nợ/VCSH	1,77	1,24	0,63	0,38	0,27
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E (x)	14,82	6,03	5,32	35,25	34,08
P/B (x)	0,98	1,06	2,12	0,81	0,81
EV/EBITDA (x)	6,05	4,61	4,53	7,14	7,7

**NKG: Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	12.177	11.560	28.173	23.071	17.389
Lợi nhuận ròng	47	295	2.225	-67	238
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-17,4%	523,8%	653,6%	-103,0%	N.a
EPS (VND)	260	1.622	10.189	-253	905
ROE (%)	1,6%	9,5%	50,0%	-1,2%	4,3%
Nợ/VCSH	1,02	0,94	0,67	0,95	0,72
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	2,0%	2,6%	0,0%	0,0%
P/E (x)	26,5	9,2	3,8	-48,3	16,7
P/B (x)	0,42	0,86	1,48	0,6	0,71
EV/EBITDA (x)	4,64	5,6	3,48	11,93	7,9

Nguồn: Công ty, SSI Research

**HSG**

(tỷ đồng)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	TSLN		
						1Q23	1Q22	4Q22
Doanh thu thuần	7.917	16.934	-53,2%	7.939	-0,3%			
Lợi nhuận gộp	160	2.123	-92,5%	-231	-169,3%	2,0%	12,5%	-2,9%
Lợi nhuận từ HĐKD	-642	822	-178,1%	-937	-31,5%	-8,1%	4,9%	-11,8%
EBIT	-619	825	-175,1%	-924	-32,9%	-7,8%	4,9%	-11,6%
EBITDA	-325	1.120	-129,0%	-636	-48,9%	-4,1%	6,6%	-8,0%
LNTT	-667	750	-189,0%	-997	-33,1%	-8,4%	4,4%	-12,6%
Lợi nhuận ròng	-680	638	N.a	-887	-23,3%	-8,6%	3,8%	-11,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	-680	638	N.a	-887	-23,3%	-8,6%	3,8%	-11,2%

**NKG**

(tỷ đồng)	4Q22	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	TSLN			
							4Q22	4Q21	3Q22	2021
Doanh thu thuần	4.300	8.780	-51,0%	4.424	-2,8%	82%				
Lợi nhuận gộp	-149	1.058	-114,1%	-159	-6,3%		-3,5%	12,0%	-3,6%	15,2%
Lợi nhuận từ HĐKD	-87	798	-110,9%	-462	-81,3%		-2,0%	9,1%	-10,5%	9,9%
EBIT	-317	582	-154,5%	-416	-23,8%		-7,4%	6,6%	-9,4%	10,0%
EBITDA	61	960	-93,7%	-416	-114,6%		1,4%	10,9%	-9,4%	11,3%
LNTT	-400	514	-177,9%	-476	-15,9%		-9,3%	5,8%	-10,8%	9,1%
Lợi nhuận ròng	-356	452	-178,8%	-419	-14,9%	-4%	-8,3%	5,2%	-9,5%	7,9%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	-356	452	-178,8%	-419	-14,9%		-8,3%	5,2%	-9,5%	7,9%

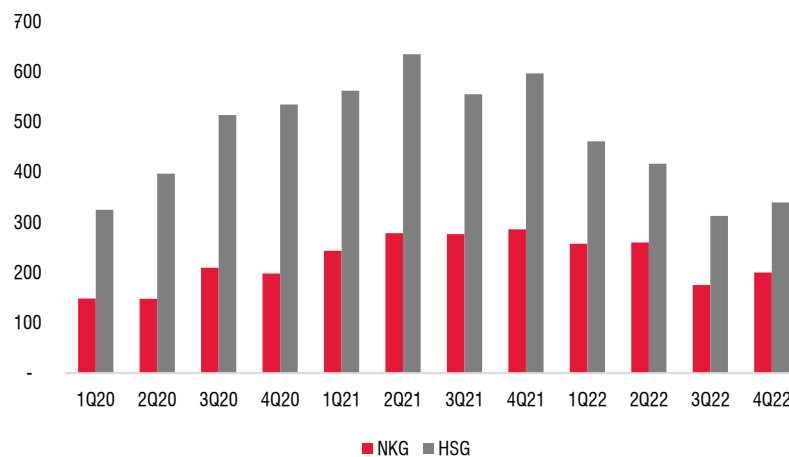
Nguồn: HSG, NKG, SSI Research (\*) Lưu ý: Niên độ tài chính của HSG bắt đầu từ tháng 10 và kết thúc vào tháng 9. 'Quý 1' là khoảng thời gian từ tháng 10 đến tháng 12. Ngược lại, báo cáo của NKG áp dụng theo năm dương lịch thông thường.

Cả HSG và NKG đều tiếp tục ghi nhận lỗ sâu trong Q4.2022. Tuy nhiên, mức lỗ nhẹ hơn so với mức lỗ kỷ lục ghi nhận trong quý trước (HSG lỗ 887 tỷ đồng và NKG lỗ 419 tỷ đồng).

**Sản lượng tiêu thụ thép tăng trở lại từ mức nền thấp trong quý 3:** Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép dẹt (bao gồm thép ống và tôn mạ) toàn ngành tăng 6% so với quý trước nhờ xuất khẩu tăng 26%. Tuy nhiên, so với Q4.2021, kết quả trong Q4.2022 vẫn giảm đáng kể -25% so với cùng kỳ, với sản lượng xuất khẩu giảm 47% và sản lượng tiêu thụ trong nước giảm 5% so với cùng kỳ đạt lần lượt là 507 nghìn tấn và 1 triệu tấn.

Theo xu hướng của toàn ngành, sản lượng tiêu thụ trong quý của HSG và NKG phục hồi lần lượt là 8% và 2% so với quý trước đạt 339 nghìn tấn và 179 nghìn tấn, mặc dù vẫn giảm 43% và 37% so với cùng kỳ. Điều này tương đương với công suất hoạt động khoảng 60%-65% so với mức hơn 100% trong quý cuối cùng của năm 2021.

#### Biểu đồ: Sản lượng tiêu thụ theo quý (nghìn tấn)

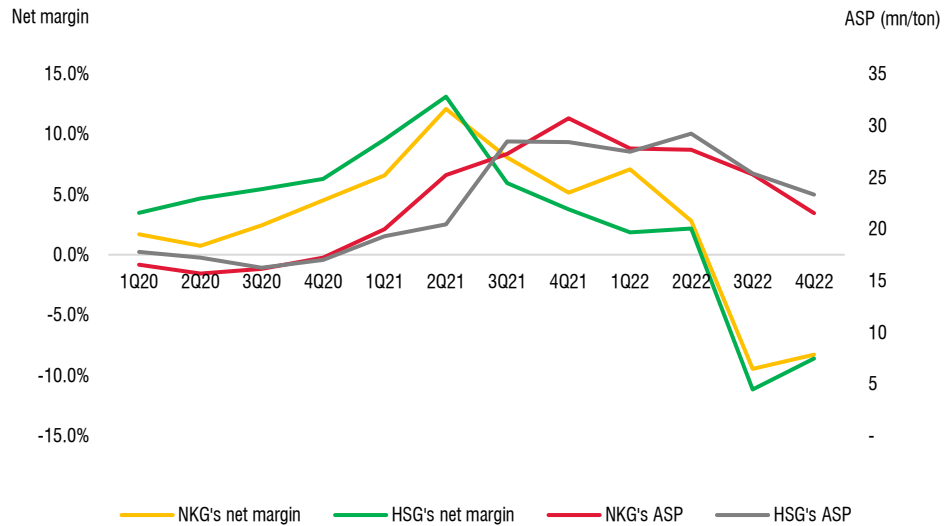


Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam

#### Lợi nhuận gộp phục hồi nhờ giảm áp lực dự phòng hàng tồn kho, nhưng vẫn ở mức thấp do công suất hoạt động thấp và giá bán bình quân giảm

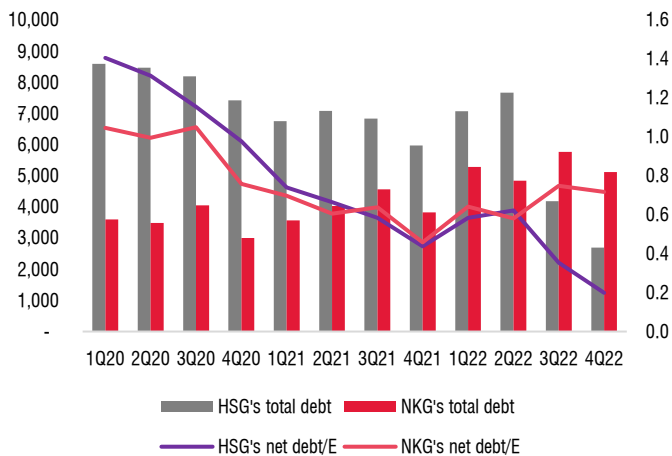
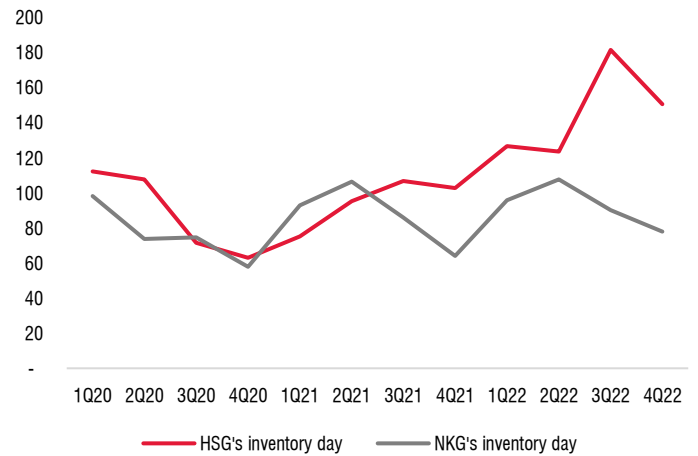
Lợi nhuận ròng của HSG và NKG trong Q1.2023 lần lượt là -680 tỷ đồng và -356 tỷ đồng, gần như đảo chiều so với mức lợi nhuận là 638 tỷ đồng và 452 tỷ đồng đạt được trong Q1.2022. Kết quả này cho thấy sự cải thiện so với khoản lỗ 887 tỷ đồng và 419 tỷ đồng trong quý trước, nhờ trích lập dự phòng hàng tồn kho giảm (NKG không trích lập thêm dự phòng hàng tồn kho, còn HSG hoàn nhập 64 tỷ đồng dự phòng hàng tồn kho). Điều này một phần là do giá thép HRC ổn định, với mức phục hồi 6% so với quý trước trong Q4.2022. (Trong quý trước, HSG và NKG đã trích lập dự phòng đáng kể lần lượt là 557 tỷ đồng và 188 tỷ đồng).

Tuy nhiên, khoản lỗ trong Q4 vẫn rất lớn do công suất hoạt động thấp và giá bán bình quân giảm 18% đối với HSG và 15% đối với NKG so với quý trước.

**Biểu đồ: Tỷ suất lợi nhuận ròng và giá bán bình quân của HSG & NKG**

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Tỷ lệ nợ giảm do cắt giảm hàng tồn kho:** Hàng tồn kho của HSG và NKG trong quý giảm lần lượt 1,5 nghìn tỷ đồng và 1,8 nghìn tỷ đồng, xuống còn 6,6 nghìn tỷ đồng và 7,3 nghìn tỷ đồng, tương ứng với vòng quay hàng tồn kho là 78 và 151 ngày. Hàng tồn kho giảm giúp HSG giảm được 1,5 nghìn tỷ đồng nợ vay xuống còn 2,7 nghìn tỷ đồng, tương đương với tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là 0,2x. Tổng nợ của NKG cũng giảm 650 tỷ đồng trong quý nhưng tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH vẫn ở mức khá cao là 0,7x.

**Biểu đồ: Tổng nợ của HSG & NKG****Biểu đồ: Vòng quay hàng tồn kho của HSG & NKG**

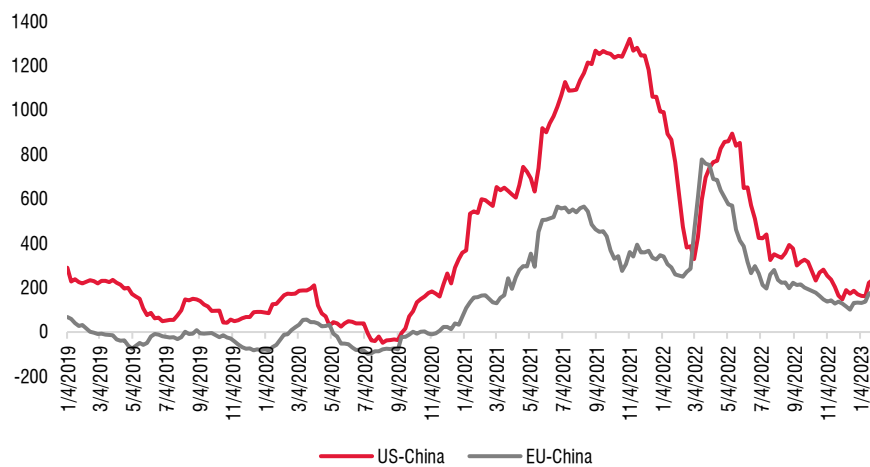
Nguồn: Công ty, SSI Research

## Triển vọng

**Sản lượng tiêu thụ có thể giảm trong năm 2023 do xuất khẩu giảm:** Trong tháng 1/2023, tổng lượng tiêu thụ thép dẹt thành phẩm giảm 28% so với cùng kỳ. Trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa giảm 5% do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, thì kênh xuất khẩu cũng sụt giảm đáng kể -50% so với cùng kỳ. Trong khi mức tiêu thụ nội địa được phân bổ đồng đều trong năm trước, thì kênh xuất khẩu trong nửa đầu năm 2022 có mức nền cao (với sản lượng tiêu thụ cao hơn 57% so với nửa cuối năm 2022) do gián đoạn nguồn cung do xung đột giữa Nga-Ukraine và tác động tiêu cực từ nhu cầu thế giới vào cuối năm.

Trong ngắn hạn, sản lượng xuất khẩu có thể cải thiện nhờ nhu cầu từ một số thị trường xuất khẩu như Mỹ tăng lên, do chênh lệch giá giữa các nước phát triển và thị trường Trung Quốc mở rộng trong thời gian qua.

### Biểu đồ: Sự khác nhau giữa thị trường Mỹ/Châu Âu và Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên với mức nền cao được thiết lập trong năm trước, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ kẽm và thép ống sẽ giảm hơn 10% so với cùng kỳ, trong khi nhu cầu nội địa dự kiến sẽ khá ổn định. Chúng tôi dự báo tổng nhu cầu sẽ giảm dưới 10% trong năm 2023.

**Nhu cầu yếu có thể khiến doanh nghiệp thép gặp áp lực khi chi phí đầu vào tăng cao:** Giá HRC phục hồi có thể giúp cải thiện lượng hàng tồn kho của doanh nghiệp thép. Tuy nhiên, nhu cầu suy yếu đang khiến các công ty gặp khó khăn hơn trong việc chuyển toàn bộ phần tăng chi phí đầu vào vào giá bán, đặc biệt là ở thị trường nội địa. Kể từ khi chạm đáy vào tháng 11, giá tôn mạ trung bình đã phục hồi khoảng 10% trong 3 tháng qua - thấp hơn mức phục hồi khoảng 25%-30% của giá HRC.

## Ước tính lợi nhuận

**HSG:** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ phục hồi 5% đạt 263 tỷ đồng trong năm 2023, với sản lượng tiêu thụ giảm 16,6% so với cùng kỳ đạt 1,5 triệu tấn do kênh xuất khẩu giảm 35% so với cùng kỳ. Giá định giá bán bình quân của công ty giảm 18% so với mức giảm 23% so với cùng kỳ của giá bình quân của HRC trung bình. Trong trường hợp giá HRC đi ngang so với mức hiện tại, công ty có thể hoàn nhập một phần khoản dự phòng hàng tồn kho, (HSG trích lập tồn kho 652 tỷ đồng, tương đương 10% giá trị hàng tồn kho tại thời điểm cuối tháng 12/2022).

HSG gần đây đã công bố kế hoạch niên độ tài chính 2023 theo hai kịch bản, theo đó kế hoạch lợi nhuận ròng được đặt ở mức 100 tỷ đồng (-60% so với cùng kỳ) hoặc 300 tỷ đồng (+20% so với cùng kỳ) tùy thuộc vào sản lượng tiêu thụ đạt 1,52 triệu tấn (-16% so với cùng kỳ) hay 1,63 triệu tấn (-10% so với cùng kỳ).

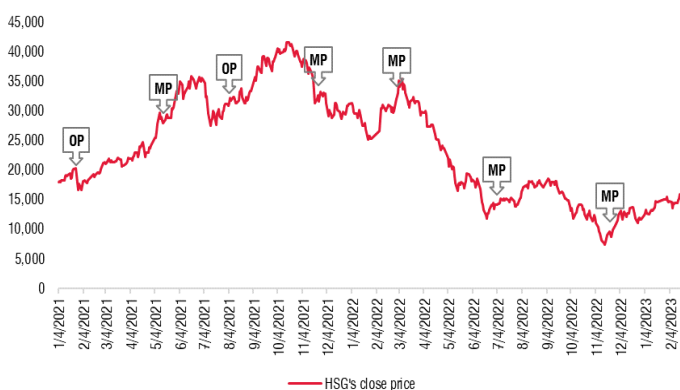
**NKG:** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng trong năm 2023 cải thiện lên mức 238 tỷ đồng, so với mức lỗ 67 tỷ đồng trong năm 2022. Sản lượng tiêu thụ dự báo giảm 11% so với cùng kỳ đạt 796 nghìn tấn do kênh xuất khẩu giảm 20%. Giá bán bình quân giá định giảm 15% so với mức giảm 19% của giá HRC (chênh lệch giảm giá của NKG và HSG là do chênh lệch về niên độ tài chính).

## Định giá và luận điểm đầu tư

HSG đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2023 lần lượt là 34,1x và 0,8x, trong khi NKG đang giao dịch ở mức 17,0x và 0,7x. Chúng tôi cho rằng cả hai công ty đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và có thể ghi nhận lãi trong thời gian tới. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi có thể vẫn chậm do nhu cầu yếu có thể ảnh hưởng đến ROE năm 2023: 2,4% đối với HSG và 4% đối với NKG. (HSG có ROE thấp hơn do năm tài chính niên độ 2023 bao gồm khoảng lợi nhuận yếu trong 3 tháng cuối năm 2022).

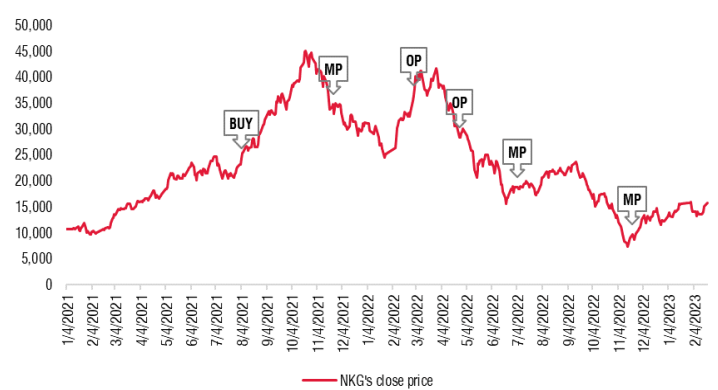
Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cả hai cổ phiếu, với giá mục tiêu 1 năm cho **HSG là 14.900 đồng/cổ phiếu** và **NKG là 14.600 đồng/cổ phiếu**. Mặc dù giá thép phục hồi có thể tác động tích cực đến hàng tồn kho của công ty trong Q1.2023, giá cổ phiếu trong ngắn hạn có thể đối mặt với áp lực chốt lời mạnh sau đợt tăng giá vừa qua do lợi nhuận 6 tháng đầu năm vẫn có thể chịu mức tăng trưởng âm nhiều so với cùng kỳ trong bối cảnh lực cầu vẫn còn yếu.

Lịch sử khuyến nghị của HSG



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Lịch sử khuyến nghị của NKG



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

## HSG: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	575	493	330	-246
+ Đầu tư ngắn hạn	1	24	9	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.024	4.535	1.460	1.636
+ Hàng tồn kho	5.526	12.356	7.374	7.830
+ Tài sản ngắn hạn khác	899	1.250	655	661
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>9.025</b>	<b>18.658</b>	<b>9.828</b>	<b>9.881</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	185	180	162	119
+ GTCL Tài sản cố định	7.595	6.662	5.959	5.207
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	576	660	604	604
+ Đầu tư dài hạn	26	21	17	17
+ Tài sản dài hạn khác	355	439	455	474
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>8.737</b>	<b>7.963</b>	<b>7.196</b>	<b>6.420</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17.762</b>	<b>26.620</b>	<b>17.024</b>	<b>16.301</b>
+ Nợ ngắn hạn	8.999	14.374	6.008	5.140
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>6.023</i>	<i>5.437</i>	<i>4.070</i>	<i>3.047</i>
+ Nợ dài hạn	2.174	1.414	133	15
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>2.163</i>	<i>1.399</i>	<i>117</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>11.173</b>	<b>15.788</b>	<b>6.141</b>	<b>5.155</b>
+ Vốn góp	4.446	4.935	5.981	5.981
+ Thặng dư vốn cổ phần	152	157	157	157
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.952	5.633	4.542	4.805
+ Quý khác	39	107	204	204
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.589</b>	<b>10.832</b>	<b>10.883</b>	<b>11.147</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.762</b>	<b>26.620</b>	<b>17.024</b>	<b>16.301</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.320	2.107	2.844	964
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-295	-202	-408	-400
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.966	-1.400	-2.651	-1.140
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>59</b>	<b>505</b>	<b>-215</b>	<b>-576</b>
Tiền đầu kỳ	432	491	0	330
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>491</b>	<b>1.018</b>	<b>-215</b>	<b>-246</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1	1,3	1,64	1,92
Hệ số thanh toán nhanh	0,29	0,35	0,3	0,27
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,06	0,04	0,06	-0,05
Nợ ròng / EBITDA	2,69	1,08	2,87	2,15
Khả năng thanh toán lãi vay	3,46	14,86	2,38	2,8
Ngày phải thu	18,7	22,9	20,2	13,7
Ngày phải trả	22,6	26,4	21,7	13,5
Ngày tồn kho	80,3	81,9	80,4	91,1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,37	0,41	0,64	0,68
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,63	0,59	0,36	0,32
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,7	1,46	0,56	0,46
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,24	0,63	0,38	0,27
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,91	0,5	0,37	0,27

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>27.531</b>	<b>48.727</b>	<b>49.711</b>	<b>33.938</b>
Giá vốn hàng bán	-22.903	-39.846	-44.794	-30.467
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>4.627</b>	<b>8.881</b>	<b>4.917</b>	<b>3.471</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	78	365	267	204
Chi phí tài chính	-645	-552	-521	-335
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.221	-3.344	-3.831	-2.545
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-460	-426	-522	-492
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.379</b>	<b>4.923</b>	<b>310</b>	<b>302</b>
Thu nhập khác	-3	-1	50	27
Lợi nhuận trước thuế	1.376	4.922	359	329
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.153</b>	<b>4.313</b>	<b>251</b>	<b>263</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>1.153</b>	<b>4.313</b>	<b>251</b>	<b>263</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	2.594	8.740	420	440
Giá trị sổ sách (VND)	14.804	21.917	18.171	18.611
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.936	5.277	620	512
EBITDA	3.159	6.454	1.780	1.664
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-1,8%	77,0%	2,0%	-31,7%
EBITDA	30,1%	104,3%	-72,4%	-6,5%
EBIT	60,2%	172,6%	-88,3%	-17,4%
Lợi nhuận ròng	219,1%	274,0%	-94,2%	4,8%
Vốn chủ sở hữu	20,5%	64,4%	0,5%	2,4%
Vốn điều lệ	5,0%	11,0%	21,2%	0,0%
Tổng tài sản	3,1%	49,9%	-36,0%	-4,2%
<b>Định giá</b>				
PE	6	5,3	35,3	34,1
PB	1,1	2,1	0,8	0,8
Giá/Doanh thu	0,3	0,5	0,2	0,3
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	4,6	4,5	7,1	7,7
EV/Doanh thu	0,5	0,6	0,3	0,4
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,8%	18,2%	9,9%	10,2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7,0%	10,8%	1,1%	1,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4,2%	8,9%	0,5%	0,8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,1%	6,9%	7,7%	7,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,7%	0,9%	1,1%	1,5%
ROE	19,1%	49,5%	2,3%	2,4%
ROA	6,6%	19,4%	1,2%	1,6%
ROIC	10,8%	28,5%	2,6%	2,8%

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

## NGK: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	219	751	1.005	599
+ Đầu tư ngắn hạn	370	448	252	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.438	1.902	1.517	1.760
+ Hàng tồn kho	2.371	8.281	7.061	7.021
+ Tài sản ngắn hạn khác	95	833	641	498
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.492</b>	<b>12.216</b>	<b>10.476</b>	<b>9.877</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	3	0	2	0
+ GTCL Tài sản cố định	3.127	2.771	2.588	2.275
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	59	176	220	220
+ Đầu tư dài hạn	23	8	8	0
+ Tài sản dài hạn khác	59	227	227	161
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>3.271</b>	<b>3.182</b>	<b>3.046</b>	<b>2.655</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.763</b>	<b>15.398</b>	<b>13.522</b>	<b>12.532</b>
+ Nợ ngắn hạn	4.098	9.598	8.109	6.892
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>2.520</i>	<i>3.773</i>	<i>5.111</i>	<i>4.016</i>
+ Nợ dài hạn	484	77	35	24
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>482</i>	<i>46</i>	<i>3</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.582</b>	<b>9.675</b>	<b>8.144</b>	<b>6.916</b>
+ Vốn góp	1.820	2.184	2.633	2.633
+ Thặng dư vốn cổ phần	766	786	786	786
+ Lợi nhuận chưa phân phối	576	2.636	1.686	1.924
+ Quý khác	18	117	273	273
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.181</b>	<b>5.723</b>	<b>5.378</b>	<b>5.616</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.763</b>	<b>15.398</b>	<b>13.522</b>	<b>12.532</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3	-308	-827	783
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	346	-309	33	-92
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-218	1.150	1.048	-1.098
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>131</b>	<b>533</b>	<b>254</b>	<b>-407</b>
Tiền đầu kỳ	76	219	751	1.005
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>207</b>	<b>751</b>	<b>1.005</b>	<b>599</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,1	1,27	1,29	1,43
Hệ số thanh toán nhanh	0,49	0,32	0,34	0,34
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,14	0,12	0,16	0,09
Nợ ròng / EBITDA	3,15	0,92	6,04	3,79
Khả năng thanh toán lãi vay	2,44	11,51	0,82	2,06
Ngày phải thu	30,2	17,6	20,2	23,9
Ngày phải trả	49,3	45,4	62,9	56,3
Ngày tồn kho	84,7	81,3	130,1	160
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,41	0,37	0,4	0,45
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,59	0,63	0,6	0,55
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,44	1,69	1,51	1,23
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,94	0,67	0,95	0,72

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>11.560</b>	<b>28.173</b>	<b>23.071</b>	<b>17.389</b>
Giá vốn hàng bán	-10.690	-23.904	-21.529	-16.066
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>869</b>	<b>4.270</b>	<b>1.542</b>	<b>1.323</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	89	199	303	199
Chi phí tài chính	-281	-397	-503	-442
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-268	-1.398	-1.202	-626
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-92	-123	-186	-156
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>317</b>	<b>2.551</b>	<b>-46</b>	<b>298</b>
Thu nhập khác	4	11	0	0
Lợi nhuận trước thuế	321	2.562	-46	298
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>295</b>	<b>2.225</b>	<b>-67</b>	<b>238</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>295</b>	<b>2.225</b>	<b>-67</b>	<b>238</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	1.622	10.189	-253	905
Giá trị sổ sách (VND)	17.478	26.205	20.426	21.331
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	300	1.000	0	0
EBIT	543	2.806	216	579
EBITDA	919	3.185	594	993
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-5,1%	143,7%	-18,1%	-24,6%
EBITDA	19,5%	246,4%	-81,4%	67,2%
EBIT	66,0%	416,7%	-92,3%	167,6%
Lợi nhuận ròng	523,8%	653,6%	-103,0%	N.a
Vốn chủ sở hữu	5,4%	79,9%	-6,0%	4,4%
Vốn điều lệ	0,0%	20,0%	20,5%	0,0%
Tổng tài sản	-3,7%	98,3%	-12,2%	-7,3%
<b>Định giá</b>				
PE	9,2	3,8	-48,3	16,7
PB	0,9	1,5	0,6	0,7
Giá/Doanh thu	0,2	0,3	0,1	0,2
Tỷ suất cổ tức	2,0%	2,6%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	5,6	3,5	11,9	7,9
EV/Doanh thu	0,4	0,4	0,3	0,5
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,5%	15,2%	6,7%	7,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	4,4%	9,9%	0,9%	3,0%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	2,6%	7,9%	-0,3%	1,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,3%	5,0%	5,2%	3,6%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	0,8%	0,4%	0,8%	0,9%
ROE	9,5%	50,0%	-1,2%	4,3%
ROA	3,7%	19,2%	-0,5%	1,8%
ROIC	8,1%	31,0%	3,1%	4,6%



## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhvv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Đỗ Nam Tùng

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

tungdn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Phân tích Ngành Thép - Tôn mạ

#### Đào Minh Châu, CFA

Phó giám đốc

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: +84 – 28 3636 3688 ext. 3052

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Phó Giám đốc Chiến lược Đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715