

24/03/2023

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

LNST ghi nhận lỗ 67 tỉ (-103% YoY) do hiệu quả kinh doanh kém khi ngành Thép gặp khó khăn trong 2H2022

Nguyên nhân tới từ sự sụt giảm mạnh ở nhu cầu tiêu thụ ở thị trường nước ngoài dưới tác động của các đợt nâng lãi suất khiến (1) lãi suất cho vay mua nhà tăng cao và (2) doanh nghiệp Bất động sản, Xây dựng thu hẹp hoạt động kinh doanh. Tại thị trường trong nước, trái phiếu doanh nghiệp tác động tới nguồn vốn hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp Bất động sản khi áp lực đáo hạn trái phiếu gia tăng mạnh vào cuối năm

Giá HRC tăng vượt 1,000 USD/tấn, giúp NKG có thể cải thiện KQKD trong 1Q2023

Giá HRC tăng trong nửa cuối 1Q2022 giúp NKG nâng giá bán tôn mạ, ống thép, chúng tôi ước tính NKG có thể ghi nhận lãi nhẹ trong 1Q2022 khi giá nguyên vật liệu và thành phẩm trong 4Q2022 đã ở mức thấp

Tình trạng khan hiếm HRC ở Mỹ và Châu Âu có thể kéo dài tới hết 2Q2023 và doanh nghiệp đang tìm tới các nhà xuất khẩu thép tại Châu Á

Nguồn cung sắt thép, tôn mạ tại thị trường Mỹ và Châu Âu đang bị hạn chế do (1) các nhà sản xuất tại Mỹ chỉ đang duy trì công suất ở mức 75% và (2) nguồn cung HRC từ Thổ Nhĩ Kỳ đang bị ngắt quãng, do đó triển vọng gia tăng doanh thu xuất khẩu của các nhà sản xuất thép tại Châu Á trong 2Q2023 đang được cải thiện nhờ nguồn cung dồi dào và khả năng cạnh tranh giá

Thị trường tiêu thụ trong nước cần thời gian để hồi phục

Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ thép, tôn mạ tại thị trường nội địa sẽ đi ngang so với 1Q2023 khi thị trường Bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục

Khuyến nghị NĂM GIỮ với NKG, giá mục tiêu 18,000 VND/cổ phiếu

Áp dụng 2 phương pháp định giá P/E và P/B, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NKG là 18,000 VND/cổ phiếu (tương ứng với mức upside 13% so với giá 23/03/2023)

NĂM GIỮ Duy trì

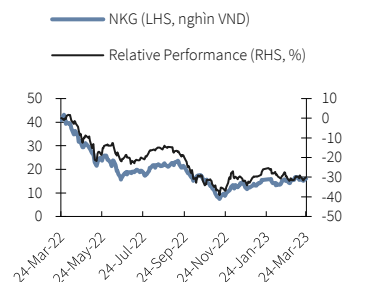
Giá mục tiêu	18,000
Tăng/giảm	13%
Giá hiện tại (23/03/2023)	VND 15,900
Giá mục tiêu thị trường	VND 14,200
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	4.27/0.18

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu free-float (%)	94%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	174/220
Sở hữu nước ngoài (%)	12.8
Hồ Minh Quang (%)	14.2
Unicoh Specialty Chemicals (%)	5.9

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M 3M 6M 12M			
	Tuyệt đối	6.7	29.0	-24.3
Tương đối	7.5	26.6	-11.2	-30.5

Dự phóng KQKD & định giá

	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỉ VND)	28,173	23,071	15,856	19,792
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỉ VND)	2,551	-46	112	560
Lợi nhuận sau thuế (tỉ VND)	2,225	-67	90	448
EPS (VND)	10,189	-253	340	1,702
Tăng trưởng EPS (%)	5.3	-1.0	-2.3	4.0
P/E (x)	3.2	16.4	8.8	7.4
P/B (x)	1.3	1.4	1.0	0.9
ROE (%)	50%	-1%	2%	8%
Tỉ lệ cổ tức tiền mặt	10%	0%	0%	0%



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Cập nhật Kết quả Kinh doanh

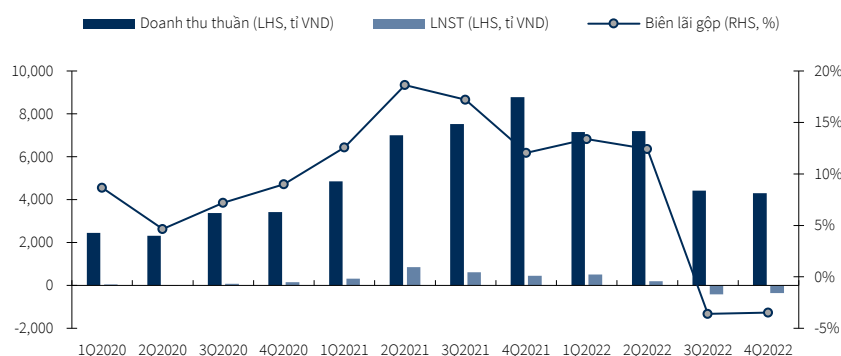
Doanh thu 4Q2022 đạt 4,300 tỉ VND (-51% YoY), NKG ghi nhận lỗ 356 tỉ VND (-179% YoY) LNST trong kỳ

Hiệu quả kinh doanh của NKG trong 4Q2022 được cải thiện so với quý trước đó nhờ (1) biên lãi gộp tăng nhẹ 0.13% và (2) chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 72 tỉ VND (biên SG&A giảm 1.5% QoQ). Nhờ đó, mặc dù doanh thu thuần trong 4Q2022 suy giảm so với 3Q2022, LNST của NKG được cải thiện nhờ việc tối ưu hàng tồn kho và các chi phí vận hành doanh nghiệp.

Sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong 4Q2022 đạt 139,200 tấn (+6% QoQ), trong khi đó sản lượng tiêu thụ ống thép đi ngang. Sức tiêu thụ tại thị trường nội địa suy giảm khi các doanh nghiệp Bất động sản gặp khó khăn về nguồn vốn dưới tác động của các nghĩa vụ trả nợ trái phiếu đến hạn. Trong khi đó, tại các thị trường nước ngoài như Mỹ, Châu Âu, các đợt nâng lãi suất từ đầu năm đã tác động trực tiếp tới thị trường Bất động sản khi (1) lãi suất cho vay mua nhà tăng mạnh và (2) các doanh nghiệp Bất động sản gặp khó khi chi phí vay để triển khai dự án tăng cao. Cụ thể, số lượng giấy phép xây mới tại Mỹ trong 4Q2022 ghi nhận ở mức 4,193 giấy phép (-4% QoQ).

Do đó, mặc dù giá HRC giảm 8% trong 4Q2022, giá bán tôn mạ và ống thép của NKG cũng bị điều chỉnh tương ứng nhằm cạnh tranh trên thị trường, cũng là để đẩy nhanh vòng quay hàng tồn kho nhằm tối ưu giá vốn hàng bán.

Biểu đồ 1. Doanh thu, LNST và biên lãi gộp của NKG

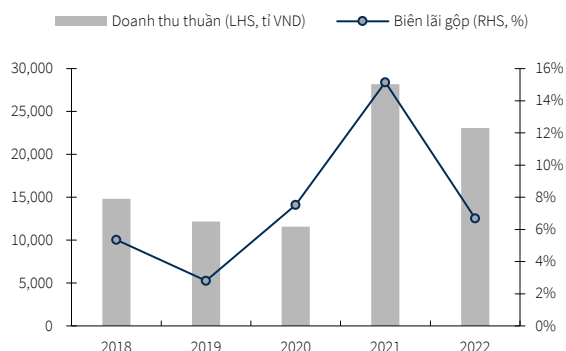


Nguồn: NKG, KBSV tổng hợp

Lũy kế 2022, NKG ghi nhận doanh thu 23,071 tỉ doanh thu (-18% YoY) với khoản lỗ 67 tỉ VND (-103% YoY)

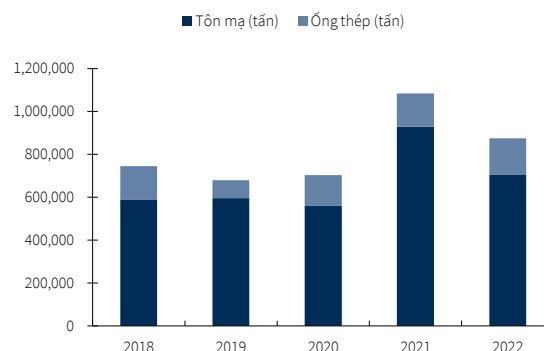
Kết quả kinh doanh của NKG bị ảnh hưởng mạnh mẽ trong 2H2022. Cụ thể, doanh thu và LNST trong 2H2022 đạt 8,724 tỉ VND và -775 tỉ VND, giảm lần lượt 39% và 209% so với nửa đầu năm 2022. Lũy kế cả năm, sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép cả năm đạt lần lượt 706,673 tấn (-24% YoY) và 168,558 tấn (+9%), trong đó, 60% sản lượng tiêu thụ tập trung trong 1H2022.

Bảng 2. Doanh thu, biên lãi gộp của NKG



Nguồn: NKG, KBSV tổng hợp

Bảng 3. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ, ống thép của NKG



Nguồn: NKG, KBSV tổng hợp

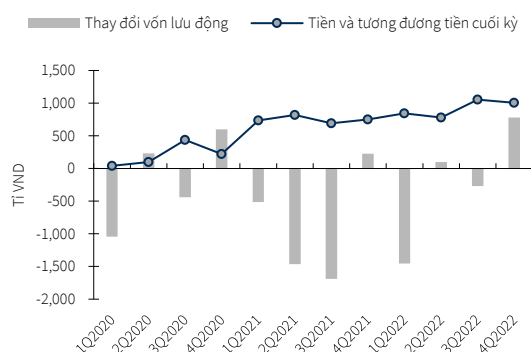
NKG chủ động tối ưu hàng tồn kho trong 4Q2022 nhằm tối ưu giá vốn hàng bán, hạn chế giá vốn cao

Giá HRC (thép cuộn cán nóng) có xu hướng giảm từ 2Q2022 cho tới cuối năm, khiến cho giá bán tôn mạ và ống thép suy giảm. Tuy nhiên, hàng tồn kho của các doanh nghiệp thép đều đạt giá trị cao nhất từ trước tới nay trong giai đoạn 2Q2022 và 3Q2022, dẫn tới tình trạng tồn kho thành phẩm ở giá cao trong khi đó giá bán liên tục giảm khi phải cạnh tranh đầu ra trong bối cảnh thị trường Bất động sản đóng băng.

Nguyên giá hàng tồn kho của NKG đạt giá trị 8,838 tỉ VND trong 3Q2022 (+7% so với 2Q2022 và cũng là giá trị cao nhất từ trước tới nay), trong đó thành phẩm có giá trị gần 4,000 tỉ VND, tổng giá trị nguyên vật liệu đạt 4,834 tỉ VND. Sang 4Q2022, giá trị thành phẩm còn 3,464 tỉ VND (-13% QoQ), trong khi đó giá trị nguyên vật liệu còn 3,540 tỉ VND (-27% QoQ).

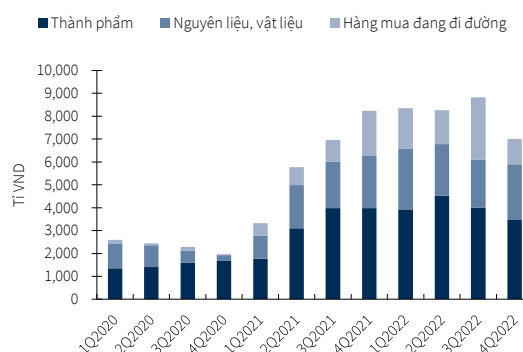
Nhờ hạn chế mua mới nguyên vật liệu, dòng tiền Hoạt động Kinh doanh của NKG trong 4Q2022 tăng thêm 780 tỉ VND trong bối cảnh khó khăn của ngành Thép nói chung.

Bảng 4. Thay đổi vốn lưu động của NKG



Nguồn: NKG, KBSV tổng hợp

Bảng 5. Giá trị hàng tồn kho của NKG



Nguồn: NKG, KBSV tổng hợp

Luận điểm đầu tư

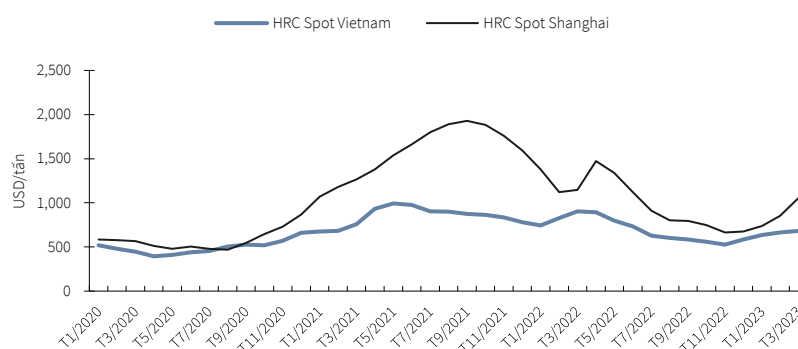
Giá HRC tăng vọt trong nửa cuối 1Q2023, dự báo có thể tiếp tục tăng trong 2Q2023

Tại Mỹ, giá thép HRC tăng vọt lên trên mốc 1,000 USD/tấn trong T2/2023 và T3/2023 khi nhu cầu tiêu thụ tăng và kéo dài trong 1Q2023, trong khi đó nguồn cung không được đảm bảo. Nguyên nhân là do (1) các nhà sản xuất tại Mỹ duy trì công suất ở mức 75% hoặc thấp hơn xuyên suốt thời gian qua, cùng với đó (2) là trữ lượng hàng tồn kho ở mức thấp và (3) nhập khẩu sắt thép liên tục giảm trong 9 tháng qua. Tại Châu Âu, sự gián đoạn trong sản xuất HRC tại Thổ Nhĩ Kỳ cũng khiến cho các quốc gia EU đổi hướng tìm kiếm nguồn cung từ các thị trường Châu Á trong giai đoạn vừa qua.

Chúng tôi cho rằng giá HRC sẽ tiếp tục được giữ ở mức cao trong 2Q2023 do (1) tình trạng khan hiếm nguồn cung sẽ tiếp tục diễn ra tại Mỹ khi các nhà sản xuất đã kín đơn hàng cho tới hết T5/2023, (2) việc khôi phục hoạt động sản xuất tại Thổ Nhĩ Kỳ sẽ cần thời gian, do đó thị trường Châu Âu sẽ tiếp tục thiếu hụt nguồn cung cho tới hết 2Q2023.

Sau đó, chúng tôi ước tính giá HRC sẽ giảm trong nửa cuối của năm 2023 trong kịch bản cơ sở, khi nguồn cung tại Mỹ cũng như Châu Âu được ổn định nhờ nâng công suất sản xuất thép tại các nhà máy nội địa.

Biểu đồ 6. Diễn biến giá HRC tại Trung Quốc và Việt Nam



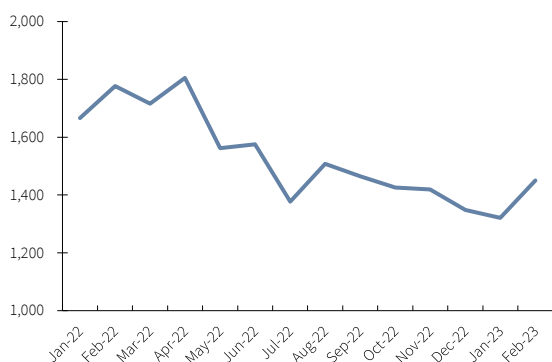
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Kỳ vọng vào sự cải thiện ở sản lượng tiêu thụ tại thị trường Mỹ

Dữ liệu về số lượng giấy phép xây dựng mới tại Mỹ đạt 1,450,000 trong T2/2023 và chính thức chấm dứt 5 tháng giảm liên tiếp. Bên cạnh đó, trong bối cảnh lãi suất cho vay mua nhà có sự suy giảm từ T10/2022 tới nay, số lượng hồ sơ cho vay mua nhà đã quay trở lại tăng lần đầu tiên trong T2/2023 (đạt 3% MoM).

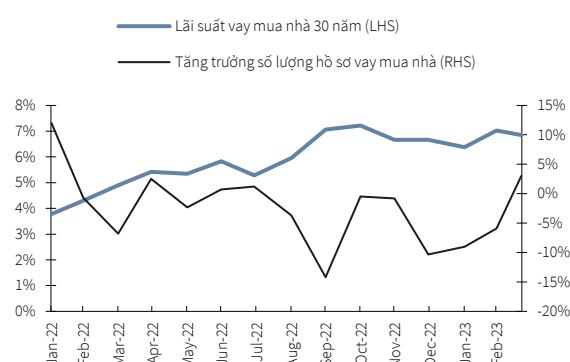
Mặc dù những rủi ro liên quan tới SVB và Signature Bank vẫn còn hiện hữu, chúng tôi đánh giá đây là sự gián đoạn tạm thời trong thanh khoản hệ thống ngân hàng tại Mỹ, và trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lộ trình điều chỉnh lãi suất của FED sẽ không bị ảnh hưởng và sự hồi phục của lĩnh vực Bất động sản sẽ rõ ràng hơn trong 2Q2023. Qua đó, sản lượng tiêu thụ sắt thép tại Mỹ cũng sẽ được cải thiện, xuất khẩu thép cũng sẽ khởi sắc hơn.

Bảng 7. Số lượng giấy phép xây dựng được duyệt tại Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Bảng 8. Tình hình vay mua nhà tại Mỹ



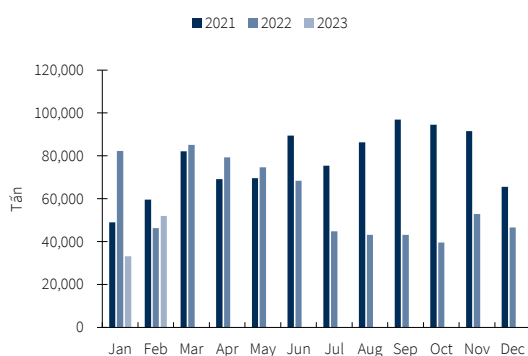
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ tại thị trường Việt Nam dự phóng hồi phục từ 3Q2023

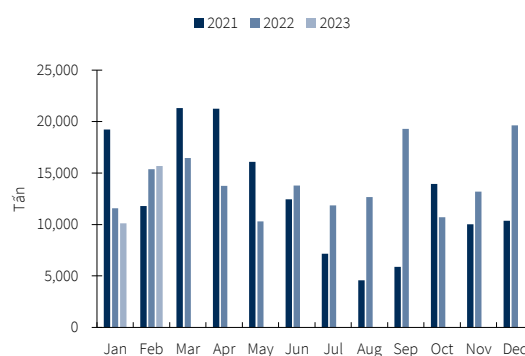
Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản sẽ có hồi phục bắt đầu từ 3Q2023, khi đó nhu cầu tiêu thụ thép tại thị trường nội địa sẽ được cải thiện rõ ràng hơn. Lũy kế 2022, doanh thu nội địa đạt 9,524 tỉ, chiếm 41% cơ cấu doanh thu của NKG (tăng 9% so với năm 2021) khi doanh thu xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nước ngoài suy giảm.

Chúng tôi cho rằng kim ngạch xuất khẩu sẽ là động lực chính tạo ra doanh thu cho NKG trong 1H2023, trước khi thị trường tiêu thụ nội địa hồi phục trong nửa cuối năm. Ước tính doanh thu xuất khẩu sẽ chiếm 65% tổng doanh thu 2023, tương đương với giá trị 10,514 tỉ VND (22% YoY).

Bảng 9. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của NKG



Bảng 10. Sản lượng tiêu thụ ống thép của NKG

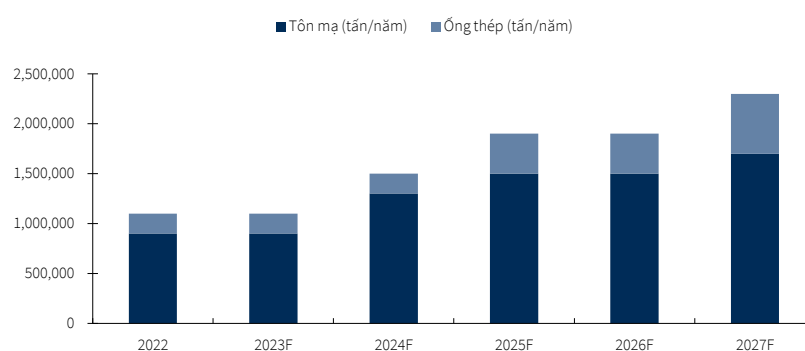


Lùi thời gian triển khai dự án Nam Kim Phú Mỹ sang 2024 và dự kiến hoàn thành trong 2026

Thông tin cung cấp từ đại diện doanh nghiệp, NKG sẽ lùi thời gian triển khai dự án Nam Kim Phú Mỹ trong năm 2023 do những lo ngại liên quan tới sản lượng tiêu thụ thấp. Chúng tôi cho rằng quyết định này phù hợp với bối cảnh hiện tại của ngành Thép nói chung và dự án sẽ được triển khai trong 2023 – 2027.

Đối với dự án Nam Kim Phú Mỹ, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính dự án sẽ được triển khai với tỉ lệ vốn chủ - nợ vay là 50-50. Cụ thể, NKG đã chủ động tăng vốn thông qua hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỉ lệ 100:20 trong 2022, qua đó bổ sung thêm 449 tỉ vào vốn góp, cũng với đó là lãi chưa phân phối ở mức cao (1,686 tỉ trong 2022).

Biểu đồ 21. Công suất tôn mạ dự kiến của NKG trong giai đoạn 2023 - 2027



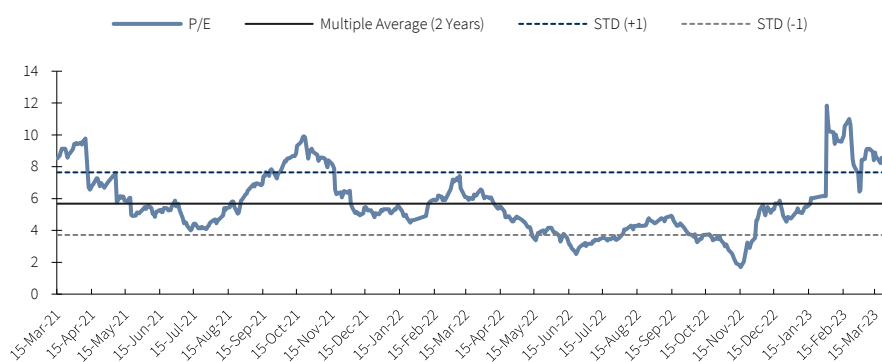
Nguồn: KBSV ước tính

Định giá

Khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu NKG với định giá hợp lý ở mức 18,000 VND/cổ phiếu

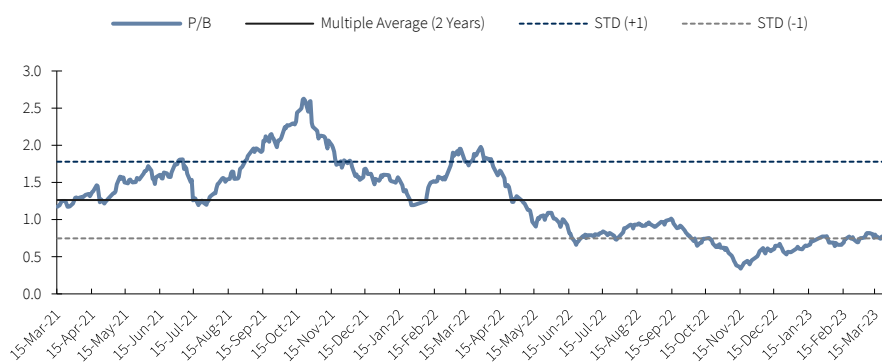
Áp dụng 2 phương pháp P/E và P/B với tỉ lệ 50-50, P/E và P/B mục tiêu lần lượt là 6x và 1.1x, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NKG đạt 18,000 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 13% so với giá đóng cửa ngày 23/03/2023.

Biểu đồ 11. Định giá P/E của NKG



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Định giá P/B của NKG



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@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

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

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

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

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

Dầu khí & Tiện ích

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

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anh1d@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

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

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anh1tp@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 G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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 độc 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.