

NGÀNH: THÉP
Ngày 18 tháng 09 năm 2017
CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP NAM KIM (HSX: NKG)
Nguyễn Xuân Hùng

Chuyên viên phân tích

 Email: hungnx@fpts.com.vn

Tel: 028 6290 8686 - Ext : 7596

Giá thị trường (18/09/2017) 33.200

Khuyến nghị
Giá trị nội tại của cổ phiếu 45.000

Chênh lệch +35%

MUA
Biến động giá cổ phiếu NKG và VNINDEX


Thông tin giao dịch	18/09/2017
Giá hiện tại (đ/cp)	33.200
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	34.850
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	22.660
Số lượng CP niêm yết (cp)	100.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	100.000.000
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	400.000
% sở hữu nước ngoài hiện tại	28,07%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.115

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Cty Cổ phần Thép Nam Kim
Địa chỉ	Đường N1, cụm An Thạnh, Thuận An, Bình Dương
Doanh thu chính	Tôn mạ, ống thép
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu đầu vào
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu, công nghệ
Rủi ro chính	Biến động giá HRC

DS cổ đông lớn (05/2017)	Tỷ lệ sở hữu
Công ty Đầu tư P&Q	18,5%
Quý Đầu tư VEIL	15,0%
Ông Hồ Minh Quang	13,4%
Bà Trần Uyển Nhân	11,8%
Unicoh Chemicals Ltd	9,0%
Khác	32,3%

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất tôn mạ và ống thép từ nguyên liệu thép cuộn cán nóng (HRC) và thép cuộn cán nguội (CRC). Các thành phẩm NKG đang kinh doanh hiện nay là tôn mạ kẽm, tôn mạ nhôm kẽm (tôn lạnh), tôn mạ màu và ống thép.

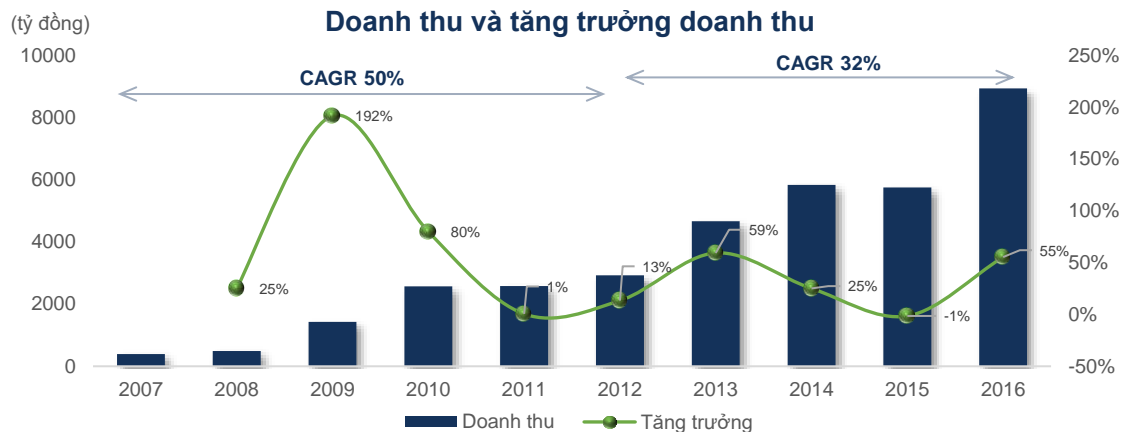
Sau 15 năm thành lập và phát triển, NKG đã có những bước tiến rõ nét khi đã leo lên vị trí thứ 02 trong nhóm ngành tôn mạ nội địa hiện nay. Khởi đầu với chỉ 01 nhà máy sản xuất tôn kẽm công suất 50 ngàn tấn/năm, nhưng sau chặng đường 15 năm NKG đã mở rộng quy mô hoạt động rất nhanh chóng lên 04 nhà máy sản xuất tôn mạ các loại và ống thép, với tổng công suất mạ 1,2 triệu tấn/năm.

Với những thay đổi lớn về năng lực sản xuất và thị trường mục tiêu, chúng tôi đánh giá NKG đang ở giai đoạn tăng trưởng mới cả về doanh thu lẫn lợi nhuận.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NKG dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo**
- **Định giá**

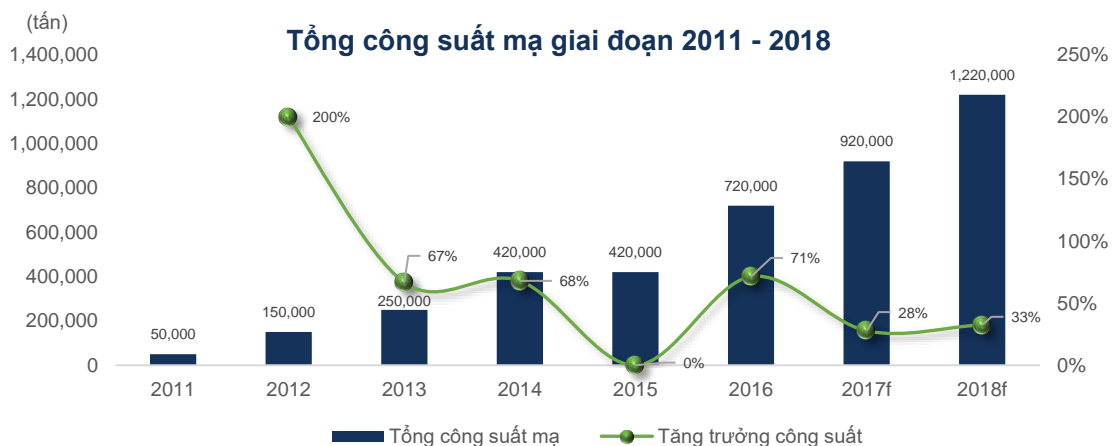
ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG



Nguồn: NKG, FPTs Research

Chất lượng tăng trưởng doanh thu của Nam Kim rất lành mạnh, chủ yếu đến từ hoạt động tăng công suất và mở rộng thị trường. Giai đoạn trước năm 2012, tổng công suất của NKG khá khiêm tốn, chỉ khoảng 100 – 200 ngàn tấn/năm. Nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của ngành tôn mạ cũng như những cơ hội để phát triển, NKG đã mạnh dạn liên tục đầu tư thêm các dây chuyền mới nhằm tăng công suất sản xuất. Tổng công suất cuối năm 2016 của NKG là 720 ngàn tấn/năm. Nhìn chung, giai đoạn 2007 – 2016, doanh thu của NKG tăng mạnh rõ rệt, tăng từ 391 tỷ đồng năm 2007 lên đến gần 9.000 tỷ đồng năm 2016, tỉ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt khoảng +40%.

Tăng trưởng doanh thu được dẫn dắt bởi mức tăng CAGR +35% của sản lượng trong cùng giai đoạn.



Nguồn: NKG, FPTs Research

Công suất thiết kế của nhà máy NK3 là 800 ngàn tấn/năm, gần gấp hai lần so với tổng công suất của NKG trước đó. Hoạt động mở rộng công suất sẽ diễn ra liên tục cho đến Quý 1/2018 nên doanh thu của NKG vẫn còn bần đạp vững chắc để có thể tăng trưởng thêm trong những năm tới.

Theo nghiên cứu của chúng tôi, do ngành thép Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh, còn nhiều tiềm năng để phát triển nên NKG cũng không đứng ngoài xu hướng đó. Đây là tiền đề để NKG – một trong những doanh nghiệp đứng đầu của ngành tôn mạ, sẽ có dư địa tăng trưởng tốt trong tương lai.

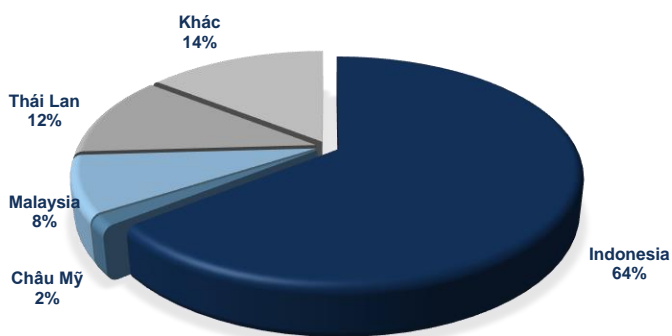
Hoạt động xuất khẩu là một phần cực kỳ quan trọng trong sự tăng trưởng của Nam Kim. Nhận thấy sự cạnh tranh khốc liệt của thị trường trong nước, NKG đã dần chuyển dịch mạnh cơ cấu đầu ra của doanh nghiệp sang thị trường xuất khẩu. Việc này giúp đa dạng hóa thị trường đầu ra, tránh rủi ro tập trung quá lớn vào thị trường trong nước. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu xuất khẩu chỉ chiếm 9% trong năm 2012, đã tăng rất mạnh lên 43% vào năm 2016. Thị trường xuất khẩu chính của NKG là khu vực Đông Nam Á, với Indonesia là chủ lực. Nam Kim có định hướng sẽ duy trì cân bằng tỷ lệ xuất khẩu và tiêu thụ nội địa để không bị phụ thuộc nhiều vào bất cứ bên nào.

		2012	2013	2014	2015	2016	6T2017
Kênh Xuất khẩu	Sản lượng (tấn)	33.000	90.000	136.000	186.000	280.000	152.000
	Tỷ trọng	24%	45%	44%	44%	52%	51%
	Doanh thu (tỷ)	276	1.747	2.373	2.706	3.868	3.080
	Tỷ trọng	9%	37%	41%	47%	43%	56%
Kênh Nội địa	Sản lượng (tấn)	107.000	110.000	174.000	234.000	260.000	148.000
	Tỷ trọng	76%	55%	56%	56%	48%	49%
	Doanh thu (tỷ)	2.651	2.878	3.451	3.034	5.068	2.406
	Tỷ trọng	91%	62%	59%	53%	57%	44%

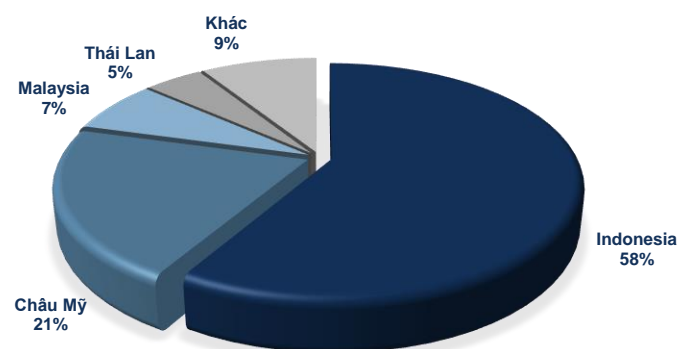
Nguồn: NKG, FPTs Research

Bên cạnh đó, NKG cũng hướng việc xuất khẩu đến những thị trường khó tính hơn nhưng có biên lợi nhuận tốt hơn như Châu Âu và Bắc Mỹ. Sắp tới, với sản phẩm có mẫu mã đẹp và chất lượng tốt hơn được sản xuất từ nhà máy NK3, mong muốn chuyển dịch thị trường chiến lược của Nam Kim sang Bắc Mỹ và Châu Âu sẽ có thể đạt được.

Quốc gia xuất khẩu 2015



Quốc gia xuất khẩu 2016



Nguồn: NKG, FPTs Research

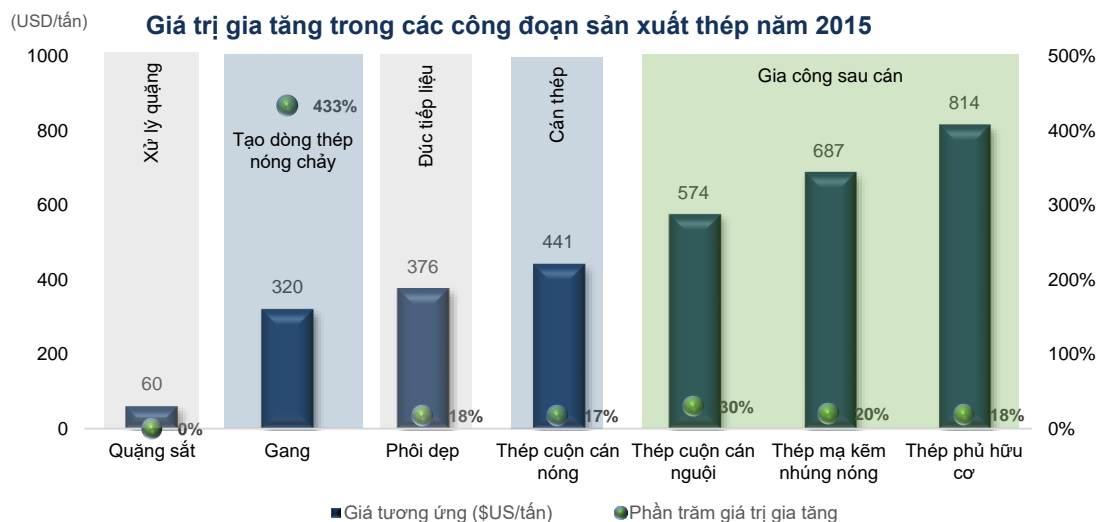
Giai đoạn 2015 – 2016, có thể quan sát rõ ràng sự thay đổi trong cơ cấu xuất khẩu theo quốc gia của Nam Kim. Cuối năm 2016, xuất khẩu vào thị trường Châu Mỹ đã tăng trưởng gấp 10 lần so với năm 2015. Đây là một minh chứng rõ ràng cho sự khát khao chuyển dịch thị trường mục tiêu và khả năng thực hiện của NKG trong giai đoạn mới này – giai đoạn nhà máy NK3 đi vào hoạt động.

Thị trường tôn mạ trong nước dù rất cạnh tranh nhưng vẫn sẽ chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của NKG. Mặc dù, trong giai đoạn 2012 – 2016 tỷ trọng của thị trường nội địa trong cơ cấu đầu ra giảm do NKG đẩy mạnh xuất khẩu nhưng khối lượng hàng bán ra trong nước của NKG vẫn tăng trưởng đều đặn mỗi năm, với CAGR +25%. Từ năm 2011

đến tháng 08/2017, theo số liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam, thị phần tôn mạ trong nước của Nam Kim tăng từ 4,0% lên 15,8%. Thời gian tới, khi nhà máy NK3 đi vào hoạt động hoàn toàn, khối lượng sản phẩm sẽ tăng lên thì thị phần tôn mạ của NKG trong nước có thể sẽ thay đổi.

KHẢ NĂNG SINH LỜI

Tỷ suất sinh lời của mảng tôn mạ tại Việt Nam còn thấp hơn so với mảng thép dài trong nước và so với các doanh nghiệp thép dẹt tại các cường quốc thép khác do thiếu công đoạn luyện gang và luyện thép. So với mảng thép dài đã có các lò luyện gang và luyện thép từ nhiều năm nay, các doanh nghiệp tôn mạ Việt Nam bắt đầu hoạt động gia công từ khâu nhập khẩu bán thành phẩm – thép cuộn. Theo một nghiên cứu, giá trị tăng thêm rất lớn của công đoạn luyện gang (hơn 400%) và luyện thép (gần 20%) đã bị các doanh nghiệp tôn mạ tại Việt Nam bỏ lỡ.



Nguồn: SteelOnTheNet

Một ví dụ thực tế tại thị trường Việt Nam, Thép Hòa Phát hoạt động đầy đủ từ mảng luyện gang và luyện thép nên đạt tỷ suất lợi nhuận ròng vượt trội 20% trong năm 2016, cao hơn gần 4 lần so với Nam Kim – hoạt động bắt đầu từ gia công thép HRC, chỉ đạt 5,8%. Đây cũng là cơ hội cho NKG mở rộng sản xuất về hướng thượng nguồn chuỗi giá trị nhằm cải thiện biên lợi nhuận trong tương lai.

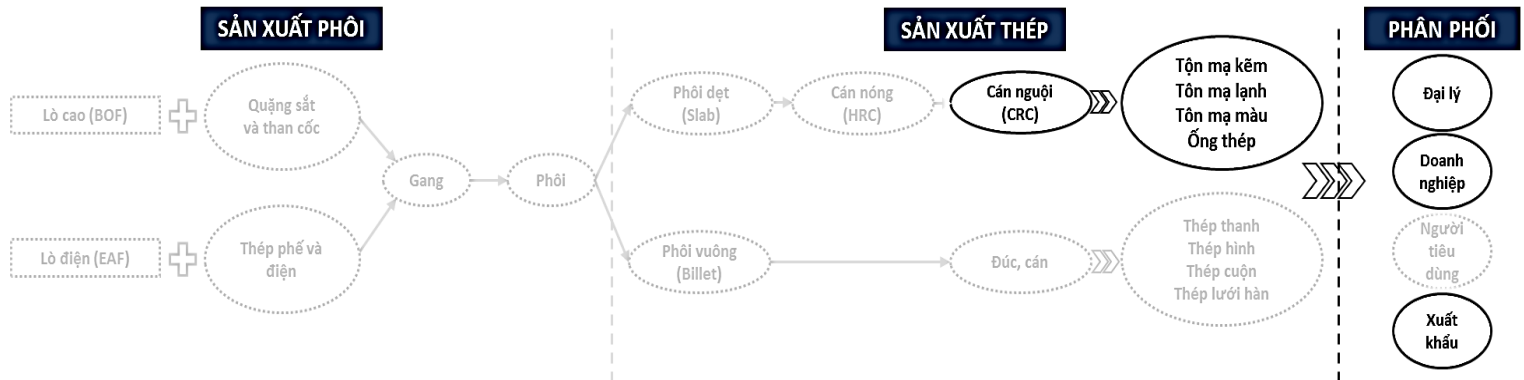
Bảng thể hiện tỷ suất sinh lời của các doanh nghiệp đầu ngành thép ở từng mảng hoạt động

Doanh nghiệp	Mảng hoạt động	Gross margin (2016)	Net margin (2016)
Thép Hòa Phát	Thép dài	26,3%	20%
Tôn Hoa Sen	Thép dẹt	23,4%	8,4%
Thép Nam Kim	Thép dẹt	11,3%	5,8%

Nguồn: FPTs Research

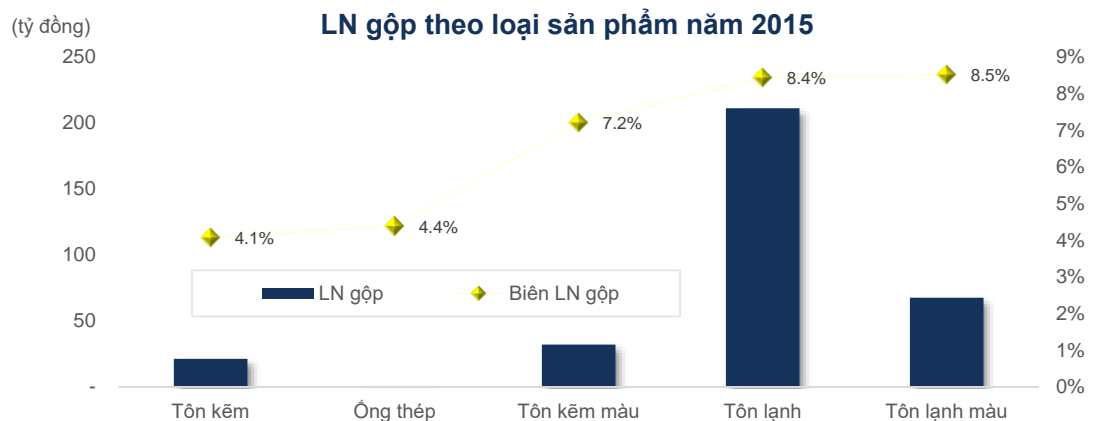
Phải nhập khẩu bán thành phẩm rồi gia công cũng làm giá bán tôn mạ Việt Nam cao hơn. Như các doanh nghiệp tôn mạ khác trong nước, Nam Kim nhập khẩu thép cuộn sau đó gia công thành các sản phẩm như tôn mạ và ống thép. Do đó, NKG cũng không được hưởng giá trị tăng thêm của các công đoạn bị bỏ qua. Các cường quốc thép như Trung Quốc và Hàn Quốc có ngành thép với đầy đủ chuỗi giá trị nên giá bán tôn mạ tại các quốc gia này

thấp hơn Việt Nam. Theo một khảo sát của Hiệp hội Thép Việt Nam, thời điểm giữa năm 2016, tôn mạ Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam có giá thành rẻ hơn 31% so với tôn mạ sản xuất trong nước. Từ đầu năm 2017, do có thuế chống bán phá giá của Bộ Công Thương nên phần lớn lượng tôn mạ nhập khẩu đã bị hạn chế lại, dành ra dư địa cho các doanh nghiệp tôn mạ nội địa hoạt động. Có thuế chống bán phá giá cho tôn mạ nhập khẩu, sản phẩm của Nam Kim sẽ có giá cả cạnh tranh tốt hơn tại thị trường trong nước.



Nguồn: FPTs Research

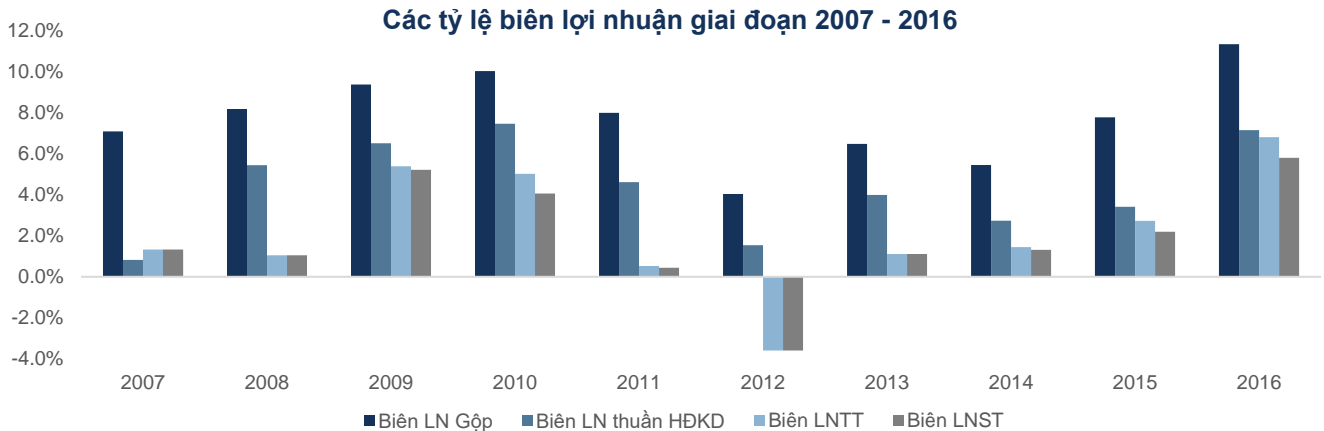
Nỗ lực khép kín chuỗi sản xuất đã giúp biên lợi nhuận gộp của NKG cải thiện rất mạnh từ năm 2012 đến nay. Trong mảng tôn mạ, khi nói đến việc khép kín chuỗi sản xuất có nghĩa là doanh nghiệp sẽ tự sản xuất thép CRC thay vì phải nhập khẩu loại thép này. Trước năm 2012, NKG chỉ nhập khẩu thép CRC về để gia công thành tôn mạ thành phẩm. Nhận thấy lợi ích của việc khép kín chuỗi sản xuất, từ năm 2012, Nam Kim đã đầu tư các dây chuyền cán nguội. Nhà máy NK2 và NK3 có công suất cán nguội lần lượt là 400 ngàn và 600 ngàn tấn/năm. Tính đến thời điểm giữa tháng 09/2017, tổng công suất cán nguội của NKG là 1 triệu tấn/năm, đủ đáp ứng hoàn toàn lượng thép CRC cho hoạt động mạ của doanh nghiệp. Nhờ các dây chuyền cán nguội, sự cải thiện biên lợi nhuận gộp của NKG khá rõ ràng, từ 4% năm 2012 tăng vọt lên 11,3% vào năm 2016. Chúng tôi kỳ vọng mức lợi nhuận gộp của NKG giai đoạn 2017 – 2026 vẫn sẽ duy trì ở mức 10 – 11% nhờ các dây chuyền cán nguội mới của nhà máy NK3.



Nguồn: NKG, FPTs Research

Nam Kim đang đẩy mạnh tỷ trọng của các loại sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn trong cơ cấu đầu ra. Nhà máy NK3 và NK4 được đầu tư để sản xuất nhiều hơn tôn lạnh và ống thép – hai loại sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. Cụ thể, trong 800 ngàn tấn thành phẩm mỗi năm của nhà máy NK3, có 500 ngàn

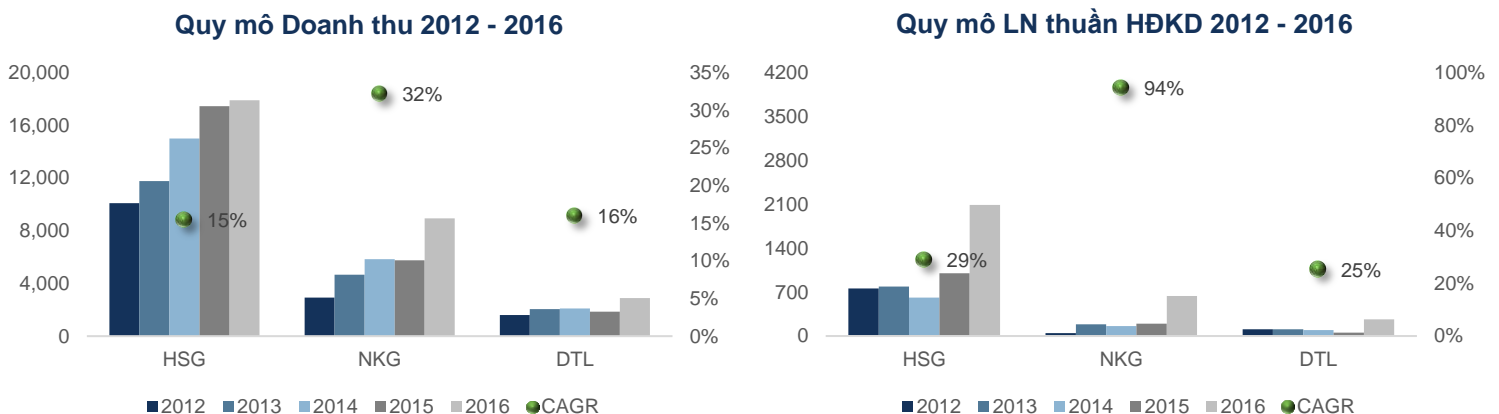
tấn là tôn lạnh và 120 ngàn tấn là tôn mạ màu; và toàn bộ 180 ngàn tấn thành phẩm của NK4 đều là ống thép. Hoạt động này nằm trong chiến lược mở rộng hai đầu chuỗi sản xuất của NKG: thượng nguồn hướng đến việc tự sản xuất toàn bộ nhu cầu thép cán nguội của doanh nghiệp và hướng hạ nguồn là ưu tiên sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Việc ưu tiên sản xuất các loại sản phẩm có biên lợi nhuận tốt hơn cũng sẽ giúp NKG cải thiện thêm khả năng sinh lời trong thời gian sắp tới.



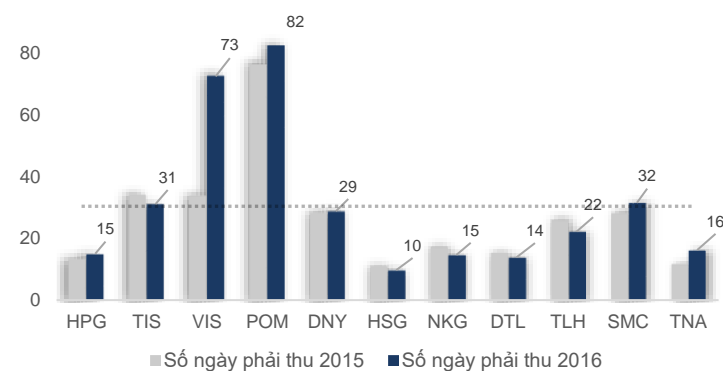
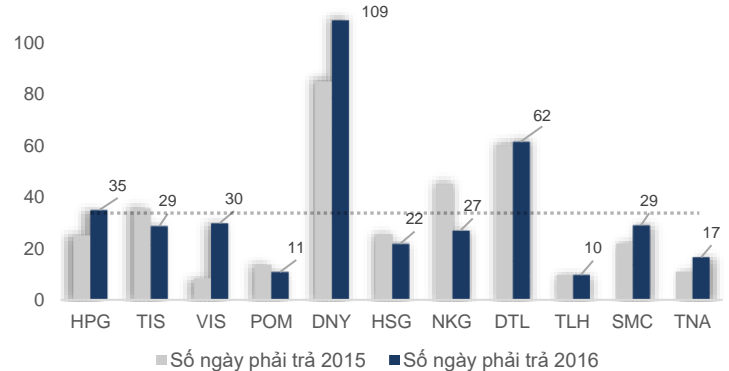
Bên cạnh đó, hiệu quả quản lý chi phí tốt hơn làm tỷ suất lợi nhuận cũng được cải thiện hơn. Từ năm 2012, chi phí bán hàng tuy có tăng trưởng qua các năm nhưng có gia tốc nhỏ hơn tăng trưởng doanh thu. Chi phí quản lý doanh nghiệp chỉ xoay quanh mức 50 – 55 tỷ đồng/năm mặc dù doanh thu tăng rất mạnh trong giai đoạn 2012 – 2016. Trong cùng thời kỳ, chi phí lãi vay giảm mạnh nhờ hoạt động tái cơ cấu nguồn vốn của Ban lãnh đạo – giảm dùng nợ vay ngân hàng và tăng cường dùng vốn chủ sở hữu.

Sắp tới, khi hệ thống ERP chính thức vận hành trong năm 2018 sẽ giúp Nam Kim quản lý các loại chi phí một cách hiệu quả hơn nữa. Trong giai đoạn 2017 – 2026, chi phí quản lý doanh nghiệp được kỳ vọng vẫn sẽ giữ mức 0,6% trên doanh thu như trong năm 2016 do NKG không có nhiều biến động trong chi phí quản lý. Chi phí bán hàng dự kiến sẽ tăng lên đến 3 – 3,5% trên doanh thu so với mức khoảng 2%/doanh thu như trong năm 2016 do công suất sản xuất tăng mạnh đòi hỏi phải tốn nhiều chi phí hơn để tiêu thụ lượng sản phẩm tăng thêm.

Vị thế doanh nghiệp đứng thứ hai trong mảng tôn mạ Việt Nam



Trong mảng tôn mạ Việt Nam, kể cả các doanh nghiệp tôn mạ chưa niêm yết, Nam Kim chiếm lĩnh vị trí thứ hai trong bảng thị phần nhiều năm nay và không ngừng vươn lên. Với vị thế là doanh nghiệp sản xuất tôn mạ đứng nhì cả nước, quy mô doanh thu và lợi nhuận thuần từ HĐKD của NKG chỉ đứng sau HSG về độ lớn. Tuy nhiên, xét về tốc độ tăng trưởng bình quân của cả doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2012 – 2016, NKG thậm chí vượt xa HSG. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu và lợi nhuận của Nam Kim trong giai đoạn này lần lượt gấp 2 và 3 lần so với HSG. Có thể thấy được, xét về hiệu quả quản lý chi phí, giai đoạn từ 2012 – 2016 Nam Kim cho thấy sự vượt bậc so với hai đối thủ cùng ngành là HSG và DTL.

Số ngày quay vòng khoản phải thu

Số ngày quay vòng khoản phải trả


Nguồn: FPT Research

Là một doanh nghiệp có quy mô lớn, nên NKG cũng có vị thế đáng kể đối với các khách hàng và nhà cung cấp:

- Từ phía nhà cung cấp.** Do các nhà cung cấp của NKG là các đối tác làm ăn lâu năm, truyền thống và có đối tác trở thành cổ đông lớn của NKG (Cty Cung cấp Hóa chất Unico) nên doanh nghiệp có thể duy trì thời gian chiếm dụng vốn trong những năm kinh doanh khó khăn như năm 2015. Sang năm 2016, ngành thép trong nước hoạt động thuận lợi, NKG đạt lãi lớn trong năm nên đã thanh toán mạnh cho nhà cung cấp như một lời cam kết của doanh nghiệp để có thể thiết lập được mối quan hệ kinh doanh tương hỗ và bền vững.
- Từ phía khách hàng.** Chính sách phải thu của NKG có phần thắt chặt rõ rệt hơn kể từ sau đợt tái cơ cấu năm 2012. Số ngày phải thu năm 2011 là 66 ngày đã giảm rất mạnh xuống còn 15 ngày trong năm 2016. Qua trao đổi với Ban lãnh đạo NKG chia sẻ, doanh nghiệp hiện nay đang áp dụng chính sách thu tiền linh hoạt tùy vào đối tượng khách hàng. Ví dụ như khách hàng mới khi mua hàng phải trả tiền mặt hoặc có bảo lãnh, còn khách hàng bình thường sẽ được cho nợ từ một tuần đến nửa tháng và khách hàng truyền thống lâu năm thì cho nợ lên đến 30 ngày. Đồng thời, NKG cũng chia sẻ chưa có ý định thay đổi về chính sách phải thu này trong tương lai gần.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về nguyên vật liệu đầu vào. Nguyên vật liệu là rủi ro đặc thù của Nam Kim nói riêng và ngành thép nói chung. Hoạt động sản xuất của NKG, cũng như các doanh nghiệp tôn mạ khác phụ thuộc 100% vào việc nhập khẩu thép HRC và CRC. Vì vậy giá tôn mạ trong nước chịu tác động mạnh từ biến động giá thế giới. Mặt khác, khi nguồn cung cấp nguyên liệu không ổn định sẽ khiến cho việc dự báo giá cả, nhu cầu sản xuất bán hàng của Nam Kim trở nên khó khăn.

Rủi ro chính sách. Ngành tôn mạ Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng khá tiêu cực khi thuế tự vệ tôn mạ hết hiệu lực từ năm 2022. Thuế tự vệ tôn mạ chính thức được ban hành vào nửa đầu năm 2017, có hiệu lực 5 năm. Đối tượng chủ yếu của đợt áp thuế là Trung Quốc và Hàn Quốc, hai quốc gia xuất khẩu tôn mạ vào Việt Nam nhiều nhất. Từ năm 2022, tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ lại được tự do giao dịch tại Việt Nam mà không phải chịu thuế chống bán phá giá. Điều này sẽ làm cho các doanh nghiệp tôn mạ nội địa hoạt động khó khăn hơn, trong đó có Nam Kim.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu là một vấn đề cần được quan tâm đối với các cổ đông. Nam Kim dự kiến phát hành riêng lẻ thêm 30 triệu cổ phiếu (30% so với lượng cổ phiếu đang lưu hành) trong năm 2017 và 2018. Số tiền thu được sẽ được dùng bổ sung vốn lưu động và đầu tư vào nhà máy NK3.

Rủi ro lãi suất: NKG đang tài trợ các hoạt động mở rộng sản xuất của mình chủ yếu bằng Nợ vay ngân hàng, điều này đặt ra rủi ro khi mặt bằng lãi suất có thể tăng cao trong các năm tới làm gia tăng chi phí lãi vay cũng như rủi ro thanh toán đối với các khoản nợ vay đến hạn hoặc trái phiếu đáo hạn.

Rủi ro tỷ giá rất quan trọng đối với Nam Kim ở thời điểm hiện tại. Doanh nghiệp đang có nhu cầu ngoại tệ rất lớn vì toàn bộ máy móc thiết bị cho các nhà máy mới cũng như nguyên vật liệu đều phải nhập khẩu từ nước ngoài. Tuy nhiên, từ Quý 1/2018, khi các dự án đầu tư hiện tại của NKG dự kiến hoàn thành thì việc nhập khẩu máy móc thiết bị từ nước ngoài sẽ tạm ngưng. Từ thời điểm đó, NKG sẽ chỉ còn phải nhập nguyên vật liệu để sản xuất, nên rủi ro tỷ giá sẽ được phòng ngừa một phần nhờ dòng doanh thu ngoại tệ bán hàng thông qua kênh xuất khẩu.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ VỀ BAN LÃNH ĐẠO

Kinh nghiệm và quá trình hoạt động. Chủ tịch HĐQT Hồ Minh Quang đã gắn bó với Nam Kim ngay từ những ngày đầu thành lập. Ông Quang là con rể của ông Trần Xảo Cơ – Chủ tịch của Thép Hữu Liên Á Châu – doanh nghiệp một thời lừng lẫy trong ngành thép Việt Nam. Vì vậy, đúc kết thêm kinh nghiệm của gia đình, ông Hồ Minh Quang có thể nói là một người có nhiều tuổi nghề và độ từng trải cao trong ngành thép Việt Nam. Ông Phạm Mạnh Hùng – Nguyên Tổng giám đốc Nam Kim, tham gia công ty từ năm 2011 và nhận chức từ cuối năm 2013. Trước khi đầu quân vào Nam Kim, ông Phạm Mạnh Hùng cũng từng có nhiều năm hoạt động và tích lũy kinh nghiệm quý báu tại doanh nghiệp tôn mạ số một Việt Nam – Tôn Hoa Sen. Cả hai vị lãnh đạo đều có hơn 10 năm hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực sản xuất tôn mạ và ống thép tại Việt Nam. Dưới sự dẫn dắt của bộ máy lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm, Nam Kim đã có những bước chuyển mình rõ rệt thể hiện qua kết quả kinh doanh vượt bậc của những năm gần đây.

Khả năng định hướng và chuyển dịch thị trường mục tiêu. Khởi đầu vào những năm 2000 với thị trường mục tiêu là khu vực trong nước, đặc biệt khu vực miền Tây và Đông Nam Bộ. Tuy nhiên, nhận thấy triển vọng của thị trường miền Trung và miền Bắc nên NKG cũng lần lượt thành lập các tổng kho để vươn tới các khu vực này. Chưa dừng ở đó, NKG thậm chí còn chuyển dịch mạnh cơ cấu đầu ra sang thị trường xuất khẩu nhằm đa dạng hóa và giảm rủi ro phụ thuộc vào nguồn nhu cầu trong nước. Sắp tới, với hàng hóa đẹp hơn và tốt hơn được sản xuất từ nhà máy NK3, doanh nghiệp đã định hướng chuyển dịch thị trường mục tiêu sang khu vực châu Âu và Bắc Mỹ - các thị trường có biên lợi nhuận tốt hơn.

Hoạt động đầu tư. Ban lãnh đạo tiếp tục mở rộng hoạt động kinh doanh cốt lõi – tôn mạ và ống thép. Nhà máy NK3 và NK4 lần lượt được đầu tư trong giai đoạn 2015 – 2016 thể hiện rõ tham vọng tăng cường thị phần của Nam Kim. Các dự án mới hứa hẹn làm tăng doanh

thu và cải thiện biên lợi nhuận cho doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá các quyết định đầu tư của ban lãnh đạo doanh nghiệp trong thời gian qua là đúng đắn. Trong tình hình ngành thép ngày càng cạnh tranh gay gắt, việc tăng công suất để đạt lợi thế kinh tế về quy mô là một điều cần thiết để phát triển và phù hợp với định hướng của chính phủ Việt Nam dành cho ngành thép trong nước.

CÁC GIẢ ĐỊNH VÀ KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp – FCFF. Do NKG đang trong giai đoạn đầu tư nhà xưởng – máy móc mạnh mẽ với cơ cấu vốn thay đổi liên tục từng năm nên phương pháp FCFF sẽ phù hợp nhất để định giá doanh nghiệp trong giai đoạn này.

THAM SỐ ĐỊNH GIÁ

Giai đoạn tăng trưởng nhanh		Giai đoạn tăng trưởng ổn định	
Lãi suất phi rủi ro	6,50%	D/E mục tiêu	50%
Beta (U)	0,51	k_e mục tiêu	13,8%
Phần bù rủi ro thị trường (ERP)	8,05%	Chi phí lãi vay dài hạn	7,3%
		Thuế suất năm cuối dự phóng	20%
SLCP hiện tại (triệu cp)	100	WACC mục tiêu %	11,1%
SLCP pha loãng tối đa (triệu cp)	130	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,0%

- **Lãi suất phi rủi ro:** chúng tôi lựa chọn lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 15 năm theo thống kê giao dịch thị trường trái phiếu trong tháng 8/2017.
- **D/E mục tiêu:** sử dụng nhiều Nợ để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mở rộng, chúng tôi giả định NKG sẽ sử dụng mức đòn bẩy tài chính D/E = 0,5 trong dài hạn, tương đương mức bình quân của các doanh nghiệp thép trưởng thành trên thế giới hiện nay.
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** Tốc độ tăng trưởng ngành thép toàn cầu khoảng 2,0%/năm. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của NKG thận trọng ở mức 1,0%/năm sau giai đoạn dự phóng chi tiết 2017 – 2026.
- **Phản dự phóng trong mô hình được chia làm hai giai đoạn:** giai đoạn tăng trưởng nhanh và giai đoạn tăng trưởng bền vững. Chúng tôi giả định giai đoạn tăng trưởng nhanh của NKG sẽ kéo dài trong 10 năm từ 2017 – 2026. Lý giải việc giai đoạn tăng trưởng nhanh kéo dài 10 năm vì:

Nhà máy NK3 đang trong quá trình hoàn thiện. Dự kiến trong năm 2017, hầu hết các dây chuyền chính của nhà máy mới này sẽ đi vào hoạt động, chỉ còn một dây chuyền tôn mạ sẽ đi vào hoạt động trong tháng 01/2018. Trước nhà máy NK3, công suất mạ của NKG chỉ có 420 ngàn tấn/năm. Sau khi hoàn thành NK3, công suất mạ của NKG tăng lên 1,2 triệu tấn/năm. Công suất tăng lên quá lớn nên đòi hỏi cần một thời gian khá dài để có thể tiêu thụ phần lớn số thành phẩm tăng thêm. Vì vậy, NKG cần thời gian dự phóng dài hơn để có thể tiêu thụ dần số sản phẩm tăng thêm.

Ngoài ra, từ tháng 03/2017, quyết định ban hành thuế tự vệ chính thức kéo dài 5 năm cho sản phẩm tôn mạ nhập khẩu cũng ảnh hưởng mạnh tới NKG. Mức thuế lên đến 38,34% cho tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Vào tháng 06/2016, Bộ Công Thương cũng ban hành hạn ngạch nhập khẩu chính thức cho sản phẩm tôn màu kéo dài trong 3 năm, nếu nhập khẩu ngoài hạn ngạch sẽ chịu thuế 19%. Các hoạt động tự vệ này sẽ hết hiệu lực sau năm 2021 vì vậy hoạt động kinh doanh của NKG sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực khá mạnh vào lúc đó. Đây cũng là lý do khác để mở rộng giai đoạn tăng trưởng nhanh của NKG ra 10 năm.

TỔNG HỢP KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ	Đơn vị	Giá trị
Thời gian định giá cho giai đoạn tăng trưởng nhanh	năm	10
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do giai đoạn tăng trưởng nhanh (47%)	tỷ	4.695
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do giai đoạn ổn định (53%)	tỷ	5.245
Tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền tự do	tỷ	9.940
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	tỷ	225
- Nợ	tỷ	4.307
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ	5.858
Số lượng cổ phiếu pha loãng tối đa	triệu	130
Giá trị nội tại	VND/cp	45.064

Thay đổi giá cổ phiếu theo Tốc độ tăng trưởng dài hạn và Chi phí sử dụng vốn bình quân

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
WACC	6.1%	38,616	42,180	46,525	51,941	58,876
	8.1%	37,821	41,385	45,731	51,146	58,082
	10.1%	37,155	40,719	45,064	50,480	57,415
	12.1%	36,594	40,158	44,504	49,919	56,855
	14.1%	36,121	39,685	44,030	49,446	56,381

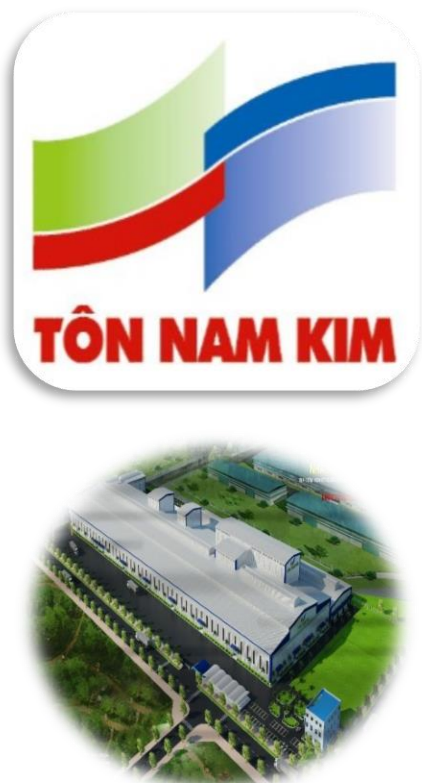
Thay đổi giá cổ phiếu theo tỷ lệ D/E mục tiêu và Phần bù rủi ro thị trường – ERP

		Tỷ lệ D/E mục tiêu				
		30.0%	40.0%	50.0%	60.0%	70.0%
ERP	4.1%	69,777	69,599	69,422	69,246	69,070
	6.1%	56,140	55,929	55,718	55,509	55,300
	8.1%	45,518	45,291	45,064	44,840	44,616
	10.1%	37,037	36,804	36,573	36,344	36,117
	12.1%	30,126	29,895	29,667	29,440	29,216

(Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh – tài chính của Nam Kim, vui lòng tham khảo phần PHỤ LỤC phía dưới.)

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1 Sơ lược về doanh nghiệp



Được thành lập vào năm 2002, ban đầu Thép Nam Kim là một doanh nghiệp gia đình đứng đầu bởi ông Trần Xảo Cơ – chủ tịch HĐQT thép Hữu Liên Á Châu, một người có ảnh hưởng và giàu kinh nghiệm trong ngành thép Việt Nam. Nam Kim được điều hành bởi con gái ông, bà Trần Uyển Nhân và con rể là ông Hồ Minh Quang. Đến năm 2011, Nam Kim chuyển đổi loại hình kinh doanh và niêm yết lần đầu tiên tại Sở giao dịch Chứng khoán TpHCM. Sau 15 năm phát triển, NKG trở thành doanh nghiệp tôn mạ có uy tín cao tại miền Nam và đạt quy mô lớn thứ hai toàn quốc trong ngành.

Nam Kim là nhà sản xuất và phân phối các loại thép cuộn cán nguội (CRC), tôn mạ kẽm (GI), tôn lạnh (tôn mạ hợp kim nhôm kẽm 55% - GL), tôn mạ màu (PPGI/PPGL) và các loại sản phẩm thép công nghiệp. Sản phẩm thép Nam Kim phục vụ cho các công trình xây dựng công nghiệp – dân dụng, các ngành thủ công mỹ nghệ, trang trí nội ngoại thất, chế tạo điện cơ, cơ khí chính xác và các sản phẩm dập tạo hình. Thị trường tiêu thụ của NKG khá đồng đều khi lượng hàng hóa tiêu thụ năm 2016 xấp xỉ bằng nhau giữa trong nước và xuất khẩu.

Năm 2016, kết quả kinh doanh tăng vượt bậc với hơn 500 ngàn tấn thành phẩm (+27% yoy) và đạt gần 9.000 tỷ đồng doanh thu (+55% yoy). Hoạt động kinh doanh phát triển mạnh mẽ tạo điều kiện cho NKG đầu tư mở rộng các dây chuyền máy móc. Các nhà máy Nam Kim 2 (NK2) và Nam Kim 3 (NK3) lần lượt ra đời phục vụ các sản phẩm tôn mạ cao cấp. Gần đây nhất là nhà máy Nam Kim 4 (NK4) cũng được mua lại và đưa vào hoạt động trong năm 2017 phục vụ các sản phẩm ống thép.

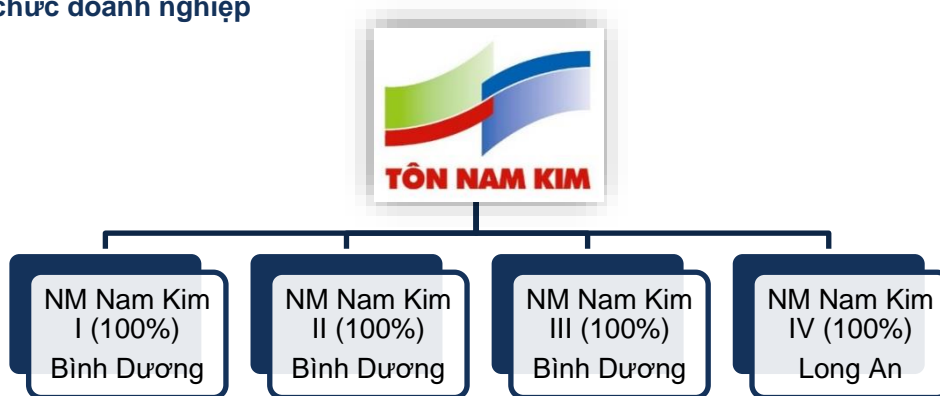
1.2 Quá trình phát triển doanh nghiệp

2002	Công ty cổ phần thép Nam Kim được thành lập vào ngày 23/12/2002, với vốn điều lệ 60 tỷ đồng. Trụ sở chính đặt tại lô đất với diện tích hơn 40.000m ² trên đường N1, cụm sản xuất An Thạnh, thị trấn An Thạnh, huyện Thuận An, tỉnh Bình Dương. Thời điểm này, NKG chuyên sản xuất tôn mạ kẽm và tôn mạ màu. Nguyên liệu đầu vào chính của NKG lúc đó là thép CRC.
2009	Thời gian đầu, NKG được điều hành dưới sự dẫn dắt của ông Trần Xảo Cơ. Đến năm 2009, ông Hồ Minh Quang mới chính thức làm giám đốc điều hành và giúp NKG lần đầu tiên đạt doanh thu trên 1.000 tỷ đồng.
2010	NKG đầu tư mở rộng năng lực sản xuất, tận dụng cơ hội phát triển mạnh mẽ của ngành công nghiệp thép. Ngày 11/03/2010, NKG đã khởi công xây dựng nhà máy NK2 với tổng công suất mạ gấp 7 lần nhà máy NK1, để có thể đáp ứng nhu cầu thị trường. Nhà máy NK2 được đặt tại Lô B2, Đường D3, KCN Đồng An 2, Phường Phước Hòa, Thị xã Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương.
2011	Công ty Cổ phần Thép Nam Kim chính thức được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TpHCM vào ngày 14/01/2011 với khối lượng 23 triệu cổ phiếu.
2012	Nhà máy NK2 đi vào hoạt động, nâng tổng sản lượng mạ của doanh nghiệp lên trên 350.000 tấn/năm. Với nhà máy NK2, NKG đã có thể sản xuất mặt hàng mới là tôn lạnh và khép kín được một phần chuỗi sản xuất bằng cách gia công thép CRC thay vì phải nhập khẩu 100% như trước đây.
2015	Hoạt động kinh doanh hiệu quả, bộ máy kinh doanh đã được tinh gọn lại và cơ cấu vốn cũng được cân đối để khỏe mạnh hơn. Các nhà máy hoạt động tối đa công suất trong hầu hết năm là nguyên nhân để NKG khởi công xây dựng nhà máy NK3. Mở rộng đầu tư và tăng công suất mạ lên thêm 800.000 tấn/năm – gấp đôi tổng công suất của nhà máy NK1 và NK2.
2016	Nhờ một dây chuyền mạ lạnh 300.000 tấn/năm của nhà máy NK3 đi vào hoạt động và xu hướng tốt lên chung của toàn ngành thép, NKG đạt tăng trưởng vượt trội nhất từ trước đến nay về doanh thu và lợi nhuận sau thuế, lần lượt là khoảng 9.000 tỷ và 500 tỷ.
2017 - nay	Đến cuối năm 2017, nhà máy NK3 gần như đi vào hoạt động hoàn toàn (trừ một dây chuyền mạ lạnh sẽ được đưa vào vận hành trong Quý 1.2018). Bên cạnh đó, nhà máy NK4 – chuyên sản xuất ống thép cũng đã chạy tối đa công suất từ giữa năm 2017.

Theo chúng tôi, NKG hiện đang ở giai đoạn phát triển trong vòng đời của doanh nghiệp. Để đến với nhận định như vậy phải đi từ vòng đời của toàn ngành thép Việt Nam đến khả năng và triển vọng tăng trưởng của riêng NKG. Cụ thể như sau:

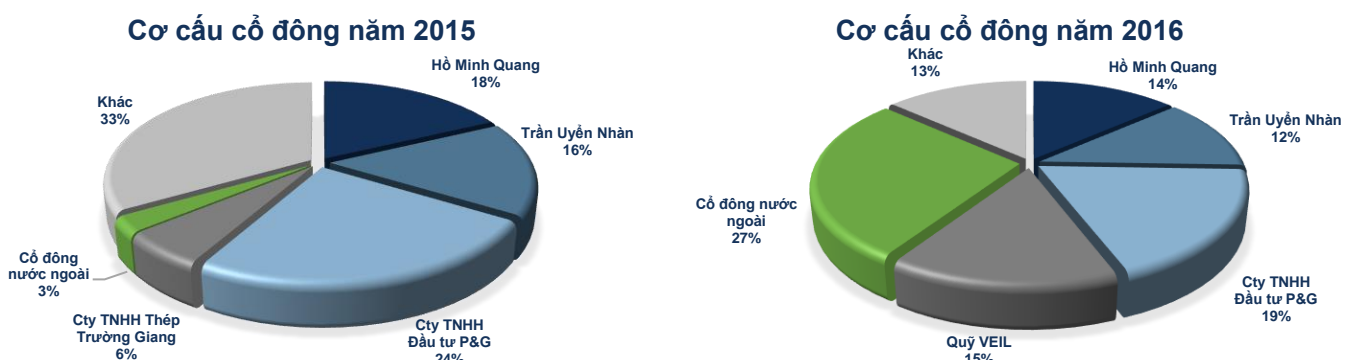
- Ngành thép Việt Nam hiện nay đang ở giai đoạn phát triển, với tốc độ tăng trưởng bình quân sản lượng thép giai đoạn 2012 – 2016 đạt 17,5%/năm. Nhu cầu tiêu thụ thép/người chỉ mới khoảng 240kg trong năm 2016, thấp hơn so với mức trung bình của châu Á, ước tính 267kg/người. Riêng mảng thép dẹt – tôn mạ, dư địa tăng trưởng cho các doanh nghiệp nội địa thậm chí còn lớn hơn vì mảng này vẫn chưa được đầu tư đầy đủ và nhu cầu sử dụng sản phẩm thép dẹt trong nước còn thấp do ngành công nghiệp ô tô, đồ điện gia dụng và đồ hộp vẫn còn yếu kém.
- Công suất sản xuất thép của NKG vẫn tiếp tục tăng mạnh trong các năm tới. Các nhà máy của NKG vẫn đang trong quá trình đầu tư xây dựng (NK2 hoàn thành năm 2015 và NK3 dự kiến sẽ hoàn thành vào đầu năm 2018). Hơn thế nữa, doanh thu và sản lượng sản xuất tăng đều trong giai đoạn 10 năm gần đây (xem chi tiết bên dưới). Và việc NKG chưa khép kín hoàn toàn chuỗi giá trị (sản xuất thép HRC) cũng là một cơ hội tăng trưởng tốt sau này.

1.3 Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp



Cơ cấu tổ chức thuận tiện cho quá trình vận hành sản xuất. Mô hình doanh nghiệp của NKG khá đơn giản với 04 công ty con cũng là các nhà máy đa phần nằm tại Bình Dương và không có công ty liên kết. Trong đó, nhà máy NK1 nằm tại trụ sở chính ở cụm sản xuất An Thạnh, còn nhà máy NK2 và NK3 nằm tại KCN Đồng An 2, thành phố Bình Dương. Riêng nhà máy NK4 chuyên sản xuất ống thép được đặt tại Long An. Việc đa phần các nhà máy được đặt ở vị trí gần nhau giúp cho NKG dễ dàng vận chuyển nguyên liệu sản xuất, giúp giảm chi phí vận chuyển chung cho doanh nghiệp.

1.4 Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Các báo cáo tài chính của NKG, FPTs Research

Sự chiếm lĩnh của các cổ đông sáng lập trong cơ cấu cổ đông là khá lớn tại NKG. Trong đó, ông Hồ Minh Quang và các bên liên quan chiếm giữ phần lớn; tuy nhiên tỷ lệ này đang giảm dần xuống tạo ra cơ hội cho các quỹ đầu

tư và các khách hàng tổ chức khác mua vào. Đáng chú ý là sự xuất hiện lần đầu tiên của một quỹ đầu tư quy mô lớn - VEIL (do Dragon Capital quản lý) vào năm 2016, chiếm 15% trong cơ cấu cổ đông của NKG. Đây là kết quả của đợt phát hành cổ phiếu cho đối tác riêng lẻ huy động vốn cho việc xây dựng nhà máy NK3.

Đầu tư nước ngoài vào NKG tăng đột biến trong năm 2016. Sự cải thiện sức khỏe tài chính và triển vọng lạc quan của NKG trong những năm sắp tới đã thu hút mạnh dòng tiền từ các nhà đầu tư nước ngoài vào doanh nghiệp. Cụ thể, năm 2015 tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài chỉ gần 3%, nhưng đã tăng mạnh lên 27% vào thời điểm cuối năm 2016. Trong tổng số 14 cổ đông tổ chức, doanh nghiệp Unicoh – chuyên cung cấp hóa chất và cũng là nhà cung cấp chiến lược của NKG, chiếm tỷ lệ lớn nhất, 9,09%. Lượng cổ phiếu mà Unicoh sở hữu cũng đến từ đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho đối tác chiến lược nhằm huy động vốn xây nhà máy NK3.

Với việc có một cổ đông chiến lược là nhà cung cấp, điều này sẽ giúp Nam Kim chủ động hơn phần đầu vào mà Unicoh cung cấp. Hơn thế nữa, quỹ VEIL và Unicoh chiếm hơn 25% tổng số cổ phần phổ thông của NKG còn giúp cho các cổ đông bên ngoài có tiếng nói hơn trong các quyết định trọng yếu của doanh nghiệp.

Dù cơ cấu cổ đông tương đối tập trung nhưng tỷ lệ giao dịch tự do của cổ phiếu NKG cũng khá cao, khoảng 25% - 27% trên tổng khối lượng cổ phiếu niêm yết. Khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày và một năm gần nhất đạt lần lượt là 400 ngàn và 500 ngàn cổ phiếu mỗi ngày. Đây là mức thanh khoản khá lớn so với mức thanh khoản trung bình một năm gần nhất của sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX), 410 ngàn cổ phiếu/ngày.

Quá trình tăng vốn chủ sở hữu:



Từ năm 2008 đến nay, vốn chủ sở hữu của NKG tăng trưởng chủ yếu nhờ tăng vốn điều lệ do hoạt động phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược. Chỉ có năm 2015 và 2016, một phần tăng trưởng đáng kể trong vốn chủ sở hữu mới đến từ lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp.

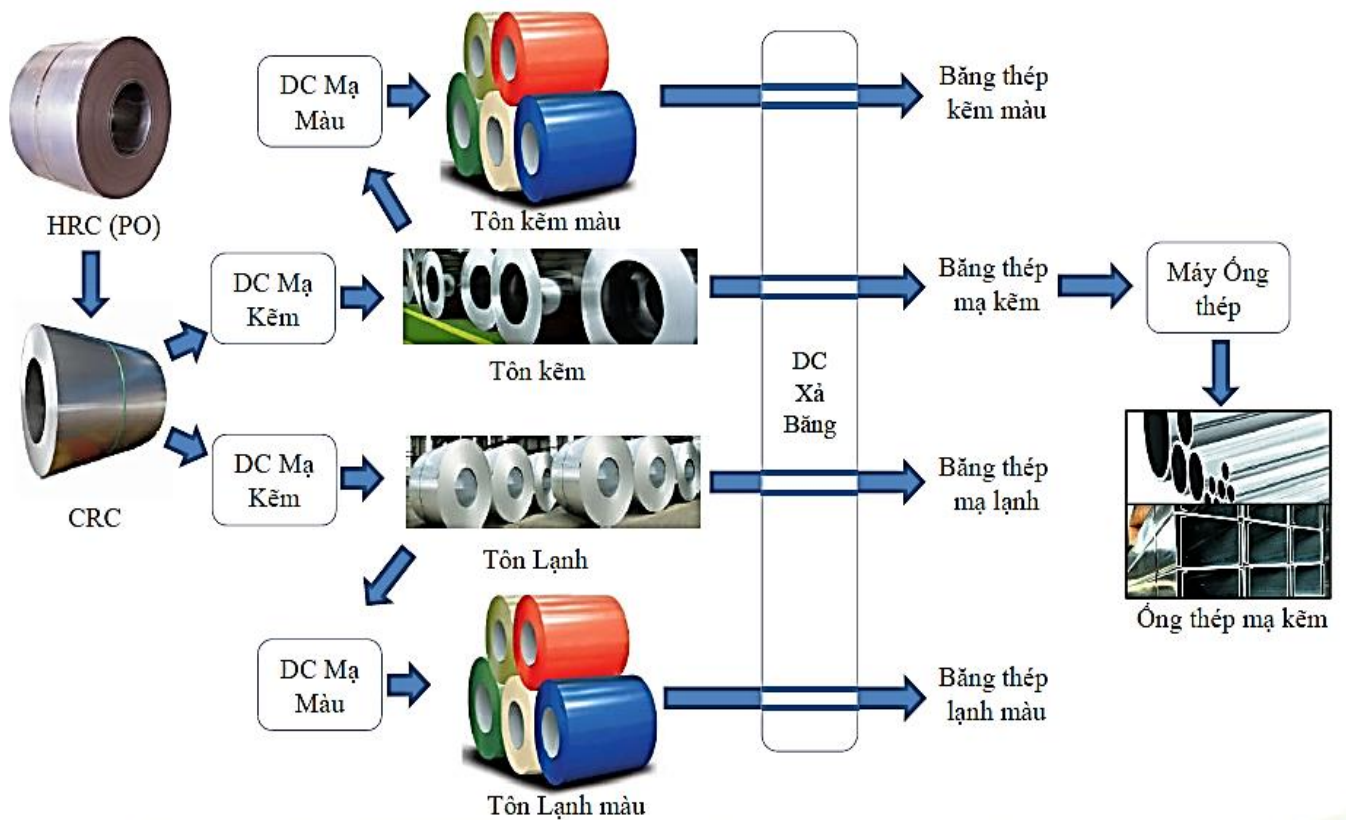
Thống kê các lần tăng vốn điều lệ của NKG từ 2009 – 2016: *(Nguồn: Các báo cáo tài chính của NKG, FPTs Research)*

Năm	Đối tượng phát hành	Số cp phát hành	% so với lượng cp ban đầu	% pha loãng	Tăng trưởng LNST trong năm
Giai đoạn trước niêm yết:				<i>(Mệnh giá: 1.000.000 đồng/cổ phiếu)</i>	
2009	Chủ tịch HĐQT	78.900	110%	111%	1350%
				<i>(Mệnh giá: 10.000 đồng/cổ phiếu)</i>	
2010	Cổ đông hiện hữu và BLĐ	8 triệu	53,3%	20%	-10%
Giai đoạn sau niêm yết:					
2014	Công ty Đầu tư P&Q	10 triệu	33,4%	8%	48%
2015	CBCNV (chọn lọc)	798.000	2%	0,7%	64%
2016	Công ty UnicoH	6 triệu	36,5%	14,4%	311%
	Quỹ đầu tư Veil	10 triệu			

Bắt đầu từ lúc niêm yết năm 2011 đến cuối năm 2016, NKG đã phát hành cho cổ đông riêng lẻ 03 lần vào các năm 2014, 2015 và 2016. Tuy nhiên, mức độ pha loãng cho cổ đông phổ thông đều được đền bù xứng đáng bởi tốc độ tăng trưởng LNST cao hơn rất nhiều của doanh nghiệp.

Tháng 07/2017 vừa qua, NKG đã được cổ đông thông qua việc tiếp tục phát hành thêm 30 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược giai đoạn 2017 – 2018. Giá phát hành không thấp hơn 27.000 đồng/cp, sẽ mang lại khoảng 810 tỷ đồng cho doanh nghiệp. Số tiền này được dùng để đầu tư bổ sung vào nhà máy NK3 và thêm vào vốn lưu động.

1.5 Chuỗi giá trị kinh doanh của Nam Kim



Nguồn: NKG

Thép HRC (nhập khẩu 100%) sẽ được tẩy rỉ sét và phủ dầu thông qua dây chuyền PO. Sau đó, cuộn HRC (đã qua PO) sẽ được đưa vào dây chuyền cán nguội – CRC, để có được độ dày theo đúng yêu cầu sử dụng. Công đoạn tiếp theo là mạ với phương pháp mạ nhúng nóng liên tục. Thép CRC được cho qua lò ủ để làm tăng độ bám dính rồi sẽ được chạy qua bể chứa kẽm hoặc hợp kim nhôm-kẽm ở thể lỏng. Thành phẩm sẽ là tôn mạ kẽm (bể kẽm) hoặc tôn lạnh (bể hợp kim nhôm kẽm). Các công đoạn còn lại như phủ màu hoặc cuốn ống có thể được thực hiện thêm nhằm phục vụ các yêu cầu khác.

Nam Kim là một trong số ít doanh nghiệp Việt Nam có chuỗi sản xuất khép kín từ thép HRC cho đến thành phẩm cuối là ống thép và tôn mạ màu các loại. Nhiều doanh nghiệp tôn mạ khác trong nước vì không có vốn đầu tư hoặc khả năng quản lý không đủ mà chỉ làm một vài công đoạn trong chuỗi sản xuất trên. Những ngày đầu thành lập, NKG cũng chỉ bắt đầu ở công đoạn nhập khẩu thép CRC về và mạ thành tôn kẽm rồi bán. Tuy nhiên, nhận thức được những lợi ích đáng kể của việc mở rộng chuỗi sản xuất sang hai đầu, NKG đã liên tục đầu tư và có kết quả như ngày hôm nay. Mở rộng về hướng thượng nguồn, thay vì đơn thuần nhập thép CRC về gia công, NKG đã bắt tay đầu tư dây chuyền cán nguội để có thể sản xuất trực tiếp từ thép HRC. Về hướng hạ nguồn của chuỗi sản xuất, NKG lần lượt mở rộng dây chuyền mạ kẽm, đầu tư thêm các dây chuyền mạ lạnh, mạ màu và gần đây nhất là các dây chuyền ống thép. Sự đúng đắn của chiến lược đầu tư này của NKG thể hiện rõ ràng qua sự cải thiện biên lợi nhuận gộp trong 5 năm gần nhất (xem thêm bên dưới Phần lợi nhuận gộp).

1.6 Vị thế doanh nghiệp

NKG là một trong các doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành thép Việt Nam. Riêng trong mảng tôn mạ, NKG vẫn duy trì vị thế là nhà sản xuất lớn thứ hai trong nhiều năm qua, chỉ đứng sau tập đoàn tôn Hoa Sen – HSG.

Bảng tóm tắt các chỉ số về 3 doanh nghiệp mảng tôn mạ lớn đang niêm yết

	NKG	HSG	DTL
Công suất mạ (tấn)	720.000	1.200.000	400.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.189	11.200	1.426
Doanh thu (tỷ đồng)	8.941	19.853	2.886
LNST (tỷ đồng)	517	1.753	159
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6.390	13.956	2.487
VCSH (tỷ đồng)	1.736	4.684	1.000
Thị phần mảng tôn 2016	15%	32%	3%

Nguồn: Báo cáo thường niên các doanh nghiệp, FPT Research

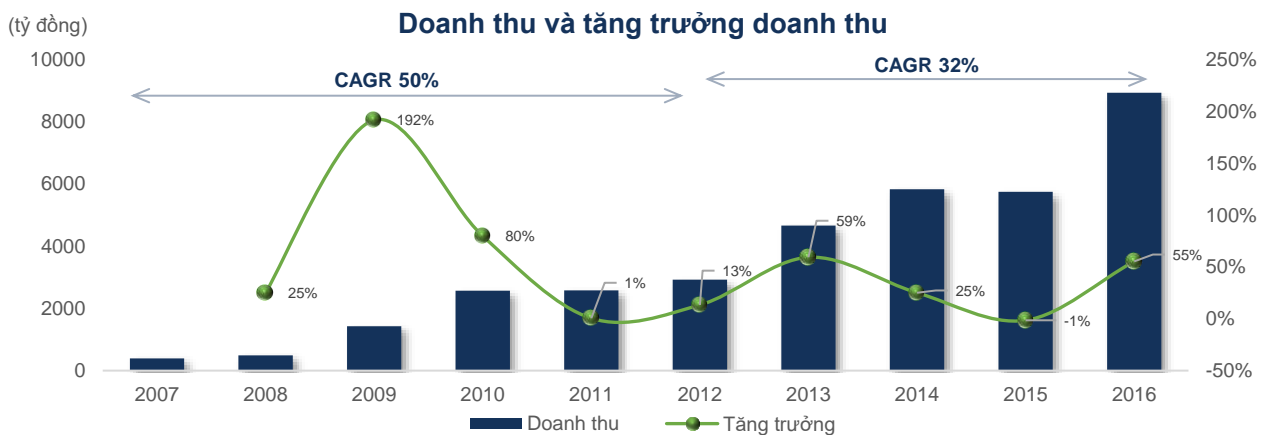
Nam Kim hoạt động trong phân khúc thép dẹt, cụ thể là sản xuất tôn mạ các loại và ống thép. Tôn mạ là sản phẩm truyền thống và chủ lực của NKG từ những ngày đầu thành lập. Hiện tại, NKG vẫn đang đứng vị trí thứ hai trong phân khúc tôn mạ trong nước, thị phần năm 2016 khoảng 15%. Ngược lại, ống thép là mảng hoạt động mới bắt đầu từ năm 2012 nhưng thị phần của NKG trong mảng này liên tục tăng và đạt hơn 5% trong năm 2016.

Trong nước, NKG bán hàng mạnh nhất ở khu vực phía Nam vì các nhà máy của doanh nghiệp đều được đặt tại Bình Dương. Bên cạnh kênh tiêu thụ nội địa, NKG cũng rất chú trọng đến thị trường xuất khẩu. Theo số liệu từ Hiệp Hội Thép Việt Nam, NKG là doanh nghiệp có tỷ lệ xuất khẩu trong cơ cấu đầu ra cao nhất ngành thép Việt Nam, tỷ lệ này tăng liên tục và đạt 50% trong năm 2016. Với tỷ lệ xuất khẩu cao như vậy, NKG cũng đồng thời là doanh nghiệp xuất khẩu nhiều đứng thứ hai về số lượng trong cả ngành thép Việt Nam.

2. TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

2.1 Doanh thu

2.1.1 Tình hình chung của doanh thu trong những năm qua



Nguồn: Các báo cáo tài chính của NKG, FPT Research

Nhìn chung, cả giai đoạn 2007 – 2016, doanh thu của NKG cho thấy một xu hướng tăng rõ rệt. Doanh thu tăng từ 391 tỷ đồng năm 2007 lên đến gần 9.000 tỷ đồng năm 2016, tốc độ tăng trưởng bình quân +40% yoy. Doanh thu tăng mạnh được dẫn dắt bởi mức tăng CAGR +35% của sản lượng trong cùng giai đoạn. Năm 2012 chính là cột mốc đánh dấu sự thay đổi của NKG. Hoạt động tái cơ cấu mạnh mẽ của giai đoạn này từ khi CEO mới nhậm chức đã giúp cho NKG có những bước chuyển mình.

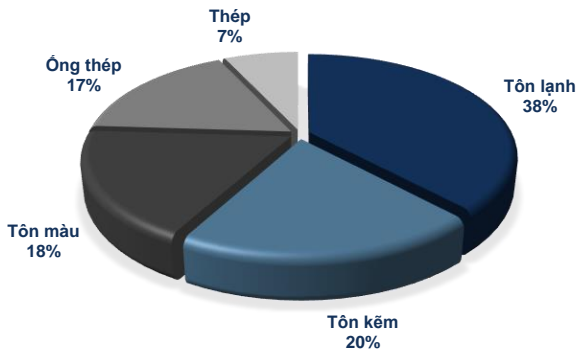
Giai đoạn trước năm 2012, đây là thời gian đầu mới thành lập nên quy mô doanh nghiệp còn khá khiêm tốn, công suất chỉ vón vện 50 ngàn tấn tôn mạ mỗi năm đến từ nhà máy NK1. Tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn này đến từ hoạt động thương mại là chủ yếu. Trong vòng 6 năm, từ 2007 – 2012, doanh thu của NKG tăng từ 391 tỷ lên 2.927 tỷ đồng, với tốc độ tăng trưởng bình quân gần 50% mỗi năm. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng của doanh nghiệp lại có chiều hướng xấu đi, giảm từ 5 tỷ đồng (năm 2007) xuống âm 105 tỷ đồng (năm 2012). Nguyên nhân do thời gian này NKG sử dụng nợ vay quá nhiều làm bào mòn hết lợi nhuận của doanh nghiệp. Đồng thời, hoạt động kinh doanh thương mại thép không mang lại kết quả tốt dẫn đến thua lỗ lớn.

Từ năm 2012 đến nay, NKG thật sự đã có những bước tiến đáng kể trong tăng trưởng. Doanh thu tăng mạnh từ 2.927 tỷ (năm 2012) lên 8.936 tỷ đồng (năm 2016), CAGR +32% yoy. Trong thời gian này, hoạt động tái cơ cấu nội bộ diễn ra toàn diện làm thay đổi cơ cấu nguồn vốn, chiến lược đầu tư, chính sách hoạt động... Hơn thế nữa, nhà máy NK2 bắt đầu đi vào hoạt động cuối năm 2012, đã giúp công suất tăng lên 200 ngàn tấn/năm. Bên cạnh đó, doanh thu tăng mạnh từ năm 2012 còn nhờ chính sách bán hàng mới. Doanh nghiệp đã đẩy mạnh hiệu quả hoạt động ở các đại lý bằng cách tăng cường công tác quảng bá sản phẩm, chính sách ưu đãi tốt đối với các đại lý. Đồng thời, hoạt động thương mại cũng đã chấm dứt, doanh nghiệp tập trung nguồn lực cho hoạt động sản xuất cốt lõi. Các hoạt động đổi mới trên đã dẫn đến việc NKG thực sự bức phá và tạo đà tăng trưởng dài hạn mạnh mẽ.

Năm 2016 là “năm vàng” của ngành thép và cũng là một năm bứt phá của NKG. Doanh thu đạt 8.936 tỷ đồng, tăng mạnh 55% so với năm 2015 và hoàn thành 113% so với kế hoạch đặt ra. Doanh thu tăng mạnh đến từ xu hướng tăng trưởng chung của toàn ngành do giá thép tăng trong suốt năm 2016. Bên cạnh đó sự tăng trưởng cũng bắt nguồn từ nội tại của doanh nghiệp như gia tăng công suất sản xuất do đưa dây chuyền mạ lạnh mới 300 ngàn tấn/năm tại nhà máy NK3 vào hoạt động tháng 10/2016. Tính đến cuối năm 2016, tổng công suất tôn mạ toàn doanh nghiệp là 700 ngàn tấn/năm, tăng hơn 60% so với năm 2015.

2.1.2 Doanh thu phân loại theo sản phẩm

Cơ cấu sản phẩm chung 2016 theo doanh thu

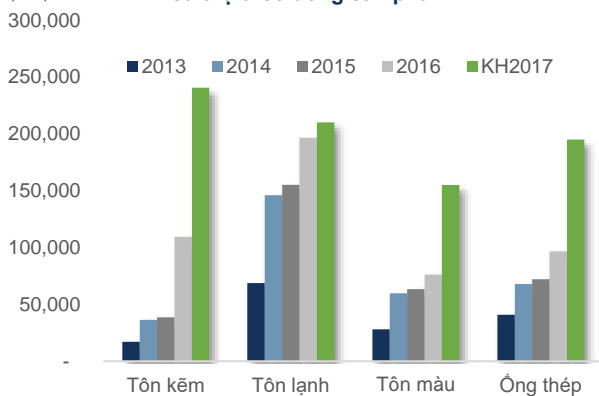


NKG chuyên sản xuất tôn mạ các loại và ống thép. Chi tiết về cơ cấu sản phẩm năm 2016 theo doanh thu như sau:

- Tôn lạnh (38%)/tôn kẽm (20%)/tôn màu (18%) dùng trong xây dựng như lợp mái, nhà thép tiền chế, sản xuất ống thép... ngoài ra còn có thể dùng trong sản xuất công nghiệp như ô tô, điện công nghiệp và gia dụng...
- Ống thép (17%) chủ yếu dùng trong hệ thống ống dẫn và xây dựng công trình.
- Thép cuộn cán nguội - CRC (7%), dùng làm đầu vào cho sản xuất tôn lạnh/kẽm/màu và ống thép.

Tôn mạ các loại là sản phẩm trọng yếu chiếm hơn 70% cơ cấu đầu ra, phần còn lại là ống thép và thép CRC.

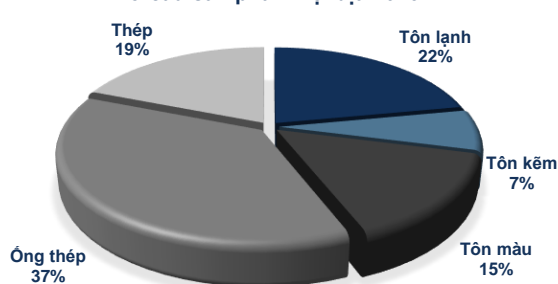
Tiêu thụ theo dòng sản phẩm



Tôn kẽm và tôn lạnh là hai sản phẩm nòng cốt nhất của NKG. Các loại sản phẩm khác trong cơ cấu sản phẩm chỉ là đầu ra của tôn kẽm và tôn lạnh. Do tính đặc thù của ngành tôn mạ, một dây chuyền mạ có thể sản xuất cả tôn kẽm và tôn lạnh. Tất cả việc cần làm chỉ là đổi chảo mạ, thay loại dung dịch mạ kẽm thành dung dịch mạ lạnh. Vì vậy cơ cấu sản phẩm của NKG mỗi năm cũng không cố định chặt chẽ.

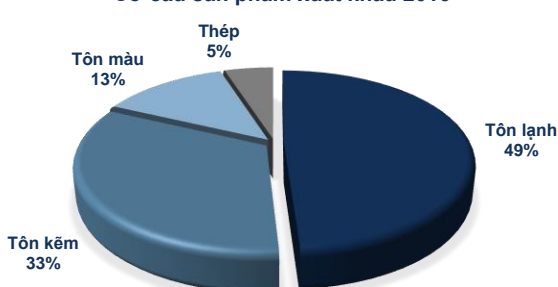
Tuy nhiên, sản phẩm tôn lạnh cao cấp và có thời gian sử dụng dài hơn tôn kẽm nên được thị trường trong ngoài nước ưa chuộng hơn. Điều này dẫn đến số lượng tiêu thụ tôn lạnh qua các năm đều cao hơn tôn kẽm.

Cơ cấu sản phẩm nội địa 2016

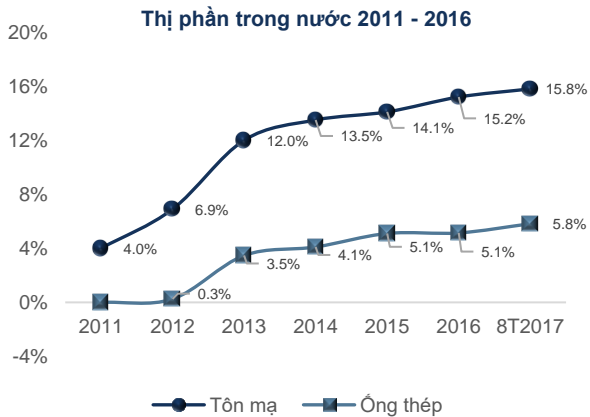


Ở thị trường trong nước, tỷ trọng tiêu thụ ở mảng tôn mạ và ống thép khá cân bằng. Đáng chú ý, vì nhu cầu trong nước lớn và gặp hạn chế về chất lượng nên toàn bộ lượng ống thép NKG sản xuất ra đều được tiêu thụ trong nước, do đó tỷ trọng ống thép trong cơ cấu bán hàng nội địa chiếm hơn 1/3. Ngược lại, mặt hàng tôn mạ dù có tỷ trọng 70% trong tổng cơ cấu bán hàng nhưng lại chiếm tỷ trọng khá khiêm tốn trong thị trường nội địa, chỉ khoảng 40%. Tỷ trọng bán hàng tôn mạ nội địa của NKG khá thấp với nguyên nhân chủ yếu vì cạnh tranh trong nước ở mảng khá cao.

Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu 2016



Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu lại đối lập hoàn toàn với trong nước. Các sản phẩm tôn mạ vươn lên và chiếm gần như toàn bộ cơ cấu xuất khẩu, khoảng 95%. Tôn lạnh và tôn kẽm là hai mặt hàng chủ lực xuất khẩu của NKG trong những năm qua. Lợi thế cạnh tranh của sản phẩm xuất khẩu NKG nằm ở chất lượng cao và không bán phá giá. Sắp tới, khi nhà máy mới NK3 hoạt động 100% thì có thể tỷ trọng xuất khẩu sẽ cao hơn nữa do chất lượng và số lượng sản phẩm tôn mạ thành phẩm được nâng cao và được các thị trường khó tính dễ chấp nhận.



Nguồn: NKG, VSA và FPTTS Research

Thị phần mảng tôn mạ và ống thép của NKG tăng trưởng liên tục trong giai đoạn 2011 – 2016. Theo số liệu thống kê từ Hiệp hội Thép Việt Nam:

- **Ở mảng tôn mạ.** NKG đứng vị trí thứ tám trong nước vào năm 2011 nhưng doanh nghiệp đã vươn lên vị trí thứ hai từ năm 2013 và giữ vững thứ hạng đó đến nay.
- **Ở mảng ống thép.** NKG bắt đầu sản xuất vào năm 2012 và đã chiếm gần 6% thị phần ống thép cả nước sau 5 năm sản xuất.

Dự kiến trong thời gian tới khi nhà máy NK3 (tôn mạ) và NK4 (ống thép) đi vào hoạt động 100%, Nam Kim sẽ tăng lượng thành phẩm bán ra. Cơ cấu thị phần mảng tôn mạ và ống thép Việt Nam dự kiến sẽ có biến động.

2.1.3 Doanh thu phân loại theo thị trường

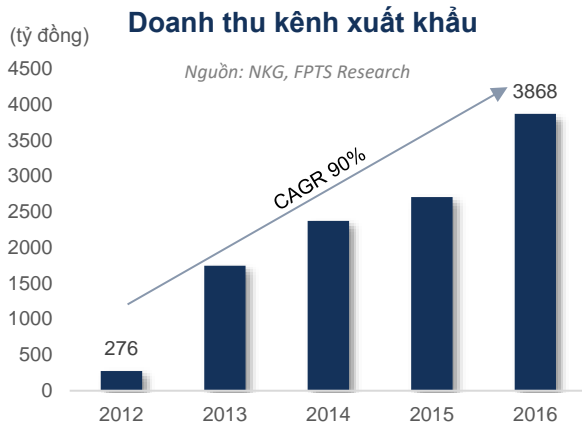
NKG đang hướng đến sự cân bằng giữa tiêu thụ trong nước và xuất khẩu, giảm dần tỷ lệ tiêu thụ nội địa và tăng dần tỷ lệ xuất khẩu. Trước năm 2012, NKG chủ yếu phân phối sản phẩm trong nước. Thị trường miền Nam là đích đến chủ lực, chiếm khoảng 90% cơ cấu đầu ra. Do nhận thấy tiềm năng tích cực của thị trường nước ngoài nên NKG đã đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu. Trong năm 2012, tỷ trọng doanh thu xuất khẩu chỉ 9% thì sang năm 2013 đã nhảy vọt lên 37%, tăng gấp bốn lần.

Quan sát cơ cấu doanh thu giai đoạn 2012 – 2016, độ lớn cả sản lượng và doanh thu xuất khẩu tăng đều qua các năm. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, trong tương lai, NKG vẫn đặt mục tiêu duy trì sự cân bằng giữa hai thị trường đầu ra xuất khẩu và nội địa nhằm tránh sự phụ thuộc quá cao vào bất cứ bên nào.

		2012	2013	2014	2015	2016	6T2017
Kênh Xuất khẩu	Sản lượng (tấn)	33.000	90.000	136.000	186.000	280.000	152.000
	Tỷ trọng	24%	45%	44%	44%	52%	51%
	Doanh thu (tỷ)	276	1.747	2.373	2.706	3.868	3.080
	Tỷ trọng	9%	37%	41%	47%	43%	56%
Kênh Nội địa	Sản lượng (tấn)	107.000	110.000	174.000	234.000	260.000	148.000
	Tỷ trọng	76%	55%	56%	56%	48%	49%
	Doanh thu (tỷ)	2.651	2.878	3.451	3.034	5.068	2.406
	Tỷ trọng	91%	62%	59%	53%	57%	44%

Nguồn: Các báo cáo tài chính của NKG, VSA, FPTTS Research

❖ Kênh xuất khẩu



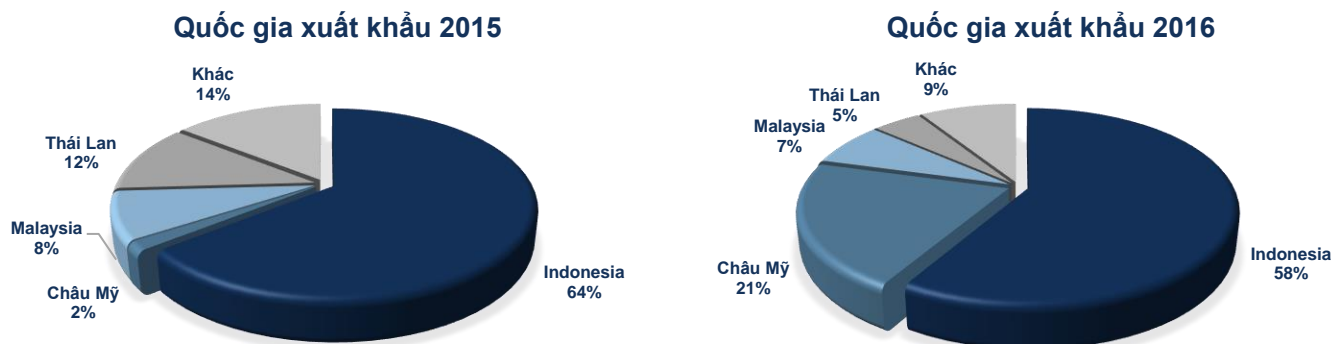
Hoạt động xuất khẩu của NKG tăng mạnh mẽ trong 5 năm gần đây. Từ chưa đến ¼ cơ cấu đầu ra trong năm 2012, khối lượng hàng xuất khẩu đã tăng vọt lên hơn 50% trong năm 2016, tỷ trọng tăng gấp đôi và doanh thu tăng gấp 14 lần trong vòng 5 năm. Bên cạnh sự ưu tiên của ban lãnh đạo cho hoạt động xuất khẩu, một trong những nguyên nhân xuất khẩu tăng mạnh so với các doanh nghiệp đối thủ là nhờ khả năng phòng vệ thương mại tốt của doanh nghiệp. Như ở hai thị trường nhập khẩu truyền thống tôn thép của Việt Nam là Malaysia và Thái Lan, NKG đều được áp mức thuế chống bán phá giá thấp nhất so với các đối thủ trong nước. Đây là một lợi thế của NKG so với các doanh nghiệp tôn mạ khác trong nước, giúp ổn định một phần khối lượng xuất khẩu.

Việc các sản phẩm được chấp nhận tại nhiều thị trường cũng nói lên được chất lượng đảm bảo của hàng tôn mạ Nam Kim. Sản phẩm của NKG đáp ứng được nhiều tiêu chuẩn chất lượng quốc tế như Nhật (JIS), Mỹ (ASTM), Úc (Australian Standard), Malaysia (SIRIM), Anh (BSI/UKAS) và Indonesia (SNI).

Thuế CBPG tôn mạ màu của Malaysia 2015	Thuế CBPG tôn lạnh của Thái Lan 2017
- Nam Kim: 0%	- Nam Kim: 4,51% - 5,61%
- Sunscos: 12,06%	- Sunscos: 6,2% - 85,36%
- Còn lại: 34,85% (HSG, DTL, TpK, PN)	- Hoa Sen: 6,63% - 7,94%
- Trung Quốc: 52,10%	- Còn lại: >30%

Nguồn: NKG, FPTs Research

Hiện nay NKG đã xuất khẩu đến hơn 40 quốc gia trên toàn thế giới và đặc biệt là thị trường Đông Nam Á (chiếm 70 – 80% cơ cấu xuất khẩu). Thị trường Đông Nam Á nói chung có ngành thép chưa phát triển mạnh nên nhu cầu thép còn cao dẫn đến thu hút nhập khẩu tôn mạ từ Việt Nam. Thị trường xuất khẩu có biên lợi nhuận thấp hơn so với nội địa và các yêu cầu về tiêu chuẩn sản phẩm có phần khắt khe hơn. Tuy nhiên, việc đa dạng hóa các thị trường đầu ra rất quan trọng, giúp giảm sự tập trung vào một thị trường. Hơn thế nữa, việc các đơn hàng xuất khẩu được đặt trước 2 – 3 tháng cũng giúp doanh nghiệp đảm bảo được điểm đến cho lượng tôn mạ sản xuất.



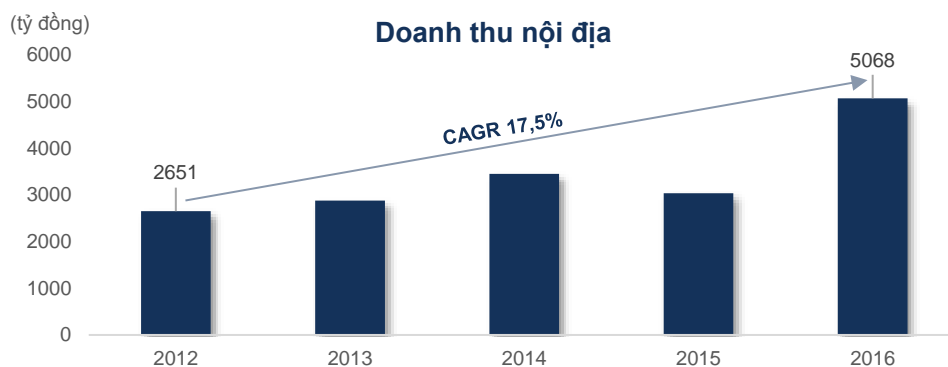
Nguồn: NKG, FPTs Research

Trong năm 2016, NKG đẩy mạnh kênh bán hàng xuất khẩu với các thị trường truyền thống tại châu Á (chiếm 75%) và một vài thị trường mới trong đó nổi bật là châu Mỹ chiếm 21% tổng doanh thu xuất khẩu. Quan sát có thể thấy Indonesia chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 60% trong cơ cấu xuất khẩu của NKG. Việc đặt tỷ trọng quá cao vào thị trường này sẽ gây rủi ro lớn cho NKG khi có biến động tại Indonesia. Bên cạnh đó, Thái Lan và Malaysia cũng là hai thị trường lớn chiếm lần lượt 5% và 7% trong năm 2016. Tại hai thị trường này, NKG có điểm mạnh là thuế nhập khẩu thấp so với đối thủ khác.

Theo đánh giá của chúng tôi, trong tương lai, NKG có thể sẽ gặp một số trở ngại với thị trường xuất khẩu. Việc thâm nhập các thị trường nhập khẩu tôn mạ truyền thống ngày càng khó khăn hơn vì các chính sách bảo hộ ngành thép của từng quốc gia. Biến động tiêu cực nhất đến từ thị trường Indonesia – cũng là thị trường xuất khẩu chủ lực của NKG, chiếm khoảng 60% trong cơ cấu xuất khẩu năm 2016. Cụ thể, Bộ thương mại Indonesia đã ký quyết định số 82/M-DAG/PER/12/2016 về việc áp dụng hạn ngạch thương mại, làm cho việc xuất hàng tôn mạ kẽm/lạnh từ Việt Nam vào Indonesia trở nên phức tạp, lãng phí thời gian và chi phí bán hàng tăng cao. Quyết định này sẽ ảnh hưởng mạnh đến sản lượng xuất khẩu của NKG và kéo chi phí bán hàng tăng lên trong năm 2017.

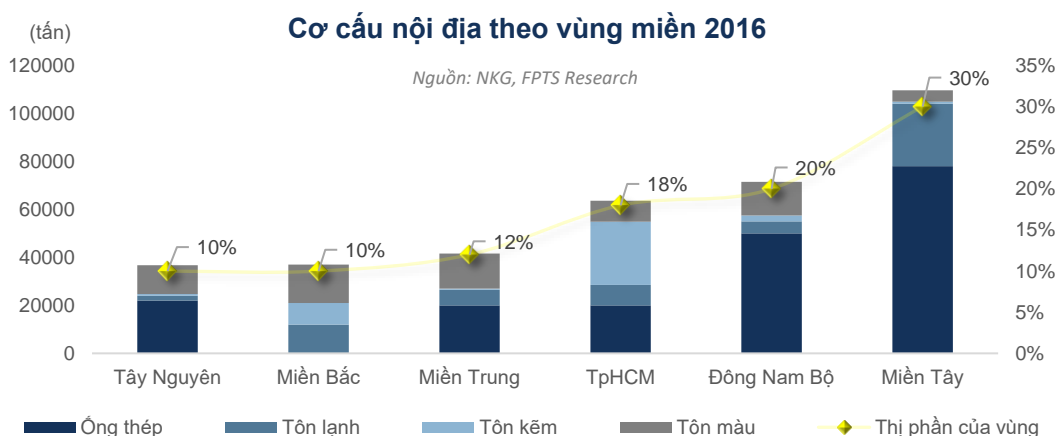
Các thị trường tiềm năng khác bên cạnh Đông Nam Á sẽ được NKG khai thác mạnh hơn từ năm 2017 vì những khó khăn gặp phải ở các thị trường truyền thống này. NKG đã nghiên cứu và đang mở rộng kinh doanh ở thị trường châu Âu, châu Mỹ và Trung Đông. Thực tế, NKG đã khá thành công khi đặt chân sang thị trường Mỹ trong năm 2016, khối lượng hàng xuất khẩu tăng 14 lần và chiếm hơn 20% trong cơ cấu xuất khẩu. Với các sản phẩm chất lượng cao và mẫu mã đẹp hơn do được sản xuất bằng các dây chuyền mới hiện đại của Đức tại nhà máy NK3 sẽ đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe của các thị trường này. Theo ban lãnh đạo NKG chia sẻ, trong năm 2017 Nam Kim đã mở rộng được tới các thị trường mới tại Châu Âu như Anh, Bỉ, Hà Lan... và một thị trường đặc biệt là Cuba khi chưa có doanh nghiệp tôn mạ trong nước nào thâm nhập được.

❖ Kênh nội địa



Nguồn: NKG, FPTs Research

Với việc đẩy mạnh kênh tiêu thụ xuất khẩu làm cho tỷ trọng bán hàng trong nước của NKG giảm sút qua các năm, từ 76% năm 2012 xuống còn gần 50% vào năm 2016. Tuy nhiên, xét về độ lớn tuyệt đối thì khối lượng hàng bán ra trong nước của NKG vẫn tăng đều đặn từ năm 2012, với CAGR +25%. Không giống như đối thủ HSG vốn rất chú trọng kênh bán lẻ trong nước với hoạt động bán hàng đến tận tay người dùng, NKG không đặt trọng tâm phát triển phân khúc này và chỉ dừng việc giao hàng đến các xưởng cán. Việc này giúp NKG giảm chi phí bán hàng so với đối thủ nhưng biên lợi nhuận gộp sẽ thấp hơn do phải chiết khấu nhiều cho đại lý. Trong kênh bán hàng nội địa, ban lãnh đạo NKG chia sẻ phần lớn khách hàng là các xưởng cán, chiếm hơn 85%, phần nhỏ còn lại là các khách hàng dự án.



Thị trường chiến lược của NKG trong nước là vùng phía Nam bao gồm khu vực TP HCM, Đông Nam Bộ và miền Tây. Hết năm 2016, NKG có 4 tổng kho trong đó 2 kho được bố trí nằm bên trong các nhà máy của Nam Kim tại KCN Đồng An và KCN Thuận An. Hai kho còn lại được mở tại miền Bắc (Hà Nội) và miền Tây (Vĩnh Long) vào năm 2015. Ban lãnh đạo dự kiến trong giai đoạn 2017 – 2020, NKG sẽ xây dựng thêm một tổng kho tại miền Trung – Tây Nguyên, nâng số tổng kho lên 5 và đặt bước chân tới đủ 3 miền đất nước Việt Nam.

Theo chia sẻ của NKG, các khách hàng là xưởng cán thường đến trực tiếp kho của Nam Kim để lấy hàng, vì vậy việc phân bổ các kho của NKG cũng là các chiến lược của doanh nghiệp để có thể với tới khách hàng khắp Việt Nam mà không cần phải mở quá nhiều chi nhánh.

Xét về triển vọng bán hàng theo kênh, trong khi các thị trường xuất khẩu truyền thống của NKG ngày càng dựng nhiều rào cản hơn thì triển vọng bán hàng nội địa năm 2017 của doanh nghiệp sẽ lạc quan hơn. Ngành tôn mạ trong nước được hưởng thuế tự vệ chống bán phá giá cho tôn mạ các loại từ đầu năm 2017. Cụ thể:

- Từ 30/03/2017, tôn mạ nhập khẩu từ Hàn Quốc và Trung Quốc bị áp mức thuế lên đến 38,34%.
- Từ 15/06/2017, tôn mạ nhập khẩu sẽ bị áp mức thuế 19% nếu vượt hạn mức nhập khẩu cho phép.

Lượng tôn mạ nhập khẩu vào Việt Nam chắc chắn sẽ bị giảm lại, dư địa sẽ mở rộng cho các doanh nghiệp nội địa. Vì vậy, với vị thế là doanh nghiệp đứng thứ hai trong mảng tôn mạ, từ năm 2017 NKG sẽ hưởng lợi nhiều từ việc áp thuế này.

2.1.4 Triển vọng tăng trưởng đến từ mở rộng công suất

Do cả ngành thép Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng nhanh nên NKG cũng không đứng ngoài xu hướng đó. Đây là tiền đề để NKG – một trong những doanh nghiệp đứng đầu của ngành sẽ tăng trưởng trong tương lai.

Tăng trưởng doanh thu của NKG đến từ việc mở rộng sản xuất – tăng số lượng thành phẩm bán ra. Trong những năm gần đây, các dây chuyền của NKG luôn hoạt động ở mức hơn 80% công suất thiết kế vì vậy NKG đã đầu tư thêm nhà máy NK3. Khi hoàn thành nhà máy mới này, tổng công suất tôn mạ của NKG sẽ đạt mốc 1,2 triệu tấn/năm. Bên cạnh đó, trong nỗ lực khép kín chuỗi sản xuất thì công suất sản xuất thép cán nguội của NKG cũng sẽ tăng lên 1 triệu tấn khi nhà máy NK3 hoạt động 100%. Các dây chuyền mới tại NK3 ban đầu sẽ chạy với công suất 50%, sau đó sẽ tăng dần công suất vào các năm sau.

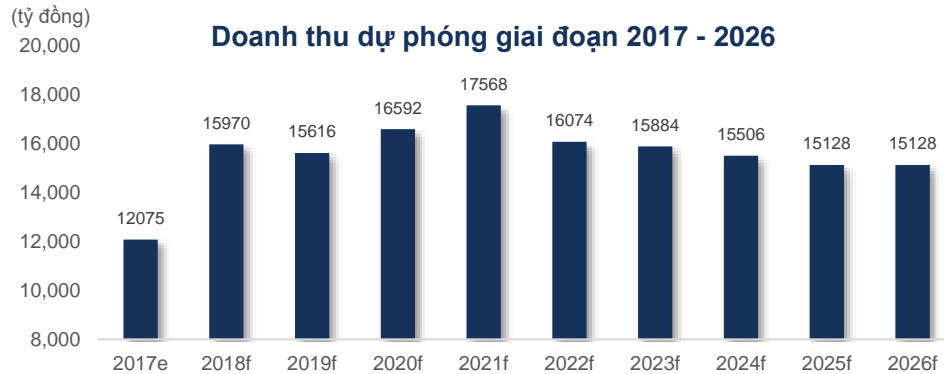
Bảng thống kê chi tiết các dây chuyền tại từng nhà máy của Nam Kim

Nhà máy	Loại sản phẩm	Số lượng dây chuyền	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Công nghệ	Thời gian hoàn thành
NK1	Tôn mạ kẽm – 1250mm	01	50.000	Hàn Quốc	2004
	Tôn mạ màu – 1250mm	01	36.000	Hàn Quốc	2004
	Ống thép	11	120.000	Đài Loan	2012
Tổng công suất mạ của NK1:			50.000		
NK2	Thép CRC	02	400.000	Đài Loan + Đức	2012 và 2015
	Tôn mạ kẽm – 650mm	01	100.000	Hàn Quốc	2012
	Tôn mạ lạnh – 1250mm	02	270.000	Đài Loan + Đức	2012 và 2015
	Tôn màu – 1250mm	01	120.000	Hàn Quốc	2012
	PO tẩy rỉ	01	300.000	Đài Loan	2012
Tổng công suất mạ của NK2:			370.000		
NK3	Thép CRC – 1450mm	02	600.000	Đức	03/2017 & 09/2017
	Tôn mạ kẽm – 1250mm	01	300.000	Đức	01/2018
	Tôn mạ lạnh – 1250mm	02	500.000	Đức	09/2016 & 06/2017
	Tôn màu – 1250mm	01	120.000	Đức	08/2017
	PO tẩy rỉ – 1450mm	01	600.000	Đài Loan	03/2017
Tổng công suất mạ của NK3:			800.000		
NK4	Ống thép	09	180.000	Đài Loan	09.2017
	Xả băng	02	180.000	Đài Loan	09.2017

Nguồn: NKG, FPTIS Research

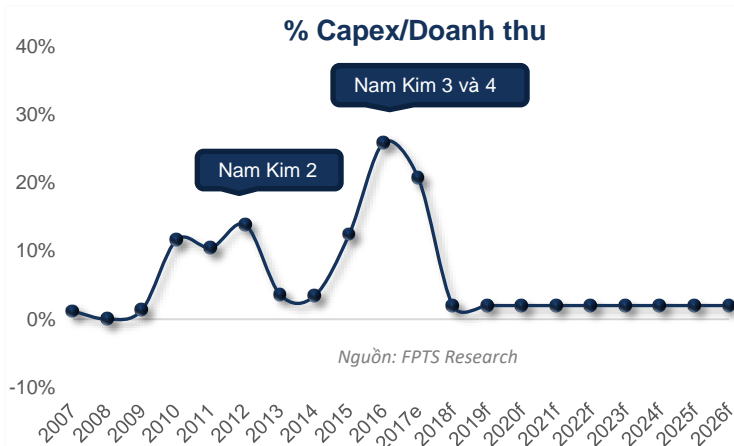
Với tiến độ đưa các nhà máy mới hoạt động 100% vào Quý 1/2018, chúng tôi ước tính mức độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2017 – 2021 là khoảng 10%/năm. Giai đoạn tiếp theo từ 2022 – 2026, tốc độ tăng trưởng doanh thu của NKG sẽ giảm dần, sau đó chậm đến mức tăng trưởng dài hạn 1% từ sau năm 2026.

Với xu hướng tăng trưởng doanh thu trong quá khứ, đồng thời kết hợp giữa giá bán và sản lượng bán hàng trong tương lai, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp trong giai đoạn 2017 – 2026 như sau:



Nguồn: FPTs Research

- Đối với sản lượng bán hàng.** Chúng tôi ước tính mức gia tăng mỗi năm dựa vào công suất thiết kế tăng thêm, chu kỳ của ngành bất động sản và hiệu lực của thuế chống bán phá giá cho tôn mạ tại Việt Nam. NKG sẽ sản xuất với công suất bình quân khoảng 75% vào năm 2017, sau đó tăng dần công suất mỗi năm và đạt 90% vào năm 2021. Từ năm 2022, thuế tự vệ tôn mạ tại Việt Nam hết hiệu lực nên NKG sẽ phải cạnh tranh gay gắt hơn với tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc. Chưa kể các doanh nghiệp thép khác trong nước cũng tăng công suất tôn mạ dẫn đến cạnh tranh khốc liệt hơn như thép Hòa Phát, thép Pomina, tôn Hoa Sen, tôn Đông Á... Vì thế, từ năm 2022, chúng tôi cho rằng NKG buộc phải giảm dần công suất sản xuất cho phù hợp với mức độ cạnh tranh mới của thị trường, chạm mức 80% công suất vào năm 2025 và duy trì mức công suất này cho giai đoạn tăng trưởng bền vững.
- Đối với giá bán,** chúng tôi kết hợp giữa giá bán doanh nghiệp dự phóng và dự phóng của riêng chúng tôi dựa vào công suất thiết kế tăng thêm, chu kỳ ngành bất động sản và hiệu lực của thuế chống bán phá giá cho tôn mạ tại Việt Nam. Trong năm 2017, do giá thép HRC tăng hơn so với năm 2016, nên chúng tôi kỳ vọng giá bán thành phẩm bình quân của NKG cũng sẽ tăng khoảng 7%. NKG rất chú trọng trong việc đa dạng hóa thị trường đầu ra và tránh bị áp thuế chống bán phá giá từ các nước khác. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giá bán trong kênh xuất khẩu của NKG ở mức trung bình khoảng 14 triệu đồng/tấn trong giai đoạn dự phóng. Giá bán kênh nội địa sẽ có nhiều biến động theo xu hướng giảm vì cạnh tranh trong nước tăng cao. Không còn giữ vững giá 20 triệu đồng/tấn như năm 2017, giá bán trong nước của NKG sẽ giảm dần xuống mức 18 triệu/tấn từ năm 2019 đến năm 2021 vì ngành bất động sản dự kiến sẽ giảm sút trong giai đoạn này. Từ năm 2022, giá bán trong nước tiếp tục giảm xuống mức 17 triệu/tấn vì thuế tự vệ tôn mạ Việt Nam hết hiệu lực và các doanh nghiệp đối thủ khác tăng mạnh công suất tôn mạ làm cho mức độ cạnh tranh gay gắt hơn.



Doanh thu của NKG tăng mạnh đến từ việc mở rộng thị trường và gia tăng công suất sản xuất thông qua đầu tư thêm tài sản cố định là nhà xưởng và máy móc thiết bị. Giá trị TSCĐ hữu hình tại thời điểm 31/12/2016 là 1.824 tỷ đồng, tăng 411 tỷ đồng so với cùng kỳ năm trước, chủ yếu do khoản chuyển từ xây dựng cơ bản dở dang thành TSCĐ hữu hình trong năm 2016. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong TSCĐ hữu hình là móc móc thiết bị và nhà cửa tỷ lệ lần lượt là 77% và 16%.

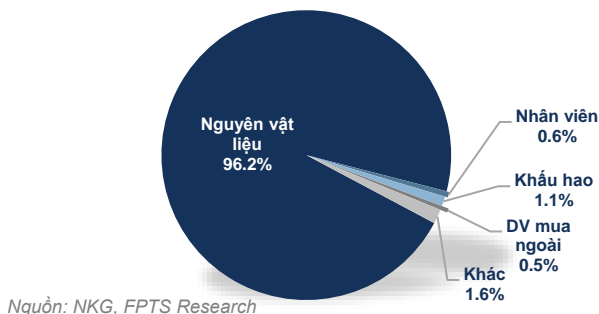
Do đang xây dựng nhà máy NK3 nên chi tiêu vốn trong giai đoạn 2015 – 2017 của NKG rất lớn. Ước

tính chi tiêu vốn cho năm 2017 để hoàn thiện nhà máy NK3 là khoảng 1.700 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2018 – 2026, NKG sẽ chỉ đầu tư tài sản cố định để duy trì hoạt động kinh doanh, vì vậy chúng tôi dự báo chi tiêu vốn của NKG vào khoảng 2% doanh thu mỗi năm, tương tự như trong giai đoạn trước đầu tư vào những năm 2013 – 2014.

2.2 Lợi nhuận gộp

2.2.1 Cơ cấu chi phí đầu vào

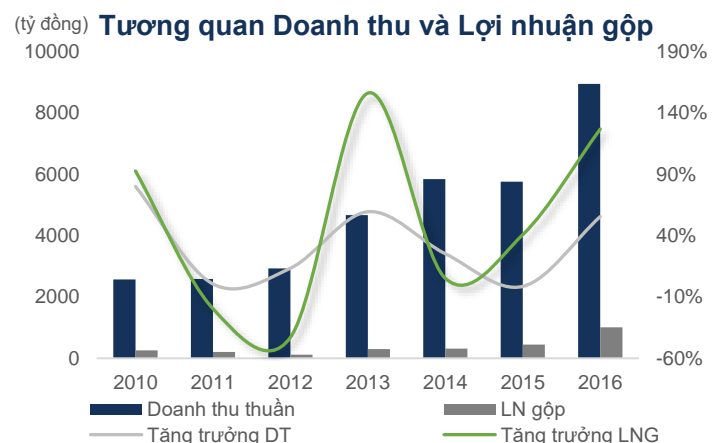
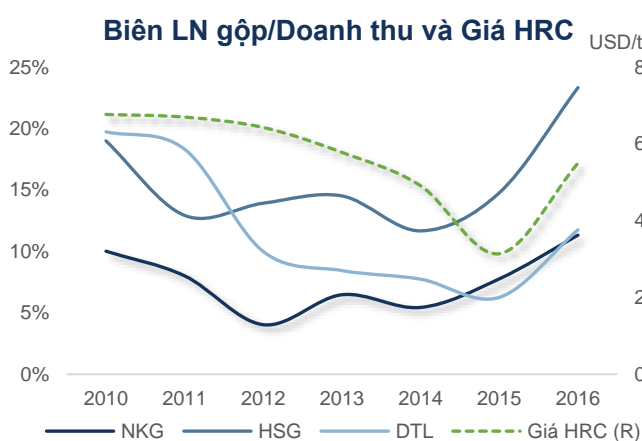
Cơ cấu chi phí theo yếu tố 6T2017



Cơ cấu chi phí đầu vào theo yếu tố của NKG chứa phần lớn là nguyên vật liệu, khoảng 96%. Trong nguyên vật liệu, nguyên liệu trọng yếu nhất là thép cuộn nhập khẩu chiếm gần như toàn bộ cơ cấu, phần nhỏ còn lại là hóa chất, axit, dung dịch sơn... Thép HRC và CRC là bán thành phẩm vì vậy giá của chúng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ biến động giá quặng sắt và than cốc. Xu hướng giá quặng sắt và than cốc có thể sẽ giảm nhẹ trong thời gian tới vì vậy giá thép HRC cũng được kỳ vọng sẽ điều chỉnh nhẹ so với mức hiện tại. (xem thêm phân tích chi tiết về biến động giá quặng và than ở [Báo cáo Ngành Thép FPT Research Tháng 04/2017](#))

Chi phí dịch vụ mua ngoài từng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí trước năm 2016. Đây là loại chi phí mà NKG đã thuê các dịch vụ bên ngoài gia công thép CRC từ HRC vì từ năm 2016 trở về trước NKG vẫn chưa khép kín chuỗi sản xuất của mình. Nhưng từ năm 2017, các dây chuyền cán nguội tại nhà máy NK3 đi vào hoạt động thì loại chi phí dịch vụ mua ngoài dự kiến sẽ giảm mạnh và chi phí khấu hao sẽ tăng lên do có thêm tài sản cố định mới.

2.2.2 Tỷ suất lợi nhuận gộp đang cải thiện hơn nhờ khép kín dần chuỗi sản xuất



Nguồn: NKG, FPT Research

Nhìn chung, tình hình lãi gộp của NKG được cải thiện rõ trong giai đoạn 2012 – 2016. Nguyên nhân do doanh nghiệp tiết giảm chi phí và hoàn thiện chuỗi sản xuất để tăng biên lợi nhuận. Trước năm 2015, NKG là doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp thấp nhất trong mảng tôn mạ vì: 1) không khép kín được chuỗi sản xuất từ HRC và không có hoạt động bán lẻ, 2) không tận dụng tốt hoạt động thương mại sắt thép. Tuy nhiên, từ sau năm 2015 đến nay, do các dây chuyền cán nguội của NKG dần đưa vào hoạt động nên biên lợi nhuận gộp đã cải thiện và trở nên ổn định hơn.

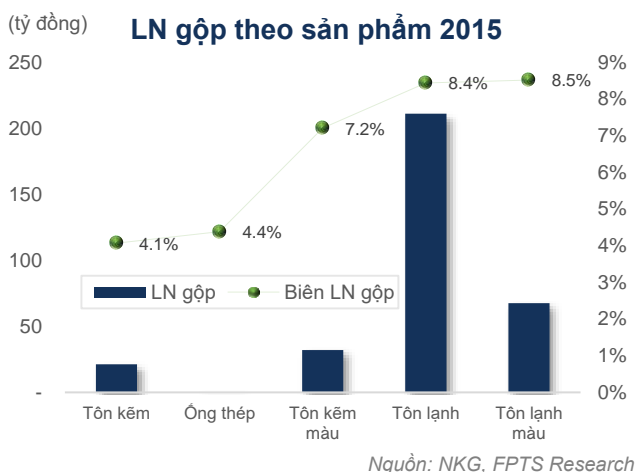
Tăng trưởng lợi nhuận gộp của NKG khá tương quan với tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2010 – 2016; tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng bình quân của lợi nhuận gộp có phần cao hơn tăng trưởng doanh thu, lần lượt là +26% và +23% yoy. Nguyên nhân do trong giai đoạn đang xét, NKG đã tăng dần tỷ lệ thép CRC doanh nghiệp tự sản xuất, thay vì phải nhập khẩu 100% như trước đây. Chính giá trị tăng thêm trong công đoạn cán nguội đã giúp cho xu hướng biên lợi nhuận của NKG tăng.

Đặc biệt trong năm 2016 biên lợi nhuận gộp của NKG cao đột biến. Nguyên nhân là do thời điểm thị trường thép tăng giá, doanh nghiệp bán sản phẩm ra ngoài với giá cao nhưng nguồn nguyên liệu đầu vào lại được nhập với giá thấp hơn do NKG đã có kế hoạch nhập hàng từ trước.

Giá trị tăng thêm giữa các công đoạn sản xuất trong mảng tôn mạ

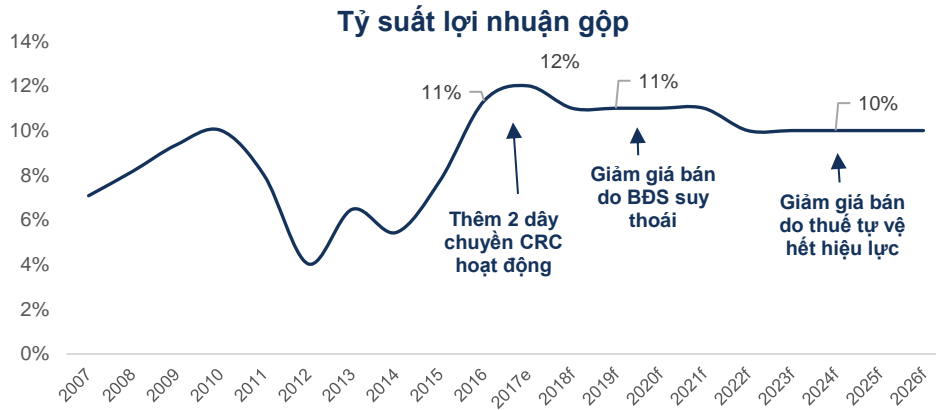


Thông thường giá bán của thép CRC cao hơn khoảng 30% so với thép HRC. Theo chia sẻ từ NKG, nếu tự sản xuất thép CRC sẽ tiết kiệm được khoảng \$50 cho mỗi tấn thay vì nhập khẩu. Biên lợi nhuận sẽ cải thiện thêm 5 – 7% nếu doanh nghiệp có thể tự sản xuất được 100% nhu cầu thép CRC. Hết năm 2017, khi dây chuyền CRC công suất 600 ngàn tấn/năm đi vào hoạt động, sẽ đáp ứng 83% nguồn đầu vào thép CRC cho hoạt động sản xuất tôn mạ và ống thép và giúp biên lợi nhuận gộp của NKG có thể tiếp tục được cải thiện.



Như đề cập ở trên, sản phẩm chủ lực của NKG hiện nay là tôn kẽm và tôn lạnh. Trong hai loại, biên lợi nhuận gộp của tôn lạnh (8,4%) cao hơn tôn kẽm (4,1%) nên tôn lạnh là sản phẩm chủ lực chiếm phần lớn cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của NKG. Vì vậy, các kế hoạch đầu tư nhà máy của NKG sau này cũng đều ưu tiên sản xuất tôn lạnh. Cụ thể, nhà máy NK3 có công suất thiết kế là 500 ngàn tấn tôn lạnh, nhưng tôn kẽm chỉ có 300 ngàn tấn/năm. Việc tăng tỷ trọng tôn lạnh trong cơ cấu sản phẩm đầu ra cũng sẽ giúp NKG cải thiện biên lợi nhuận gộp hơn trong tương lai.

Với những cải tiến trong biên lợi nhuận gộp đến từ hoạt động khép kín chuỗi sản xuất và tình hình ngành bất động sản – xây dựng sắp tới, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của NKG giai đoạn 2017 – 2026 như sau:

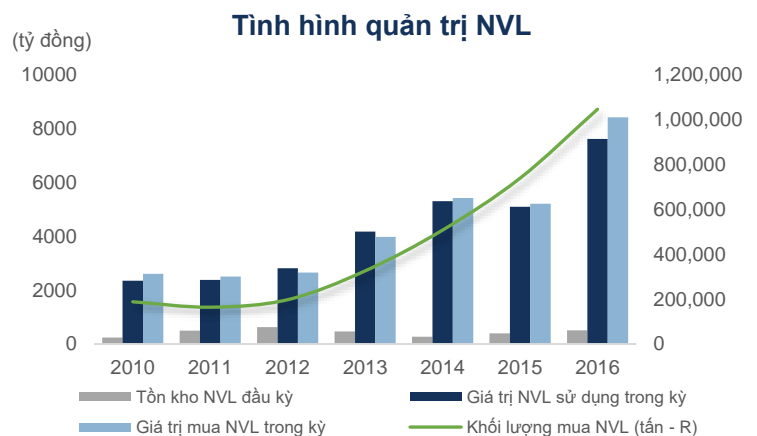
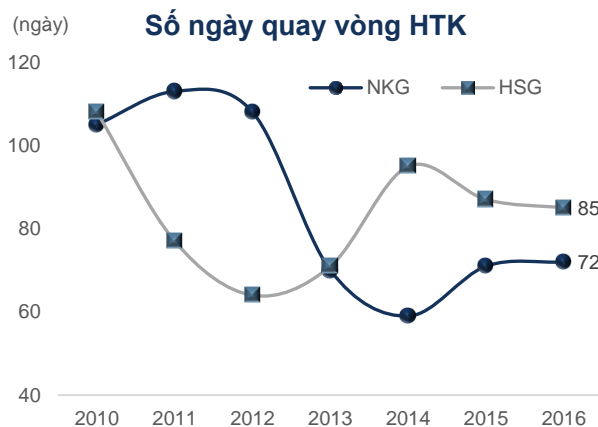


Nguồn: FPTs Research

Dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp của NKG trong năm 2017 sẽ đạt khoảng 13%, tăng khá so với mức 11,3% năm 2016. Trong năm 2017, chúng tôi tin rằng NKG được hưởng lợi lớn từ xu hướng giá thép tăng và việc đưa vào thêm 02 dây chuyền cán nguội giúp khép kín chuỗi sản xuất sẽ đồng thời giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ cải thiện hơn.

Từ năm 2018 trở đi, giả định giá thép nguyên vật liệu không có nhiều biến động và các dây chuyền cán nguội của NKG chạy tối đa công suất sẽ giúp doanh nghiệp duy trì được mức lợi nhuận gộp ổn định khoảng 10 – 11%/năm.

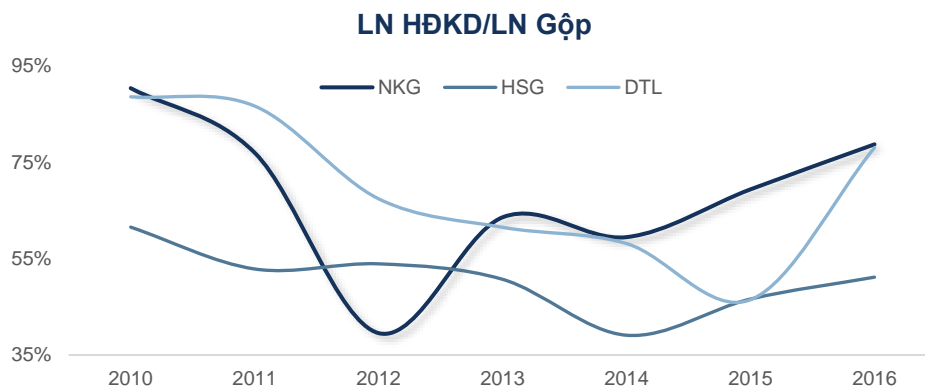
2.2.3 Tình hình quản trị NVL đầu vào



Nguồn: NKG, FPTs Research

Chính sách nhập hàng tồn kho thường ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất tôn thép. Bằng việc tăng giảm lượng hàng tồn kho tại từng thời điểm, một doanh nghiệp tôn mạ có thể làm biến động biên lợi nhuận gộp đáng kể, việc thua lỗ nặng hoặc lãi lớn cũng có thể bắt nguồn từ đây. Trước năm 2013, chính sách hàng tồn kho của NKG khá mạo hiểm, với lượng hàng tồn kho bình quân tích trữ cho 3 – 4 tháng kinh doanh. Tuy nhiên, từ năm 2012 đến nay, sau đợt tái cơ cấu mạnh mẽ thì chính sách hàng tồn kho khá ổn định và an toàn hơn. Mặc dù khối lượng mua nguyên vật liệu nhập về tăng liên tục từ năm 2012 đến nay (do công suất sản xuất tăng nhanh) nhưng NKG chỉ duy trì một lượng hàng tồn kho đủ cho 2 – 2,5 tháng kinh doanh, khá đồng đều với mặt bằng chung của mảng tôn mạ. Chiếm tỷ trọng chủ yếu trong hàng tồn kho là nguyên vật liệu và thành phẩm lần lượt là 65% và 32%, một tỷ lệ không thay đổi nhiều trong 5 năm gần đây. Tác động của chính sách hàng tồn kho này đã giúp tăng độ ổn định của tỷ suất lợi nhuận gộp, không tăng quá đột biến khi giá thuận lợi cũng như không thua lỗ nhiều gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận nếu giá HRC biến động bất lợi.

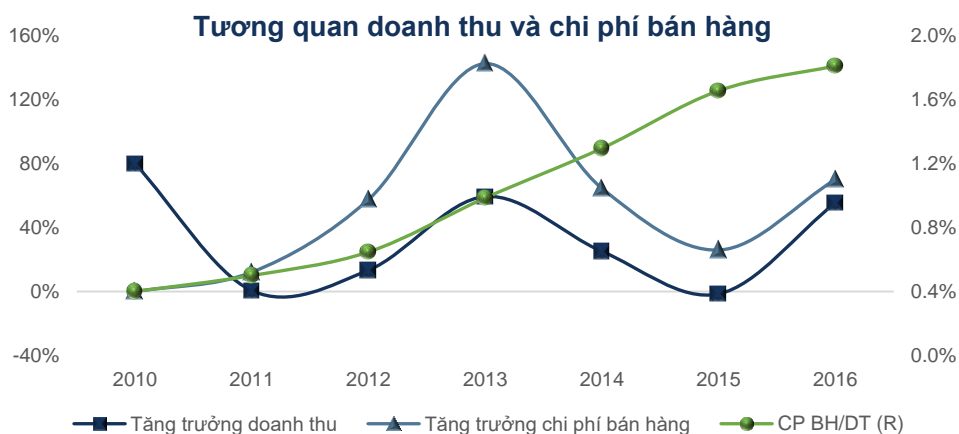
2.3 Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (LN HĐKD)



Nguồn: NKG, FPTTS Research

Nhìn chung, từ sau giai đoạn tái cơ cấu năm 2012, tỷ suất LN HĐKD trên LN gộp có xu hướng tăng liên tục. Đặc biệt trong 4 năm gần đây, tỷ suất LN HĐKD của NKG đã vượt mặt HSG và DTL. Điều này cho thấy sự cải thiện hiệu quả quản lý chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp nói chung của NKG so với các đối thủ.

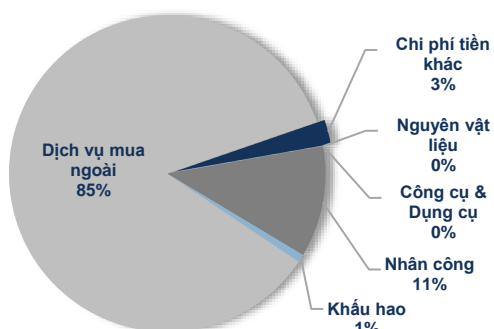
2.3.1 Chi phí bán hàng



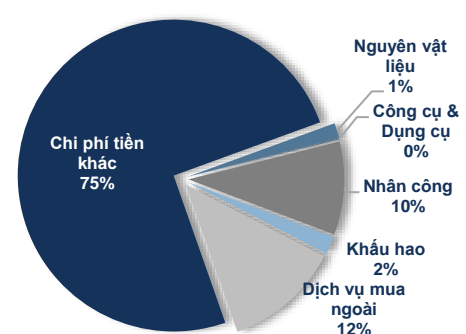
Nguồn: NKG, FPTTS Research

Độ lớn chi phí bán hàng của NKG tăng liên tục từ năm 2010 đến nay. Một trong những thay đổi trong giai đoạn tái cơ cấu bắt đầu từ năm 2012 là đẩy mạnh quảng cáo để tăng tính nhận diện thương hiệu. Giai đoạn 2012 – 2013, NKG đẩy mạnh hoạt động quảng cáo bán hàng nhưng doanh thu tăng theo không tương ứng với tăng trưởng chi phí bán hàng. Tuy nhiên từ sau đó đến nay, chính sách bán hàng của của NKG được thắt chặt hơn. Dẫn đến khoảng cách chênh lệch giữa tăng trưởng doanh thu và chi phí bán hàng giai đoạn 2014 – 2016 thu hẹp dần.

Cơ cấu chi phí bán hàng 2014



Cơ cấu chi phí bán hàng 2016



Nguồn: NKG, FPTTS Research

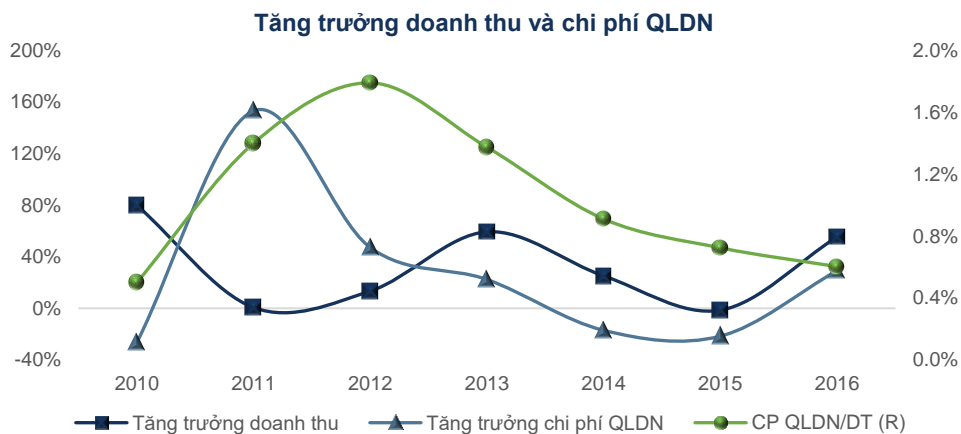
Cơ cấu chi phí bán hàng có sự thay đổi mạnh trong những năm qua. Chi phí dịch vụ mua ngoài giảm mạnh thay vào đó là chi phí khác bằng tiền tăng lên tương ứng. Chi phí dịch vụ mua ngoài giảm do các dây chuyền mới hoạt động, NKG đã có thể tự làm được nhiều công đoạn mà không cần thuê ngoài như trước. Bên cạnh đó chi phí khác bằng tiền tăng đột biến chủ yếu là do mảng xuất khẩu của NKG phát triển mạnh trong các năm qua. Khá giống với các doanh nghiệp trong ngành thép (trừ HSG), NKG giao hàng đến xưởng cán hoặc các xưởng cán đến trực tiếp nhà máy của Nam Kim để lấy hàng. Vì vậy chi phí đúng nghĩa dành riêng cho việc bán hàng là không cao khi so với đối thủ như HSG nên phần lớn trong chi phí bán hàng là các khoản khác liên quan đến hoạt động bán sản phẩm được hạch toán vào. Cụ thể hoạt động xuất khẩu tăng mạnh trong 5 năm gần đây nên các chi phí khác bằng tiền mặt liên quan đến việc xuất khẩu đều được hạch toán vào chi phí bán hàng. Theo ban lãnh đạo NKG chia sẻ, điều này làm cho chi phí bán hàng tăng lên qua các năm nhưng bù lại biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện.

Năm 2015 và 2016, chi phí bán hàng chiếm khoảng 1,8% doanh thu. Tuy nhiên do nhà máy NK3 được đưa vào hoạt động sẽ khiến chi phí bán hàng tăng mạnh để tiêu thụ hết số sản phẩm tăng thêm. Số liệu bán niên năm 2017 đã chỉ ra, chi phí bán hàng tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2016. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu năm 2017 là khoảng 2,5%. Một số hoạt động quảng cáo thêm gần đây của NKG như: quảng cáo trên VTV1, các hệ thống băng rôn ở các trục đường giao thông chính tại các tỉnh cũng như thành phố Hồ Chí Minh, sân bay Tân Sơn Nhất và ngay cả sân bóng giải Ngoại hạng Anh...

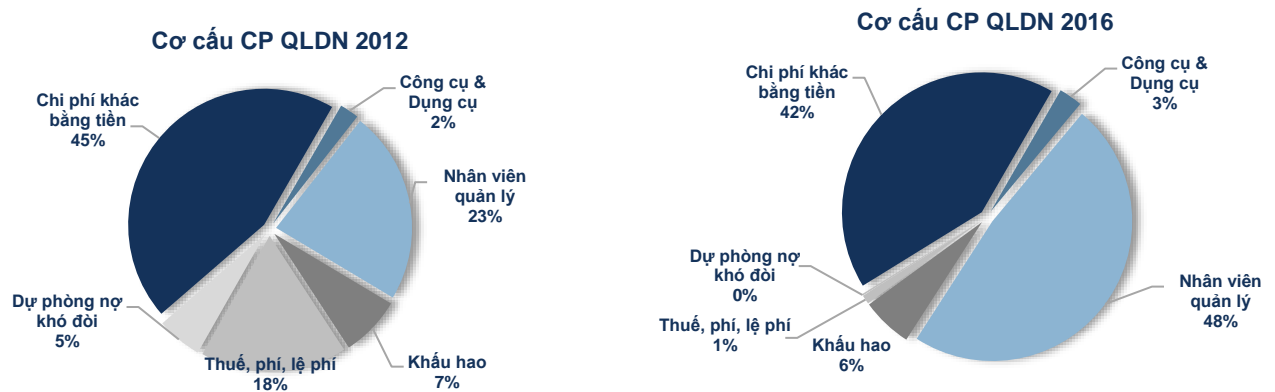
Theo nghiên cứu của chúng tôi, giai đoạn 2018 – 2021, dự báo ngành bất động sản Việt Nam sẽ bước vào chu kỳ suy giảm nên sự cạnh tranh trong mảng tôn mạ sẽ gay gắt hơn. Chi phí bán hàng của NKG vì vậy cũng sẽ phải điều chỉnh tăng lên mức khoảng 3% trên doanh thu mỗi năm vào giai đoạn này để có thể duy trì thị phần.

Giai đoạn sau năm 2021, chi phí bán hàng kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng và duy trì ở mức 3,5% doanh thu/năm. Nguyên nhân là do sau năm 2021, thuế tự vệ cho tôn mạ tại Việt Nam sẽ hết hiệu lực. Hàng tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ có thể vào bán lại tại Việt Nam mà không chịu thuế chống bán phá giá, làm tăng tính cạnh tranh cho thị trường tôn mạ. NKG phải tăng cường hơn cho quảng cáo và PR sản phẩm để có thể tiêu thụ được sản phẩm.

2.3.2 Chi phí quản lý doanh nghiệp (CP QLDN)



Từ 2012 đến nay tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu giảm liên tục từ 1,8% xuống còn 0,6% vào năm 2016. Tuy độ lớn chi phí quản lý doanh nghiệp không có thay đổi nhiều (năm 2012 và 2016 đều xấp xỉ 53 tỷ đồng) nhưng do doanh thu của NKG tăng mạnh nên tỷ số CP QLDN/DT giảm đều trong giai đoạn đang xét.

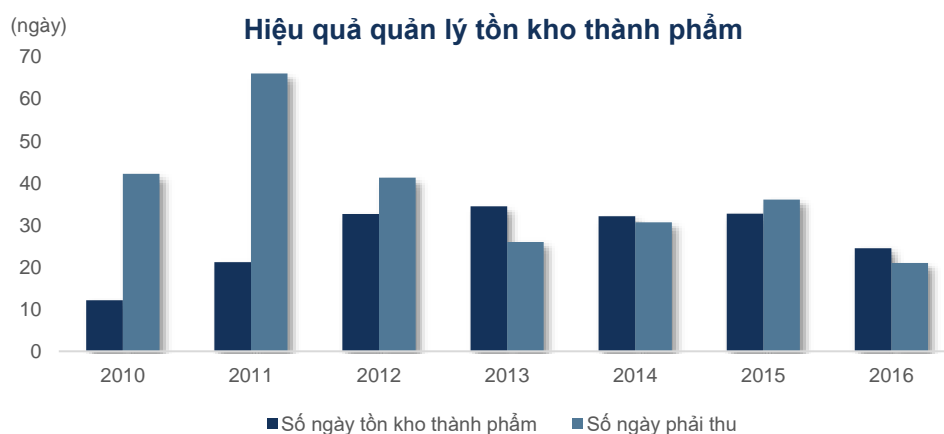


Nguồn: NKG, FPTIS Research

Hoạt động tái cơ cấu của NKG diễn ra mạnh mẽ, thể hiện qua việc tiết chế các chi phí của doanh nghiệp. Các loại thuế, phí và lệ phí đã giảm mạnh từ 18% xuống chỉ còn 1%. Bên cạnh đó, việc xóa bỏ và hoàn nhập lại những khoản dự phòng khó đòi cũng làm cho chi phí quản lý doanh nghiệp giảm. Ngược lại, chi phí cho nhân viên quản lý tăng mạnh từ 23% lên 48%, hơn gấp đôi so với năm 2012. Với việc thường 5% số lợi nhuận ròng vượt kế hoạch nên tiền thưởng cho đội ngũ quản lý tăng lên. Đây cũng là một loại chi phí mang tính tích cực, thúc đẩy cán bộ quản lý làm việc để vượt kế hoạch đặt ra.

Hệ thống ERP của NKG đã bắt đầu triển khai từ tháng 02/2017. Hệ thống này dự kiến sẽ giúp NKG chuẩn hóa tất cả các quy trình kinh doanh và chức năng bao gồm Quản lý tài chính kế toán, Bán hàng, Chuỗi cung ứng, Sản xuất, Vận tải, Nhân sự, Quản lý bảo dưỡng tài sản thiết bị, Hệ thống báo cáo quản trị, Quản lý hàng tồn kho bằng thiết bị di động, đồng thời tích hợp Trạm cân. Việc triển khai kéo dài trong 10 tháng và toàn bộ 250 nhân viên thuộc 04 nhà máy sẽ cùng làm việc trên một hệ thống tập trung từ năm 2018. Hệ thống ERP này kỳ vọng sẽ tiết giảm các lãng phí trong quá trình vận hành của NKG từ đó sẽ giúp doanh nghiệp quản lý chi phí hiệu quả hơn.

Chính sách tiết giảm chi phí hiệu quả nên chi phí quản lý doanh nghiệp giảm dần và khá ổn định trong 05 năm gần đây, khoảng 0.6-0.7% doanh thu. Dù sắp tới công suất NKG tăng mạnh, nhưng chúng tôi dự kiến chi phí quản lý doanh nghiệp vẫn sẽ giữ mức 0.6% trên doanh thu trong giai đoạn dự phóng 2017 – 2026 nhờ điều hành thông qua hệ thống ERP.



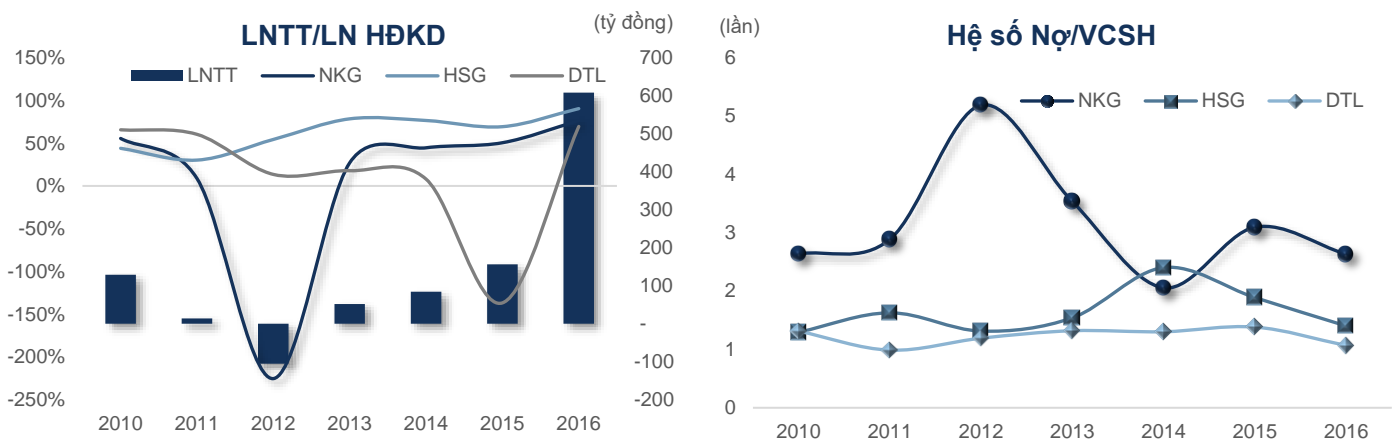
Nguồn: NKG, FPTIS Research

Về quản trị hàng tồn kho thành phẩm. Hiệu quả quản lý thành phẩm tồn kho khá ổn định trong 5 năm trở lại đây, xoay quanh mốc 30 ngày. Trong năm 2016, nhu cầu tồn mại thành phẩm của thị trường tăng cao dẫn đến NKG bán hàng tốt hơn, lượng thành phẩm tồn trong kho cũng ít đi (chỉ còn 25 ngày) so với trung bình các năm trước. Dự kiến trong những năm tới 2017 – 2026 nếu không có đột biến xảy ra thì số ngày tồn kho thành phẩm của NKG vẫn sẽ xoay quanh mốc 30 ngày.

Về quản trị khoản phải thu. Chính sách phải thu của NKG có phần thắt chặt hơn kể từ sau đợt tái cơ cấu năm 2012. Số ngày phải thu năm 2011 là 66 ngày giảm mạnh xuống còn 15 ngày trong năm 2016. Ban lãnh đạo của NKG chia sẻ, doanh nghiệp áp dụng linh hoạt tùy vào đối tượng khách hàng. Ví dụ như khách hàng mới thì phải trả tiền mặt hoặc có bảo lãnh khi mua hàng, khách hàng bình thường thì NKG cho nợ từ một tuần đến nửa tháng và khách hàng truyền thống lâu năm thì cho nợ lên đến 30 ngày. Đồng thời, NKG cũng chia sẻ sẽ không có ý định thay đổi về chính sách phải thu này trong tương lai gần. Vì vậy, chúng tôi dự kiến số ngày phải thu là 31 ngày cho giai đoạn 2017- 2021. Từ năm 2022 về sau, thuế tự vệ tôn mạ trong nước hết hiệu lực, để có thể cạnh tranh tốt, dự kiến NKG sẽ tăng nhẹ số ngày phải thu lên 35 ngày.

Về quản trị khoản phải trả. Số ngày phải trả của NKG cho nhà cung cấp cũng khá ổn định, xoay quanh mức 02 tháng trong nhiều năm nay. Vì thế, trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi cũng giả định số ngày phải trả của NKG vẫn duy trì ổn định, vào khoảng 60 ngày.

2.4 Lợi nhuận trước thuế (LNTT)



Nguồn: NKG, FPT Research

Tình hình lợi nhuận trước thuế của NKG nhìn chung cải thiện liên tục từ sau đợt tái cơ cấu năm 2012. Trước giai đoạn tái cơ cấu, NKG sử dụng nợ vay trong cơ cấu vốn rất lớn so với mức trung bình mảng tôn mạ. Đỉnh điểm là vào năm 2012, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu (VCSH) của NKG gấp 4 lần của HSG và DTL. Lãi suất doanh nghiệp phải trả tăng mạnh trong năm 2012, nên tỷ suất LNTT/LN HĐKD giảm mạnh. Tỷ lệ Nợ/VCSH giảm mạnh từ năm 2012 vì vậy LNTT/LN HĐKD tăng dần đều từ đó. Tỷ suất LNTT/LN HĐKD của NKG gần bằng HSG trong 4 năm gần đây và thể hiện sự vượt trội hơn so với DTL, đặc biệt trong những năm xấu cho ngành thép như năm 2015.

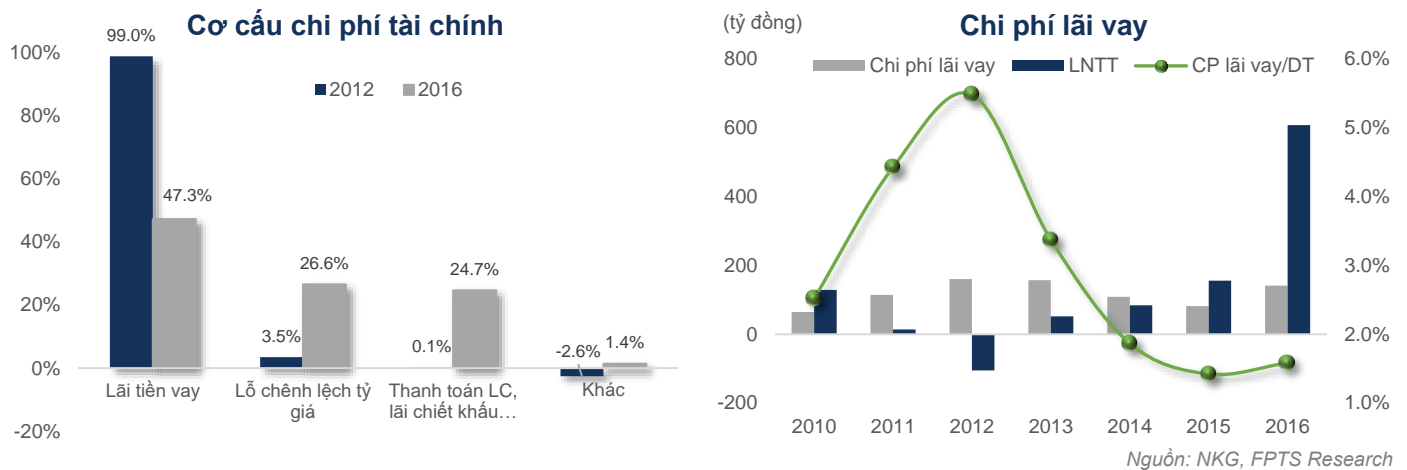
Nhà máy NK3 đầu tư từ năm 2015 nên nợ vay thêm để phục vụ nhà máy mới đã làm cho tỷ lệ Nợ/VCSH tăng nhẹ. Qua năm 2016, dù độ lớn nợ vay tăng lên hơn gấp đôi so với năm 2015 nhưng nhờ NKG phát hành thêm cổ phiếu riêng lẻ nên hệ số Nợ/VCSH giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Dự kiến trong năm 2017 và 2018 tỷ lệ Nợ/VCSH tiếp tục giảm nhẹ vì NKG dự kiến sẽ phát hành thêm cổ phiếu huy động vốn từ đối tác chiến lược.

Nam Kim sử dụng nợ khá nhiều trong cấu trúc vốn, nhưng ban lãnh đạo đã và đang khắc phục mạnh mẽ vấn đề này. Bằng cách hạn chế bớt việc dùng nợ vay, NKG đã dùng uy tín của mình để phát hành thêm cổ phiếu cho đối tác riêng lẻ và chiến lược. Cụ thể:

- Năm 2016, NKG phát hành thêm 16 triệu cổ phiếu cho đối tác riêng lẻ (30% lượng cổ phiếu đang lưu hành lúc đó). Đối tượng: quỹ VEIL và Cty Cung cấp Hóa chất Unicoh (nhà cung cấp cho NKG).
- Giai đoạn 2017 – 2018, NKG dự kiến phát hành thêm 30 triệu cổ phiếu cho đối tác riêng lẻ. (30% lượng cổ phiếu đang lưu hành lúc đó). Đối tượng: đã chốt với các quỹ đầu tư và nhà đầu tư cá nhân.

Trong năm 2017, chúng tôi ước tính (dựa vào số 6T2017) NKG sẽ vay một lượng nợ (dài và ngắn hạn) lớn để hoàn tất và vận hành nhà máy NK3. Từ năm 2018, chúng tôi giả định NKG sẽ không vay thêm nợ dài hạn mà còn trả dần đến hết vào năm 2022.

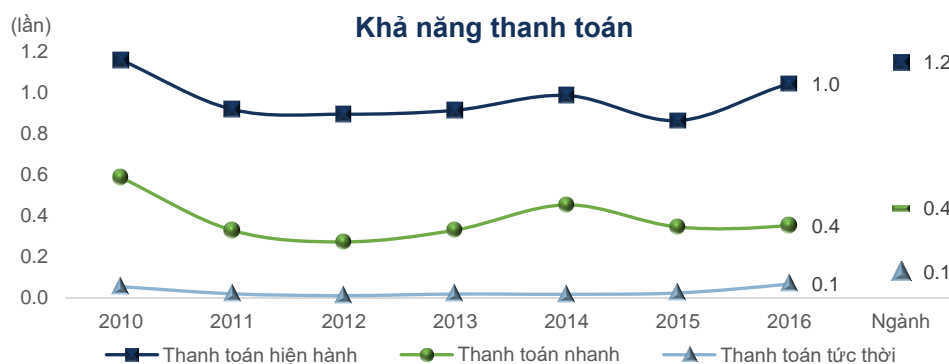
Trong giai đoạn từ năm 2026 về sau, giả định NKG sẽ tiến tới cấu trúc vốn mục tiêu của các doanh nghiệp trưởng thành ngành thép thế giới, với tỷ lệ D/E khoảng 50%. Đây là do ngành tôn mạ có tài sản cố định để thế chấp lớn nên các doanh nghiệp trưởng thành có xu hướng sử dụng nợ để giảm chi phí vốn hơn.



Cơ cấu chi phí tài chính của NKG sau đợt tái cơ cấu năm 2012 có nhiều biến động mạnh. Năm 2012, chi phí tài chính được cấu thành bởi phần lớn lãi tiền vay, chiếm 99% cơ cấu nhưng tỷ lệ lãi tiền vay này đã giảm hơn một nửa vào năm 2016, chỉ còn khoảng 47%. Thay vào đó là sự tăng mạnh của các chi phí liên quan đến hoạt động xuất nhập khẩu như lỗ chênh lệch tỷ giá, chi phí thanh toán LC, chiết khấu giấy tờ... Nguyên nhân do kênh xuất khẩu đã tăng rất mạnh trong 05 năm qua, từ 24% lên 50% trong cơ cấu đầu ra.

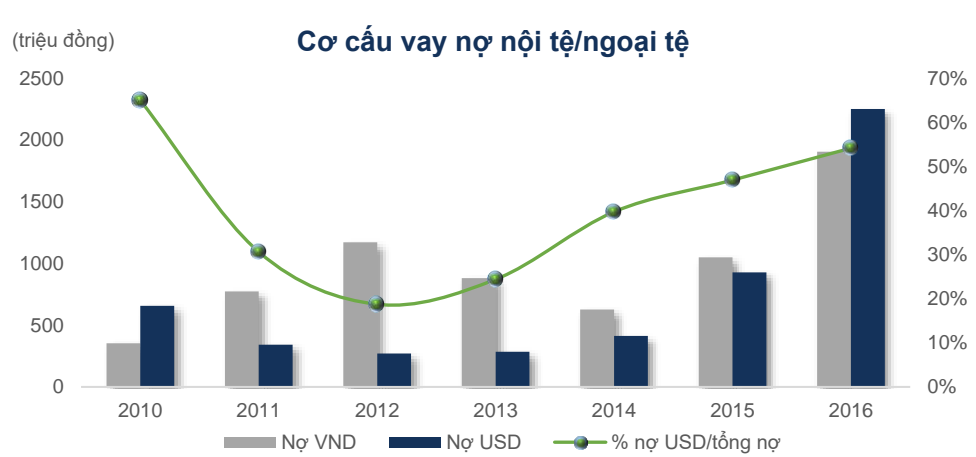
Từ năm 2012 đến nay, LNTT của NKG liên tục được cải thiện. Giai đoạn 2012 đến 2016, không những chi phí lãi vay của NKG có xu hướng giảm nhẹ mà độ lớn doanh thu còn tăng quá mạnh dẫn đến tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu giảm mạnh trong khoảng thời gian này.

Vì việc đẩy mạnh cắt giảm nguồn nợ vay từ năm 2012 đến nay mặc dù quy mô doanh nghiệp tăng liên tục nên NKG cần phải tìm nguồn vốn thay thế. Như đã trình bày ở trên, vào các năm 2014, 2015 và 2016 NKG đều phát hành một lượng cổ phiếu khá lớn cho các đối tác chiến lược nhằm huy động vốn. Tiếp tục chiến lược này, trong năm 2017 và 2018, NKG sẽ tiếp tục phát hành thêm 30 triệu cổ phiếu nữa cho đối tác chiến lược.



Nguồn: NKG, FPTs Research

Việc giảm sử dụng nợ cũng giúp cải thiện các chỉ số thanh toán của NKG. Khả năng thanh toán của NKG suy giảm mạnh vào trước giai đoạn 2012 do việc sử dụng nợ quá nhiều, nhưng từ sau khi tái cơ cấu thì các hệ số này liên tục được cải thiện. Hiện tại, các hệ số thanh toán của NKG đã gần xấp xỉ mức trung bình ngành thép Việt Nam mặc dù NKG đang cần nhiều tiền mặt để đầu tư tài sản cố định trong 02 năm gần đây. Bên cạnh đó, với kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu để giảm tỷ trọng nợ trong 02 năm sắp tới thì chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của NKG sẽ được cải thiện đáng kể.



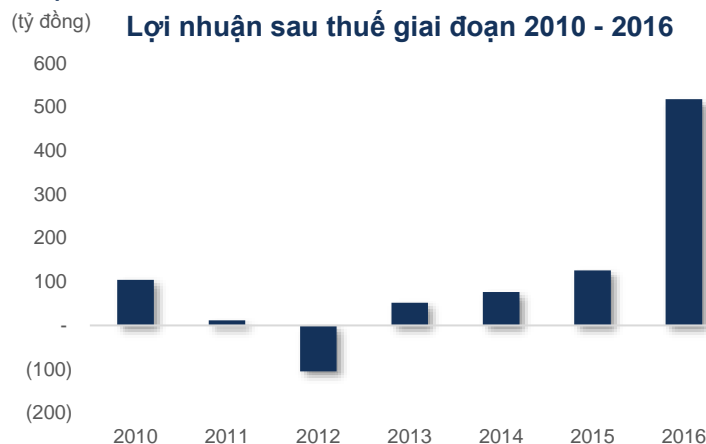
Nguồn: NKG, FPTs Research

Ở NKG, có thể thấy rằng lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá là một khoản mục biến động rất mạnh. Trong năm 2012, khoản mục này chỉ chiếm 3,5% nhưng đã tăng lên 26,6% trong cơ cấu chi phí tài chính năm 2016. Nguyên nhân là do giá trị và tỷ trọng các khoản nợ bằng USD trong tổng nợ vay của doanh nghiệp là rất lớn và đang có xu hướng tăng liên tục từ năm 2012 đến nay. Do vậy, biến động về tỷ giá sẽ tác động mạnh tới giá trị các khoản vay cũng như lãi vay phải trả hàng năm của NKG.

Hoạt động kinh doanh của NKG liên quan đến ngoại tệ rất nhiều. Bên cạnh việc nhập khẩu 100% máy móc cho nhà máy mới phải thanh toán bằng USD, cũng như cả đầu vào và đầu ra của NKG liên quan nhiều đến xuất nhập khẩu nên việc dùng nhiều nợ vay bằng ngoại tệ là một việc không tránh khỏi. NKG phải nhập khẩu thép HRC và CRC từ các nước như Hàn Quốc, Trung Quốc và Ấn Độ. Sau khi sản xuất, một nửa lượng hàng hóa của NKG lại đem đi xuất khẩu đến nhiều quốc gia trên thế giới. Vì vậy, rủi ro tỷ giá sẽ tác động mạnh tới chi phí nguyên vật liệu đầu vào cũng như doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp.

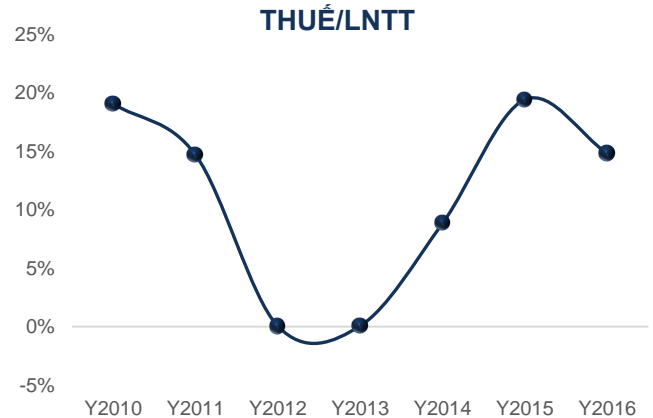
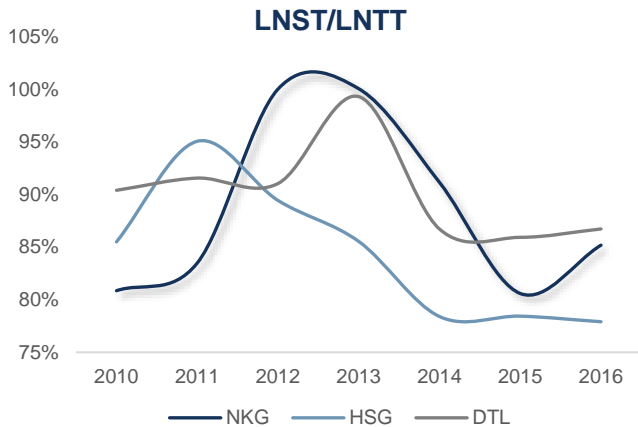
Rủi ro biến động tỷ giá đã được NKG giảm thiểu nhờ chính sách đẩy mạnh xuất khẩu thành phẩm. Cụ thể, NKG nhập khẩu thép HRC với L/C thanh toán mở trước khoảng 02 tháng. Đồng thời, các hợp đồng xuất khẩu tôn mạ thành phẩm cũng được chốt trước 02 tháng nên rủi ro tỷ giá của doanh nghiệp phần nào được hạn chế.

2.5 Lợi nhuận sau thuế (LNST)



Nguồn: NKG, FPTs Research

Giai đoạn 2012 – 2016, LNST của NKG thể hiện một xu hướng tăng trưởng rõ ràng và nhất quán. LNST bị âm 105 tỷ đồng năm 2012 đã tăng lên hơn 500 tỷ đồng năm 2016. NKG thật sự có lợi thế kinh tế đủ mạnh để cho phép dành chi phí để tăng thị phần thông qua quảng cáo và mở rộng sản xuất.

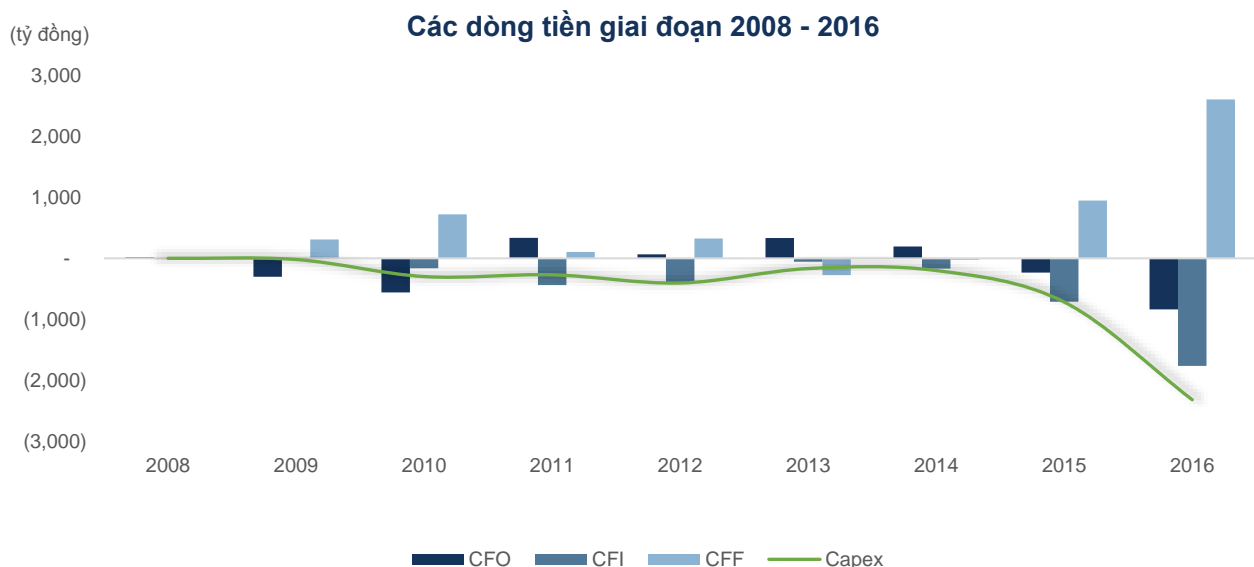


Nguồn: NKG, FPTs Research

Trong năm 2012, kết quả kinh doanh cuối năm NKG lỗ 105 tỷ đồng nên không chịu thuế trong năm. Sang năm 2013, do lỗ lũy kế vẫn còn vì vậy NKG cũng không phải đóng thuế. Do đó tỷ suất LNST/LNTT của NKG trong 2 năm này cao đột biến. Tuy nhiên, sang năm 2014, lỗ lũy kế của NKG đã hết nên doanh nghiệp bắt đầu phải đóng lại mức thuế bình thường dẫn đến tỷ lệ LNST/LNTT giảm.

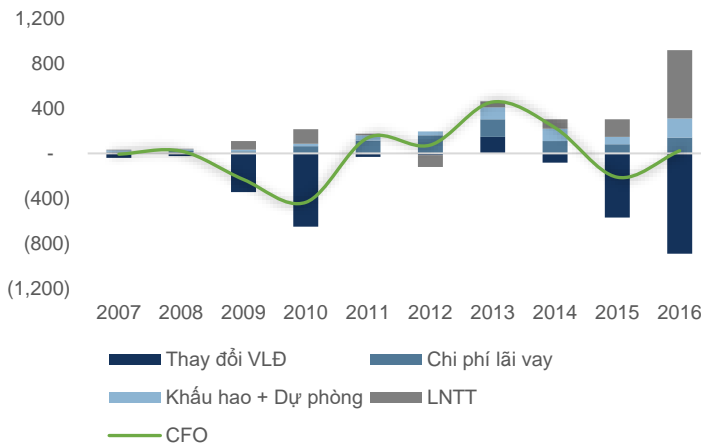
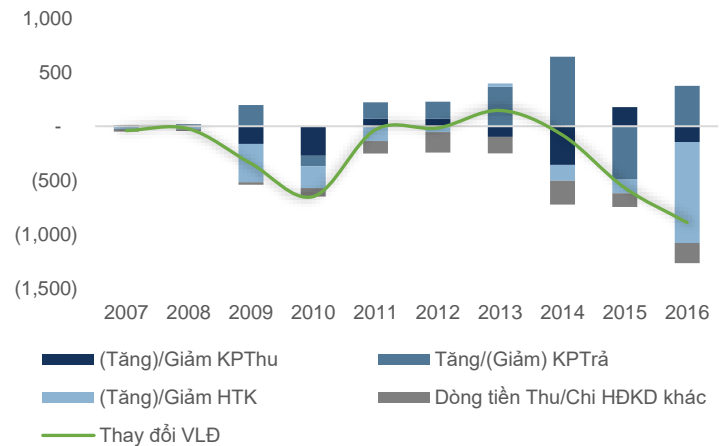
Đáng lưu ý, do có các dây chuyền máy móc liên tục được đưa vào hoạt động từ năm 2012 đến nay nên mức thuế ưu đãi mà NKG đóng mỗi năm chỉ từ 15% - 19%, thấp hơn so với mức thuế các doanh nghiệp phải đóng là 22% - 20%. Theo Thông tư số 96/2015-TT-BTC, Nam Kim được hưởng thuế suất ưu đãi cho các dự án đầu tư nhà máy NK2, NK3 và NK4. Mỗi nhà máy mới sẽ được miễn thuế TNDN 02 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và chỉ phải đóng 50% số thuế TNDN phải nộp trong 04 năm tiếp theo. Từ năm 2023, NKG sẽ phải đóng lại mức thuế TNDN phổ thông của các doanh nghiệp Việt Nam là 20%/năm.

2.6 Các dòng tiền doanh nghiệp



Nguồn: NKG, FPTs Research

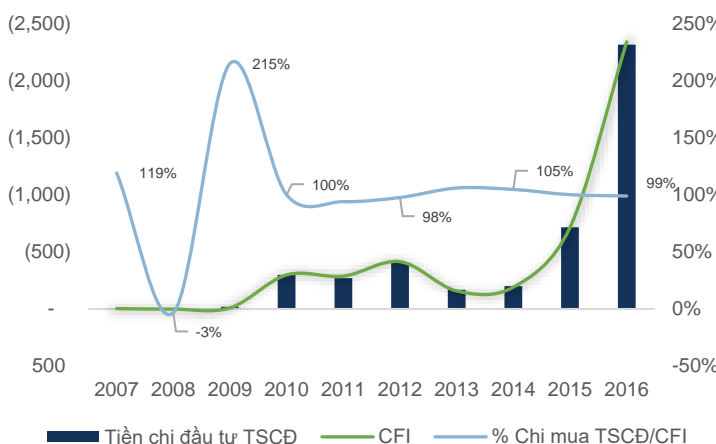
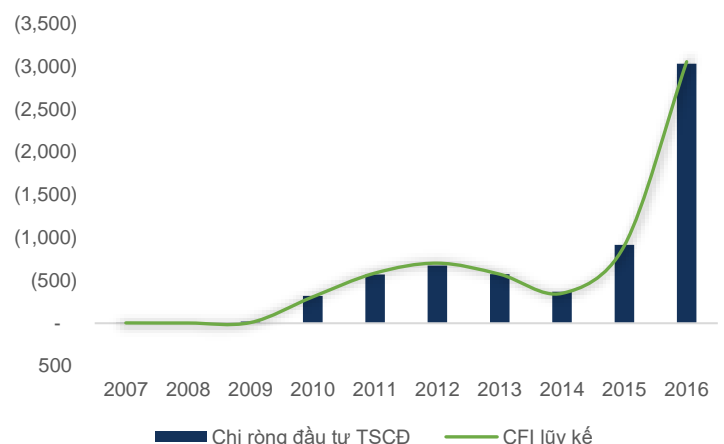
NKG vẫn đang trong giai đoạn mở rộng đầu tư, việc liên tục đưa thêm nhà máy mới hoặc nâng công suất các nhà máy cũ khiến nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp tăng cao. Dòng CFO trong suốt giai đoạn trên không đủ tài trợ cho nhu cầu đầu tư, NKG buộc phải dùng thêm dòng tiền CFF tài trợ, chủ yếu là vốn vay ngân hàng. Ban lãnh đạo NKG chủ trương huy động vốn cho các dự án đầu tư mở rộng với tỷ lệ Nợ vay:Vốn tự có là 7:3.

Tình hình dòng tiền HĐKD 2007 - 2016

Thay đổi Vốn lưu động 2007 -2016


Nguồn: NKG, FPTs Research

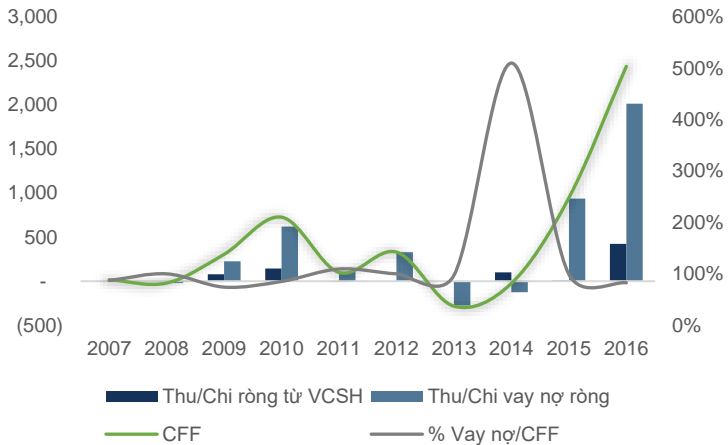
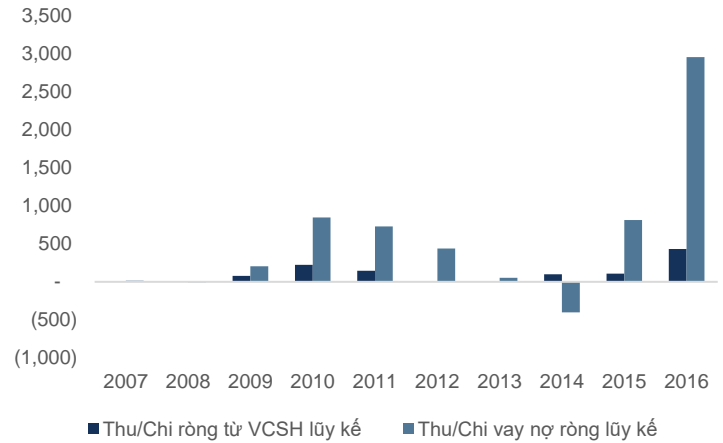
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh (CFO) của NKG biến động mạnh trong giai đoạn đang xét:

- Giai đoạn trước năm 2012, tình hình dòng tiền hoạt động của NKG khá xấu với nhiều năm có CFO bị âm nặng. Nguyên nhân là do dòng Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước vốn lưu động rất thấp vì hoạt động thương mại thép không hiệu quả. Năm 2011 và 2012, NKG có dòng CFO dương nhẹ vì trì hoãn việc trả nợ (khoản phải trả tăng mạnh) và giảm lượng hàng tồn kho cuối kỳ.
- Từ sau năm 2012 đến nay, độ lớn dòng tiền hoạt động có xu hướng giảm dần. Mặc dù dòng Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước vốn lưu động được cải thiện mạnh từ âm 70 tỷ đồng năm 2012 tăng lên 681 tỷ đồng năm 2016. Nhưng trong hai năm gần đây, dòng CFO của NKG giảm mạnh là vì NKG đẩy mạnh trả nợ cho nhà cung cấp trong 2015 và tăng lượng hàng tồn kho lên vào cuối năm 2016 nhằm đón đầu xu hướng tăng giá thép HRC trong năm 2017.

Tình hình dòng tiền đầu tư 2007 - 2017

Dòng tiền đầu tư lũy kế 2007 - 2016


Nguồn: NKG, FPTs Research

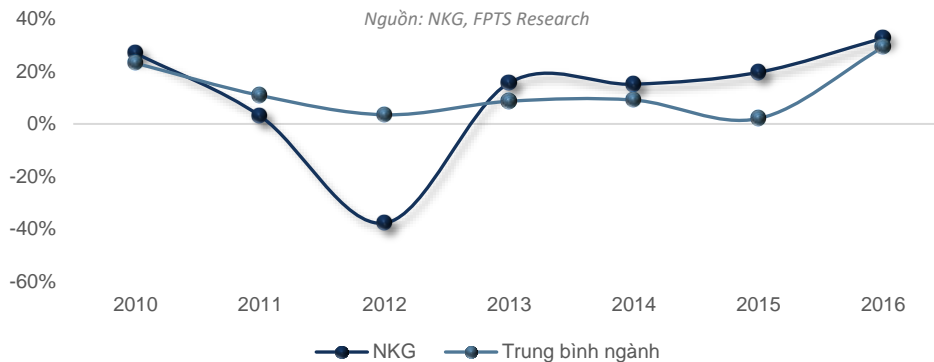
Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư (CFI) của NKG âm liên tục trong giai đoạn đang xét. Nguyên nhân là do doanh nghiệp đã liên tục đầu tư nhà xưởng máy móc: nhà máy NK2 năm 2010, NK3 năm 2015 và NK4 năm 2016. Độ lớn dòng tiền đầu tư khá cân bằng với độ lớn Capex chi ra mỗi năm cho thấy NKG chủ yếu chi tiền cho việc xây dựng nhà xưởng máy móc và trang thiết bị.

Tình hình dòng tiền tài chính 2007 -2016

Dòng tiền ròng tài chính 2007 - 2016


Nguồn: NKG, FPTIS Research

Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính (CFF) hầu hết đều dương và khá lớn qua các năm. Khoảng 70% tổng vốn đầu tư cho các nhà máy NK2 và NK3 đều được tài trợ từ vốn vay ngân hàng, NKG chỉ phải tự xoay sở 30% phần vốn đối ứng còn lại. Có thể thấy vào năm 2010, 2015 và 2016 dòng tiền tài chính tăng mạnh để phục vụ cho hoạt động đầu tư. Đồng thời, NKG không trả cổ tức trong những năm gần đây do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư mạnh nhà máy. NKG chỉ trả cổ tức một lần trong giai đoạn đang xét vào năm 2010 với tỷ lệ 15% mệnh giá, đây cũng là thời điểm trước khi niêm yết.

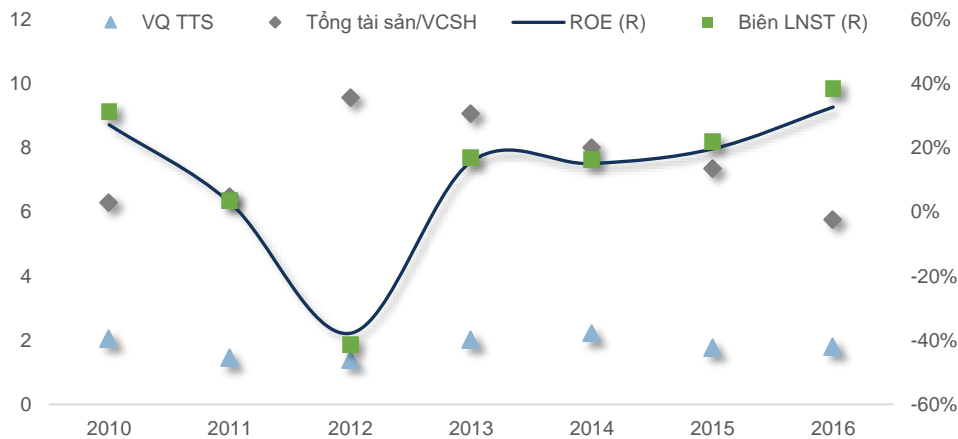
2.7 Hiệu quả hoạt động vốn cổ đông

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu


Nguồn: NKG, FPTIS Research

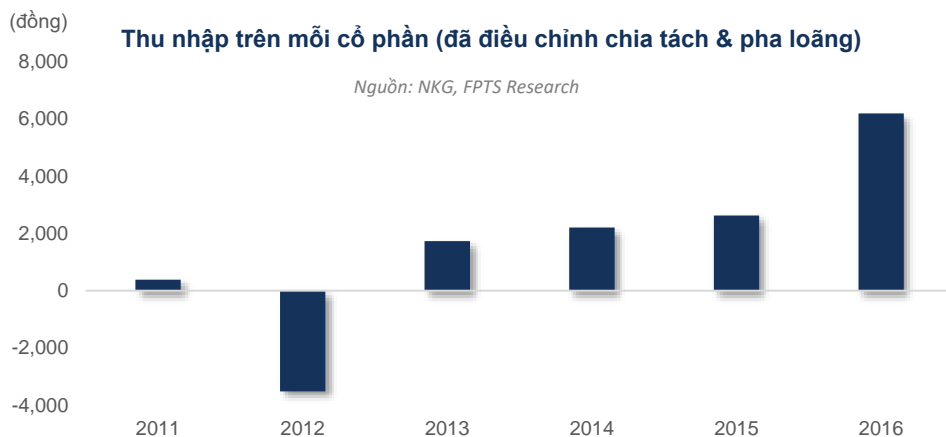
Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu – ROE, thay đổi rõ rệt từ sau năm 2012 – giai đoạn tái cơ cấu doanh nghiệp. Trước đó, ROE của NKG thấp hơn mức trung bình ngành và đặc biệt giảm mạnh vào năm 2012, khi chi phí lãi vay của doanh nghiệp tăng đột biến khiến cho lợi nhuận ròng bị âm. Tuy nhiên từ sau 2012, hoạt động tái cơ cấu tỏ ra hiệu quả. Mức ROE của NKG tăng mạnh và vượt trên mức của trung bình ngành.

Phân tích ROE qua mô hình Dupont



Nguồn: NKG, FPTIS Research

Thông qua mô hình Dupont, có thể giải thích được xu hướng tăng giảm ROE của NKG chủ yếu bị ảnh hưởng bởi tỷ suất lợi nhuận sau thuế. Hai đường ROE và biên LNST từ năm 2010 đến năm 2016 biến động gần như giống nhau hoàn toàn. Cụ thể, năm 2012 biên LNST giảm mạnh thì ROE của NKG cũng giảm mạnh tương ứng. Và từ sau 2012, biên LNST của NKG tăng mạnh trở lại thì ROE cũng tăng cùng độ lớn. Hiệu quả sử dụng tài sản của NKG tương đối ổn định trong giai đoạn đang xét là một dấu hiệu tốt. Bên cạnh đó, việc đôn bẫy tài chính giảm nhanh cũng một phần giúp NKG tăng biên LNST vì tỷ trọng chi phí lãi vay giảm mạnh.



Nguồn: NKG, FPTIS Research

Trong 04 năm qua, từ 2012 đến 2016, có thể nhìn thấy một cách rõ ràng xu hướng tăng trưởng EPS của NKG khá nhất quán, với CAGR +74%. Đặc biệt, trong năm 2016 do tình hình kinh doanh tăng trưởng tốt đột biến nên EPS cũng tăng vọt lên mức hơn 6.000 đồng/cổ phiếu, +135% yoy. Tăng trưởng EPS liên tục trong 04 năm qua của NKG cho thấy doanh nghiệp đang có lợi thế cạnh tranh dài hạn bền vững và kinh doanh trong lĩnh vực nòng cốt quen thuộc của mình.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Báo cáo kết quả HĐKD	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	5,835	5,751	8,936	12,075	15,970	15,616	16,592	17,568
Giá vốn hàng bán	5,518	5,304	7,924	10,505	14,213	13,898	14,767	15,636
Lợi nhuận gộp	317	447	1,012	1,570	1,757	1,718	1,825	1,932
Chi phí bán hàng	76	95	162	296	485	475	504	534
Chi phí quản lý DN	53	42	54	66	102	100	106	112
Chi phí hoạt động khác	29	114	158	213	282	276	293	310
Lợi nhuận từ HĐKD	159	196	639	994	887	867	921	976
(Lỗ)/lãi HĐTC	2	1	3	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	36	43	114	0	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	109	82	142	310	310	257	207	149
Lợi nhuận trước thuế	84	156	608	684	577	611	715	827
Thuế TNDN	7	30	90	103	92	104	122	149
LNST	77	126	518	581	485	507	593	678
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	77	126	518	581	485	507	593	678
<i>Đvt: tỷ đồng</i>								

Bảng cân đối kế toán	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
TÀI SẢN								
+ Tiền và tương đương	32	51	174	235	311	304	323	342
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	26	0	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	604	533	496	1,040	1,376	1,345	1,430	1,514
+ Hàng tồn kho	972	1,098	2,033	2,177	2,946	2,880	3,060	3,240
+ Tài sản ngắn hạn khác	190	147	346	327	433	423	449	476
Tổng tài sản ngắn hạn	1,799	1,830	3,075	3,780	5,065	4,953	5,263	5,572
+ Tài sản cố định	1,066	1,657	3,233	4,728	4,757	4,694	4,565	4,370
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Tài sản cố định vô hình	62	60	59	57	55	54	52	51
+ Tài sản dài hạn khác	11	25	24	24	24	24	24	24
TỔNG TÀI SẢN	2,937	3,572	6,390	8,589	9,902	9,725	9,904	10,017
NỢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU								
+ Phải trả ngắn hạn	1,337	879	441	1,738	2,352	2,300	2,443	2,587
+ Vay và nợ ngắn hạn	436	1,166	2,296	2,167	2,259	2,069	1,945	1,671
+ Nợ ngắn hạn khác	52	74	212	60	80	78	83	88
Nợ ngắn hạn	1,825	2,119	2,948	3,966	4,690	4,447	4,471	4,346
+ Vay và nợ dài hạn	605	812	1,860	2,200	1,760	1,320	880	440
+ Phải trả dài hạn	0	1	1	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	605	813	1,861	2,200	1,760	1,320	880	440
TỔNG NỢ	2,430	2,933	4,810	6,166	6,450	5,767	5,351	4,786
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	461	501	925	1,195	1,735	1,735	1,735	1,735
+ LN chưa phân phối	37	129	635	1,216	1,701	2,208	2,801	3,479
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	3	0	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	506	640	1,577	2,423	3,451	3,958	4,552	5,231
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2,937	3,572	6,390	8,589	9,902	9,725	9,904	10,017
<i>Đvt: tỷ đồng</i>								

Bảng lưu chuyển tiền tệ	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	32	51	174	235	311	304	323	342
Profit before tax	77	126	518	581	485	507	593	678
+ Khấu hao	92	121	165	205	290	376	461	546
+ Thay đổi vốn lưu động	47	-467	-1,519	415	-652	58	-161	-161
Tiền từ HĐKD	192	-234	-838	1,201	124	942	895	1,065
+ Thanh lý tài sản cố định	25	2	3	0	0	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-200	-716	-2,317	-1,700	-319	-312	-332	-351
+ Tăng (giảm) đầu tư	7	0	-26	26	0	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	0	0	0	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-168	-711	-1,763	-1,674	-319	-312	-332	-351
+ Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	100	40	424	270	540	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-150	730	1,130	-2,296	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	26	207	1,048	340	-440	-440	-440	-440
Tiền từ HĐTC	-24	945	2,601	-1,695	104	-440	-439	-439
Tổng lưu chuyển tiền tệ	0	0	0	-2,167	-91	190	124	274
<i>Đvt: tỷ đồng</i>								

Các chỉ số quan trọng	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
EPS (đồng/cp)	1,921	2,872	7,845	5,812	3,728	3,899	4,565	5,215
EBITDA	252	319	805	1,201	1,179	1,244	1,384	1,523
Khấu hao	93	123	166	206	292	377	462	548
Tăng trưởng doanh thu	25.1%	-1.5%	55.4%	35.1%	32.3%	-2.2%	6.3%	5.9%
Tăng trưởng LN HĐKD	-4.3%	26.3%	152.5%	49.2%	-1.8%	5.6%	11.2%	10.1%
Tăng trưởng EBIT	-14.3%	23.2%	225.6%	55.7%	-10.8%	-2.2%	6.2%	5.9%
Tăng trưởng EPS	10.8%	49.5%	173.2%	-25.9%	-35.9%	4.6%	17.1%	14.2%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.4%	7.8%	11.3%	13.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Tỷ suất LNST	1.3%	2.2%	5.8%	4.8%	3.0%	3.2%	3.6%	3.9%
ROE DuPont	15.1%	19.7%	32.8%	24.0%	14.0%	12.8%	13.0%	13.0%
ROA DuPont	2.6%	3.5%	8.1%	6.8%	4.9%	5.2%	6.0%	6.8%
* Tỷ suất EBIT	2.7%	3.4%	7.1%	8.2%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
* LNTT / LNST	109.7%	124.1%	117.4%	117.6%	119.0%	120.5%	120.5%	122.0%
* LNTT / EBIT	52.8%	79.7%	95.2%	68.8%	65.0%	70.4%	77.6%	84.7%
* Vòng quay tổng tài sản	1.99	1.61	1.40	1.41	1.61	1.61	1.68	1.75
* Đòn bẩy tài chính	5.80	5.58	4.05	3.54	2.87	2.46	2.18	1.91
ROIC	5.0%	4.8%	9.0%	8.6%	6.5%	6.9%	8.0%	9.2%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	37.8	33.8	20.3	31.4	31.4	31.4	31.4	31.4
Số ngày tồn kho	64.3	75.6	93.6	75.6	75.6	75.6	75.6	75.6
Số ngày phải trả	88.5	60.5	20.3	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4
Thời gian luân chuyển tiền	13.6	48.9	93.6	46.7	46.7	46.7	46.7	46.7
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	0.99	0.86	1.04	0.95	1.08	1.11	1.18	1.28
CS thanh toán nhanh	0.45	0.35	0.35	0.40	0.45	0.47	0.49	0.54
CS thanh toán tiền mặt	0.02	0.02	0.07	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08
Nợ / Tài sản	35.4%	55.4%	65.0%	50.8%	40.6%	34.8%	28.5%	21.1%
Nợ / Vốn sử dụng	67.3%	75.6%	72.4%	64.3%	53.8%	46.1%	38.3%	28.7%
Khả năng TT lãi vay	1.46	2.40	4.51	3.20	2.86	3.38	4.46	6.55

Đvt: tỷ đồng

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 55 cổ phiếu NKG và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT.

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Số 52 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: 024 3773 7070 / 271 7171
Fax: 024 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3 – Bến Thành Tower,
136–138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1,
Tp.HCM, Việt Nam
ĐT: 028 6290 8686
Fax: 028 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Đà Nẵng

100 Quang Trung, Quận Hải Châu, Tp. Đà
Nẵng, Việt Nam
ĐT: 0236 3553 666
Fax: 0236 3553 888