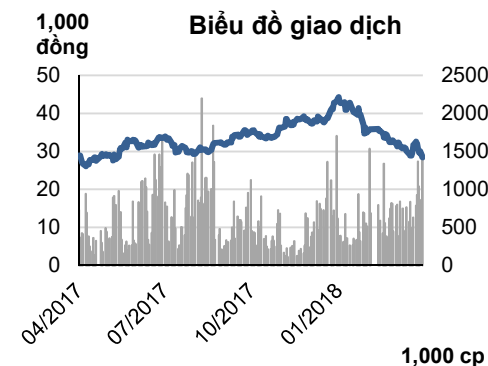


NKG (HOSE) CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP NAM KIM

Đánh giá

TRUNG LẬP

Vật liệu xây dựng	
Giá thị trường (VND):	30,100
Giá mục tiêu (VND) :	33,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	12%
Suất sinh lợi cổ tức:	3%
Suất sinh lợi bình quân năm:	15%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-27%	-13%	-35%	2%
Tương đối	-49%	-20%	-52%	-68%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Thông kê

06/04/18

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	26.1k-44.3k
SL lưu hành (triệu cp)	130
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,705
Vốn hóa (triệu USD)	163
% khối ngoại sở hữu	43%
SL cp tự do (triệu cp)	64
KLGD TB 3 tháng (cp)	522,504
VND/USD	22,798
Index: VNIndex / HNX	1,204/138

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

06/04/18

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	24.55%
DC Capital Group	20.97%
Unicoh Chemical	6.92%
Kim Investment Fund	6.20%

Nguồn: Stoxplus

Trần Nguyên Dương

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

duong.tn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Là một trong những nhà sản xuất và xuất khẩu tôn mạ lớn nhất Việt Nam. Với sản lượng tiêu thụ sản phẩm đạt gần 1 triệu tấn/năm, Nam Kim hiện có 4 Nhà máy với công suất sản xuất đạt 1.2 triệu tấn/năm và tiếp tục được đầu tư tăng công suất lên 2.2 triệu tấn trong 5 năm tới.
- Nam Kim là doanh nghiệp Việt Nam chịu mức thuế chống bán phá giá thấp nhất khi xuất khẩu sang các quốc gia Malaysia, Thái Lan và Úc so với các doanh nghiệp khác như Hoa Sen, TDA, Sunco. Giá trị xuất khẩu đạt 44% sản lượng trong 2017 tới hơn 60 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới.
- Hưởng lợi từ Quyết định áp thuế chống phá giá tại Việt Nam với tôn mạ từ tháng 4/2017 với mức thuế từ 3.17%-38.34% và thuế tự vệ thương mại với tôn màu từ tháng 6/2017 mức thuế suất 19%.
- Nam Kim có kế hoạch phát hành thêm 30 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược trong năm 2018, giúp giảm áp lực nợ vay (chúng tôi chưa phản ánh sự kiện này vào model dự phóng của chúng tôi)
- Doanh thu 2017 đạt 12,619 tỷ đồng (+41% n/n), LNST đạt 707 tỷ đồng (+37% n/n). Doanh thu 2018 ước đạt 17,036 tỷ đồng (+35% n/n), LNST ước đạt 751 tỷ đồng (+5% n/n)

Rủi ro:

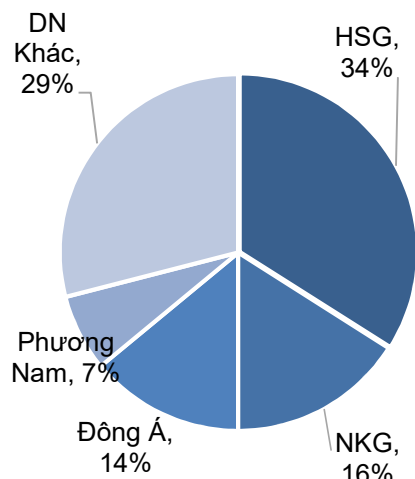
- Chi phí nguyên vật liệu chính là thép cuộn cán nóng (HRC) dự báo sẽ có nhiều biến động trong năm 2018 và rủi ro chênh lệch tỷ giá khi nguồn HRC phải nhập khẩu 100%
- Nợ vay tăng cao cuối kỳ 2017 lên 6,179 tỷ đồng (để tài trợ hàng tồn kho cuối kỳ 2017 tăng gấp đôi cùng kỳ lên hơn 4 nghìn tỷ đồng, số ngày tồn kho tương ứng 100 ngày) gây áp lực lớn cho việc trả lãi vay của NKG trong 2018.
- Thuế suất nhập khẩu tăng cao và các vụ kiện về thương mại, chống phá giá của các thị trường xuất khẩu của Nam Kim.
- Chịu áp lực cạnh tranh từ các nhà sản xuất thép lớn trong nước như Hoa Sen, Đông Á, Phương Nam, Minh Ngọc... và Hòa Phát cũng chính thức tham gia thị trường tôn mạ với nhà máy Hưng Yên công suất 400,000 tấn/năm sẽ đi vào hoạt động vào cuối quý 2/2018.

Định giá:

- Với kết quả kinh doanh đạt được trong năm 2017 chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của HSG trong 2018 có thể đạt mức 17,036 tỷ (+35% n/n) và 751 tỷ (+6% n/n). Chúng tôi định giá cổ phiếu HSG tại mức **33,600 đồng/cp** vào cuối năm 2018. Tổng mức sinh lợi kỳ vọng trong 1 năm: **15%** (Tại mức giá hiện tại: 30,100 đồng/cp)
- Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018F	2019F
DT Thuần (tỷ đồng)	5,751	8,936	12,619	17,036	20,392
Tăng trưởng (%)	-1.5%	55%	41%	35%	20%
LN hoạt động (tỷ đồng)	310	796	1,024	1,102	1,263
Biên lợi nhuận (%)	7.0%	10.3%	9.4%	7.6%	7.3%
LNST (tỷ đồng)	126	518	708	751	847
X'Biên lợi nhuận (%)	2.2%	5.8%	5.6%	4.4%	4.2%
SLCP lưu hành (triệu cp)	44	66	130	130	130
EPS (hiệu chỉnh, VND)	970	3,983	5,279	5,605	6,323
Tăng trưởng (%)	64%	311%	33%	6.2%	13%
ROE (%)	22%	47%	31%	23%	22%
Nợ ròng/VCSH (%)	301%	250%	193%	195%	180%
PE (x)	31.0	7.6	5.7	5.4	4.8
PB (x)	2.06	1.26	1.33	1.11	0.92
EV/EBITDA (x)	14.4	8.6	8.0	8.3	7.7
Cổ tức (VND)	-	-	1,000	1,000	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	3%	3%	3%

Thị phần tôn mạ 2017



Lợi nhuận sau thuế Quý 1/2018 không đạt kỳ vọng

Trong quý 1/2018, NKG ước tính doanh thu dự kiến của Công ty tăng trưởng 46% so với cùng kỳ đạt 3,496 tỷ đồng. Sản lượng tiêu thụ đạt 207,400 tấn sản phẩm trong đó sản lượng thép mạ là 176,000 tấn và xuất khẩu 109,000 tấn sản phẩm. Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 100 tỷ đồng giảm 36% so với cùng kỳ năm ngoái (LNST của Quý 1/2017 đạt mức 156 tỷ đồng). LNST giảm chủ yếu là do biến động giá nhập nguyên liệu thép cuộn cán nóng (HRC). So với mức giá nhập thấp từ 380-420 USD/tấn đầu năm 2017 thì đến cuối quý 1/2018 giá HRC đã trên mức 500USD/tấn. Đồng thời Quý 1/2018 ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 43 tỷ.

Nhà máy Nam Kim 3 và Nam Kim 4 giúp NKG gia tăng thị phần trong 2018

Trong khi nhà máy Nam Kim 3 với công suất 800,000 tấn tôn mạ/năm ước tính chạy hết công suất vào quý III/2018, Nhà máy Nam Kim 4 công suất 200,000 tấn ống thép/năm hiện đã đi vào sản xuất.

Với công suất 4 nhà máy hiện tại, NKG có khả năng cung cấp ra thị trường 1.2 triệu tấn tôn mạ và thép ống mỗi năm và dự kiến đến 2022 khi nhà máy Nam Kim Bà Rịa Vũng Tàu hoàn thành và đưa vào sản xuất tổng công suất tôn mạ và thép ống của NKG lên đến 2.2 triệu tấn/năm.

Dự kiến trong 2018, NKG có thể tiêu thụ hơn 1 triệu tấn sản phẩm các loại.

CÔNG SUẤT CÁC NHÀ MÁY CỦA NAM KIM							
NHÀ MÁY	DC Tẩy rửa	DC Cán Ngội	DC Mạ Kẽm, Mạ Lạnh	DC Mạ Màu	DC Xả Bể	DC Ống Thép	Tổng công suất mạ
NAM KIM 1	-	-	1	1	3	9	
Công suất	-	-	50,000	45,000	100,000	100,000	50,000
NAM KIM 2	1	2	3	1	1	Nil	
Công suất	400,000	400,000	350,000	100,000	100,000	-	350,000
NAM KIM 3	1	2	3	1	1	Nil	
Công suất	600,000	600,000	800,000	120,000	100,000	-	800,000
NAM KIM 4	-	-	-	-	2	9	
Công suất	-	-	-	-	200,000	200,000	
NAM KIM BRVT	1	1	4	-	-	-	
Công suất	1,200,000	1,200,000	1,000,000				
Tổng công suất từ Q3/2018	1,200,000	1,200,000	1,200,000				
2021-2022	2,200,000	2,200,000	2,200,000				

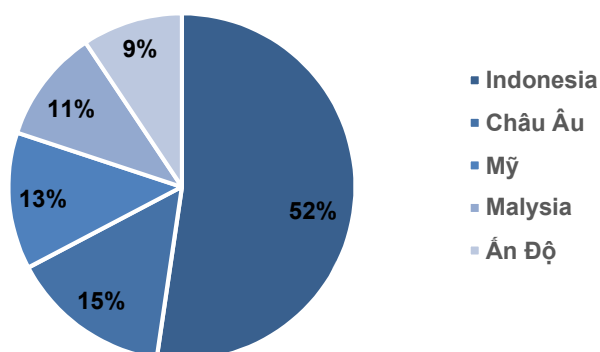
Tỷ trọng xuất khẩu cao và mức thuế chống bán phá giá thấp

So với các doanh nghiệp nội địa cùng ngành như Hòa Phát, Hoa Sen, Đông Á, Pomina, Phương Nam, SMC... thì NKG là doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu trên doanh thu lớn nhất. Năm 2017, doanh thu xuất khẩu của NKG chiếm 44% tổng doanh thu trong khi Hoa Sen chiếm 37% và Hòa Phát chỉ có 5% xuất khẩu.

Sản phẩm xuất khẩu của NKG bao gồm tôn kẽm (chiếm 22%), tôn lạnh (chiếm 20%), tôn màu (chiếm 12%), thép hộp (chiếm 15%), băng mạ (chiếm 18%), HRC và PO (chiếm 13%).

Trong 2017 các thị trường xuất khẩu lớn nhất của Nam Kim là Indonesia, Châu Âu, Mỹ, Malaysia và Ấn Độ. Thị trường Mỹ chỉ chiếm gần 10% thị phần xuất khẩu của Nam Kim nên việc áp mức thuế suất 25% lên các sản phẩm thép nhập khẩu của Mỹ sẽ không ảnh hưởng trọng yếu đến thị phần xuất khẩu của Nam Kim.

Các thị trường xuất khẩu chính



Nam Kim hiện đang tìm kiếm và tập trung phát triển mạnh vào các quốc gia châu Á và châu Phi, những quốc gia hiện đang có mức tiêu thụ thép bình quân/đầu người thấp như Indonesia (49kg/người), Philipin (97kg/người), Ấn Độ (63kg/người), Nam Phi (80.3kg/người).

Nam Kim chịu mức thuế chống bán phá giá thấp nhất tại các quốc gia Malaysia, Thái Lan và Úc so với các doanh nghiệp khác như Hoa Sen, TDA, Sunco

MỨC THUẾ CHỐNG BÁN PHÁ GIÁ CÁC NƯỚC (Nguồn: NKG)				
	NKG	HSG	TDA	SUNCO
Malaysia PPGI/PPGL	0%	34.85%	34.85%	12.6%
Thailand GI	6.2%	6.47	40.49%	7.94%
Thailand PPGI/PPGL	4.3%	6.63	60.26%	60.26%
Australia GI	0%	0%	14.20%	14.2%

Tầm nhìn mới với dự án Nam Kim Corea

Dự án Nam Kim Corea đánh dấu bước chuyển mới của Nam Kim trong hoạt động sản xuất kinh doanh khi tham gia vào chuỗi giá trị ngành thiết bị gia dụng. Dự án liên doanh với cổ đông chiến lược Hàn Quốc có vốn điều lệ 160 tỷ đồng, trong đó NKG góp 45%, Unicoh 45% và Mr. Tot 10%, và công suất 80,000 tấn năm dự kiến hoàn thành và đi vào sản xuất trong năm 2018 với thành phẩm tôn màu chất lượng cao sử dụng làm khung, vỏ sản phẩm đồ điện dân dụng như tủ lạnh, máy giặt, máy điều hòa. Theo NKG, sản phẩm từ dự án này mang lại biên độ lợi nhuận cao hơn các sản phẩm tôn mạ truyền thống (dùng làm vật liệu xây dựng).

Dự phóng cho 2018

Chúng tôi dự phóng doanh thu NKG trong 2018, 2019 lần lượt đạt 17,036 tỷ (+35%_{n/n}) và 20,392 tỷ (+20%_{n/n}); LNST 2018 và 2019 được kỳ vọng đạt 751 tỷ (+6%_{n/n}) và 903 tỷ (+43%_{n/n}). EPS dự kiến đạt lần lượt 5,603 tỷ đồng (+6%_{n/n}) và 6,735 tỷ đồng (+20%_{n/n}).

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 3,913 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F	
Doanh thu thuần	8,936	12,619	17,036	20,392	
Tăng trưởng (%)	55%	41%	35%	20%	
GVHB	7,924	11,251	15,470	18,517	
Biên LN gộp (%)	11.3%	10.8%	9.2%	9.2%	
Chi phí BH & QLDN	216	344	464	612	
EBITDA	919	1,191	1,298	1,489	
Biên lợi nhuận (%)	10.3%	9.4%	7.6%	7.3%	
Khấu hao	123	166	196	226	
Lợi nhuận từ HĐKD	796	1,024	1,102	1,263	
Biên LN HĐKD (%)	8.9%	8.1%	6.5%	6.2%	
Chi phí lãi vay ròng	140	265	269	321	
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	4.8%	5.5%	4.3%	4.4%	
Khả năng trả lãi vay(x)	5.7	3.9	4.1	3.9	
Lãi/lỗ khác	-48	22	-	-	
Thuế	90	74	82	94	
Thuế suất hiệu dụng (%)	15%	9%	10%	10%	
Lợi nhuận ròng	518	708	751	847	
Biên lợi nhuận (%)	5.8%	5.6%	4.4%	4.2%	
Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	
LN cho công ty mẹ	518	708	751	847	
Số lượng CP (triệu)	66	130	130	130	
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,983	5,279	5,605	6,323	
Tăng EPS (%)	311%	33%	6.2%	13%	
Cổ tức (VND)	-	1,000	1,000	1,000	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	19%	18%	16%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018F	2019F
Vòng quay phải thu (x)	17.4	15.7	15.7	15.7
Vòng quay HTK (x)	5.0	3.6	3.6	3.6
Vòng quay phải trả (x)	9.9	13.2	13.2	13.2
Thay đổi vốn lưu động	1,397	2,348	1,599	1,215
Capex	2,317	1,095	440	440
Dòng tiền khác	-1,044	-984	0	0
Dòng tiền tự do	-918	-2,029	-1,585	-1,092
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	-	130	130	130
Thay đổi nợ ròng	2,029	1,715	1,222	711
Nợ ròng cuối năm	3,956	5,671	6,893	7,604
Giá trị doanh nghiệp (EV)	7,872	9,584	10,806	11,517
Tổng VCSH	1,580	2,940	3,539	4,231
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.0	-	-	-
VCSH	1,577	2,940	3,539	4,231
Giá trị sổ sách/cp (VND)	23,888	22,619	27,224	32,547
Nợ ròng / VCSH (%)	250%	193%	195%	180%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4.3	4.8	5.3	5.1
Tổng tài sản	6,390	10,174	11,680	13,142

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	47%	31%	23%	22%
ROA (%)	8%	7%	6%	6%
ROIC (%)	15%	13%	10%	10%
WACC (%)	7%	8%	7%	8%
PER (x)	7.6	5.7	5.4	4.8
PBR (x)	1.3	1.3	1.1	0.9
PSR (x)	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	8.6	8.0	8.3	7.7
EV/sales (x)	0.9	0.8	0.6	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	3%	3%	3%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Trần Nguyên Dương

Chuyên viên Phân tích cao cấp –
Vật liệu xây dựng & ICT
(+84 28) 3914 8585 (x1462)
duong.tn@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

–Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng Không, Xe hơi
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Trần Thị Ngọc Mai

Chuyên viên Phân tích –
Bất Động Sản & Xây dựng
(+84 28) 3914 8585 (x1461)
mai.tt@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích –
Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.