

## MCK: NKG (HSX)

## CÔNG TY CP THÉP NAM KIM

## NĂM GIỮ

## NGẮN HẠN

## VẬT LIỆU XÂY DỰNG

## ĐỊNH GIÁ

26.000

Chuyên viên : Vũ Hoàng Việt

Email: viet.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 342

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/03/11) (VND)	24.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	35.800
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	22.900
Số CP đang lưu hành	23.000.000
KLGD/BQ/phần (30 phần gần nhất)	198.585
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	526,7
Trailing P/E (2010) (x)	5,0
Forward P/E (2011) (x)	4,4
P/BV (BV 31/12/10) (x)	1,3

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010E	2011F
Doanh thu	1.427	2.568	3.229
Lợi nhuận trước thuế	76,8	129,1	129
Lợi nhuận sau thuế	74	105	113
Vốn điều lệ	150	230	305
Vốn chủ sở hữu	175	397	537
Tổng tài sản	885	1.628	2.152
ROA	8,4%	6,4%	5,2%
ROE	42,4%	26,4%	20,9%
EPS (VNĐ)	4.954	4.564	3.728
Giá trị sổ sách (VNĐ)	11.680	17.257	17.795
Tỷ lệ cổ tức	15%	15%	15%

Nguồn: BCTC NKG &amp; Rong Viet Securities dự phóng.

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu NKG tại thời điểm hiện nay vào khoảng 26.000 đồng (tương đương giá trị vốn hóa khoảng 598 tỷ đồng), cao hơn 7,8% so với giá tham chiếu ngày 16/03/2011. EPS 2011 được ước tính sẽ ở mức 5.333 đồng/cổ phiếu (tính trên số cổ phiếu bình quân), tương ứng tại mức P/E forward 4,4 lần; thấp hơn so với mức 7,1 lần của trung bình ngành.

Tuy nhiên, trước những rủi ro về tình hình vĩ mô nói chung và của ngành như biến động giá thép, sức tiêu thụ... Chúng tôi cho rằng tiếp tục theo dõi diễn biến ngành và chờ đợi một mức giá hợp lý hơn là quyết định hợp lý trong thời điểm này. Tuy nhiên, không loại trừ khả năng có những đợt sóng ngắn hạn khi giá thép tăng mạnh.

**NKG là doanh nghiệp đứng thứ 7 trong nhóm ngành tôn mạ trong Hiệp hội thép Việt Nam xét về tổng sản lượng tiêu thụ từ sản xuất.** Trong năm 2009, nếu tính luôn cả sản lượng thương mại, NKG có thể được xếp ở vị trí thứ 3 về sản lượng tiêu thụ, chỉ sau HSG và Sun Steel. Sản lượng tiêu thụ hàng năm của NKG khoảng hơn 120 nghìn tấn (số liệu 2009). Hoạt động thương mại đã được đẩy mạnh từ 2009 đã là một phần quan trọng trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của NKG từ đó.

**Năng lực nội tại của NKG sẽ được nâng cao hơn khi khu nhà máy 2 tại Bình Dương hoàn thành và đi vào hoạt động.** Với 100 nghìn tấn/năm công suất mạ kẽm và 80 nghìn tấn/năm mạ màu được bổ sung, năng lực hoạt động của NKG sẽ tăng hơn 3 lần. Ngoài ra, danh mục sản phẩm được đa dạng hóa hơn với sản phẩm tôn mạ lạnh và ống thép.

Quan trọng hơn cả, dây chuyền thép cán nguội hoàn thành sẽ góp phần kéo dài hơn chuỗi giá trị của các sản phẩm NKG. Nguyên liệu đầu vào ban đầu sẽ không còn phụ thuộc vào thép cán nguội, thay vào đó là thép cán nóng, một sản phẩm có giá thành, mức thuế nhập khẩu thấp hơn. 7% thuế nhập khẩu và khoảng 15% chi phí nguyên liệu tiết kiệm được với sự thay đổi này sẽ là yếu tố giúp NKG có khả năng đạt được một tỷ suất lợi gộp cao hơn.

**Triển vọng tăng trưởng được dự báo sẽ dẫn đi vào ổn định và vẫn được duy trì ở mức khá trong năm 2011 trên cơ sở đóng góp của nhà máy mới.** Doanh thu và lợi nhuận ròng trong năm 2011 được dự phóng có khả năng đạt mức tăng trưởng 25,7% và 7%, lần lượt khoảng 3.228 tỷ và 113 tỷ đồng. Trong đó, hoạt động thương mại vẫn sẽ có tỷ trọng đóng góp lớn trong cơ cấu nguồn thu và tỷ lệ này có khả năng giảm dần trong những năm sau đó khi nhà máy 2 hoạt động với công suất cao hơn.

**Rủi ro:** Không phủ nhận những gì tích cực được mang đến từ khi hoạt động thương mại được đẩy mạnh nhưng đây là hoạt động có phần mang tính đầu cơ cao nên rủi ro đi kèm là không nhỏ.

Ngoài ra, những rủi ro chung mà NKG cũng như các công ty trong ngành thép gặp phải là sự biến động của kinh tế vĩ mô như lãi suất, tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến khả năng đảm bảo kế hoạch kinh doanh của Công ty.

**CTCP Thép Nam Kim**

Đường N1, An Thạnh, Thuận An,

Bình Dương, Việt Nam

ĐT: (84.650) 748.848

Fax: (84.650)748.849

Website: www.nakisco.com.vn

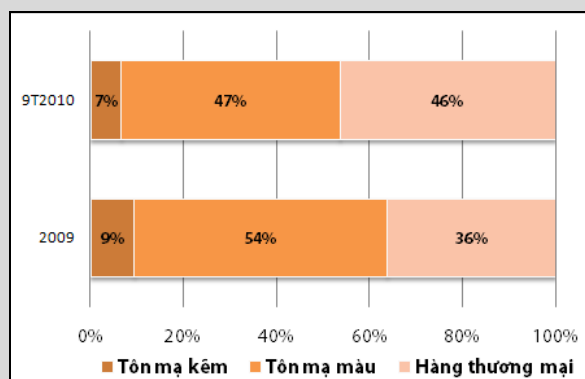
E-mail: info@nakisco.com.vn

**Thành lập:** Năm 2002**Cổ phần hóa:** Năm 2002**Nhân viên:** >190 người**Quản trị - Điều hành**

Tên	Chức vụ
Hồ Minh Quang	CT.HĐQT, TGĐ
Trần Uyển Nhân	TV.HĐQT
Hồ Tấn Thắng	TV.HĐQT
Võ Hữu Tuấn (*)	TV.HĐQT
Nguyễn Trọng Nghĩa (**)	TV.HĐQT

(\*) Vị trí đảm nhận tại tổ chức khác: Phó Tổng giám đốc kiêm Giám đốc CN CTCP chứng khoán Bảo Việt tại TP. HCM.

(\*\*) Vị trí đảm nhận tại tổ chức khác: (1) Giám đốc khối Ngân hàng đầu tư tại CTCP chứng khoán Thăng Long. (2) TV. HĐQT CTCP Cơ điện và xây dựng Việt Nam (MCG)

**Cơ cấu doanh thu**

Nguồn: NKG &amp; Rong Viet Securities tổng hợp.

CTCP Thép Nam Kim (NKG) được thành lập từ 2002 với vốn điều lệ ban đầu là 60 tỷ đồng. Sau 5 lần tăng vốn, NKG đang hoạt động với mức vốn 230 tỷ đồng, là một trong những công ty có quy mô hoạt động và vốn ở mức trung bình trong ngành.

Trong cơ cấu vốn của NKG tính đến nay, tỷ lệ sở hữu của Tổng Giám Đốc và những bên liên quan khá lớn, chiếm khoảng 43,95% vốn. Điều này phần nào tạo ra sự an tâm cho cổ đông về sự gắn liền lợi ích giữa cổ đông và Ban Giám Đốc.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh****Sản phẩm – Năng lực sản xuất**

Hoạt động chính của NKG bao gồm cả sản xuất các loại tôn mạ kẽm, mạ màu và thương mại các loại thép công nghiệp, thép cán nóng,... Hoạt động thương mại đóng góp khoảng 36% trong cơ cấu doanh thu năm 2009 và đã tăng lên 46% trong năm 2010.

**Sản phẩm:** Các sản phẩm chủ lực của NKG là các loại tôn mạ kẽm, tôn mạ màu, được sử dụng chủ yếu trong lĩnh vực dân dụng như làm tấm lợp, trần nhà, mái che, cửa cuốn,... Trong đó, sản phẩm tôn mạ kẽm chiếm khoảng 6,6% doanh thu 9T2010 trong khi tỷ trọng của các sản phẩm tôn mạ màu là 47% tương đương tỷ trọng của hoạt động thương mại.

**Năng lực sản xuất:** Năng lực của NKG hiện tập trung tại 2 dây chuyền sản xuất đặt tại An Thạnh, Thuận An, Bình Dương bao gồm: 1 dây chuyền tôn mạ kẽm với công suất 50.000 tấn/năm, 1 dây chuyền mạ màu với công suất 30.000 tấn/năm. Cả hai dây chuyền được cung cấp bởi Posco, một tập đoàn sản xuất thép lớn của Hàn Quốc. Hiện tại, các dây chuyền đang hoạt động gần như hết công suất.

NKG có nhiều nét tương tự CTCP Đại Thiên Lộc (DTL) về hình thức hoạt động, danh mục sản phẩm,... Tuy nhiên, xét về quy mô vốn, NKG thua sút hơn với mức vốn 485 tỷ của DTL. Tổng sản lượng tiêu thụ (bao gồm cả sản xuất và thương mại) trong năm 2009 của NKG khoảng 128 nghìn tấn, nhiều hơn so với khoảng 110 nghìn tấn của DTL. Tuy nhiên, chỉ có khoảng 34 nghìn tấn là NKG tự sản xuất, thấp hơn so với khoảng 50 nghìn tấn tự sản xuất của DTL. Kết thúc 2010, tổng sản lượng tiêu thụ của NKG ước tính khoảng 140 nghìn tấn.

**Diễn biến tiêu thụ & giá tôn**

Sức tiêu thụ và diễn biến giá thép và các sản phẩm từ thép trong 2010 diễn ra khá trái ngược với tình hình chung những năm trước. Sản lượng tiêu thụ cùng giá bán giảm trong Q2 sau khi tăng mạnh trong Q1. Q3 Vốn là mùa thấp điểm hàng năm do mùa mưa, giá bán và sản lượng tiêu thụ lại tăng vọt so với Q2 và tiếp tục tăng nhẹ trong quý cuối năm 2010. Trái với sự biến động của sản lượng tiêu thụ, giá bán đã tăng từ giữa 2010 đến nay. Nguyên nhân do giá nguyên vật liệu trên thị trường thế giới tăng và sự mất giá của đồng nội tệ.

Tháng 01/2011, động thái trữ hàng, nguyên vật liệu với kế hoạch sản xuất bù cho những tháng mùa khô thiếu điện và kỳ vọng giá thép tiếp tục tăng đang khiến hoạt động thu mua diễn ra khá tích cực. Giá thép được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong những tháng tới khi vào mùa xây dựng hàng năm.

**Chi phí**

Như đặc thù của một doanh nghiệp trong ngành thép, cơ cấu chi phí sản xuất

**Thị phần các DN sản xuất tôn mạ trong Hiệp hội thép**

#	DN	Thị phần (%)
1	Hoa Sen	31%
2	Sun Steel	15%
3	Phương Nam	10%
4	Perstima VN	9%
5	Blue Scope Steel	8%
6	LD Posvina	6%
7	<b>NKG</b>	<b>5%</b>
8	SGC	4%
9	Việt Pháp	3%
10	Đồng Á	4%
11	Phước Khanh	2%
12	Lilama HN	1%
13	LD Nipponvina	1%
14	VnSteel Thăng Long	1%

Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp.

của Công ty có 96,7% là chi phí nguyên vật liệu. 70% nguyên vật liệu được trực tiếp nhập khẩu, 30% còn lại được cung cấp bởi các đơn vị trong nước. Do đó, biến động giá trên thị trường thế giới sẽ ảnh hưởng rất nhiều đến hoạt động kinh doanh của công ty. Chi phí quản lý chỉ chiếm khoảng 1,1% tổng chi phí sản xuất.

Sau khi dự án nhà máy thứ 2 tại Đồng An, Bình Dương hoàn thành, chuỗi giá trị sản phẩm của NKG sẽ được kéo dài hơn từ khâu nguyên liệu đầu vào. Khi đó, thép cán nóng sẽ là nguyên liệu đầu vào chủ yếu. Với giá thành rẻ hơn và sự chủ động hơn trong quy trình sản xuất sẽ giúp NKG có khả năng nâng cao tỷ suất lợi nhuận.

**Thị trường tiêu thụ**

Thị trường của NKG tập trung ở khu vực miền Nam (khoảng hơn 50% doanh thu); khu vực miền Trung và miền Bắc lần lượt chiếm khoảng 19% và 30% doanh thu. Hiện nay, Công ty đang tiến hành các chiến lược để mở rộng hoạt động tại thị trường miền Bắc.

**Vị thế công ty**

Xét về quy mô vốn và năng lực sản xuất, NKG hiện là một trong những đơn vị sản xuất tôn mạ tầm trung tại Việt Nam. Xét theo sản lượng tiêu thụ (bao gồm cả sản xuất và thương mại), NKG có thể đứng ở vị trí thứ 3 trong ngành sau Hoa Sen và Sun Steel.

So với các DN cùng hoạt động trong phân khúc tôn mạ đang niêm yết như Tôn Hoa Sen, Đại Thiên Lộc; sản lượng tiêu thụ từ sản xuất và thị phần của NKG khiêm tốn hơn. Khoảng cách có thể sẽ được thu hẹp hơn khi dự án nhà máy 2 đi vào hoạt động. Xét sản lượng tiêu thụ do chính DN sản xuất, số liệu tiêu tôn mạ tiêu thụ lũy kế đến hết T11/2010, NKG có vị trí thứ 7 trong Hiệp Hội Thép Việt Nam với thị phần 5,1%.

**Tiềm năng tăng trưởng**

Tiềm năng tăng trưởng của NKG cũng như các doanh nghiệp tôn mạ trước hết nằm ở triển vọng phát triển của ngành. Phân khúc tôn mạ hay nói chung là các sản phẩm thép dẹt là nhóm sản phẩm còn mới, sức cạnh tranh tương đối thấp so với phân khúc thép dài (thép xây dựng, thép cây,...). Theo thống kê của Hiệp hội thép Việt Nam, trong năm 2010, sản lượng sản xuất thép dẹt trong nước chỉ khoảng 1,2 triệu tấn trong khi sản lượng tiêu thụ lên tới hơn 4 triệu tấn. Khoảng cách lớn giữa cung và cầu chính là triển vọng cho sự tăng trưởng của nhóm ngành này.

Ngoài ra, hiện tại, tỷ lệ thép dẹt/tổng các sản phẩm thép tiêu thụ ở Việt Nam khoảng 35%-40%. Tỷ lệ này ở các nước đang phát triển là 30%-35%, ở các nước phát triển là 65%-70%. Tỷ trọng tương đối của thép dẹt gia tăng cùng với tổng nhu cầu sử dụng thép sẽ là triển vọng phát triển của ngành.

Về khả năng nội tại, hiện tại các dây chuyền sản xuất của NKG đang hoạt động gần hết công suất. Để nâng cao năng lực cũng như mở rộng chuỗi giá trị sản phẩm của mình, NKG đang đầu tư nhà máy thứ 2 tại Bình Dương.

Dự án được xây dựng trên 6,5ha tại khu công nghiệp Đồng An 2, Bình Dương. Tổng vốn đầu tư cho dự án này khoảng 640 tỷ đồng, bao gồm các dây chuyền tẩy rửa, mạ kẽm, mạ màu và cuộn ống thép. Nhà máy 2 hiện đang bước vào giai

đoạn cuối, quá trình xây dựng thô nhà máy dự kiến hoàn thành vào tháng 5/2011. Hệ thống máy móc sản xuất dự kiến sẽ hoàn tất lắp đặt vào đầu Q3/2011.

Sau khi hoàn tất, tổng công suất mạ màu của NKG sẽ được nâng lên 110 nghìn tấn/năm; công suất mạ kẽm sẽ là 130 nghìn tấn/năm. So với công suất hiện nay 30 nghìn tấn mạ màu và 50 nghìn tấn mạ kẽm, công suất sau khi nhà máy hoàn thành sẽ gần gấp 3 lần. Ngoài ra, danh mục sản phẩm của NKG sẽ trở nên đa dạng hơn với dòng sản phẩm mới là ống thép, một loại thành phẩm có nhu cầu rất cao ở thị trường Việt Nam trong phân khúc thép dẹt bên cạnh tôn.

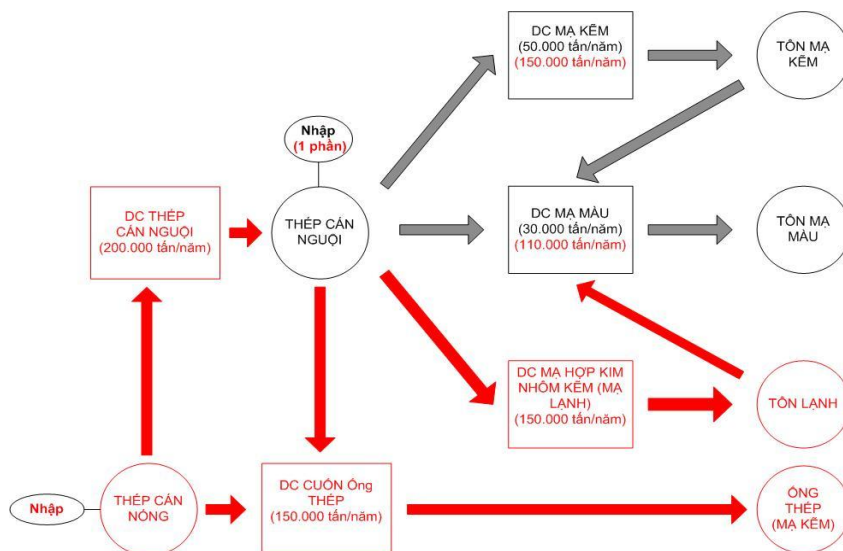
Điểm nhấn quan trọng nhất của dự án trên là dây chuyền cán nguội. Với dây chuyền này, quy trình sản xuất của NKG sẽ trở nên khép kín hơn, nguyên liệu đầu vào sẽ không còn là thép cán nguội mà thay vào đó là thép cán nóng. Chi phí nguyên liệu dự kiến sẽ được tiết kiệm khoảng 15% với sự thay đổi này, giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp so với hiện tại. Công suất 200 nghìn tấn/năm sẽ bảo đảm được nhu cầu thép cán nguội cho toàn bộ dây chuyền mạ và có thể tham gia thị trường thép cán nguội nếu hoạt động sản xuất không sử dụng hết. Một khoản thuế nhập khẩu cũng sẽ được tiết kiệm khi thuế nhập khẩu thép cán nóng là 0%, trong khi đối với thép cán nguội các loại là 7%.

#### Công suất thiết kế nhà máy 2 tại Bình Dương

Dây chuyền	Công suất (tấn/năm)	Thời gian hoạt động dự kiến
Dây chuyền mạ màu	80.000	Q3/2011
Dây chuyền mạ kẽm	100.000	Q3/2011
Dây chuyền ống thép	150.000	Q3/2011
Dây chuyền tẩy rửa	200.000	Q3/2011
Dây chuyền mạ hợp kim nhôm kẽm	150.000	Q3/2011
Dây chuyền cán nguội	200.000	Q3/2011

Nguồn: NKG

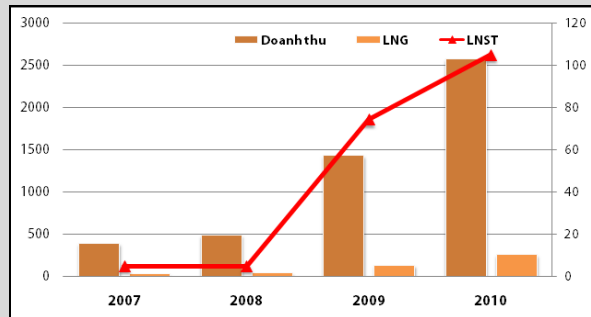
#### Công suất của NKG trước và sau khi nhà máy 2 hoàn thành



Màu đen: Quy trình và năng lực sản xuất trước khi dự án nhà máy 2 hoàn thành.

Màu đỏ: Quy trình và năng lực sản xuất sau khi dự án nhà máy 2 hoàn thành.

### Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: BCTC NKG

### Khả năng sinh lời

	2008	2009	2010	DTL (2010)	HSG (*)
LN gộp/DT	8,2	9,4	10,0	19,6	19,0
LNHĐKD/DT	6,3	8,0	9,1	11,3	4,6
LNST/DT	1,0	5,2	4,1	9,7	4,4
ROA	1,7	8,4	6,4	8,9	4,7
ROE	24,4	42,4	26,4	22,0	12,6

(\*) BCTC niên độ 2009 - 2010

Nguồn: BCTC các đơn vị.

### Phân tích Dupont

	2007	2008	2009	2010E
LR/LN HĐKD	28%	17%	65%	45%
LN HĐKD/DT	5%	6%	8%	9%
DT/TTS	1,31	1,61	1,61	1,58
TTS/VCSH	18,4	14,5	5,0	4,1
ROE	32,0%	24,4%	42,4%	26,4%

(\*) BCTC niên độ 2009 - 2010

Nguồn: BCTC NKG

### Hiệu quả hoạt động

Vòng quay	2008	2009	2010	DTL	HSG (*)
Hàng tồn kho	4,2	2,8	3,5	1,0	2,7
Khoản phải trả	3,6	4,0	9,7	1,2	6,4
Khoản phải thu	17,4	7,6	4,6	17,1	8,7

(\*) BCTC niên độ 2009 - 2010

Nguồn: BCTC NKG

### Rủi ro kinh doanh

Bên cạnh các rủi ro chung như phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu; biến động tỷ giá, NKG cũng phải đối mặt với một rủi ro đặc thù là rủi ro về khả năng cạnh tranh và thâm nhập thị trường của các sản phẩm mới khi công suất sẽ được nâng cao rất đáng kể từ Q3/2011 trong khi NKG không phải là công ty duy nhất đang thực hiện đầu tư. Các dự án tương tự cũng đang được thực hiện ở các doanh nghiệp cùng ngành khác như HSG, DTL và thời gian hoàn thành cũng được dự kiến cùng thời điểm với NKG.

### Tình hình tài chính

#### Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Cùng với sự tăng trưởng trong quy mô vốn và tài sản, NKG đã ghi nhận những mức tăng trưởng khá trong doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2007-2010. Bước ngoặt quan trọng đến từ năm 2009 khi NKG ghi nhận được mức tăng trưởng doanh thu 191,8% và lợi nhuận sau thuế tăng đến hơn 13 lần. Sự thay đổi ban điều hành và tái cơ cấu lại hoạt động theo đẩy mạnh hơn hoạt động thương mại đã giúp NKG đạt được thành quả trên. Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2010 tăng lần lượt 86,2% và 41% khi các dây chuyền đã đi vào hoạt động ổn định.

Tỷ suất lợi gộp cũng ghi nhận những chuyển biến tích cực trong những năm trở lại đây. Năm 2010, NKG ghi nhận mức lợi gộp 9,9%; tăng khá so với mức 9,4% trong năm trước. Tuy nhiên, so sánh với 2 công ty cùng ngành hiện đang niêm yết là DTL và HSG, NKG đang ở một vị trí khiêm tốn hơn khá nhiều. Tỷ suất lợi gộp của NKG được kỳ vọng sẽ cải thiện từ cuối 2011 khi chuỗi giá trị sản xuất được kéo dài hơn với dây chuyền thép cán nguội.

Tỷ suất sinh lợi ROA, ROE trong năm 2010 lần lượt là 26,4% và 6,4%; giảm nhẹ so với năm đột biến 2009. Sở dĩ các tỷ suất lợi nhuận của năm 2009 cao là do những thay đổi trong điều hành và chiến lược hoạt động dẫn đến doanh thu và lợi nhuận tăng cao. NKG cho thấy mức độ sử dụng vốn hiệu quả hơn với ROE năm 2010 của NKG đều cao hơn HSG và DTL. Sự sụt giảm của ROE phần nào do chi phí tài chính trong 2010 tăng mạnh so với năm trước. Lãi suất tăng cao cũng như sự trượt giá của đồng VND dẫn đến sự biến động mạnh của chi phí lãi và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá. Tỷ lệ lãi ròng/lãi từ hoạt động kinh doanh giảm trong năm 2010 cho thấy rõ vấn đề trên.

Hoạt động quản trị hàng tồn kho hiệu quả hơn trong năm 2010 thể hiện qua số vòng quay tăng từ 2,8 lần lên 3,5 lần. Việc luân chuyển hàng tồn kho nhanh hơn được đánh đổi bằng chính sách bán hàng thoáng hơn, do đó, vòng quay khoản phải thu giảm trong năm 2010.

#### Cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài sản của NKG phân bổ tương đối đồng đều giữa khoản phải thu và hàng tồn kho. Tỷ trọng cao của khoản phải thu trong tổng tài sản là hệ quả của chính sách bán hàng trả chậm nhằm tăng doanh thu trong 2 năm gần đây. Nhờ đó, vòng quay hàng tồn kho tăng và tỷ trọng hàng tồn kho giảm trong năm 2010. Tài sản cố định chỉ chiếm 16,8% tổng tài sản, tương đương DTL nhưng nhỏ hơn HSG vì HSG hiện đang đầu tư dự án Tôn Hoa Sen Phú Mỹ rất lớn.

Tính đến ngày 30/06/2010, 75,5% tài sản của NKG được tài trợ bằng các khoản



**Cấu trúc tài chính**

	2009	2010	DTL	HSG (*)
<b>Cấu trúc tài sản</b>				
KPT/TTS	21,1%	34,2%	5,4%	12,3%
HTK/TTS	52,2%	40,9%	73,3%	31,8%
TSCĐ/TTS	14,4%	16,8%	18,1%	47,2%
<b>Cấu trúc vốn</b>				
Tổng nợ/TTS	80,2%	75,5%	65,0%	62,4%
Nợ vay/TTS	43,7%	61,1%	52,3%	48,7%

(\*) BCTC niên độ 2009 - 2010

Nguồn: BCTC các đơn vị

**Khả năng thanh toán**

Chỉ số thanh toán	2009	2010	DTL	HSG (*)
Hiện hành	1,1	1,2	1,5	1,0
Nhanh	0,4	0,6	0,2	0,4
Tiền mặt	0,1	0,1	0,01	0,02

(\*) BCTC niên độ 2009 - 2010

Nguồn: BCTC các đơn vị

**Dự phóng sản lượng và doanh thu**

Năm	2009	2010E	2011F
<b>Sản lượng (tấn)</b>			
Kẽm	10.155	10.663	12.663
Màu	23.756	26.132	32.132
TM	94.406	103.847	109.039
<b>Tổng</b>	<b>128.317</b>	<b>140.641</b>	<b>153.833</b>
<b>Doanh thu (triệu VND)</b>			
Kẽm	133.613	169.478	221.393
Màu	774.267	1.206.375	1.631.704
Thương mại	516.035	1.190.968	1.375.568
<b>Tổng</b>	<b>1.427.484</b>	<b>2.566.821</b>	<b>3.228.665</b>

Nguồn: Rong Viet Securities dự phóng

**Dự phóng doanh thu và lợi ròng**

	2009	2010E	2011F
Doanh thu (tỷ)	1.427	2.568	3.229
Lợi nhuận gộp (tỷ)	134	256	329
Lợi nhuận HĐKD (tỷ)	115	232	300
Lợi ròng (tỷ)	74	105	113
<b>EPS (đồng/CP)</b>	<b>4.954</b>	<b>4.564</b>	<b>4.846</b>

Nguồn: Rong Viet Securities dự phóng

nợ phải trả. Trong đó, các khoản vay ngân hàng chiếm đến 80,6% tổng nợ, tương đương 60,9% tổng tài sản. So với cuối 2009, các tỷ lệ nợ vay ngân hàng đều tăng do nhu cầu vốn lưu động cho hoạt động sản xuất cũng như đầu tư vào nhà máy 2.

Các tỷ số thanh toán của Công ty ít biến động qua các năm và được duy trì ở mức hợp lý khiến rủi ro mất thanh khoản là không đáng ngại. Tuy nhiên, cần lưu ý rủi ro thu hồi nợ với một tỷ trọng lớn của khoản phải thu trong cơ cấu tài sản trong khi số vòng quay khoản phải thu lại đang giảm qua các năm.

**Dự phóng – Định giá**

**Kết quả kinh doanh**

Động lực tăng trưởng của NKG trong năm 2011 bên cạnh sản lượng tăng còn đến từ một danh mục sản phẩm phong phú hơn và chuỗi giá trị sản xuất được kéo dài thêm 1 bước về thượng nguồn.

**Sản lượng & Doanh thu:** Nhà máy 2 dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 8/2011. Người viết giả định công suất của 2 dây chuyền mạ kẽm và mạ màu mới đi vào hoạt động sẽ có công suất khoảng 25%-30%. Sản lượng sản xuất ước tính tăng khoảng 22%. Sản lượng thương mại thực tế sẽ tùy thuộc vào tình hình thị trường. Người viết giả định sản lượng thương mại tăng khoảng 5%. Tổng sản lượng ước tính sẽ tăng khoảng 9,4%. Doanh thu tương ứng tăng khoảng 25,7%; ước đạt 3.229 tỷ đồng.

**Lợi nhuận gộp:** Dây chuyền thép cán nguội dự kiến hoàn thành từ giữa Q3 nên mức độ đóng góp trong việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2011 sẽ không nhiều. Tỷ suất lợi nhuận gộp được ước tính tăng nhẹ lên khoảng 10%-10,2% trong năm 2011.

**Chi phí:** Tỷ trọng chi phí quản lý tiếp tục được duy trì ở mức 0,9%-1%. Chi phí tài chính tiếp tục được ước tính có mức tăng mạnh dưới ảnh hưởng của gia tăng sử dụng nợ nhằm tài trợ cho dự án nhà máy 2 và lãi suất bình quân trong năm 2011 sẽ cao hơn năm 2010.

**Lợi nhuận:** Sau khi loại trừ các loại chi phí, lợi nhuận ròng của NKG trong năm 2011 vào khoảng 113 tỷ đồng, tương đương EPS sau điều chỉnh khoảng 4.846 đồng/cổ phiếu, giá trị sổ sách vào thời điểm cuối năm vào khoảng 17.795 đồng/cổ phiếu.

**Dự phóng bảng cân đối kế toán**

Theo nghị quyết HĐQT mới nhất, trong năm 2011, NKG sẽ chia cổ tức 15% bằng tiền mặt và 30% bằng cổ phiếu, đồng thời phát hành thêm 600 nghìn cổ phiếu bằng mệnh giá. Với giả định trong năm 2011, NKG không tiến hành tăng vốn; vốn điều lệ cuối năm sẽ là 305 tỷ.

Các khoản mục vốn lưu động như hàng tồn kho, khoản phải thu, phải trả sẽ tăng trưởng tương ứng với doanh thu hàng năm. Theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, giá trị tài sản cố định sẽ tăng mạnh trong 2011 theo tiến độ hoàn thành của dự án nhà máy mới. Với giả định nhà máy mới sẽ hoàn tất 90% các hạng mục trong năm 2011. Cấu trúc vốn của NKG trong năm 2011 sẽ có thay đổi theo hướng tăng nguồn vay nợ dài hạn giải ngân theo tiến độ của dự án đang đầu tư.

P/E và P/B tham chiếu

Mã	Vốn hóa	P/E trailing	P/B
HSG	1.491	6,1	0,9
DTL	931	5,3	1,2
	2.422,4	5,8	1,0

Nguồn: Rong Viet Securites tổng hợp

Định giá

Chúng tôi kết hợp sử dụng 2 phương P/E và P/B nhằm xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu NKG tại thời điểm hiện tại. Đối với hai phương pháp P/E và P/B, chúng tôi tham khảo hệ số P/E và P/B từ số trung bình của 2 doanh nghiệp cùng ngành là HSG và DTL. Chúng tôi áp dụng một tỷ lệ chiết khấu khoảng 15%. P/E và P/B được áp dụng là 5,8 và 1,1.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	28.028	60%	16.817
P/BV	23.000	40%	9.200
Giá bình quân		100%	26.017

**SƠ LƯỢC NGÀNH THÉP**

Ngành Thép trong 2010 là một trong nhóm ngành có tốc độ tăng trưởng cao nhất cả về sản lượng sản xuất với mức tăng tương ứng 33% so với năm 2009. Sản lượng sản xuất thép dài tăng 19,8% trong khi 22,2% là mức tăng trong sản lượng sản xuất các loại thép mạ.

Theo hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), tổng sản lượng sản xuất các loại thép trong năm 2010 đạt 9,2 triệu tấn, trong đó sản phẩm thép dài là 5,7 triệu tấn; thép mạ là 1,2 triệu tấn, còn lại là các sản phẩm khác. Trong 2010, cả nước tiêu thụ khoảng 11,2 triệu tấn thép. Trong đó tiêu thụ thép dài là 6,3 triệu tấn; thép dẹt 4 triệu tấn.

Dù đạt được những mức tăng trưởng ấn tượng trong các năm qua, nhưng ngành Thép Việt Nam cũng đang phải đối mặt với nhiều hạn chế như:

- (1) Năng lực trong nước chỉ có thể đáp ứng khoảng 60% nhu cầu sản xuất thép xây dựng. Tuy nhiên, nguyên liệu để sản xuất phôi phần lớn phải nhập từ nước ngoài.
- (2) Sức cạnh tranh của các DN sản xuất Thép trong nước còn yếu trong khi mức độ cạnh tranh ngày càng tăng. Điều này trở nên đáng lo ngại hơn khi các thời điểm giảm/bỏ các ưu đãi thuế theo lộ trình hội nhập AFTA và WTO. Cụ thể: theo CEPT/AFTA, từ 2006 thuế NK đối với các sản phẩm thép chỉ còn 0% - 5%, đến 2015 chỉ còn 0%. Theo WTO, đến 2014 thuế NK chỉ còn 0% - 5%. Ngoài ra ngành thép Việt Nam phải đối phó một số khó khăn về chi phí sản xuất như giá nguyên liệu, than, điện, dầu tăng cao so với 2009.

Ngành Thép đang dần có nguy cơ cung vượt cầu khi các dự án sản xuất Thép đi vào hoạt động trong 2009 – 2010. Theo thống kê của VSA, năng lực sản xuất của ngành thép tính đến cuối năm 2009 đạt 1,8 triệu tấn gang từ lò cao, 4,5 – 4,7 triệu tấn phôi thép vuông, 2 triệu tấn thép cán nguội, 1,2 triệu tấn thép lá được mạ và 1,3 triệu tấn ống thép, riêng thép xây dựng các loại có công suất 7 triệu tấn, dư thừa gần 40% so với nhu cầu của thị trường nội địa. Theo thống kê cả nước có 32 dự án thép được cấp giấy chứng nhận đầu tư nằm ngoài quy hoạch của ngành thép. Theo số liệu từ Bộ Công thương, nếu tất cả những dự án đăng ký đi vào sản xuất thì tới năm 2015 công suất của toàn ngành thép trong nước có thể lên tới 28 triệu tấn/năm.

**Chỉ tiêu tài chính của công ty tiêu biểu trong ngành**

Mã CK	Market Cap 21/02/11	DT 2009	LNST 2009	EPS 2010	BV 31/12/10	Trailing P/E	P/BV 31/12/10	2010			
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	Doanh thu	%KH	LNST	% KH
								(tỷ VND)		(tỷ VND)	
HPG	9.440	8.123	1.271	4.010	20.150	7,4	1,5	14.267	116%	1375	102%
POM	4.211	7.539	656	3.420	15.080	6,6	1,5	11.203	111%	693	113%
HSG	1.461	3.272	462	2.430	16.980	6,0	0,9	5.333	107%	240	46%
DTL	873	1.532	134	3.860	16.480	4,7	1,1	1.809	90%	190	76%
VIS (*)	678	2.068	225	3.900	19.380	5,8	1,2	2.329	102%	67	112%
HLA	610	2.555	67	620	13.220	15,0	0,7	2.900	112%	20	17%
TLH	529	2.343	142	1.360	13.920	6,5	0,6	3.001	29%	80	25%
SMC (*)	480	5.264	73	4.880	22.070	4,0	0,9	4.582	83%	69	86%
VGS	335	1.117	45	750	13.260	12,0	0,7	2.183	146%	28	47%
NVC	115	2.588	17	1.310	11.220	5,5	0,6	1.801	72%	20	131%

(\*) Số liệu lũy kế đến hết Q3/2010

Nguồn: Stox, Rong Viet Securities tổng hợp



**PHỤ LỤC**

	2008	2009	2010E	2011F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)</b>				
Doanh thu	489	1.427	2.568	3.229
Lợi nhuận HĐKD	31	115	232	300
Lợi nhuận trước thuế	5	77	129	129
Lợi nhuận sau thuế	5	74	105	113
EBIT	27	96	194	247
EBITDA	40	112	215	282
<b>Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)</b>				
Tiền mặt	7	71	64	79
Tài sản ngắn hạn	139	671	1.279	1.587
Tài sản cố định	123	111	193	480
Tổng tài sản	304	885	1.628	2.152
Tổng nợ vay	157	386	991	1.314
Tổng nợ	283	709	1.228	1.614
Vốn chủ sở hữu	21	175	397	537
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	25,2%	191,8%	79,9%	25,7%
Lợi nhuận trước thuế	-1,3%	1397,8%	68,1%	-0,3%
Lợi nhuận sau thuế	-1,3%	1349,8%	41,3%	7,2%
Tổng tài sản	2,0%	190,8%	84,0%	32,2%
Vốn chủ sở hữu	29,6%	732,7%	126,5%	35,4%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	8,2%	9,4%	10,0%	10,2%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	1,0%	5,4%	5,0%	4,0%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	1,0%	5,2%	4,1%	3,5%
ROA	1,7%	8,4%	6,4%	5,2%
ROE	24,4%	42,4%	26,4%	20,9%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>				
Vòng quay Tổng tài sản	1,6	1,6	1,6	1,5
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	23,3	8,1	6,5	6,0
Vòng quay các khoản phải thu	17,4	7,6	4,6	4,6
Vòng quay hàng tồn kho	4,2	2,8	3,5	3,5
Vòng quay các khoản phải trả	3,6	4,0	9,7	9,7
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	0,64	1,09	1,17	1,16
Khả năng thanh toán nhanh	0,17	0,41	0,59	0,59
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,03	0,10	0,06	0,06
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	1345,6%	404,8%	309,5%	300,4%
Nợ vay / Tổng tài sản	51,7%	43,7%	60,9%	61,1%
Tổng nợ / Tổng tài sản	93,1%	80,2%	75,5%	75,0%

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành      Loại báo cáo      Khuyến nghị      Giá tại ngày phát hành      Giá định giá

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

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

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

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

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

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**