

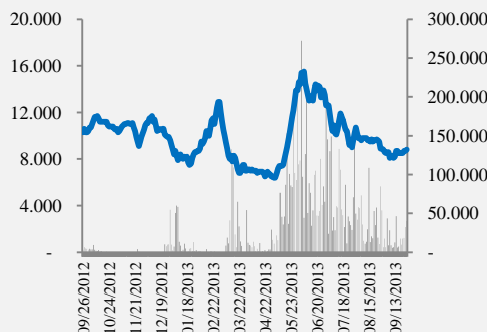
**NKG [HSX]**

**NEUTRAL**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Giá (26/9/2013)	VND	8,800
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	263
Số cp lưu hành	Triệu cp	29.9
Free-loat	Triệu cp	14.4
Giá trị công ty	Tỷ đồng	1,520
Diễn biến (30 ngày)	%	-1.12%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	19,720
Lĩnh vực	Nguyên vật liệu	

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**



Nguồn: Bloomberg

**DIỄN BIẾN**

	1T	3T	12T
<b>Cổ phiếu</b>	-1,12%	-25,42%	-24,14%
<b>Vs VN- index</b>	-4,66%	-24,99%	-47,06%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Thị Yến Vy**

(84 8) 3 914 6888

Nguyenthienvy@baoviet.com.vn

**TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** cổ phiếu NKG. Một mặt, công ty có sự cải thiện rõ nét về tình hình kinh doanh trong 6 tháng đầu năm, với những định hướng nhiều triển vọng trong thời gian sắp. Nhưng mặt khác, công ty lại tiềm ẩn một số rủi ro liên quan đến dòng tiền.

**Kinh doanh cải thiện:** Sau năm 2012 kinh doanh thua lỗ và gặp nhiều biến động về mặt nhân sự, đến thời điểm hiện tại, hoạt động sản xuất kinh doanh và tổ chức nhân sự tại NKG đã đi vào ổn định. Với nhà máy 2 hoàn thành vào nửa cuối năm ngoái, NKG đã nâng cao năng lực sản xuất với tổng công suất thiết kế 350,000 tấn tôn/năm và 60,000 tấn ống thép/năm.

**Tích cực mở rộng thị phần.** Từ 3.7% thị phần năm 2011, vào T8/2013 NKG đã chiếm 11.3% thị phần tôn mạ nội địa và đứng thứ 2, chỉ sau Tôn Hoa Sen. Công ty có được thị phần lớn là do sản phẩm có chất lượng tốt và ứng dụng đa dạng, đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu vào châu Âu, nhà máy với công suất lớn và khả năng bán hàng hiệu quả.

**Giảm tỷ trọng hàng thương mại từ 47% xuống còn 18%** và mục tiêu cuối năm còn 10% nhằm tránh biến động mạnh về giá đầu vào và đầu ra – nguyên nhân chủ yếu gây lỗ trong năm 2012.

**Tăng tỷ trọng hàng xuất khẩu** từ mức 20% năm 2012 lên 42% trong 7T/2013.

**Tập trung vào những mặt hàng có biên lợi nhuận tốt** gồm tôn mạ lạnh và tôn lạnh mạ màu, tăng tỷ trọng lên 52% từ mức 46% của năm 2012 và tiếp tục duy trì ở mức trên 50% tổng sản lượng hàng bán.

**Rủi ro trọng yếu:** Quy mô vốn nhỏ (cuối Q2/2013, vốn điều lệ 299 tỷ đồng, VCSH 318 tỷ đồng) là một hạn chế lớn của NKG khi hoạt động trong lĩnh vực thâm dụng vốn như sản xuất tôn thép, dẫn đến tỷ lệ đòn bẩy cao, làm tăng chi phí tài chính và những rủi ro thanh toán. Ngoài ra, các rủi ro tiềm ẩn khác của công ty bao gồm rủi ro giá nguyên vật liệu và rủi ro từ khoản phải thu – phải trả tăng đột biến trong 6T/2013. Chúng tôi mong đợi tình hình kinh doanh khả quan của NKG sẽ dần dần cải thiện dòng tiền và giúp giảm thiểu những rủi ro này.

**Dự báo Doanh thu – LNST 2013 tăng trưởng mạnh so với năm ngoái.** Do nhà máy mới đã đi vào hoạt động ổn định và gần như đạt tối đa công suất thiết kế, cùng với khả năng bán hàng cải thiện rõ rệt, BVSC dự báo trong năm 2013 NKG sẽ đạt 4,031 tỷ đồng DTT và 79.7 tỷ đồng LNST, tương đương EPS 2,667 đ/cp. Tổng sản lượng tiêu thụ đạt 187 ngàn tấn, tăng 34% từ mức 140 ngàn tấn của năm 2012.

Chỉ tiêu	ĐVT	2010A	2011A	2012A	2013E	2014F
Doanh thu	tỷ đồng	2,568	2,582	2,927	4,031	4,445
EBIT	tỷ đồng	194	128	55	256	270
EBITDA	tỷ đồng	215	146	94	354	350
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	104	12	(105)	79.7	82.3
EPS	đồng	4,543	393	(3,516)	2,667	2,753
Tăng trưởng EPS	%	-8%	-91%	-995%	-176%	3%
P/E	x	1.9	21.9	-2.4	3.2	3.1
Cổ tức/thị giá	%	18.7%	3.6%	0%	0%	0%
P/B	x	0.52	0.67	0.93	0.74	0.64

(Nguồn: NKG, BVSC)

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2013

*DVT: Tr.VND*

CHỈ TIÊU	2013 KH	1H 2013	% KH	1H 2012	yoy
Doanh thu thuần	4,500,000	2,039,430	45.3%	1,611,134	+26.6%
LNTT	50,000	40,699	81.4%	3,407	+1,049.6%
LNST		40,262		2,809	+1,333.5%
EPS		1,347		94	+1,333.5%

Trong nửa đầu năm 2013, NKG đạt 2,039 tỷ đồng doanh thu thuần và 40.3 tỷ đồng LNST. Tuy chỉ hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu năm nhưng công ty đã gần hoàn thành kế hoạch LNST (81.4%). Kết quả này cũng tốt hơn rất nhiều so với tình hình sản xuất kinh doanh cùng kỳ năm ngoái. DTT tăng trưởng 27% yoy và LNST tăng hơn 13 lần.

**Doanh thu tăng mạnh nhờ nhà máy mới đi vào hoạt động:** Doanh thu tăng 26.6% so với cùng kỳ năm trước nhờ các dây chuyền mới đã đi vào sản xuất ổn định và đạt công suất thiết kế tối đa, trong khi hoạt động bán hàng tiến triển tốt, và tháng 3-4-5 rơi vào mùa cao điểm xây dựng của thị trường nội địa.

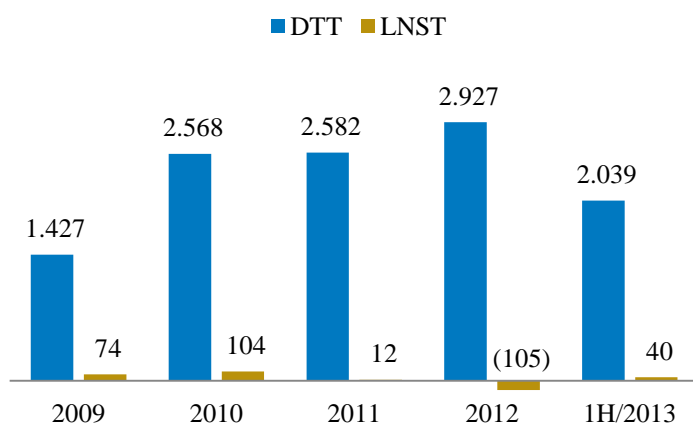
**Lợi nhuận bắt đầu phục hồi:** Từ mức lợi nhuận sau thuế khiêm tốn 2.8 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2012 và âm 105 tỷ trong cả năm 2012, NKG đã có sự phục hồi ấn tượng với mức lợi nhuận dương 40.3 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2013. Nguyên nhân chủ yếu là do năm 2012, nhà máy mới chậm hoàn thành khiến công ty bị tồn kho nguyên vật liệu giá cao. Sau khi nhà máy mới đi vào hoạt động từ nửa cuối 2012, NKG đã tái cơ cấu toàn bộ theo hướng đẩy mạnh hoạt động bán hàng, từ đó nâng công suất sản xuất lên mức tối đa, quản lý chặt chẽ phí sản xuất. Hiện nay, hoạt động sản xuất của cả 2 nhà máy đã đi vào ổn định, nên công ty bắt đầu lấy lại đà tăng trưởng.

**Biên lợi nhuận được cải thiện rõ nét:** Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 8.2% từ mức 6.3% cùng kỳ năm ngoái, bằng với mức cao của năm 2011. Nguyên nhân là do công ty tập trung vào hoạt động sản xuất có biên LNG cao hơn và ít rủi ro hơn thay vì tập trung vào mảng kinh doanh nguyên liệu tiềm ẩn nhiều rủi ro như trước đây.

**Nợ vay giảm trong khi khoản phải thu và khoản phải trả tăng mạnh.** Trong vòng 6 tháng, NKG đã giảm 193 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn, đưa về mức 628 tỷ đồng từ mức 821 tỷ cuối năm ngoái. Vay dài hạn tăng nhẹ 16 tỷ đồng. Tuy nhiên, phải trả người bán tăng mạnh gấp đôi, từ mức 452 tỷ đồng hồi đầu năm lên 902 tỷ đồng cuối Q2/2013. Phải thu khách hàng cũng tăng 2.6 lần, từ mức 287 tỷ đồng lên 748 tỷ đồng. Theo đó, tỷ lệ Nợ/VCSH tăng từ 7.19x lên 7.51x. Dòng tiền kinh doanh dương cũng nhờ tăng mạnh khoản phải trả. Tiền mặt cuối kỳ vẫn ở mức thấp, chỉ 7 tỷ đồng.

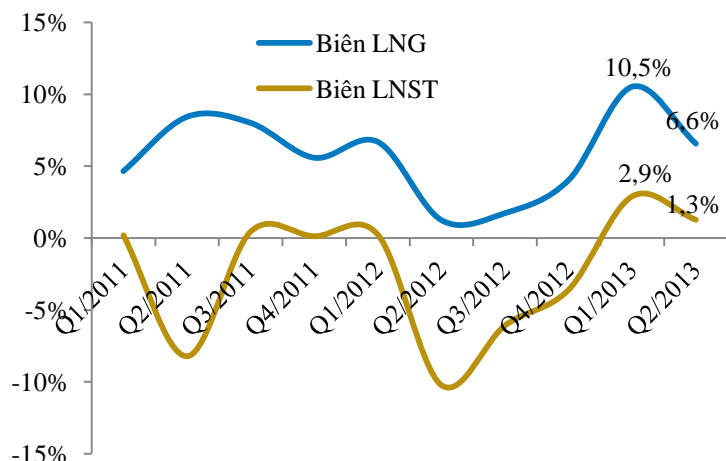
Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất từ phía công ty, tính đến ngày 16/9/2013, khoản phải thu đã giảm mạnh chỉ còn 316 tỷ đồng và khoản phải trả cũng giảm còn 453 tỷ đồng. Khoản phải thu – phải trả biến động liên tục cũng là đặc trưng của các doanh nghiệp trong ngành.

**Hình 1: Tăng trưởng doanh thu - LNST của NKG (Tỷ VND)**



Nguồn: BCTC NKG

**Hình 2: Biên lợi nhuận của NKG**



Nguồn: BCTC NKG

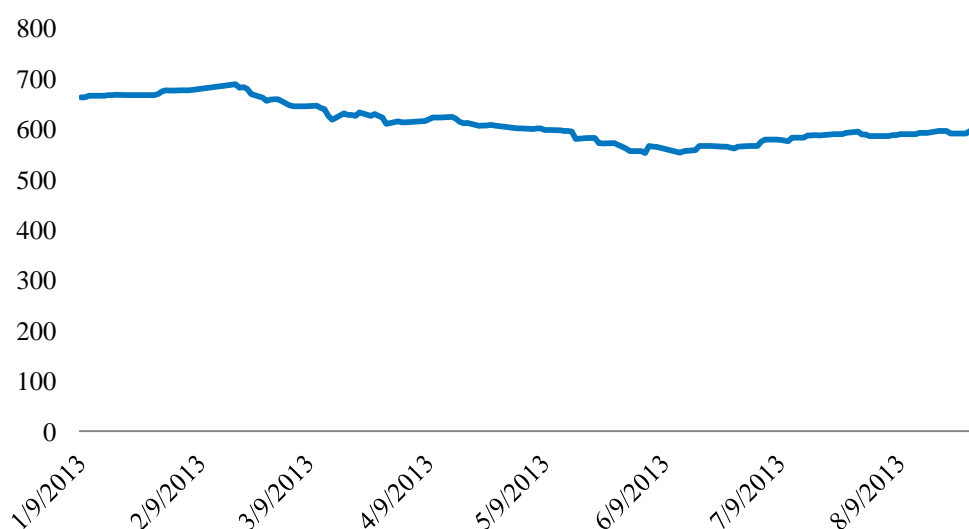
## TRIỂN VỌNG Q3/2013 VÀ CẢ NĂM

### Tình hình ngành

#### Giá nguyên liệu đầu vào bắt đầu tăng trở lại từ cuối tháng 6/2013

Diễn biến giá các nguyên liệu như quặng sắt, thép phế, HRC có trời sụt nhưng xu hướng chung trong nửa đầu năm 2013 là giảm so với đỉnh gần nhất của HRC đạt mức 689 USD/MT ngày 18/2/2013. Tuy nhiên, từ cuối tháng 6/2013, giá HRC tăng trở lại và đến cuối tháng 8/2013 đã tăng 30-50 USD/MT. Tính đến hết tháng 8/2013, giá HRC mặc dù tăng nhưng vẫn thấp hơn 600 USD/MT.

**Hình 3: Diễn biến giá HRC - Thượng Hải (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg

Với tình hình khó khăn chung của thị trường thế giới, nhu cầu thép thành phẩm thấp, cung vượt cầu, trữ lượng tồn kho của các nhà máy còn cao, giá HRC được dự báo vẫn khó có thể vượt mốc 600 USD/MT trong năm nay.

Tuy giá các loại nguyên liệu đầu vào sản xuất thép tăng, giá bán lẻ các sản phẩm thép trong nước hầu như không đổi.

#### ***Tiêu thụ thép nội địa 8 tháng đầu năm 2013 tăng so với cùng kỳ***

Theo số liệu từ VSA, tính chung 8 tháng đầu năm 2013, tình hình sản xuất và bán ra của các doanh nghiệp thép đều tăng trưởng so với cùng kỳ 2012. Tổng lượng sản xuất của các công ty trong Hiệp hội là 3 triệu tấn (tăng nhẹ 0.92% yoy) và lượng bán ra cũng là 3 triệu tấn (tăng 3.04% yoy).

Tính riêng mặt hàng ống thép, lượng sản xuất và bán ra của các doanh nghiệp ống thép của Hiệp hội Thép VN trong 8 tháng đầu năm 2013 đều tăng trưởng khá tốt. Lượng ống thép bán ra 8T/2013 đạt 516,438 tấn, tăng 22.67% yoy. Trong đó, các doanh nghiệp có sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt gồm có NKG, HSG và HPG. Thị trường ống thép 8T/2013 cũng tăng trưởng theo tháng về cả sản lượng và giá bán, do giá HRC đầu vào tăng 30-50 USD/MT, mặc dù rơi vào tháng 7ÂL là mùa thấp điểm xây dựng.

#### ***Các doanh nghiệp trong nước gia tăng xuất khẩu***

Trước những khó khăn ở thị trường nội địa về nguồn cung dư thừa, tiêu thụ khó khăn, các doanh nghiệp tôn mạ đều nỗ lực mở rộng thị trường xuất khẩu. Sản phẩm tôn mạ của các doanh nghiệp được phân phối rộng rãi tại nhiều tỉnh thành ở Việt Nam và nỗ lực đẩy mạnh xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu chủ lực là một số nước trong khu vực Đông Nam Á như Indonesia, Thái Lan... và một số nước EU. Theo số liệu thống kê của hải quan, tổng lượng tôn mạ xuất khẩu của Việt Nam 6T/2013 đạt 403,794 tấn, tăng 71.9% so với cùng kỳ 2012.

#### ***Rủi ro kiện bán phá giá tại các thị trường trọng điểm***

Tuy nhiên, do các công ty tôn thép cùng đẩy mạnh xuất khẩu đã dẫn đến lượng xuất khẩu tôn mạ kim loại và sơn phủ màu từ Việt Nam sang các thị trường chủ lực như Indonesia, Malaysia, Thái Lan... tăng mạnh thời gian qua và vấp phải cảnh báo kiện bán phá giá cũng như bị áp dụng biện pháp tự vệ nhằm bảo hộ sản xuất trong nước. Cụ thể, 3 nước ASEAN gồm Thái Lan, Indonesia và Malaixia đều đưa ra một quy trình rất phức tạp và khó khăn khi nhận được đề nghị xuất khẩu hàng hóa vào thị trường của mình nhằm gây bất lợi và tổn hại trong việc gia tăng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Indonesia và Malaysia là hai thị trường đầu tiên đã áp dụng biện pháp bảo hộ bằng cách xét cấp giấy phép xuất khẩu (giấy phép SNI đối với thị trường Indonesia và giấy phép SIRIM đối với thị trường Malaysia) với quy trình cấp nghiêm ngặt và gia tăng hàng rào kỹ thuật, cũng như áp thuế CBPG với từng mặt hàng cụ thể. Thái Lan hiện chưa áp dụng biện pháp cấp giấy phép xuất khẩu như 2 quốc gia trên nhưng cũng đưa ra cảnh báo đối với xuất khẩu tôn thép của Việt Nam.

## Triển vọng NKG Q3/2013 và cả năm 2013

### Năng lực sản xuất đã được nâng cao và ổn định

Trước 2012, NKG chỉ có 1 nhà máy sản xuất tại Bình Dương có công suất 50,000 tấn tôn kẽm và 36,000 tấn tôn mạ màu/năm. Kể từ cuối năm 2012, các dây chuyền của Nhà máy Thép Nam Kim 2 lần lượt đi vào hoạt động giúp hoạt động kinh doanh của công ty được cải thiện đáng kể. Nhà máy thứ 2 đặt tại Đồng An, Bình Dương, khởi công Tháng 3/2010 với vốn đầu tư gần 1,000 tỷ đồng, nâng tổng công suất sản xuất của công ty lên gấp 3 lần, đồng thời cung cấp các sản phẩm mới như: tôn lạnh, ống thép mạ kẽm và thép cán nguội. Năng lực sản xuất được nâng cao và nhiều sản phẩm mới đã giúp NKG đa dạng hóa danh mục sản phẩm và mở rộng thị phần. Hiện tại, các dây chuyền sản xuất của Nam Kim đang hoạt động 100% công suất thiết kế để đáp ứng các đơn hàng.

Dây chuyền	Công nghệ	Công suất (Tấn/năm)
Dây chuyền mạ kẽm dày 1.5-4.0 (mm) khổ 500 (mm)	NOF	100,000 tấn/năm
Dây chuyền mạ hợp kim nhôm - kẽm khổ 1250 (mm)	NOF	150,000 tấn/năm
02 Dây chuyền mạ màu khổ 1250 (mm)	Continuous	100,000 tấn/năm
Dây chuyền cán nguội	6 Hi Reversing cold roll	200,000 tấn/năm
Dây chuyền tẩy rửa khổ 500 (mm)	Pushpull	100,000 tấn/năm
Dây chuyền tẩy rửa khổ 1450 (mm)	Pushpull	250,000 tấn/năm
02 Dây chuyền xả băng	Pushpull	60,000 tấn/năm
02 Dây chuyền cắt tấm	Pushpull	36,000 tấn/năm
05 dây chuyền ống thép	Continuous	60,000 tấn/năm

Nguồn: NKG

### Chấm dứt tình trạng lỗ lớn của năm 2012

Năm 2012, NKG lỗ 105 tỷ đồng do những nguyên nhân sau đây:

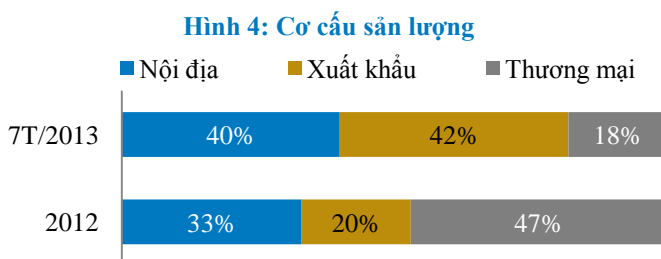
- ✓ Doanh thu chỉ tăng 13.4% do các dây chuyền của nhà máy 2 đưa vào vận hành chậm hơn kế hoạch.
- ✓ Trong khi đó, chi phí giá vốn hàng bán tăng mạnh 18.3% do hàng tồn kho giá cao chuẩn bị nguyên vật liệu cho nhà máy mới.
- ✓ Chi phí tài chính tăng 5.6% từ các khoản vay ngân hàng tài trợ cho lắp đặt các dây chuyền mới và mua tích trữ NVL.
- ✓ Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh lần lượt là 57.5% và 47.1% do công tác marketing chuẩn bị mở rộng đầu ra cho sản lượng của nhà máy mới và tăng nhân sự quản lý cho nhà máy mới.

Như vậy, do nguyên nhân nhà máy 2 chậm đi vào hoạt động đã ảnh hưởng đến toàn bộ các khâu sản xuất, bán hàng, tồn kho, dòng tiền,... khiến chi phí tăng mạnh. Trong năm 2013, nhà máy 2 đã đi vào hoạt động ổn định và đang trên đà gia tăng công suất nên tình trạng lỗ đã không còn, công ty bắt đầu phục hồi lợi nhuận.

***Cơ cấu lợi danh mục sản phẩm theo hướng giảm rủi ro, tăng sản lượng hàng có tính cạnh tranh và có biên lợi nhuận tốt***

- ✓ Tăng tỷ trọng hàng sản xuất, giảm tỷ trọng hàng thương mại

Như đã đề cập ở trên, lý do chủ yếu khiến NKG lỗ 105 tỷ đồng trong năm 2012 liên quan đến mảng thương mại nguyên liệu thép cán nóng và cán nguội, trong khi giá của các hàng hóa này biến động mạnh. Trong số 140,000 tấn sản phẩm bán ra trong năm 2012, tỷ lệ hàng thương mại chiếm đến 47%. Qua năm 2013, do các dây chuyền mới đã đi vào hoạt động ổn định, sản lượng hàng thương mại được giảm xuống chỉ còn 18% và xu hướng đến cuối năm sẽ tiếp tục giảm chỉ còn khoảng 10% tỷ trọng trong tổng sản lượng hàng bán ra. Trong khi đó, sản lượng hàng xuất khẩu và bán nội địa gia tăng đáng kể về sản lượng và tỷ trọng.



*Nguồn: VSA và NKG*

- ✓ Tập trung vào những mặt hàng có biên lợi nhuận tốt:

Tôn mạ lạnh và tôn lạnh mạ màu là mặt hàng có mức độ cạnh tranh tương đối thấp hơn và có biên lợi nhuận gộp tốt hơn các mặt hàng khác. Hiện tại, NKG đang tăng tỷ trọng bán loại hàng này lên 52% từ mức 46% của năm 2012 và sẽ duy trì ở mức trên 50% tổng sản lượng hàng bán.

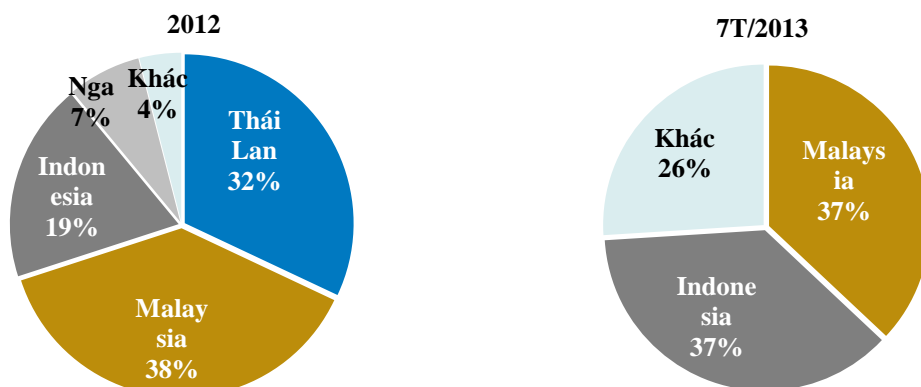
***Ưu thế trong hoạt động xuất khẩu***

Do sản lượng tôn mạ trong nước cung đang vượt cầu, NKG cũng như các công ty tôn thép khác trong nước cũng đang đẩy mạnh xuất khẩu. Tỷ trọng hàng xuất khẩu của NKG đã nâng từ mức 20% năm 2012 lên đạt 42% trong 7 tháng đầu năm 2013. Thị trường chủ lực của NKG là các quốc gia Đông Á như Thái Lan, Malaysia, Indonesia,... và các thị trường khác như Ý, Nga, Bồ Đào Nha, Thổ Nhĩ Kỳ,...

**Thị trường ASEAN:** Với 2 thị trường xuất khẩu chủ lực hiện nay là Malaysia và Indonesia, NKG có ưu thế về bán hàng và đã có giấy phép xuất hàng vào các thị trường này nên không bị rào cản các biện pháp CBPG. Cụ thể, đối với thị trường Indonesia, NKG có 4 giấy phép SNI cho phép nhập mặt hàng tôn lạnh với thuế suất 0% trong thời hạn 4 năm vào nước này. Còn tại thị trường Malaysia cũng bắt đầu áp dụng giấy phép SIRIM từ tháng 8/2013 và giữa tháng 9/2013 NKG cũng đã nhận được giấy phép này.

**Thị trường châu Âu:** Hàng xuất vào Ý và các quốc gia châu Âu khác thường đòi hỏi tiêu chuẩn kỹ thuật cao và đồng thời biên lợi nhuận cũng tốt hơn thị trường Đông Nam Á. Với nhà máy mới được đầu tư dây chuyền hiện tại của châu Âu, sản phẩm của NKG đủ khả năng đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng và bắt đầu từ 2014, NKG cũng sẽ đẩy mạnh xuất mặt hàng thép dày mạ kẽm vào các thị trường khó tính như Úc và châu Âu.

Hình 5: Cơ cấu thị trường xuất khẩu

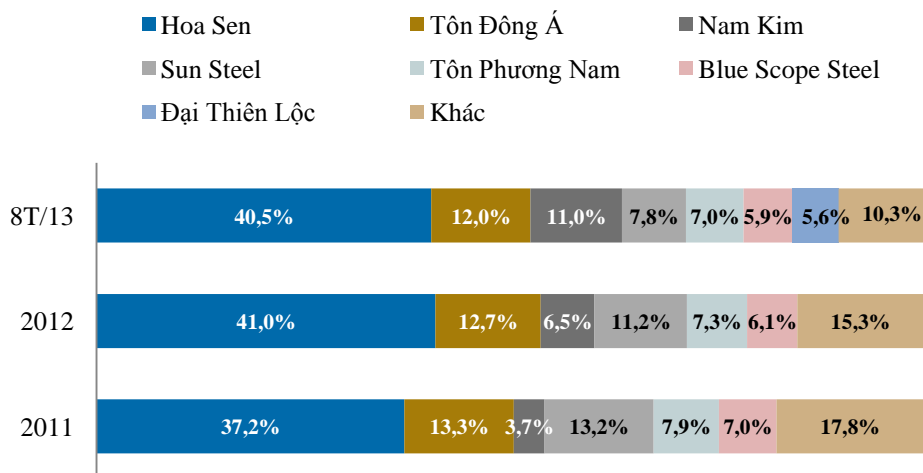


Nguồn: NKG

#### Tiếp tục mở rộng thị phần trong nước

Theo báo cáo của VSA, trên thị trường tôn mạ, thứ hạng và thị phần của NKG đã được cải thiện đáng kể trong hai năm gần đây, từ hạng 6 với 3.7% thị phần năm 2011 vươn lên hạng 3 với 6.5% thị phần năm 2012 và đến tháng 8/2013, sản phẩm của Nam Kim chiếm 11.3% thị phần, đứng thứ 2 chỉ sau Tôn Hoa Sen. Tính lũy kế thị phần 8 tháng đầu năm 2013, Nam Kim đứng thứ 3 (11%), sau Tôn Hoa Sen và Tôn Đông Á. Vị trí thứ 2 sau Tôn Hoa Sen thường xuyên là sự cạnh tranh sát sao giữa NKG và Tôn Đông Á. Tôn Nam Kim có được thị phần lớn là do sản phẩm có chất lượng tốt và ứng dụng đa dạng, nhà máy với công suất lớn và khả năng bán hàng hiệu quả.

Cơ cấu thị phần tôn mạ 8T/2013



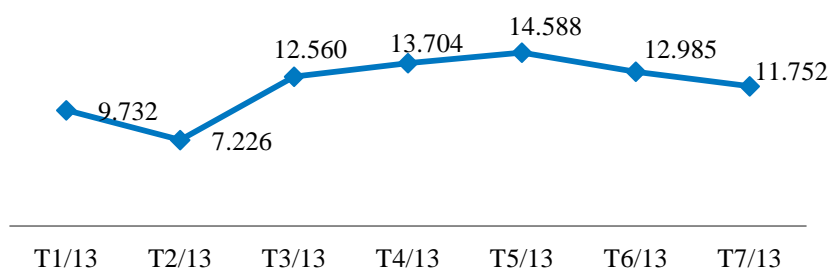
Nguồn: VSA



### **Dự báo KQKD Q3/2013 kém khả quan do rơi vào mùa thấp điểm**

Dự báo doanh thu Q3/2013 của NKG cũng như các công ty tôn thép sẽ kém khả quan so với quý trước do rơi vào mùa thấp điểm tiêu thụ cả trong nước và xuất khẩu. Doanh thu dự báo Q3/2013 vào khoảng 837 tỷ đồng và LNST khoảng 16.6 tỷ đồng.

**Hình 7: Sản lượng tiêu thụ của NKG theo tháng (tấn) - (không bao gồm phần thương mại)**



Nguồn: VSA

Kết quả kinh doanh Q3/2013 của các doanh nghiệp thép nói chung và của NKG nói riêng sẽ thấp hơn hai quý đầu năm do giảm cả về sản lượng và giá bán:

- ✓ Tiêu thụ nội địa rơi vào mùa thấp điểm trong năm. Do tháng 6-7-8 rơi vào mùa mưa bão nên nhu cầu xây dựng trong nước giảm, dẫn đến giảm tiêu thụ các sản phẩm tôn thép.
- ✓ Xuất khẩu sang thị trường Indonesia giảm mạnh. Đây là thị trường xuất khẩu chủ lực của các doanh nghiệp tôn thép Việt Nam và tháng 7 rơi vào tháng chay Ramadan khiến các hoạt động sản xuất kinh doanh tại quốc gia này hầu như ngưng trệ, bao gồm cả tiêu thụ tôn thép.
- ✓ Giá bán không tăng do rơi vào mùa thấp điểm tiêu thụ tại nội địa khiến cạnh tranh gay gắt hơn, mà chủ yếu cạnh tranh về giá bán. Thêm vào đó, giá HRC đầu vào của các doanh nghiệp tôn cũng ở mức thấp (nhập HRC trước Q2/2013) nên các doanh nghiệp sẵn sàng cạnh tranh về giá đầu ra mà không ảnh hưởng nhiều đến biên lợi nhuận.

### **Dự báo Doanh thu – LNST 2013 tăng trưởng mạnh so với năm ngoái**

Do nhà máy mới đã đi vào hoạt động ổn định và gần như đạt công suất thiết kế tối đa, cùng với khả năng bán hàng cải thiện rõ rệt, BVSC dự báo trong năm 2013 NKG sẽ đạt 4,031 tỷ đồng DTT và 79.7 tỷ đồng LNST, tương đương EPS 2,667 đ/cp. Tổng sản lượng tiêu thụ đạt 187 ngàn tấn, tăng 34% từ mức 140 ngàn tấn của năm 2012.

Chi phí lãi vay 2013 ở mức 176.7 tỷ đồng, với các khoản vay dài hạn chịu mức lãi 16%/năm, lãi vay ngắn hạn khoảng 10-11%/năm. NKG còn có các khoản vay USD với hạn mức tương ứng với doanh thu xuất khẩu.

Khấu hao năm 2013 sẽ vào khoảng 98 tỷ đồng, chủ yếu do khấu hao nhà máy 2 trong khi nhà máy 1 hoạt động lâu năm nên khấu hao hầu như không đáng kể.



Dự báo một số chỉ tiêu của Nam Kim trong 3 năm tới					
	2012A	2013E	yoy	2014F	2015F
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	2,927	4,031	37.7%	4,445	4,823
Lợi nhuận sau thuế	-105	79.8	-	82.3	91.1
EPS (VNĐ/cp)	-	2,667	-	2,753	3,046
Tổng tài sản	2,276	2,730	21.1%	2,814	2,986
Vốn chủ sở hữu	278	350	25.5%	402	463
ROA	-	3.19%		2.97%	3.14%
ROE	-	25.41%		21.90%	21.04%

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá NEUTRAL cổ phiếu NKG. Một mặt, công ty có sự cải thiện rõ nét về tình hình kinh doanh trong 6 tháng đầu năm, với những định hướng nhiều triển vọng trong thời gian sắp. Nhưng mặt khác, công ty lại tiềm ẩn một số rủi ro liên quan đến dòng tiền.

Sau năm 2012 kinh doanh thua lỗ và gặp nhiều biến động về mặt nhân sự, đến thời điểm này, hoạt động sản xuất kinh doanh và tổ chức nhân sự tại NKG đã đi vào ổn định. Với nhà máy 2 hoàn thành vào nửa cuối năm ngoái, NKG đã nâng cao năng lực sản xuất với tổng công suất thiết kế 350,000 tấn tôn/năm và 60,000 tấn ống thép/năm. Từ đó, công ty từng bước mở rộng thị phần nội địa, gia tăng xuất khẩu và giảm thiểu hoạt động thương mại thép cán nóng – cán nguội nguyên liệu tiềm ẩn nhiều rủi ro. Những cải thiện tích cực này góp phần tạo động lực tăng trưởng bền vững hơn cho NKG trong những năm sắp tới.

Tuy nhiên, quy mô vốn nhỏ (cuối Q2/2013, vốn điều lệ 299 tỷ đồng, VCSH 318 tỷ đồng) là một hạn chế lớn của NKG khi hoạt động trong lĩnh vực thâm dụng vốn như sản xuất tôn thép, dẫn đến tỷ lệ đòn bẩy cao, ảnh hưởng đến chi phí tài chính và tiềm ẩn những rủi ro thanh toán.

## RỦI RO

**Rủi ro thanh khoản:** Các chỉ tiêu thanh khoản của NKG còn ở mức thiếu an toàn. Khả năng thanh toán hiện hành trong 6 tháng đầu năm có cải thiện nhẹ, tăng từ 0.89x lên 0.94x nhưng vẫn nhỏ hơn 1 kể từ năm 2011 đến nay. Tỷ lệ thanh toán nhanh 0.51x. Tỷ lệ Nợ/VCSH cao trên 7x. Các tỷ số này đều cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành.

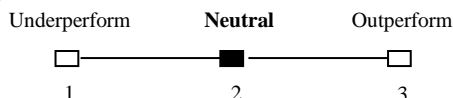
**Khoản phải thu và phải trả biến động liên tục và tăng đột biến tính tại thời điểm cuối Q2/2013:** Như đề cập ở trang 2, trong vòng nửa đầu năm 2013, khoản phải trả người bán tăng mạnh gấp đôi, từ mức 452 tỷ đồng tăng lên 902 tỷ đồng. Phải thu khách hàng cũng tăng gần gấp 3, từ mức 287 tỷ đồng lên 461 tỷ đồng. Công ty có thể chịu rủi ro nợ phải thu khó đòi, ảnh hưởng đến dòng tiền. Cập nhật tình hình khoản phải thu – phải trả của công ty chốt ngày 16/9/2013 đã có dấu hiệu cải thiện khi khoản phải thu đã giảm mạnh chi

còn 316 tỷ đồng và khoản phải trả cũng giảm còn 453 tỷ đồng. Tuy nhiên, khoản phải thu – phải trả biến động liên tục cũng là đặc trưng của các doanh nghiệp trong ngành dẫn đến rủi ro về quản lý dòng tiền.

**Rủi ro giá nguyên vật liệu:** Nguyên liệu thép cán nóng (HRC) và thép cán nguội (CRC) chiếm tỷ trọng chủ yếu trong giá thành. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 92% giá thành sản xuất của NKG. Giá HRC, CRC đầu vào của NKG phụ thuộc vào giá thế giới. Mặc dù NKG đã hạn chế rủi ro bằng cách chốt giá đầu vào và giá bán hàng cùng thời điểm, nhưng do giá nguyên liệu và thành phẩm đều có xu hướng biến động nhanh theo diễn biến giá thế giới, cũng như cạnh tranh cao trong ngành thép do công suất dư thừa, nên biên lợi nhuận gộp của NKG thiếu ổn định và thường ở mức thấp.

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH CỦA NKG

### Khuyến nghị của BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Lần đầu	01/2011		<b>OUTPERFORM</b>
Cập nhật	09/2013		<b>NEUTRAL</b>

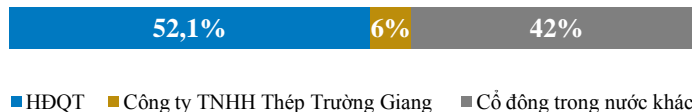
### BÁO CÁO KẾT QUẢ HKKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	2,567,848	2,582,088	2,927,177
Lợi nhuận gộp	257,234	206,855	118,006
EBITDA	85,028	(81,682)	(226,213)
Khấu hao	20,726	18,776	39,409
EBIT	64,302	(100,458)	(265,622)
Lợi nhuận trước thuế	129,053	13,880	(105,095)
Chi phí thuế	(24,573)	(2,139)	(35)
Cổ đông thiểu số	133	153	-
Lợi nhuận ròng	104,347	11,588	(105,130)
EPS	4,537	388	(3,516)

### BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	63,783	14,976	4,498
Khoản phải thu	559,993	375,211	287,407
Hàng tồn kho	665,226	802,682	856,351
Khác	56,629	46,011	73,132
Tài sản ngắn hạn	1,345,631	1,251,306	1,232,353
Tài sản cố định	273,741	675,650	1,030,861
Đầu tư dài hạn	-	-	-
Khác	11,364	13,064	12,539
Tổng tài sản	1,630,736	1,940,021	2,275,753
Nợ phải trả	1,247,557	1,553,813	1,997,786
Vay ngắn hạn	923,400	924,039	821,087
Khoản phải trả	200,077	394,713	451,758
Khác	36,986	43,093	103,418
Nợ ngắn hạn	1,161,174	1,363,197	1,377,475
Nợ dài hạn	86,383	190,566	620,219
Nợ khác	-	51	92
Tổng nợ	1,247,557	1,553,813	1,997,786
Nguồn vốn chủ sở hữu	380,597	383,576	277,968
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	2,583	2,631	-

### Cơ cấu cổ đông



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ
Hồ Minh Quang – CT HDQT	7,154,140	23.93%
Trần Uyển Nhân – TV HDQT	6,409,000	21.43%
Công ty TNHH Thép Trường Giang	1,800,000	6.02%

### BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(570,899)	80,985	172,528
Dòng tiền từ HKKD	(434,933)	139,807	74,138
Tiền chi mua sắm, xây dựng	0	0	320
Dòng tiền tự do	(434,933)	139,807	73,818
Thay đổi trong VCSH	144,550	0	0
Thay đổi trong nợ	2,015,417	2,370,511	2,938,813
Cổ tức phải trả	(37,000)	(9,298)	0
Dòng tiền ròng	(6,924)	(48,807)	(10,246)
Tiền mặt đầu kỳ	70,712	63,783	14,785
Tiền mặt cuối kỳ	63,783	14,976	4,498

### PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	3.3%	-3.2%	-7.7%
Biên lợi nhuận hoạt động	5.0%	0.5%	-3.6%
Biên lợi nhuận ròng	4.1%	0.4%	-3.6%
ROAA	8.3%	0.6%	-5.0%
ROAE	37.5%	3.0%	-31.8%
Tăng trưởng doanh thu	79.9%	0.6%	13.4%
Tăng trưởng LNST	68.1%	-89.2%	-857.2%
Tăng trưởng doanh thu /cp	17.3%	-22.7%	13.4%
Tăng trưởng EPS	-8.4%	-91.5%	-1007.2%
Tăng trưởng tổng tài sản	84.4%	19.0%	17.3%
Tỷ số thanh toán lãi vay	2.99	1.12	0.35
Nợ trên tổng tài sản	0.77	0.80	0.88
Nợ trên vốn chủ sở hữu	3.28	4.05	7.19
Doanh thu/tài sản	1.57	1.33	1.29
Capex/doanh thu	0.01	0.01	0.01
EPS cơ bản (VND)	4,537	388	(3,516)
EBITDA mỗi cp (VND)	9,327	4,916	3,172
Cổ tức	1,609	311	-
Giá trị sổ sách (VND)	16,548	12,829	9,297

## CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Thị Yến Vy**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999