

CTCP Thép Nam Kim (NKG – HSX)

NÚT THẮT NGUỒN VỐN CHỜ THÁO GỖ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- qoq	Q3-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.426,0	1.321,3	8%	1.381,3	3%
Lợi nhuận sau thuế	37,3	45,3	-18%	22,7	65%
EBIT	62,8	83,0	-24%	46,9	34%
Tỷ suất EBIT	4,4%	6,3%	-188bps	3,4%	101bps

Nguồn: NKG và RongViet Securities tổng hợp

- **Kết quả kinh doanh 9T2015 và triển vọng quý cuối năm**
- **Duy trì vị thế thứ hai trong bức tranh ngành tôn mạ Việt Nam**
- **Đòn bẩy tài chính cao, nguồn vốn đầu tư cho dự án mới là điểm đáng quan ngại**
- **Nguy cơ dư cung trong nước, cạnh tranh với tôn Trung Quốc và đối mặt với phòng vệ thương mại đang gây sức ép lên đầu ra của doanh nghiệp**

Quan điểm và định giá: Công ty cổ phần Thép Nam Kim (NKG-HSX) chuyên sản xuất và kinh doanh các loại tôn mạ, thép ống, thép hộp và các sản phẩm từ thép cuộn. NKG với vị thế của công ty đứng thứ 2 về thị phần ngành có những lợi thế nhất định về khả năng mở rộng thị trường kinh doanh. Đẩy mạnh khép kín quy trình sản xuất giúp doanh nghiệp có lợi thế về giá vốn, chủ động chiết khấu giá bán để duy trì cạnh tranh. Tuy nhiên, chúng tôi khá quan ngại về rủi ro đến từ cạnh tranh khốc liệt trên thị trường và năng lực tài chính khi thực hiện đầu tư nhà máy Nam Kim 3.

Tiềm năng đầu tư của NKG bị giằng co giữa hai điểm mạnh và điểm yếu rất đặc trưng của doanh nghiệp. Đó là khả năng tăng trưởng doanh số tiêu thụ ấn tượng, đối nghịch với tình hình tài chính nhiều rủi ro do vay nợ. Đồng thời, hai yếu tố này cũng song hành bởi khi thúc đẩy doanh thu thì Công ty mới có thể trả nợ cũ và vay nợ mới. Tại thời điểm cuối Q3/2015, tỷ lệ nợ/VCSH của NKG là 4,6 lần và dự kiến tiếp tục tăng khi công ty mở rộng đầu tư. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cổ phiếu NKG đáng để quan tâm, nhưng cần được cân nhắc kỹ lưỡng trước khi quyết định tích lũy. Sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu NKG là **17.400** đồng, cao hơn giá đóng cửa ngày 5/11/2015 là **13,7%** và khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	9T2015	FY2015E	FY2016
Doanh thu thuần	4.663,4	5.835,4	3.923,8	5.376,1	6.537,9
% tăng trưởng	59,3%	25,1%	-10,4%	-7,9%	21,6%
LNST (Cty mẹ)	51,8	76,5	103,0	137,1	159,2
% tăng trưởng	-149,3%	47,5%	80,1%	79,3%	16,1%
Tỷ suất LNST (%)	1,1%	1,3%	2,6%	2,5%	2,4%
ROA (%)	2,3%	2,9%		4,2%	4,0%
ROE (%)	17,1%	18,3%		23,0%	17,4%
EPS (VND)	1.732	2.206		3.123	2.491**
EPS đ/chỉnh (VND)	504	2.020		3.123	2.491
Giá trị sổ sách (VND)	11.031	12.689		15.567	17.881
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E đ/chỉnh (x)	4,7	5,6		5,1*	6,3*
P/BV (x)	0,7	1,0		1,0*	0,9*

Nguồn: BCTC NKG, RongViet Securities tổng hợp, (*) Tính theo giá cổ phiếu tại ngày **05/11/2015**

**EPS tính trên SLCPPLH 63.889.920.

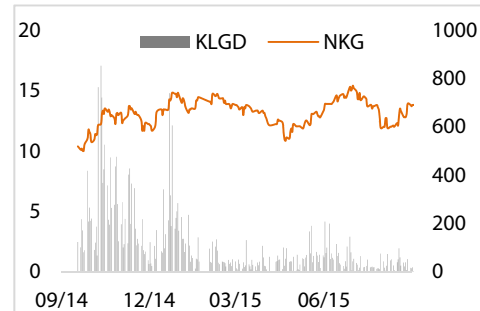
TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	15.300
Giá mục tiêu (VND)	17.400

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	586
SLCPDLH	43.091.920
Beta	0,86
Free Float (%)	30,8
Giá cao nhất 52 tuần	16.300
Giá thấp nhất 52 tuần	10.833
KLGD bình quân 20 phiên	213.659



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
NKG	6	17	53
Vật liệu cơ bản	1	24	-
VN30 Index	-2	-2	39
VN-Index	1	3	62

Cổ đông lớn (%)

CT TNHH TM DV&ĐT P & Q	25,06
Hồ Minh Quang	17,93
Trần Uyển Nhân	16,06
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	46,34

Nguyễn Hà Trinh

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1331

trinh.nh@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY15 và Lũy kế 9T

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)	Lũy kế 9T	+/- (yoy)
Doanh thu	1.426,0	1.321,3	7,9%	1.381,3	3,2%	3.923,8	-10,4%
Lợi nhuận gộp	137,3	114,2	20,3%	7,6	1715,7%	321,1	91,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	39,2	24,4	60,5%	30,1	30,4%	92,6	4,4%
Thu nhập HĐKD	43,5	49,7	-12,4%	20,9	108,4%	114,4	137,1%
EBITDA	148,1	135,3	9,5%	117,8	25,7%	347,6	21,8%
EBIT	62,8	83,0	-24,4%	46,9	34,0%	185,4	29,2%
Chi phí tài chính	64,6	44,4	45,5%	27,0	139,1%	131,0	23,5%
- Chi phí lãi vay	18,0	26,0	-30,6%	24,2	-25,5%	57,2	-33,8%
Khấu hao	-85,3	-52,2	63,4%	-71,0	20,3%	-162,2	14,3%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	1,3	7,4	-82,4%	1,8	-27,8%		
Lợi nhuận trước thuế	44,8	57,1	-21,5%	22,7	97,5%	128,3	124,2%
Lợi nhuận sau thuế	37,3	45,3	-17,5%	22,7	64,6%	103,0	80,1%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	36,2	39,4	-8,0%	20,9	73,7%	103,0	

Nguồn: NKG, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY15

Chỉ tiêu	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	9,6%	8,6%	99bps	0,5%	908bps
EBITDA/Doanh thu	10,4%	10,2%	15bps	8,5%	186bps
EBIT /Doanh thu	4,4%	6,3%	-188bps	3,4%	101bps
TS lợi nhuận ròng	2,6%	3,4%	-81bps	1,6%	98bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,5%	3,0%	-44bps	1,5%	103bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	5,2	4,9	0,4	6,1	-0,9
-Khoản phải thu	11,3	11,0	0,3	11,5	-0,2
-Khoản phải trả	4,8	4,5	0,3	5,2	-0,4
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	4,6	4,6	0,0	4,6	0,0

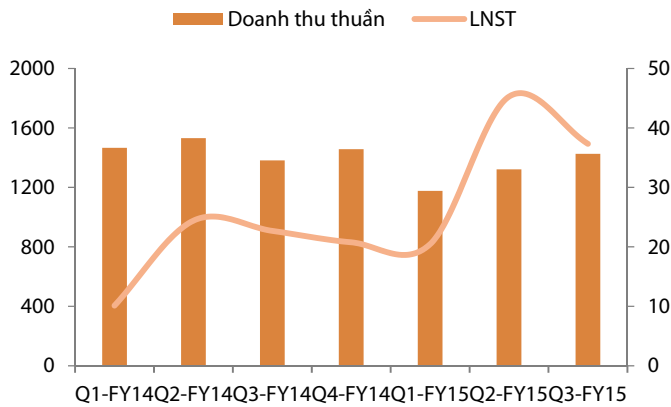
Nguồn: NKG(*) thường niên hóa

9T2015: biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ khép kín quy trình sản xuất

Có thể thấy, NKG đã có 3 quý đầu năm sản xuất kinh doanh đạt kết quả khả quan nhất kể từ ngày niêm yết. Doanh thu thuần đạt gần 3.924 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ 2014. Tuy nhiên, LNST của NKG đạt mức LNST 103 tỷ đồng cho 3 quý đầu năm 2015, tương đương mức tăng 80% so với cùng kỳ năm 2014.

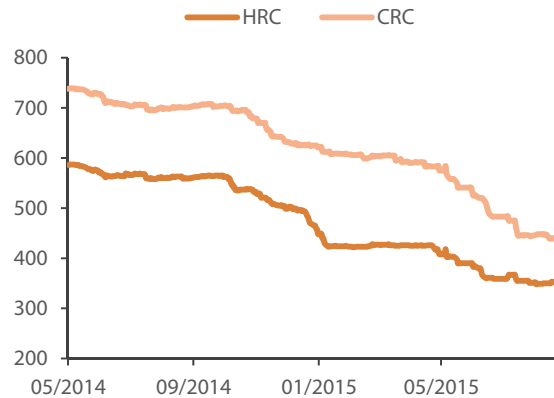
Biến động trong doanh thu đến từ cả yếu tố ngành và sự thay đổi trong hoạt động sản xuất của NKG. Giá bán bình quân 9 tháng đầu năm 2015 giảm 25% so với cùng kỳ, được cho là đi theo xu hướng lao dốc về giá của thị trường thép quốc tế và trong nước từ cuối năm ngoái. Tuy nhiên, nhờ hai dây chuyền mới, đi cùng với việc đẩy mạnh hoạt động bán hàng, NKG đạt sản lượng bán hàng tổng cộng 257.000 tấn, tăng 11% so với cùng kỳ 2014. Như vậy, bù lại cho sự suy giảm trong giá bán, việc NKG có mức tăng trưởng sản lượng bán hàng tương đối cao là một tín hiệu tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Hình 01: Doanh thu thuần và LNST của NKG (tỷ đồng)



Nguồn: NKG, RongViet Securities tổng hợp

Hình 02: Diễn biến giá HRC và CRC (Trung Quốc)

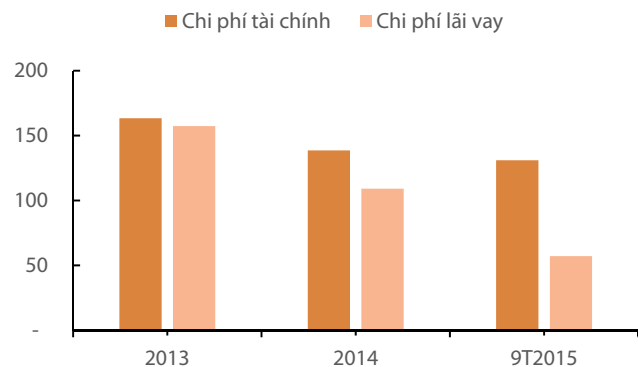


Nguồn: Bloomberg, RongViet Securities tổng hợp

Sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng của lợi nhuận. 9T2015, NKG ghi nhận 323 tỷ đồng lãi gộp, tăng 37% so với cùng kỳ, do giá vốn giảm và quy trình sản xuất được khép kín. Thép cuộn cán nóng (HRC) và thép cuộn cán nguội (CRC) nhập khẩu chiếm phần lớn giá vốn đều ghi nhận giảm giá mạnh. Tính trung bình, giá HRC trong 9T2015 giảm hơn 30% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, theo tính toán của chúng tôi, giá nguyên liệu giảm 30% khá tương đồng với mức giảm 25% của giá thành phẩm, mức tác động lên lãi gộp hầu như không đáng kể. Có thể nói, yếu tố về giá chịu ảnh hưởng lớn từ thị trường quốc tế sẽ không có ảnh hưởng về lâu dài đối với năng lực doanh nghiệp.

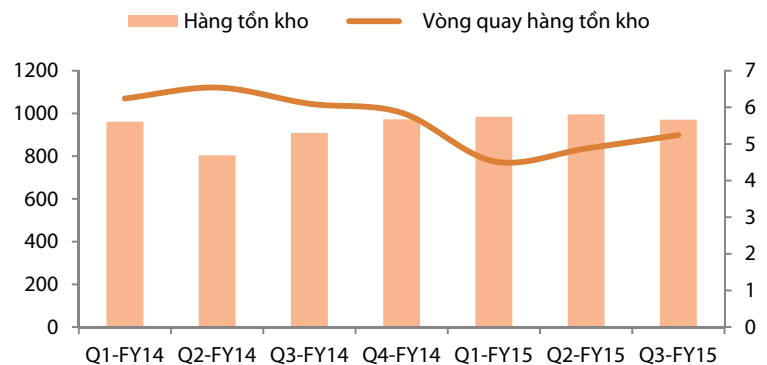
Điều đáng chú ý ở đây là trong sự cải thiện của lợi nhuận gộp có đóng góp từ quy trình sản xuất được khép kín tại nhà máy Nam Kim 2. Dây chuyền cán nguội mới công suất 200.000 tấn/năm (đi vào hoạt động tháng 4/2015) nâng tổng công suất cán nguội lên 400.000 tấn/năm, cho phép NKG tự sản xuất được toàn bộ CRC, chuyển sang chỉ nhập HRC. Do giá HRC thấp hơn CRC khoảng 20%, phần giá trị gia tăng từ việc khép kín quy trình là yếu tố chính giúp biên LNG của NKG trong Q3/2015 đạt 9,6%, tăng 3,7 điểm phần trăm so với Q12015. Trong khi đa phần doanh nghiệp tôn mạ có công suất cán nguội thấp, tức chỉ tự sản xuất được một phần CRC, việc Nam Kim sở hữu quy trình sản xuất khép kín thứ 2 sau Hoa Sen là một trong những lợi thế giúp NKG tạo sự khác biệt đối với các doanh nghiệp đứng thứ 3, 4 về phần ngành tôn mạ.

Hình 03: Chi phí tài chính và Chi phí lãi vay của NKG



Nguồn: NKG, RongViet Securities tổng hợp

Hình 04: Lượng hàng tồn kho và Vòng quay hàng tồn kho



Nguồn: NKG, RongViet Securities tổng hợp



Lợi nhuận đột biến của NKG trong 6T2015 một phần nhờ giảm chi phí lãi vay. So với cùng kỳ 2014, 9 tháng đầu năm 2015 chi phí lãi vay giảm tới 29 tỷ đồng. Mặc dù các khoản vay của NKG đang tăng dần, việc lãi suất giảm đáng kể đã giảm được phần lớn gánh nặng lãi vay đặt lên doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính mạnh như NKG. Trung bình lãi suất 9 tháng đầu năm 2015 giảm 1-2% so với năm 2014.

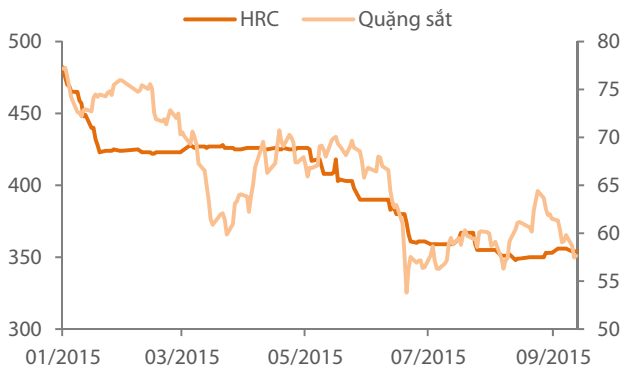
Ngoài sự tích cực trong KQKD, cải thiện trong quản lý hàng tồn kho, điều tiết đầu ra đầu vào trong sản xuất và tiêu thụ là thay đổi đáng chú ý của NKG. Các đơn hàng xuất khẩu, vốn chiếm gần một nửa sản lượng tiêu thụ của NKG, được ký 2 tháng trước ngày giao hàng. Điều này cho thấy vòng quay hàng tồn kho của NKG dao động quanh mức 4,5-6,5 là hợp lý, khi doanh nghiệp dự trữ nguyên vật liệu cho khoảng hai tháng sản xuất và không có dấu hiệu đầu cơ.

Triển vọng nửa cuối năm 2015: tiếp tục cải thiện biên và tăng sản lượng

Sản lượng Q4 của NKG sẽ tiếp tục tăng nhờ 2 dây chuyền mới tại nhà máy Nam Kim 2. Đi vào hoạt động từ tháng 4 và 6, dây chuyền cán nguội và dây chuyền mạ lạnh nâng tổng công suất của công ty từ 300.000 lên 450.000 tấn thành phẩm/năm. Sản lượng đã tăng dần trong quý 3 và dự kiến ổn định trong quý 4 ở mức 35.000 tấn/tháng. Nhu cầu đơn hàng được kỳ vọng duy trì ở mức cao cả thị trường trong nước lẫn xuất khẩu. Ngành VLXD năm 2015 hưởng lợi từ thị trường bất động sản nội địa đang ấm dần và mùa xây dựng tháng 10-tháng 5 năm sau, kỳ vọng đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ cho Q4. Như vậy, với giả định lượng hàng tiêu thụ tăng cùng với lượng sản xuất, sản lượng tiêu thụ 3 tháng cuối năm ước đạt 105.000 tấn, tăng 23% so với cùng kỳ. Sản lượng cả năm sẽ đạt 357.000 tấn, tăng 15% so với năm 2014.

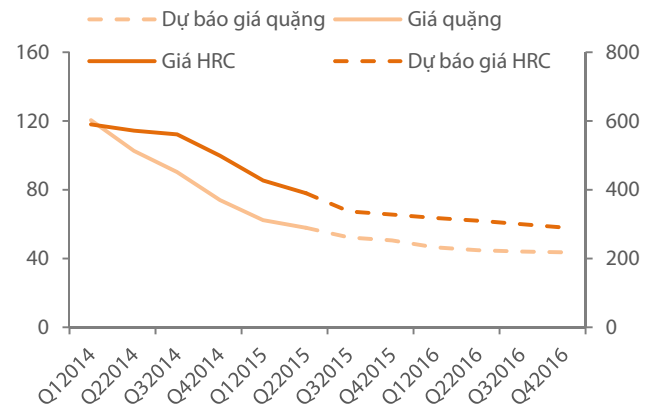
Giá nguyên vật liệu ít có khả năng phục hồi. Giá quặng sắt - nguyên liệu đầu vào của các sản phẩm sắt thép đã giảm gần 60% kể từ đầu năm 2014 do nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc giảm và được dự báo tiếp tục giảm trong năm 2016. Theo dự báo giá hàng hóa tháng 8 của IMF, giá quặng sắt trong Q4/2015 sẽ giảm về mức 50 USD/tấn và đến Q4/2016 có thể tạo đáy mới 44 USD/tấn. Với việc giá HRC có tương quan khá chặt chẽ với giá quặng sắt đang giảm, cộng thêm việc Trung Quốc liên tục hạ giá bán HRC để đẩy mạnh xuất khẩu, NKG được kỳ vọng tiếp tục được hưởng lợi giá vốn bình quân thấp.

Hình 05: Tương quan giá Quặng sắt và giá HRC



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

Hình 06: Dự báo giá quặng và giá HRC



Nguồn: IMF, RongViet Research ước tính

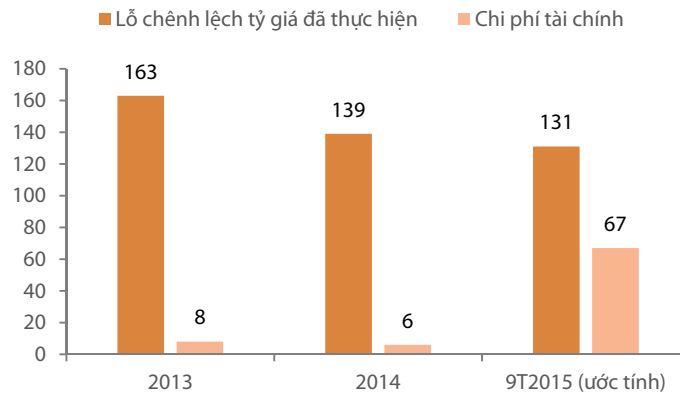
Đi cùng với giảm giá nguyên vật liệu, thành phẩm cũng cần có mức giảm giá tương ứng để duy trì sức cạnh tranh. Giá bán bình quân 3 tháng cuối năm dự kiến giảm 11% so với đầu năm, tương đương mức giảm 25% so với mức giá bán bình quân năm 2014. Tuy chung lại, doanh thu Q4 của NKG sẽ đạt khoảng 1.449 tỷ đồng, cả năm dự kiến khoảng 5.376 tỷ đồng giảm 8% so với cùng kỳ và thấp hơn nhiều so với kế hoạch 7.800 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận sẽ duy trì so với 9T2015 nhờ đây chuyển cán nguội mới chạy đủ công suất. Khi đạt công suất cán nguội tối đa 400.000 tấn/năm, NKG sẽ chuyển sang dùng hầu hết nguyên liệu HRC, chỉ nhập CRC khi nhu cầu từ khách hàng tăng đột biến. Biên gộp trung bình năm có thể được cải thiện 2-3% so với 2014.

LNST Q4 kỳ vọng duy trì so với Q3. Việc phá giá đồng nội tệ của NHNN ~3% trong tháng 8 đã gây khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn, tuy nhiên LNST của NKG vẫn nhỉnh hơn LNST trung bình hai quý đầu năm. Với việc đồng nội tệ được kỳ vọng không trượt giá nhiều trong quý cuối năm, LNST sẽ ít chịu ảnh hưởng bởi lỗ tỷ giá. Tuy nhiên, chu kỳ trả lãi vay của NKG không đều qua các quý, cho nên trong giả định thận trọng Q4 chi phí lãi vay tăng so với Q3, NKG có thể thu về LNST khoảng 34 tỷ đồng.

LNST cả năm 2015 của Công ty ước đạt 137,1 tỷ đồng, tăng 79% so với năm 2014, tương ứng với EPS 3.123 đồng/cp, nằm trong mục tiêu LNST của NKG (120- 140 tỷ đồng).

Hình 07: Lỗ chênh lệch tỷ giá và Chi phí tài chính

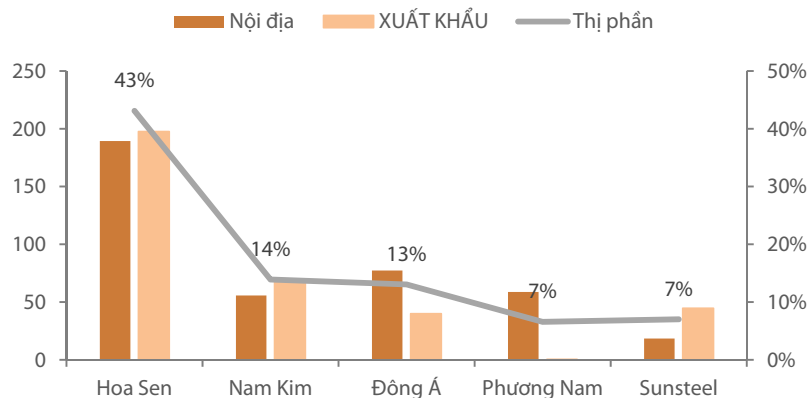


Nguồn: NKG, RongViet Research tổng hợp

Duy trì vị thế thứ hai trong bức tranh ngành tôn mạ Việt Nam

Nhà máy Nam Kim 2 đi vào hoạt động vào thời điểm thị trường tôn mạ chứng kiến mức tăng trưởng tiêu thụ ấn tượng, bình quân hơn 10%/năm giai đoạn 2012-2014. Nhờ khoản đầu tư này, Nam Kim đã vươn lên giữ vị trí thứ 2 về thị phần tôn mạ, sau Hoa Sen. Lũy kế 8T2015, Nam Kim là doanh nghiệp có sản lượng tôn mạ tiêu thụ đứng thứ 2 toàn ngành với sản lượng hơn 174.000 tấn, tương đương thị phần ~13,8%. Công ty cũng nắm giữ 4,9% thị phần đối với mặt hàng ống thép, tương ứng 44.500 tấn, tăng 1,5% so với cùng kỳ và lọt vào top 10 sản lượng tiêu thụ.

Hình 08: Sản lượng và thị phần của một số doanh nghiệp tôn mạ 8T2015



Nguồn: VSA, RongViet Research tổng hợp

Không chỉ mở rộng về sản lượng, doanh nghiệp đầu tư khép kín quy trình sản xuất để tạo nhiều giá trị gia tăng và có sức cạnh tranh về giá. Vị thế của doanh nghiệp thứ hai ngành tôn mạ có thể được giải thích nhờ độ khép kín của chuỗi sản xuất đứng thứ hai sau Hoa Sen, đặc biệt kể từ khi nhà máy Nam Kim 2 đi vào hoạt động. Hiện tại, Nam Kim có thể sản xuất 400.000 tấn CRC trên tổng công suất 450.000 tấn/năm. Trong khi nhà máy mới khánh thành tháng 6/2015 của Phương Nam vẫn sử dụng nguyên liệu đầu vào CRC và dự án nhà máy mới của Tôn Đông Á (hoàn thiện năm 2017) chỉ sản xuất 200.000 tấn CRC/năm trên tổng công suất 800.000 tấn/năm. Sự khác biệt và hoàn thiện này giúp Nam Kim vươn lên tách biệt được với các đối thủ.



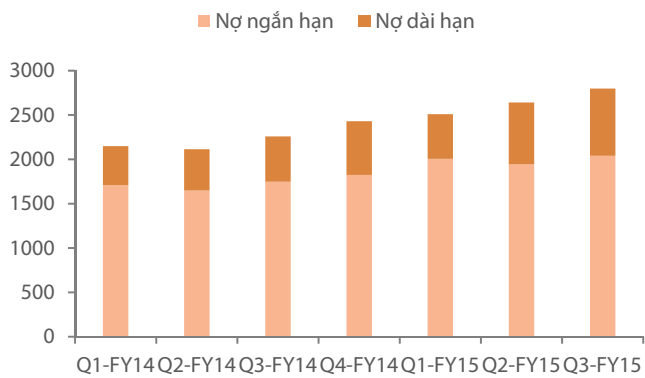
Bên cạnh đó, khách hàng của Nam Kim phần lớn là các xưởng gia công đã hợp tác với doanh nghiệp lâu năm, nhờ đó doanh số của NKG được duy trì và có lợi thế tăng trưởng khi các xưởng này mở rộng quy mô. Tôn Đông Á, tăng trưởng doanh số mạnh nhờ bắt đầu vận hành một số dây chuyền của nhà máy mới, có năng lực sản xuất và thị phần tương tự Nam Kim, tuy nhiên xét về quy trình sản xuất không hoàn toàn khép kín do công suất cán nguội chỉ bằng 1/4 tổng công suất, giá vốn bình quân nhiều khả năng cao hơn NKG. Do vậy, vị trí của NKG có thể nói khó vươn lên cạnh tranh trực tiếp với HSG nhưng đã được xác lập và bền vững hơn so với các doanh nghiệp xếp sau.

Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng NKG sẽ tiếp tục đà tăng trưởng từ năm 2012 khi Nam Kim 2 đi vào hoạt động. Năng lực sản xuất sẽ tiếp tục được mở rộng nhờ nhà máy Nam Kim 3, đồng thời khả năng bán hàng tiếp tục tăng trưởng. Hoạt động sản xuất kinh doanh của NKG sẽ tích cực, doanh thu của NKG năm 2016 có thể tăng mạnh, lợi nhuận gộp duy trì so với 2015. Tuy nhiên chi phí tài chính nhiều khả năng tăng trở lại do vay nợ. Trong những năm tiếp theo, khi doanh số nội địa đã đạt độ chín nhất định, việc đầu tư nhiều dây chuyền sản xuất tôn chất lượng cao cho nhà máy mới sẽ thể hiện phần nào mục tiêu đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm chất lượng cao vào các thị trường phát triển. Hiện tại, ngoài xuất khẩu ra các nước trong khu vực Đông Nam Á, Nam Kim đã bắt đầu nhận những đơn hàng từ châu Phi, châu Mỹ, mở ra tiềm năng cho tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp trong dài hạn.

Đòn bẩy tài chính cao, nguồn vốn đầu tư cho dự án mới là điểm đáng quan ngại

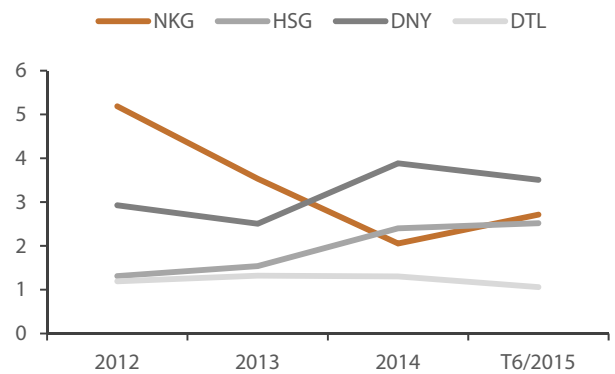
Rủi ro sử dụng đòn bẩy tài chính có thể thấy rõ ở NKG khi nhìn vào tỉ lệ Nợ/VCSH cao, khiến chi phí lãi vay là gánh nặng lên lợi nhuận. Năm 2012, giai đoạn cuối của dự án nhà máy Nam Kim 2, chi phí lãi vay lên mức kỷ lục hơn 160 tỷ đồng, sau đó giảm dần theo xu hướng giảm của mặt bằng lãi suất dù vẫn chiếm hơn 30% lợi nhuận trước thuế và chi phí lãi vay. Trong năm nay, tổng nợ tăng dần do doanh nghiệp liên tục vay nợ để đầu tư xây dựng nhà máy và mua sắm thiết bị, dự kiến sẽ còn tăng thêm trong những năm tới do đầu tư dự án Nam Kim 3.

Hình 09: Cơ cấu nợ vay của NKG



Nguồn: NKG, RongViet Research tổng hợp

Hình 10: Tỉ lệ Nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp niêm yết ngành tôn thép



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Để làm rõ độ nhạy lãi suất đối với LNST năm 2015 của NKG, chúng tôi đưa ra các giả định, bao gồm các mức độ tăng vay nợ để đầu tư cho nhà máy mới và các khả năng tăng giảm lãi suất bình quân. Kết thúc ba quý đầu năm, lượng vay nợ của NKG đã tăng 628 tỷ đồng so với cuối năm 2014. Hiện tại, NKG đang chịu lãi suất vay dài hạn đang ở mức 5,5% vay ngoại tệ (USD) và 9,2% vay bằng VND. Theo dự phóng của chúng tôi, tình huống nhiều khả năng xảy ra nhất là NKG sẽ vay thêm không nhiều trong quý cuối năm và lãi suất được giữ nguyên, LNST sẽ đạt khoảng 137 tỷ đồng.



Bảng 1: Độ nhạy rủi ro lãi suất đối với LNST 2015

LNST 2015		Thay đổi lãi suất so với thời điểm Q3/2015				
		-1,0%	-0,5%	+0%	+0,5%	+1,0%
Tăng vay nợ so với 2014	+500	154,6	148,1	141,7	135,2	128,8
	+600	151,6	144,8	138,1	131,4	124,7
	+700	148,5	141,5	134,6	127,6	120,7
	+800	145,5	138,2	131,0	123,8	116,6
	+900	142,4	135,0	127,5	120,0	112,6

Nguồn: RongViet Research

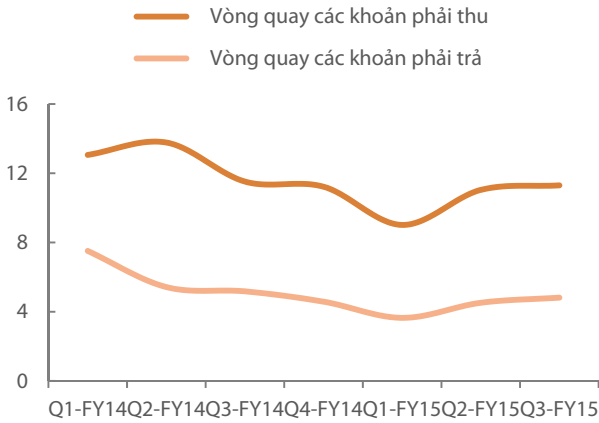
Rủi ro về vốn khi đầu tư dự án mới - nhà máy thép Nam Kim 3 với tổng giá trị đầu tư 3 giai đoạn là 2.330 tỷ đồng, và hiện tại đang triển khai giai đoạn đầu. Theo cập nhật từ doanh nghiệp, giai đoạn 1 (730 tỷ đồng) đã lợp xong mái xưởng, chuẩn bị lắp đặt máy móc dây chuyền. T9/2016 bắt đầu vận hành và cuối 2017 toàn bộ nhà máy mới sẽ đi vào sản xuất. Nhà máy Nam Kim 3 sản xuất các sản phẩm như hiện tại với chất lượng cao hơn, hướng tới các thị trường xuất khẩu châu Âu, Mỹ.

Đầu năm 2015, ĐHCĐ của NKG đã thông qua phương án phát hành 20 triệu cp cho đối tác chiến lược với giá không thấp hơn 15.000 đồng/cp nhằm bổ sung vốn đầu tư cho dự án Nam Kim 3. Đến thời điểm hiện tại, kế hoạch trên vẫn chưa có khả năng thực hiện được theo chúng tôi là do hiện nay trong ngành tôn mạ, các ông chủ liên tục mở rộng sản xuất nên việc tìm kiếm đối tác chiến lược cho một dự án mới không dễ dàng. Nếu kiên trì với việc đầu tư nhà máy mới, doanh nghiệp có thể phải tìm cách thay thế phương án bằng cách vay nợ ngân hàng. Điều này sẽ làm gia tăng rủi ro tài chính của NKG. Năm 2012, chi phí lãi vay là một trong những nguyên nhân ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận của NKG, do vậy, việc đầu tư mới trong khi năng lực tài chính chưa đáp ứng là khó khăn lớn đối với doanh nghiệp.

Hiện tại, trong quá trình tìm nguồn vốn cho dự án, NKG đang sử dụng đa dạng và linh hoạt các dạng vốn vay, trong đó có vay ngắn hạn. Tại thời điểm cuối Q3/2015, nợ vay ngắn hạn của NKG tăng lên hơn 476 tỷ đồng, đồng thời tài sản cố định và xây dựng nhà xưởng tăng lên khoảng 564 tỷ đồng. Lợi thế khi dùng vốn vay ngắn hạn là lãi suất thấp hơn vay dài hạn, có thể xoay vòng, tái vay liên tục để kéo dài thời gian vay. Doanh nghiệp nhờ có doanh thu bằng USD nên được tiếp cận nguồn vốn vay mua NVL trả chậm 3-6 tháng lãi suất 2% bằng ngoại tệ của các ngân hàng. Nếu quay vòng liên tục và đảm bảo doanh thu xuất khẩu ổn định thì đây có thể là một nguồn vốn cho đầu tư các dây chuyền nhập khẩu. Tuy nhiên, về bản chất, việc dùng vốn ngắn hạn để đầu tư dài hạn không phải là một giải pháp tài chính hiệu quả và nhiều rủi ro.

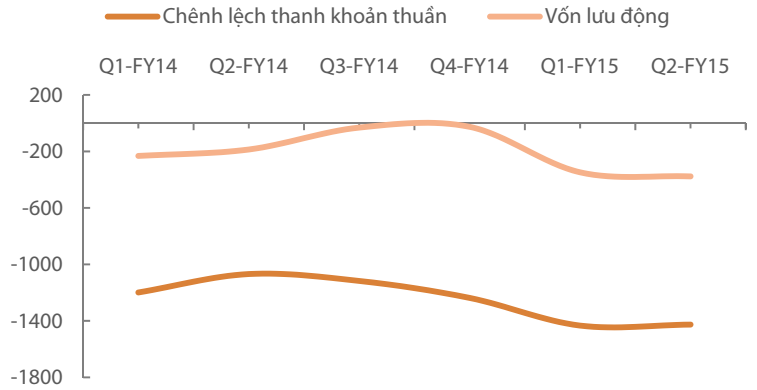
Việc thu được tiền nhanh và phải trả chậm cũng có thể là lý do doanh nghiệp có thể tận dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ dài hạn. Chu kỳ phải trả của NKG chậm hơn chu kỳ phải thu cho thấy NKG có vẻ như đang xoay vòng tốt các khoản tiền ngắn hạn. Việc kỳ thu tiền bình quân thường nhanh gấp đôi so với kỳ thanh toán bình quân một phần nào đó có lợi cho khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của Nam Kim. Tuy nhiên, vốn lưu động và chênh lệch thanh khoản luôn âm đã dựng lên những chướng ngại vật rất lớn trên đường đi của NKG. Rủi ro mất khả năng trả nợ sẽ kéo theo cả rủi ro phải ngừng hoạt động vì thiếu vốn nếu NKG gặp khó khăn trong bán hàng hoặc trục trặc trong thu tiền của đối tác. Do đó, khi nhìn về dài hạn, chúng tôi đánh giá rủi ro thanh toán của NKG là một yếu điểm mà doanh nghiệp cần giải quyết.

Hình 11: Vòng quay khoản phải thu, phải trả của NKG



Nguồn: NKG, RongViet Research tổng hợp

Hình 12: Chênh lệch thanh khoản thuần và Vốn lưu động



Nguồn: NKG, RongViet Research tổng hợp

Nguy cơ dư cung trong nước, cạnh tranh với tôn Trung Quốc và đối mặt với phòng vệ thương mại đang gây sức ép lên đầu ra của doanh nghiệp

Dư cung nội địa là một rủi ro nhân tiền, do (1) tôn mạ Trung Quốc đang tràn vào thị trường trong nước và (2) các công ty trong ngành liên tục đầu tư mở rộng sản xuất. Theo Tổng cục Hải quan, sản lượng nhập khẩu tôn mạ màu trong 9 tháng đầu năm 2015 tăng hơn 50%, sản phẩm tôn kẽm tăng 180% so với cùng kỳ năm 2014. Giá bán tôn Trung Quốc so với giá tôn Việt Nam thấp hơn tới gần 30%, tuy nhiên hầu hết đều là hàng kém chất lượng hoặc thiếu độ dày, có thể nói không ảnh hưởng lâu dài và mạnh mẽ đến sản phẩm phân khúc trung bình và chất lượng cao như sản phẩm của các doanh nghiệp nội địa.

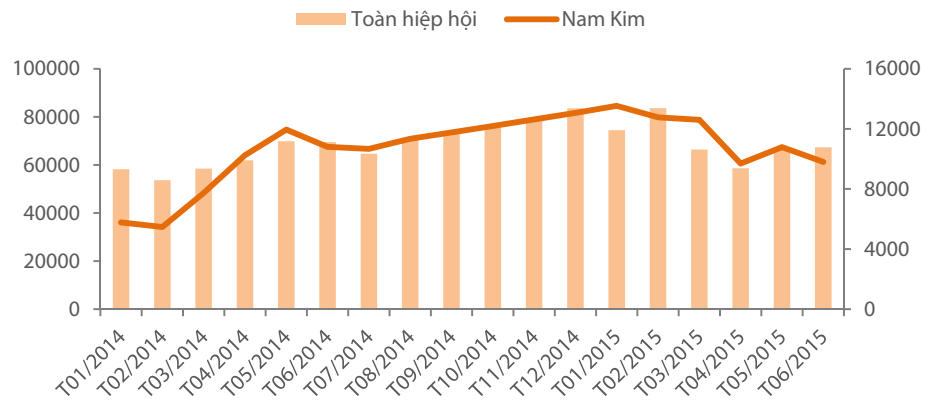
Để đối phó, Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) cho biết đang chuẩn bị hồ sơ kiện chống bán phá giá tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, kỳ vọng làm nhẹ bớt sức ép giảm giá và giúp tăng trưởng sản lượng bán nội địa cho toàn ngành. Với NKG, việc sớm khép kín quy trình sản xuất giúp doanh nghiệp chủ động hơn về giá bán, phần nào giúp doanh nghiệp đứng vững nếu xảy ra tình trạng dư cung. Dự án mới của Tôn Phương Nam và Tôn Đông Á đều có công suất cán nguội thấp, chi phí giá vốn cao nên khó cạnh tranh trực tiếp về giá bán với Nam Kim.

Bên cạnh khó khăn trong nội địa thì tại các thị trường trong khu vực, NKG đang đối mặt với các vụ kiện, rà soát chống bán phá giá. Tốc độ tăng trưởng của sản lượng xuất khẩu lớn, theo VSA, năm 2014 các thành viên hiệp hội xuất khẩu tổng cộng hơn 640.000 tấn tôn mạ, tăng hơn 29% so với năm 2013, tập trung chủ yếu vào các nước Đông Nam Á (Indonesia, Malaysia, Thái Lan...). Hiện tại, các doanh nghiệp tôn Việt Nam đều đang phải đối mặt với các vụ kiện, đợt rà soát bán phá giá từ các quốc gia này. Thực tế, tình hình xuất khẩu tôn mạ chung của các thành viên VSA nửa đầu năm 2015 đã kém khả quan hơn so với nửa cuối năm 2014 (giảm ~7%) cho thấy các biện pháp tự vệ thương mại của một số nước trong khu vực đã ảnh hưởng tiêu cực đến doanh số xuất khẩu của ngành tôn mạ.

Để đối phó, NKG đang chuyển sang đẩy mạnh bán các mặt hàng không bị áp thuế, tuy nhiên, việc thiếu giải pháp mang tính chiến lược khiến rủi ro bán hàng xuất khẩu ngày càng rõ rệt. 8 tháng đầu năm, sản lượng xuất khẩu của NKG đạt 99.057 tấn, tăng 34% so với cùng kỳ. Hiện tại, ở thị trường Malaysia, NKG bị áp mức thuế chống bán phá giá khoảng 5,68%, vẫn có thể cạnh tranh với tôn Trung Quốc (bị áp thuế CBPG ~52,1%). Trong khi đó, biện pháp phòng vệ mới đây của Thái Lan có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng xuất khẩu của NKG khi mức thuế áp khá cao (~86-89%).



Hình 13: Xuất khẩu tôn mạ của thành viên Hiệp hội thép (VSA)



Nguồn: VSA, RongViet Research tổng hợp

Doanh nghiệp cũng đang tìm kiếm các thị trường khác để giảm rủi ro tại khu vực Đông Nam Á. Cụ thể, thị trường châu Mỹ, châu Âu, Úc có thể được hưởng lợi vì tôn thép Trung Quốc đang là mục tiêu rà soát, phòng vệ lớn nhất của các nước này, tuy nhiên, yêu cầu khắt khe về chất lượng có thể trở thành rào cản. Úc sau thời gian điều tra bán phá giá tôn mạ Việt Nam đã ra phán quyết sản phẩm nhập khẩu từ Việt Nam chiếm tỉ trọng không lớn và không gây thiệt hại đáng kể cho sản xuất nội địa. Thị trường mới là khá tiềm năng nhờ rủi ro bị áp thuế CBPG thấp hơn so với thị trường Đông Nam Á và có thể mở rộng sau khi Việt Nam tham gia các hiệp định thương mại (FTA VN-EU hay TPP). Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá khả năng tăng đơn hàng xuất khẩu sang các thị trường này chưa thực sự rõ ràng.

Quan điểm và định giá:

Công ty cổ phần Thép Nam Kim (NKG-HSX) với vị thế của công ty đứng thứ 2 về thị phần ngành có những lợi thế nhất định về khả năng mở rộng thị trường kinh doanh. Đây mạnh khép kín quy trình sản xuất giúp doanh nghiệp có lợi thế về giá vốn, chủ động chiết khấu giá bán để duy trì cạnh tranh. Tuy nhiên, chúng tôi khá quan ngại về rủi ro đến từ cạnh tranh khốc liệt trên thị trường và năng lực tài chính khi thực hiện đầu tư nhà máy Nam Kim 3.

Tiềm năng đầu tư của NKG bị giằng co giữa hai điểm mạnh và điểm yếu rất đặc trưng của doanh nghiệp. Đó là khả năng tăng trưởng doanh số tiêu thụ ấn tượng, đối nghịch với tình hình tài chính nhiều rủi ro do vay nợ. Đồng thời, hai yếu tố này cũng song hành bởi khi thúc đẩy doanh thu thì Công ty mới có thể trả nợ cũ và vay nợ mới. Tại thời điểm cuối Q3/2015, tỷ lệ nợ/VCSH của NKG là 4,6 lần và dự kiến tiếp tục tăng khi công ty mở rộng đầu tư. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cổ phiếu NKG đáng để quan tâm, nhưng cần được theo dõi cân nhắc kĩ lưỡng trước khi quyết định tích lũy. Sử dụng kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu NKG là **17.400** đồng, cao hơn giá đóng cửa ngày 5/11/2015 là **13,7%**. Với các nhận định trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	4.663,4	5.835,4	5.376,1	6.537,9
Giá vốn	4.361,5	5.518,0	4.936,3	6.038,2
Lãi gộp	302,0	317,4	439,9	499,7
Chi phí bán hàng	45,9	75,6	96,1	129,5
Chi phí quản lý	64,1	53,1	49,0	59,5
Thu nhập từ HĐTC	16,9	11,0	22,7	25,3
Chi phí tài chính	163,4	138,6	162,3	160,1
Lợi nhuận khác	6,3	22,7	18,9	22,9
Lợi nhuận trước thuế	51,8	83,8	174,1	199,0
Thuế TNDN	0,0	7,4	37,0	39,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
LNST (Cty mẹ)	51,8	76,5	137,1	159,2
EBIT	209,1	192,9	270,3	334,0
EBITDA	130,7	98,1	432,5	554,2

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015E	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	59,3%	25,1%	-7,9%	21,6%
Lợi nhuận HKKD	311,4%	-1,7%	56,2%	5,4%
EBITDA	716,0%	-24,9%	340,7%	28,1%
EBIT	277,3%	-7,7%	40,1%	23,6%
Lợi nhuận sau thuế	-149,3%	47,5%	79,3%	16,1%
Tổng tài sản	2,1%	26,4%	24,8%	16,6%
Vốn chủ sở hữu	18,7%	53,5%	35,0%	67,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	17,1%	18,3%	23,0%	17,4%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	6,5%	5,4%	8,2%	7,6%
LN HKKD / Doanh thu	4,1%	3,2%	5,5%	4,8%
EBITDA/ Doanh thu	2,8%	1,7%	8,0%	8,5%
EBIT/ Doanh thu	4,5%	3,3%	5,0%	5,1%
LNST/ Doanh thu	1,1%	1,3%	2,5%	2,4%
ROA	2,3%	2,9%	4,2%	4,0%
ROIC or RONA	23,1%	19,1%	17,9%	15,6%
ROE	17,1%	18,3%	23,0%	17,4%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	14,0	11,9	9,5	10,8
Vòng quay hàng tồn kho	5,2	6,1	5,4	6,4
Vòng quay khoản phải trả	6,3	5,0	3,7	4,4
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	0,9	1,0	0,9	1,0
Nhanh	0,3	0,5	0,4	0,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	604,1%	479,9%	436,3%	274,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	177,7%	86,0%	70,8%	38,6%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	175,5%	119,5%	179,4%	107,3%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	19	32	43	106
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8	0	0	0
Các khoản phải thu	377	604	533	674
Tồn kho	825	972	870	1.006
Tài sản ngắn hạn khác	63	190	190	190
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.292	1.799	1.637	1.976
Tài sản cố định hữu hình	956	895	1.452	1.724
Tài sản cố định vô hình	63	62	60	58
Xây dựng cơ bản dở dang	1	171	500	500
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	11	11	15	15
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.031	1.138	2.027	2.298
TỔNG TÀI SẢN	2.323	2.937	3.664	4.273
Tiền hàng phải trả và ứng trước	776	1.359	1.191	1.366
Khoản phải trả ngắn hạn khác	51	30	80	97
Vay và nợ ngắn hạn	586	436	484	441
Vay và nợ dài hạn	579	605	1.226	1.226
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	1.992	2.430	2.981	3.131
Vốn chủ sở hữu	330	506	683	1.142
Vốn đầu tư của CSH	299	399	439	639
Lợi nhuận giữ lại	-39	37	174	333
Các quỹ	8	8	8	8
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	330	506	683	1.142
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	2.322	2.936	3.664	4.273
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LNST	51,8	83,8	174,1	199,0
Khấu hao	78,4	94,8	162,2	220,2
Các điều chỉnh	180,5	116,1	128,4	174,9
Thay đổi vốn lưu động	146,3	-60,2	-89,9	-272,0
Tiền thuần từ HĐKD	457,0	234,5	374,8	322,1
Thay đổi TSCĐ	-166,3	-198,5	-1,047,4	-490,4
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	5,6	0,0	-19,7	-18,9
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	2,3	1,0	1,0	1,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-158,4	-197,6	-1,066,1	-508,3
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	100,0	8,0	300,0
Vay mới/trả nợ vay	-284,0	-124,4	651,8	-63,5
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ,	0,0	0,0	42,7	12,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-284,0	-24,4	702,5	248,4
Tiền thuần trong kỳ	14,7	12,5	11,2	62,2
Tiền đầu năm	4,5	19,3	32,1	43,3
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,2	0,3	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	19,3	32,1	43,3	105,6

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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 nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng 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. VDSC 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, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC 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, VDSC 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 Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

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, 2015.**