

## CTCP THÉP NAM KIM (HOSE: NKG)

Khuyến nghị  
**TRUNG LẬP**Giá đóng cửa  
17/12/2024 (\*) ₫14,250

Giá mục tiêu 12T (\*) ₫16,100

Lợi nhuận kỳ vọng 13%

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH:

- NKG ghi nhận doanh thu Q3/2024 đạt 5.188 tỷ (+22% YoY) và lợi nhuận thuần đạt 65 tỷ (gấp 2,7 lần svck 2023). Tỷ suất lợi nhuận gộp trong quý 3 đạt 8,7%, giảm nhẹ so với mức 9% trong quý 2/2024 chủ yếu do giá tôn mạ tại các thị trường xuất khẩu chính của doanh nghiệp (EU và US) điều chỉnh giảm so với quý 2.
- Sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong quý 3 đạt gần 216.000 tấn, tăng 21% svck 2023 chủ yếu nhờ vào hoạt động xuất khẩu tiếp tục duy trì trạng thái tích cực. Cụ thể, sản lượng tôn mạ xuất khẩu quý 3/2024 đạt 156.430 tấn (+24% YoY) trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 59.441 tấn (+13% YoY).

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH:

- Sản lượng tiêu thụ tôn mạ của NKG được dự phóng giảm nhẹ -2% YoY trong 2025 chủ yếu do hoạt động xuất khẩu sẽ chịu ảnh hưởng từ việc Mỹ khả năng cao sẽ đánh thuế lên mặt hàng tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam trong khi nhu cầu nhập khẩu tôn mạ của EU được dự báo tăng trưởng chậm lại.
- Giá thép được kỳ vọng đang giao dịch trong vùng đáy với dự báo áp lực giảm giá từ thép Trung Quốc sẽ yếu dần trong thời gian tới.
- Công ty hiện đang tăng vốn để thực hiện giai đoạn 1 dự án nhà máy thép tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ có tổng công suất 800.000 tấn tôn mạ/năm (tăng 67% công suất tôn mạ hiện tại). Công ty hiện đã thực hiện xong san lấp mặt bằng và đang tìm kiếm nhà thầu để chuẩn bị thực hiện dự án.

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ:

Sử dụng phương pháp FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho NKG vào mức 16.100 VND/cp, tương ứng với mức P/E forward 2025 vào khoảng 12 lần và P/B forward 2025 0,8 lần. NKG đang được giao dịch ở mức chiết khấu 13% so với mức giá mục tiêu. Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với NKG.

## THÔNG TIN GIAO DỊCH:

Mã giao dịch	HOSE: NKG
KLGD TB 52W (CP)	5.888.213
Khối lượng lưu hành (triệu CP)	263,277,806
Tỷ lệ free-float	80%
Vốn hóa doanh nghiệp	4.818 tỷ VNĐ
Beta	1,24

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG:

BLĐ và người liên quan	18,59%
Sở hữu nước ngoài	7,89%
Còn lại	73,52%

## CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN:

Tỷ VND	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>18.596</b>	<b>20.791</b>	<b>21.317</b>	<b>22.866</b>
- Tăng trưởng DT	-19,4%	11,8%	2,5%	7,3%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.112</b>	<b>1.871</b>	<b>2.009</b>	<b>2.243</b>
- Tỷ suất LNG	6,0%	9,0%	9,4%	9,8%
<b>LNTT</b>	<b>177</b>	<b>627</b>	<b>738</b>	<b>899</b>
- Tỷ suất LNTT	1,0%	3,0%	3,5%	3,9%
Tài sản ngắn hạn	9.429	10.366	12.169	11.892
Tài sản dài hạn	2.807	2.732	5.074	7.616
Tổng tài sản	12.235	13.098	17.243	19.507
Nợ phải trả	6.812	7.181	8.656	10.255
Vốn chủ sở hữu	5.423	5.917	8.588	9.252
- Nợ vay/VCSH	0,9	0,9	0,8	0,8

## Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Dương Tuấn Minh minhndt@vpbanks.com.vn

(\*): Giá đã điều chỉnh sau khi phát hành thêm cổ phiếu

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH:**

NKG công bố doanh thu Q3.2024 đạt 5.188 tỷ (+21,7% YoY) trong khi lợi nhuận thuần đạt 65 tỷ (gấp 2,7 lần svck 2023). Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q3.2024 đạt mức 8,7%, tăng mạnh so với mức 4,8% trong cùng kỳ năm 2023 nhưng thấp hơn 0,3% so với biên gộp tại Q2.2024. Điều này khá hợp lý xét trong bối cảnh biên lợi nhuận gộp của hầu hết công ty trong ngành đều thu hẹp so với Q2.2024 do giá thép liên tục giảm và nguồn nguyên vật liệu sản xuất hầu hết đều được nhập tại vùng giá cao trong quý 2.

Trong Q3.2024, NKG đã tiêu thụ 215.870 tấn tôn mạ, tăng 21% so với cùng kỳ năm 2023. Mức tăng trưởng vẫn được đóng góp nhiều hơn bởi hoạt động xuất khẩu do hoạt động xây dựng tại thị trường nội địa chịu ảnh hưởng từ mưa bão. Cụ thể, sản lượng tôn mạ tiêu thụ nội địa quý 3 đạt 59.441 tấn (+13% YoY) trong khi sản lượng xuất khẩu quý 3 đạt 156.429 tấn (+24% YoY). Đối với mặt hàng thép ống, NKG đã tiêu thụ 32.739 tấn (+12% YoY), thị trường tiêu thụ chủ yếu vẫn là nội địa.

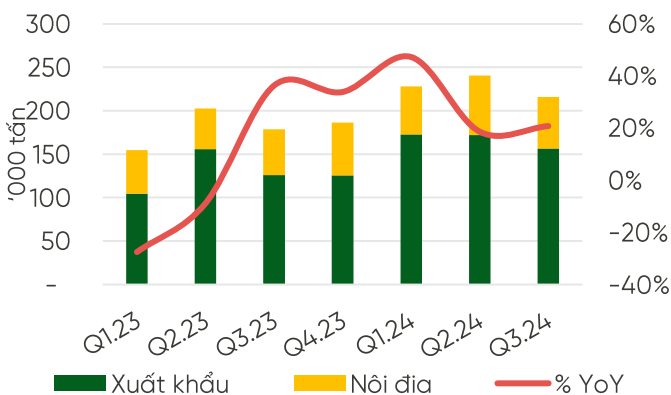
Tại bảng Cân đối kế toán, khoản mục xây dựng cơ bản dở dang của công ty đạt 486 tỷ (tăng 111 tỷ so với Q2.2024), chủ yếu là chi phí mua đất và san lấp mặt bằng để chuẩn bị cho dự án Nam Kim Phú Mỹ. Tỷ lệ nợ vay/VCSH hiện vẫn ở mức 1.0 và không thay đổi quá nhiều so với thời điểm quý 2.

**Kết quả kinh doanh Quý 3 năm 2024:**

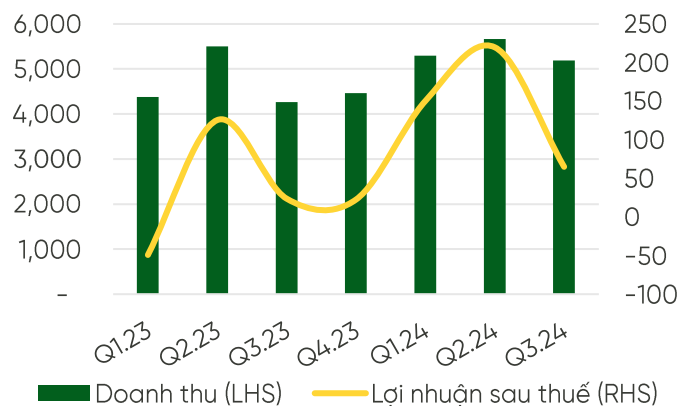
Đơn vị: Tấn	Q3.2024	%YoY	%QoQ	9T.2024	%YoY
<b>Sản lượng tôn mạ tiêu thụ</b>	<b>215.870</b>	<b>21%</b>	<b>-10%</b>	<b>684.231</b>	<b>28%</b>
- Nội địa	59.441	13%	-13%	182.980	22%
- Xuất khẩu	156.429	24%	-9%	501.251	30%
<b>Thép ống</b>	<b>32.739</b>	<b>12%</b>	<b>-12%</b>	<b>96.243</b>	<b>-6%</b>
Đơn vị: Tỷ đồng	Q3.2024	%YoY	%QoQ	9T.2024	%YoY
Doanh thu thuần	5.188	22%	-8%	16.140	14%
Lãi gộp	452	120%	-12%	1.531	82%
Doanh thu tài chính	60	-24%	-47%	239	28%
Chi phí tài chính	(118)	40%	69%	(309)	-8%
Chi phí bán hàng & Quản lý doanh nghiệp	(311)	83%	9%	(919)	70%
Lợi nhuận/(lỗ) trước thuế	82	176%	-70%	543	269%
Lợi nhuận/(lỗ) sau thuế	65	174%	-70%	435	336%

Tổng kết 9 tháng năm 2024, công ty ghi nhận doanh thu đạt 16.140 tỷ (+14% svck 2023) và lợi nhuận trước thuế đạt 543 tỷ (+269% YoY). Kết quả này hoàn thành lần lượt 77% kế hoạch doanh thu và 129% kế hoạch lợi nhuận năm 2024 của NKG, cho thấy tình hình kinh doanh của công ty đã cải thiện hơn rất nhiều khi so sánh với % hoàn thành kế hoạch trong cùng kỳ năm 2023.

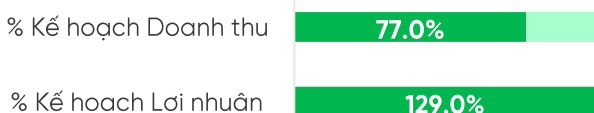
**Sản lượng tôn mạ tiêu thụ của NKG**



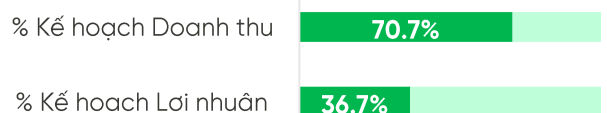
**Doanh thu và lợi nhuận thuần NKG (tỷ VND)**



**Kết quả kinh doanh 9T.2024**



**Kết quả kinh doanh 9T.2023**

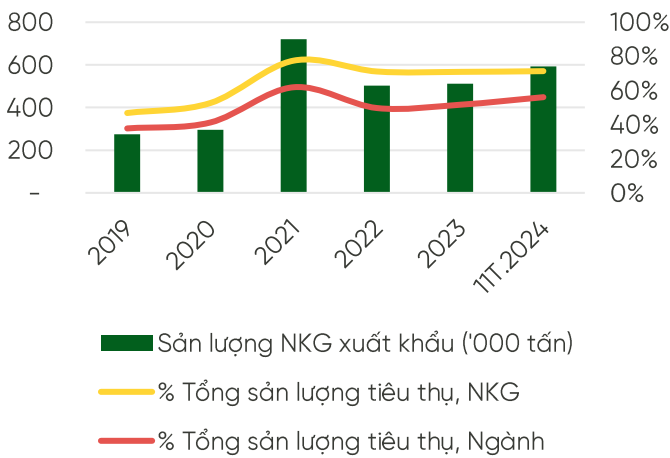


**TRIỂN VỌNG KINH DOANH:**

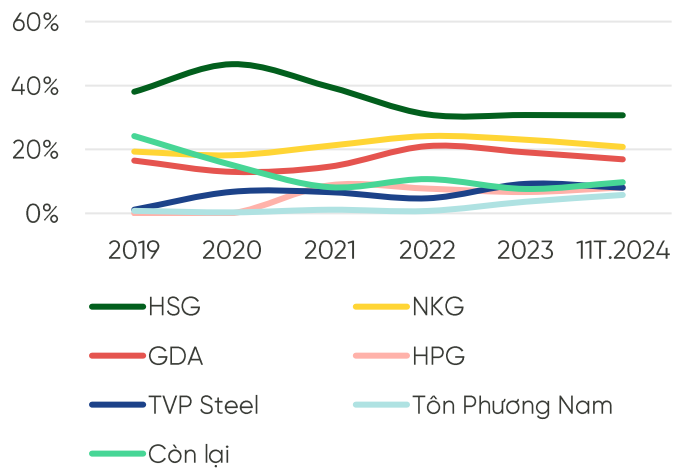
**Thách thức từ thị trường xuất khẩu sẽ được giảm thiểu nhờ vào thị trường nội địa**

Trong 11 tháng 2024, NKG đã xuất khẩu được 592.072 tấn tôn mạ, tăng 27,4% svck năm 2023 và chiếm 71% tổng sản lượng tôn mạ 11 tháng 2024 mà công ty tiêu thụ. Các thị trường EU và Mỹ tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn khi sản lượng xuất sang 2 khu vực này chiếm đến gần 70% tổng sản lượng tôn mạ xuất khẩu của Nam Kim. Chúng tôi lưu ý rằng NKG đã lựa chọn chiến lược tập trung tiêu thụ sản phẩm nhiều hơn tại các thị trường xuất khẩu trong một thời gian dài do: (1) NKG không có lợi thế về hệ thống phân phối bằng đối thủ đầu ngành là HSG và (2) Hạn chế tối đa tác động từ việc dư thừa công suất cùng sự cạnh tranh gay gắt với sản phẩm tôn mạ Trung Quốc tại thị trường nội địa. Thực tế, doanh nghiệp đã luôn duy trì tỷ trọng xuất khẩu lớn hơn so với toàn ngành và luôn là doanh nghiệp giữ thị phần thứ 2 về sản lượng xuất khẩu. Điều này khiến chúng tôi tin rằng doanh nghiệp đã xây dựng được thể mạnh trong việc tìm kiếm khách hàng quốc tế và việc đáp ứng các tiêu chuẩn về thời gian cũng như yêu cầu kỹ thuật của các khách hàng này.

**Nam Kim luôn duy trì tỷ trọng xuất khẩu cao hơn so với ngành**

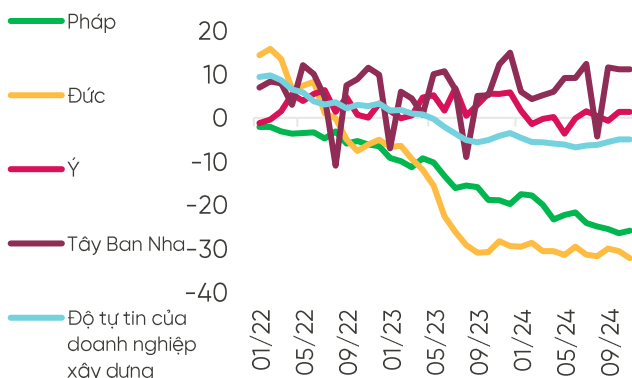


**Nam Kim luôn giữ vững thị phần số 2 về sản lượng xuất khẩu**

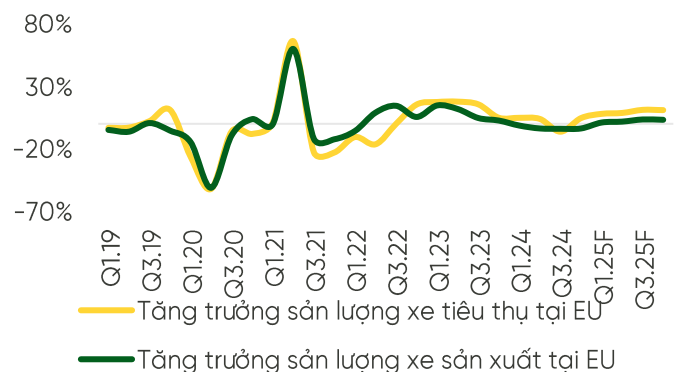


Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu tôn mạ tại 2 thị trường xuất khẩu chính của NKG bao gồm Mỹ và EU yếu đi do chịu ảnh hưởng bởi: (1) Đối với thị trường Mỹ, chúng tôi nhận thấy khả năng cao tôn mạ Việt Nam sẽ bị áp thuế khi xuất khẩu sang thị trường này sau khi Tổng thống Trump nhậm chức. Chúng tôi lưu ý lại rằng Bộ Thương mại Hoa Kỳ hiện đang trong quá trình điều tra CBPG/chống trợ cấp tôn mạ nhập khẩu vào thị trường Mỹ và việc bảo hộ nội địa ngành thép đang được ông Trump rất quan tâm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các nhà nhập khẩu tại Mỹ đã tích cực nhập trước một lượng lớn tôn mạ giá rẻ từ các quốc gia trong danh sách điều tra xét tới việc sản lượng xuất khẩu vẫn tăng trưởng rất tốt trong những tháng cuối năm mặc dù nhu cầu tiêu thụ thép tấm tại các ngành lớn tại Mỹ như công nghiệp ô tô, xây dựng hiện đang có dấu hiệu suy yếu; (2) Đối với thị trường EU, chúng tôi cũng nhận thấy hoạt động tích trữ trước nguồn tôn mạ giá rẻ trong bối cảnh đơn hàng xuất khẩu sang thị trường này tiếp tục tăng trong bối cảnh cả ngành công nghiệp sản xuất ô tô và ngành xây dựng của EU hiện vẫn đang gặp nhiều thách thức. Chúng tôi lưu ý tới khả năng sản phẩm tôn mạ Việt Nam sau khi xuất sang EU được xuất tiếp sang thị trường Mỹ khi EU cũng là khu vực xuất khẩu lượng lớn tôn mạ sang Mỹ. Vì vậy, với kỳ vọng ngành công nghiệp sản xuất ô tô cùng backlog ngành xây dựng sẽ chỉ tăng trưởng rất yếu từ mức thấp trong năm 2025 khi ECB tiếp tục hạ lãi suất, chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu tôn mạ của EU khả năng cao sẽ suy yếu.

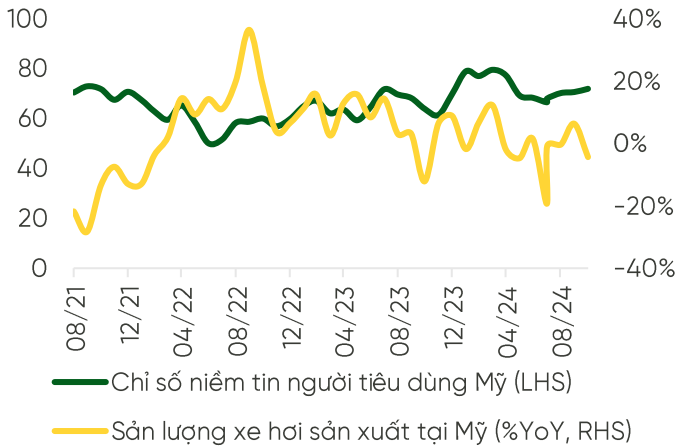
**Backlog xây dựng tại EU chưa có dấu hiệu cải thiện**



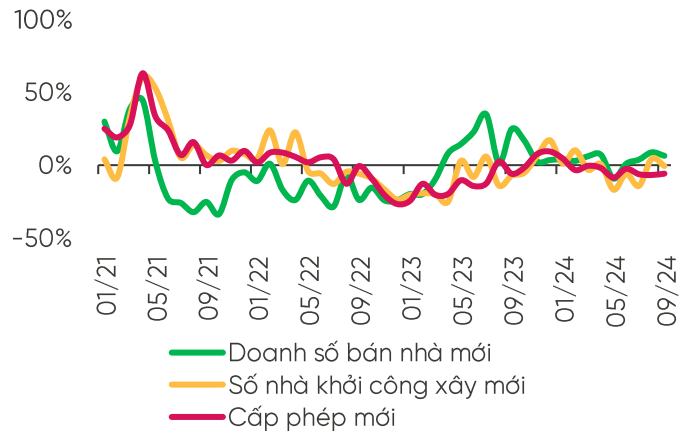
**Sản lượng xe EU sản xuất dự báo chỉ phục hồi nhẹ từ đầu năm 2025**



**Sản lượng xe con do Mỹ sản xuất kỳ vọng tăng nhẹ cùng niềm tin người tiêu dùng**

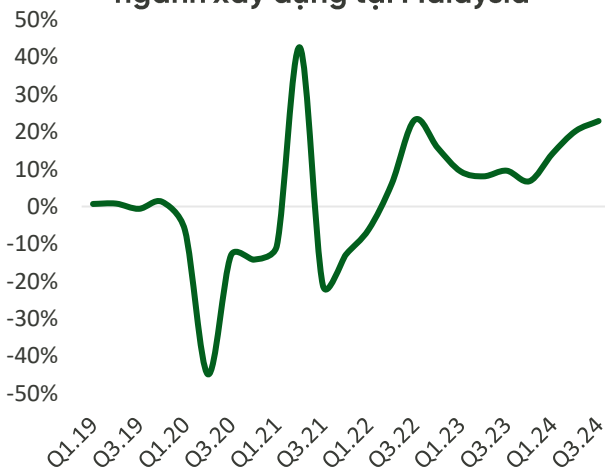


**Tăng trưởng số nhà khởi công xây mới tại Mỹ kỳ vọng cải thiện nhẹ**

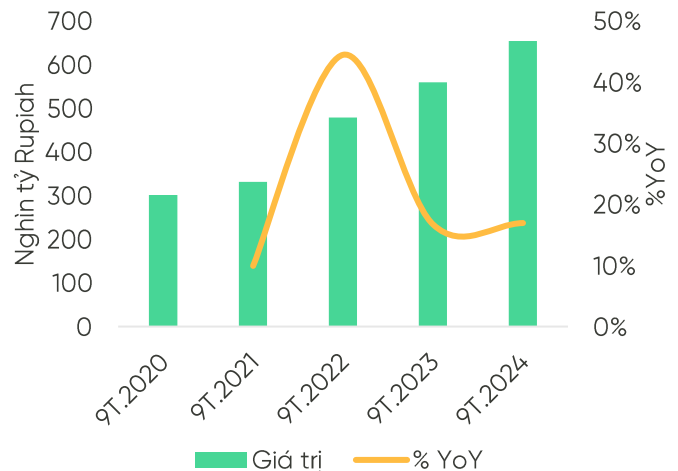


Trong bối cảnh 2 thị trường xuất khẩu chính gặp nhiều thách thức trong 2025, chúng tôi kỳ vọng NKG sẽ chủ động chuyển hướng đơn hàng xuất khẩu sang khu vực Đông Nam Á. Chúng tôi lưu ý thị trường Đông Nam Á đã từng là thị trường xuất khẩu trọng điểm của NKG trong giai đoạn 2014 – 2017. Trong năm 2025, nhu cầu tiêu thụ tôn mạ phục vụ ngành xây dựng tại các nước khu vực Đông Nam Á như Malaysia, Thái Lan, Indonesia được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao do: (1) Theo Thứ trưởng Bộ Công trình Malaysia, ngành xây dựng tại Malaysia được dự phóng sẽ tiếp tục cải thiện rõ rệt trong năm 2025 nhờ vào việc phân bổ nguồn ngân sách 180 tỷ RM từ cả khu vực chính phủ và tư nhân cho ngành xây dựng nhằm phát triển các dự án trường học, nhà ở, bệnh viện, hạ tầng, cảng; (2) Ngành xây dựng tại Thái Lan cũng được kỳ vọng sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng dân dụng sau khi Bộ Tài chính Thái Lan gần đây đã công bố các biện pháp kích thích nền kinh tế thông qua lĩnh vực bất động sản và (3) Indonesia hiện cũng đang đẩy mạnh việc thu hút vốn FDI, hỗ trợ cho nhu cầu tôn mạ xây nhà xưởng. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng động lực từ thị trường mới sẽ chỉ làm giảm bớt tác động từ sự suy yếu nhu cầu tiêu thụ tôn mạ tại EU và Mỹ. Hiện tại, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng xuất khẩu của NKG sẽ đạt lần lượt -7%/4%/8% trong lần lượt 2025F/2026F/2027F.

**Tăng trưởng sản lượng ngành xây dựng tại Malaysia**

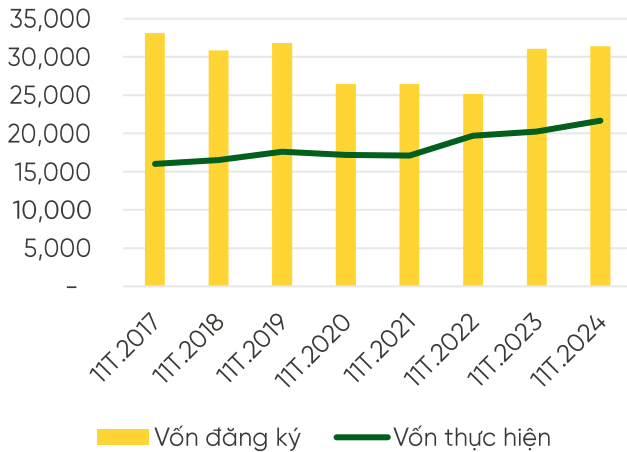


**Vốn FDI vào Indonesia**

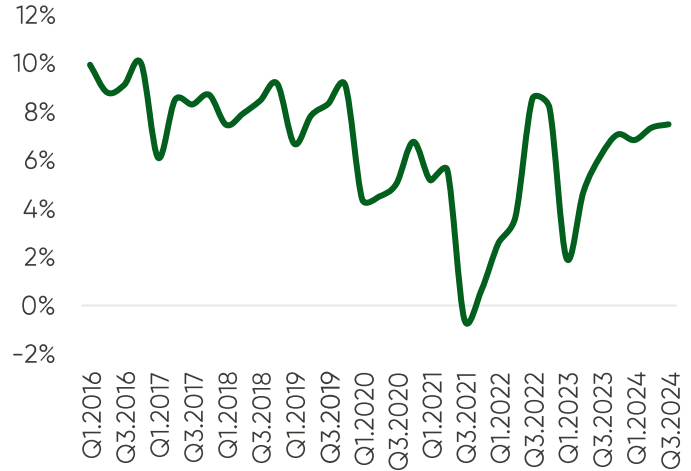


Đối với thị trường nội địa, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ áp thuế chống bán phá giá lên tôn mạ Trung Quốc, Hàn Quốc (vụ việc AD19) nhằm bảo vệ tôn mạ nội địa trước tình trạng Trung Quốc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép sang Việt Nam. Trong kịch bản này, chúng tôi cho rằng hoạt động tiêu thụ thép ở thị trường nội địa của NKG sẽ được hưởng lợi từ: (1) Nhu cầu xây nhà xưởng tiếp tục ở mức cao với lượng vốn FDI giải ngân tại Việt Nam tiếp tục tăng; (2) Nhu cầu xây dựng tiếp tục tăng đối với phân khúc nhà ở thương mại trong bối cảnh các vướng mắc về thủ tục pháp lý dần được tháo gỡ nhờ vào 3 bộ luật bao gồm Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 và Luật đất đai 2024 và (3) Hoạt động sản xuất công nghiệp tại Việt Nam tiếp tục duy trì ở trạng thái tích cực tạo động lực thúc đẩy nhu cầu thép tấm cho lĩnh vực sản xuất máy móc thiết bị. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý mức tăng trưởng sản lượng tôn mạ tiêu thụ nội địa trong 2025 sẽ bị ảnh hưởng do hầu hết doanh nghiệp sẽ tích cực nhập trước lượng lớn nguồn tôn mạ giá rẻ từ Trung Quốc trước khi thuế chống bán phá giá được ban hành. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa của NKG sẽ tăng trưởng 10%/8%/8% trong lần lượt 2025F/2026F/2027F.

**Vốn FDI giải ngân tiếp tục tăng**  
Đơn vị: Triệu USD



**Tăng trưởng GDP xây dựng dẫn về mức trước dịch**

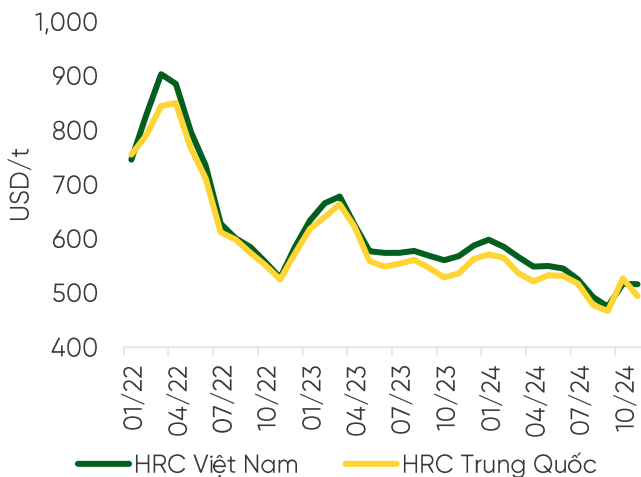


Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Nam Kim sẽ tăng trưởng lần lượt -2,0%/5,3%/7,7% trong lần lượt 2025F/2026F/2027F sau khi mức tăng mạnh 25% YoY trong 2024. Với chiến lược tập trung tiêu thụ tôn mạ tại thị trường xuất khẩu, chúng tôi cho rằng những động lực tích cực tại thị trường nội địa sẽ chỉ làm giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường xuất khẩu trong năm 2025.

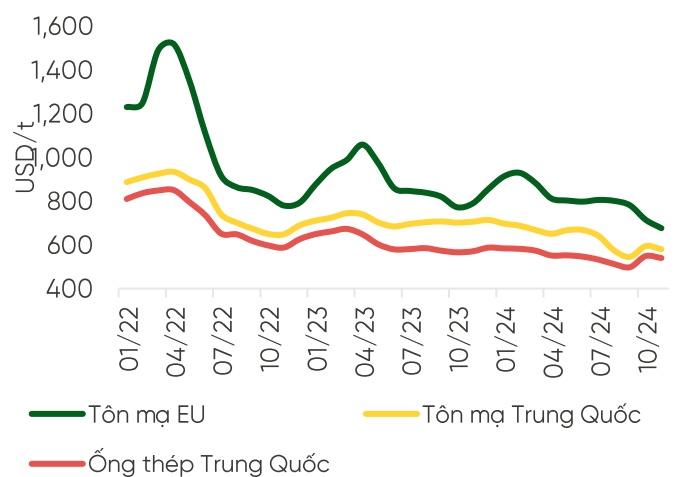
**Giá thép: Kỳ vọng đã trong vùng đáy**

Tính từ đầu năm 2024, giá tôn mạ tại EU đã giảm gần 26% trong khi giá tôn mạ tại thị trường nội địa giảm gần 17% do áp lực giảm giá từ các sản phẩm thép Trung Quốc. Giá HRC Việt Nam và Trung Quốc cũng ghi nhận mức điều chỉnh giảm gần 14% tính từ thời điểm đầu năm do nhu cầu tiêu thụ yếu. Diễn biến giá thép và nguyên vật liệu đầu vào đã khiến tỷ suất lợi nhuận gộp của phần lớn các doanh nghiệp trong ngành thu hẹp trong Q3/2024. Tuy nhiên, nhờ vào việc quản trị tốt tồn kho nguyên vật liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp của Nam Kim trong Q3/2024 chỉ điều chỉnh giảm 0,3% so với Q2/2024.

**Biến động giá HRC đầu vào**

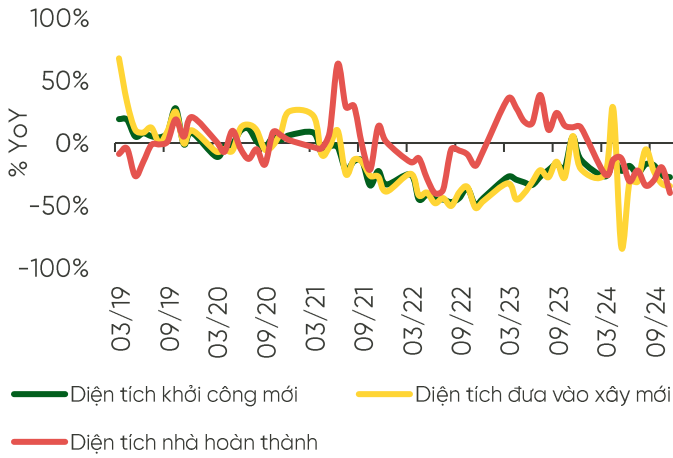


**Biến động giá tôn mạ và ống thép**

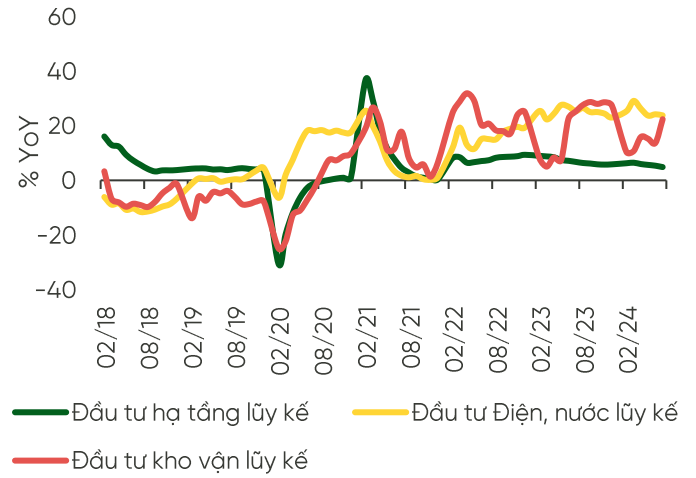


Đối với triển vọng giá thép, chúng tôi kỳ vọng áp lực giảm giá từ thép Trung Quốc sẽ yếu dần trong thời gian tới. Tuy nhu cầu tiêu thụ thép trong lĩnh vực xây dựng dân dụng tại Trung Quốc chưa có dấu hiệu hồi phục, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ tới từ các lĩnh vực: xây dựng công trình hạ tầng kỹ thuật, sản xuất máy móc thiết bị cùng sản xuất ô tô. Chúng tôi lưu ý hiện lĩnh vực xây dựng dân dụng chiếm khoảng 32% nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc. Điều này khiến chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh đầu tư vào hệ thống công trình hạ tầng kỹ thuật và duy trì tăng trưởng hoạt động sản xuất máy móc thiết bị, sản xuất ô tô sẽ hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép trong bối cảnh ngành xây dựng dân dụng vẫn chưa phục hồi.

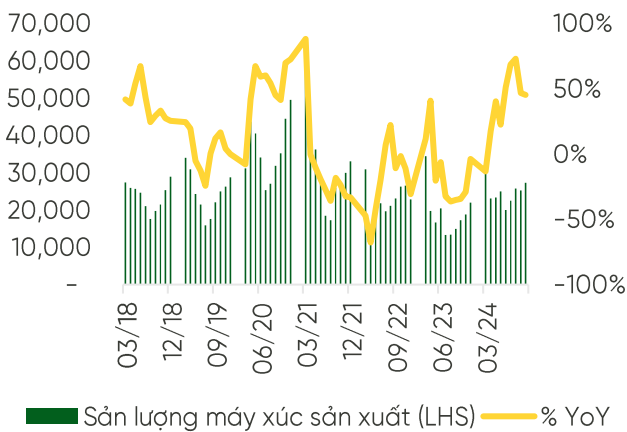
**Bất động sản Trung Quốc chưa có dấu hiệu cải thiện**



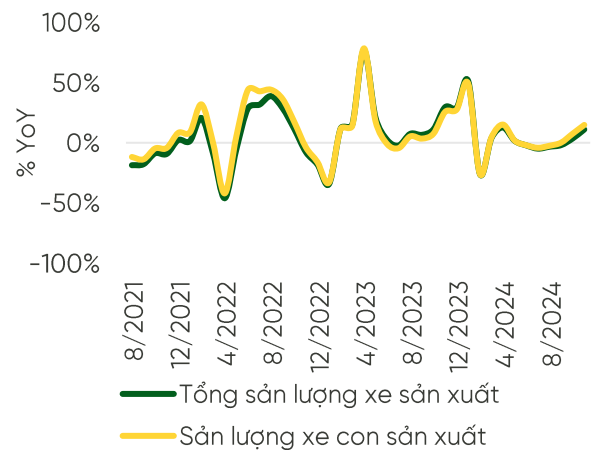
**Nhưng nhu cầu xây dựng công trình hạ tầng kỹ thuật sẽ cải thiện nhờ vốn đầu tư liên tục tăng**



**Nhu cầu thép phục vụ sản xuất máy móc thiết bị duy trì tăng trưởng**

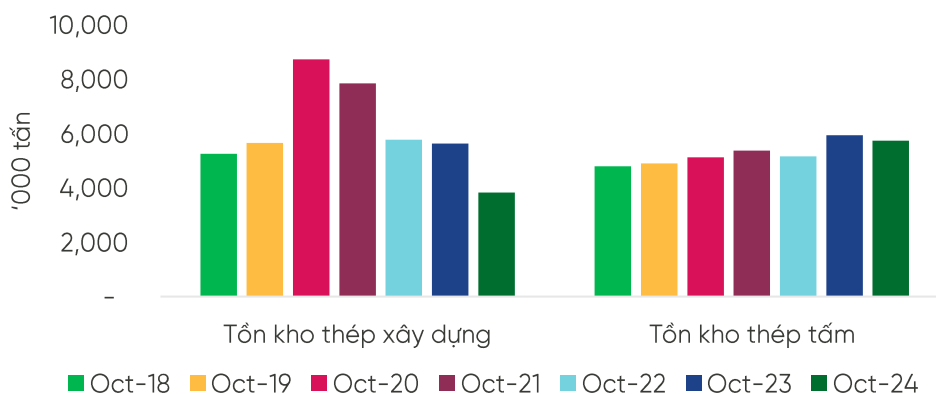


**Sản lượng xe con Trung Quốc sản xuất tiếp tục tăng trưởng nhờ vào thị trường xuất khẩu**



Cùng với những động lực hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ thép đến từ xây dựng hạ tầng và sản xuất công nghiệp, chúng tôi cũng nhận thấy tồn kho thép xây dựng tại Trung Quốc hiện đã ở mức thấp sau khi các công ty sản xuất và thương mại thép cố gắng bán tháo lượng thép xây dựng tồn kho chưa đáp ứng tiêu chuẩn mới bắt buộc áp dụng từ ngày 25/09. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng Trung Quốc hiện đã giao dịch tại vùng đáy trong biên độ 5%. Đối với HRC, chúng tôi cho rằng giá HRC có thể sẽ tiếp tục giảm do lượng tồn kho thép tấm hiện tại ở Trung Quốc đang ở mức cao, tuy nhiên mức giảm sẽ không quá mạnh, thấp hơn 8% từ mức giá HRC đang giao dịch hiện tại.

**Tồn kho thép tại Trung Quốc**

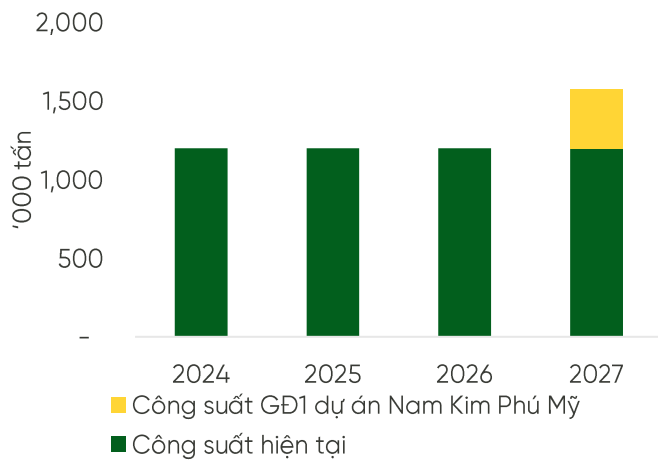


## Dự án nhà máy Nam Kim Phú Mỹ: Cơ hội tăng trưởng trong trung hạn

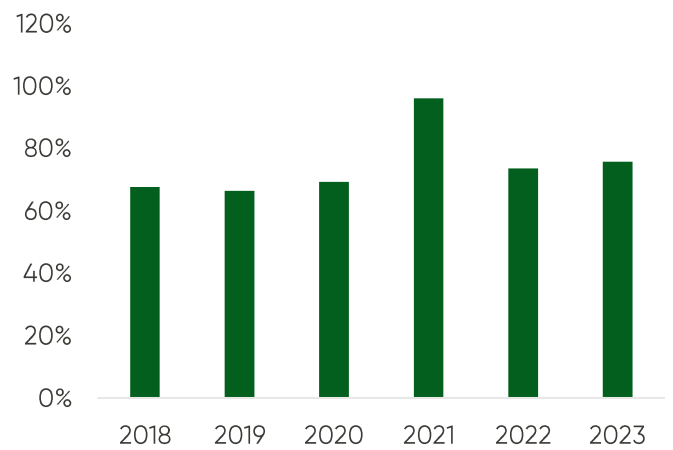
Nhằm gia tăng năng lực sản xuất tôn mạ, NKG đã có kế hoạch xây dựng nhà máy Thép tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ. Dự án sẽ bao gồm 1 dây chuyền mạ kẽm công suất 350.000 tấn/năm; 2 dây chuyền mạ hợp kim nhôm kẽm công suất 300.000 tấn/năm và 150.000 tấn/năm; Dây chuyền mạ màu 150.000 tấn/năm. Hiện tại, công ty đang triển khai trước giai đoạn 1 của dự án với TMDT là 4.500 tỷ. Công ty cũng đã thực hiện phát hành thêm cổ phiếu bao gồm: (1) Thuởng cổ phiếu tỷ lệ 100:20 và (2) Chào bán cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 2:1 với giá chào bán là 12.000 VND/cp để có vốn thực hiện dự án. Sau khi chào bán cổ phiếu, công ty dự kiến sẽ huy động được 1.580 tỷ, tương đương với 35% nhu cầu vốn cho giai đoạn 1 của dự án.

Hiện tại, dự án đã thực hiện xong khâu mua đất và san lấp mặt bằng và đang tìm kiếm nhà thầu để chuẩn bị thực hiện dự án. Với tiến độ như trên, chúng tôi cho rằng dự án khả năng cao sẽ được NKG vận hành chính thức vào đầu năm 2027. Chúng tôi cũng lưu ý các nhà máy tôn mạ Việt Nam hiện vẫn chưa thể hoạt động hết công suất do vấn đề thừa cung, Vì vậy, NKG có thể sẽ tiếp tục tập trung tiêu thụ các sản phẩm đầu ra của nhà máy mới tại thị trường xuất khẩu. Chúng tôi hiện đang dự phóng nhà máy Nam Kim Phú Mỹ sẽ hoạt động với công suất 40%/60%/80% trong lần lượt 2027F/2028F/2029F.

### Giai đoạn 1 dự án Nam Kim Phú Mỹ ước tính giúp tăng 32% công suất tôn mạ hiện tại



### Các nhà máy sản xuất tôn mạ Việt Nam hiện vẫn chưa hoạt động hết công suất thiết kế



## TỔNG HỢP CÁC GIẢ ĐỊNH CHÍNH CHO NAM KIM:

### Giả định sản lượng thép tiêu thụ:

Trong dự phóng cho 3 năm 2024/2025/2026, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ tôn mạ sẽ tăng trưởng 25%/-2%/5% svck và sản lượng tiêu thụ ống thép tăng trưởng -4%/5%/5% svck. Đối với sản phẩm tôn mạ, sau khi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh vào năm 2024, chúng tôi cho rằng khả năng cao những động lực hỗ trợ tại thị trường nội địa sẽ chỉ có thể làm giảm bớt một phần những tác động tiêu cực từ thị trường xuất khẩu trong năm 2025.

### Giả định giá thép:

Với kỳ vọng áp lực giảm giá thép từ Trung Quốc sẽ yếu dần và nhu cầu tiêu thụ thép phục hồi ở mức chậm, chúng tôi giả định giá tôn mạ trung bình năm 2024 của NKG sẽ giảm -5,2% svck và giá thép ống trung bình 2024 giảm -7,6% svck. Cho năm 2025F/2026F, chúng tôi giả định giá bán tôn mạ trung bình sẽ tăng lần lượt 2,3%/2,0% svck trong khi giá thép ống sẽ tăng 6,5%/0,6% svck.

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ	722.516	903.576	885.291	932.341
Ống thép	137.778	132.054	138.657	145.590

Triệu VND/tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Tôn mạ	21,1	20,0	20,5	20,9
Ống thép	14,5	13,4	14,3	14,4

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ:

### Dự phóng Kết quả kinh doanh:

Trong 3 năm 2024F/2025F/2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu của Nam Kim sẽ tăng trưởng 11,8%/2,5%/7,3% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện và đạt 9,0%/9,4%/9,8%. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận Nam Kim sẽ tăng trưởng lần lượt 328%/18%/22% và đạt 502/591/720 tỷ trong 2024F/2025F/2026F.

Tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>23.071</b>	<b>18.596</b>	<b>20.791</b>	<b>21.317</b>	<b>22.866</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,4%	6,0%	9,0%	9,4%	9,8%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>93</b>	<b>373</b>	<b>742</b>	<b>943</b>	<b>1.214</b>
<b>LNST</b>	<b>-125</b>	<b>117</b>	<b>502</b>	<b>591</b>	<b>720</b>
- %YoY LNST	N/A	N/A	328%	18%	22%

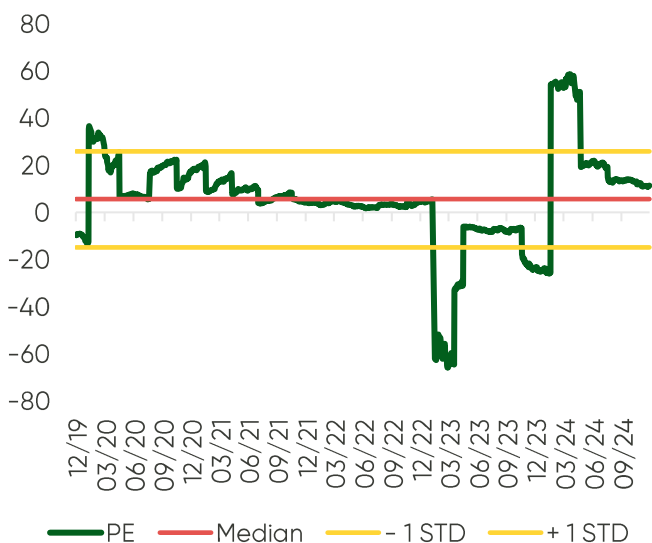
### Định giá:

<b>Chi phí VCSH</b>	17%
<b>Chi phí nợ</b>	7%
<b>WACC</b>	11,7%
<b>G – tăng trưởng dài hạn</b>	2,5%

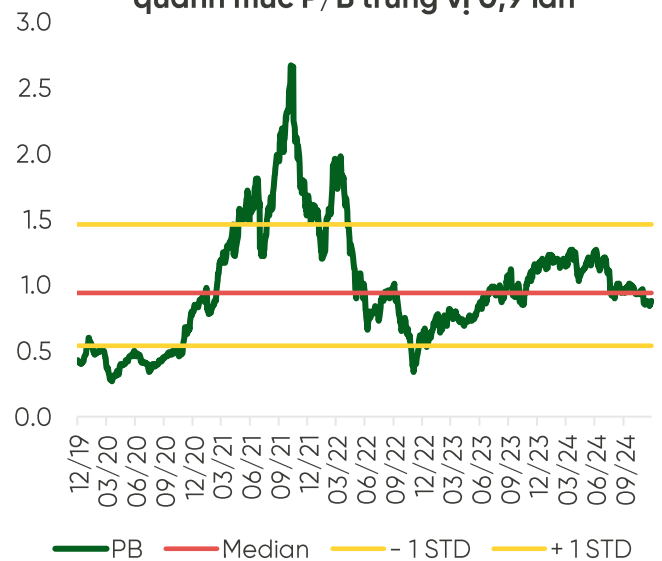
	FCFF
PV dòng tiền tự do	2.209
PV giá trị cuối cùng	9.134
Giá trị doanh nghiệp	11.344
Tiền & đầu tư	1.324
Nợ	(5.427)
Cổ đông thiểu số	(0)
Giá trị vốn chủ sở hữu	7.195
Số lượng cổ phần	447.570.881
Giá trị một cổ phần	<b>16.076</b>

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NKG ở mức 16.100 VND/cp (cao hơn 13% so với giá đóng cửa tại ngày 17/12/2024). Do chúng tôi đã đưa yếu tố phát hành thêm cổ phiếu vào trong mô hình định giá, chúng tôi lưu ý mức định giá trên phần ánh giá cổ phiếu sau khi phát hành thêm. Tại ngày 17/12/2024, mức giá đóng cửa của NKG là 18.300 VND/cp, tương ứng với mức giá sau khi phát hành thêm là 14.250 VND/cp. Tại mức định giá 16.100 VND/cp, NKG được giao dịch ở mức P/E 2025 forward 12 lần và mức P/B 2025 forward 0,8 lần.

**NKG được giao dịch quanh mức P/E trung vị 5,6 lần**



**NKG được giao dịch quanh mức P/B trung vị 0,9 lần**



### Khuyến nghị:

Với kết quả định giá và luận điểm như đã trình bày trong các phần trên, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với NKG. Mức giá mục tiêu là 16.100 VND/cp với tiềm năng tăng giá 13% tính từ mức giá đóng cửa ngày 17/12/2024.



## RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho:** Trong trường hợp giá HRC tiếp tục xu hướng giảm, NKG có thể sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp so với chúng tôi dự báo.
- **Mỹ khởi xướng điều tra CBPG và chống trợ cấp đối với thép mạ từ Việt Nam:** Chúng tôi cho rằng điều này ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG và đã phản ánh rủi ro này trong dự báo.
- **Việt Nam áp thuế HRC Trung Quốc:** Chúng tôi cho rằng điều này không ảnh hưởng quá nhiều tới NKG khi nguồn HRC từ Trung Quốc chỉ chiếm khoảng 25% lượng HRC đầu vào mà doanh nghiệp tiêu thụ. Hơn nữa, để đáp ứng được tiêu chí về nguồn gốc các đơn hàng từ EU và Mỹ trong thời gian vừa rồi, doanh nghiệp cũng đã sử dụng HRC có nguồn gốc theo yêu cầu từ các nhà nhập khẩu.
- **Nhà máy mới vận hành ở công suất thấp hơn dự kiến:** Chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra rủi ro này ở mức trung bình cao khi nguồn cung tôn mạ tại thị trường nội địa Việt Nam đã vượt quá nhu cầu, khiến doanh nghiệp sẽ phải tìm kiếm thêm đơn hàng xuất khẩu mới. Trong trường hợp hiệu suất hoạt động của nhà máy mới thấp hơn so với dự báo, chúng tôi nhận thấy rủi ro điều chỉnh giảm định giá hiện tại.

PHỤ LỤC 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BÁO CÁO KQKD				
Năm	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>23,071</b>	<b>18,596</b>	<b>20,791</b>	<b>21,317</b>
Giá vốn	21,590	17,484	18,919	19,308
<b>LN gộp</b>	<b>1,481</b>	<b>1,112</b>	<b>1,871</b>	<b>2,009</b>
CP Bán hàng & Quản lý	1,388	739	1,129	1,066
<b>EBIT</b>	<b>93</b>	<b>373</b>	<b>742</b>	<b>943</b>
DT Tài chính	303	230	307	213
CP Tài chính	503	426	423	425
<i>Cp Lãi vay</i>	262	293	192	309
Lãi lỗ CTLK	0	0	0	0
LN khác	0	0	1	7
<b>LNTT</b>	<b>-107</b>	<b>177</b>	<b>627</b>	<b>738</b>
Thuế TNDN	18	60	125	148
<b>LNST</b>	<b>-125</b>	<b>117</b>	<b>502</b>	<b>591</b>
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Khen thưởng phúc lợi	0	0	314	17
<b>LNST CĐ Cty mẹ</b>	<b>-125</b>	<b>117</b>	<b>187</b>	<b>573</b>

TĂNG TRƯỞNG & BIÊN LN				
	2022	2023	2024F	2025F
-				
Tăng trưởng doanh thu	-18.1%	-19.4%	11.8%	2.5%
Tăng trưởng EBIT	-96.6%	299.8%	99.1%	27.1%
Tăng trưởng EBITDA	-84.9%	58.9%	48.8%	7.9%
Tăng trưởng LNST CĐ Cty mẹ	-105.6%	-194.2%	327.5%	17.7%
Biên LNG	6.4%	6.0%	9.0%	9.4%
Biên EBIT	0.4%	2.0%	3.6%	4.4%
Biên EBITDA	2.0%	4.0%	5.4%	5.6%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	-0.5%	0.6%	2.4%	2.8%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
LNST	-125	117	502	591
Khấu hao	378	376	372	258
Điều chỉnh khác	-109	-26	644	-100
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>	<b>-972</b>	<b>-189</b>	<b>-1,001</b>	<b>-269</b>
Phải thu thương mại	346	-530	-270	-38
Tồn kho	1,281	1,282	-266	-495
Tài sản khác	229	41	-129	196
Phải trả thương mại	-2,659	-1,024	-499	201
Phải trả khác	-169	42	163	-133
<b>CFO</b>	<b>-828</b>	<b>278</b>	<b>516</b>	<b>479</b>
Capex	-198	-130	-697	-2,646
Đầu tư khác	207	-38	-120	0
Thu nhập đầu tư	23	18	13	83
<b>CFI</b>	<b>33</b>	<b>-151</b>	<b>-804</b>	<b>-2,563</b>
Thay đổi vốn	1,268	-313	722	1,407
Vay ròng	10	0	0	2,106
Cổ tức	-219	0	0	-9
<b>CFF</b>	<b>1,059</b>	<b>-313</b>	<b>722</b>	<b>3,504</b>
<b>LCTT Thuần</b>	<b>264</b>	<b>-186</b>	<b>434</b>	<b>1,421</b>
Tiền đầu kỳ	751	1,005	785	905
Điều chỉnh	0	0	0	0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1,015</b>	<b>819</b>	<b>1,219</b>	<b>2,326</b>
FCFF	-720	341	-27	-1,919
FCFE	242	-165	541	-760

BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>10,415</b>	<b>9,429</b>	<b>10,366</b>	<b>12,169</b>
Tiền & ĐTNH	1,257	1,075	1,324	2,745
Phải thu thương mại	1,499	2,028	2,298	2,336
Tồn kho ròng	7,000	5,719	5,985	6,480
TSNH khác	659	606	759	609
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>3,046</b>	<b>2,807</b>	<b>2,732</b>	<b>5,074</b>
TSCĐ hữu hình	2,305	2,026	1,706	1,594
TSCĐ khác	283	332	322	321
XDCBDD	220	204	486	2,986
Đầu tư tài chính	8	3	0	0
Tài sản dài hạn khác	230	241	218	172
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>13,461</b>	<b>12,235</b>	<b>13,098</b>	<b>17,243</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>8,141</b>	<b>6,812</b>	<b>7,181</b>	<b>8,656</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>8,109</b>	<b>6,784</b>	<b>7,157</b>	<b>7,133</b>
Phải trả thương mại	2,803	1,778	1,280	1,481
Vay ngắn hạn	5,111	4,768	5,472	5,379
Phải trả khác	195	238	404	273
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>1,523</b>
Vay dài hạn	3	0	0	1,500
Phải trả dài hạn khác	29	28	25	23
<b>VCSSH</b>	<b>5,320</b>	<b>5,423</b>	<b>5,917</b>	<b>8,588</b>
Vốn góp chủ sở hữu	3,419	3,419	3,419	5,525
Lợi nhuận giữ lại	1,628	1,731	2,217	2,782
Vốn khác	273	273	281	281
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>13,461</b>	<b>12,235</b>	<b>13,098</b>	<b>17,243</b>

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
	2022	2023	2024F	2025F
-				
Chỉ số định giá				
P/E	(792.1)	534.6	34.0	11.1
P/B	18.6	11.6	1.1	0.7
P/FCFE	408.1	(379.8)	11.8	(8.4)
EV/EBITDA	217.9	88.8	9.5	8.7
EV/Sales	4.4	3.6	0.5	0.5
EV/FCFF	(142.6)	194.6	(387.8)	(5.5)
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	-2.3%	2.2%	8.9%	8.1%
ROA%	-0.9%	0.9%	4.0%	3.9%
ROIC%	1.0%	2.4%	5.2%	4.9%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.3	1.4	1.4	1.7
Vay nợ/Vốn chủ sở hữu	1.0	0.9	0.9	0.8
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	1.9	2.1	2.4	1.8
Đòn bẩy tài chính	2.5	2.3	2.2	2.0
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	26 days	35 days	38 days	40 days
Số ngày tồn kho	129 days	133 days	113 days	118 days
Số ngày phải trả	70 days	48 days	29 days	26 days
Vòng quay tiền	86 days	120 days	121 days	131 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	1.3%	1.2%	1.5%	1.0%
CPTC/DTT	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%
SG&A/DTT	6.0%	4.0%	5.4%	5.0%

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

### Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

### Chuyên viên phân tích

#### Nguyễn Dương Tuấn Minh

Vật liệu xây dựng & Tài nguyên cơ bản

Email: minhndt@vpbanks.com.vn