

(MUA - Giá mục tiêu: VND 40.500)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NKG với **giá mục tiêu VND 40.500** trong bối cảnh tiêu thụ thép trong nước và thế giới vẫn duy trì khả quan trong 2H2021. Giá thép sau khi giảm mạnh từ giữa tháng 5 đã dần hồi phục và kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ chậm lại trong nửa cuối năm.

Thông tin cập nhật

- **Lãi ròng 1H2021 vượt 94% kế hoạch năm với 1.166 tỷ đồng, tăng 1.884% n/n.** Biên LN gộp tăng từ 7% trong 1H2020 lên 16% trong 1H2021 nhờ giá bán tăng và chính sách quản lý hàng tồn kho hiệu quả hơn sau tái cơ cấu. Động lực tăng trưởng chính đến từ việc thiếu hụt nguồn cung tại các thị trường xuất khẩu châu Âu và Mỹ. Chúng tôi cho rằng NKG sẽ duy trì tiêu thụ ổn định đối với các sản phẩm mình trong Q3 do DN đã nhận đủ đơn đặt hàng từ thị trường nước ngoài.
- **Sức khỏe tài chính đang được cải thiện.** Việc bán thành công 10 triệu cổ phiếu quỹ giúp sức khỏe tài chính của NKG được cải thiện đáng kể. Tỷ lệ nợ thuần/VCSH giảm từ 0,76 lần hồi đầu năm còn 0,61 lần.
- **Giá thép thế giới kỳ vọng tăng vào các tháng cuối năm** do (i) giai đoạn này là cao điểm mùa xây dựng, (ii) sự tăng giá của nguyên liệu sản xuất (quặng sắt, phế thép...), (iii) nhu cầu về thép của thế giới tăng trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang phục hồi, trong khi (iv) công suất thép toàn cầu năm nay chưa thể phục hồi như trước đại dịch (theo OECD)
- **Chúng tôi điều chỉnh nâng dự phóng KQKD của năm 2021** với doanh thu và LNST đạt tương ứng 21.406 tỷ đồng và 2.206 tỷ đồng, tăng lần lượt 85% và 647% n/n trong bối cảnh kết quả kinh doanh của DN trong Q2 2021 tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu NKG với **giá mục tiêu VND40.500** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 3,3 lần (theo EPS 2021F ~ VND12.121).

Biến động giá cổ phiếu



| | |
|----------------------------|------------------------|
| Ngày báo cáo | 20/07/2021 |
| Thị giá ngày báo cáo | 31.800 VND/cp |
| Giá mục tiêu (VND) | 40.500 VND/cp |
| Tăng / giảm (%) | 27,3% |
| Mã Bloomberg | NKG VN |
| Vốn hóa | 5.788 tỷ VND |
| Biến động 52 tuần | VND 6.000 – VND 35.500 |
| KLGD BQ | 4.787.506 cp |
| Giới hạn sở hữu nước ngoài | 49,00% |
| Sở hữu nước ngoài | 15,27% |

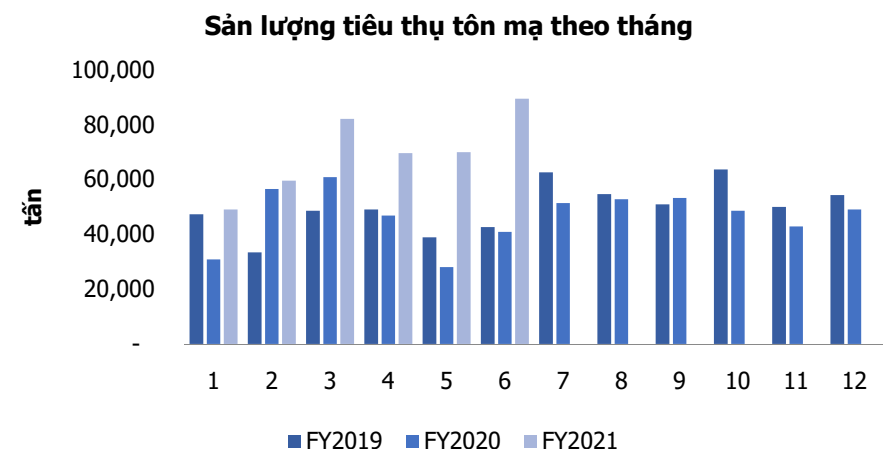
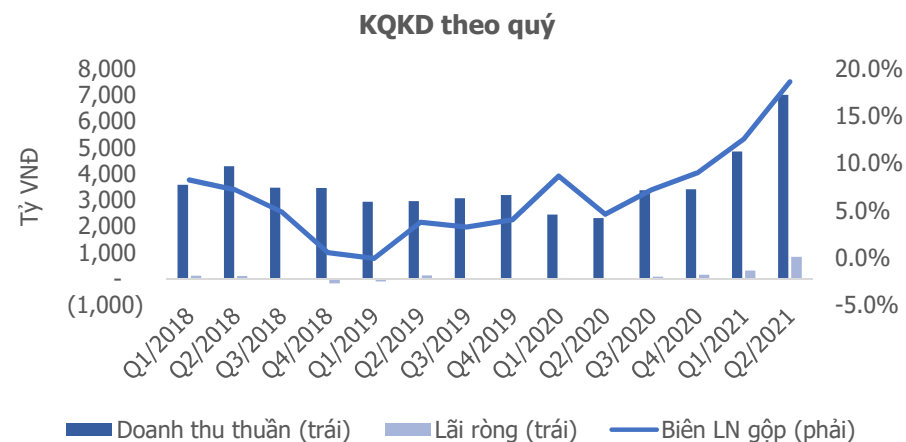
| Tỷ VNĐ | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu | 12.177 | 11.560 | 21.406 | 19.105 |
| EBIT | 63 | 509 | 2.716 | 1.717 |
| Lãi ròng | 47 | 295 | 2.206 | 1.442 |
| EPS (VNĐ) | 260 | 1.622 | 12.121 | 7.922 |
| P/E (x) | 127,7x | 20,5x | 2,6x | 4,0x |
| BVPS (VNĐ) | 16.576 | 17.478 | 28.141 | 36.646 |
| P/B (x) | 2,0x | 1,9x | 1,1x | 0,9x |
| ROE (%) | 2% | 9% | 43,1% | 21,6% |
| Nợ/VCSH (%) | 102% | 94% | 72% | 51% |

Nguồn: MBS Research

(MUA - Giá mục tiêu: VND 40.500)

Kết quả kinh doanh NKG duy trì tăng trưởng ấn tượng...

- Sản lượng tiêu thụ duy trì đà tăng mạnh trong 1H2021.** Cụ thể, DN ghi nhận tiêu thụ ~420.000 tấn tôn mạ, tăng ~60% n/n trong khi sản lượng tiêu thụ ống thép đạt 95.335 tấn. Chúng tôi cho rằng NKG sẽ duy trì tiêu thụ ổn định đối với các sản phẩm mình trong Q3 do DN đã nhận đủ đơn đặt hàng từ thị trường nước ngoài. Tính riêng trong tháng 6/2021, sản lượng tiêu thụ tôn mạ ghi nhận ở mức cao nhất trong nửa đầu năm, đạt ~89.500 tấn.
- Lãi ròng 1H2021 vượt 94% kế hoạch năm.** Trong Q2 2021, doanh thu tăng 203% n/n với sản lượng tiêu thụ tăng mạnh ~98% n/n khi động lực tăng trưởng chính đến việc thiếu hụt nguồn cung tại các thị trường xuất khẩu châu Âu và Mỹ. Biên LN gộp cải thiện khá so với quý đầu năm với 18,6% nhờ giá bán tăng và chính sách quản lý hàng tồn kho hiệu quả hơn sau tái cơ cấu. Lũy kế 6T2021, NKG ghi nhận 11.862 tỷ đồng doanh thu, tăng 149% n/n, biên LN gộp tăng từ 7% trong 1H2020 lên 16% trong 1H2021. Lãi ròng đạt 1.166 tỷ đồng, tăng 1.884% n/n và vượt 94% kế hoạch năm.
- Hoạt động xuất khẩu tăng mạnh.** Trong Q2 2021, sản lượng xuất khẩu tôn của NKG ở mức tương đương Q1 2021 với ~152.700 tấn, chiếm 67% tổng sản lượng tiêu thụ trong kỳ, tăng 209% n/n, chủ yếu xuất khẩu đi Bắc Mỹ và Châu Âu - được coi là thị trường khó tính, thường nhập số lượng lớn, nhiều yêu cầu nhưng giá cả tốt, nâng tổng sản lượng tôn mạ tiêu thụ trong 1H2021 lên 304.597 tấn. Tình trạng mất cân đối cung cầu đối với các SP thép tại 2 thị trường này tiếp tục tạo đà tăng trưởng cho hoạt động xuất khẩu của NKG trong những tháng cuối năm khi hoạt động xây dựng phục hồi trong bối cảnh dịch bệnh đang được kiểm soát tốt hơn.
- Sức khỏe tài chính đang được cải thiện.** Tính đến cuối Q2 2021, nợ vay ngắn hạn mặc dù tăng 48,5% YTD do nhu cầu vốn lưu động nhưng nợ vay dài hạn giảm 40% YTD khiến tỷ lệ nợ thuần/VCSH giảm từ 0,76 lần hồi đầu năm còn 0,61 lần. Việc bán thành công 10 triệu cổ phiếu cũng giúp sức khỏe tài chính của NKG được cải thiện đáng kể, nguồn vốn được tái cơ trong khi vốn lưu động đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh được bổ sung.
- Lượng hàng tồn kho giá rẻ kỳ vọng hỗ trợ biên LN cao trong nửa cuối năm** khi giá thép vẫn duy trì xu hướng tăng trong ngắn hạn.



(Nguồn: NKG)

(MUA - Giá mục tiêu: VND 40.500)

...trong bối cảnh nhu cầu về các sản phẩm thép tiếp tục tăng mạnh

- **Xuất khẩu thép 6T2021 của Việt Nam tăng 84% n/n trong khi tiêu thụ trong nước cũng ghi nhận tăng khá so với cùng kỳ.** Theo Hiệp hội thép Việt Nam (VSA), trong giai đoạn này, có hơn 14 triệu tấn thép các loại được tiêu thụ ngoài thị trường, tăng 35% n/n, trong đó trong nước 10,6 triệu tấn (+24% n/n) và xuất khẩu hơn 3,4 triệu tấn thép (+84,4% n/n) với các thị trường xuất khẩu chính là ASEAN, EU, Hoa Kỳ, và Trung Quốc.

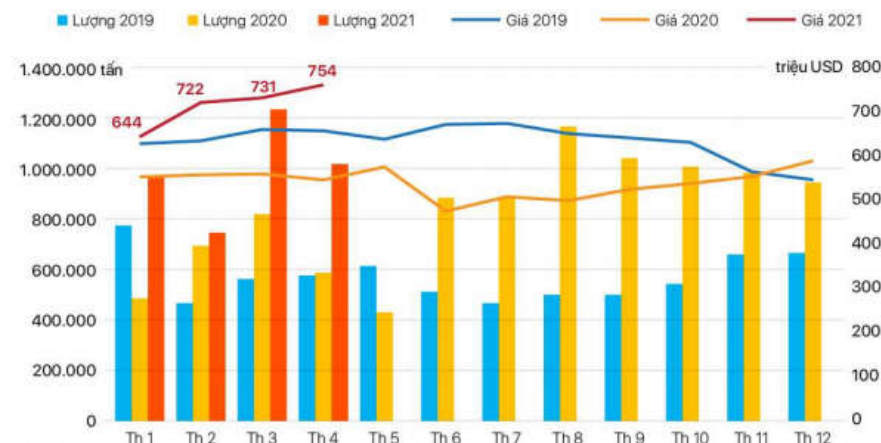
- **Giá thép thế giới kỳ vọng tăng vào các tháng cuối năm.** Tại thời điểm hiện tại, giá thép đang chứng kiến xu hướng giảm trong bối cảnh (i) nhu cầu thép ở Trung Quốc đi xuống do thời tiết mưa và nóng theo mùa hạn chế các hoạt động xây dựng, trong khi (ii) sự bùng phát của virus biến thể Delta đang có diễn biến phức tạp tại nhiều quốc gia trên thế giới, đặc biệt tại khu vực châu Á.

Chúng tôi cho rằng giá thép có thể sẽ tăng trở lại trong các tháng cuối năm do (i) giai đoạn này là cao điểm mùa xây dựng, (ii) sự tăng giá của nguyên liệu sản xuất (quặng sắt, phế thép...), (iii) nhu cầu về thép của thế giới tăng trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang phục hồi, trong khi (iv) công suất thép toàn cầu năm nay chưa thể phục hồi như trước đại dịch (theo OECD).

- **Giá thép trong nước cũng ghi nhận tăng khá từ đầu năm khi giá nguyên liệu thế giới tăng, tuy nhiên cũng điều chỉnh giảm hồi đầu tháng 6/2021** trước nhu cầu yếu hơn do yếu tố mùa vụ & tác động từ đợt bùng phát của dịch Covid-19 trên cả nước. Tuy nhiên cần lưu ý rằng xu hướng giảm giá này sẽ không kéo dài và giá thép sẽ bước vào chu kỳ tăng giá trong những tháng cuối năm.

- **Trong dài hạn giá thép toàn cầu sẽ giảm từ mức hiện tại** do (i) nhu cầu bước vào giai đoạn bình ổn sau khi hồi phục mạnh trong năm 2021, và (ii) chủ nghĩa bảo hộ thị trường thép gia tăng trên toàn cầu thúc đẩy sản xuất thép ở những nước bị ảnh hưởng (theo Fitch Solutions). Giá thép toàn cầu được dự báo giảm còn 600 USD/tấn trong năm 2022 và 535 USD/tấn trong giai đoạn 2023 – 2025.

Diễn biến XNK thép của Việt Nam



Diễn biến giá thép thế giới (USD/tấn)



(Nguồn: VITIC, Reuters)

(MUA - Giá mục tiêu: VND 40.500)

Mô hình dự phóng

Chúng tôi điều chỉnh nâng dự phóng KQKD của năm 2021 với doanh thu và LNST đạt tương ứng 21.406 tỷ đồng và 2.206 tỷ đồng, tăng lần lượt 85% và 647% n/n trong bối cảnh kết quả kinh doanh của DN trong Q2 2021 tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Sản lượng tiêu thụ tôn mạ ước tính tăng 48% n/n trong khi sản lượng ống thép tăng 20% n/n trong bối cảnh nhu cầu đối với các sản phẩm thép tăng mạnh tại thị trường trong nước và xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch. Giá bán bình quân giả định tăng ~30% n/n, trong đó đà tăng chủ yếu đến từ Q2 2021 trước khi giảm dần & chứng lại đà tăng trong 2H2021.

Biên lợi nhuận của công ty được cải thiện nhờ: (1) tăng giá bán đầu ra; (2) chi phí được phân bổ hiệu quả hơn do tăng sản lượng sản xuất và (3) giảm đòn bẩy giúp giảm chi phí tài chính.

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng LNST giảm 35% so với dự phóng 2021 do giá bán các sản phẩm thép giảm mạnh khi cung – cầu trở lại cân bằng trên toàn thế giới.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu NKG với **giá mục tiêu VND40.500** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 3,3 lần (theo EPS 2021F ~ VND12.121).

Dự phóng KQKD

| TỶ VND | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sản lượng tôn mạ (tấn) | 595.987 | 561.989 | 832.355 | 873.972 |
| <i>Tăng trưởng</i> | <i>1%</i> | <i>-6%</i> | <i>48%</i> | <i>5%</i> |
| Sản lượng ống thép (tấn) | 82.876 | 141.744 | 170.093 | 178.597 |
| <i>Tăng trưởng</i> | <i>-47%</i> | <i>71%</i> | <i>20%</i> | <i>5%</i> |
| Doanh thu | 12.177 | 11.560 | 21.406 | 19.105 |
| <i>Tăng trưởng</i> | <i>-18%</i> | <i>-5%</i> | <i>85%</i> | <i>-11%</i> |
| Lợi nhuận gộp | 342 | 869 | 3.269 | 2.233 |
| <i>Tăng trưởng</i> | <i>-57%</i> | <i>154%</i> | <i>276,0%</i> | <i>-31,7%</i> |
| LNST | 47 | 295 | 2.206 | 1.442 |
| <i>Tăng trưởng</i> | <i>-18%</i> | <i>523%</i> | <i>647%</i> | <i>-35%</i> |
| EPS | 260 | 1.622 | 12.121 | 7.922 |
| <i>Tăng trưởng</i> | <i>-18%</i> | <i>523%</i> | <i>647%</i> | <i>-35%</i> |
| BVPS | 16.576 | 17.478 | 28.141 | 36.646 |
| ROE | 2% | 9% | 43,1% | 21,6% |

(Nguồn: NKG, MBS Research)

Liên hệ Khôi Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

| Xếp hạng | Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại |
|-----------------|---|
| MUA | $\geq 15\%$ |
| GIỮ | Từ -15% đến $+15\%$ |
| BÁN | $\leq -15\%$ |

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**