

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

- Sản lượng kỳ vọng cải thiện 6%/8% svck và giá thép xuất khẩu cải thiện 4%/8% svck giai đoạn 2024–25 nhờ triển vọng tích cực ở các thị trường xuất khẩu chính.
- Sản lượng và giá bán tăng khiến biên LN gộp có thể tiếp tục hồi phục lên mức 7.5%/8.7% và giúp LN ròng tăng 287% - 111% svck trong 2024-25.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho NKG với giá mục tiêu 30,000 đồng/cp.

Động lực tăng trưởng chính GD 2024-25 tiếp tục là các thị trường xuất khẩu

Xuất khẩu thép dự kiến tiếp tục là điểm sáng khi nhu cầu đến từ các đối tác xuất khẩu chính như Asean, EU và Mỹ phục hồi trong bối cảnh nới lỏng chính sách tiền tệ. NKG được hưởng lợi từ xu hướng này khi EU và Mỹ là 2 thị trường chủ lực chiếm 60% sản lượng XK của doanh nghiệp. Với nhu cầu tiêu thụ từ các đối tác thuận lợi, chúng tôi dự báo sản lượng và giá thép xuất khẩu của NKG sẽ đạt mức 556,307 tấn (+6% svck) và 920 USD/tấn (+4% svck) trong năm 2024. Sang năm 2025, môi trường lãi suất thấp sẽ tiếp tục tác động tích cực tới nhu cầu tiêu thụ thép, nhờ đó giá thép và sản lượng xuất khẩu dự kiến đạt mức 989 USD/tấn (+8% svck) và 600,812 tấn (+8% svck). Ở thị trường nội địa, sản lượng và giá thép dự kiến tăng trưởng 15%/4% và 4%/5% nhờ nhu cầu phục hồi trong bối cảnh thị trường BĐS ấm lên. Tổng hợp lại, sản lượng thép của NKG có thể tăng 9%/6% svck và giá bán sẽ có nhiều cải thiện GD 2024-25.

Lợi nhuận ròng dự báo tăng 287%/111% svck trong 2024-25

Sản lượng và giá bán phục hồi kết hợp cùng kỳ vọng nguyên liệu đầu vào là HRC có mức độ tăng giá thấp hơn giá bán (+3.5%/4% trong 2024-25) do áp lực dư cung từ Trung Quốc, các yếu tố này sẽ giúp biên lợi nhuận gộp hồi phục lên mức 7.5%/8.7% trong giai đoạn 2024/2025 (so với mức 6% trong năm 2023). Theo đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2024 và 2025 của NKG sẽ lần lượt đạt 453 tỷ đồng (+287% svck) và 956 tỷ đồng (+111% svck) với động lực chủ yếu từ triển vọng tích cực ở các thị trường xuất khẩu chính bao gồm EU và Mỹ.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 30,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/B để đưa ra giá mục tiêu NKG là 30,000 VND/CP. Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo EPS 2024-25 đi 26%/10%, giá mục tiêu tăng 13% so với báo cáo trước do (1) chúng tôi chuyển định giá từ cuối năm 2023 sang cuối năm 2024 với mức P/B mục tiêu tăng từ 1.2 lần lên 1.4 lần nhằm phù hợp với bối cảnh phục hồi rõ nét của ngành thép, (2) điều chỉnh giảm 0.6 điểm % phần bù rủi ro trong mô hình định giá do mức độ rủi ro ở thị trường Việt Nam được các tổ chức quốc tế đánh giá giảm. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) nhu cầu không phục hồi như kỳ vọng tác động tiêu cực đến giá thép và (2) chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của DN.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	23,071	18,596	22,344	26,201
Lợi nhuận ròng	(125)	117	453	956
Tăng trưởng doanh thu thuần	-18%	-19%	20%	17%
Tăng trưởng LN ròng	-106%	-194%	287%	111%
Biên LN gộp	6%	6%	7%	9%
Biên EBITDA	2%	5%	5%	7%
ROAE	-2%	2%	8%	15%
ROAA	-1%	1%	4%	7%
EPS (VND/cổ phiếu)	(518)	446	1,724	3,632
BVPS (VND/cổ phiếu)	20,205	20,598	21,666	24,336

Nguồn: BCTC NKG, MBS dự phóng và tổng hợp

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND 30,000

Tiềm năng tăng giá

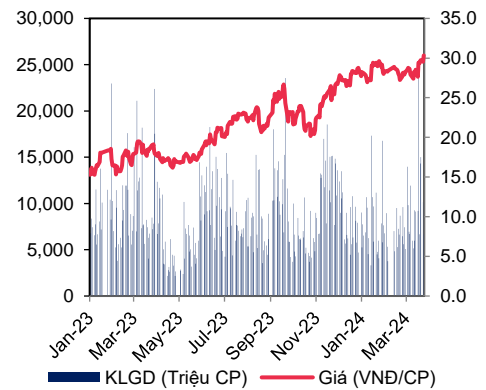
16%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh giảm EPS 2024 - 2025 26% - 10% so với dự phóng cũ

Điều chỉnh giảm 0.6 điểm % phần bù rủi ro

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	26,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	26,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13,350
Vốn hóa (tỷ VND)	6,437
P/E (TTM)	50.1
P/B	1.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	10.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Hồ Minh Quang	14.2%
Cổ đông nước ngoài	16%
Khác	69.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Ngành thép xuất khẩu và nội địa kì vọng bước vào chu kì phục hồi từ năm 2024 khi nhu cầu phục hồi. Với triển vọng tích cực của thị trường chủ lực EU và Mỹ, NKG sẽ được hưởng lợi với lợi thế 1 trong những DN đầu ngành.
- LN ròng của NKG sẽ bước vào chu kì phục hồi với mức tăng trưởng mạnh mẽ 287%/111% trong năm 2024 – 2025 nhờ (1) Doanh thu tăng trưởng 20%/17% svck trong bối cảnh sản lượng và giá bán phục hồi khi nhu cầu xuất khẩu cải thiện và (2) Biên LN gộp tăng lần lượt lên mức 7.5% và 8.7% nhờ giá bán tăng mạnh hơn giá nguyên liệu HRC.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá FCFF và P/B để định giá NKG với giá trị hợp lý là 30,000 VNĐ/cp (tăng 13% so với báo cáo trước). Dù điều chỉnh giảm EPS, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho NKG dựa trên các yếu tố (1) chúng tôi chuyển định giá từ cuối năm 2023 sang cuối năm 2024 với mức P/B mục tiêu tăng từ 1.2 lần lên 1.4 lần nhằm phù hợp với bối cảnh phục hồi rõ nét của ngành thép, (2) điều chỉnh giảm 0.6 điểm % phần bù rủi ro trong mô hình định giá do mức độ rủi ro ở thị trường Việt Nam được các tổ chức quốc tế đánh giá giảm.

Chúng tôi sử dụng P/B ở mức 1.4x để định giá NKG, mức P/B này dựa trên P/B trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn phục hồi của ngành thép tại 2 chu kì gần nhất. Chúng tôi cho rằng mức định giá này phù hợp với doanh nghiệp trong những giai đoạn đầu của chu kì tăng trưởng.

Hình 1: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	29,000
P/B (với P/B mục tiêu 2024 = 1.4x)	50%	31,000
Giá mục tiêu làm tròn		30,000

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng dòng tiền FCFF

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	464	997	747	657	873
Chi phí phi tiền mặt	316	382	381	380	386
Lãi vay sau thuế	234	249	160	161	(42)
Đầu tư vốn lưu động	13	57	36	35	35
Đầu tư TSCĐ	33	945	(1,047)	256	(1,131)
FCFF	958	625	2,299	907	2,313

Hình 3: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại tại giai đoạn 2024F-2028F	tỷ đồng	4,831
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	6,757
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	785
(-) Nợ	tỷ đồng	4,767
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	7,606
Số lượng cổ phiếu	CP	263,277,806
Giá trị cổ phiếu theo PP FCFF	VNĐ	29,000

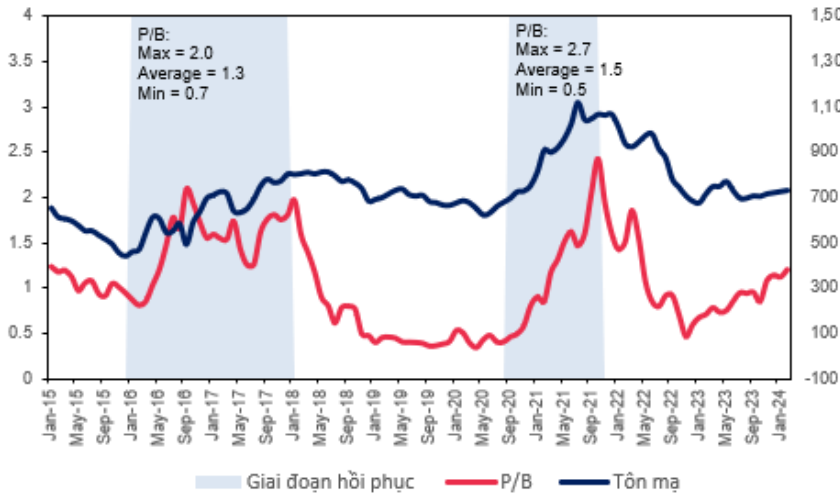
Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.20
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Chi phí VCSH	14.0%

WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ trọng VCSH	62.1%
Tỷ trọng nợ	37.9%
Chi phí nợ	10.2%
Mức thuế	20.0%
WACC	12.0%
Tăng trưởng dài hạn	2.0%

Hình 4: Lịch sử P/B của NKG trong 2 chu kỳ gần nhất



Nguồn: FinproX, MBS Research dự phóng

Rủi ro giảm giá

- Nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính EU và Mỹ không phục hồi như kỳ vọng.
- Chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của DN.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu VND	Khuyến nghị	Vốn hóa thị trường (triệu US\$)	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)		
				TTM	2024F	TTM	2024F	TTM	2024F	TTM	2024F	
Hoa Phát Group	NKG VN	37,000	MUA	6,660	23.4	13.5	1.7	1.6	3.80%	6.60%	7.20%	12.50%
Hoa Sen Group	HSG VN	N/A	KKN	610	130.2	23.8	1.3	1.2	0.57%	4.4%	1.20%	4.50%
Nam Kim Group	NKG VN	30,000	MUA	270	50.1	25.1	1.2	1.1	0.95%	3.25%	3.11%	7.36%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	N/A	KKN	110	18.3	9.5	1.3	1.5	5.40%	6.20%	7.12%	8.50%
Nippon Steel	5401 JP Equity	N/A	KKN	19,800	19.8	16.8	0.66	0.52	12.10%	11.80%	18.1%	17.60%
Valin Steel Group	000932 CH Equity	N/A	KKN	4,750	13.2	19.3	0.9	0.9	5.60%	6.30%	8.90%	9.60%
Kobe Steel	5406 JP Equity	N/A	KKN	4,100	8.8	8.2	0.7	0.6	7.70%	7.50%	8.50%	8.30%
Trung bình				5,186	37.6	16.6	1.08	0.93	5.60%	6.40%	6.00%	8.70%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tổng hợp KQKD 2023

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q4/2023 và cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

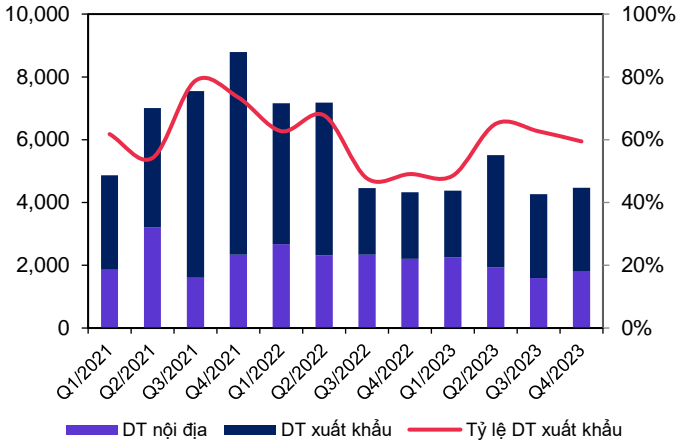
Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	2023	Tăng svck (%)	% so với dự phóng	Đánh giá
Tổng sản lượng tiêu thụ (Nghìn tấn)	222,017	22%	8%	860,635	-2%	91%	
<i>Trong đó:</i>							
Xuất khẩu	139,414	53%	11%	524,818	4%	87%	Sản lượng xuất khẩu trong Q4/23 tăng mạnh so với nền thấp năm 2022 do EU thiếu hụt nguồn cung trong bối cảnh các đối tác XK không thể duy trì sản lượng. Lũy kế 2023, sản lượng XK tăng 4% svck.
Nội địa	82,603	1%	-10%	335,817	-10%	97%	Sản lượng nội địa duy trì ở mức thấp do tác động của thị trường bất động sản đóng băng khiến tiêu thụ thép toàn ngành giảm 8% svck. Cả năm 2023, sản lượng nội địa giảm 10% svck.
Giá thép (USD/tấn):							
Giá xuất khẩu	795	-20%	-6%	890	-12%	94%	Giá thép XK Q4 giảm 6% svck so với mức nền cao năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ chưa cải thiện. Trong năm 2023, giá thép XK giảm 12% svck.
Giá nội địa	790	-18%	-5%	860	-8%	98%	Giá tôn mạ nội địa Q4/23 tiếp đã giảm 18% svck khi thị trường BĐS đóng băng
Doanh thu	4,465	3%	5%	18,621	-19%	94%	DT của NKG trong Q4 tăng 3% svck nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi 22% svck dù giá thép giảm khoảng 20% svck. Tuy nhiên xét cả năm 2023, DT giảm 19% do giá thép tiếp tục duy trì ở mức thấp.
Biên LN gộp	6.5%	7.6 đ %	0.4 đ %	6.3%	-0.5 đ %	79%	Biên LN gộp trong Q4 tăng nhẹ 0.4 điểm % so với quý trước nhờ giá HRC giảm 7% svck. Cả năm 2023, biên LN gộp giảm nhẹ 0.5 điểm %
DT tài chính	43	-45%	-9%	230	-24%	108%	DT tài chính giảm mạnh 45% svck trong bối cảnh lãi suất giảm mạnh so với thời điểm Q4/22.
Chi phí tài chính	88	-12%	5%	426	-15%	94%	Chi phí tài chính giảm 12% svck nhờ áp lực lãi vay giảm mạnh trong bối cảnh lãi suất thấp.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	60	-28%	-0.2%	292	11%	108%	Chi phí lãi vay giảm 28% svck do DN giảm 8% nợ vay và lãi suất giảm mạnh.
Chi phí bán hàng	175	28%	15%	609	-49%	114%	Chi phí bán hàng năm 2023 giảm khoảng 49% svck do chi phí vận chuyển giảm 40% svck.
Chi phí quản lý DN	22	-33%	-50%	130	-30%	76%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT	4%	-0.6 đ %	-0.5 đ %	4%	-1 đ %		
LN trước thuế	30	N/A	2%	177	N/A	39%	

LN ròng Q4 cải thiện nhẹ lên mức 22 tỷ VNĐ trong khi cùng kỳ lỗ 414 tỷ VNĐ nhờ biên LN góp cải thiện và giảm áp lực đến từ chi phí bán hàng. Lũy kế cả năm 2023, LN ròng đạt 117 tỷ VNĐ (cải thiện từ mức lỗ 124 tỷ VNĐ).

Nguồn: NKG, MBS Research

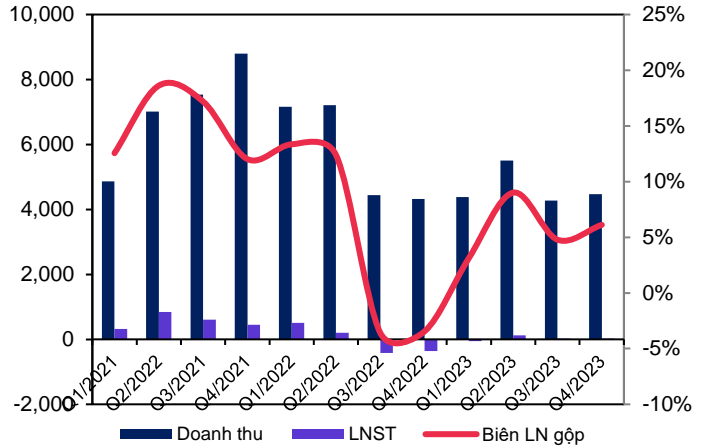
LN ròng	22	N/A	1%	117	N/A	32%
---------	----	-----	----	-----	-----	-----

Hình 7: Doanh thu nội địa và xuất khẩu (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: NKG, MBS Research

Hình 8: Biên lợi nhuận góp phục hồi theo từng quý sau khi chạm đáy trong Q4/22 nhờ giá xuất khẩu tăng nhẹ

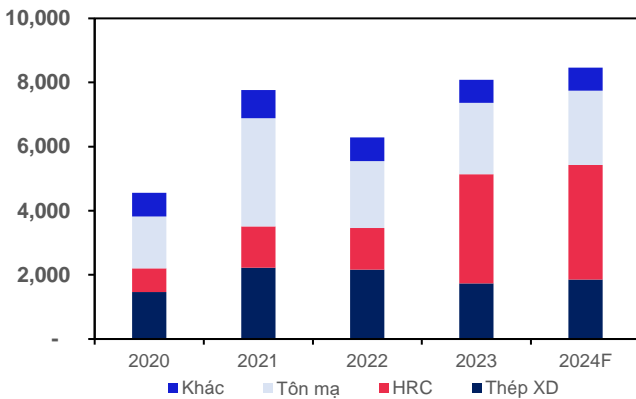


Nguồn: NKG, MBS Research

Sản lượng và giá thép xuất khẩu phục hồi là động lực tăng trưởng chính trong 2024-25

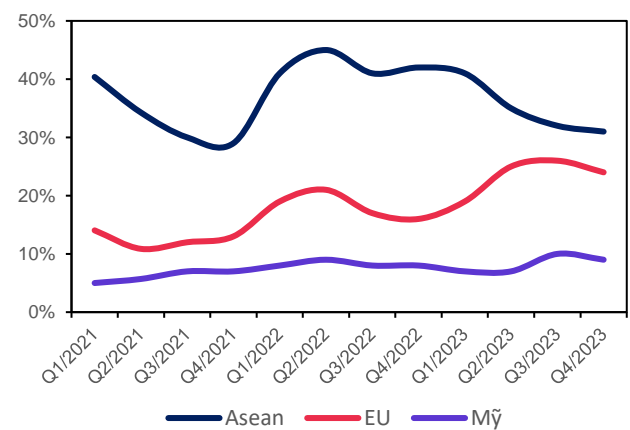
Sản lượng xuất khẩu NKG dự kiến tăng trưởng 6%/8% svck trong 2024-25 với động lực tăng trưởng đến từ thị trường chủ lực Asean, EU và Mỹ

Hình 9: Sản lượng xuất khẩu thép VN (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 10: Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu

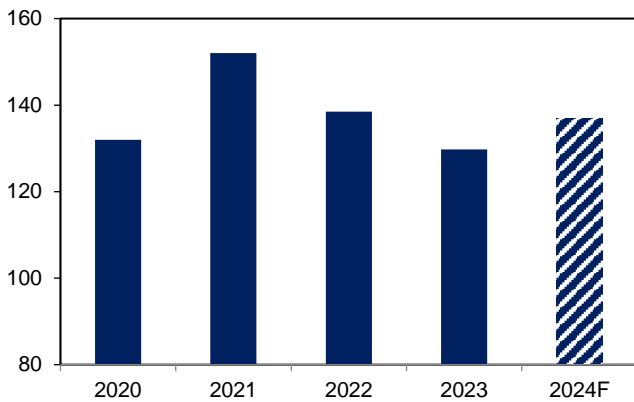


Nguồn: VSA

Trong năm 2023, xuất khẩu thép trở thành điểm sáng trong bối cảnh thị trường nội địa ảm đạm do tác động của ngành bất động sản. Sản lượng xuất khẩu toàn ngành tăng trưởng 28% svck với động lực đến từ thị trường EU với mức tăng hơn 90% svck. Thiếu hụt nguồn cung HRC tại EU do ảnh hưởng của chi phí điện tăng cao cũng như các đối tác xuất khẩu chính như Ukraine, Thổ Nhĩ Kỳ không thể duy trì sản lượng đã tác động tích cực đến sản lượng xuất khẩu của thép Việt Nam. Sang năm 2024, chúng tôi đánh giá nhu cầu tiêu thụ phục hồi tại 2 thị trường chủ lực Asean và EU chính là điểm nhấn giúp sản lượng xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng.

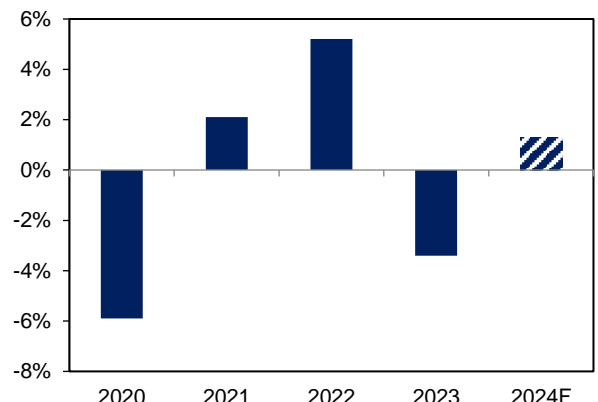
- Theo dự báo của Hiệp hội Thép thế giới (WSA), nhu cầu tiêu thụ thép tại Asean dự kiến tăng trưởng 5.1% svck lên mức 80 triệu tấn. Động lực chính đến từ các quốc gia chiếm tỷ trọng tiêu thụ cao như Indonesia (25%) và Malaysia (18%) có thể tăng trưởng sản lượng lần lượt 5.3% svck và 4.6% theo Hiệp hội thép các quốc gia này nhờ đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công nhằm phát triển kinh tế.
- Trong Báo cáo mới nhất của Hiệp hội Thép Châu Âu (Eurofer), tiêu thụ thép sẽ phục hồi 5.6% svck đạt mức 137 triệu tấn vào năm 2024 sau khi giảm khoảng 6.3% trong năm 2023. Chính sách tiền tệ nới lỏng hơn so với cùng kỳ dự kiến tác động tích cực tới những ngành chiếm tỷ trọng tiêu thụ thép cao như như xây dựng (52%) và sản xuất ô tô (12%). Theo dự báo của Hiệp Hội Xây dựng Châu Âu (FIEC), vốn đầu tư xây dựng dự kiến phục hồi 1.3% sẽ tác động tích cực tới nhu cầu sử dụng thép trong lĩnh vực này. Hơn nữa, theo Hiệp Hội các Nhà Sản xuất Ô tô (ACEA), sản lượng sản xuất xe trong năm 2024 đạt 11.7 triệu xe (+3% svck) khi nhu cầu phục hồi với kì vọng chính sách tiền tệ được nới lỏng.

Hình 11: Tiêu thụ thép tại EU (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: Eurofer, MBS Research

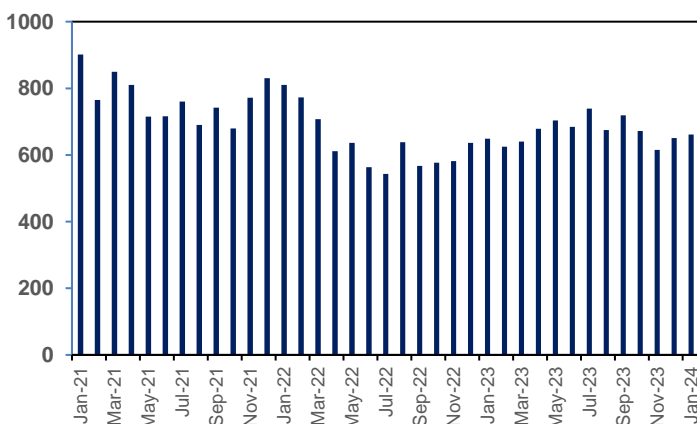
Hình 12: Tăng trưởng ngành xây dựng tại EU (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



Nguồn: MBS Research

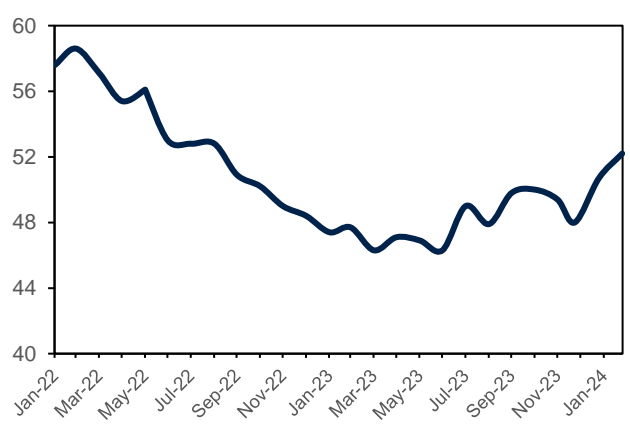
- Đối với thị trường Mỹ, sản lượng tiêu thụ dự báo tăng trưởng 1.6% với kì vọng FED dự kiến thực hiện 3 lần cắt giảm và đưa lãi suất điều hành về mức 4.25% - 4.5%. Lãi suất thấp sẽ thúc đẩy thị trường bất động sản khi lãi suất cho vay thế chấp hạ nhiệt. Chúng tôi đánh giá, ngành BĐS (35% nhu cầu thép) và ngành sản xuất (20% nhu cầu thép) phục hồi tác động tích cực đến sản lượng tiêu thụ tại nước này trong năm 2024.

Hình 13: Doanh số bán nhà mới tại Mỹ cải thiện 3% svck trong T1/24 (Đơn vị: Nghìn căn)



Nguồn: Eurofer, MBS Research

Hình 14: Chỉ số PMI của Mỹ có dấu hiệu phục hồi (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



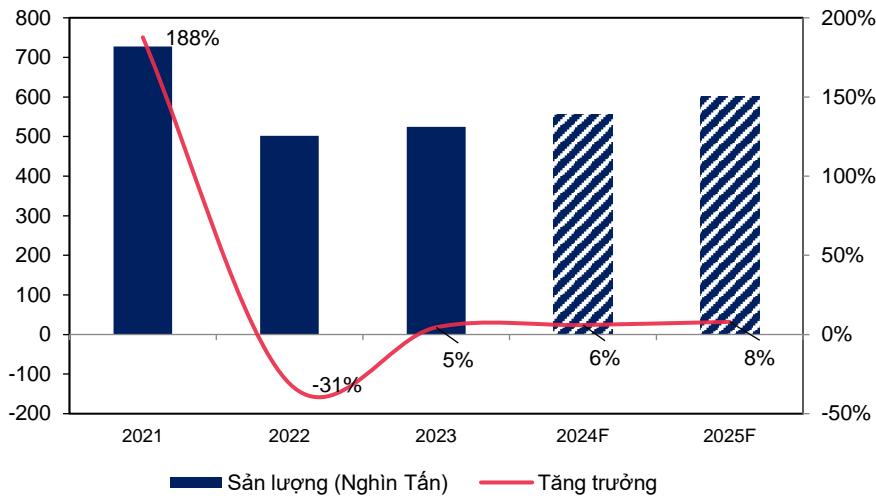
Nguồn: MBS Research

Sản lượng xuất khẩu của NKG dự kiến hồi phục lần lượt 6% và 8% svck trong giai đoạn 2024 – 2025

Theo đánh giá của chúng tôi, NKG sẽ được hưởng lợi trong bối cảnh thị trường xuất khẩu thuận lợi với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành và thị trường chủ lực EU và Mỹ (chiếm 65% sản lượng) dự báo hồi phục tích cực. Sản lượng xuất khẩu có thể đạt mức 556,307 tấn (+6% svck) trong năm 2024.

Sang năm 2025, với kì vọng các Ngân hàng Trung Ương tiếp tục thực hiện nới lỏng, sản lượng xuất khẩu có thể tiếp tục duy trì ở mức cao quanh mức 600,812 tấn (+8% svck).

Hình 15: Sản lượng xuất khẩu dự kiến của NKG (Đơn vị: Nghìn Tấn)

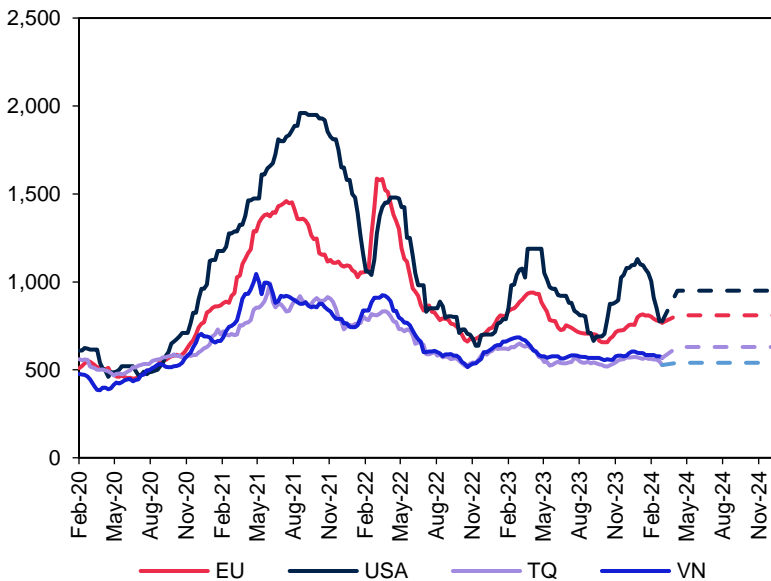


Nguồn: NKG, MBS Research dự phóng

Giá thép xuất khẩu của NKG kì vọng tăng trưởng 4%/8% svck trong năm 2024-25

Giá HRC tại EU và Mỹ dự kiến phục hồi lần lượt 4% và 5% vào năm 2024 nhờ nhu cầu phục hồi

Hình 16: Giá thép HRC tại các khu vực (Đơn vị: USD/tấn)



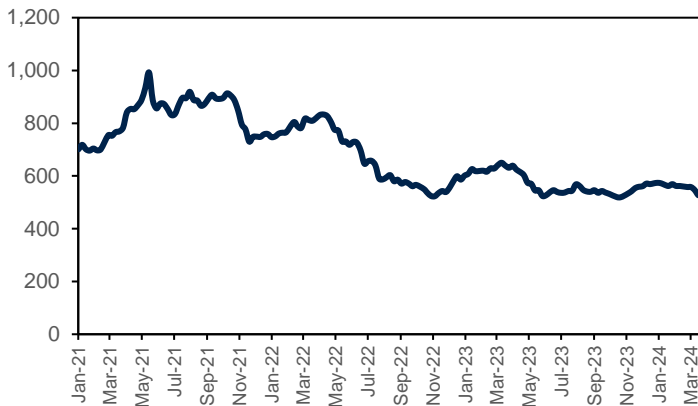
Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự phóng

Với triển vọng tích cực đến từ nhu cầu phục hồi, Fitch dự báo giá HRC trung bình trên thế giới đạt mức 740 USD/tấn (+4% svck) với nhu cầu phục hồi tích cực tại EU và Mỹ. Chúng tôi đánh giá, dù nguồn cung cải thiện do chi phí điện đã giảm 15% svck, tuy nhiên nhờ nhu cầu tăng trưởng trong bối cảnh nới lỏng chính sách tiền tệ, giá HRC tại EU và Mỹ dự báo đạt mức 810 USD/tấn (+5% svck) và 950 USD/tấn (+4% svck) vào năm 2024. Hiện tại mức chênh lệch giữa giá HRC EU và Mỹ với khu vực châu Á ở mức 200 – 250 USD/tấn và theo đánh giá của chúng tôi, mức chênh lệch này có thể khiến các nhà nhập khẩu tăng cường tìm đến thép châu Á.

Giá HRC phục hồi tác động tích cực đến giá tôn mạ tại EU và Mỹ, chúng tôi đánh giá giá tôn mạ sẽ được hưởng lợi nhờ giá HRC hồi phục và đạt lần lượt 950 USD/tấn (+4% svck) và 1,180 USD/tấn (+5% svck) trong năm 2024.

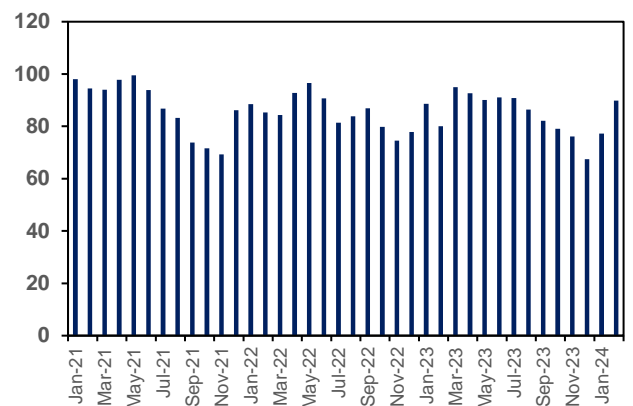
Áp lực từ giá thép TQ có thể là rủi ro lớn trong nửa đầu năm

Hình 17: Giá HRC tại TQ đã giảm 6% kể từ đầu năm và 25% svck (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

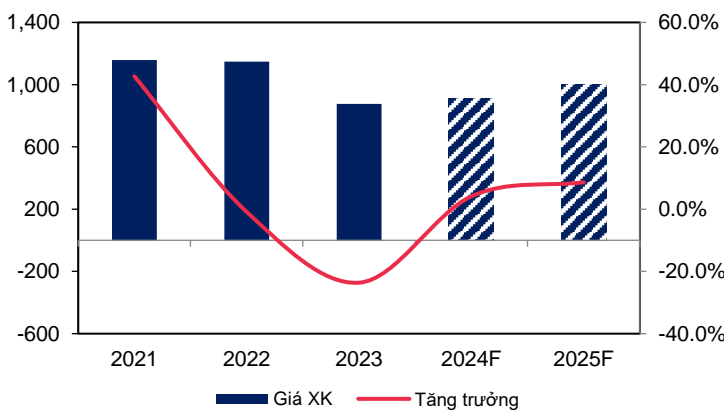
Hình 18: Sản lượng sản xuất thép tại TQ tăng mạnh (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: WSA, MBS Research

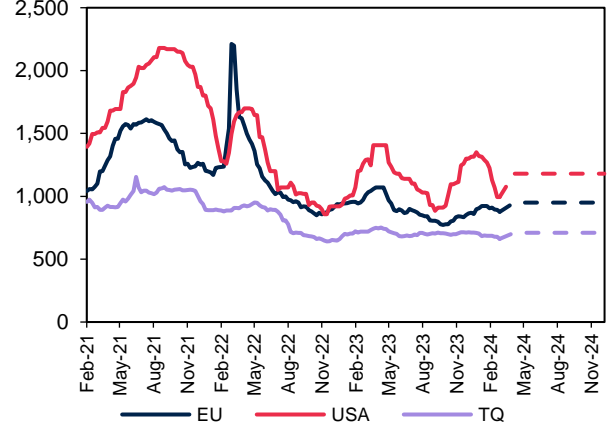
Trong tháng 3/2024, giá thép TQ tiếp tục giảm 7% so với cuối năm 2023 trong bối cảnh ngành BĐS nước này không thể phục hồi như kì vọng. Hơn nữa, nguồn cung tăng mạnh tác động tiêu cực lên giá thép khi các lò cao đã hoàn tất kì bảo dưỡng cuối năm. Sản lượng sản xuất thép trong 2 tháng đầu 2024 đã tăng trưởng 6% svck.

Hình 19: Giá XK hồi phục trong 2024 - 2025 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: NKG, MBS Research dự phóng

Hình 20: Giá tôn mạ EU/Mỹ dự báo tăng 4%/5% svck trong 2024



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hiện tại, 1 số khu vực sản xuất thép lớn tại TQ như Hồ Nam và Đường Sơn đã lên kế hoạch cắt giảm 30% - 40% sản lượng nhằm hỗ trợ giá thép. Theo 1 số nguồn tin, các biện pháp hạn chế có thể được áp dụng kể từ tháng 5 và điều này góp phần giúp triển vọng giá thép tươi sáng hơn kể từ nửa sau 2024.

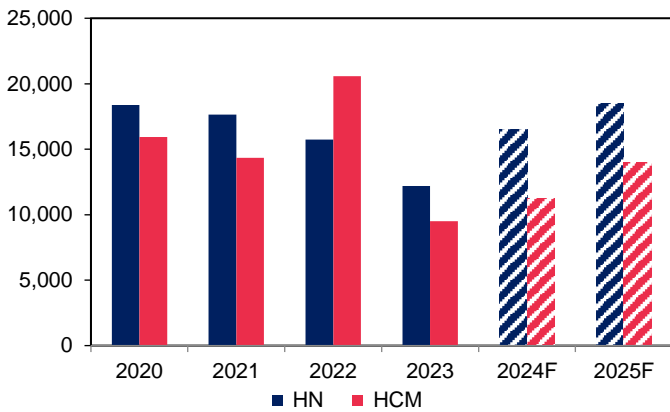
Giá thép xuất khẩu của NKG kì vọng tăng trưởng lần lượt 4%/8% svck trong 2024-25

Chúng tôi dự báo giá thép xuất khẩu của NKG sẽ phục hồi lên mức 920 USD/tấn (+4% svck) và 989 USD/tấn (+8% svck) với kì vọng giá sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ Q3/24 khi nhu cầu sản xuất của các thị trường ấm lên và áp lực của thép TQ hạ nhiệt trong nửa cuối năm.

Sản lượng dự kiến tăng trưởng 15%/4% và giá nội địa dự kiến tăng trưởng 4%/5% trong năm 2024 – 2025

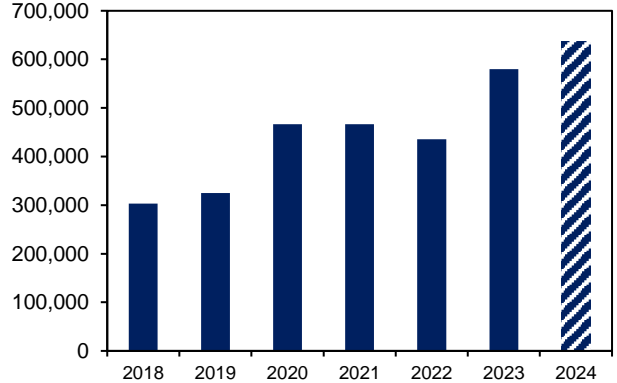
Thị trường nội địa được dự báo có sự phục hồi đáng kể khi sản lượng thép tiêu thụ toàn ngành có thể tăng trưởng 6.5% svck lên mức 21.6 triệu tấn theo báo cáo của VSA. Triển vọng phục hồi đến từ ngành BĐS ấm lên và chiến lược đẩy nhanh vốn đầu tư công của Chính phủ. Từ năm 2024, nguồn cung BĐS cải thiện nhờ 1 số vướng mắc trong quá trình xác định tiền sử dụng đất, đền bù và GPMB kì vọng được tháo gỡ thông qua Luật Đất Đai (sửa đổi), Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi). Nguồn cung căn hộ tại HN và TP.HCM tăng trưởng lần lượt 30% và 20% svck khi các thủ tục pháp lý được giải quyết và áp lực chi phí lãi vay của chủ đầu tư hạ nhiệt trong bối cảnh lãi suất thấp.

Hình 21: Nguồn cung căn hộ tại HN và HCM (Đơn vị: Căn hộ)



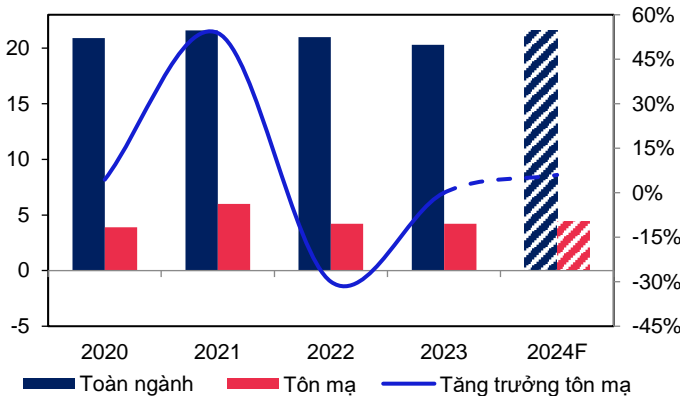
Nguồn: CBRE, MBS Research

Hình 22: Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công (Đơn vị: Tỷ VNĐ)



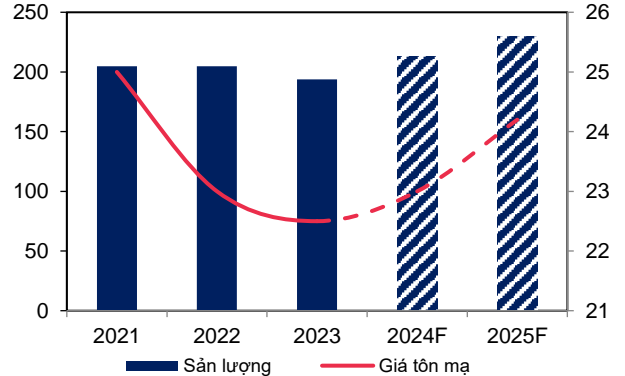
Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 23: Sản lượng tiêu thụ toàn ngành và mảng tôn mạ (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 24: Sản lượng tiêu thụ nội địa của NKG (Đơn vị: Nghìn tấn)



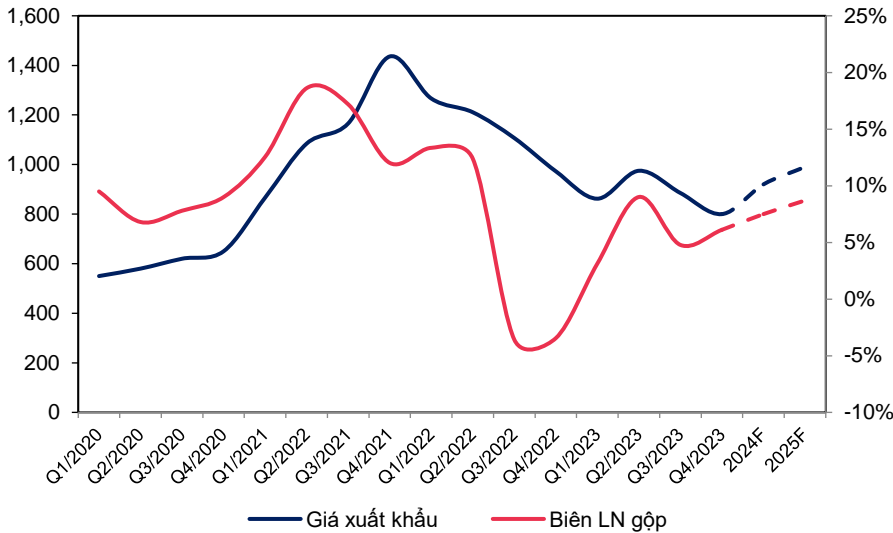
Nguồn: NKG, MBS Research

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa sẽ được hưởng lợi khi sản lượng toàn ngành phục hồi trở lại. Sản lượng nội địa dự kiến đạt mức 386,189 tấn (+15% svck) từ mức nền thấp 2023 và giá tôn mạ tăng 4% lên mức 23 triệu VNĐ/tấn. Sang năm 2025, chúng tôi đánh giá sự phục hồi hoàn toàn của thị

trường bất động sản sẽ tác động tích cực đến nhu cầu tôn mạ nội địa. Sản lượng và giá nội địa trong năm 2025 đạt mức 401,637 tấn (+4% svck) và 24.2 triệu VNĐ/tấn (+5% svck).

Biên LN gộp có thể cải thiện lên mức 7.5%/8.7% trong năm 2024/2025 nhờ giá bán cải thiện

Hình 25: Giá XK phục hồi là tiền đề cho biên LN gộp cải thiện



Nguồn: NKG, MBS Research dự phóng

Do biên LN gộp trong quá trình sản xuất tôn mạ ở mức thấp (khoảng 8%) vì thế những biến động của giá xuất khẩu sẽ tác động lớn tới biên LN gộp của DN. Dựa trên giá XK và biên gộp của NKG trong chu kỳ gần nhất 2020 – 2023, chúng tôi đánh giá trong những giai đoạn phục hồi, giá XK tăng mạnh là yếu tố then chốt để biên LN gộp cải thiện trong bối cảnh DN có xu hướng tích trữ hàng tồn kho giá rẻ vào thời điểm giá NVL ở mức thấp. Trong giai đoạn phục hồi 2020 - 2022, biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh mẽ từ 5% lên 20% nhờ giá xuất khẩu tăng 120% trong giai đoạn này và NKG tích trữ hàng tồn kho giá rẻ từ trước đó. Chúng tôi cho rằng mức giá xuất khẩu cao trong Q4/23 có thể được phản ánh vào Q1/24 khi doanh nghiệp thường kí kết hợp đồng khoảng 2-3 tháng trước khi xuất khẩu.

Hình 26: Giá thép HRC tại TQ dự báo đi ngang svck trong khi giá HRC nội địa tăng 6% svck (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự phóng

Ngoài ra, giá xuất khẩu tăng mạnh hơn giá nguyên liệu HRC sẽ tác động tích cực đến biên LN gộp của doanh nghiệp. Mức giá xuất khẩu tăng trưởng 5% svck trong khi giá nguyên liệu tăng khoảng 3.5% do giá nguyên liệu HRC từ TQ và Nhật Bản (chiếm 40% sản lượng) có thể đi ngang svck do dư thừa nguồn cung

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 27: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025 của NKG

Các tiêu chí KQKD	2023	2024	Tăng svck (%)	Tăng/giảm sv dự phóng trước	2025	Tăng svck (%)	Tăng/giảm so với dự phóng trước	Đánh giá
Tổng sản lượng (tấn)	860,635	942,497	9%	-9%	1,002,449	6%	-1%	
<i>Trong đó:</i>								
Xuất khẩu	524,818	556,307	6%	-12%	600,812	8%	-3%	Sản lượng xuất khẩu phục hồi nhờ yếu tố tích cực của 2 thị trường chủ lực EU và Mỹ. Sang năm 2025, tiêu thụ thép XK dự kiến phục hồi hoàn toàn khi các quốc gia thực hiện nới lỏng tiền tệ. Chúng tôi điều giảm giảm dự phóng 12%/3% vào năm 2024/2025 do nhu cầu dự kiến phục hồi chậm hơn.
Nội địa	335,817	386,190	15%	-3%	401,637	4%	2%	Sản lượng nội địa được hưởng lợi khi tiêu thụ toàn ngành phục hồi. Thị trường BĐS ấm lên tác động tích cực đến sản lượng tồn mại trong nước.
<i>Giá thép (Triệu VNĐ/tấn):</i>								
Xuất khẩu	22.4	23.2	4%	-2%	24.4	8%	-4%	Giá HRC xuất khẩu trên thế giới dự kiến phục hồi từ năm 2024 khi các ngành tiêu thụ thép lượn như xây dựng (54%) và sản xuất ô tô (16%) cải thiện tích cực. Tuy nhiên chúng tôi giảm dự phóng lần lượt 2%/4% khi nhận thấy áp lực từ đà giảm của thép TQ tác động tiêu cực trong nửa đầu năm.
Nội địa	22.1	23	4%	5%	24.2	5%	-5%	Giá thép nội địa phục hồi theo xu hướng chung của thị trường trong nước. Tuy nhiên mức hồi phục mạnh mẽ hơn sẽ vào nửa sau 2024.
Doanh thu	18,596	22,344	20%	-11%	26,201	17%	-6%	DT tăng trưởng 12% svck vào năm 2024 kkhí sản lượng tăng trưởng 9% và giá thép tăng 3.5% nhờ nhu cầu phục hồi tích cực. Tuy nhiên chúng tôi giảm dự phóng lần lượt 2%/4% khi nhận thấy giá thép không phục hồi ở mức cao như dự phóng trước đó.
Biên LN gộp	6.0%	7.5%	1.5đ %	-18%	8.7%	1.2đ %	-12%	Biên LN gộp phục hồi khi giá xuất khẩu tăng khoảng 6% so với mức 3% của giá NVL HRC So với dự phóng trước, biên gộp giảm do giá thép không phục hồi như kì vọng.
DT tài chính	230	235	2%	20%	246	5%	-2%	
Chi phí tài chính	426	437	3%	-4%	374	-14%	-4%	Chi phí tài chính tăng nhẹ trong năm 2023 do lổ tỷ giá tăng 4% svck sau đó giảm 14% trong 2025 khi DN giảm quy mô nợ vay
<i>Trong đó:</i>								
Chi phí lãi vay	292	310	6%	3%	250	-19%	-15%	Chi phí lãi vay tăng nhẹ 6% svck khi DN tăng quy mô nợ ngắn hạn để nhập NVL.

Chi phí bán hàng	609	728	20%	7%	809	11%	-8%	Chi phí bán hàng có thể tăng 20% svck khi giá cước vận chuyển tăng 15% svck.
Chi phí quản lý DN	130	153	18%	2%	174	14%	-7%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT	4%	4%	0.5đ %		4%	0.2đ %		Chi phí bán hàng và QLDN tăng tuy nhiên xét trên cơ cấu TB 3 năm vẫn đang ở mức ổn định
LN trước thuế	177	588	232%	-25%	1,165	98%	-7%	
LN ròng	117	453	287%	-26%	956	111%	-10%	LN ròng tăng 287% svck nhờ DT tăng 12% và biên gộp cải thiện lên mức 7.5% (so với khoảng 6% của năm 2023). Sang năm 2025, LN ròng tăng 111% nhờ giá bán phục hồi tích cực. LN ròng giảm so với dự phóng trước đó khi DN chốt giá XK thấp hơn kì vọng.
EPS (VNĐ/CP)	446	1,724	287%	-26%	3,632	111%	-10%	Chúng tôi điều chỉnh EPS năm 2024 - 2025 giảm lần lượt 26%/10% so với dự báo trước do giá XK không cao như kì vọng.

Nguồn: MBS Research dự phóng

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HĐKD	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	23,071	18,596	22,344	26,201	LN trước thuế	(107)	177	588	1,165
Giá vốn hàng bán	(21,590)	(17,484)	(20,676)	(23,924)	Khấu hao	378	376	362	382
Lợi nhuận gộp	1,481	1,112	1,668	2,277	CP lãi vay	262	293	(311)	(249)
Chi phí quản lý DN	(186)	(130)	(153)	(174)	Các khoản điều chỉnh khác	(111)	(224)	5	0
Chi phí bán hàng	(1,202)	(609)	(729)	(809)	Thay đổi VLĐ	(1,250)	(344)	(480)	(1,390)
LN từ HĐKD	93	373	786	1,294	LCTT từ HĐKD	(828)	278	165	(92)
EBITDA thuần	471	749	1,102	1,675	Đầu tư TSCĐ	(211)	(130)	23	(34)
LN trước thuế & lãi vay	93	373	786	1,294	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	244	(20)	366	131
Thu nhập lãi	303	230	235	246	LCTT từ hoạt động TC	33	(151)	388	96
Chi phí tài chính	(241)	(133)	(127)	(125)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	10	-	-	-
Thu nhập ròng khác	(0)	0	5	0	Tiền vay ròng nhận được	1,259	(347)	330	(193)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	1	-	-
LN trước thuế	(107)	177	588	1,165	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(219)	-	-	-
Thuế TNDN	(18)	(60)	(134)	(209)	LCTT từ hoạt động TC	1,049	(346)	330	(193)
Lợi nhuận sau thuế	(125)	117	454	956	Tiền & tương đương tiền đầu kì	751	1,005	785	1,669
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	254	(219)	883	(188)
Lợi nhuận ròng	(125)	117	454	956	Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,005	785	1,669	1,481
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Các chỉ số cơ bản	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Lợi nhuận giữ lại	(125)	117	454	956	Tăng trưởng doanh thu thuần	-18.1%	-19.4%	20.2%	17.3%
Bảng cân đối kế toán	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Tăng trưởng EBITDA	-84.9%	58.9%	47.2%	52.1%
Tiền và tương đương tiền	1,005	785	1,669	1,481	Tăng trưởng LN từ HĐKD	3.4%	399.8%	210.8%	164.6%
Đầu tư ngắn hạn	252	290	261	287	Tăng trưởng LN trước thuế	-104.2%	-265.8%	231.8%	98.1%
Phải thu khách hàng	1,061	1,741	1,401	1,571	Tăng trưởng LN ròng	-105.6%	-194.2%	286.6%	110.7%
Hàng tồn kho	7,000	5,719	5,985	6,508	Tăng trưởng EPS	-105.1%	-186.1%	286.6%	110.7%
Tổng tài sản ngắn hạn	10,415	9,429	10,273	10,829	Biên LN gộp	6.4%	6.0%	7.5%	8.7%
Tài sản cố định	2,264	1,989	1,699	1,367	Biên EBITDA	2.3%	4.5%	5.4%	6.9%
Xây dựng cơ bản dở dang	220	204	224	246	Biên LN ròng	-0.5%	0.6%	2.0%	3.6%
BDS đầu tư	-	-	-	-	ROAE	-2.3%	2.2%	8.0%	14.9%
Đầu tư vào công ty con	8	11	6	38	ROAA	-0.9%	1.0%	3.5%	7.3%
Đầu tư vào công ty LD,LK	-	-	-	-	ROIC	-1.2%	1.2%	4.2%	8.5%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	Vòng quay tài sản	1.7	1.5	1.7	2.0
Tổng tài sản dài hạn	3,046	2,812	2,517	2,236	Tổng nợ vay/VCSH	96.1%	87.8%	89.3%	75.8%
Tổng tài sản	13,461	12,241	12,790	13,065	Nợ vay ròng/VCSH	77.2%	73.4%	60.1%	52.8%
Vay & nợ ngắn hạn	5,111	4,768	5,097	4,873	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	30.5%	32.5%	26.8%	26.0%
Phải trả người bán	2,734	1,856	1,744	1,550	Khả năng thanh toán lãi vay	0.4	1.3	2.5	5.2
Phải trả ngắn hạn khác	264	160	212	186	Số ngày phải thu	16.8	34.2	22.9	21.9
Tổng nợ ngắn hạn	8,109	6,784	7,053	6,610	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	118.3	119.4	105.7	99.3
Vay & nợ dài hạn	3	-	-	-	Số ngày phải trả tiền bán	46.2	38.7	30.8	23.7
Các khoản phải trả khác	29	28	29	29	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.4	1.5	1.6
Tổng Nợ dài hạn	32	28	29	29	Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.5	0.6	0.7
Tổng nợ	5,144	4,796	5,126	4,902	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.3	0.3
Vốn điều lệ	2,633	2,633	2,633	2,633	Định giá				
Thặng dư vốn cổ phần	786	786	786	786	EPS	- 518	446	1,724	3,632
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	BVPS	20,205	20,598	21,666	24,336
LN giữ lại	1,628	1,731	1,936	2,629	P/E	- 38.0	40.4	10.4	5.0
Các quỹ thuộc VCSH	273	273	349	359	P/B	0.9	0.9	0.8	0.7
Vốn chủ sở hữu	5,320	5,428	5,708	6,426					
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	5	4	19					
Tổng vốn chủ sở hữu	5,320	5,428	5,708	6,426					
Tổng nợ và VCSH	13,461	12,240	12,790	13,065					

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

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

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Lê Minh Anh
Ngô Quốc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến
Đỗ Lan Phương

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Nguyễn Minh Trí

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly