

CTCP THÉP NAM KIM (HOSE: NKG)

Triển vọng từ nhà máy mới cần theo dõi thêm

Chúng tôi thực hiện báo cáo định giá cập nhật cổ phiếu NKG với giá mục tiêu 12 tháng là 17.600 VNĐ, tương đương P/B dự phóng năm 2026F là 1,0 lần.

Sở hữu nội lực đủ mạnh để đón đầu chu kỳ hồi phục

- Là doanh nghiệp sản xuất tôn mạ có công suất và thị phần tôn mạ lớn thứ hai trong nước (sau HSG và gần tương tự GDA), NKG có nhiều lợi thế để khôi phục lại kết quả kinh doanh sau một năm 2025 với nhiều khó khăn từ thị trường xuất khẩu, đặc biệt khi ngành tôn mạ có thêm một số yếu tố hỗ trợ trong giai đoạn sắp tới.
- Nhờ chiến lược tích lũy hàng tồn kho giá thấp trong năm 2025 (số ngày tồn kho bình quân cuối kỳ ở mức 150 ngày), NKG đang nắm giữ lợi thế lớn về giá vốn đầu vào trong bối cảnh giá HRC (thép cuộn cán nóng) thế giới và trong nước bước vào nhịp hồi phục.

Tác động đến kết quả kinh doanh từ nhà máy mới có thể không đạt kỳ vọng

- Nhà máy thép tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ có tổng vốn đầu tư 6.200 tỷ VNĐ, tổng công suất 800 nghìn tấn tôn mạ/năm và dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động thử nghiệm từ quý 1/2026. Ban lãnh đạo Công ty kỳ vọng nhà máy này cần khoảng 2–3 quý để nâng hiệu suất lên mức 50–60% trước khi tiến tới vận hành toàn bộ công suất thiết kế vào năm 2027. Mặc dù đóng góp từ dự án có thể giúp NKG mở rộng thị phần trong thời gian sắp tới, chúng tôi cho rằng diễn biến tiêu thụ sẽ khó đạt được mục tiêu hiện tại, qua đó khiến lợi nhuận của Công ty chưa thể phục hồi mạnh do chịu áp lực từ các chi phí liên quan, đặc biệt là lãi vay.
- Sử dụng mức định giá P/B forward 1,0x, chúng tôi khuyến nghị “Mua” đối với cổ phiếu NKG từ kỳ vọng tài sản của Công ty có thể được đánh giá lại trong ngắn hạn khi giá HRC hồi phục. Mặc dù vậy, những diễn biến từ nhà máy mới cần được theo dõi thêm.

Rủi ro

- Biến động giá nguyên liệu (HRC) lớn hơn kỳ vọng, ảnh hưởng tới KQKD của doanh nghiệp trong ngắn hạn.*
- Áp lực lãi vay có thể lớn hơn kỳ vọng.*

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	23.071	18.596	20.609	14.808	17.242	19.787
Tăng trưởng (%)	-18%	-19%	11%	-28%	16%	15%
EBIT	378	376	370	362	397	475
LNST	-125	117	453	197	254	315
Tăng trưởng (%)	N.a	N.a	286%	-56%	29%	24%
Biên ròng (%)	-0,5%	0,6%	2,2%	1,3%	1,5%	1,6%
ROA (%)	-1%	1%	4%	1%	1%	2%
ROE (%)	-2%	2%	8%	3%	3%	4%
EPS cơ bản (VNĐ)	-474	446	1.434	441	567	704
GTSS (VNĐ)	20.205	20.598	18.584	17.026	17.572	18.248
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	0	0	0	0	0	0
P/E (x)						
P/BV (x)						

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 17/03/2026.

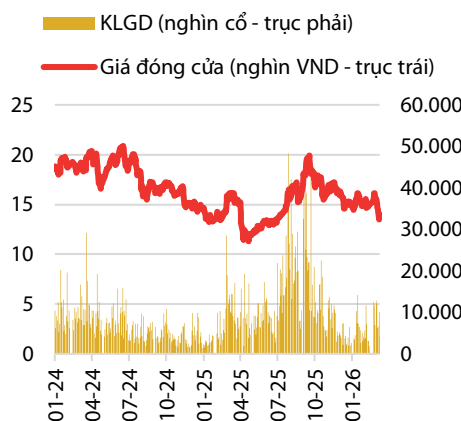
MUA

+25%

Giá thị trường (VNĐ)	14.050
Giá mục tiêu (VNĐ)	17.600
Cổ tức tiền mặt dự kiến (VNĐ)	-

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	6.042
SLCPDLH (triệu cp)	448
Beta	0,87
Free Float (%)	5,22
Biến động giá 52 tuần (nghìn VNĐ)	11.300 – 19.900
KLGD bình quân 3 tháng (nghìn cp)	5.120



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
NKG	-13,0	-13,0	-27,1
VN30 Index	-7,0	33,1	43,5
VN-Index	-3,7	27,2	32,0

Cổ đông lớn (%)

Hồ Minh Quang	15,87
Võ Hoàng Vũ	3,56
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	5,22

Trần Thái Dương

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 15

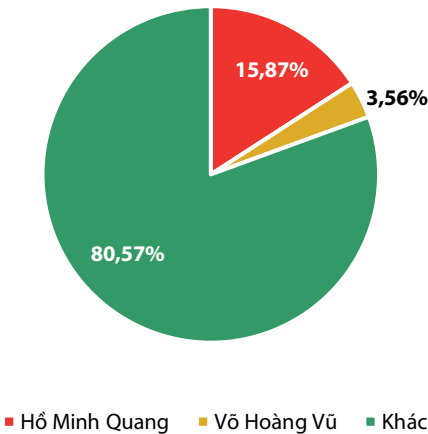
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

1. Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (NKG) được thành lập vào năm 2002 với dây chuyền mạ kim loại công nghệ NOF đầu tiên tại Việt Nam. Công ty chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2011 với mã chứng khoán NKG. Tính tới cuối năm 2025, NKG đang sở hữu quy mô sản xuất tôn mạ lớn thứ 2 Việt Nam với tổng công suất thiết kế đạt 1 triệu tấn/năm, bên cạnh một số sản phẩm thép mạ khác như ống thép (công suất 270 nghìn tấn/năm), tôn lạnh, tôn mạ màu...

Cơ cấu cổ đông của NKG có sự thay đổi trong giai đoạn 2024-2025 sau khi các quỹ ngoại (Kim Capital, Unicoh, VEIL) thoái vốn và giảm tỷ lệ sở hữu, đồng thời không thực hiện quyền mua trong đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu nhằm huy động vốn cho dự án Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ. Mặc dù vậy, đợt phát hành vốn này của Công ty vẫn thành công thu về hơn 1.500 tỷ VND, trong đó ông Hồ Minh Quang (Chủ tịch HĐQT) và ông Võ Hoàng Vũ (Tổng giám đốc) vẫn duy trì tỷ lệ sở hữu lần lượt ở mức 15,87% và 3,56%.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của NKG



Nguồn: NKG, Bloomberg, CTCK Rông Việt

NKG đang sở hữu 5 công ty con và một công ty liên kết, với hoạt động chính là sản xuất các loại tôn thép gồm tôn mạ màu, tôn mạ kẽm. Ngoài ra, CTCP TMDV Vận tải Nam Thành Phát – công ty con hoạt động vận tải hàng hóa đường bộ - vừa được thông qua chủ trương góp 75% vốn điều lệ vào tháng 04/2025.

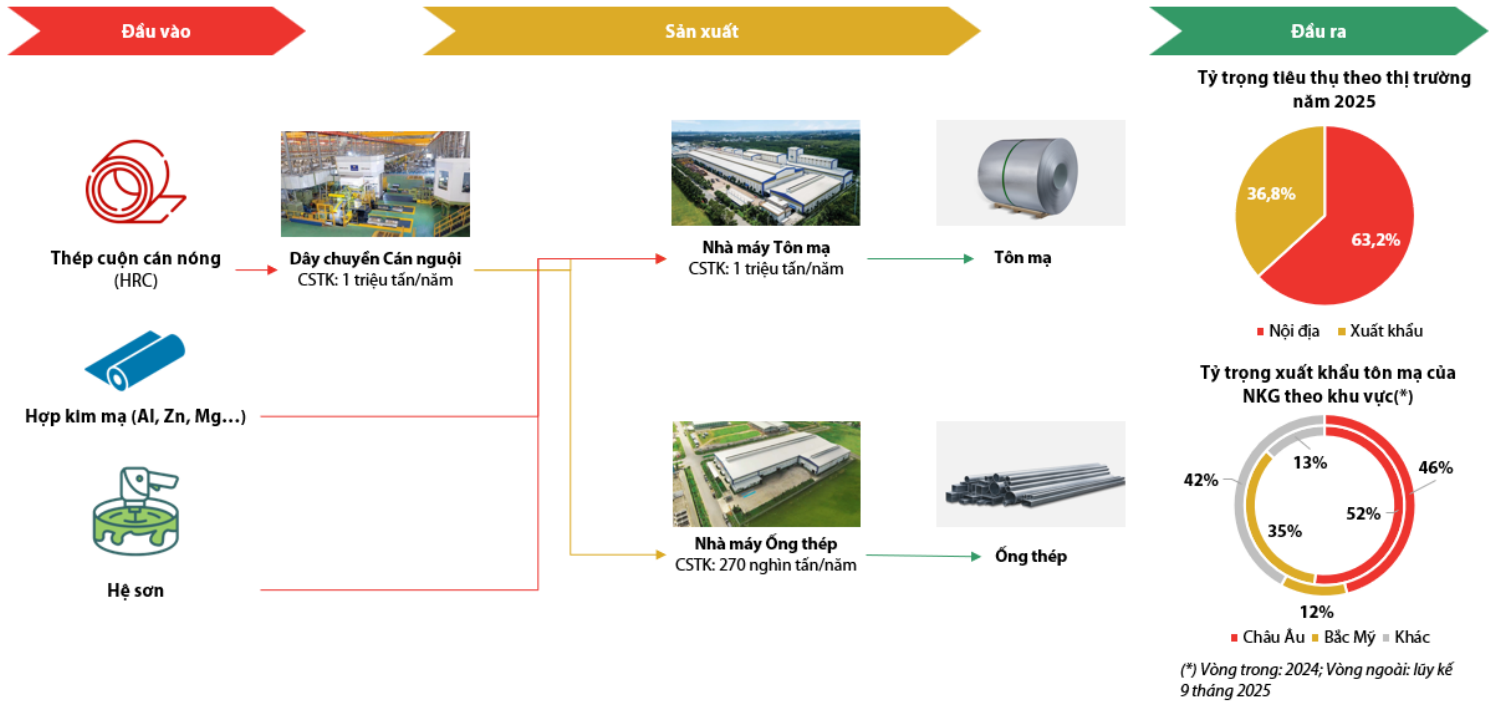
Bảng 1: Các công ty con, công ty liên kết trực thuộc của NKG

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu/lợi ích (%)	Lĩnh vực kinh doanh chính
Công ty con		
Công ty TNHH MTV Ống thép Nam Kim	100%	Sản xuất các loại tôn thép
Công ty TNHH Dae Myung Paper Việt Nam	100%	Sản xuất các loại tôn thép
Công ty TNHH MTV Ống thép Nam Kim Chu Lai	100%	Sản xuất các loại tôn thép
Công ty TNHH Tôn Nam Kim Phú Mỹ	100%	Sản xuất các loại tôn thép
CTCP Thương mại Dịch Vụ Vận tải Nam Thành Phát	75%	Vận tải hàng hóa đường bộ
Công ty liên kết		
CTCP Nam Kim Corea	45%	Sản xuất các loại tôn thép

Nguồn: NKG, Bloomberg, CTCK Rông Việt

2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Hình 2: Chuỗi giá trị của NKG



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

2.1. Đầu vào – Nội địa dần trở thành nguồn cung chính

Đầu vào cho sản xuất tôn mạ và ống thép của NKG chiếm phần lớn (~80%) bởi thép cuộn cán nóng (HRC), với nguồn cung từ cả nhập khẩu và nội địa.

Nguồn cung nhập khẩu (ước tính chiếm khoảng 40% tổng nguồn cung năm 2025): Đầu vào HRC nhập khẩu của NKG chủ yếu đến từ Nhật Bản, với hai nhà cung cấp lớn nhất bao gồm Nippon Steel và JFE Shoji. Nguồn HRC từ Trung Quốc – vốn chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ các năm trước – đã giảm mạnh trong năm 2025 sau khi Bộ Công Thương áp thuế CBPG quốc gia này theo vụ việc AD20.

Nguồn cung trong nước (ước tính chiếm khoảng 60% tổng nguồn cung năm 2025): CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) đang dần trở thành nhà cung cấp HRC chính cho NKG. Với 3 triệu tấn công suất HRC từ Khu liên hiệp gang thép Dung Quất 1 (từ 2021) và 5,6 triệu tấn từ Dung Quất 2 (hiệu suất tính đến cuối năm 2025 khoảng 70%), HPG đã trở thành nhà sản xuất HRC lớn nhất tại Việt Nam và đang dần trở thành nhà cung cấp chính của NKG (trước đây là Formosa Hà Tĩnh). Chúng tôi ước tính tỷ trọng HRC của HPG trong cơ cấu nguồn cung nội địa của NKG trong năm 2025 chiếm khoảng 60%, phần còn lại đến từ Công ty thép Formosa Hà Tĩnh.

2.2. Sản xuất – Tăng công suất từ nhà máy mới

Tôn mạ: NKG có quy mô sản xuất tôn mạ lớn thứ hai Việt Nam, với tổng công suất đạt 1 triệu tấn/năm, chỉ xếp sau CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG). Trong giai đoạn 2022-2024, hiệu suất sản xuất các nhà máy tôn mạ của NKG dao động từ 73-88% – tương đương trung bình ngành.

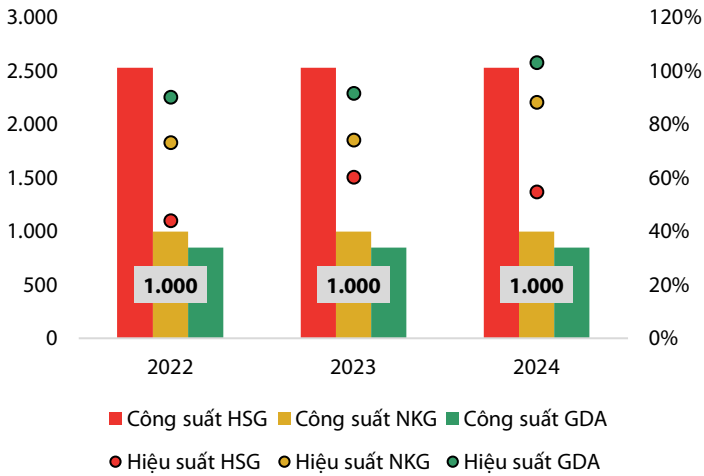
Ống thép: Quy mô sản xuất của NKG nằm trong nhóm 10 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam, với tổng công suất đạt 270 nghìn tấn/năm, hiệu suất sản xuất ổn định ở mức 50% mỗi năm.

Kế hoạch đầu tư: NKG đang mở rộng công suất tôn mạ với dự án trọng điểm nhà máy Thép Tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ đặt tại Bà Rịa – Vũng Tàu. Dự án có tổng mức đầu tư 6.200 tỷ VND (70% vốn tự có, 30% vốn vay), chia làm hai giai đoạn với tổng công suất 800 nghìn tấn tôn mạ/năm. Đáng chú ý, Công ty đã có hai

đợt tăng vốn đầu tư cho Nam Kim Phú Mỹ vào tháng 4/2025 (từ 4.500 lên 5.800 tỷ VND) và tháng 7/2025 (từ 5.800 lên 6.200 tỷ VND), với kỳ vọng nhà máy sẽ đạt hiệu suất khoảng 50-60% tới quý 4/2026 và tối đa kể từ năm 2027.

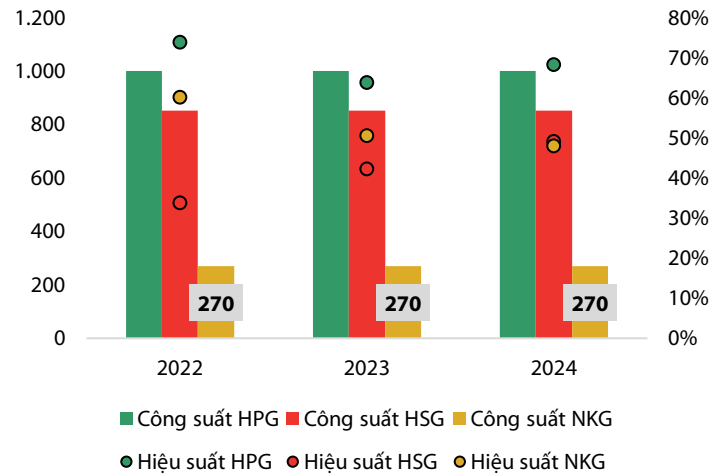
Chiến lược của NKG cho nhà máy mới là tập trung vào các dòng sản phẩm thép mạ mới, phục vụ cho công nghiệp phụ trợ và ô tô bên cạnh nhu cầu xây dựng truyền thống. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá khả năng để nhà máy hoạt động với hiệu suất như kỳ vọng là khá thấp trong bối cảnh xuất khẩu thép còn nhiều khó khăn và cạnh tranh tăng cao tại nội địa.

Hình 3: Công suất thiết kế (LHS, nghìn tấn) và hiệu suất sản xuất (RHS) các nhà máy tôn mạ của NKG



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Công suất thiết kế (LHS, nghìn tấn) và hiệu suất sản xuất (RHS) các nhà máy ống thép của NKG

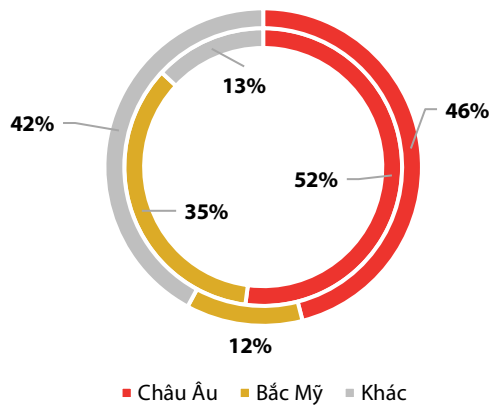


Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

2.3. Đầu ra – Nhu cầu trong nước là bệ đỡ cho hoạt động xuất khẩu

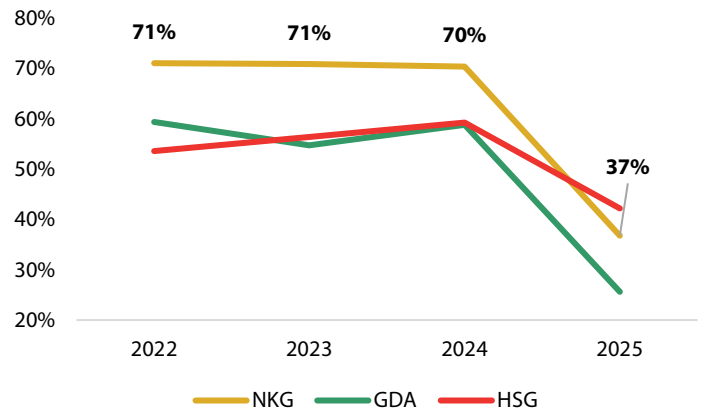
Xuất khẩu: Trước năm 2025, thị trường xuất khẩu là thị trường tiêu thụ chính của tôn mạ Nam Kim, chiếm khoảng 70% trong tổng tỷ trọng tiêu thụ. So sánh với hai đối thủ lớn trong ngành là HSG và GDA, tỷ trọng xuất khẩu trong tổng tiêu thụ tôn mạ của NKG thường cao hơn khoảng 10%, trong đó châu Âu và Bắc Mỹ là hai thị trường chính (chiếm lần lượt 50% và 35%). Tuy nhiên, kể từ đầu năm 2025 khi hai thị trường này đồng loạt áp dụng các biện pháp bảo hộ thương mại, tỷ trọng xuất khẩu tôn mạ trong tổng tiêu thụ của NKG đã **sụt giảm đáng kể**, với lũy kế năm 2025 chỉ còn chiếm khoảng 37%.

Hình 5: Tỷ trọng xuất khẩu tôn mạ của NKG theo thị trường (*)



Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt
(*) Vòng trong: 2024; Vòng ngoài: lũy kế 9 tháng 2025

Hình 6: Tỷ trọng xuất khẩu tôn mạ của NKG trong năm 2025 giảm mạnh hơn HSG và GDA

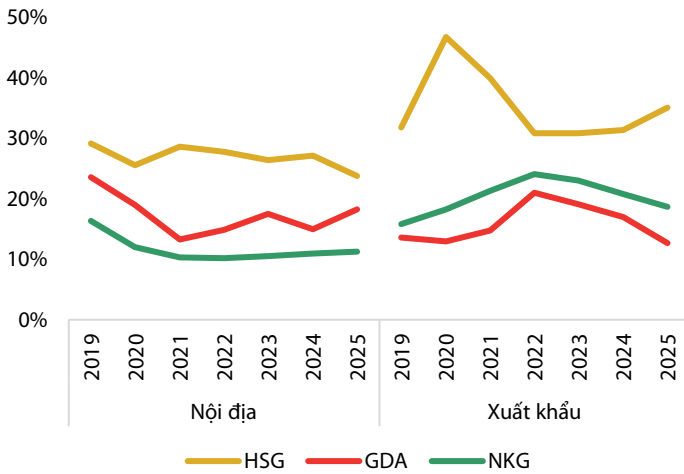


Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

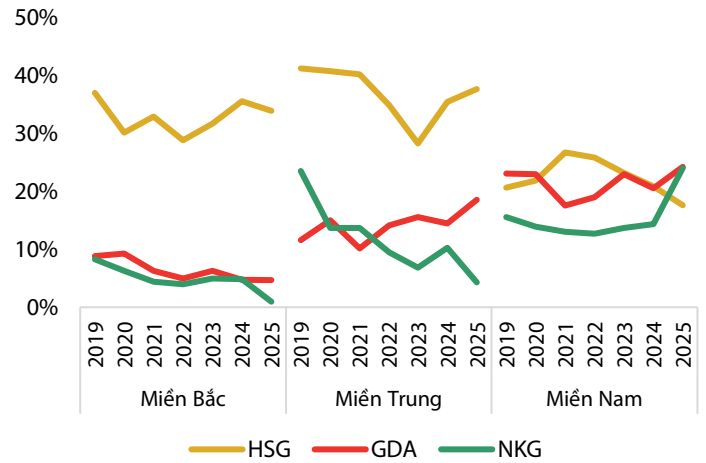
Nội địa: Trong bối cảnh toàn ngành chuyển kênh bán hàng về nội địa nhờ nhu cầu hấp thụ tốt, sản lượng tiêu thụ của NKG trong năm 2025 cũng ghi nhận sự **tăng trưởng khá tích cực**. Trong năm 2025, Công ty bán được 494 nghìn tấn tôn mạ, tương ứng mức tăng trưởng khoảng 89% YoY. Tuy nhiên, do NKG không ghi nhận sản lượng ống thép trong năm, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng tôn mạ đạt khoảng 30% YoY, với giả định: 1/ Công ty vẫn sản xuất ống thép như các năm trước và 2/ Tăng trưởng sản lượng ống thép đạt 10% YoY.

Về thị phần, trong giai đoạn 2019-2025, NKG chiếm khoảng 16% thị phần tôn mạ nội địa (lớn thứ ba sau HSG và GDA) và khoảng 20% thị phần tôn mạ xuất khẩu (lớn thứ hai sau HSG). Nếu loại trừ phần ống thép như trong giả định của chúng tôi, thị phần tiêu thụ tôn mạ của NKG năm 2025 nhìn chung không cải thiện nhiều so với các năm trước, nguyên nhân bởi: 1/ Các yếu tố về thương hiệu sản phẩm, kênh phân phối của toàn ngành đã được duy trì trong nhiều năm qua do đó khó có thể thay đổi trong ngắn hạn và 2/ Chính sách giá bán cạnh tranh của các đối thủ để giữ thị phần nội địa trong bối cảnh xuất khẩu gặp nhiều khó khăn.

Hình 7: Thị phần tôn mạ của NKG theo thị trường (*)



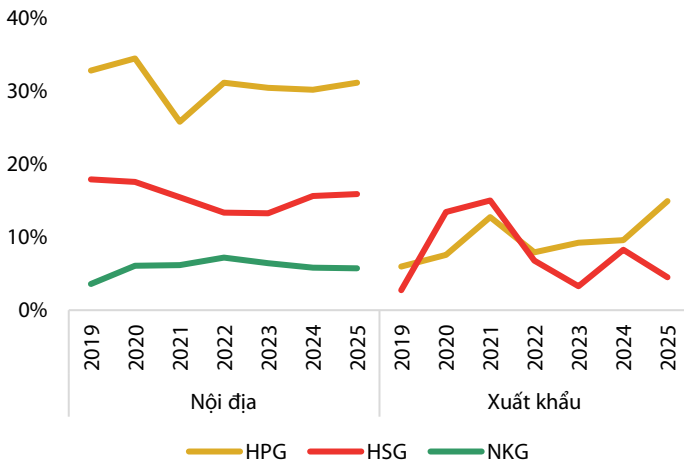
Hình 8: Thị phần tôn mạ của NKG theo khu vực (*)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

(*) Đã tách sản lượng ống thép khỏi tôn mạ với giả định tiêu thụ ống thép tăng trưởng 10% và chỉ tiêu thụ tại nội địa

Hình 9: Thị phần ống thép của NKG theo thị trường (*)



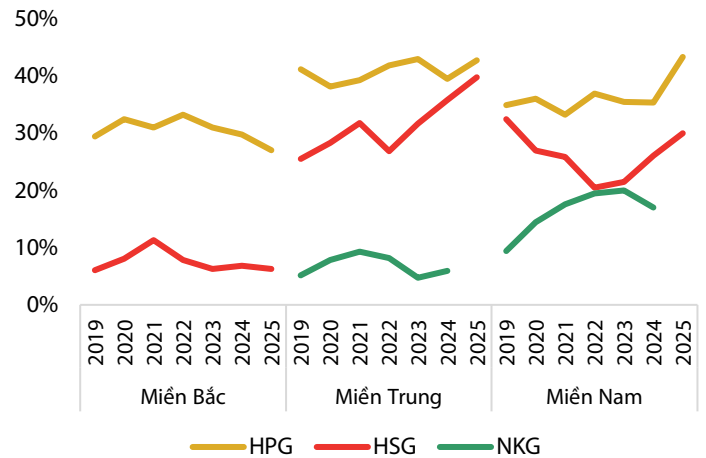
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

(*) Đã tách sản lượng ống thép khỏi tôn mạ với giả định tiêu thụ ống thép tăng trưởng 10% và chỉ tiêu thụ tại nội địa

Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

(*) Chưa tách theo giả định

Hình 10: Thị phần ống thép của NKG theo khu vực (*)



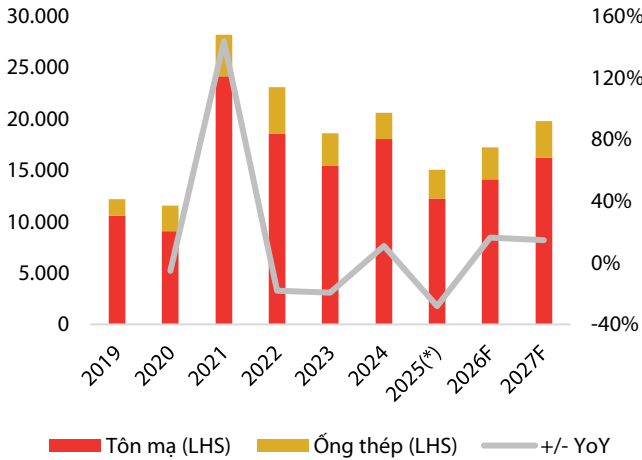
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

(*) Chưa tách theo giả định

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG GIAI ĐOẠN 2026-2027

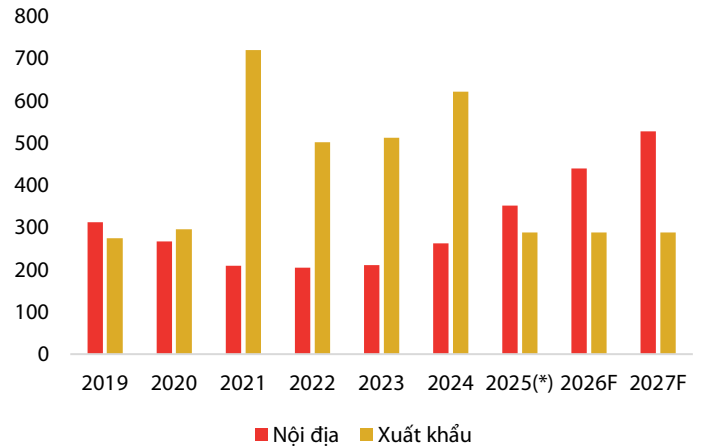
Doanh thu: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của NKG giai đoạn 2026-2027 lần lượt đạt 17.242 tỷ VND (+17% YoY) và 19.787 tỷ VND (+16% YoY). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ kỳ vọng: 1/ Sản lượng bán hàng nội địa được cải thiện khi nhu cầu về tôn mạ và ống thép hồi phục và đóng góp từ nhà máy mới; và 2/ Tốc độ tăng giá bán nhanh hơn chi phí sản xuất.

Hình 11: Doanh thu thuần của NKG dự phóng (Tỷ đồng)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt
(*) Đã được điều chỉnh theo giả định

Hình 12: Sản lượng bán hàng tôn mạ của NKG theo thị trường dự phóng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt
(*) Đã được điều chỉnh theo giả định

Mảng tôn mạ: Doanh thu kỳ vọng đạt lần lượt 14.108 tỷ VND (+15% YoY) và 16.223 tỷ VND (+15% YoY), hỗ trợ bởi: 1/ Nhu cầu tích cực trong nước; 2/ Vị thế lớn của NKG trong ngành; 3/ Đóng góp sản lượng từ nhà máy mới; và 4/ Chính sách bảo hộ ngành tôn mạ nội địa (AD19) giúp các nhà sản xuất trong nước giành được thị phần từ thép nhập khẩu ([chi tiết](#)). Sản lượng tiêu thụ năm 2026 và 2027 ước ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, lần lượt đạt 439 nghìn tấn (+25% YoY từ mức điều chỉnh năm 2025) và 527 nghìn tấn (+20% YoY).

Trong bối cảnh châu Âu siết hạn ngạch trong năm 2026 và các biện pháp phòng hộ hiện tại vẫn còn thời hạn, chúng tôi cho rằng thị trường xuất khẩu trong năm sau sẽ khó cải thiện. Với giả định NKG tìm kiếm được một số thị trường thay thế như Đông Nam Á, chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu tôn mạ của NKG sẽ đi ngang trong giai đoạn 2026-2027 tại mức 287 nghìn tấn/năm.

Về giá bán, từ kỳ vọng về một chu kỳ tăng của giá thép nhờ tiêu thụ phục hồi, chúng tôi giả định NKG sẽ tăng được giá bán với tốc độ nhanh hơn chi phí sản xuất (vốn thường tăng chậm hơn nhờ tồn kho giá thấp), qua đó đạt mức tăng trưởng lần lượt 2,1% và 4,1% (cao hơn 0,5% so với chi phí sản xuất ước tính).

Mảng ống thép: Doanh thu kỳ vọng đạt lần lượt 3.134 tỷ VND (+13% YoY từ giả định) và 3.563 tỷ VND (+14% YoY), với sản lượng dự phóng đạt 158 nghìn tấn và 174 nghìn tấn, tương ứng mức tăng trưởng 10% mỗi năm. Giá bán trung bình kỳ vọng hồi phục tương quan với giá tôn mạ.

Lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2027 kỳ vọng đạt 1.228 tỷ VND (+56% YoY) và 1.489 (+21% YoY), tương ứng biên gộp hồi phục về 7,1% (+70 bps) và 7,5% (+40 bps) – cải thiện nhờ tốc độ tăng nhanh hơn của giá bán trung bình và triển vọng hoàn nhập dự phóng hàng tồn kho.

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng giá bán tôn mạ của NKG sẽ cao hơn phần tăng thêm của chi phí nguyên liệu đầu vào (+2,1% YoY) nhờ: 1/ Lượng HRC giá thấp trong năm 2025 vẫn còn tương đối lớn (số ngày tồn kho bình quân hiện ở mức 5 tháng) và 2/ Triển vọng hoàn nhập dự phóng tồn kho (dư cuối kỳ đến cuối 2025 còn khoảng 105 tỷ VND) khi giá HRC phục hồi ([chi tiết](#)).

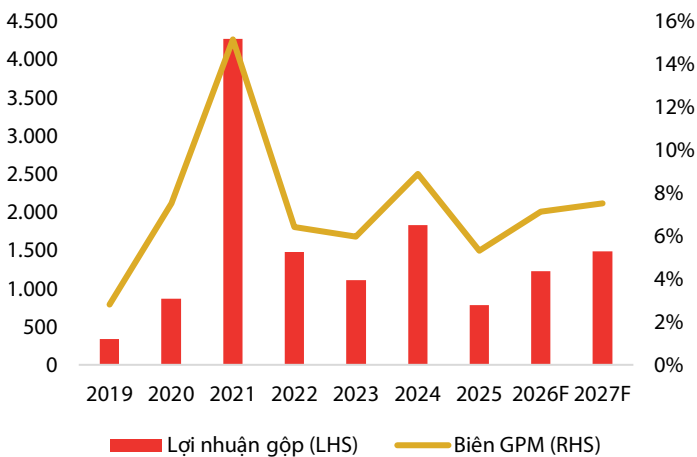
Về chi phí khấu hao, chúng tôi giả định Công ty sẽ giữ chính sách khấu hao của nhà máy mới tương tự năm 2025 (số năm khấu hao trung bình của NKG có xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2019-2025).

Lợi nhuận thuần

Biên ròng của NKG trong năm 2026 và 2027 kỳ vọng chỉ đạt mức 1,5% (+20 bps YoY) và 1,6% (+10 bps YoY), tương đương lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ đạt lần lượt 254 tỷ VND (+29% YoY) và 315 tỷ VND (+24% YoY), với các giả định: 1/ Tăng chi phí bán hàng; 2/ Chi phí lãi vay được vốn hóa phần lớn; và 3/ Không còn một số khoản thu nhập tài chính & thu nhập khác.

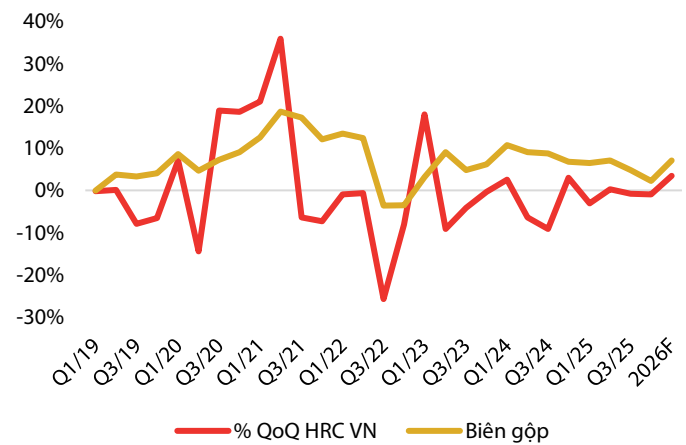
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp: Chúng tôi giả định tỷ lệ Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/Doanh thu thuần của NKG sẽ tăng lên mức 3,5% (+50 bps so với năm 2025; giai đoạn 2021-2024 nằm quanh mức 4-5%) trong giai đoạn 2026-2027 khi: Công ty đẩy mạnh các hoạt động quảng bá, chiết khấu... để tăng tiêu thụ cho các sản phẩm thép mới từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ.

Hình 13: Lợi nhuận gộp và biên gộp của NKG dự phóng (Tỷ đồng)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Biên gộp của NKG thường biến động tương quan với giá HRC



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Doanh thu từ hoạt động tài chính: Doanh thu từ hoạt động tài chính của Công ty chủ yếu giai đoạn 2019-2024 chủ yếu đến từ Chênh lệch tỷ giá đã thực hiện (~90%) trong khi phần lãi tiền gửi và các khoản khác chiếm không đáng kể. Cho giai đoạn 2026-2027, chúng tôi ước tính phần thu nhập từ chênh lệch tỷ giá sẽ giảm bớt khi hoạt động xuất khẩu của NKG chứng lại (tương tự năm 2025), qua đó giữ tổng doanh thu tài chính nằm quanh mức 210 tỷ VND.

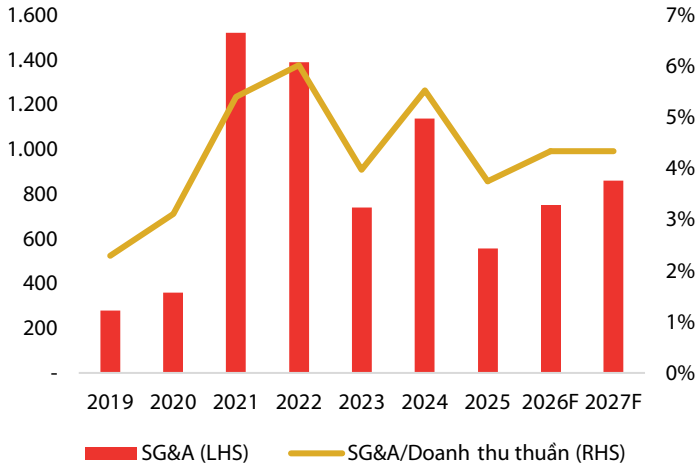
Chi phí tài chính: Chi phí lãi vay, bao gồm các khoản vay ngắn và dài hạn, có xu hướng giảm khi công ty đã bắt đầu trả hết nợ vay dài hạn kể từ 2023. Trong năm 2025, nhằm mục đích xây dựng nhà máy mới, NKG đã vay dài hạn thêm 2,2 nghìn tỷ VND. Dựa trên các giả định: 1/ Kế hoạch vay vốn ([chi tiết](#)); và 2/ Lãi vay năm 2026 sẽ được vốn hóa 50% và sẽ được ghi nhận trên kết quả kinh doanh từ năm 2027, chúng tôi ước tính tổng lãi vay của Công ty sẽ tăng dần lên mức 262 tỷ VND (+19% YoY) và 311 tỷ VND (+19% YoY) trong hai năm tới, với giả định lãi vay sẽ được vốn hóa phần lớn trong giai đoạn đầu xây dựng nhà máy. Các khoản chi phí tài chính ngoài chi phí lãi vay (chủ yếu bao gồm lỗ chênh lệch tỷ giá) ước tính sẽ không biến động nhiều so với năm 2025 khi nguồn cung và thị trường của NKG được chuyển phần lớn về nội địa.

Thu nhập khác: Trong quý 2/2025, NKG ghi nhận khoản thu nhập khác hơn 100 tỷ VND, trong đó 94 tỷ VND là khoản chênh lệch từ việc bán lại quyền thuê đất tại KCN Mỹ Xuân 1 (Bà Rịa – Vũng Tàu). Trước đó, NKG thuê mảnh đất này nhằm mục đích xây dựng nhà máy Nam Kim Phú Mỹ với tiền thuê được vốn hóa vào chi phí trả trước dài hạn (tăng tài sản). Tuy nhiên, Công ty đã bán lại quyền thuê đất này (ghi nhận giảm tài sản) và thuê lại bằng một hợp đồng mới trong đó Công ty con Tôn Nam Kim Phú Mỹ là bên thuê mới thay cho Công ty mẹ.

Cho giai đoạn 2026-2027, chúng tôi loại bỏ khoản thu nhập khác này (tương tự như giai đoạn 2020-2024) với giả định Công ty sẽ không có các nghiệp vụ liên quan đến tài sản.

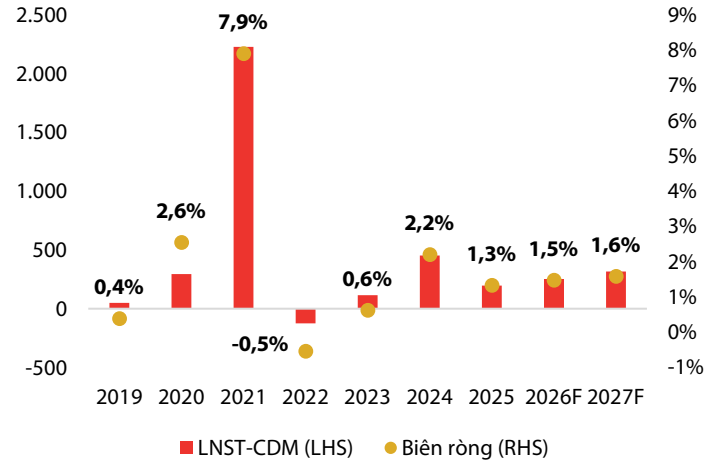
Lợi nhuận thuần: Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ trong năm 2026 và 2027 qua đó ước đạt lần lượt 254 tỷ VND (+29% YoY) và 315 tỷ VND (+24% YoY), tương ứng biên ròng 1,5% (+20 bps YoY) và 1,6% (+10 bps YoY) – không phải là mức hồi phục mạnh.

Hình 15: Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) của NKG dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

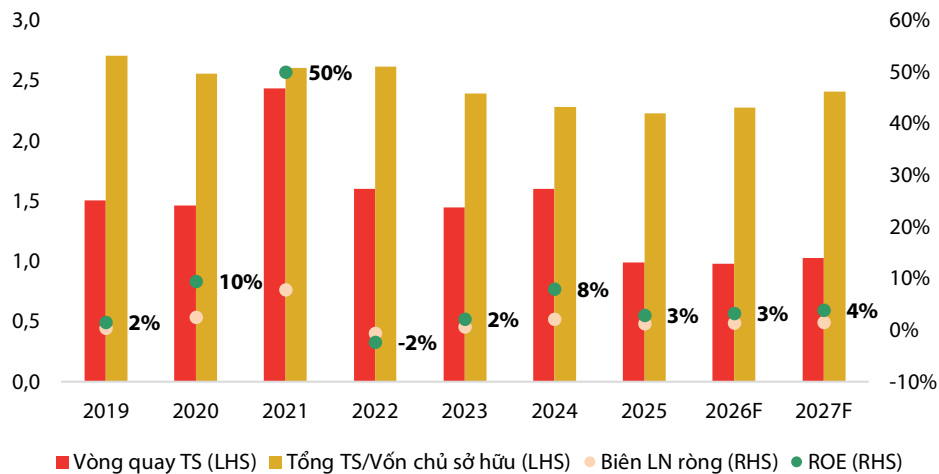
Hình 16: Lợi nhuận sau thuế của NKG dự phóng (tỷ VND)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn: Từ các kỳ vọng: 1/ Nhà máy mới khó có thể hoạt động với hiệu suất cao trong ngắn hạn, dẫn đến vòng quay tổng tài sản giảm; và 2/ Biên ròng khó hồi phục mạnh, chúng tôi ước tính hiệu quả sử dụng nguồn vốn của NKG trong giai đoạn 2026-2027 sẽ không có nhiều sự cải thiện đáng kể, với tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu chỉ nằm quanh mức 3-4%/năm.

Hình 17: Phân tích tỷ lệ hoàn vốn trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont



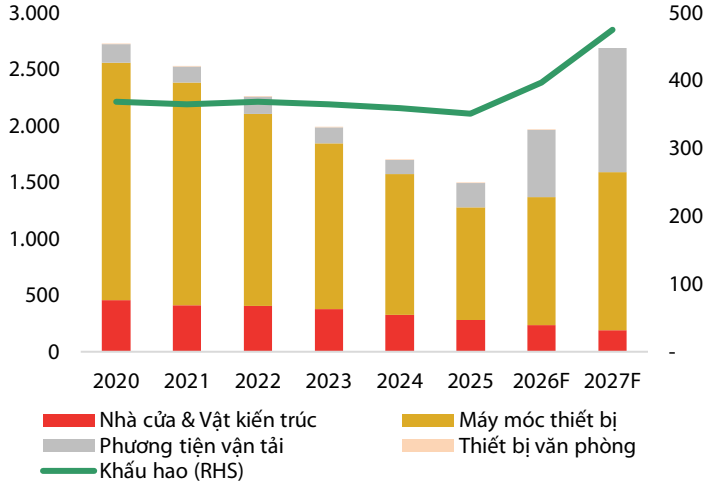
Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Tài sản cố định: Điểm nhấn tài sản đáng chú ý của NKG trong năm 2026 đến từ dự án Nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ (Bà Rịa-Vũng Tàu). Tính đến cuối năm 2025, Công ty đã ghi nhận 4.400 tỷ VND xây dựng cơ bản dở dang từ dự án, tương ứng với 70% tổng mức đầu tư theo kế hoạch. Với tốc độ xây dựng khá nhanh hiện tại, chúng tôi đánh giá nhà máy mới này của NKG có thể đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2026.

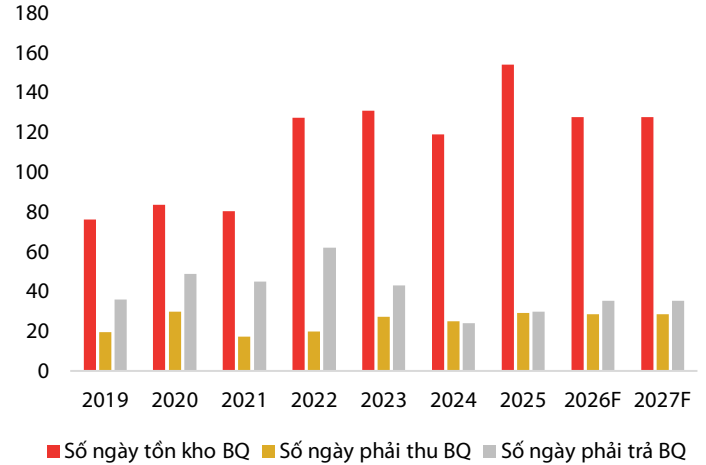
Với tốc độ xây dựng hiện tại, chúng tôi giả định NKG sẽ kết chuyển khoảng 20% tổng chi phí đầu tư (tài sản dở dang dài hạn), tương ứng khoảng 900 tỷ VND/năm sang tài sản cố định trong giai đoạn 2026-2027, với phân bổ chủ yếu sang khoản mục Máy móc thiết bị và Phương tiện vận tải. Tài sản cố định hữu hình ròng qua đó dự phóng tăng lên mức 1.965 tỷ VND (+31% YoY) và 2.688 tỷ VND (+37% YoY).

Hình 18: Giá trị ròng tài sản cố định hữu hình dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Hiệu quả vốn lưu động dự phóng (ngày)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Vốn lưu động: Tính đến cuối 2025, NKG đang giữ 5.303 tỷ VND hàng tồn kho, tương ứng với số ngày tồn kho bình quân đạt 5,1 tháng – duy trì ở mức cao kể từ quý 4/2024 trong bối cảnh NKG gia tăng việc dự trữ HRC khi giá thành neo ở mức thấp. Chúng tôi cho rằng đây là lợi thế của Công ty trong giai đoạn sắp tới khi giá HRC bước vào nhịp hồi phục ([chi tiết](#)). Các chỉ tiêu về số ngày phải thu và phải trả của Công ty đều ghi nhận xu hướng tăng, tương tự như diễn biến của toàn ngành khi các nhà sản xuất tăng cường chiếm dụng vốn người bán để nới rộng công nợ cho các đại lý/nhà phân phối nhằm đẩy mạnh tiêu thụ thời điểm cuối năm.

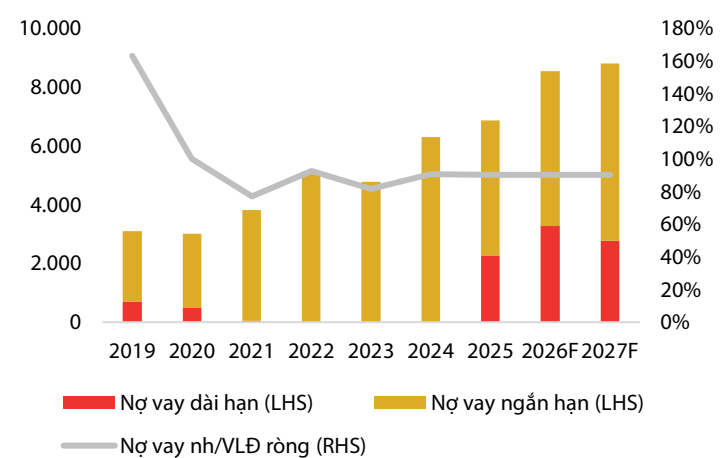
Cho giai đoạn 2026-2027, chúng tôi giả định NKG sẽ giữ một lượng hàng tồn kho ở mức cao trong chu kỳ tăng của giá thép, bên cạnh tỷ lệ phải thu/doanh thu thuần và phải trả/giá vốn hàng bán được duy trì so với năm 2025.

Điểm nổi bật về nguồn vốn

Nợ vay (quay lại): Bám sát kế hoạch xây dựng NM Phú Mỹ với 70% vốn đến từ nợ vay, chúng tôi ước tính NKG sẽ cần vay dài hạn thêm khoảng 1.000 tỷ VND trong năm 2026, đưa dư nợ vay dài hạn tăng lên mức ~3.300 tỷ VND đến thời điểm cuối năm. Đối với nợ vay ngắn hạn, chúng tôi duy trì một tỷ lệ vay tương đương 91% vốn lưu động – là mức cao từ giả định Công ty sử dụng đòn bẩy lớn khi giá bán thuận lợi (tương tự chu kỳ năm 2021).

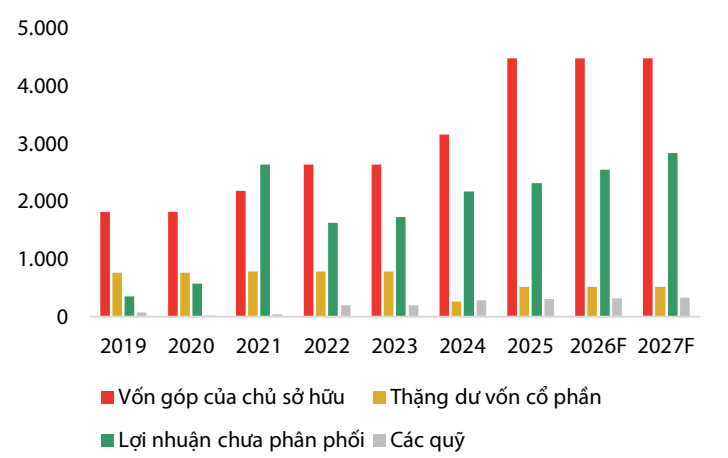
Vốn chủ sở hữu: Trong giai đoạn 2019-2024, NKG không ghi nhận dòng tiền mới từ hoạt động phát hành vốn, với các đợt tăng vốn điều lệ năm 2021, 2022 và 2024 chủ yếu được thực hiện thông qua nghiệp vụ chi trả cổ tức bằng cổ phiếu (từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối) và kết chuyển từ thặng dư vốn cổ phần. Trong năm 2025, để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ cho nhà máy Phú Mỹ, Công ty đã phát hành thêm 1.600 tỷ VND cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:2 (số lượng 132 triệu cổ phiếu mới, giá phát hành 12 nghìn VNĐ/cp), tương ứng 26% tổng mức đầu tư dự kiến. Cho giai đoạn 2026-2027, chúng tôi cho rằng NKG sẽ không tăng thêm vốn chủ từ phát hành mới (để tài trợ dự án) trong bối cảnh nguồn vốn huy động trong năm 2025 đã đáp ứng gần đủ tỷ lệ theo kế hoạch, đồng thời, chính sách không trả cổ tức kỳ vọng sẽ được duy trì trong giai đoạn 2026-2027.

Hình 20: Dư nợ vay (tỷ VND) và tỷ lệ Nợ vay ngắn hạn/VLĐ dự phóng



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Biến động vốn chủ sở hữu dự phóng (tỷ VND)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Rủi ro trong kinh doanh

Chúng tôi cho rằng rủi ro lớn nhất của NKG trong giai đoạn 2026-2027 đến từ triển vọng tiêu thụ của nhà máy mới Nam Kim Phú Mỹ (chi tiết), đặc biệt khi xét đến quy mô đầu tư của dự án là tương đối lớn. Ngoài ra, biến động giá HRC lớn hơn kỳ vọng trong ngắn hạn cũng có thể tác động đến kết quả kinh doanh của Công ty.

Định giá ngắn hạn

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh P/B cho NKG. Giá mục tiêu của NKG như bảng dưới.

Bảng 2: Giá mục tiêu ước tính của NKG năm 2026

	2026F
Phương pháp P/B	
BVPS	17.572
P/B dự phóng (lần)	1x
Giá mục tiêu (nghìn đồng/cổ phiếu)	17.600
Tổng hợp định giá	17.600

Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu NKG cho mục tiêu trong 1 năm tới là **17.600 VND/cổ phiếu** P/B dự phóng năm 2026 đạt 1x, phù hợp cho NKG với lượng tài sản có thể được đánh giá lại khi giá thép hồi phục. Mức định giá này tương đương mức định giá hiện tại và đã nằm trong khoảng biến thiên 1 độ lệch chuẩn giai đoạn 2019-2025.

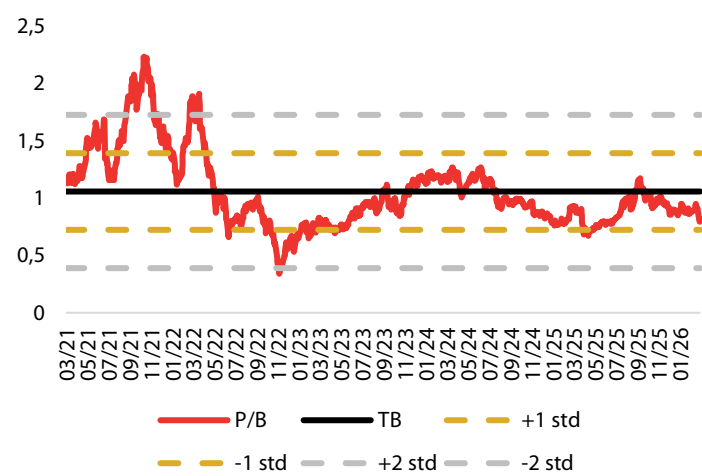
Bảng 3: Chỉ số P/E, P/B trung bình (lần) của các doanh nghiệp kinh doanh cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu 2025 (Triệu USD)	LNST 2025 (Triệu USD)	Biên góp (%)	Biên ròng (%)	ROE (%)	P/E 2025 (lần)	P/B 2025 (lần)
Huyndai Steel	004020 KS	1.906	17.033	-9	6	-0,1	-0,1	5,8	0,2
Jiangsu Shagang	002075 CH	1.881	2.002	23	4,7	1,2	2,5	88	2,1
SeAH Steel	306200 KS	233	1.327	100	16,5	7,6	13,0	2,4	0,3
Kyoei Steel	5440 JP	703	2.119	71	11,9	3,3	5,4	9,9	0,5
Hoa Sen	HSG	372	1.420	28	12,4	2,0	6,3	13,8	0,8
Trung bình 5 năm								34,4	0,7
Trung vị 5 năm								7,8	0,4

Bảng 4: Độ nhạy giá trị cổ phiếu NKG theo P/B

			P/B				
			0,8x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x
BVPS	2026	17.572	14.057	15.815	17.572	19.329	21.086
	2027	18.248	14.598	16.423	18.248	20.072	21.897

Hình 22: Lịch sử định giá P/B của NKG



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC: TRIỂN VỌNG BÁN HÀNG TÔN MẠ GIAI ĐOẠN 2026-2027 (quay lại)

Thị trường nội địa: Chúng tôi kỳ vọng các biện pháp bảo hộ thương mại trong nước và nhu cầu xây dựng tích cực sẽ tiếp đà tăng trưởng cho tôn mạ nội địa trong giai đoạn tới, qua đó tổng tiêu thụ ước tính lần lượt đạt mức 3,8 triệu tấn (+20% YoY) và 4,2 triệu tấn (+10% YoY). Mặc dù thị phần của NGK dự phóng sẽ được duy trì, mức tiêu thụ tăng thêm vẫn là tương đối thấp nếu xét đến tổng công suất theo kế hoạch của nhà máy mới.

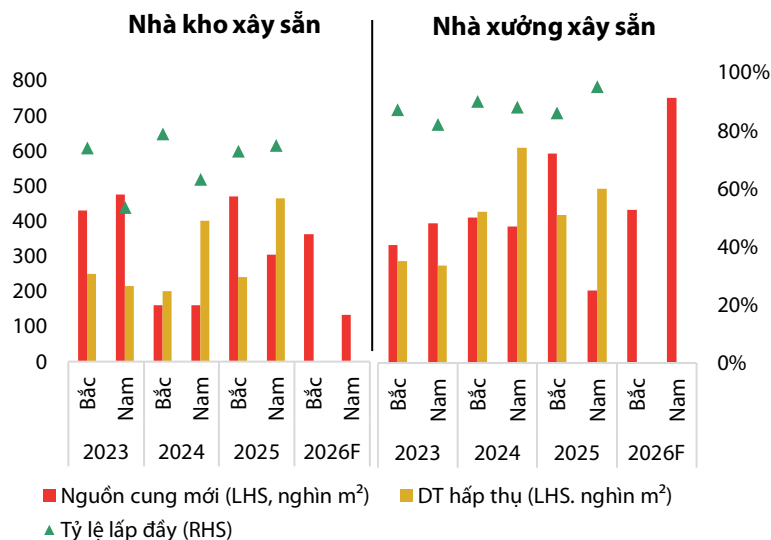
Dự địa tăng trưởng từ nhu cầu xây dựng và tôn nhập khẩu: Tương tự HRC, tôn mạ Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh rất lớn từ các sản phẩm tôn mạ nhập khẩu, đặc biệt từ Trung Quốc. Trong giai đoạn 2017-2025, Bộ Công Thương đã có nhiều đợt điều tra áp thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với một số sản phẩm thép mạ, cán nguội có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc, với vụ việc mới nhất (AD19) đã có kết luận chính thức về mức thuế CBPG áp dụng từ tháng 8/2025. So sánh với các vụ việc trước đó, quy mô các sản phẩm áp dụng của AD19 là khá lớn (42 mã HS Code) và gần tương đồng với vụ việc AD02 – một trong những lý do khiến tôn mạ nhập khẩu của Việt Nam giảm mạnh trong giai đoạn 2016-2022. Mặc dù dự địa để giành thêm thị phần từ tôn nhập khẩu không còn nhiều (tổng lượng nhập khẩu hàng năm chỉ còn ở mức khoảng 1 triệu tấn), chúng tôi cho rằng đây vẫn là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp sản xuất nội địa trong năm 2026.

Bảng 5: Một số vụ việc điều tra CBPG thép mạ nhập khẩu của Việt Nam

Vụ việc	Mức thuế	Số mã HS Code	Thời gian
AD19: Thép mạ	- Trung Quốc: 37,13% (có miễn trừ) - Hàn Quốc: 12% đến 15,67% (có miễn trừ)	42	2025-2030
AD08: Thép cán nguội	- Trung Quốc: 4,43%	20	2020-2025
AD04: Thép mạ màu	- Trung Quốc: 2,56% đến 34,27% - Hàn Quốc: 4,95% đến 19,25%	13	2019-2024
AD02: Thép mạ	- Trung Quốc: 3,17% đến 38,24% - Hàn Quốc: 7,02% đến 19%	39	2017-2022

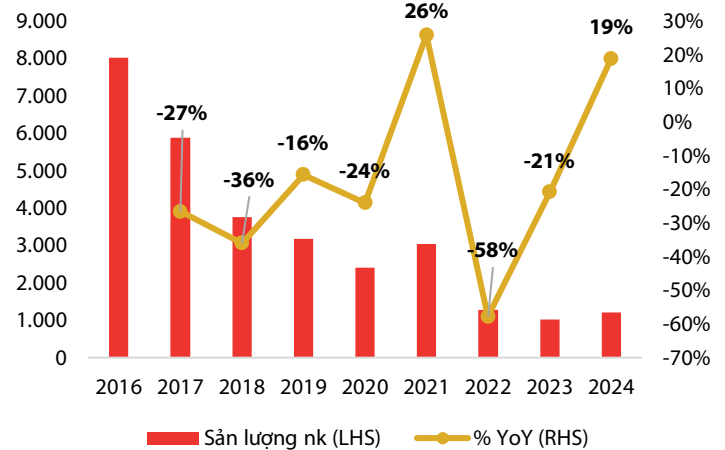
Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Nguồn cung mới nhà kho xây sẵn ước tính được duy trì trong khi nhà xưởng tiếp tục dồi dào trong năm 2026



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

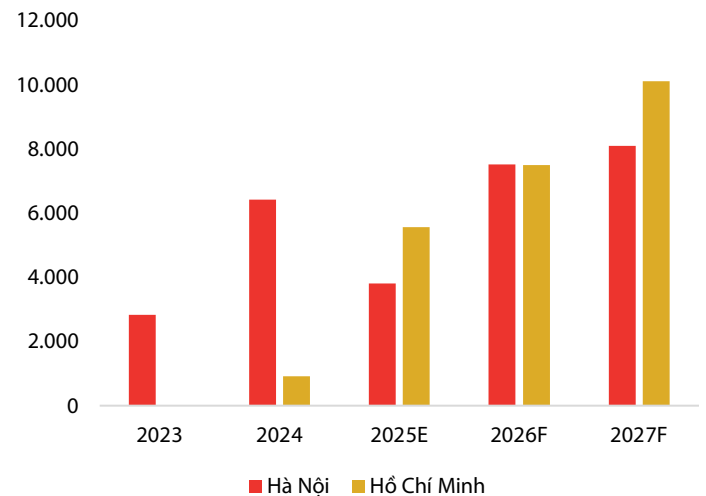
Hình 23: Nhập khẩu tôn mạ Việt Nam (*) có xu hướng giảm dần nhờ các biện pháp bảo hộ thương mại (nghìn tấn)



Nguồn: ITC, CTCK Rồng Việt

(*) Mã HS Code: 7210; 7212; 7225; 7226

Hình 25: Nguồn cung mới BĐS thấp tầng tại Hồ Chí Minh dự kiến được cải thiện (cần)



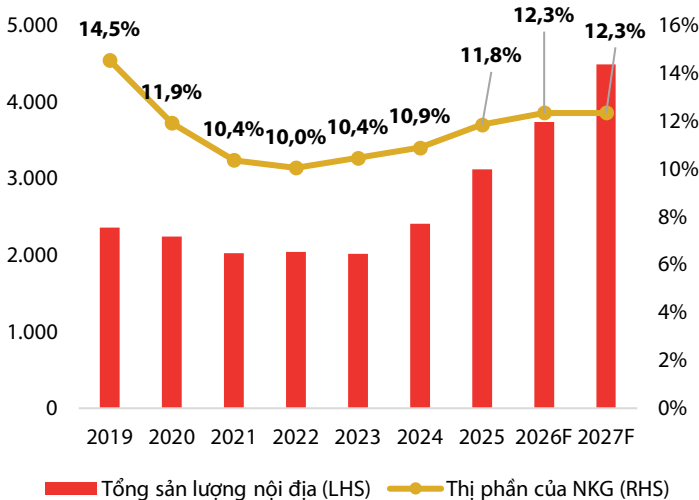
Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu xây dựng nội địa trong giai đoạn 2026-2027, đặc biệt là nhà xưởng/nhà kho (phục vụ cho các dự án khu công nghiệp) cũng là yếu tố hỗ trợ cho tiêu thụ tôn mạ. Theo ước tính của CBRE, nguồn cung mới nhà xưởng/nhà kho xây sẵn trong năm 2026 sẽ tiếp tục dồi dào, hỗ trợ bởi tâm lý khách thuê phục hồi trong bối cảnh: 1/ Nhiều dự án giao thông, hạ tầng trọng điểm được đẩy mạnh; và 2/ Các biện pháp thuế quan thương mại rõ ràng hơn. Ngoài ra, nguồn cung mới bất động sản thấp tầng tại Hà Nội và Hồ Chí Minh dự kiến cũng sẽ được cải thiện, tạo thêm động lực cho tiêu thụ tôn mạ nội địa.

Triển vọng của nhà máy mới cần theo dõi thêm (quay lại): Về nhà máy Thép Tấm Lợp Nam Kim Phú Mỹ, dự án này có tổng công suất dự kiến 800 nghìn tấn tôn mạ/năm, bao gồm một dây chuyền mạ kẽm 350 nghìn tấn/năm, hai dây chuyền mạ hợp kim nhôm kẽm 300.000 tấn/năm và 150.000 tấn/năm. Tại ĐHCĐ thường niên 2025, ban lãnh đạo Công ty cho biết nhà máy dự kiến bắt đầu vận hành từ đầu quý I/2026 và kỳ vọng sẽ cần khoảng 2-3 quý để nâng công suất lên mức 50-60%, trước khi tiến tới vận hành toàn bộ công suất thiết kế vào năm 2027.

Từ vị thế lớn của NKG, chúng tôi dự phóng Công ty có thể tăng thêm 90 nghìn tấn (+25% YoY) tiêu thụ tôn mạ trong năm 2026 và thêm 90 nghìn tấn (+10% YoY) trong năm 2027, qua đó cải thiện được thị phần tại thị trường tôn mạ nội địa nhờ các sản phẩm truyền thống. Tuy mức tăng trưởng này khá tích cực, chúng tôi cho rằng các rủi ro liên quan đến lãi vay, khấu hao là khá lớn khi hiệu suất của nhà máy mới khó có thể đạt kỳ vọng, đặc biệt khi: 1/ Tiềm năng của các sản phẩm thép mới (chất lượng cao) là chưa rõ ràng; 2/ GDA cũng có kế hoạch tăng công suất trong năm 2027; và 3/ Lợi thế về thương hiệu & kênh phân phối của các doanh nghiệp sản xuất lớn đã được duy trì khá ổn định trong những năm qua.

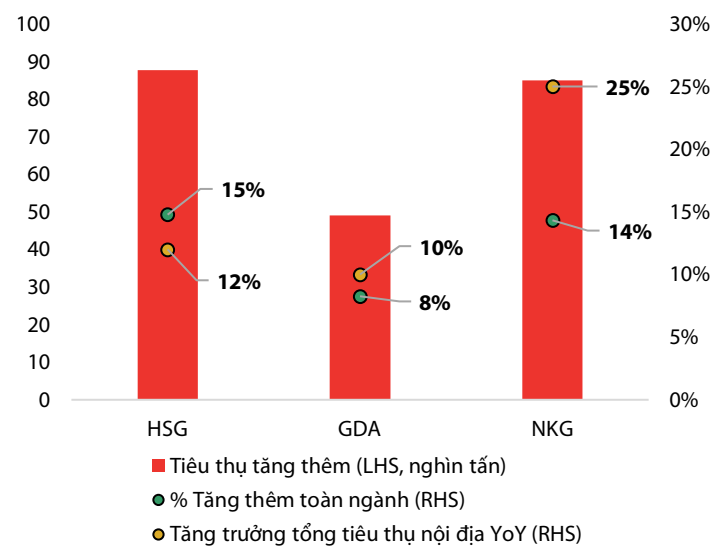
Hình 26: NKG kỳ vọng sẽ tăng được thị phần trong giai đoạn 2026-2027 (nghìn tấn) (*)



Nguồn: VSA, CTCK Rông Việt

(*) Đã tách sản lượng ống thép khỏi tôn mạ với giả định tiêu thụ ống thép tăng trưởng 10% và chỉ tiêu thụ tại nội địa

Hình 27: Tiêu thụ nội địa tôn mạ tăng thêm trong năm 2026 ước tính của các doanh nghiệp lớn (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rông Việt

Thị trường xuất khẩu: Do bức tranh thương mại của tôn mạ Việt Nam còn khá tiêu cực, chúng tôi cho rằng tiêu thụ xuất khẩu trong giai đoạn 2026-2027 của toàn ngành (bao gồm NKG) sẽ đi ngang tại mức đáy của năm 2025.

Với làn sóng bảo hộ trong giai đoạn 2023-2024, sản lượng xuất khẩu của ngành tôn mạ Việt Nam nhìn chung bị ảnh hưởng khá tiêu cực. Năm 2025, tổng sản lượng tôn mạ xuất khẩu chỉ đạt 1,6 triệu tấn (-44% YoY) trong bối cảnh các thị trường chính như Bắc Mỹ, EU và Đông Nam Á đều có các chính sách áp thuế/hạn ngạch đối với tôn mạ Việt Nam.

Bảng 6: Một số biện pháp phòng vệ thương mại (của các quốc gia nhập khẩu) với sản phẩm thép mạ xuất xứ từ thị trường Việt Nam

Thị trường	Tình trạng	Năm	Tình trạng chi tiết
Malaysia	Hiệu lực	2025-2030	Áp thuế CBPG ở mức từ 4,76% – 57,9% cho tôn mạ (Miễn trừ cho HPG, HSG, NKG và GDA).
EU	Hiệu lực	2024-2026	Đề xuất giới hạn khối lượng nhập khẩu miễn thuế ở mức 18,3 triệu tấn mỗi năm (giảm 47% so với hiện tại). Tăng gấp đôi mức thuế đối với hàng hóa vượt hạn ngạch lên 50% (so với mức 25% theo biện pháp bảo vệ) và tăng cường truy xuất nguồn gốc.
Hoa Kỳ	Điều tra	2024-2025	Áp thuế (sơ bộ) chống bán phá giá và chống trợ cấp với mức trên 40% cho các sản xuất Việt Nam.
Mexico	Hiệu lực	2023-nay	Áp thuế CBPG ở mức từ 0 – 10,84%.

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng tôn mạ xuất khẩu trong giai đoạn 2026-2027 sẽ đi ngang so với cùng kỳ, trong bối cảnh: 1/ Châu Âu có kế hoạch siết hạn ngạch xuống mức 18,3 triệu tấn (-47% so với mức hiện tại); 2/ Các doanh nghiệp tôn mạ, bao gồm NKG, linh hoạt hơn trong chiến lược xuất khẩu và có thể mở rộng sản lượng sang các thị trường tiềm năng như Đông Nam Á để bù đắp phần thiếu hụt từ các thị trường truyền thống; và 3/ Áp lực cạnh tranh có thể giảm bớt từ khả năng cắt giảm công suất của Trung Quốc.

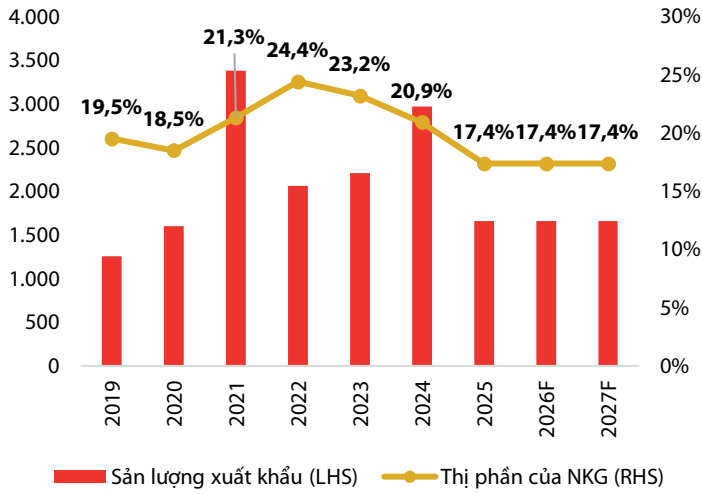
Về cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) của EU, cơ chế này đã chính thức được áp dụng từ tháng 1/2026. Đối với sản phẩm tôn mạ, chúng tôi ước tính chi phí tuân thủ tăng thêm sẽ nằm trong khoảng 50-150 EUR/tấn trong giai đoạn đầu, qua đó khiến giá xuất khẩu của tôn mạ Việt Nam tăng lên mức gần tương đương với giá tôn mạ nội địa của EU (khoảng 750-800 EUR/tấn). Tuy nhiên, do châu Âu hiện vẫn áp dụng hạn ngạch đối với thép nhập khẩu, chúng tôi cho rằng cơ chế này sẽ chưa tác động nhiều đến triển vọng xuất khẩu của ngành thép Việt Nam trong ngắn hạn. Trong dài hạn, khi các ưu đãi ban đầu giảm dần khiến chi phí tuân thủ tăng lên, những vấn đề như giảm phát thải nhà máy, xây dựng cơ chế đo lường, chứng nhận phát thải, thị trường tín chỉ carbon và các chính sách pháp lý liên quan sẽ cần được quan tâm nếu thép xuất khẩu Việt Nam muốn cạnh tranh tại thị trường EU (cũng như các thị trường áp dụng cơ chế điều chỉnh carbon tương tự).

Bảng 7: Tính toán chi phí CBAM đối với tôn mạ của Việt Nam (HS code: 7210)

Chỉ tiêu	Đơn vị	Công thức	Chú thích	Giá trị thực tế – 2026	Giá trị thực tế – 2027	Giá trị mặc định – 2026	Giá trị mặc định – 2027
Giá EUA trung bình	EUR / t CO ₂ phát thải	A	Tham chiếu theo EU ETS benchmarks	73,95	73,95	73,95	73,95
Phát thải gắn trong sản phẩm	t CO ₂ phát thải / t thép	B	EU có quy định riêng để tính toán giá trị thực tế	2,51	2,51	2,607	2,844
Phát thải chuẩn (benchmark)	t CO ₂ phát thải / t thép	C		1,491	1,491	1,491	1,491
Tỷ lệ áp dụng theo lộ trình CBAM	%	D	Tỷ lệ này sẽ giảm dần về 0%	97,5%	95,0%	97,5%	95,0%
Giá carbon đã trả tại quốc gia xuất xứ		E					
Chi phí CBAM hàm ý	EUR / t thép	F = A × (B – C × D) – E		78	81	85	106
Giá thép mạ VN giao ngay	USD / t thép		Giá tham khảo	650	650	650	650
Tỷ giá USD–EUR				0,85	0,85	0,85	0,85
Giá thép mạ VN giao ngay	EUR / t thép	G		553	553	553	553
Giá thép mạ VN có tính phí CBAM	EUR / t thép	H = F + G		631	633	638	658

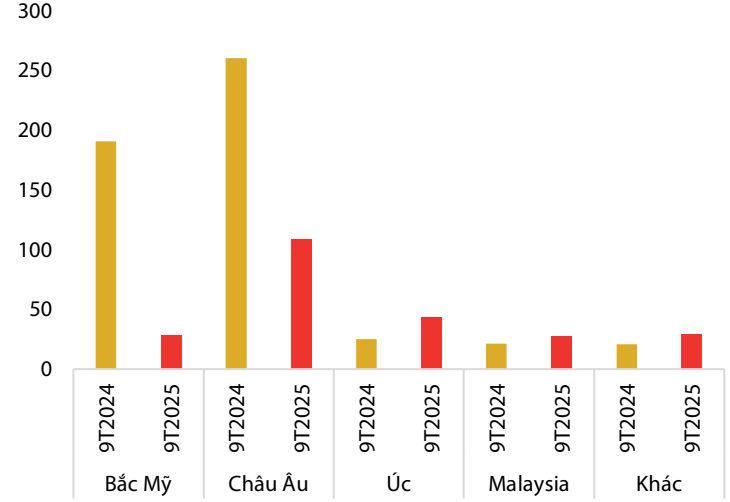
Nguồn: JPMS, Regulation (EU) 2025/621, CTCK Rông Việt

Hình 28: Sản lượng xuất khẩu dự phóng đi ngang (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 29 NKG đang nỗ lực tìm kiếm các thị trường xuất khẩu thay thế (nghìn tấn)



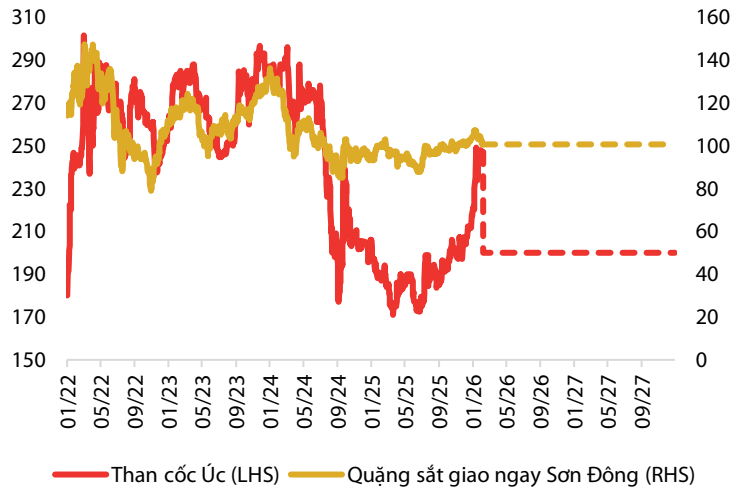
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC: CƠ HỘI TỪ CHU KỲ HỒI PHỤC CỦA GIÁ THÉP GIAI ĐOẠN 2026-2027 (quay lại).

Giá HRC của Việt Nam trong đầu năm 2026 đang ghi nhận sự phục hồi từ mức đáy (tăng khoảng 2-3% YoY và so với cùng kỳ), hỗ trợ bởi: 1/ Chi phí đẩy từ nguyên vật liệu (đặc biệt là than cốc chủ yếu do yếu tố thời tiết gây thiếu hụt nguồn cung cục bộ tại một số mỏ lớn tại Úc); và 2/ Xu hướng tích hàng tồn kho để phục vụ cho mùa xây dựng đầu năm. Tuy nhiên, giá các loại nguyên liệu giai đoạn 2026-2027 dự phóng sẽ không có nhiều biến động khi: 1/ Nguồn cung than cốc ổn định trở lại sau ảnh hưởng của mưa lũ (Bộ Công nghiệp, khoa học và tài nguyên của Úc ước tính sản lượng xuất khẩu sẽ tăng trở lại 7,4% và 2,2% mỗi năm sau mức suy giảm 4,5% năm 2025); và 2/ Nguồn cung quặng sắt mới (đặc biệt từ mỏ Simandou) đáp ứng được nhu cầu sản xuất của thế giới.

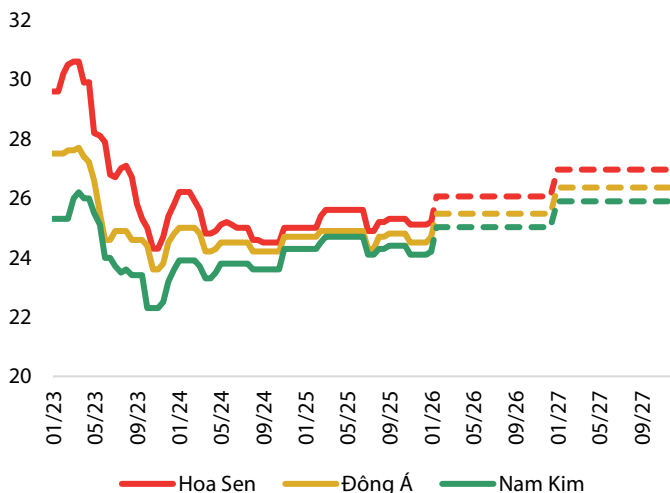
Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí nguyên liệu sẽ ít tác động hơn đến giá HRC nội địa trong thời gian sắp tới và giả định mức hồi phục nhẹ 3,5% mỗi năm hỗ trợ chủ yếu bởi: 1/ HRC của Việt Nam tiếp tục được bảo hộ trọn vẹn một năm cùng khả năng áp thêm thuế CBPG đối với HRC khổ rộng của Trung Quốc trong năm 2026; và 2/ Nhu cầu đối với các sản phẩm hạ nguồn diễn biến tích cực.

Hình 30: Giá quặng sắt và than cốc kỳ vọng không biến động nhiều trong giai đoạn 2026-2027



Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

Hình 32: ... qua đó hỗ trợ cho giá tôn mạ nội địa (nghìn VND/kg)



Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

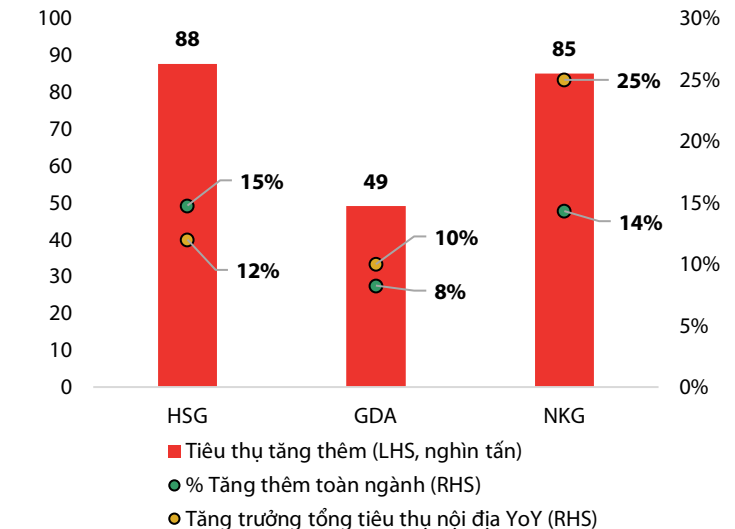
Hình 31: Giá HRC Việt Nam (USD/tấn) (*) kỳ vọng phục hồi từ mức nền thấp năm 2025...



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(*) Giá HRC tại nhà máy, giá thị trường cao hơn khoảng 10%

Hình 33: Dư trích lập dự phòng hàng tồn kho tính đến cuối quý 4/2025 (tỷ VND) của một số doanh nghiệp tôn mạ lớn (quay lại)



Nguồn: HSG, GDA, NGK, CTCK Rồng Việt

Do thường biến động tương quan với giá HRC, chúng tôi cho rằng giá bán tôn mạ của các doanh nghiệp nội địa trong năm 2026 cũng sẽ **hồi phục nhẹ từ 3-3,5% YoY**. Ngoài ra, việc giá HRC hồi phục trở lại cũng có thể giúp các doanh nghiệp tôn mạ có lượng tồn kho lớn như NKG hoàn nhập dự phòng giảm giá, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp trong một số quý nhất định.

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC SẢN XUẤT THÉP

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm công ty chuyên sản xuất tôn mạ vì thế tương tự NKG làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Tập đoàn Jiangsu Shagang (002075 CH) thành lập năm 1975 tại Giang Tô, Trung Quốc, là nhà sản xuất thép tư nhân thuộc top 3 sản xuất thép của Trung Quốc. Sau khi mua lại bốn công ty thép từ năm 2006, Shagang mở rộng mạnh mẽ với các sản phẩm chủ lực như thép cây, dây thép, phôi thép, cuộn cán nóng, thép không gỉ và thép mạ kẽm. Thép Shagang được ứng dụng rộng rãi trong lĩnh vực hàng không, xây dựng, cầu đường, hóa dầu, ô tô và bao bì thực phẩm.

Hyundai Steel (004020 KS) là công ty thép đầu tiên và lớn thứ hai tại Hàn Quốc (chiếm 29% tổng thị phần sản xuất) thành lập năm 1953, thuộc Tập đoàn Hyundai. Công ty nổi tiếng với H-Solution và H-Core, cung cấp các giải pháp vật liệu cho ngành ô tô và thép chịu động đất. Với dòng sản phẩm đa dạng như H-beams, ray, thép cây, thép cán nóng và ống ERW, Hyundai Steel chủ yếu phục vụ ngành công nghiệp ô tô, đóng tàu và xây dựng.

SeAH Steel (306200 KS) là hãng sản xuất thép quy mô lớn tại Hàn Quốc. Công ty được hình thành năm 1960, và vận hành bảy nhà máy thép trên toàn thế giới với các địa điểm tại Hoa Kỳ, Việt Nam, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất, và Ý. Sản phẩm của JFE Steel bao gồm thép tấm, ống, thép không gỉ, thép điện, thép đặc biệt và bột sắt.

Kyoei Steel (5440 JP) nhà sản xuất thép quy mô lớn tại Nhật Bản, thành lập năm 1938. Ngoài thị phần lớn nhất về mảng thép xây dựng (tại Nhật Bản), công ty còn có các nhà máy tại Việt Nam (thép Việt Ý – VIS) và Bắc Mỹ (mua lại AltaSteel Inc).

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG VN): Nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất tại thị trường Việt Nam (công suất 2,4 triệu tấn/năm) và đứng thứ hai về thị phần ống thép. Với lợi thế về hệ thống phân phối rộng khắp và chất lượng đạt tiêu chuẩn quốc tế, sản phẩm của Hoa Sen không chỉ phục vụ nhu cầu xây dựng dân dụng, công nghiệp trong nước mà còn là nhà xuất khẩu tôn thép hàng đầu khu vực Đông Nam Á, có mặt tại hơn 90 quốc gia và vùng lãnh thổ.

Bảng 8: So sánh các chỉ tiêu tài chính của NKG và các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	Trung bình
Tỷ trọng	20%	20%	20%	20%	20%	
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP %						
NKG	15	6	6	9	5	8
Trung bình	16	11	10	10	12	12
Trung vị	15	10	10	11	12	12
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG %						
NKG	8	-1	1	2	1	2
Trung bình	6	4	3	3	2	4
Trung vị	6	2	2	1	2	3
NỢ VAY/VCSH						
NKG	67	96	88	107	90	90
Trung bình	50	46	53	59	40	49
Trung vị	48	38	53	49	40	46
ROE %						
NKG	50	-2	2	8	3	12
Trung bình	19	8	7	5	6	9
Trung vị	14	6	3	5	6	7
EV/EBITDA						
NKG	5	6	7	7	13	7
Trung bình	5	5	5	5	6	5
Trung vị	5	5	5	5	6	5
P/E						
NKG	4	1	69	10	34	24
Trung bình	5	12	103	25	27	34
Trung vị	4	8	10	6	12	8

tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	20.609	14.808	17.242	19.787
Giá vốn	18.777	14.023	16.014	18.297
Lãi gộp	1.832	785	1.228	1.489
Chi phí bán hàng	1.138	555	748	858
Chi phí quản lý	341	214	216	208
Thu nhập từ HĐTC	477	318	376	442
Chi phí tài chính	1	114	-3	-4
Lợi nhuận khác	558	241	317	394
Lợi nhuận trước thuế	105	44	63	79
Thuế TNDN	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	453	197	254	315
Lợi nhuận sau thuế	425	132	366	501
EBIT	806	506	774	986
EBITDA	20.609	14.808	17.242	19.787

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	10,8%	-28,1%	16,4%	14,8%
Lợi nhuận HKKD	28,6%	-37,3%	53,1%	27,4%
EBIT	77,4%	-68,9%	177,0%	36,6%
Lợi nhuận sau thuế	285,8%	-56,5%	28,6%	24,3%
Tổng tài sản	10,5%	22,0%	13,4%	6,2%
Vốn chủ sở hữu	8,3%	29,8%	3,2%	3,8%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	8,9%	5,3%	7,1%	7,5%
EBITDA/ Doanh thu	3,9%	3,4%	4,5%	5,0%
EBIT/ Doanh thu	2,1%	0,9%	2,1%	2,5%
LNST/ Doanh thu	2,2%	1,3%	1,5%	1,6%
ROA	3,5%	1,3%	1,4%	1,6%
ROE	8,0%	2,9%	3,3%	3,9%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	25,1	29,0	28,5	28,7
Vòng quay HTK	119,0	154,0	127,7	127,6
Vòng quay kh. phải trả	23,8	29,9	35,4	35,4

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,3	1,5	1,4	1,4
Nhanh	0,3	0,5	0,4	0,4

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	130%	116%	138%	143%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	107%	60%	67%	77%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0%	30%	42%	34%

tỷ đồng				
BẢNG CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền	392	839	1.077	1.121
Đầu tư tài chính ngắn hạn	247	835	250	250
Các khoản phải thu	1.129	1.260	1.467	1.683
Tồn kho	6.690	5.303	6.056	6.920
Tài sản cố định hữu hình	1.700	1.495	1.965	2.689
Tài sản cố định vô hình	321	310	299	287
Đầu tư tài chính dài hạn	525	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	484	541	630	723
TỔNG TÀI SẢN	13.519	16.494	18.696	19.861
Tiền hàng phải trả & ứng trước	856	1.470	1.679	1.918
Vay và nợ ngắn hạn	6.312	4.601	5.280	6.322
Vay và nợ dài hạn	0	2.266	3.266	2.766
Khoản phải trả ngắn hạn khác	27	24	25	29
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	186	192	205	211
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	7.648	8.858	10.816	11.679
Vốn đầu tư của CSH	3.159	4.476	4.476	4.476
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	2.172	2.319	2.552	2.842
Khoản thu nhập khác	112	112	131	141
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	13.519	16.494	18.696	19.861
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	15	15	15

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
EPS (đồng/cp)	1.434	441	567	704
P/E (x)	13,6	9,9	31,0	25,0
BV (đồng/cp)	18.584	17.026	17.572	18.248
P/B (x)	1,2	0,8	1,0	1,0
DPS (đồng/cp)	0	0	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0	0,0	0,0	0,0

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/B	17.600	100%	17.600
Giá mục tiêu (đồng/cp)			17.600

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

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	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, 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.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Đỗ Thạch Lam
Phó phòng

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng
Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng
Trưởng bộ phận

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Trần Thị Ngọc Hà
Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Huỳnh Hương
Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Cao Ngọc Quân
Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền
Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phan Thị Phương Thảo
Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Nguyễn Đức Chính
Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Thái Dương
Chuyên viên Phân tích

duong.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang
Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Trần Ngọc Lan Anh
Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

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, 2026.**