

CTCP THÉP NAM KIM (HSX: NKG)

Kỳ vọng phục hồi từ quý 2 bên cạnh một số rủi ro

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2-FY26 | Q1-FY26 | +/- qoq | Q2-FY26 | +/- yoy |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Doanh thu thuần | 3.261 | 3.136 | 4% | 4.090 | -20% |
| Lợi nhuận sau thuế | 54 | 46 | 19% | 64 | -16% |
| EBIT | -17 | -37 | -53% | 95 | -118% |
| EBIT/DT thuần | -0,5% | -1,2% | 64 bps | 2,3% | -284 bps |

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

KQKD Q1-FY2026: Hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tiêu cực

- Doanh thu thuần đạt 3.261 tỷ VND (+4% QoQ; -20% YoY), cao hơn kỳ vọng nhờ sản lượng tiêu thụ khả quan hơn dự phóng. Tiêu thụ tôn mạ (theo VSA) đạt 132 nghìn tấn (-27% QoQ; -36% YoY), trong đó xuất khẩu giảm sâu (-71% YoY) trong khi nội địa giảm nhẹ (-4% YoY).
- Lợi nhuận gộp đạt 85 tỷ VND (+19% QoQ; -68% YoY), tương ứng biên gộp duy trì ở nền rất thấp đạt 2,6% (+32 đpt QoQ; -382 đpt YoY), thấp hơn kỳ vọng do giá bán chỉ mới tăng từ cuối tháng 3 và công ty chưa hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho.
- LNST công ty mẹ đạt 22 tỷ VND (-66% YoY), hồi phục nhẹ từ khoản lỗ 9 tỷ VND quý trước nhưng thấp hơn kỳ vọng. Doanh thu tài chính là điểm sáng đạt 97 tỷ VND (+76% QoQ) nhờ lãi tiền gửi, giúp bù đắp cho hoạt động kinh doanh cốt lõi (EBIT) vẫn ghi nhận ở mức âm.
- Về tài sản, dư tồn kho cuối kỳ giảm về 4.344 tỷ VND (-18% QoQ; -26% YoY), tương đương 136 ngày tồn kho bình quân nhằm giảm áp lực lãi vay ngắn hạn, trong bối cảnh công ty cần tập trung nguồn vốn dài hạn để xây dựng nhà máy Phú Mỹ (dư nợ cuối quý đạt 2.325 tỷ VND).

Dự phóng KQKD Q2-FY2026: Kết quả kinh doanh kỳ vọng hồi phục mạnh

- Doanh thu thuần dự phóng đạt 3.845 tỷ VND (+18% QoQ; +1% YoY) nhờ điểm rơi nhu cầu mùa cao điểm xây dựng và sự hồi phục của giá bán thép mạ nội địa (+6% QoQ). Sản lượng tôn mạ (sau điều chỉnh) ước đạt 209.267 tấn (+12% QoQ), với động lực chính từ nội địa (+15% QoQ) nhờ các biện pháp phòng vệ thương mại.
- Lợi nhuận gộp ước đạt 209 tỷ VND (+145% QoQ; -23% YoY), biên gộp kỳ vọng cải thiện lên mức 5,4% (+282 bps QoQ) nhờ lượng hàng tồn kho giá thấp (tương đương 4 tháng tiêu thụ) giúp giá vốn tăng chậm hơn đà tăng của giá bán.
- LNST công ty mẹ dự phóng đạt 83 tỷ VND (+274% QoQ; -9% YoY), hồi phục mạnh mẽ nhờ mở rộng biên gộp và doanh thu tăng trưởng, dù chịu áp lực từ chi phí tài chính (+10% QoQ) và chi phí lãi vay tăng lên 60 tỷ VND do mặt bằng lãi suất tăng.

Quan điểm và khuyến nghị

Mặc dù hoạt động kinh doanh cốt lõi trong Q1-2026 vẫn gặp nhiều khó khăn do bảo hộ thương mại ở thị trường xuất khẩu và mùa thấp điểm nội địa, NKG kỳ vọng sẽ hồi phục rõ nét từ Q2-2026. Tuy nhiên, doanh nghiệp đang đối mặt với một số rủi ro liên quan đến tính chính xác của việc công bố thông tin về sản lượng và số liệu tài chính.

Chúng tôi điều chỉnh giảm P/B dự phóng của NKG về mức 0,9 lần (gần mức trung bình 5 năm) để phản ánh các rủi ro trên. Kết hợp với kế hoạch trả cổ tức bằng cổ phiếu thường tỷ lệ 10%, chúng tôi xác định giá mục tiêu mới cho cổ phiếu NKG là **14.400 VND/cổ phiếu**.

MUA

+21%

| | |
|----------------------|--------|
| Giá mục tiêu (VND) | 14.400 |
| Giá thị trường (VND) | 11.900 |

Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới (VND)

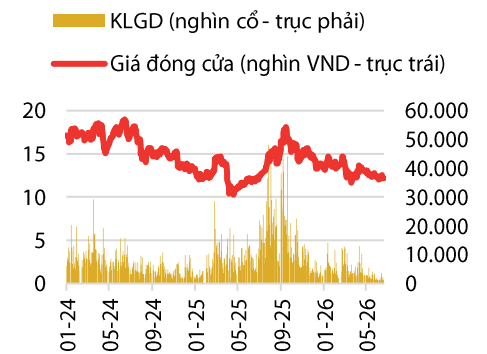
-

Thông tin cổ phiếu

| | |
|----------------------------------|-------------------|
| Ngành | Tài nguyên Cơ bản |
| Vốn hoá (tỷ VND) | 5.982 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 492 |
| Khối lượng BQ 3 tháng (nghìn CP) | 3.188 |
| Giá trị GDBQ 3 tháng (tỷ VND) | 45 |
| Sở hữu nước ngoài (%) | 4,29 |
| Biến động giá 52 tuần (VND) | 11.682 – 18.091 |

| | FY2025 | Hiện tại |
|---------------------|--------|----------|
| EPS | 440 | 344 |
| Tăng trưởng EPS (%) | -69,3 | -21,9 |
| P/E | 32,9 | 40,1 |
| P/B | 0,9 | 0,8 |
| EV/EBITDA | 21,2 | 25,9 |
| ROE (%) | 2,9 | 2,0 |

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Hồ Minh Quang | 15,87 |
| Võ Hoàng Vũ | 3,56 |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) | 95,71 |

Phòng Phân tích Ngành Vật liệu xây dựng

(084) 028- 6299 2006

phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q1-2026: Hoạt động kinh doanh cốt lõi vẫn tiêu cực

Doanh thu thuần đạt 3.261 tỷ VND (+4% QoQ; -20% YoY), cao hơn kỳ vọng của chuyên viên, với đánh giá ban đầu là do sản lượng tiêu thụ diễn biến tích cực hơn dự phóng. Theo dữ liệu từ Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), tổng tiêu thụ trong quý 1 của NKG đạt 132 nghìn tấn (-26% QoQ; -35% YoY); tuy nhiên NKG đã không công bố sản lượng ống thép từ quý 1/2025 và chúng tôi cho rằng tổng sản lượng tôn mạ trong quý 1/2026 vẫn chưa chính xác.

Lợi nhuận gộp đạt 85 tỷ VND (+18% QoQ; -68% YoY), tương ứng với biên gộp 2,6% (+0,3 pps QoQ; -3,8 pps YoY) – duy trì ở mức nền rất thấp của quý liền trước và thấp hơn kỳ vọng - khi giá bán chỉ bắt đầu tăng từ cuối tháng 3 và Công ty chưa hoàn nhập dự phóng hàng tồn kho.

Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu thuần không thay đổi nhiều so với 2 quý liền trước (3,2%) khi phần lớn thị trường của Công ty đã được chuyển về nội địa từ đầu năm 2025 (chi phí xuất khẩu đã giảm từ thời điểm này).

Doanh thu hoạt động tài chính là điểm sáng trong kỳ khi đạt 97 tỷ VND (+8% QoQ; +8% YoY), động lực chủ yếu đến từ lãi tiền gửi nhờ mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao. Tính đến cuối quý, NKG đang duy trì khoảng 1.000 tỷ VND tiền gửi kỳ hạn dưới 1 năm.

Lợi nhuận thuần sau thuế của công ty mẹ đạt 22 tỷ VND (-66% YoY), hồi phục nhẹ từ khoản lỗ 9 tỷ VND quý trước, tuy nhiên, vẫn thấp hơn kỳ vọng do biên gộp chưa cải thiện như ước tính. Ngoài ra, nếu loại trừ thu nhập từ hoạt động tài chính, lợi nhuận hoạt động (EBIT) của NKG vẫn ghi nhận ở mức âm, cho thấy hoạt động kinh doanh cốt lõi của Công ty vẫn gặp nhiều khó khăn.

Về tài sản, dư tồn kho cuối kỳ của NKG giảm nhẹ về 4.344 tỷ VND (-18% QoQ; -26% YoY), khả năng cao nhằm giảm áp lực lãi vay ngắn hạn (nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động) khi số ngày tồn kho của Công ty đã ở mức khá cao (136 ngày) và nguồn nợ vay dài hạn lớn đang cần được huy động để xây nhà máy Phú Mỹ (dư cuối quý đạt 2.325 tỷ VND, tăng 80 tỷ trong quý).

Nhìn chung, mặc dù có sự cải thiện nhẹ so với quý trước, hoạt động kinh doanh trong quý 1/2026 của NKG vẫn gặp nhiều khó khăn khi (1) thị trường xuất khẩu bị tác động tiêu cực bởi bảo hộ thương mại trong khi (2) thị trường nội địa chưa có sự phục hồi rõ nét do mùa thấp điểm xây dựng.

Bảng 1: KQKD Q1-FY26 của NKG

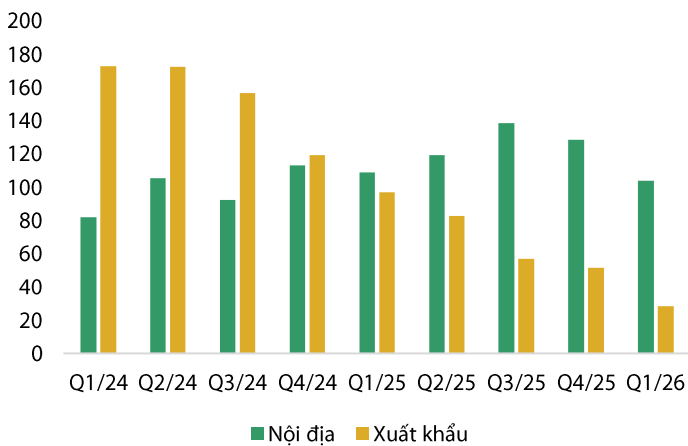
| <i>Đơn vị: Tỷ VND</i> | Q1/2026 | Q4/2025 | +/(-qoq) | Q1/2025 | +/(-yoy) | % Kế hoạch 2026 | % Dự phóng 2026 |
|--|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------------|------------------------|
| Doanh thu thuần | 3.261 | 3.136 | 4% | 4.090 | -20% | 15% | 20% |
| <i>Xuất khẩu</i> | 1.098 | 1.097 | 0% | 2.125 | -48% | | |
| <i>Nội địa</i> | 2.180 | 2.078 | 5% | 1.983 | 10% | | |
| Tổng sản lượng tôn mạ (*) | 132.189 | 180.092 | -27% | 205.423 | -36% | | |
| <i>Xuất khẩu</i> | 28.362 | 51.638 | -45% | 96.735 | -71% | | |
| <i>Nội địa</i> | 103.827 | 128.454 | -19% | 108.688 | -4% | | |
| Tổng sản lượng ống thép | - | - | - | - | - | | |
| <i>Xuất khẩu</i> | - | - | - | - | - | | |
| <i>Nội địa</i> | - | - | - | - | - | | |
| Giá bán trung bình (VND/kg) (*) | 24.672 | 17.416 | 42% | 19.911 | 24% | | |
| <i>Xuất khẩu</i> | 38.700 | 21.244 | 82% | 21.969 | 76% | | |
| <i>Nội địa</i> | 20.997 | 16.173 | 30% | 18.246 | 15% | | |
| Giá xuất khẩu theo hải quan (USD/tấn) | 806 | 804 | 0% | 814 | -1% | | |
| Giá tôn mạ đại lý nội địa (VND/kg) | 24.259 | 25.100 | -3% | 24.450 | -1% | | |
| Giá ống thép đại lý nội địa (VND/kg) | 18.867 | 18.733 | 1% | 18.675 | 1% | | |
| Giá HRC TB tại kho Hà Nội (USD/tấn) | 527 | 516 | 2% | 566 | -7% | | |
| Lợi nhuận gộp | 85 | 72 | 19% | 263 | -68% | | |
| Chi phí bán hàng | 71 | 76 | -6% | 138 | -48% | | |

| | | | | | | | |
|------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-------------|-------------|-------------|
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 31 | 32 | -4% | 31 | 2% | | |
| Lợi nhuận hoạt động | -17 | -37 | N.a | 95 | N.a | | |
| Doanh thu tài chính | 97 | 55 | 76% | 47 | 108% | | |
| Chi phí tài chính | 54 | 46 | 19% | 64 | -16% | | |
| Chi phí lãi vay | 47 | 49 | -3% | 56 | -16% | | |
| Thu nhập/lỗ khác | 0 | 16 | -100% | 4 | -99% | | |
| Ln trước thuế | 25 | -11 | N.a | 81 | -69% | | |
| Thuế | 4 | -2 | N.a | 16 | -76% | | |
| LNST công ty mẹ | 22 | -9 | N.a | 65 | -66% | 5,6% | 8,1% |
| Biên LN gộp (%) | 2,61% | 2,29% | 32 đpt | 6,44% | -382 đpt | | |
| Chi phí bán hàng/Dthu thuần | 2,19% | 2,43% | -24 đpt | 3,38% | -119 đpt | | |
| Chi phí qlđn/Dthu thuần | 0,95% | 1,03% | -8 đpt | 0,75% | 21 đpt | | |
| Biên EBIT (%) | -0,53% | -1,17% | 64 đpt | 2,31% | -284 đpt | | |
| Biên LN ròng (%) | 0,68% | -0,30% | 98 đpt | 1,60% | -91 đpt | | |

Nguồn: NKG, VSA, Bloomberg, thitruongthep, Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt tổng hợp

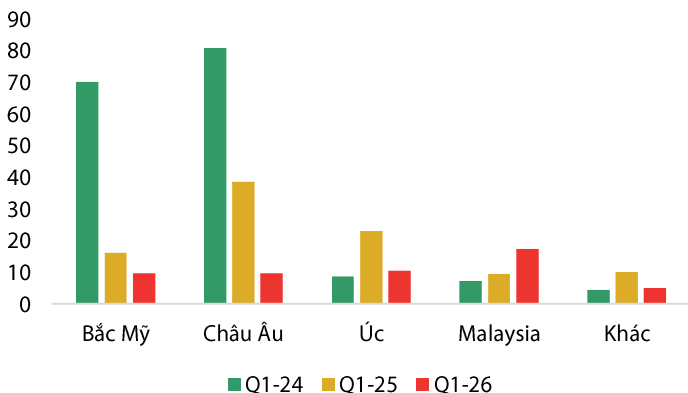
(*) Dữ liệu sản lượng theo VSA có thể chưa chính xác, dẫn đến diễn biến giá bán trung bình (theo công thức doanh thu thuần/sản lượng) chưa hợp lý nếu so sánh với giá thị trường

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép NKG theo thị trường (nghìn tấn, năm dương lịch)



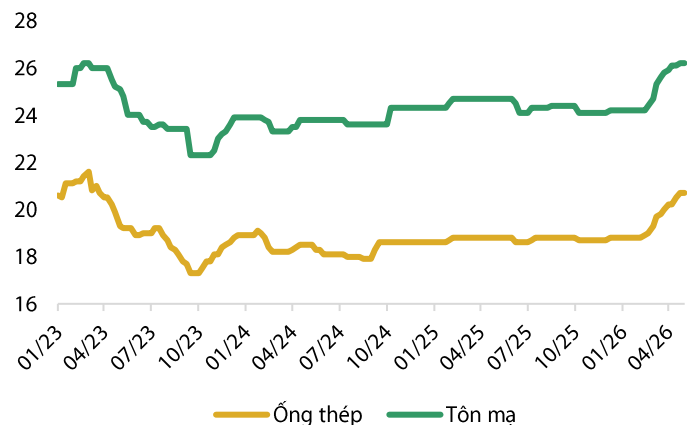
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng xuất khẩu của NKG trong quý 1 giai đoạn 2024-26 theo thị trường (nghìn tấn)



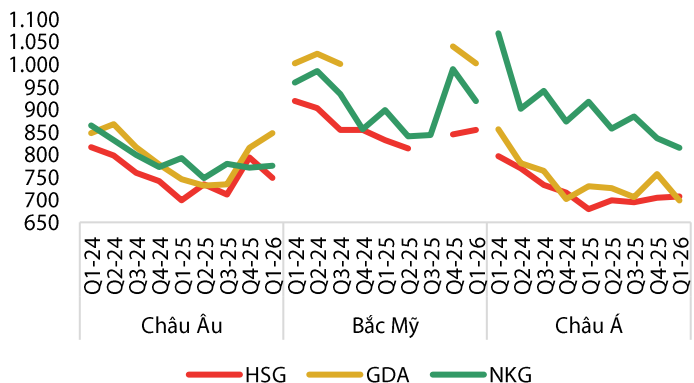
Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Diễn biến giá bán tôn mạ và ống thép đại lý của NKG đến cuối tháng 5-2026 (nghìn VND/kg)



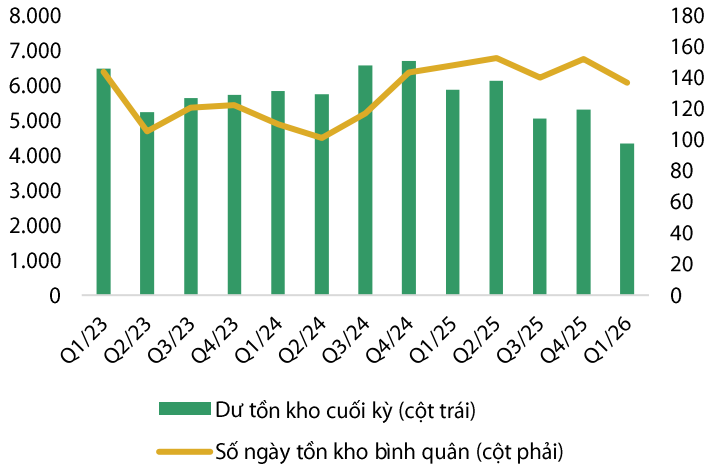
Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá bán xuất khẩu TB của NKG và một số doanh nghiệp tôn mạ theo thị trường (USD/tấn)



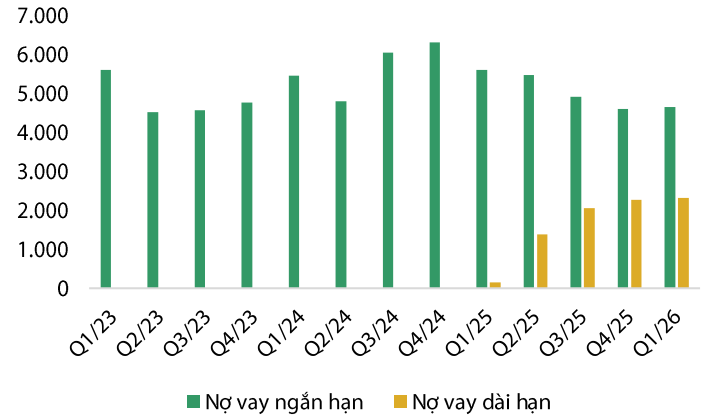
Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Số dư tồn kho (tỷ VND) và số ngày tồn kho bình quân của NKG (ngày)



Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biến động nợ vay ngắn và dài hạn của NKG (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Dự phóng KQKD Q2-26: Kết quả kinh doanh kỳ vọng hồi phục mạnh, tồn tại một số rủi ro liên quan đến công bố thông tin.

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của NKG sẽ được cải thiện rõ nét trong Q2-2026, được hỗ trợ bởi (1) điểm rơi nhu cầu xây dựng hàng năm, (2) các biện pháp bảo hộ ngành thép trong nước và (3) sự hồi phục mạnh của giá bán thép mạ tại nội địa. Tính đến cuối tháng 5/2026, giá bán thép mạ của NKG đã tăng lần lượt khoảng 10% và 8% so với đầu năm, với cao điểm tăng giá từ nửa cuối tháng 3/2026. Mặc dù đã giảm từ quý trước, chúng tôi kỳ vọng lượng hàng tồn kho tương ứng với số ngày tồn kho bình quân khoảng 4 tháng vẫn sẽ giúp biên lợi nhuận của NKG trong quý 2-2026 hồi phục mạnh.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá NKG có một số rủi ro liên quan đến việc công bố thông tin, bao gồm (1) thông tin sản lượng tiêu thụ thép cho VSA và (2) báo cáo tài chính liên quan đến các khoản thu nhập khác tại thời điểm quý 2/2025 (chi tiết tại Phụ lục). Để phục vụ cho việc dự phóng kết quả kinh doanh quý 2/2026, chúng tôi điều chỉnh lại sản lượng và giá bán trung bình của NKG trong quý 1/2026; chi tiết về dự phóng và giả định được trình bày trong Bảng 2.

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2-26 của NKG

| Đơn vị: Tỷ VND | Q2/2026 | +/- (qoq) | +/- (yoy) | Giả định | Q1/2026 (Sau điều chỉnh) | Q1/2026 (Trước điều chỉnh) | Giả định |
|------------------------|--------------|------------|-----------|---|--------------------------|----------------------------|---|
| Doanh thu thuần | 3.845 | 18% | 1% | Cải thiện rõ nét từ mặt bằng giá bán mới và sản lượng tiêu thụ trong mùa cao điểm xây dựng. | | | |
| <i>Xuất khẩu</i> | 1.187 | 8% | -24% | | | | |
| <i>Nội địa</i> | 2.658 | 22% | 19% | | | | |
| Sản lượng tồn mạ | 209.267 | 12% | 4% | | 186.464 | 132.189 | Sản lượng điều chỉnh ước tính từ giá bán điều chỉnh |
| <i>Xuất khẩu</i> | 54.250 | 5% | -34% | Sản lượng xuất khẩu ước tính tăng nhẹ so với mức nền thấp của quý trước. | 51.666 | 28.362 | |
| <i>Nội địa</i> | 155.018 | 15% | 30% | Tiêu thụ nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, được hỗ trợ bởi quý cao điểm xây dựng và các biện pháp phòng vệ thương mại trong nước. | 134.798 | 103.827 | |

| | | | | | | |
|------------------------------------|------------|-------------|-------------|--|--------|---|
| Sản lượng ống thép | - | - | - | NKG có thể sẽ không công bố sản lượng ống thép trong thời gian tới (chúng tôi giả định đã gộp vào sản lượng tôn mạ). | | |
| <i>Xuất khẩu</i> | - | - | - | | | |
| <i>Nội địa</i> | - | - | - | | | |
| Giá bán trung bình | 18.540 | 6% | -2% | | 17.491 | 24.672 |
| | | | | | | Giá định giá bán tương đương quý 4/2025 |
| <i>Xuất khẩu</i> | 21.881 | 3% | 15% | Giá xuất khẩu ước tính sẽ tăng nhẹ theo diễn biến của giá thép trong khu vực. Mức tăng dự phóng thấp hơn tại nội địa do (1) các hợp đồng thương mại thường được ký kết (và chốt giá trước vài tháng) và (2) áp lực tại các thị trường xuất khẩu còn lớn. | 21.244 | 38.700 |
| <i>Nội địa</i> | 17.143 | 6% | -8% | Mặt bằng giá thép mạ tại nội địa kỳ vọng sẽ hồi phục đáng kể khi (1) giá HRC tăng do chi phí đẩy và (2) NKG có khả năng tăng giá bán thép mạ tương ứng nhờ vị thế lớn và nhu cầu tiêu thụ tốt. | 16.173 | 20.997 |
| Giá HRC trung bình | 564 | 7% | 6% | | | |
| Lợi nhuận gộp | 209 | 145% | -23% | Biên gộp kỳ vọng cải thiện lên mức 5,4% nhờ lượng hàng tồn kho giúp giá vốn tăng chậm hơn giá bán. | | |
| Chi phí bán hàng | 84 | 18% | -37% | | | |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 37 | 18% | 7% | | | |
| Lợi nhuận hoạt động | 88 | N.a | N.a | | | |
| Doanh thu tài chính | 70 | -28% | 16% | Doanh thu tài chính giả định tiếp tục duy trì ở mức cao từ mặt bằng lãi suất tăng | | |
| Chi phí tài chính | 60 | 10% | -58% | | | |
| <i>Chi phí lãi vay</i> | 60 | 27% | 0% | Chi phí lãi vay kỳ vọng bắt đầu tăng từ quý 2 khi lãi suất tăng. Chúng tôi giả định dư nợ ngắn hạn của NKG sẽ được duy trì tại mức nền thấp của quý trước. | | |
| Thu nhập/lỗ khác | 0 | -284% | -100% | | | |
| LNTT | 98 | 289% | -13% | | | |
| Thuế | 14 | 289% | -30% | | | |
| LNST công ty mẹ | 83 | 274% | -9% | Lợi nhuận thuần hồi phục chủ yếu nhờ (1) tăng doanh thu và (2) mở rộng biên gộp | | |
| <i>Biên LN gộp (%)</i> | 5,4% | 282 bps | -166 bps | | | |
| <i>Chi phí bán hàng/Dthu thuần</i> | 2,2% | 0 bps | -134 bps | | | |
| <i>Chi phí qldn/Dthu thuần</i> | 1,0% | 0 bps | 5 bps | | | |
| <i>Biên EBIT (%)</i> | 2,3% | 282 bps | -37 bps | | | |
| <i>Biên LN ròng (%)</i> | 2,2% | 149 bps | -23 bps | | | |

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Cập nhật dự phóng KQKD 2026-2027

Chúng tôi điều chỉnh kết quả kinh doanh năm 2026 của NKG so với báo cáo trước do các thay đổi giả định về: (1) Sản lượng và giá bán thị trường xuất khẩu phục hồi yếu hơn; (2) Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần được tiết giảm; và (3) Thu nhập ròng từ hoạt động tài chính cải thiện. Doanh thu thuần và LNST-CĐM qua đó điều chỉnh lần lượt từ 17,2 nghìn tỷ VND (+10% YoY) và 254 tỷ VND (+29% YoY) về mức 16.680 tỷ VND (+12% YoY) và 255 tỷ VND (+29% YoY), trong đó dự kiến 6 tháng NTC 2026 sẽ đạt 41% lợi nhuận. Chi tiết các giả định thay đổi được trình bày trong Bảng 3.

Bảng 3: Thay đổi giả định KQKD năm tài chính 2026 của NKG

| Đơn vị: Tỷ VND | Dự phóng cũ | +/(-)(yoy) | Dự phóng mới | +/(-)(yoy) | Giả định |
|---|---------------|------------|---------------|-------------|--|
| Doanh thu thuần | 17.242 | 10% | 16.680 | 12% | |
| Tổng sản lượng tôn mạ (nghìn tấn) (*) | 727 | 14% | 669 | 5% | |
| <i>Xuất khẩu</i> | 288 | 0% | 230 | -20% | Hoạt động xuất khẩu dự phóng sụt giảm do khó khăn của các hoạt động thương mại. |
| <i>Nội địa</i> | 439 | 25% | 439 | 25% | |
| Tổng sản lượng ống thép (tấn) (*) | 158 | 10% | 158 | 10% | |
| Giá bán tôn mạ (nghìn VND/kg) | | | | | |
| <i>Xuất khẩu</i> | 21,6 | 2,1% | 21,9 | 3,6% | Giá bán tại thị trường xuất khẩu tăng so với ước tính ban đầu nhưng với tốc độ chậm hơn. |
| <i>Nội địa</i> | 18,0 | 2,1% | 18,5 | 5,0% | Giá bán tại nội địa hồi phục tốt hơn kỳ vọng. |
| Chi phí sản xuất tôn mạ (nghìn VND/kg) | | | | | Chi phí HRC tăng nhiều hơn ước tính. |
| <i>Xuất khẩu</i> | 20,3 | 1,6% | 20,7 | 3,6% | |
| <i>Nội địa</i> | 17,0 | 1,6% | 17,2 | 3,6% | |
| Chi phí bán hàng | 603 | 40% | 367 | -15% | Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần giảm so với kỳ vọng ban đầu nhờ chuyển dịch đơn hàng về nội địa (từ đó tiết giảm chi phí vận chuyển). |
| Chi phí qldn | 138 | 13% | 139 | 13% | |
| Lợi nhuận tài chính ròng | -160 | N.a | -108 | N.a | Điều chỉnh tăng doanh thu từ hoạt động tài chính. |
| EBIT | 397 | 72% | 432 | 87% | |
| LNST công ty mẹ | 254 | 29% | 255 | 29% | |
| <i>Biên LN gộp</i> | 7,1% | 180 bps | 5,6% | 30 bps | Biên gộp thu hẹp so với giả định ban đầu do chi phí sản xuất tăng cao hơn, trong khi giá bán xuất khẩu ước tính chỉ tăng nhẹ. |
| <i>Chi phí bán hàng/Dthu thuần</i> | 3,5% | +60 bps | 2,2% | -70 bps | |
| <i>Chi phí qldn/Dthu thuần</i> | 0,8% | 0 bps | 0,8% | 0 bps | |
| <i>Biên LN ròng</i> | 1,5% | 20 bps | 1,5% | 20 bps | |

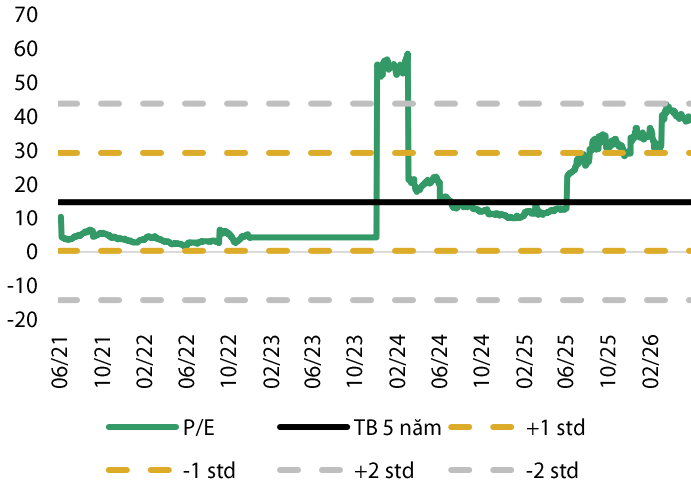
Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

(*) Sản lượng ống thép năm 2025 được tách khỏi tôn mạ với giả định tiêu thụ ống thép tăng trưởng 10% và chỉ tiêu thụ tại nội địa (NKG không công bố sản lượng ống thép từ năm 2025)

Định giá

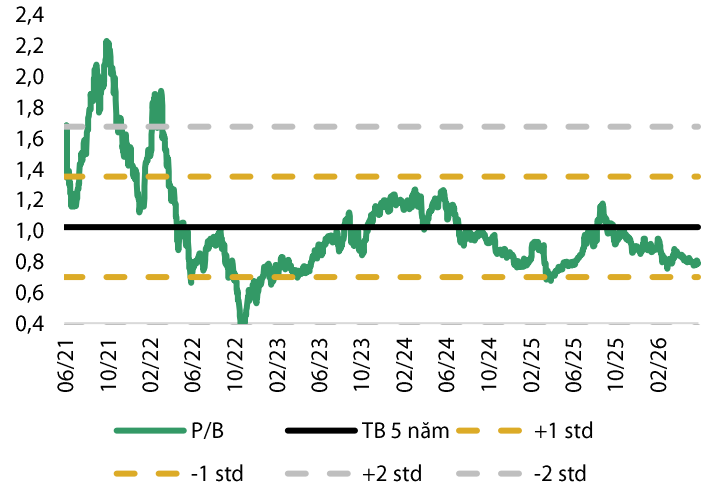
Từ một số rủi ro về công bố thông tin mới, chúng tôi điều chỉnh P/B dự phóng của NKG về lại mức 0,9 lần (gần bằng trung bình 5 năm), thấp hơn so với mức 1,0 lần trong [Báo cáo Công ty tháng 3/2026](#). Cùng với việc trả cổ tức cổ phiếu thưởng 10%, giá mục tiêu mới cho NKG được xác định là **14.400 VND/cổ phiếu**.

Hình 6: P/E của NKG giai đoạn 2021-26



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 7: P/B của NKG giai đoạn 2021-26



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Độ nhạy giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu của NKG theo P/B (VND/cp)

| | | | P/B | | | | |
|------|------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| | | | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| BVPS | 2026 | 15.977 | 11.184 | 12.782 | 14.380 | 15.977 | 17.575 |
| | 2027 | 15.153 | 10.607 | 12.122 | 13.638 | 15.153 | 16.668 |

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Về sai sót kiểm toán trọng yếu tại BCTC năm 2025: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) phát hiện hồ sơ kiểm toán báo cáo tài chính năm 2025 của NKG còn tồn tại sai sót trọng yếu liên quan đến giao dịch chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại KCN Mỹ Xuân B1 - Đại Dương, với giá trị chênh lệch khoảng 94 tỷ đồng chưa được điều chỉnh trên báo cáo hợp nhất, dù vẫn được kiểm toán viên đưa ý kiến chấp nhận toàn phần. Trước sai sót này, UBCKNN đã yêu cầu doanh nghiệp thực hiện các biện pháp khắc phục, đồng thời ra quyết định đình chỉ tư cách kiểm toán đối với hai kiểm toán viên thuộc PwC – đơn vị ký báo cáo tài chính cho NKG. Hiện NKG đang chủ động phối hợp chặt chẽ với đơn vị kiểm toán để rà soát chi tiết các nội dung có liên quan. Sau khi hoàn tất, công ty sẽ căn cứ vào các quy định của pháp luật và chuẩn mực kế toán Việt Nam để xử lý các nội dung có liên quan và trình bày số liệu BCTC phù hợp cho các kỳ tiếp theo.

Nếu loại trừ khoản chênh lệch này trên báo cáo tài chính hợp nhất, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2025 sẽ chỉ đạt khoảng 103 tỷ VND (là mức rất thấp trong giai đoạn 2020-25). Chúng tôi đánh giá thông tin này sẽ gây áp lực tiêu cực lên tâm lý của thị trường đối với cổ phiếu NKG trong ngắn hạn.

Úc khởi xướng điều tra đối với tôn mạ kẽm của Việt Nam: Ngày 30/04/2026, Ủy ban Chống bán phá giá Úc (ADC) đã chính thức thông báo khởi xướng điều tra (Vụ việc 702) đối với sản phẩm thép mạ kẽm (galvanised steel) nhập khẩu từ Việt Nam và Hàn Quốc. Dựa trên đơn khiếu nại của nhà sản xuất nội địa BlueScope Steel, các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam (nổi bật là Hoa Sen và Nam Kim) bị cáo buộc có biên độ bán phá giá lên tới 56%. Quá trình điều tra mới ở giai đoạn đầu, các doanh nghiệp có thời hạn đến đầu tháng 06/2026 để nộp bản trả lời câu hỏi và ADC dự kiến sẽ có báo cáo kết luận sơ bộ vào tháng 10/2026.

Trong cơ cấu xuất khẩu của HSG và NKG năm 2025, thị trường Úc lần lượt chiếm khoảng 7% và 18% - nằm trong nhóm 3 thị trường có tỷ trọng lớn nhất. Trong bối cảnh ngành thép toàn cầu đang chịu áp lực bảo hộ, vụ điều tra mới của Úc (nhiều khả năng sẽ có áp thuế tạm thời trong vòng 60 ngày kể từ khi công bố) cho thấy thị trường xuất khẩu tôn mạ năm 2026 của Việt Nam vẫn đối mặt với nhiều khó khăn. Tuy nhiên, nếu xét trên tổng lượng tiêu thụ (bao gồm cả nội địa), tỷ trọng của thị trường Úc trong cơ cấu tiêu thụ của NKG và NKG chỉ lần lượt khoảng 3% và 7% do hai doanh nghiệp này đã chuyển phần lớn thị trường tiêu thụ về nội địa từ đầu năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động của vụ việc mới (trong trường hợp có áp thuế) đến triển vọng kết quả kinh doanh của HSG và NKG trong năm 2026 sẽ không lớn. Ngoài ra, theo chia sẻ từ HSG, Công ty hiện vẫn đang khá lạc quan với kịch bản **có thể kháng cáo thành công**.

Về cuộc điều tra thép khổ rộng từ Trung Quốc, trong tháng 4/2026, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 612/QĐ-BCT áp dụng biện pháp chống lẩn tránh phòng vệ thương mại đối với thép có chiều rộng từ 1.880 - 2.300 mm xuất xứ từ Trung Quốc (vụ việc AC03.AD20), với mức thuế tạm thời là 27,83%. Cùng với việc một số sản phẩm thép mạ, cán nguội có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc đã bị áp thuế từ tháng 8/2025 (vụ việc AD19), chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh từ thép nhập khẩu trong thời gian tới sẽ được giảm bớt, qua đó tạo dư địa tăng trưởng cho các nhà sản xuất thép nội địa.

Bảng 5: Kết quả kinh doanh Q1-2026

| Đơn vị: Tỷ VND | Q1-FY26 | Q4-FY25 | +/- (qoq) | Q1-FY25 | +/- (yoy) |
|------------------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|------------------|
| Doanh thu thuần | 3.261 | 3.136 | 4,0% | 4.090 | -20,3% |
| Lợi nhuận gộp | 85 | 72 | 18,6% | 263 | -67,6% |
| Chi phí bán hàng | 71 | 76 | -6,3% | 138 | -48,4% |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 31 | 32 | -4,2% | 31 | 1,7% |
| EBITDA | 79 | 58 | 37,2% | 187 | -57,6% |
| EBIT | (17) | (37) | -53,2% | 95 | -118,1% |
| Doanh thu tài chính | 97 | 55 | 76,0% | 47 | 107,5% |
| Chi phí tài chính | 54 | 46 | 19,3% | 64 | -15,5% |
| Chi phí lãi vay | 47 | 49 | -3,0% | 56 | -16,2% |
| Khấu hao | 97 | 95 | 2,2% | 93 | 4,3% |
| Thu nhập khác ròng | 0 | 16 | -99,6% | 4 | -98,7% |
| LNTT | 25 | (11) | -321,4% | 81 | -68,9% |
| LNST Cty mẹ | 22 | (9) | -339,7% | 65 | -65,9% |

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Phân tích HĐKD Q1-FY26

| | Q1-FY26 | Q4-FY25 | +/- (qoq) | Q1-FY25 | +/- (yoy) |
|----------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Chỉ tiêu sinh lợi | | | | | |
| TS lợi nhuận gộp | 2,6% | 2,3% | 32 bps | 6,4% | -382 bps |
| EBITA/Doanh thu | 2,4% | 1,8% | 59 bps | 4,6% | -214 bps |
| EBIT/Doanh thu | -0,5% | -1,2% | 64 bps | 2,3% | -284 bps |
| TS lợi nhuận ròng | 0,7% | -0,3% | 98 bps | 1,6% | -91 bps |
| Hiệu quả hoạt động (ngày) | | | | | |
| Số ngày tồn kho | 136,7 | 152,0 | -15,3 | 147,7 | -11,0 |
| Số ngày khoản phải thu | 33,6 | 43,3 | -9,7 | 26,6 | 7,1 |
| Số ngày phải trả | 32,9 | 42,6 | -9,8 | 17,5 | 15,4 |
| Đòn bẩy | | | | | |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH | 52% | 54% | -142 bps | 47% | 516 bps |

Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

| KQ HKKD | Tỷ VND | | | |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
| Doanh thu thuần | 20.609 | 14.808 | 16.681 | 19.556 |
| Giá vốn | 18.777 | 14.023 | 15.743 | 18.389 |
| Lãi gộp | 1.832 | 785 | 938 | 1.167 |
| Chi phí bán hàng | 1.018 | 431 | 367 | 430 |
| Chi phí quản lý | 120 | 124 | 139 | 163 |
| Thu nhập từ HĐTC | 341 | 214 | 246 | 273 |
| Chi phí tài chính | 477 | 318 | 355 | 401 |
| Lợi nhuận khác | 1 | 114 | -3 | -4 |
| Lợi nhuận trước thuế | 558 | 241 | 319 | 441 |
| Thuế TNDN | 105 | 44 | 64 | 88 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận sau thuế | 453 | 197 | 255 | 353 |
| EBIT | 694 | 230 | 432 | 573 |
| EBITDA | 1.075 | 604 | 840 | 1.059 |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|--------|--------|-------|-------|
| Tăng trưởng | | | | |
| Doanh thu | 10,8% | -28,1% | 12,6% | 17,2% |
| Lợi nhuận HKKD | 41,5% | -43,8% | 39,0% | 26,1% |
| EBITDA | 86,1% | -66,8% | 87,4% | 32,7% |
| Lợi nhuận sau thuế | 285,8% | -56,5% | 29,3% | 38,4% |
| Tổng tài sản | 10,5% | 22,0% | 7,8% | 6,9% |
| Vốn chủ sở hữu | 8,3% | 29,8% | 3,2% | 4,3% |

| Khả năng sinh lợi | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| LN gộp/Doanh thu | 8,9% | 5,3% | 5,6% | 6,0% |
| EBITDA/Doanh thu | 5,2% | 4,1% | 5,0% | 5,4% |
| EBI/Doanh thu | 3,4% | 1,6% | 2,6% | 2,9% |
| LNST/Doanh thu | 2,2% | 1,3% | 1,5% | 1,8% |
| ROA | 3,5% | 1,3% | 1,5% | 1,9% |
| ROE | 8,0% | 2,9% | 3,3% | 4,4% |

| Hiệu quả hoạt động | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Số ngày kh, phải thu | 25,1 | 29,0 | 28,9 | 28,4 |
| Số ngày HTK | 119,0 | 154,0 | 117,8 | 106,1 |
| Số ngày kh, phải trả | 23,8 | 29,9 | 35,7 | 35,0 |

| Khả năng thanh toán | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Hiện hành | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| Nhanh | 0,3 | 0,5 | 0,6 | 0,5 |

| Cấu trúc tài chính | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tổng Nợ / VCSH | 130% | 116% | 126% | 132% |
| Vay ngắn hạn/VCSH | 107% | 60% | 56% | 66% |
| Nợ dài hạn / VCSH | 0% | 30% | 42% | 34% |

| Bảng CĐKT | Tỷ VND | | | |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
| Tiền | 392 | 839 | 945 | 1.108 |
| Đầu tư ngắn hạn | 247 | 835 | 1.200 | 1.200 |
| Khoản phải thu | 1.129 | 1.260 | 1.419 | 1.664 |
| Hàng tồn kho | 6.690 | 5.303 | 5.000 | 5.840 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 1.700 | 1.495 | 1.965 | 2.689 |
| Tài sản cố định hữu hình | 321 | 310 | 310 | 299 |
| Tài sản cố định vô hình | 525 | 1 | 1 | 1 |
| Đầu tư dài hạn | 484 | 541 | 610 | 715 |
| Tài sản dài hạn khác | 392 | 839 | 945 | 1.108 |
| Tổng tài sản | 13.519 | 16.494 | 17.778 | 19.013 |
| Khoản phải trả | 856 | 1.470 | 1.650 | 1.928 |
| Vay và nợ ngắn hạn | 6.312 | 4.601 | 4.403 | 5.432 |
| Vay và nợ dài hạn | 0 | 2.266 | 3.266 | 2.766 |
| Vay và nợ khác | 27 | 24 | 24 | 29 |
| Quỹ khen thưởng phúc lợi | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Quỹ khoa học công nghệ | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng nợ | 7.648 | 8.858 | 9.897 | 10.792 |
| Vốn đầu tư của CSH | 3.159 | 4.476 | 4.923 | 5.416 |
| Cổ phiếu quỹ | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận giữ lại | 2.172 | 2.319 | 2.106 | 1.941 |
| Thu nhập khác | 112 | 112 | 131 | 141 |
| Quỹ đầu tư và phát triển | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng vốn | 13.519 | 16.494 | 17.778 | 19.013 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 15 | 15 | 15 |

| Chỉ số định giá | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 1.434 | 441 | 518 | 652 |
| P/E (x) | 13,6 | 9,9 | 27,8 | 22,1 |
| BV (đồng/cp) | 18.584 | 17.026 | 15.977 | 15.153 |
| P/B (x) | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| 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 | 14.400 | 100% | 14.400 |
| Giá mục tiêu (VND/cp) | | | 14.400 |

| LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ | Giá | Khuyến nghị | Thời hạn |
|------------------|--------|-------------|----------|
| 07/2026 | 14.400 | MUA | 1 Năm |
| 03/2026 | 17.600 | MUA | 1 Năm |

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

| Khuyến Nghị | 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% |

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CÁN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tần, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thăng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+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. RongViet 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 RongViet 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 RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**