Vietcap

Mở tài khoản

Cập nhật

CTCP Thép Nam Kim (NKG) — PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +1,7%

Ngành	**Thép**
Ngày báo cáo	**27/10/2026**
Giá hiện tại	11.800 VND
Giá mục tiêu	**12.000 VND**
GMT gần nhất	11.900 VND*
TL tăng	+1,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	**+1,7%**

GT vốn hóa	5,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	37,1 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	492,3 tr
Pha loãng	492,3 tr

	NKG	VNI
P/E (trượt)	34,9x	14,8x
P/B (ht)	0,8x	1,8x
ROE	2,2%	12,8%
ROA	1,0%	2,0%

*Điều chỉnh theo thay đổi số lượng cổ phiếu lưu hành do đợt chia cổ phiếu thưởng kể từ báo cáo cập nhật gần nhất.
**Số liệu năm 2025 đã được điều chỉnh; chi tiết xem tại Báo cáo KQKD quý 2/2026.

Tổng quan Công ty

Thành lập năm 2002, CTCP Thép Nam Kim (HOSE: NKG) là một trong những nhà sản xuất tôn mạ và ống thép lớn nhất Việt Nam, phục vụ các công trình dân dụng, công nghiệp và xây dựng.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

		2025**	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)		14.808	18.204	28.001	35.483
	% YoY	-28,1%	22,9%	53,8%	26,7%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)		103	285	180	436
	% YoY	-77%	177%	-37%	142%
EPS	% YoY	-83%	177%	-37%	142%
Biên LN gộp		5,3%	6,6%	6,8%	7,3%
Biên EBITDA		4,0%	4,8%	5,7%	5,7%
Biên LN từ HĐKD		1,6%	2,5%	2,8%	3,4%
Biên LN ròng		0,7%	1,6%	0,6%	1,2%
Dòng tiền tự do/doanh thu		-4,8%	-3,4%	-0,9%	-1,8%
EV/EBITDA		18,6x	12,6x	6,9x	5,5x
P/E		59,4x	21,4x	34,3x	14,2x
P/B		0,8x	0,7x	0,7x	0,7x
ROE		1,5%	3,7%	2,3%	5,3%

Xuất khẩu cải thiện hỗ trợ đà phục hồi; dự án NKPM dự kiến gây áp lực lên lợi nhuận năm 2027

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với CTCP Thép Nam Kim (NKG), với giá mục tiêu nhìn chung không đổi ở mức 12.000 đồng/cổ phiếu (so với giá mục tiêu trước đó là 11.900 đồng/cổ phiếu, đã điều chỉnh theo thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành).
- Việc dời thời điểm định giá sang cuối năm 2027 hỗ trợ giá mục tiêu của chúng tôi, bù đắp cho dự báo lợi nhuận thấp hơn và WACC tăng nhẹ từ mức 12,2% lên 12,3%. Chúng tôi thay thế mô hình CKDT đa giai đoạn 10 năm trước đây bằng mô hình CKDT 5 năm dựa trên dự báo dòng tiền giai đoạn 2027-2031, bao quát giai đoạn nâng công suất hoạt động của dự án Nam Kim Phú Mỹ (NKPM) lên mức tối đa, đồng thời duy trì tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,5% cho giai đoạn sau đó.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 52%/82%/74%/68%/54%/54% dự báo LNST-CĐTS cho các năm 2026/27/28/29/30/31. Mức điều chỉnh giảm chủ yếu phản ánh doanh số bán hàng trong nước thấp hơn trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt hơn dự kiến, cùng với biên lợi nhuận thấp hơn do chi phí HRC đầu vào tăng sau khi Việt Nam áp thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.
- **Yếu tố hỗ trợ tăng giá:** Xuất khẩu mạnh hơn và tiến độ nâng công suất hoạt động dự án NKPM nhanh hơn dự kiến. **Rủi ro giảm giá:** Các biện pháp hạn chế thương mại bổ sung tại các thị trường xuất khẩu, chênh lệch giá suy yếu và tiến độ nâng công suất hoạt động dự án NKPM chậm hơn dự kiến.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2026 sẽ phục hồi từ mức nền thấp dù dự báo bị điều chỉnh giảm đáng kể. Chúng tôi dự báo LNST-CĐTS đạt 285 tỷ đồng (+177% YoY), chủ yếu được hỗ trợ bởi sản lượng tăng 8% (xuất khẩu +39% YoY, nội địa -10% YoY trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt) và biên LN gộp cải thiện khoảng 130 điểm cơ bản lên 6,6%. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp nửa cuối năm sẽ trở về mức 6,4% từ mức khoảng 7,0% trong nửa đầu năm, khi lợi thế về thời điểm nhập hàng tồn kho trong bối cảnh gián đoạn tại Trung Đông nhạt dần. Dự báo LNTT năm 2026 của chúng tôi tương đương 95% kế hoạch năm 2026 của NKG.

Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (NKPM) có tiềm năng mang lại tăng trưởng dài hạn, nhưng giai đoạn tăng tốc sản lượng ban đầu dự kiến gây áp lực lên lợi nhuận năm 2027. So với báo cáo cập nhật gần nhất, vốn đầu tư dự kiến tăng 38% lên 6,2 nghìn tỷ đồng, trong khi công suất tăng lên 1,2 triệu tấn/năm từ 800.000 tấn/năm. Các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn có thể hỗ trợ biên lợi nhuận dài hạn. Tuy nhiên, việc thâm nhập các thị trường này có thể gặp nhiều khó khăn ở giai đoạn đầu do yêu cầu nghiêm ngặt về chứng nhận nhà cung cấp của khách hàng và mối quan hệ bền chặt với các nhà cung cấp hiện hữu, qua đó có thể làm chậm tiến độ tăng sản lượng. Chúng tôi giả định hiệu suất sử dụng công suất đạt lần lượt 30%/50%/70%/90%/100% trong các năm 2027/28/29/30/31, với thời gian ban đầu thấp hơn mức hiệu suất hòa vốn LNTT ước tính của chúng tôi là khoảng 55-60%. Mặc dù doanh thu năm 2027 dự báo tăng 54%, chúng tôi kỳ vọng LNST-CĐTS giảm 37% YoY do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng, khi chi phí vay được ghi nhận vào chi phí thay vì vốn hóa như trong giai đoạn nhà máy đang xây dựng.

Dòng chảy thương mại dịch chuyển giúp xuất khẩu cải thiện, nhưng tính bền vững vẫn còn bất định. Xuất khẩu của NKG suy yếu mạnh khi các thị trường truyền thống như Mỹ và EU ngày càng khó tiếp cận. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu đã phục hồi trong những tháng gần đây nhờ các cơ hội mới tại Brazil sau khi nước này áp thuế CBPG đối với thép mạ của Trung Quốc vào tháng 2/2026. Tỷ trọng của Brazil trong cơ cấu xuất khẩu ước tính của NKG tăng từ mức không đáng kể trong 8T 2025 lên khoảng 17% trong 8T 2026. Bên cạnh đó, hạn ngạch điều chỉnh của Anh giúp thép mạ kim loại của Việt Nam có mức tiếp cận hạn ngạch hàng quý cao hơn khoảng 240%, mở ra thêm cơ hội tăng trưởng. Dù vậy, chúng tôi vẫn thận trọng về tính bền vững của đà phục hồi này. Úc và Malaysia, hai thị trường cùng chiếm khoảng 37% xuất khẩu ước tính của NKG trong 8T 2026, đều đã khởi xướng điều tra CBPG đối với thép mạ của Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy rủi ro là các thị trường thay thế về sau cũng có thể áp dụng các hạn chế tương tự khi xuất khẩu của Việt Nam tăng, gây rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo sản lượng xuất khẩu tăng 63% trong năm 2027 của chúng tôi, và có thể làm gia tăng trở lại áp lực cạnh tranh trên thị trường nội địa dư cung của Việt Nam.

Triển vọng năm 2026: Xuất khẩu phục hồi hỗ trợ lợi nhuận tăng trở lại từ mức nền thấp

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025**	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)	782	1.250	844	8%	-33%	
- Nội địa	495	765	443	-10%	-42%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 42% dự báo sản lượng nội địa năm 2026, phản ánh kết quả kém tích cực hơn kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng NKG đối mặt với cạnh tranh nội địa gay gắt hơn so với CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) vốn có mạng lưới phân phối rộng khắp, trong khi NKG trước nay tập trung nhiều hơn vào xuất khẩu. Trong 8T 2026, sản lượng tiêu thụ nội địa của NKG giảm 10% YoY, và thị phần nội địa giảm từ 15,2% trong 8T 2025 xuống 13,6%.
- Xuất khẩu	288	485	401	39%	-17%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% dự báo sản lượng xuất khẩu năm 2026, phản ánh kết quả kém tích cực hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu phục hồi từ mức nền thấp của năm 2025 (chịu tác động từ các hạn chế thương mại của Mỹ/EU), nhờ các cơ hội mới tại Brazil và Anh. * Xuất khẩu dường như đã chạm đáy trong quý 1/2026 ở mức 9.400 tấn/tháng, phục hồi lên 30.700 tấn/tháng trong quý 2 và 37.000 tấn/tháng trong tháng 7-8 (so với 27.200 tấn/tháng trong 8T 2025). Tuy nhiên, các hạn chế thương mại bổ sung vẫn là rủi ro.
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)	18,9	21,6	21,6	14%	0%	* Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình (ASP) tăng so với cùng kỳ, nhờ giá thép cao hơn trong bối cảnh gián đoạn tại Trung Đông và tỷ trọng xuất khẩu lớn hơn (~48% sản lượng so với 37% năm 2025). Xuất khẩu thường có ASP cao hơn nhưng cũng đi kèm chi phí vận chuyển cao hơn.
Doanh thu thuần	**14.808**	**26.966**	**18.204**	**23%**	**-32%**	
Lợi nhuận gộp	785	2.343	1.208	54%	-48%	
Chi phí SG&A	-555	-1.290	-746	35%	-42%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**230**	**1.053**	**462**	**101%**	**-56%**	
Thu nhập tài chính	214	110	216	1%	97%	* Dự báo cao hơn do kết quả nửa đầu năm vượt kỳ vọng, chủ yếu phản ánh thu nhập lãi cao hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao.
Chi phí tài chính	-318	-436	-298	-6%	-32%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-220	-355	-252	15%	-29%	* Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay tăng 15% YoY do chi phí vay cao hơn. Lãi vay của khoản nợ bổ sung để tài trợ cho NKPM dự kiến sẽ được vốn hóa phần lớn cho đến khi nhà máy đi vào hoạt động thương mại vào tháng 11/2026.
Thu nhập thuần khác	20	0	0	-100%	N.M	
LNTT	147	727	380	160%	-48%	
LNST-CĐTS	**103**	**596**	**285**	**177%**	**-52%**	
LNST-CĐTS cốt lõi*	**67**	**596**	**272**	**304%**	**-54%**	
Khoản bất thường						
Lãi/(lỗ) tỷ giá ròng	6	0	18	194%	N.M	
(Trích lập)/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho	25	0	0	-100%	N.M	
Lãi/(lỗ) khác	20	0	0	-100%	N.M	
Biên lợi nhuận gộp	5,3%	8,7%	6,6%			* Chúng tôi điều chỉnh giảm khoảng 210 điểm cơ bản dự báo biên LN gộp năm 2026 xuống 6,6% (+130 điểm cơ bản YoY), sau diễn biến KQKD kém tích cực hơn kỳ vọng. Biên LN gộp nửa đầu năm đạt ~7,0%, được hỗ trợ bởi biên LN quý 2 cao khi giá thép tăng trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung liên quan đến Trung Đông. Chúng tôi kỳ vọng lợi thế này sẽ nhạt dần trong nửa cuối năm, đưa biên LN gộp trở về mức ~6,4%.
SG&A/doanh thu	3,7%	4,8%	4,1%			* Chúng tôi dự báo SG&A/doanh thu tăng lên 4,1% trong năm 2026 từ 3,7% năm 2025, chủ yếu do chi phí vận chuyển ở mức cao trong bối cảnh gián đoạn liên quan đến Trung Đông và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu cao hơn. * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sau diễn biến KQKD thấp hơn kỳ vọng.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1,6%	3,9%	2,5%			
Biên LNST-CĐTS	0,7%	2,2%	1,6%			
Biên LNST-CĐTS cốt lõi*	0,5%	2,2%	1,5%			

Nguồn: NKG, Vietcap dự báo. *Lợi nhuận cốt lõi loại trừ khoản trích lập/(hoàn nhập) dự phòng hàng tồn kho và các khoản bất thường khác, áp dụng thuế suất hiệu dụng trong năm. **Số liệu năm 2025 đã được điều chỉnh; chi tiết xem tại Báo cáo KQKD quý 2/2026 của NKG.

Triển vọng năm 2027: Dự án NKPM thúc đẩy tăng trưởng sản lượng nhưng gây áp lực lên lợi nhuận trong giai đoạn đầu

Hình 2: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2027 cũ	Dự báo 2027 mới	Dự báo 2027 mới YoY	Dự báo 2027 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)	844	1.481	1.255	49%	-15%	* Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng được thúc đẩy bởi (1) mức phục hồi 10% tại các nhà máy hiện hữu, chủ yếu nhờ xuất khẩu cải thiện, và (2) đóng góp cả năm đầu tiên của NKPM, với giả định hiệu suất sử dụng công suất đạt 30%. * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo trước đây chủ yếu do mức nền năm 2026 thấp hơn, phản ánh kết quả nội địa kém tích cực hơn kỳ vọng.
- Nội địa	443	867	602	36%	-31%	* Chúng tôi dự báo sản lượng nội địa tăng 36% YoY, chủ yếu nhờ đóng góp của NKPM. Đối với các nhà máy hiện hữu, chúng tôi dự báo sản lượng nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ. Chúng tôi điều chỉnh giảm 31% dự báo trước đây trong bối cảnh áp lực cạnh tranh tiếp diễn. Chúng tôi kỳ vọng NKG sẽ ưu tiên xuất khẩu hơn tiêu thụ nội địa chừng nào khả năng tiếp cận thị trường nước ngoài vẫn thuận lợi.
- Xuất khẩu	401	614	653	63%	6%	* Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu tăng 63% YoY, nhờ đà phục hồi tiếp diễn tại các nhà máy hiện hữu và công suất bổ sung từ NKPM. Chúng tôi điều chỉnh tăng 6% dự báo trước đây.
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)	21,6	22,2	22,3	3%	0%	* Chúng tôi kỳ vọng ASP tăng nhờ giá thép phục hồi dần và tỷ trọng xuất khẩu cao hơn.
Doanh thu thuần	**18.204**	**32.915**	**28.001**	**54%**	**-15%**	
Lợi nhuận gộp	1.208	3.045	1.908	58%	-37%	
Chi phí SG&A	-746	-1.525	-1.120	50%	-27%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**462**	**1.520**	**788**	**70%**	**-48%**	
Thu nhập tài chính	216	128	250	16%	96%	* Dự báo cao hơn chủ yếu phản ánh mức nền năm 2026 cao hơn.
Chi phí tài chính	-298	-445	-818	175%	84%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-252	-346	-747	197%	116%	* Chúng tôi kỳ vọng chi phí lãi vay tăng mạnh khi chi phí vay liên quan đến NKPM được ghi nhận toàn bộ vào chi phí sau khi nhà máy đi vào hoạt động thương mại, so với việc được vốn hóa trong phần lớn năm 2026.
Thu nhập thuần khác	0	0	0	N.M	N.M	
LNTT	380	1.202	220	-42%	-82%	
LNST-CĐTS	**285**	**986**	**180**	**-37%**	**-82%**	
LNST-CĐTS cốt lõi*	**272**	**986**	**158**	**-42%**	**-84%**	* Mặc dù lợi nhuận từ HĐKD cao hơn, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi giảm do chi phí lãi vay liên quan đến NKPM tăng mạnh. Chi phí khấu hao cao hơn cũng gây áp lực lên khả năng sinh lời hoạt động. Ở mức hiệu suất sử dụng công suất 30%, NKPM nhiều khả năng vẫn thua lỗ, thấp hơn mức hiệu suất hòa vốn LNTT ước tính của chúng tôi là 55-60%.
Khoản bất thường						
Lãi/(lỗ) tỷ giá ròng	18	0	28	54%	N.M	
(Trích lập)/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho	0	0	0	N.M	N.M	
Lãi/(lỗ) khác	0	0	0	N.M	N.M	
Biên lợi nhuận gộp	6,6%	9,3%	6,8%			* Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp cải thiện nhờ giá thép phục hồi và cơ cấu sản phẩm có biên LN cao hơn của NKPM, một phần được bù đắp bởi chi phí khấu hao tăng trong giai đoạn tăng tốc sản lượng ban đầu.
SG&A/doanh thu	4,1%	4,6%	4,0%			* Thấp hơn so với cùng kỳ mặc dù tỷ trọng xuất khẩu cao hơn, chủ yếu do giả định của chúng tôi về giá dầu giảm trong năm tới.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	2,5%	4,6%	2,8%			
Biên LNST-CĐTS	1,6%	3,0%	0,6%			
Biên LNST-CĐTS cốt lõi*	1,5%	3,0%	0,6%			

Nguồn: NKG, Vietcap dự báo. *Lợi nhuận cốt lõi loại trừ khoản trích lập/(hoàn nhập) dự phòng hàng tồn kho và các khoản bất thường khác, áp dụng thuế suất hiệu dụng trong năm.

Cập nhật về nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (NKPM)

NKG đã nâng vốn đầu tư dự kiến cho NKPM từ 4,5 nghìn tỷ đồng trong báo cáo trước lên 6,2 nghìn tỷ đồng, đồng thời nâng công suất. Theo một số báo trong nước vào tháng 10/2026, công suất dự kiến của nhà máy đã tăng từ 800.000 tấn/năm lên 1,2 triệu tấn/năm, mức mà chúng tôi áp dụng trong dự báo.

Chúng tôi cho rằng NKPM có thể hỗ trợ cải thiện biên LN gộp trung và dài hạn của NKG nhờ chuyển dịch sang các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn. Nhà máy sẽ sản xuất các sản phẩm thép có thông số kỹ thuật cao hơn cho các ứng dụng thiết bị gia dụng, ôtô và máy móc công nghiệp, so với tôn mạ truyền thống được sử dụng chủ yếu trong xây dựng. Các sản phẩm này đòi hỏi quy trình sản xuất phức tạp hơn và kiểm soát chất lượng chặt chẽ hơn, qua đó có thể mang lại biên lợi nhuận cao hơn.

Tại ĐHCĐ tháng 4/2026, ban lãnh đạo nhấn mạnh mức độ cạnh tranh nội địa hạn chế đối với các sản phẩm có thông số kỹ thuật cao này và bày tỏ triển vọng tích cực về nhà máy, nhưng không đưa ra định hướng tài chính chi tiết. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc thâm nhập các thị trường này có thể gặp nhiều khó khăn ở giai đoạn đầu do yêu cầu nghiêm ngặt về chứng nhận nhà cung cấp của khách hàng và mối quan hệ bền chặt với các nhà cung cấp hiện hữu, qua đó có thể làm chậm tiến độ tăng sản lượng. Do đó, **chúng tôi giả định hiệu suất sử dụng công suất đạt lần lượt 30%/50%/70%/90%/100% trong các năm 2027/28/29/30/31, phản ánh quá trình từng bước tăng sản lượng**.

NKPM đã bắt đầu xuất hàng trước thời điểm vận hành thương mại dự kiến vào cuối tháng 11/2026. Trong tháng 7/2026, NKG đã xuất lô hàng đầu tiên với 12.500 tấn thép cán nguội ủ (CR-Annealed) sang Brazil, đánh dấu cột mốc quan trọng của dự án.

Về nguồn vốn, chúng tôi giả định cơ cấu 40% vốn chủ sở hữu/60% nợ vay, so với 30%/70% trong báo cáo trước đó, nhìn chung phù hợp với thông tin đăng ký đầu tư điều chỉnh của dự án được công bố trong báo cáo đánh giá tác động môi trường. Chúng tôi giả định phần vốn chủ sở hữu sẽ được tài trợ từ nguồn nội bộ thay vì nguồn bên ngoài (ví dụ: đợt chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu).

Kế hoạch chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu được thông qua tại ĐHCĐ tháng 4/2026:

- **Tỷ lệ phát hành:** 25%, tương đương 1 cổ phiếu mới cho mỗi 4 cổ phiếu đang nắm giữ.
- **Giá chào bán:** 12.000 đồng/cổ phiếu (cao hơn 1,7% so với giá đóng cửa ngày 26/10/2026).
- **Số tiền thu về dự kiến:** Tối đa khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng (56,6 triệu USD).
- **Mục đích sử dụng vốn:** Số tiền thu được sẽ được dùng để tăng phần vốn góp của NKG vào dự án NKPM, nhằm (1) tài trợ chi phí đầu tư nhà máy và/hoặc (2) bổ sung vốn lưu động phục vụ vận hành. ĐHCĐ đã ủy quyền cho HĐQT hoàn thiện phương án phân bổ vốn và tiến độ giải ngân chi tiết.
- **Thời gian dự kiến:** Trong năm 2026 và/hoặc 2027, tùy thuộc vào sự chấp thuận của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN).
- **Hạn chế chuyển nhượng:** Không áp dụng đối với cổ phiếu mua theo quyền của cổ đông. Tuy nhiên, các cổ phiếu không được đăng ký mua và sau đó được phân phối cho nhà đầu tư khác sẽ bị hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm.

Quan điểm của chúng tôi: Hiện tại chúng tôi không đưa kế hoạch chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu này vào dự báo do không chắc chắn về khả năng thực hiện thành công. Giá chào bán 12.000 đồng/cổ phiếu cao hơn giá thị trường gần đây của NKG, qua đó có thể hạn chế động lực đăng ký mua của cổ đông. Trong bối cảnh rủi ro từ các biện pháp phòng vệ thương mại đã nêu ở trên, chúng tôi cho rằng dư địa để giá cổ phiếu NKG giao dịch bền vững và cao hơn đáng kể so với giá chào bán là hạn chế, trừ khi NKPM tăng tốc sản lượng nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi và chứng minh được khả năng sinh lời bền vững.

Xuất khẩu cải thiện hỗ trợ đà phục hồi, nhưng rủi ro thương mại vẫn còn hiện hữu

Các thị trường xuất khẩu thay thế hỗ trợ dự báo phục hồi của chúng tôi, bất chấp sự suy yếu kéo dài ở các thị trường truyền thống. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ của NKG giảm 54% YoY trong năm 2025 và tiếp tục giảm 11% YoY trong 8T 2026. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ phục hồi mạnh trong năm 2027, sau đó tăng trưởng vừa phải hơn trong các năm tiếp theo. Malaysia và Brazil đã trở thành các thị trường tiêu thụ quan trọng, trong khi hạn ngạch của Anh được cải thiện mang lại thêm cơ hội. Xuất khẩu mạnh hơn cũng sẽ giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh trên thị trường nội địa dư cung của Việt Nam, mặc dù tính bền vững của khả năng tiếp cận các thị trường thay thế vẫn là rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo của chúng tôi.

Thị trường truyền thống: Khả năng tiếp cận tiếp tục thu hẹp

Mức thuế cao của Mỹ hạn chế khả năng phục hồi diện rộng của xuất khẩu sang thị trường này. Tại ĐHCĐ tháng 4/2025, ban lãnh đạo NKG cho biết xuất khẩu tôn mạ sang Mỹ về cơ bản đã dừng lại sau khi các cuộc điều tra CBPG và chống trợ cấp (CVD) được khởi xướng vào tháng 9/2024. Theo dữ liệu Hải quan, Mỹ chiếm khoảng 16% cơ cấu xuất khẩu ước tính của NKG trong năm 2024 trước khi giảm xuống mức không đáng kể trong năm 2025. Các biện pháp sau đó đã củng cố thêm các rào cản này: thuế theo Mục 232 tăng từ 25% lên 50% vào tháng 6/2025, trong khi các lệnh áp thuế tháng 12/2025 ấn định mức thuế CBPG là 94,89% và thuế CVD là 1,29% đối với các sản phẩm thuộc diện áp thuế của NKG, bên cạnh thuế theo Mục 232. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng việc tiếp cận thị trường Mỹ bình thường hóa trên diện rộng sẽ hỗ trợ đà phục hồi xuất khẩu của NKG.

EU vẫn là thị trường bị hạn chế khi các biện pháp bảo hộ nhập khẩu ngày càng thắt chặt. Tỷ trọng của EU trong cơ cấu xuất khẩu ước tính của NKG giảm từ khoảng 39% trong 8T 2025 xuống 6% trong 8T 2026. Từ tháng 7/2026, EU tăng gấp đôi thuế ngoài hạn ngạch từ 25% lên 50% và cắt giảm khoảng 33% hạn ngạch thép mạ kim loại Nhóm 4A áp dụng cho toàn EU so với năm hạn ngạch trước đó. Việt Nam chịu tác động tương đối nhẹ hơn: dù hạn ngạch toàn EU bị cắt giảm, mức phân bổ riêng ban đầu dành cho Việt Nam nhìn chung vẫn tương đương mức tiếp cận tối đa theo lý thuyết trước đây trong khuôn khổ hạn ngạch dùng chung cho các quốc gia khác. Tuy nhiên, xu hướng chung rõ ràng là EU thắt chặt bảo hộ nhập khẩu thép, được củng cố bởi các nghĩa vụ tài chính theo Cơ chế Điều chỉnh Biên giới Carbon (CBAM) áp dụng đối với hàng nhập khẩu từ năm 2026, làm phát sinh thêm chi phí liên quan đến carbon và yêu cầu tuân thủ. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng EU sẽ là động lực chính cho dự báo phục hồi xuất khẩu của NKG, cũng như của các nhà sản xuất thép Việt Nam nói chung.

Thị trường thay thế: Các kênh mới giúp giảm bớt một phần áp lực

Thị trường Malaysia ngày càng trở nên quan trọng, trong khi mức đóng góp của thị trường Úc có xu hướng giảm. Tỷ trọng gộp của Úc và Malaysia trong cơ cấu xuất khẩu ước tính của NKG tăng từ khoảng 9% trong năm 2024 lên 29% trong năm 2025, khi các thị trường thay thế trở nên quan trọng hơn trong bối cảnh các thị trường truyền thống suy giảm mạnh. Gần đây, đóng góp của hai thị trường này đã có sự phân hóa: tỷ trọng của Malaysia tăng từ khoảng 11% trong 8T 2025 lên 28% trong 8T 2026, trong khi tỷ trọng của Úc giảm từ 15% xuống 9%. Do đó, Malaysia đặc biệt quan trọng đối với triển vọng xuất khẩu hiện tại của NKG, trong khi Úc vẫn là thị trường đáng chú ý dù tỷ trọng đóng góp nhỏ hơn. Những dịch chuyển này cho thấy sự phụ thuộc lớn hơn vào một số thị trường chọn lọc, thay vì sự cải thiện trên diện rộng ở các thị trường xuất khẩu.

Brazil mang lại nguồn hỗ trợ xuất khẩu mới, nhờ được hưởng mức thuế thuận lợi hơn so với các nhà cung cấp Trung Quốc. Brazil chiếm khoảng 17% cơ cấu xuất khẩu ước tính của NKG trong 8T 2026, so với mức đóng góp không đáng kể một năm trước. Sự cải thiện này diễn ra sau khi Brazil áp thuế CBPG vào tháng 2/2026 ở mức 285-710 USD/tấn đối với thép mạ kim loại của Trung Quốc và 329-597 USD/tấn đối với thép sơn phủ màu của Trung Quốc. Các sản phẩm của Việt Nam không thuộc diện áp thuế này, qua đó cải thiện khả năng cạnh tranh so với các nhà cung cấp Trung Quốc bị ảnh hưởng. Chúng tôi nhận thấy Brazil có dư địa hỗ trợ đà phục hồi xuất khẩu của NKG, mặc dù cơ hội này không chỉ dành riêng cho Việt Nam.

Việc điều chỉnh phân bổ hạn ngạch của Anh tạo thêm dư địa phục hồi. Từ tháng 7/2026, Anh nâng hạn ngạch hằng năm dành cho thép mạ kim loại của Việt Nam từ mức tối đa khoảng 51.000 tấn theo hạn ngạch dùng chung cho các quốc gia khác lên mức phân bổ riêng khoảng 174.400 tấn (tăng khoảng 242%), mang lại nhiều cơ hội hơn cho xuất khẩu của Việt Nam. Hàng nhập khẩu ngoài hạn ngạch chịu mức thuế 50%. Thị trường Anh chiếm khoảng 8% cơ cấu xuất khẩu ước tính của NKG trong 8T 2026 (phần lớn sản lượng tập trung trong tháng 7 và tháng 8), so với 11% một năm trước. Tuy nhiên, mức phân bổ điều chỉnh chỉ có hiệu lực từ tháng 7, do đó so sánh lũy kế 8 tháng chưa phản ánh đầy đủ lợi ích tiềm năng. Chúng tôi đánh giá việc cải thiện khả năng tiếp cận hạn ngạch là cơ hội bổ sung hỗ trợ đà phục hồi, với mức đóng góp phụ thuộc vào khả năng đảm bảo và thực hiện đơn hàng của NKG.

Hình 3: Hạn ngạch nhập khẩu thép mạ kim loại của Anh (tấn)

Kỳ	Hạn ngạch dùng chung cho các quốc gia khác trước đây (tháng 7/2025-tháng 6/2026)		Hạn ngạch riêng mới dành cho Việt Nam (tháng 7/2026-tháng 6/2027)
	Tổng hạn ngạch cho các quốc gia khác	Mức tối đa cho Việt Nam (tối đa 15% tổng hạn ngạch cho các quốc gia khác)	
Quý 1: tháng 7 - tháng 9	85.595	12.839	43.591
Quý 2: tháng 10 - tháng 12	85.595	12.839	43.591
Quý 3: tháng 1 - tháng 3	83.735	12.560	43.591
Quý 4: tháng 4 - tháng 6	84.665	12.700	43.594
Tổng	**339.590**	**50.938**	**174.367**
Thuế ngoài hạn ngạch	**25%**	**25%**	**50%**

Nguồn: Chính phủ Anh, Vietcap tổng hợp

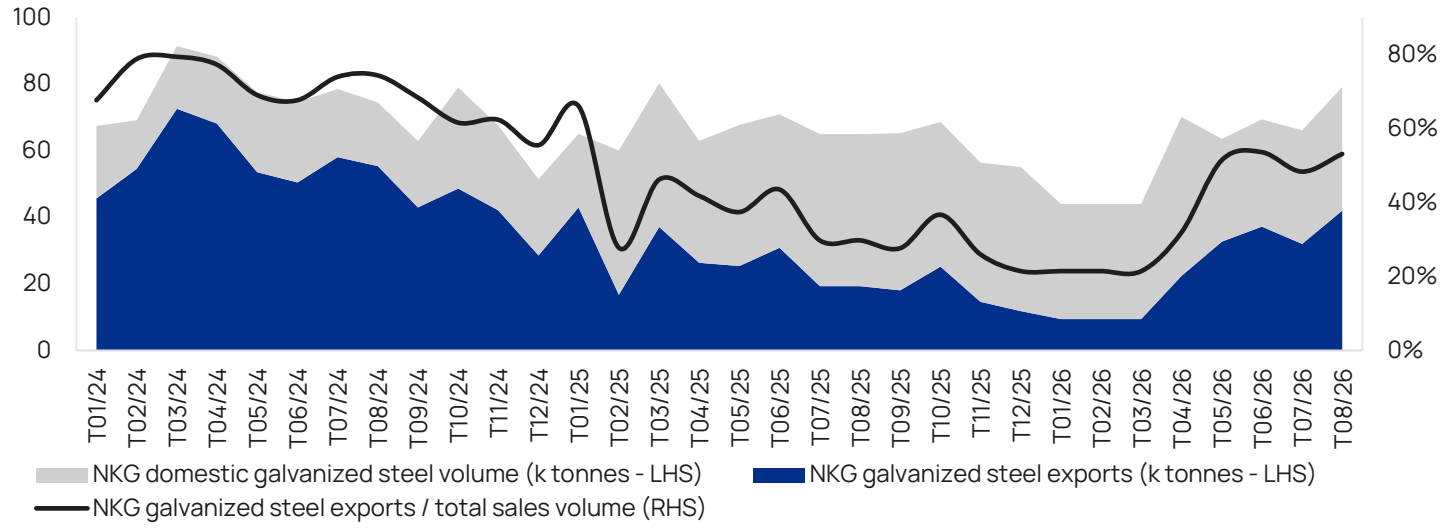
Tác động đối với NKG: Xuất khẩu cải thiện hỗ trợ lợi nhuận, nhưng rủi ro thương mại vẫn còn hiện hữu

Phục hồi xuất khẩu có thể hỗ trợ lợi nhuận của NKG đồng thời giảm bớt áp lực cạnh tranh trên thị trường nội địa. Doanh số xuất khẩu cao hơn sẽ nâng hiệu suất sử dụng công suất nhà máy của NKG, trong khi xuất khẩu toàn ngành mạnh hơn sẽ giảm áp lực chuyển hướng sản lượng về thị trường Việt Nam vốn đã dư cung. Điều này có thể giúp hạn chế áp lực cạnh tranh nội địa, mang lại lợi ích không chỉ cho mảng nội địa của NKG mà còn cho các doanh nghiệp chú trọng thị trường nội địa hơn như HSG. Do đó, chúng tôi đánh giá phục hồi xuất khẩu là động lực lợi nhuận tiềm năng cho toàn ngành, thay vì chỉ các nhà sản xuất định hướng xuất khẩu. Tuy nhiên, việc cải thiện khả năng tiếp cận thị trường xuất khẩu chỉ giúp hấp thụ lượng cung dư thừa chứ không giải quyết được tình trạng mất cân đối công suất cơ bản.

Chúng tôi vẫn thận trọng về tính bền vững của đà cải thiện xuất khẩu trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ thương mại toàn cầu gia tăng. Từ các diễn biến gần đây, chúng tôi nhận thấy một xu hướng có thể đang hình thành: khi rào cản thương mại thu hẹp khả năng tiếp cận một thị trường, các nhà xuất khẩu sẽ chuyển hướng sang thị trường thay thế, nơi họ thường phải cạnh tranh gay gắt với thép Trung Quốc. Sau đó, thuế được áp lên hàng Trung Quốc có thể mở ra cơ hội cho các nhà cung cấp Việt Nam, nhưng khi lượng hàng Việt Nam vào các thị trường này tăng lên, chính các thị trường đó cũng có thể khởi xướng điều tra phòng vệ thương mại. Do đó, chúng tôi cho rằng có rủi ro các cơ hội xuất khẩu mới chỉ mang lại hỗ trợ tạm thời, thay vì là lời giải bền vững cho tình trạng dư cung mang tính cấu trúc của ngành.

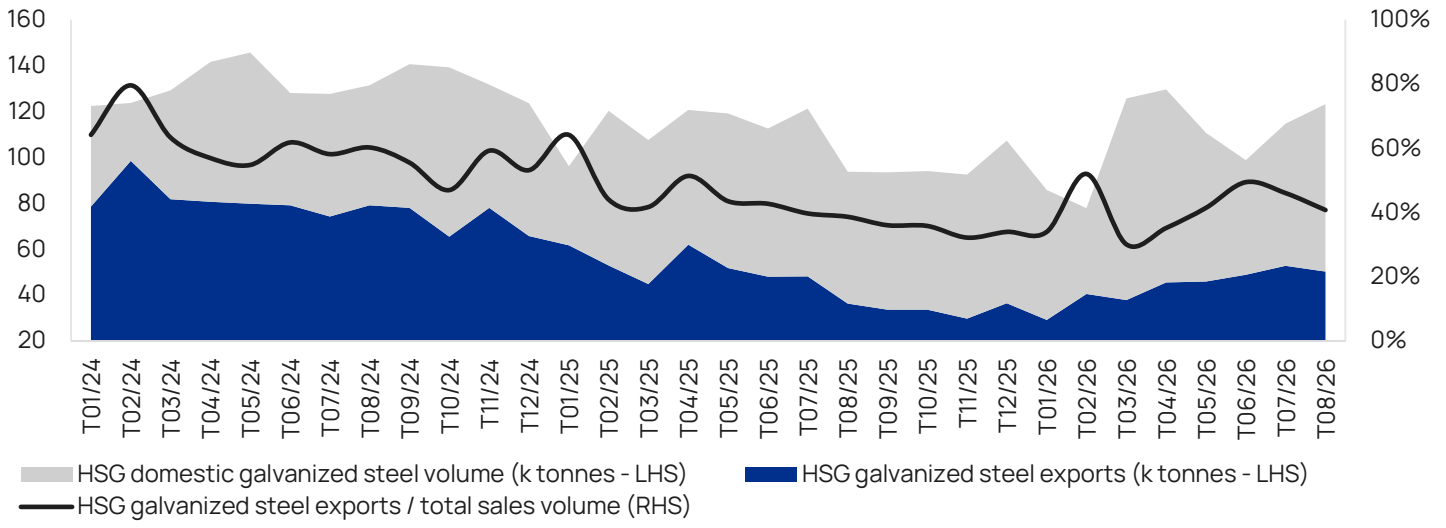
Các cuộc điều tra đang diễn ra tại Malaysia và Úc cho thấy rõ rủi ro này. Malaysia khởi xướng điều tra CBPG đối với thép mạ nhôm kẽm (GL) từ Việt Nam, Trung Quốc và Đài Loan vào tháng 7/2026, với kết luận sơ bộ và kết luận cuối cùng hiện dự kiến được công bố lần lượt vào ngày 14/11/2026 và 12/03/2027. Úc cũng khởi xướng điều tra CBPG đối với tôn mạ kẽm (GI) vào tháng 6/2026 theo Vụ việc 706, sau đơn kiến nghị của BlueScope Steel. Cuộc điều tra hiện bao gồm HSG và NKG của Việt Nam, cùng Dongkuk Coated Metal và POSCO của Hàn Quốc, sau khi vụ việc đối với Dongkuk Steel Mill bị chấm dứt vào tháng 9/2026. Theo quyết định gia hạn vào tháng 10/2026, Báo cáo Các Sự kiện Thiết yếu hiện đến hạn vào ngày 05/03/2027, trong khi báo cáo cuối cùng và kiến nghị gửi Bộ trưởng đến hạn vào ngày 19/04/2027. Các cuộc điều tra này không nhất thiết dẫn đến việc áp thuế mới, và tác động phụ thuộc vào phạm vi sản phẩm cũng như mức thuế riêng của từng công ty so với các nhà cung cấp cạnh tranh. Tuy nhiên, chúng làm nổi bật rủi ro đã nêu ở trên là khả năng tiếp cận các thị trường xuất khẩu thay thế có thể trở nên hạn chế hơn. Chúng tôi tiếp tục dự báo xuất khẩu phục hồi mạnh trong năm 2027, sau đó tăng trưởng ở mức vừa phải hơn, nhưng các hạn chế thương mại bổ sung có thể ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu và làm gia tăng trở lại áp lực lên giá bán và biên lợi nhuận nội địa.

Hình 4: Cơ cấu sản lượng tôn mạ của NKG



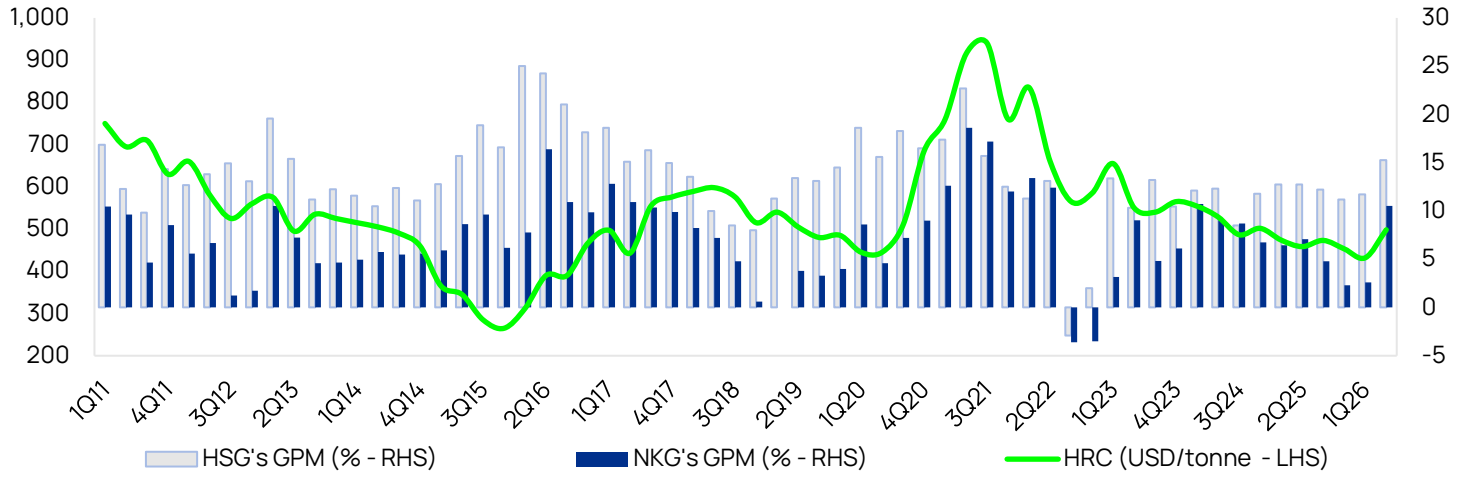
Nguồn: VSA, Vietcap.

Hình 5: Cơ cấu sản lượng tôn mạ của HSG



Nguồn: VSA, Vietcap.

Hình 6: Xu hướng giá HRC so với biên lợi nhuận gộp hàng quý của HSG và NKG



Nguồn: Bloomberg, dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09; tuy nhiên, dữ liệu trong biểu đồ này được thể hiện theo năm dương lịch để đảm bảo tính nhất quán.

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi áp dụng phương pháp CKDT 5 năm để đưa ra giá mục tiêu 12.000 đồng/cổ phiếu cho NKG, nhìn chung không đổi so với giá mục tiêu trước đây là 11.900 đồng/cổ phiếu (đã điều chỉnh theo thay đổi số lượng cổ phiếu lưu hành).

Chúng tôi điều chỉnh phương pháp định giá từ CKDT đa giai đoạn 10 năm sang CKDT 5 năm với dự báo chi tiết đến năm 2031, khi chúng tôi kỳ vọng NKPM đạt hiệu suất sử dụng công suất tối đa. Điều này cho phép phản ánh quá trình tăng dần sản lượng và đóng góp lợi nhuận của nhà máy trước khi áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,5% từ năm 2032 trở đi. Chúng tôi cũng nâng WACC từ 12,2% lên 12,3%, phản ánh giả định lãi suất phi rủi ro cao hơn là 7% (so với 6%), một phần được bù đắp bởi tỷ lệ nợ vay/vốn cao hơn là 54% (so với 52%) và thuế suất TNDN cao hơn một chút là 18% (so với 15% trước đây).

Giá mục tiêu không đổi phản ánh việc dời thời điểm định giá sang cuối năm 2027, một phần bù đắp cho mức điều chỉnh giảm đáng kể dự báo lợi nhuận. Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 52%/82%/74%/68%/54%/54% đối với dự báo LNST-CĐTS các năm 2026/27/28/29/30/31, chủ yếu do doanh số nội địa yếu hơn và biên lợi nhuận thấp hơn, cùng với chi phí đầu tư cao hơn và thời điểm vận hành trễ hơn của NKPM. Các mức điều chỉnh giảm này, cùng với WACC tăng nhẹ, đã bù trừ phần lớn lợi ích từ việc dời thời điểm định giá.

Hình 7: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/CP)
CKDT	12.000	100%	12.000
Giá mục tiêu			**12.000**
P/E và P/E cốt lõi dự phóng 2026 tại giá mục tiêu			21,8x / 23,0x
P/E và P/E cốt lõi dự phóng 2027 tại giá mục tiêu			34,9x / 40,3x
P/E và P/E cốt lõi dự phóng 2028 tại giá mục tiêu			14,4x / 15,5x

Nguồn: Vietcap.

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi hiện áp dụng định giá CKDT 5 năm và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,5%.

Hình 8: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Lợi nhuận từ HĐKD	**462**	**788**	**1.198**	**1.700**	**2.557**	**2.934**
- Thuế	-83	-142	-216	-306	-460	-528
+ Khấu hao	412	801	813	826	520	500
- Vốn đầu tư XDCB	-1.808	-150	-175	-200	-250	-300
- Tăng vốn lưu động	392	-1.547	-2.260	-1.396	-1.104	-601
Dự báo dòng tiền tự do (DTTD)	**-625**	**-250**	**-640**	**624**	**1.263**	**2.005**
Giá trị hiện tại của dự báo DTTD		-222	-507	440	793	1.121
Tổng GTHT của dự báo DTTD		**-222**	**-730**	**-289**	**504**	**1.625**

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,5	1,5
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Lãi suất phi rủi ro %	6,0	7,0
Chi phí VCSH %	18,0	19,0
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0
Thuế suất TNDN %	15,0	18,0
Tỷ lệ nợ vay/vốn %	51,8	53,6
WACC %	**12,2**	**12,3**
Tốc độ tăng trưởng ổn định %	1,5	1,5

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD	1.625
GTHT của giá trị cuối (GTC)	10.198
GTHT của DTTD và GTC	**11.823**
Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	3.102
Trừ: Nợ vay	9.028
Giá trị vốn chủ sở hữu	**5.897**
Số lượng CP pha loãng (triệu)	492
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	**12.000**

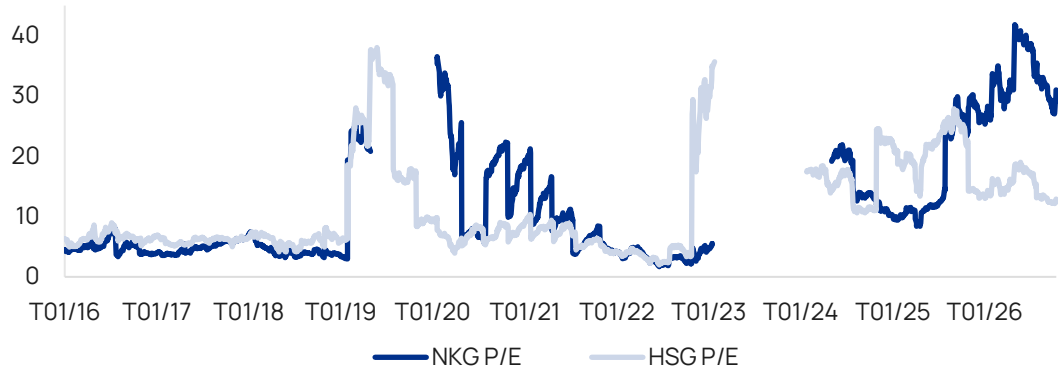
Nguồn: Vietcap

Hình 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) của NKG theo WACC và các giả định về tốc độ tăng trưởng dài hạn, các yếu tố khác không đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối \ WACC	11,0%	11,5%	12,0%	**12,5%**	13,0%	13,5%	14,0%
0,0%	13.300	11.800	10.400	9.200	8.000	7.000	6.000
0,5%	14.500	12.900	11.400	10.000	8.800	7.700	6.600
1,0%	15.800	14.000	12.400	10.900	9.600	8.400	7.300
1,5%	17.200	15.300	13.500	**12.000**	10.500	9.200	8.000
2,0%	18.800	16.700	14.800	13.100	11.500	10.100	8.900
2,5%	20.600	18.200	16.100	14.300	12.600	11.100	9.700
3,0%	22.600	20.000	17.700	15.600	13.800	12.200	10.700

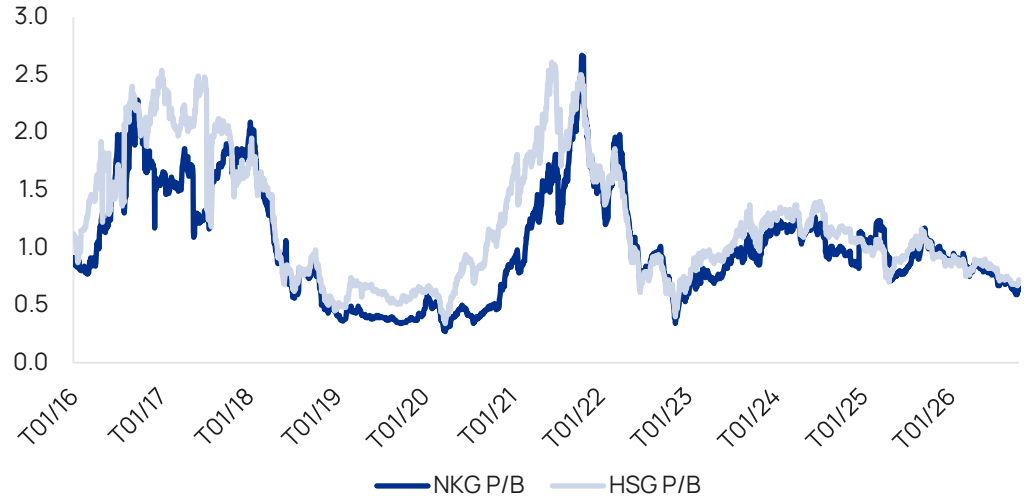
Nguồn: Vietcap

Hình 10: P/E trượt 12T của NKG và HSG



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Để hình dung rõ hơn, chúng tôi loại trừ các giai đoạn lợi nhuận suy giảm mạnh khi P/E vượt 50 lần hoặc âm.

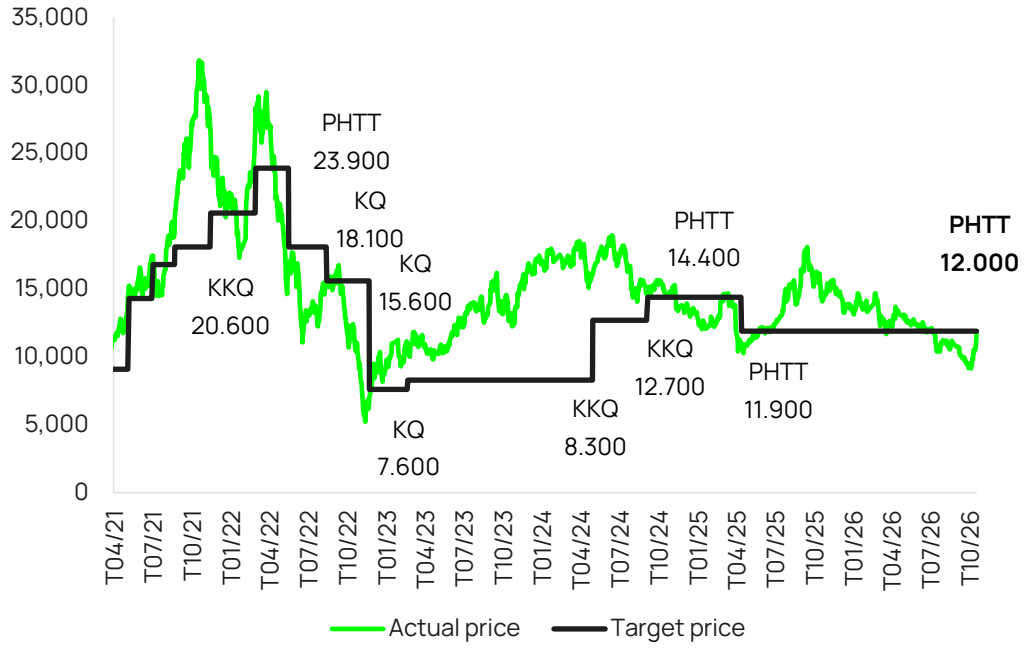
Hình 11: P/B quý gần nhất của NKG và HSG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: Diễn biến giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu lịch sử được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025**	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	**14.808**	**18.204**	**28.001**	**35.483**
Giá vốn hàng bán	-14.023	-16.995	-26.093	-32.884
Lợi nhuận gộp	**785**	**1.208**	**1.908**	**2.599**
Chi phí bán hàng	-431	-564	-854	-1.082
Chi phí quản lí DN	-124	-182	-266	-319
LN thuần HĐKD	**230**	**462**	**788**	**1.198**
Thu nhập tài chính	214	216	250	277
Chi phí tài chính	-318	-298	-818	-943
Trong đó, chi phí lãi vay	-220	-252	-747	-853
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) thuần khác	20	0	0	0
LNTT	**147**	**380**	**220**	**532**
Thuế TNDN	-44	-95	-40	-96
LNST trước CĐTS	**103**	**285**	**181**	**436**
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST-CĐTS, báo cáo	**103**	**285**	**180**	**436**
LNST-CĐTS, điều chỉnh	**103**	**285**	**180**	**436**
EBITDA	593	875	1.589	2.011
EPS báo cáo, VND*	199	550	344	831
EPS điều chỉnh, VND*	199	550	344	831
EPS pha loãng, VND*	199	550	344	831
DPS báo cáo, VND*	0	0	0	0
DPS/EPS báo cáo (%)	0%	0%	0%	0%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng YoY				
Tăng trưởng doanh thu	-28%	23%	54%	27%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-67%	101%	70%	52%
Tăng trưởng LNTT	-74%	160%	-42%	142%
Tăng trưởng EPS báo cáo	-83%	177%	-37%	142%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	5,3%	6,6%	6,8%	7,3%
Biên LN từ HĐKD	1,6%	2,5%	2,8%	3,4%
Biên EBITDA	4,0%	4,8%	5,7%	5,7%
Biên LN ròng-CĐTS	0,7%	1,6%	0,6%	1,2%
ROE	1,5%	3,7%	2,3%	5,3%
ROA	0,7%	1,6%	0,9%	1,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	156,1	111,7	83,1	87,0
Số ngày phải thu	29,0	24,6	18,7	19,6
Số ngày phải trả	30,3	30,9	25,0	27,1
TG luân chuyển tiền	154,8	105,4	76,8	79,5
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,4	1,3	1,3
CS thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,7	0,7
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,4	0,3
Nợ/Tài sản %	42%	48%	51%	51%
Nợ/Vốn sử dụng %	48%	54%	58%	60%
Nợ ròng/Vốn CSH	69%	76%	82%	92%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,0	1,8	1,1	1,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	839	2.267	3.898	4.141
Đầu tư TC ngắn hạn	835	835	835	835
Các khoản phải thu	1.235	1.219	1.643	2.171
Hàng tồn kho	5.303	5.099	6.788	8.887
TS ngắn hạn khác	1.491	1.316	1.726	2.213
Tổng TS ngắn hạn	**9.703**	**10.736**	**14.890**	**18.246**
TS dài hạn (gộp)	9.939	11.747	11.897	12.072
- Khấu hao lũy kế	-3.692	-4.104	-4.906	-5.719
TS dài hạn (ròng)	6.248	7.643	6.991	6.353
Đầu tư TC dài hạn	1	1	1	1
TS dài hạn khác	448	448	448	448
Tổng TS dài hạn	**6.697**	**8.092**	**7.441**	**6.802**
Tổng Tài sản	**16.400**	**18.828**	**22.330**	**25.049**
Phải trả người bán	1.470	1.410	2.164	2.727
Nợ ngắn hạn	4.601	5.461	8.120	9.935
Nợ ngắn hạn khác	497	554	776	1.066
Tổng nợ ngắn hạn	6.568	7.425	11.060	13.728
Nợ dài hạn	2.266	3.567	3.203	2.839
Nợ dài hạn khác	24	24	24	24
Tổng nợ	**8.859**	**11.016**	**14.287**	**16.591**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.476	4.923	4.983	4.983
Thặng dư vốn cổ phần	522	522	522	522
Lợi nhuận giữ lại	2.224	2.048	2.219	2.633
Vốn chủ sở hữu khác	304	304	304	304
Lợi ích CĐTS	15	15	15	15
Vốn chủ sở hữu	**7.541**	**7.812**	**8.044**	**8.458**
Tổng cộng nguồn vốn	**16.400**	**18.828**	**22.330**	**25.049**
Số CP lưu hành cuối năm,	492	492	498^	498

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	**392**	**839**	**2.267**	**3.898**
Lợi nhuận sau thuế	103	285	181	436
Khấu hao	362	412	801	813
Thay đổi vốn lưu động	2.192	392	-1.547	-2.260
Điều chỉnh khác	-1.331	-14	-9	-22
Tiền từ hoạt động KD	**1.327**	**1.075**	**-574**	**-1.033**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.431	-1.808	-150	-175
Đầu tư	402	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**-3.029**	**-1.808**	**-150**	**-175**
Cổ tức đã trả	0	0	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	1.594	0	60	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-1.711	860	2.659	1.815
Tăng (giảm) nợ dài hạn	2.266	1.300	-364	-364
Tiền từ các hoạt động TC	-1	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**2.149**	**2.161**	**2.355**	**1.451**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**447**	**1.428**	**1.631**	**243**
Tiền cuối năm	**839**	**2.267**	**3.898**	**4.141**

Nguồn: NKG, Vietcap dự báo. *Lợi nhuận cốt lõi. **Số liệu năm 2025 đã được điều chỉnh; chi tiết xem tại Báo cáo KQKD quý 2/2026 của NKG. ^Chúng tôi giả định số lượng cổ phiếu lưu hành tăng 6 triệu cổ phiếu YoY, phản ánh đợt ESOP năm 2026, mà chúng tôi giả định sẽ hoàn tất vào đầu năm 2027 nhằm đơn giản hóa mô hình. Giá chào bán là 10.000 đồng/cổ phiếu; 50% số cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng trong một năm sau khi hoàn tất và 50% còn lại trong một năm tiếp theo.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình
SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Bùi Nguyên Cẩm Giang
Trưởng phòng cao cấp, ext 125
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268
- Phạm Nguyên Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn