

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

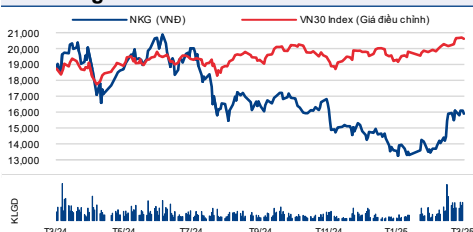
Giá mục tiêu: VNĐ17,000 (từ VNĐ17,528)

Tiềm năng tăng/giảm: 6.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/3/2025)	15,900
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,250-20,877
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,990
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,116
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	279
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	132
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	20.6%
Tỷ lệ freefloat	79.6%
Cổ đông lớn	Hồ Minh Quang (15.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	16.1	7.43	(15.1)
So với chỉ số	12.2	3.13	(22.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,289	2,026	(36.4)
2026F	1,698	2,625	(35.3)
2027F	2,714	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tập đoàn Nam Kim là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành tôn Việt Nam. 60-65% doanh thu đến từ các hoạt động xuất khẩu và thị trường xuất khẩu chính của NKG bao gồm các nước Đông Nam Á, Mỹ và Châu Âu.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Định giá rẻ nhưng rủi ro đang gia tăng; Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với NKG nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 17.000đ (tiềm năng tăng giá 7%) dựa trên dự báo lợi nhuận giảm nhằm phản ánh nhu cầu đang yếu đi.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 được điều chỉnh giảm bình quân 15%, cho thấy mức tăng trưởng 35% trong năm nay và 32% trong năm sau. Dự báo mới cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng nhanh lên mức 60% nhờ đóng góp của công suất mới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. Khả năng áp thuế chống bán phá giá (CBPG) lên tôn mạ Trung Quốc – giúp sản phẩm của Việt Nam trở nên tương đối hấp dẫn hơn – có thể trở thành động lực tăng trưởng đối với NKG.

Sự kiện: Phản ánh tác động của thuế CBPG mới lên HRC

Mức thuế CBPG tạm thời ở mức 19,38-27,83% đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc bắt đầu có hiệu lực từ ngày 8/3/2025. Với chính sách thuế này, NKG cần phải tìm nguồn cung HRC thay thế do thị trường Trung Quốc đóng góp 25-30% nhu cầu HRC của Công ty trong năm 2024. Thuế quan tăng sẽ dẫn đến chi phí đầu vào tăng. Mặc dù chúng tôi dự báo NKG sẽ chuyển phần lớn chi phí này sang khách hàng, nhưng tỷ suất lợi nhuận vẫn sẽ phải chịu áp lực. Tuy nhiên, mức độ tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn trong năm 2025 cũng sẽ được hỗ trợ từ việc ghi nhận chi phí hàng tồn kho giá rẻ trong nhiều tháng.

Tác động: Giảm 15% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Nhằm phản ánh tác động tiêu cực của việc áp thuế CBPG lên sản phẩm HRC Trung Quốc (lớn hơn tác động tích cực từ việc ghi nhận chi phí hàng tồn kho giá rẻ trong nhiều tháng), HSC giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lần lượt xuống 611 tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và 804 tỷ đồng (tăng trưởng 32%). Đáng lưu ý, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025 được dự báo đạt 410 tỷ đồng, giảm 9,0% so với cùng kỳ do xuất khẩu sang Mỹ giảm khi thị trường này đang tiến hành điều tra về thuế chống trợ cấp và thuế CBPG. Triển vọng lợi nhuận trong dài hạn của NKG có vẻ tươi sáng hơn nhờ bổ sung thêm công suất vào cuối năm nay, cung cấp cho thị trường nhiều dòng sản phẩm mới và bối cảnh ít cạnh tranh hơn. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 60% lên 1.286 tỷ đồng.

Dự báo mới – mặc dù thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 42%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ Công ty có định giá hấp dẫn, mặc dù chúng tôi đã giảm 3,0% giá mục tiêu sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Giá mục tiêu mới là 17.000đ (tiềm năng tăng giá 7,0%). Tuy nhiên, tỷ trọng xuất khẩu cao (đóng góp lên đến 61% tổng doanh thu) cho thấy Công ty đang phải đối mặt với rủi ro ngày càng tăng trong bối cảnh thị trường đang biến động. Mối lo ngại lớn nhất trong giai đoạn này là việc chính phủ Mỹ tiến hành điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam. HSC dự báo kết quả sơ bộ của cuộc điều tra này sẽ được công bố trong tháng 4/2025 và kết quả cuối cùng sẽ được công bố vào tháng 6/2025.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	749	1,064	1,275 ▼	1,797	2,406
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	117	453	611 ▼	804 ▼	1,286
EPS ĐC (đồng)	248	956	1,289 ▼	1,698 ▼	2,714
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,598	18,584	17,869 ▼	19,567 ▼	21,835
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.9	10.3	10.4	7.83	5.62
P/E ĐC (lần)	64.2	16.6	12.3	9.36	5.86
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.77	0.86	0.89	0.81	0.73
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	34.8	31.8	59.8
ROAE (%)	2.19	8.02	8.78	9.55	13.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Công suất mới dự kiến sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong dài hạn

Thuế CBPG tạm thời đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc bắt đầu có hiệu lực từ ngày 8/3/2025. Với chính sách thuế trên, các công ty sản xuất HRC và tôn mạ/ống thép tăng 4-7% giá bán bình quân. Mặc dù đón nhận những tác động tích cực trong ngắn hạn từ việc ghi nhận chi phí hàng tồn kho giá rẻ, NKG cũng sẽ phải đối mặt với tác động tiêu cực lên tỷ suất lợi nhuận khi nhu cầu xuất khẩu giảm và chính sách thuế của Mỹ vẫn là mối lo ngại vì đây là một trong những thị trường xuất khẩu chính của Công ty. Nhằm giảm thiểu rủi ro cạnh tranh/chủ nghĩa bảo hộ trên toàn cầu, NKG sẽ sản xuất tôn mạ chất lượng cao từ cuối năm 2025 để tạo ra sự khác biệt cho sản phẩm và cải thiện tỷ suất lợi nhuận. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng mặc dù giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 17.000đ (tiềm năng tăng giá 7%).

Dự báo nhu cầu xuất khẩu sẽ giảm

Những tác động tiêu cực từ việc áp thuế CBPG tạm thời lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc...

Có hai tác động lên NKG từ việc áp thuế chống bán phá giá tạm thời lên HRC Trung Quốc tại thị trường Việt Nam. Chi tiết như sau:

- Trước đây, HRC Trung Quốc đáp ứng 25-30% nhu cầu nguyên liệu sản xuất của NKG. Việc áp thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc làm Công ty phải tìm nguồn nguyên liệu thay thế, trong đó có HRC sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu (ngoại trừ Trung Quốc) từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Ấn Độ v.v. Việc thay đổi nguồn cung dẫn đến chi phí HRC đầu vào tăng, trong khi chi phí HRC chiếm đến 70% chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị sản phẩm của Công ty. NKG sẽ cần phải chuyển phần chi phí tăng thêm này sang khách hàng bằng cách tăng giá bán bình quân, tùy thuộc vào điều kiện thuận lợi của thị trường. Theo đó, việc tăng giá bán bình quân có thể tạo ra tác động tiêu cực lên tình hình kinh doanh của Công ty.
- Mặc dù trong dài hạn NKG sẽ phải chịu tác động tiêu cực do chi phí HRC tăng cao, Công ty cũng sẽ đón nhận tác động tích cực ngắn hạn từ việc ghi nhận chi phí hàng tồn kho giá rẻ trong nhiều tháng. Khi giá HRC tăng, Công ty sẽ hưởng lợi từ lượng hàng tồn kho sẵn có, tương đương với 4 tháng sản xuất tính từ cuối năm 2024. Hơn nữa, NKG đã tăng 5% giá bán sản phẩm trong thời gian gần đây do giá HRC tăng hàng tháng khoảng 3-4%.

HSC lưu ý rằng, thuế CBPG tạm thời đối với HRC Trung Quốc tại thị trường Việt Nam bắt đầu có hiệu lực từ ngày 8/3/2025. Do đó, HPG (Mua vào; giá mục tiêu 36.800đ) và Formosa tăng lần lượt 3%/4% giá bán bình quân cho các đơn hàng giao trong tháng 4/2025 và 5/2025. Do đó, NKG chịu tác động từ việc tăng giá nguyên liệu HRC đầu vào từ tháng 4-5/2024.

... cùng với nhiều thách thức hơn tại các thị trường xuất khẩu chính

Tỷ trọng xuất khẩu cao (đóng góp đến 61% tổng doanh thu năm 2024) cho thấy Công ty đang phải đối mặt với rủi ro ngày càng tăng trong bối cảnh thị trường đang biến động. Về mặt nhu cầu, chúng tôi nhận thấy các công ty xuất khẩu tôn mạ Việt Nam bao gồm NKG gặp phải một số thách thức trên thị trường xuất khẩu trong năm 2025. Chi tiết như sau:

- Mối lo ngại lớn nhất trong giai đoạn này là việc chính phủ Mỹ tiến hành **điều tra chống bán phá giá** đối với sản phẩm tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam. Chúng tôi dự báo kết quả sơ bộ của cuộc điều tra này sẽ được công bố trong tháng 4/2025 và kết quả cuối cùng sẽ được công bố vào tháng 6/2025 (Bảng 1-2). [Thông tin chi tiết được trình bày trong báo cáo phát hành ngày 7/2/2025 của chúng tôi](#). Khi chính phủ Mỹ tiến hành các cuộc điều tra này, sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ của NKG giảm về 0 kể từ tháng 10/2024. Chúng tôi kỳ vọng, nếu phán quyết cuối cùng của cuộc điều tra chống trợ cấp và chống bán phá giá đối với sản phẩm thép của NKG cho kết quả tích cực (không phải áp thuế hoặc mức thuế thấp), hoạt động xuất khẩu sang thị trường này sẽ được khôi phục. Tuy nhiên, để đạt được mức tăng trưởng tích cực về sản lượng xuất khẩu trong nửa đầu năm 2025 sẽ là thách thức đối với NKG.

- Trong tuần này, Ủy ban Châu Âu đã đề xuất thay đổi hạn ngạch bảo hộ cho sản phẩm thép nhập khẩu, có hiệu lực từ ngày 1/4/2025. Những thay đổi này bao gồm việc đưa ra giới hạn mới trong việc phân bổ hạn ngạch cho các nhà cung cấp thép cuộn mạ kẽm nhúng nóng (HDG) và thép cán nguội (CRC) từ 'các nước khác'.

Đối với thép cán nguội (CRC), mức trần 13% sẽ ảnh hưởng đến Việt Nam, Đài Loan, Nhật Bản và Thổ Nhĩ Kỳ. Tổng khối lượng hạn ngạch CRC mới sẽ là 334.369 tấn trong tháng 4-6/2025, trong đó hạn ngạch của mỗi nước được giới hạn ở mức 43.467 tấn.

Đối với thép cuộn mạ kẽm nhúng nóng (HDG), mức trần 20% đối với HDG loại 4B và 25% đối với HDG loại 4A sẽ ảnh hưởng đến Việt Nam, Thổ Nhĩ Kỳ và các nước khác. Trong quý 4/2024, sản lượng thép cuộn mạ kẽm nhúng nóng của Việt Nam nhập khẩu vào EU đạt 321.405 tấn, chiếm hơn 56% tổng hạn ngạch 4A và 4B của 'các nước khác' cộng lại. Từ tháng 4, tổng sản lượng HDG loại 4A và 4B của Việt Nam sẽ chỉ dưới 140.000 tấn.

Khối lượng hạn ngạch còn lại từ các quý trước sẽ không được gia hạn (áp dụng cho CRC và HDG loại 4A) bắt đầu từ ngày 1/7/2025, nhưng cơ chế gia hạn này sẽ vẫn được áp dụng cho HDG loại 4B.

Nếu được thông qua, đề xuất này sẽ làm giảm mạnh lượng xuất khẩu CRC và HDG của Việt Nam sang châu Âu. Mặc dù hoạt động xuất khẩu CRC không phải là trọng tâm của hầu hết các công ty thép niêm yết, nhưng sản lượng xuất khẩu HDG giảm sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty thép niêm yết, trong đó có NKG.

Bảng 1: Lịch trình các cuộc điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp của Mỹ đối với các sản phẩm thép CORE của VN

Quyết định sơ bộ của cuộc điều tra chống bán phá giá sẽ được công bố vào ngày 3/4, trong khi quyết định cuối cùng của cuộc điều tra chống bán phá giá/chống trợ cấp sẽ được công bố vào ngày 17/6.

Sự kiện	Điều tra chống bán phá giá	Điều tra chống trợ cấp
Nộp đơn	5/9/2024	5/9/2024
Ngày khởi xướng điều tra của DOC	25/9/2024	25/9/2024
Kết luận sơ bộ của ITC	21/10/2024	21/10/2024
Kết luận sơ bộ của DOC	3/4/2025	3/2/2025
Kết luận cuối cùng của DOC	17/6/2025	17/6/2025
Kết luận cuối cùng của ITC (*)	1/8/2025	1/8/2025
DOC ban hành biện pháp áp dụng (**)	8/8/2025	8/8/2025

Ghi chú: (*) Bước này sẽ chỉ được thực hiện trong trường hợp có quyết định khẳng định cuối cùng từ DOC; (**) Bước này sẽ chỉ được thực hiện trong trường hợp có quyết định khẳng định cuối cùng từ DOC và ITC
Nguồn: Bộ thương mại Hoa Kỳ, HSC

Bảng 2: Xác định mức thuế chống trợ cấp đối với các doanh nghiệp thép của Việt Nam

Trong một quyết định sơ bộ, NKG phải chịu mức thuế chống trợ cấp là 46,73%, tuy nhiên kết quả này đang được xem xét lại

Việt Nam	Thuế suất chống trợ cấp	Quan điểm của HSC
Hoa Sen Group (HSG)	0.13 (tối thiểu)	HSG (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.100đ) sẽ thanh toán mức thuế CTC là 0% do mức trợ cấp dưới 2%
Tôn Đông Á (GDA)	0	GDA sẽ thanh toán mức thuế CTC là 0%
Công ty TNHH Ống thép 190	140.05	Công ty không xuất khẩu sang thị trường Mỹ nên không phải đối diện với các điều tra
CTCP Thép Việt Đức	140.05	Công ty không xuất khẩu sang thị trường Mỹ nên không phải đối diện với các điều tra
Công ty TNHH ống thép Việt Nam	140.05	Công ty không xuất khẩu sang thị trường Mỹ nên không phải đối diện với các điều tra
Công ty CPSX Thép Vina One	140.05	Công ty không xuất khẩu sang thị trường Mỹ nên không phải đối diện với các điều tra
CTCP Tôn mạ Vnsteel Thăng Long	140.05	Công ty không xuất khẩu sang thị trường Mỹ nên không phải đối diện với các điều tra
Tổng công ty Thép Việt Nam	140.05	Công ty không xuất khẩu sang thị trường Mỹ nên không phải đối diện với các điều tra
Công ty khác (Bao gồm Nam Kim Group và Hòa Phát Group)	46.73	Các công ty này sẽ yêu cầu xem xét lại kết quả vì tất cả các công ty tư nhân Việt Nam đều hoạt động trong điều kiện kinh doanh tương tự nhau

Nguồn: Bộ thương mại Hoa Kỳ, HSC

Công suất mới sẽ được bổ sung từ cuối năm 2025

Lưu ý, tại ĐHCĐ gần nhất được tổ chức vào tháng 4/2024, cổ đông đã thông qua kế hoạch xây nhà máy thép mới với tổng vốn đầu tư 4,5 nghìn tỷ đồng, bổ sung thêm 800.000 tấn sản phẩm thép thành phẩm mỗi năm, nâng tổng công suất thiết kế lên 1,9 triệu tấn, tăng 73%. Trong số đó có:

- 400.000 tấn tôn mạ mỗi năm, nâng tổng công suất tôn mạ hằng năm lên 1,5 triệu tấn (từ mức hiện tại là 1,1 triệu tấn), tương ứng với mức tăng 36%.
- 400.000 tấn thép tấm chất lượng cao, như thép cán nguội cứng CRFH, thép cuộn cán nóng PO và thép cán nguội CRC. Ngoài các công ty FDI như Posco (Hàn Quốc) và CSVN (liên doanh giữa Trung Quốc và Nhật Bản), hiện có rất ít công ty bán những sản phẩm này. Việc sản xuất những dòng sản phẩm này giúp NKG ít chịu áp lực cạnh tranh cũng như áp lực từ các chính sách bảo hộ thương mại hơn so với việc phân phối các sản phẩm tôn mạ như tôn mạ kẽm, tôn mạ hợp kim và tôn lạnh màu. Những sản phẩm mới này, sẽ được bán tại thị trường trong nước và xuất khẩu, được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp phụ trợ, máy móc, công nghiệp ô tô và đồ gia dụng. Những sản phẩm này sẽ giúp NKG cải thiện tỷ suất lợi nhuận nhờ tạo ra cơ cấu sản phẩm tốt hơn.

Công ty đã lắp đặt máy móc và sẽ tiến hành chạy thử từ Q4/2025. Chúng tôi dự báo hoạt động sản xuất sản phẩm mới này sẽ bắt đầu có đóng góp thương mại vào đầu năm 2026.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

HSC giảm dự báo lợi nhuận trong ngắn hạn để phản ánh tác động của việc áp thuế CBPG mới lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam và không có hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong nửa đầu năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận trong dài hạn, từ năm 2027 trở đi để phản ánh các tác động tích cực từ việc đưa công suất mới vào vận hành từ năm 2026.

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 611 tỷ đồng, tăng trưởng 35%, trong đó lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến đạt 411 tỷ đồng, giảm 9,0% so với cùng kỳ do nhu cầu xuất khẩu giảm như đã đề cập ở phần trên và tác động của việc áp thuế CBPG mới. Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 32% đạt 804 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi đạt gần gấp đôi, dựa trên kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ phần nào được khôi phục.

Cho năm 2027, chúng tôi cũng dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh lên 1.286 tỷ đồng, nhờ công suất hoạt động của nhà máy mới cải thiện (lên 55% từ mức giả định 29% trong năm 2026) và việc quản lý chi phí hiệu quả hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 42%.

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận mới và cũ, NKG

Chúng tôi hạ 15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2026, nhưng dự báo lợi nhuận từ năm 2027 sẽ tăng trưởng mạnh

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	21,840	24,995	29,043	21,913	26,850	31,571	-5.6%	-12.3%	-7.5%	6.3%	22.5%	17.6%
Lợi nhuận thuần	539	728	943	611	804	1,286	-16.0%	-16.1%	-14.7%	34.8%	31.8%	59.8%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	539	578	943	411	805	1,286	-16.0%	-29.0%	-14.7%	-9.4%	95.9%	59.8%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Ước tính doanh thu, NKG

HSC ước tính doanh thu năm nay sẽ chỉ tăng trưởng 5,6%, do tạm dừng xuất khẩu sang Mỹ trong nửa đầu năm 2025

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Tôn mạ và ống thép (tấn)	861,228	1,022,794	1,080,461	1,308,507	1,507,358
Tăng trưởng		-1.6%	18.8%	5.6%	21.1%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	21.6	20.1	20.3	20.5	20.9
Tăng trưởng		-18.1%	-6.7%	0.7%	1.2%
Doanh thu (tỷ đồng)	18,596	20,609	21,913	26,850	31,571
Tăng trưởng		-19.4%	10.8%	6.3%	22.5%
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	2,192	2,801	3,655
Tăng trưởng		-24.9%	64.7%	19.7%	27.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	6.0%	8.9%	10.0%	10.4%	11.6%

Nguồn: HSC

Chi tiết như sau:

Sản lượng tiêu thụ: Sau khi phân tích, HSC điều chỉnh giảm dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ năm 2025 xuống mức 5,6% từ 12% trước đó. Do đó, sản lượng tiêu thụ năm 2025 được dự báo đạt 1,08 triệu tấn.

Cho năm 2026-2027, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng mạnh nhờ bổ sung thêm công suất mới để sản xuất thêm sản phẩm mới và việc khôi phục lại thị trường Mỹ. Theo đó, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2026/2027 đạt lần lượt 1,3 triệu tấn (tăng 21% so với cùng kỳ) và 1,5 triệu tấn (tăng 15% so với cùng kỳ). Lưu ý rằng chúng tôi giả định công suất hoạt động của nhà máy mới sẽ tăng dần, lần lượt ở mức 29%/55%/82%/100% trong năm 2026/2027/2028/2029.

Giá bán bình quân: HSC giả định giá bán bình quân đi ngang trong năm 2025 ở mức 20,3 triệu đồng/tấn sau đó tăng nhẹ 1,2% và 2,1% trong năm 2026 và 2027, một phần nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn.

Tỷ suất lợi nhuận gộp: Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025/2026/2027 được dự báo đạt lần lượt 10%/10,4%/11,6%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 3% giá mục tiêu xuống 17.000đ (tiềm năng tăng giá 7,0%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và vẫn thấy giá trị của NKG ở mức định giá này, dựa trên dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 100% và mức định giá thấp. Tuy nhiên, trước sự biến động trong ngành ngày càng tăng, chúng tôi nhận thấy NKG là một cổ phiếu beta tốt và thích hợp với nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro.

Mức độ lệ thuộc vào xuất khẩu của NKG khá lớn, chiếm trên 60% tổng doanh thu – cao hơn so với HPG (30%) và HSG (50%) – tiềm ẩn rủi ro cao hơn trước những biến động của kinh tế toàn cầu và các biện pháp bảo hộ thương mại tiềm năng từ các thị trường xuất khẩu chính. Hoạt động điều tra chống bán phá giá tại thị trường Mỹ (đóng góp 10% doanh thu của NKG) sẽ có thể ảnh hưởng lớn đối với doanh thu của Công ty. Tuy nhiên, với triển vọng lợi nhuận tích cực và mức định giá hấp dẫn cùng với các nỗ lực đang được triển khai trong việc đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm và thị trường, bất kỳ đợt giảm giá nào đều mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn. Việc áp thuế CBPG lên tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

Chúng tôi vẫn áp dụng phương pháp định giá DCF và giữ nguyên giả định WACC ở mức 12,5% và lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% và hệ số hệ số beta 1,9 lần (theo dữ liệu của Bloomberg). Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,0% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng đối với rủi ro ngày càng tăng trên thị trường toàn cầu.

Bảng 5: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, NKG

HSC dự báo dòng tiền sẽ đảo chiều dương từ năm 2027 trở đi do công suất mới được đưa vào vận hành thương mại từ năm 2026

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	453	611	804	1,286	1,912
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	169	274	360	441	483
+ Khấu hao	367	397	687	740	744
- Thay đổi vốn lưu động	(2,023)	351	(1,339)	(1,182)	(921)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(249)	(3,257)	(1,003)	(20)	(71)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,283)	(1,624)	(491)	1,264	2,147

Nguồn: HSC

Bảng 6: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, NKG

COE/COD duy trì ở mức lần lượt là 18,2% và 6,1%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	1.9
Chi phí vốn CSH	18.2%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	18.8%
Chi phí nợ sau thuế	6.1%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, NKG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 12,5%; không đổi

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	53.3%
Nợ / Tổng nguồn vốn	46.7%
WACC	12.5%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, NKG

Chúng tôi hạ 3% giá mục tiêu xuống 17.000đ (tiềm năng tăng giá 7%)

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,624)	(491)	1,264	2,147
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				1.0%
Giá trị dài hạn				18,820
Dòng tiền tương lai	(1,624)	(491)	1,264	20,967
Giá trị hiện tại	(1,624)	(436)	998	14,717
Giá trị của doanh nghiệp	13,655			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,209			
Giá trị hiện tại của dòng tiền tới năm 2028F	445			
- Tổng nợ	(7,406)			
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	1,419			
Giá trị của vốn CSH	7,668			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	450			
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm - 2025	17,000			
Thị giá hiện tại	15,900			
Tiềm năng tăng giá (%)	7%			

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 1 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,9 lần, thấp hơn bình quân giai đoạn từ đầu năm 2017 đến cuối năm 2021 (do năm 2022, NKG ghi nhận EPS âm) ở mức 14,3 lần. Định giá theo phương pháp P/B, cổ phiếu đang giao dịch dưới giá trị sổ sách, với P/B dự phóng năm 2025 ở mức 0,9 lần, thấp hơn so với bình quân từ đầu năm 2017 ở mức 1,0 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	18,596	20,609	21,913	26,850	31,571
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	2,192	2,801	3,655
Chi phí BH&QL	(739)	(1,138)	(1,315)	(1,692)	(1,989)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	373	694	877	1,109	1,666
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(124)	(175)	(219)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.24	0.72	10.3	12.6	14.5
LNTT	177	558	763	946	1,461
Chi phí thuế TNDN	(59.9)	(105)	(153)	(142)	(175)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	117	453	611	804	1,286
Lợi nhuận thuần ĐC	112	430	580	764	1,221
EBITDA ĐC	749	1,064	1,275	1,797	2,406
EPS (đồng)	446	1,434	1,357	1,787	2,857
EPS ĐC (đồng)	248	956	1,289	1,698	2,714
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	263	316	450	450	450
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	263	316	450	450	450
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	450	450	450	450	450

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	785	392	1,296	2,602	4,159
Đầu tư ngắn hạn	290	247	124	61.8	74.1
Phải thu khách hàng	1,927	1,943	1,972	2,417	2,999
Hàng tồn kho	5,719	6,690	6,311	7,215	7,816
Các tài sản ngắn hạn khác	602	930	1,096	1,343	1,579
Tổng tài sản ngắn hạn	9,323	10,202	10,798	13,637	16,628
TSCĐ hữu hình	2,301	2,231	5,084	5,392	4,664
TSCĐ vô hình	332	321	328	336	344
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.18	525	525	525	525
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	276	240	216	194	175
Tổng tài sản dài hạn	2,913	3,317	6,152	6,446	5,707
Tổng cộng tài sản	12,235	13,519	16,950	20,084	22,335
Nợ ngắn hạn	4,768	6,312	6,311	8,177	8,933
Phả trả người bán	1,631	856	986	1,202	1,396
Nợ ngắn hạn khác	178	194	204	215	228
Tổng nợ ngắn hạn	6,784	7,621	7,786	9,908	10,902
Nợ dài hạn	0	0	1,096	1,343	1,579
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	27.4	25.9	25.9	25.9	25.9
Nợ dài hạn khác	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Tổng nợ dài hạn	28.3	26.8	1,122	1,369	1,605
Tổng nợ phải trả	6,812	7,648	8,908	11,277	12,507
Vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	8,042	8,807	9,827
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	8,042	8,807	9,827
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,235	13,519	16,950	20,084	22,335
BVPS (đ)	20,598	18,584	17,869	19,567	21,835
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,982	5,920	6,111	6,918	6,352

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	373	694	877	1,109	1,666
Khấu hao	(376)	(370)	(397)	(687)	(740)
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(124)	(175)	(219)
Thuế TNDN đã nộp	(7.38)	(53.4)	(153)	(142)	(175)
Thay đổi vốn lưu động	(346)	(1,632)	(27.9)	(1,802)	(1,728)
Khác	(419)	(127)	(114)	(163)	(205)
LCT thuần từ HKKD	269	(541)	1,323	113	799
Đầu tư TS dài hạn	(130)	(901)	(70.4)	(4,521)	(69.7)
Góp vốn & đầu tư	(30.5)	(800)	0	0	0
Thanh lý	15.0	341	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(146)	(1,360)	(70.4)	(4,521)	(69.7)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	(225)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(309)	1,510	(349)	5,714	1,054
Khác	(33.8)	(3.07)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(342)	1,507	(349)	5,714	829
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,005	785	392	1,296	2,602
LCT thuần trong kỳ	(220)	(393)	904	1,306	1,558
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.39)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	785	392	1,296	2,602	4,159
Dòng tiền tự do	138	(1,441)	1,253	(4,408)	729

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.98	8.89	10.0	10.4	11.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.03	5.16	5.82	6.69	7.62
Tỷ suất LNT (%)	0.63	2.20	2.79	3.00	4.07
Thuế TNDN hiện hành (%)	33.8	18.8	20.0	15.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.4)	10.8	6.33	22.5	17.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	58.9	42.1	19.8	40.9	33.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	194	286	34.8	31.8	59.8
Tăng trưởng EPS (%)	194	222	(5.39)	31.8	59.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	34.8	31.8	59.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.19	8.02	8.78	9.55	13.8
ROACE (%)	6.90	12.2	11.6	11.5	15.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.45	1.60	1.44	1.45	1.49
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.72	(0.78)	1.51	0.10	0.48
Số ngày tồn kho	119	130	117	109	102
Số ngày phải thu	40.2	37.8	36.5	36.7	39.2
Số ngày phải trả	34.1	16.6	18.3	18.2	18.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	76.1	102	77.1	79.6	65.7
Nợ/tài sản (%)	40.2	47.3	44.2	47.9	47.5
EBIT/lãi vay (lần)	1.90	5.08	7.05	6.33	7.60
Nợ/EBITDA (lần)	6.56	6.01	5.88	5.35	4.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.37	1.34	1.39	1.38	1.53
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.44	0.53	0.61	0.52	0.43
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.9	10.3	10.4	7.83	5.62
P/E (lần)	35.7	11.1	11.7	8.90	5.57
P/E ĐC (lần)	64.2	16.6	12.3	9.36	5.86
P/B (lần)	0.77	0.86	0.89	0.81	0.73
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn