

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ15,000 (từ VNĐ14,700)

Tiềm năng tăng/giảm: -14.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/9/2025)	17,600
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,300-19,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,017
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,877
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	298
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	196
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	6.25%
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	11.0	33.3	2.23
So với chỉ số	11.2	5.74	(25.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	607	784	(22.6)
2026F	979	1,084	(9.6)
2027F	1,454	2,052	(29.2)

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

Lợi nhuận kém và dễ bị ảnh hưởng; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi tăng nhẹ giá mục tiêu lên 15.000đ, thấp hơn 15% so với giá thị trường hiện tại, khi tác động tích cực của các giả định định giá mới lớn hơn tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận.
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 - do điều chỉnh giảm bình quân 29% do xuất khẩu yếu, và thấp hơn ước tính bình quân của thị trường khoảng 10-29% - cho thấy mức sụt giảm 37% trong năm nay trước khi phục hồi lần lượt 61%/48% trong năm 2026/2027 (CAGR 3 năm: 14,8%), nhờ đưa công suất mới vào vận hành.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,6 lần, chỉ thấp hơn một chút so với bình quân 3 năm ở mức 22,9 lần - mức định giá kém hấp dẫn, trong khi NKG dễ bị ảnh hưởng trước các chính sách bảo hộ đang được áp dụng rộng rãi.

Sự kiện: Cập nhật sản lượng tiêu thụ

Hiệp hội Thép Việt Nam vừa công bố báo cáo hằng tháng. NKG ghi nhận sản lượng tiêu thụ yếu trong cả tháng 7 và tháng 8, giảm 31% so với cùng kỳ, do sản lượng xuất khẩu giảm 71% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 42% so với cùng kỳ. Lũy kế 8 tháng đầu năm 2025, sản lượng tiêu thụ của NKG đã giảm 25% so với cùng kỳ xuống còn 529.094 tấn, với sản lượng xuất khẩu giảm 54% so với cùng kỳ mặc dù sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 27% so với cùng kỳ. So với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị, sản lượng tiêu thụ của NKG kém hơn do phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu. Đáng chú ý, sản lượng xuất khẩu của toàn ngành trong tháng 7-8/2025 giảm ít hơn NKG, chỉ 7,5% so với cùng kỳ và giảm 4% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2025. Do đó, thị phần của NKG thu hẹp xuống chỉ còn 10,4% trong 8 tháng đầu năm 2025 so với 13,4% trong 8 tháng đầu năm 2024 (tính chung cho phân khúc tôn mạ và ống thép).

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh đà suy giảm của các hoạt động xuất khẩu, HSC giảm dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 của NKG bình quân 15%, kéo theo mức giảm dự báo lợi nhuận thuần bình quân 29%. Dự báo cho giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giảm 37% trong năm 2025 xuống còn 286 tỷ đồng, sau đó phục hồi lần lượt 61%/48% trong năm 2026/2027, lên 461 tỷ đồng/685 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng cho các năm tới đến từ đóng góp mới của nhà máy Phú Mỹ, dự kiến sẽ vận hành thương mại từ Q1/2026. Dự báo lợi nhuận thuần mới cho giai đoạn 2025-2027 - thấp hơn nhiều so với dự báo trung bình của thị trường - cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 14,8% (trước đó: 35%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,6 lần, thấp hơn một chút so với quân 3 năm ở mức 22,9 lần. Mặc dù chúng tôi tăng 2% giá mục tiêu lên 15.000đ (do giả định WACC thấp hơn bù đắp cho việc cắt giảm dự báo lợi nhuận), mức này vẫn hàm ý rủi ro giảm giá khoảng 15%. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ).

Cổ phiếu trở nên kém hấp dẫn do triển vọng xuất khẩu xấu đi mặc dù Công ty dự kiến sẽ bổ sung công suất mới từ Q1/2026. Ngoài ra, việc tăng cường các biện pháp bảo hộ đối với sản phẩm HRC trong nước có thể tạo ra áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của NKG - nhưng các dòng sản phẩm mới có chất lượng cao được sản xuất từ nhà máy mới có thể giúp giảm thiểu rủi ro này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	749	1,064	822 ▼	1,262 ▼	1,576 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	117	453	286 ▼	461 ▼	685 ▼
EPS ĐC (đồng)	249	962	607 ▼	979 ▼	1,454 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,598	18,584	17,194	18,246	19,198 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.5	10.8	14.6	10.2	8.31
P/E ĐC (lần)	70.6	18.3	29.0	18.0	12.1
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.85	0.95	1.02	0.96	0.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	(36.9)	61.4	48.4
ROAE (%)	2.19	8.02	4.21	5.82	8.17

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

Định giá kém hấp dẫn trong bối cảnh xuất khẩu xấu đi; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

HSC dự báo triển vọng lợi nhuận thuần của NKG trong nửa cuối năm 2025 kém tích cực, với lợi nhuận thuần Q3/2025 chỉ đạt 50 tỷ đồng, giảm 23% so với cùng kỳ (và giảm 45% so với quý trước), do doanh thu xuất khẩu giảm mạnh hơn và nhu cầu trong nước tạm thời tăng chậm lại do mùa mưa và tháng cô hồn. Tổng thể, chúng tôi giảm bình quân 29% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, qua đó hạ mức tăng trưởng kép 3 năm xuống còn 14,8% (so với 35% trước đó). Giá mục tiêu mới đa phần được giữ nguyên ở mức 15.000đ, do tác động tích cực của việc giảm giá định WACC bù đắp hoàn toàn cho tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận. Với rủi ro giảm giá 15% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Dự báo lợi nhuận Q3/2025

Cập nhật sản lượng tiêu thụ

Trong đó, sản lượng tiêu thụ tháng 8/2025 giảm mạnh do tác động tổng hợp của đà sụt giảm mạnh về sản lượng xuất khẩu và nhu cầu trong nước tạm thời tăng chậm lại do mùa mưa và tháng cô hồn. Theo đó, sản lượng tiêu thụ trong tháng 8 đặc biệt yếu, chỉ đạt 57.000 tấn, giảm 34% so với cùng kỳ và giảm 12% so với tháng trước. Mức giảm sâu này do sản lượng xuất khẩu lao dốc 75% so với cùng kỳ, trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 41% so với cùng kỳ cũng không đủ bù đắp hoàn toàn.

Do đó, sản lượng xuất khẩu trong tháng 8 của NKG giảm xuống mức thấp nhất trong 5 năm (kể từ tháng 6 năm 2020). Đà sụt giảm nghiêm trọng này cho thấy mức độ phụ thuộc của Công ty vào thị trường xuất khẩu đạt mức cao kỷ lục (chiếm đến 70% tổng doanh thu) và sự thất bại trong việc tìm ra các thị trường mới để bù đắp cho phần sụt giảm tại thị trường Mỹ trong bối cảnh các chính sách bảo hộ ngày càng gay gắt trên toàn cầu.

Dù vậy, sản lượng tiêu thụ trong 8 tháng đầu năm 2025 của Công ty yếu hơn đáng kể so với mặt bằng chung thị trường, giảm 25% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 529.094 tấn, do sản lượng xuất khẩu giảm 54% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 27% so với cùng kỳ. HSC lưu ý rằng tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép của toàn thị trường chỉ giảm 4% so với cùng kỳ. Điều này cho thấy thị phần của NKG giảm xuống 10,4% từ mức 13,4% trong 8 tháng đầu năm 2024.

Bảng 1: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ, NKG

Trong tháng 7 và tháng 8: Giảm mạnh 31% so với cùng kỳ, trong 8 tháng đầu năm giảm 25% so với cùng kỳ

Tấn	T7+T8-2024	T7+T8-2025	So với cùng kỳ	8T24	8T25	So với cùng kỳ
Tôn mạ	153,042	121,935	-20.3%	621,403	529,094	-14.9%
Trong nước	39,564	88,614	124.0%	163,103	316,477	94.0%
Xuất khẩu	113,478	33,321	-70.6%	458,300	212,617	-53.6%
Ống thép (*)	22,651	0	-100.0%	86,155	0	-100.0%
Trong nước	22,651	0	-100.0%	86,155	0	-100.0%
Xuất khẩu	0	0		0	0	
Tổng sản lượng tiêu thụ	175,693	121,935	-30.6%	707,558	529,094	-25.2%
Trong nước	62,215	88,614	42.4%	249,258	316,477	27.0%
Xuất khẩu	113,478	33,321	-70.6%	458,300	212,617	-53.6%
Tỷ trọng	100.0%	100.0%		100.0%	100.0%	
Trong nước	35.4%	72.7%		35.2%	59.8%	
Xuất khẩu	64.6%	27.3%		64.8%	40.2%	

Ghi chú: (*) NKG không còn công bố sản lượng ống thép riêng lẻ kể từ tháng 1/2025 trong báo cáo hàng tháng của VSA. Hiện tại, sản lượng này đã được gộp vào sản lượng tôn trong nước..
 Nguồn: VSA, NKG, HSC

Bảng 2: Sản lượng toàn ngành, Vietnam

NKG để mất thị phần nhanh chóng trong T8/2025, do sản lượng tiêu thụ kém

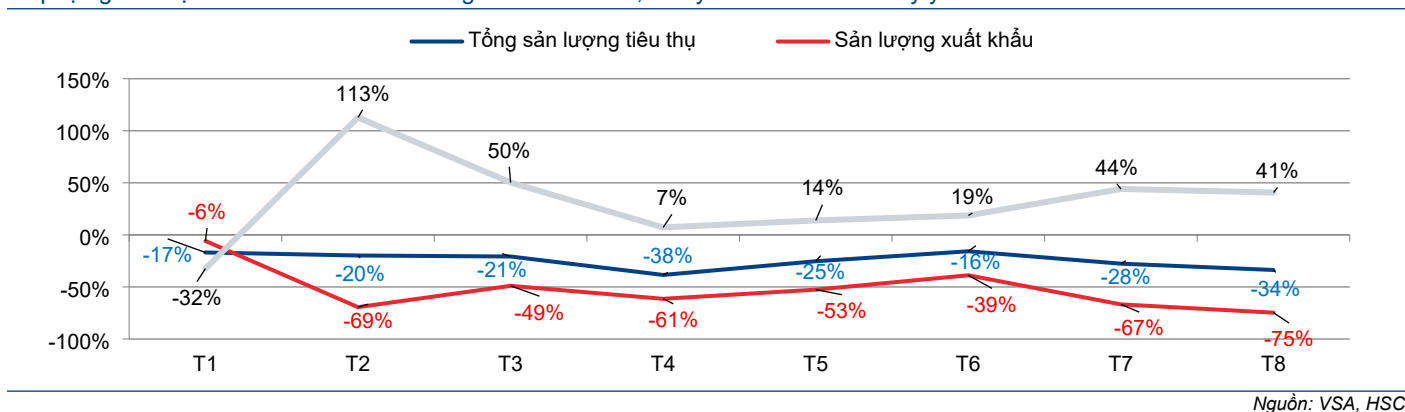
Tấn	T7+T8-2024	T7+T8-2025	So với cùng kỳ	8T24	8T25	So với cùng kỳ
Tôn mạ	945,183	795,489	-15.8%	3,674,281	3,291,752	-10.4%
Ống thép	432,535	479,314	10.8%	1,613,638	1,784,836	10.6%
Tổng sản lượng tôn mạ và ống thép của Việt Nam	1,377,718	1,274,803	-7.5%	5,287,919	5,076,588	-4.0%
Sản lượng tiêu thụ của NKG	175,693	121,935	-30.6%	707,558	529,094	-25.2%
Thị phần tổng 2 sản phẩm của NKG	12.8%	9.6%		13.4%	10.4%	

Nguồn: VSA, HSC

Xét theo thị trường, sản lượng xuất khẩu chỉ chiếm 27% sản lượng tiêu thụ của NKG trong tháng 7-8/2025, hoặc chiếm 40% sản lượng tiêu thụ trong 8 tháng đầu năm 2025, so với 65% cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi tin rằng doanh thu xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì mức đóng góp thấp trong những năm tiếp theo khi Công ty đang đẩy mạnh tập trung vào thị trường trong nước, ngay cả khi nhà máy mới bắt đầu vận hành thương mại từ Q1/2026.

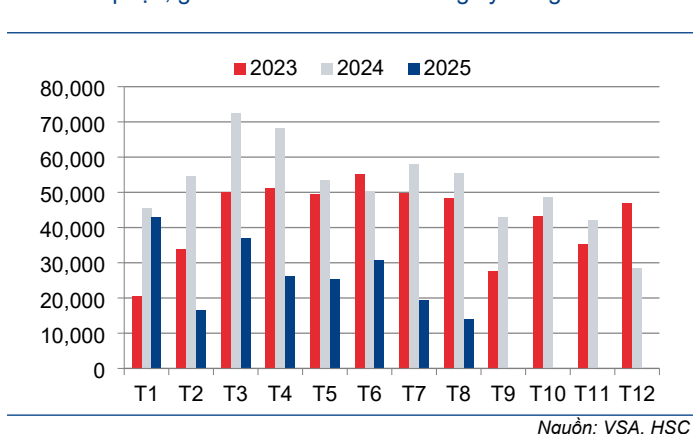
Biểu đồ 3: Tăng trưởng sản lượng theo tháng, NKG

Tiếp tục giảm mạnh ở mức hai chữ số trong T7 và T8/2025, chủ yếu do xuất khẩu suy yếu



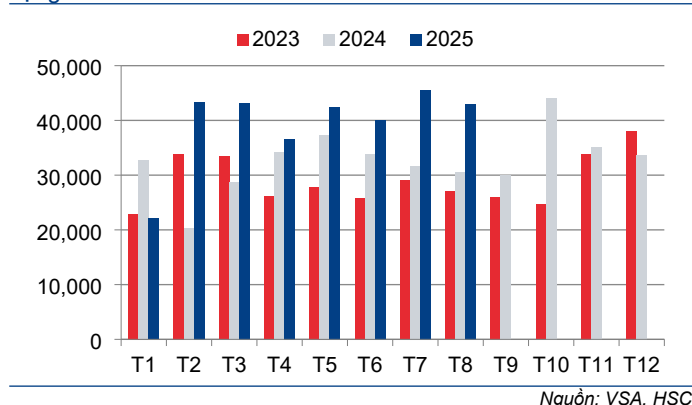
Biểu đồ 4: Sản lượng xuất khẩu theo tháng, NKG

Chưa hồi phục, giảm 67%/75% so với cùng kỳ trong T7/T8-2025



Biểu đồ 5: Sản lượng xuất khẩu trong nước, NKG

Nhu cầu trong nước ổn định nhưng không đủ để bù đắp cho mức sụt giảm của xuất khẩu



Bảng 6: Ước tính lợi nhuận Q3/2025, NKG

Ước tính lợi nhuận thuần Q3/2025 giảm 23% so với cùng kỳ và 45% so với quý trước, do sản lượng giảm

Tỷ đồng	Q3/24	Q2/25	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Dự báo 2025	% hoàn thành dự báo
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	248,609	201,736	186,935	-24.8%	-7.3%	780,474	594,094	-23.9%	850,204	69.9%
Lợi nhuận thuần	65	92	50	-22.9%	-45.4%	435	207	-52.4%	286	72.4%

Nguồn: HSC

Lợi nhuận Q3/2025 dự kiến sẽ kém do nhu cầu thấp

Dựa trên sản lượng tiêu thụ tháng 7-8/2025 do VSA và NKG công bố, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ Q3/2025 của Công ty sẽ đạt 186.935 tấn, giảm 25% so với cùng kỳ và giảm 7% so với quý trước. Theo đó, lợi nhuận thuần Q3/2025 dự kiến đạt 50 tỷ đồng, giảm 23% so với cùng kỳ và giảm 45% so với quý trước.

Nhà máy Phú Mỹ dự kiến sẽ vận hành thương mại vào Q1/2026

Lưu ý, tại ĐHCĐ gần đây, 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 1.000.000 tấn thép thành phẩm mỗi năm (điều chỉnh tăng từ mức 800.000 tấn ban đầu), nâng tổng công suất thiết kế lên 2,1 triệu tấn, tăng 91%. Trong đó:

Bảng 7: Giả định sản lượng tiêu thụ, NKG

HSC dự báo nhu cầu giai đoạn 2026-2027 sẽ hồi phục so với mức nền thấp năm 2025

tấn	2025F	2026F	2027F
Sản lượng tiêu thụ	850,204	1,049,350	1,216,116
Công suất hiện tại	850,204	749,350	716,116
Công suất bổ sung		300,000	500,000
Tăng trưởng	-16.9%	23.4%	15.9%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Hiệu suất của các nhà máy, NKG

Chúng tôi dự báo tỷ lệ vận hành của nhà máy mới sẽ ở mức thấp, do nhu cầu yếu trên toàn thị trường.

Tỷ lệ vận hành	2025F	2026F	2027F
Tổng cộng	77%	50%	58%
Công suất hiện tại	77%	68%	65%
Công suất bổ sung		30%	50%

Nguồn: HSC

- 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%.
- 600.000 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 chịu ít 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 (ước khoảng 65%) và xuất khẩu (ước khoảng 35%), được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp hỗ 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.

NKG hiện đang lắp đặt máy móc, với việc thử nghiệm dự kiến bắt đầu vào Q4/2025. Chúng tôi dự báo dự án sẽ có đóng góp thương mại đầu tiên vào đầu năm 2026. Mặc dù NKG đặt mục tiêu đạt công suất tối đa vào cuối năm 2027, chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn, dự báo Công ty sẽ phải chờ đến năm 2029 mới có thể đạt mức công suất đó.

Môi trường kinh doanh vẫn còn nhiều thách thức đối với NKG và các công ty sản xuất tôn mạ do nhu cầu xuất khẩu yếu. Do đó, việc bổ sung công suất mới trong khi các dây chuyền sản xuất hiện có đang vận hành với công suất hoạt động thấp có thể tạo ra rủi ro ngắn hạn đáng kể, chủ yếu do gánh nặng chi phí khấu hao. Tuy nhiên, các sản phẩm mới của nhà máy Phú Mỹ được thiết kế đặc biệt để nhắm đến thị trường ngách, mà chúng tôi tin rằng vẫn mang lại cơ hội tăng trưởng tích cực trong dài hạn cho NKG.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng, HSC giảm bình quân 29% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 (Bảng 9). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14,8%, thấp hơn so với mức 35% trước đó. Các giả định chính như sau:

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, NKG

HSC hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 do sản lượng tiêu thụ sụt giảm

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	19,230	23,711	28,006	15,774	19,691	23,287	-18.0%	-17.0%	-16.8%	-23.5%	24.8%	18.3%
Lợi nhuận thuần	509	562	924	286	461	685	-43.8%	-17.8%	-25.8%	-36.9%	61.4%	48.4%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	409	562	924	186	461	685	-54.5%	-17.8%	-25.8%	-59.0%	148.3%	48.4%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Các giả định chính, NKG

Chúng tôi giảm giả định sản lượng trong giai đoạn 2025-2027 là 15%, do nhu cầu xuất khẩu kém hơn ước tính

	2024A	2025F	2026F	2027F
Tôn mạ và ống thép (tấn)	1,022,794	850,204	1,049,350	1,216,116
Tăng trưởng	18.8%	-16.9%	23.4%	15.9%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	20.1	18.6	18.8	19.1
Tăng trưởng	-6.7%	-7.9%	1.1%	2.0%
Doanh thu (tỷ đồng)	20,609	15,774	19,691	23,287
Tăng trưởng	10.8%	-23.5%	24.8%	18.3%
Lợi nhuận gộp	1,832	1,371	1,815	2,303
Tăng trưởng	64.7%	-25.1%	32.3%	26.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	8.9%	8.7%	9.2%	9.9%

Nguồn: HSC

- Các giả định về sản lượng tiêu thụ:** Chúng tôi giảm bình quân 15% giả định sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 do nhu cầu xuất khẩu kém hơn kỳ vọng. Trong khi các nỗ lực nhằm thúc đẩy nhu cầu trong nước không đủ để bù đắp sự sụt giảm của nhu cầu xuất khẩu. Theo đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2025 giảm 17% so với cùng kỳ, trước khi phục hồi lần lượt 23%/16% trong năm 2026/2027, do (1) so với mức nền thấp và (2) công suất mới/sản phẩm mới từ nhà máy Phú Mỹ như đã thảo luận ở phần trên.
- Giả định giá bán bình quân:** HSC giảm 2% giá bán bình quân, đa phần là do tình hình xuất khẩu, cho thấy giá bán bình quân trong năm nay giảm 8% so với cùng kỳ, sau đó phục hồi 1%/2% trong năm 2026/2027.
- Giả định tỷ suất lợi nhuận:** HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025/2026/2027 sẽ đạt lần lượt 8,7%/9,2%/9,9% so với mức 8,9% trong năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp được điều chỉnh giảm bình quân 1% do việc tăng cường các biện pháp bảo hộ đối với HRC sản xuất trong nước sẽ tạo ra thêm áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của NKG và lợi ích của chi phí đầu vào thấp, được tích trữ vào đầu năm 2025, sẽ không còn hiệu quả trong năm 2026-2027.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, ngày 26/9/2025, NKG đã ban hành nghị quyết HĐQT về việc thay đổi kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP. Theo đó, chúng tôi đã phản ánh kế hoạch ESOP mới vào mô hình dự báo lợi nhuận, phát hành 4,5 triệu cổ phiếu (1% số cổ phiếu đang lưu hành) với giá 10.000đ/cp so với kế hoạch ban đầu là 2,5 triệu cổ phiếu với giá 10.000đ/cp. NKG đặt mục tiêu hoàn thành kế hoạch phát hành ESOP này trong năm 2025-2026. Chúng tôi giả định rằng việc phát hành ESOP này sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2025, cho thấy số cổ phiếu đang lưu hành bình quân năm 2026 là 452 triệu.

Về việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt, do trong năm nay và năm sau, Công ty cần một lượng vốn đầu tư rất lớn để tài trợ cho dự án Phú Mỹ nên chúng tôi giả định NKG sẽ không chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong năm 2025/2026.

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây

Kết luận và phương pháp định giá

HSC đã phân giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 15.000đ do tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận được bù đắp hoàn toàn bởi tác động tích cực của việc giảm giá định WACC. Với rủi ro giảm giá 15% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Về phương pháp định giá, chúng tôi:

- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, nhưng giảm hệ số beta xuống 1,6 lần (từ 1,88 lần trước đó) cho giai đoạn 5 năm (theo dữ liệu đã mới cập nhật của Bloomberg). Các giả định định giá cho thấy WACC ở mức 12,4%, so với 13,8% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn đối với NKG được giữ nguyên ở mức 1%.

Bảng 11: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, NKG

Giả định dòng tiền sẽ âm trong năm 2026, do chi phí đầu tư xây dựng cho dự án Phú Mỹ cao

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	453	286	461	685	1,062
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	169	222	229	287	334
+ Khấu hao	367	397	687	740	744
- Thay đổi vốn lưu động	(2,023)	2,645	(1,090)	(1,354)	(456)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(249)	(3,257)	(1,003)	(20)	(71)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,283)	294	(715)	338	1,613

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, NKG

Giảm giả định chi phí vốn CSH xuống 18% do beta ở mức thấp 20,5% ...

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	1.6
Chi phí vốn CSH	18.0%
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	18.8%
Chi phí nợ sau thuế	6.1%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán WACC, NKG

...theo đó WACC giảm xuống 12,4% từ mức 13,8%

Cơ cấu nguồn vốn	Value
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	53.3%
Nợ / Tổng nguồn vốn	46.7%
WACC	12.4%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá DCF, NKG

Giá mục tiêu mới là 15.000đ (rủi ro giảm giá 15%)

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	294	(715)	338	1,613
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				1.0%
Giá trị dài hạn				14,246
Dòng tiền tương lai	294	(715)	338	15,859
Giá trị hiện tại		(715)	300	12,545
Giá trị của doanh nghiệp		12,130		
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		11,269		
Giá trị hiện tại của dòng tiền tới năm 2028F		862		
- Tổng nợ		(5,990)		
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn		1,038		
Giá trị của vốn CSH		7,178		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		452		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm - 2026		15,900		
Giá mục tiêu (giữa-2026) (đồng)	15,000			
Thị giá (đồng)	17,600			
Tiềm năng tăng giá	-15%			

Nguồn: HSC

Bảng 15: Phân tích độ nhạy, NKG

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	0.0%	14,100	13,500	12,800	12,300	11,800
	0.5%	15,200	14,500	13,900	13,300	12,700
	1.0%	16,400	15,700	15,000	14,300	13,600
	1.5%	17,800	16,900	16,100	15,400	14,800
	2.0%	19,200	18,300	17,400	16,700	15,900

Nguồn: HSC

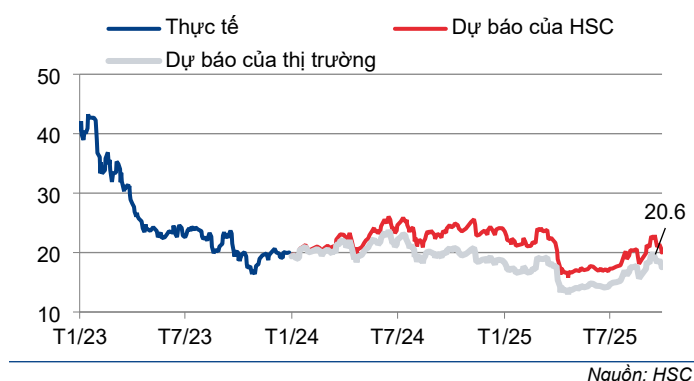
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 3 qua và diễn biến tích cực hơn 6% so với chỉ số VN Index, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,6 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22,9 lần. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,02 lần, so với bình quân quá khứ ở mức 1 lần.

Đáng chú ý, mặc dù NKG hiện đang giao dịch với mức định giá thấp hơn so với bình quân 3 năm, chúng tôi vẫn không thấy cổ phiếu này hấp dẫn khi so sánh với các công ty cùng ngành như HPG (Mua vào, giá mục tiêu 37.900đ), dự kiến đạt mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 37%, cao hơn so với mức kỳ vọng 14,8% cho NKG. Hơn nữa, bên cạnh tốc độ tăng trưởng vượt trội, HPG cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm khá hấp dẫn là 11 lần (thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 13,3 lần). Cùng với chính sách bảo hộ dành cho các nhà sản xuất HRC trong nước – tạo ra yếu tố bất lợi cho các công ty hạ nguồn như NKG – chúng tôi nhận thấy dư địa tăng giá của cổ phiếu kém hấp dẫn hơn trong giai đoạn tới.

Biểu đồ 16: P/E trượt dự phóng 1 năm, NKG

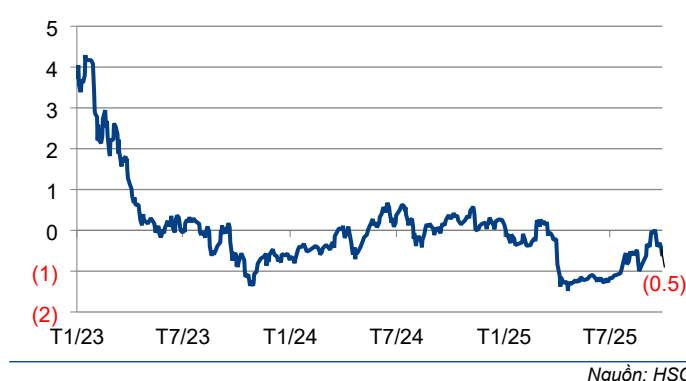
NKG đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,6 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, NKG

... thấp hơn so với bình quân từ 3 năm ở mức 22,9 lần



Nguồn: HSC

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	15,774	19,691	23,287
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	1,371	1,815	2,303
Chi phí BH&QL	(739)	(1,138)	(946)	(1,241)	(1,467)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	373	694	425	574	836
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(75.1)	(40.8)	(68.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.24	0.72	7.45	9.24	10.7
LN TT	177	558	357	543	778
Chi phí thuế TNDN	(59.9)	(105)	(71.5)	(81.4)	(93.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	117	453	286	461	685
Lợi nhuận thuần ĐC	112	430	272	438	651
EBITDA ĐC	749	1,064	822	1,262	1,576
EPS (đồng)	446	1,434	639	1,031	1,530
EPS ĐC (đồng)	249	962	607	979	1,454
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	263	316	448	448	448
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	263	316	448	448	448
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	785	392	632	976	1,825
Đầu tư ngắn hạn	290	247	124	61.8	74.1
Phải thu khách hàng	1,927	1,943	1,420	1,772	2,212
Hàng tồn kho	5,719	6,690	4,609	5,363	6,295
Các tài sản ngắn hạn khác	602	930	789	985	1,164
Tổng tài sản ngắn hạn	9,323	10,202	7,572	9,157	11,571
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	13,725	15,604	17,278
Nợ ngắn hạn	4,768	6,312	4,321	5,005	5,876
Phải trả người bán	1,631	856	720	894	1,049
Nợ ngắn hạn khác	178	194	203	213	225
Tổng nợ ngắn hạn	6,784	7,621	5,529	6,426	7,495
Nợ dài hạn	0	0	473	985	1,164
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	500	1,011	1,191
Tổng nợ phải trả	6,812	7,648	6,029	7,437	8,686
Vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	7,696	8,166	8,592
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	7,696	8,166	8,592
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,235	13,519	13,725	15,604	17,278
BVPS (đ)	20,598	18,584	17,194	18,246	19,198
Nợ thuần/(tiền mặt)	3,982	5,920	4,162	5,014	5,215

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	373	694	425	574	836
Khấu hao	(376)	(370)	(397)	(687)	(740)
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(75.1)	(40.8)	(68.7)
Thuế TNDN đã nộp	(7.38)	(53.4)	(71.5)	(81.4)	(93.4)
Thay đổi vốn lưu động	(346)	(1,632)	2,333	(1,398)	(1,723)
Khác	(419)	(127)	(67.7)	(31.5)	(58.0)
LCT thuần từ HĐKD	269	(541)	3,294	20.1	27.7
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	(226)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(309)	1,510	(2,984)	4,845	1,117
Khác	(33.8)	(3.07)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(342)	1,507	(2,984)	4,845	891
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,005	785	392	632	976
LCT thuần trong kỳ	(220)	(393)	240	344	849
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.39)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	785	392	632	976	1,825
Dòng tiền tự do	138	(1,441)	3,223	(4,500)	(42.0)

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	8.69	9.22	9.89
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.03	5.16	5.21	6.41	6.77
Tỷ suất LNT (%)	0.63	2.20	1.81	2.34	2.94
Thuế TNDN hiện hành (%)	33.8	18.8	20.0	15.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.4)	10.8	(23.5)	24.8	18.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	58.9	42.1	(22.7)	53.4	24.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	194	286	(36.9)	61.4	48.4
Tăng trưởng EPS (%)	194	222	(55.5)	61.4	48.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	(36.9)	61.4	48.4
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	4.21	5.82	8.17
ROACE (%)	6.90	12.2	6.03	6.61	8.82
Vòng quay tài sản (lần)	1.45	1.60	1.16	1.34	1.42
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.72	(0.78)	7.75	0.03	0.03
Số ngày tồn kho	119	130	117	110	109
Số ngày phải thu	40.2	37.8	36.0	36.2	38.5
Số ngày phải trả	34.1	16.6	18.2	18.3	18.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	76.1	102	55.2	62.6	61.9
Nợ/tài sản (%)	40.2	47.3	35.6	39.0	41.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.90	5.08	5.66	14.1	12.2
Nợ/EBITDA (lần)	6.56	6.01	5.93	4.82	4.53
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.37	1.34	1.37	1.43	1.54
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.46	0.56	0.76	0.65	0.56
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.5	10.8	14.6	10.2	8.31
P/E (lần)	39.5	12.3	27.6	17.1	11.5
P/E ĐC (lần)	70.6	18.3	29.0	18.0	12.1
P/B (lần)	0.85	0.95	1.02	0.96	0.92
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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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

