

## CTCP Tôn Nam Kim (HSX: NKG)

### Thị trường nội địa trở thành động lực tăng trưởng

- Lợi nhuận (LN) ròng 2024 tăng trưởng 287% svck trên nền thấp của 2023. LN ròng hoàn thành 82% dự phóng của chúng tôi do thị trường xuất khẩu còn khó khăn.
- Dù triển vọng thị trường nội địa duy trì tích cực, xuất khẩu có thể kém khả quan trong bối cảnh EU và Mỹ áp dụng biện pháp phòng vệ. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2025–26 tăng 50%/31% svck với động lực chính từ thị trường nội địa.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho NKG với giá mục tiêu 19,700 đồng/cp.

### Tăng trưởng sản lượng ở các thị trường và biên LN gộp cải thiện trở thành động lực tăng trưởng cho năm 2024

Trong năm 2024, doanh thu đạt 20,609 tỷ đồng (+11% svck) nhờ sự nhu cầu nội địa hồi phục. Về sản lượng bán hàng, NKG đạt 1,020 nghìn tấn (+18% svck), trong đó 61% đến từ xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu và nội địa phục hồi tích cực 21% và 15% so với nền thấp năm 2023. Hơn nữa, nhờ giá nguyên liệu HRC giảm mạnh hơn giá bán tôn mạ giúp biên LN gộp cải thiện 3 điểm % svck. Chi phí tài chính đạt 477 tỷ đồng (+12% svck) do áp lực từ lỗ tỷ giá. Do đó, lợi nhuận ròng của NKG trong năm 2024 đạt 453 tỷ đồng (+287% svck).

### Thị trường nội địa phục hồi bù đắp cho xuất khẩu chậm giai đoạn 2025-26

Nhu cầu nội địa dự báo phục hồi 8% svck nhờ tác động từ nguồn cung BĐS phục hồi và giải ngân vốn ĐTC, trong khi sản lượng XK giảm 2% svck do hạn ngạch từ EU và các rủi ro áp thuế ở Mỹ, do đó sản lượng 2025 có thể tăng 2% svck. Bên cạnh đó, tỷ giá và chi phí vận chuyển hạ nhiệt tác động tích cực tới chi phí tài chính và bán hàng của DN dự kiến giảm lần lượt 16% và 17% svck. Nhờ đó, LN ròng của NKG có thể đạt 681 tỷ VNĐ (+50% svck).

Sang năm 2026, tiêu thụ xuất khẩu có thể giảm mạnh hơn (-4% svck) khi nguồn cung tại EU và Mỹ phục hồi, sản lượng nội địa trở thành động lực tăng trưởng khi cải thiện 6% svck chúng tôi dự báo biên LN gộp tăng 0.3đ % svck nhờ đóng góp từ mảng nội địa khi giá bán tăng 5% svck (nhiều hơn mức tăng 3% của giá nguyên liệu HRC), do đó LN ròng dự kiến tăng 31% svck lên mức 890 tỷ VNĐ.

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 19,700 đồng/cp

Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để đầu tư NKG do các rủi ro chính về sản lượng XK giảm đã phản ánh vào giá cổ phiếu. Từ Q2/25, chúng tôi kỳ vọng giá tôn mạ nội địa sẽ cải thiện nhờ áp lực giảm dần từ phía Trung Quốc. Ngoài ra, áp dụng thuế CBPG trở thành điểm sáng thúc đẩy lợi nhuận ròng của NKG trong năm 2025-26. Vì thế, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 19,700 đồng/cp, tăng 34% thông qua hai phương pháp định giá FCFF và P/B (WACC: 11.6%). Rủi ro đầu tư bao gồm (1) Rủi ro áp thuế đến từ Mỹ và EU (2) thị trường bất động sản kém khả quan.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	18,596	20,609	22,859	25,755
Lợi nhuận ròng	178	453	682	890
Tăng trưởng doanh thu thuần	-19%	11%	11%	13%
Tăng trưởng LN ròng	-243%	154%	51%	30%
Biên LN gộp	6%	9%	9%	9%
Biên EBITDA	5%	5%	6%	7%
ROAE	3%	8%	10%	12%
ROAA	1%	3%	5%	6%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	677	1,564	2,158	2,817
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	20,598	18,577	21,101	23,952

Nguồn: NKG, MBS Research dự phóng

### KHẢ QUAN

VND 19,700

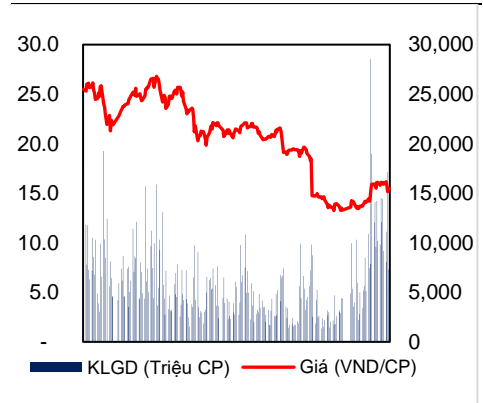
### Giá mục tiêu

Tiềm năng tăng giá

34%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá trị trường (VNĐ)	15,450
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	21,200
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	13,000
Vốn hóa (Tỷ đồng)	6,920
P/E (TTM)	19.5
P/B	0.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	6.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Hồ Minh Quang	15.8%
Nước ngoài	6.9%
Khác	78.3%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



Lê Hải Thành

Thanh.LeHai@mbs.com.vn

**CTCP Tôn Nam Kim (HSX: NKG)**

**Luận điểm đầu tư & Định giá**

**Luận điểm đầu tư**

- Chúng tôi kỳ vọng giá thép mạ nội địa có thể phục hồi kể từ Q2/25 nhờ nhu cầu tích cực tác động của thuế CBPG.
- Thuế CBPG đối với tôn mạ giúp thu hẹp giữa giá thép Việt nam và Trung Quốc, từ đó NKG có thể gia tăng thị phần lên mức 19% trong năm 2025 (từ khoảng 17% năm 2024)
- Lợi nhuận ròng trong cả năm 2025-26 có thể tăng 50%/31% svck do tăng sản lượng thị trường nội địa và cải thiện biên LNG.
- Mức định giá PB của DN đang ở mức 0.9 (thấp hơn mức 1.05 của DN trong những giai đoạn tăng trưởng của chu kì.

**Định giá**

Chúng tôi áp dụng 2 phương pháp định giá FCFF và P/B với NKG và đưa ra giá trị hợp lý là 19,700 đồng/cp (giảm 9% so với giá mục tiêu trước đó). Chúng tôi giảm giá mục tiêu khi xem xét giảm Mức định giá PB về mức 1.05 (so với 1.15) cả năm 2025 do thị trường xuất khẩu gặp khó khăn hơn và chu kì ngành phục hồi chậm hơn, yếu tố khiến chúng tôi điều chỉnh dự báo LN ròng 2025 giảm 28% so với dự phóng cũ mặc dù vẫn đạt mức tăng 50% svck.

Chúng tôi đưa ra P/B mục tiêu ở mức 1.05 để định giá NKG dựa trên trung bình P/B của doanh nghiệp trong giai đoạn hồi phục của ngành thép trong 2 chu kỳ gần đây. Vì thế, trong bối cảnh ngành thép hồi phục, định giá này phù hợp với doanh nghiệp trong giai đoạn đầu của chu kỳ phát triển.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Trọng số	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	18,600
P/B (P/B mục tiêu 2024 = 1.05)	50%	20,800
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>19,700</b>

Nguồn: MBS Research

Hình 2: FCFF dự phóng

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LNST	682	890	1,202	861	396
Chi phí không bằng tiền	359	439	471	521	568
Chi phí lãi vay sau thuế	166	170	275	(73)	(424)
Đầu tư tài sản cố định	429	452	495	617	677
Vốn lưu động	(605)	1,673	(2,261)	1,627	(1,600)
FCFF	1,383	(627)	3,714	(935)	1,463

Hình 3: Định giá FCFF

(+) Giá trị hiện tại FCFF giai đoạn 2024-2028	Tỷ đồng	3,885
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	6,079
(+) ) Tiền & tương đương tiền	Tỷ đồng	1,424
(-) Nợ vay	Tỷ đồng	5,876
Giá trị doanh nghiệp (EV)	Tỷ đồng	5,511
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cp	316
Giá cổ phiếu	VNĐ	18,600

**Chi phí vốn**

Lợi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.20
Phần bù rủi ro	9.6%
Chi phí vốn	13.1%

**WACC và mức tăng trưởng dài hạn**

Chi phí vốn nợ	12.0%
Thuế	20.0%
WACC	11.2%
Tăng trưởng dài hạn	1%

Hình 4: P/B của NKG trong giai đoạn tăng trưởng của 2 chu kỳ



Nguồn: FinproX, MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Mã cổ phiếu	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hoá	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
					2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Hoa Phat Group HPG VN	27,700	33,500	KHẢ QUAN	177,880	12.4	9.9	1.6	1.5	5.4%	7.6%	10.2%	14.5%
Hoa Sen Group HSG VN	17,900	24,800	KHẢ QUAN	16,676	14.2	12.8	1.3	1.2	2.6%	3.4%	4.7%	7.2%
Nam Kim Group NKG VN	15,450	19,700	KHẢ QUAN	250	15.1	14.1	1.1	1	3.6%	5.2%	9.5%	10.3%
VN - Germany Steel Pipe JSC VGS VN	30,500	N/A	KKN	185	29.3	27.5	1.9	1.7	2.4%	4.2%	4.1%	5.5%
Dong A Group GDA VN	24,500	N/A	KKN	150	7.3	6.5	0.9	0.8	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
<b>Trung bình</b>					<b>15.7</b>	<b>14.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.7%</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Rủi ro đầu tư**

- (1) Rủi ro áp thuế từ Mỹ và EU.
- (2) Nguồn cung bất động sản không phục hồi như kỳ vọng.

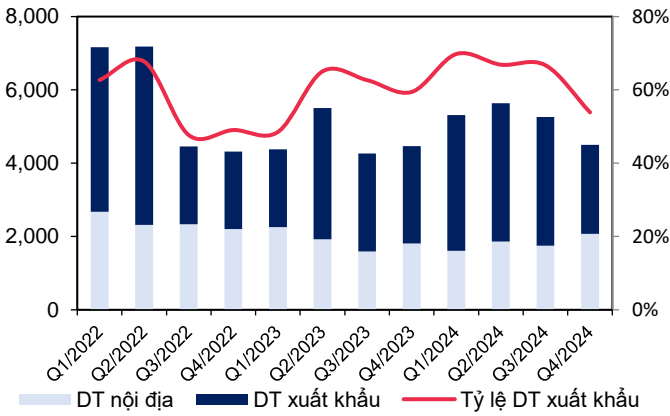
## Sản lượng và biên gộp hồi phục là động lực chính cho KQKD 2024

### 2024: Tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp

Các tiêu chí KQKD	Q4/2024	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	2024	Tăng svck (%)	% so với dự phóng	Đánh giá
Tổng sản lượng tiêu thụ (Nghìn tấn)	181,540	-7%	-20%	1,012,300	18%	107%	
<i>Trong đó:</i>							
Xuất khẩu	102,000	-19%	-35%	620,600	21%	111%	Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh trong Q4 trong bối cảnh thị trường chủ lực EU (chiếm 35% sản lượng) điều tra thuế CBPG. Tuy nhiên năm 2024, sản lượng cải thiện nhờ 3 quý đầu năm.
Nội địa	79,540	8%	0%	391,700	15%	101%	Sản lượng nội địa tăng 6% trong Q4 do áp lực từ thép TQ. Do đó, cả năm có mức phục hồi 15% svck do nhu cầu cải thiện.
<i>Giá thép (USD/tấn):</i>							
Giá xuất khẩu	850	5%	-3%	840	-9%	95%	Giá XK cải thiện nhẹ so với nền thấp năm 2023. Cả năm giá XK giảm 9% svck trong bối cảnh áp lực gia tăng từ thép TQ và nhu cầu tại các thị trường chính như EU, Mỹ chưa có sự phục hồi.
Giá nội địa	870	-3%	-2%	890	-6%	93%	Giá bán nội địa bị tác động tiêu cực do áp lực cạnh tranh từ thép TQ.
<b>Doanh thu</b>	<b>4,469</b>	<b>0.2%</b>	<b>-14%</b>	<b>20,609</b>	<b>11%</b>	<b>92%</b>	Q4/24 đi ngang trong bối cảnh mảng nội địa tăng trưởng 12% svck và xuất khẩu giảm 10% svck. DT cả năm tăng 11% svck nhờ sản lượng tăng 18% trong khi giá bán suy giảm.
<i>Biên LN gộp</i>	<i>6.7%</i>	<i>+0.5đ %</i>	<i>-2đ %</i>	<i>8.9%</i>	<i>3đ %</i>	<i>1.4đ %</i>	Biên LN gộp hồi phục nhẹ nhờ giá xuất khẩu tăng 5% svck trong Q4/24. Cả năm 2024, biên gộp tăng 3đ % svck nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh 16% svck
DT tài chính	102	137%	70%	340	48%	145%	DT tài chính tăng mạnh nhờ đóng góp đến từ lãi tỷ giá.
Chi phí tài chính	168	91%	42%	477	12%	109%	Chi phí tài chính cả năm tăng 12% do áp lực lãi tỷ giá trong khi chi phí lãi vay giảm
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>67</i>	<i>14%</i>	<i>37%</i>	<i>208</i>	<i>-29%</i>	<i>67%</i>	Chi phí lãi vay tăng trong Q4 do NKG đẩy mạnh nợ ngắn hạn nhằm tích trữ HTK. Tuy nhiên, áp lực lãi vay trong năm giảm 29% svck trong bối cảnh lãi suất thấp
Chi phí bán hàng	192	10%	63%	1,017	67%	139%	Chi phí bán hàng cả năm tăng mạnh do áp lực từ chi phí vận tải
Chi phí quản lý DN	26	-80%	-7%	120	-8%	92%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT	5%	0.5đ %	1đ %	6%	2đ %	1đ %	Tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN tăng do chi phí vận tải tăng 30% svck.
LN trước thuế	16	-47%	-75%	558	215%	83%	
LN ròng	18	-18%	-72%	453	287%	82%	LN ròng Q4 giảm 18% svck do chi phí tài chính và bán hàng tăng lần lượt 91% và 10% svck. Cả năm LN ròng tăng đột biến 287% svck đến từ (1) DT tăng 11% svck nhờ sản lượng cải thiện và (2) biên LN gộp tăng 3đ % svck.

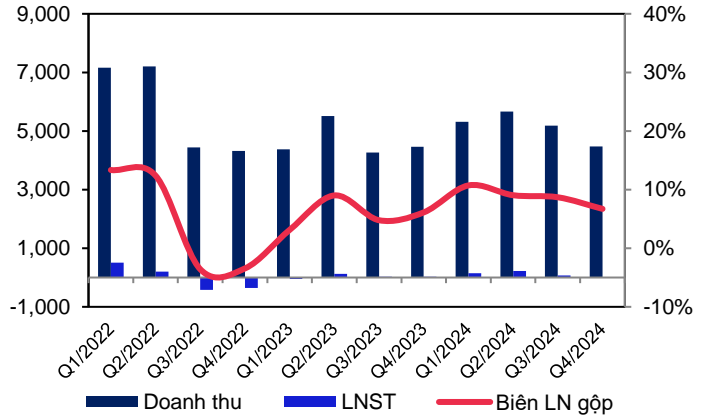
Nguồn: NKG, MBS Research

Hình 7: Doanh thu của NKG trong 2022 – 2024 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: NKG, MBS Research

Hình 8: Biên LNG và lợi nhuận ròng của NKG (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: NKG, MBS Research

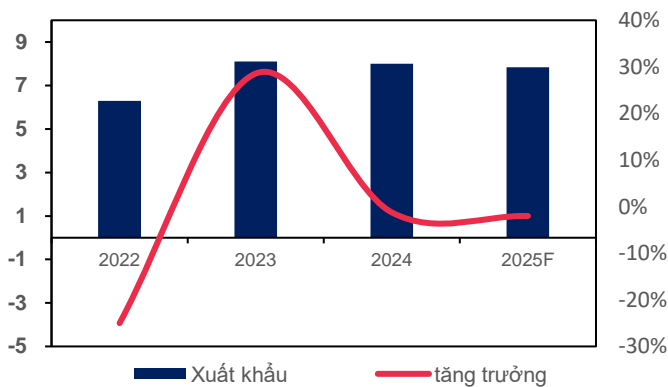
### Thị trường nội địa trở thành điểm sáng trong bối cảnh xuất khẩu gặp khó khăn

#### Sản lượng xuất khẩu dự kiến giảm 2%/4% trong năm 2025 - 26

Sản lượng xuất khẩu toàn ngành giảm nhẹ 0.6% svck trong năm 2024

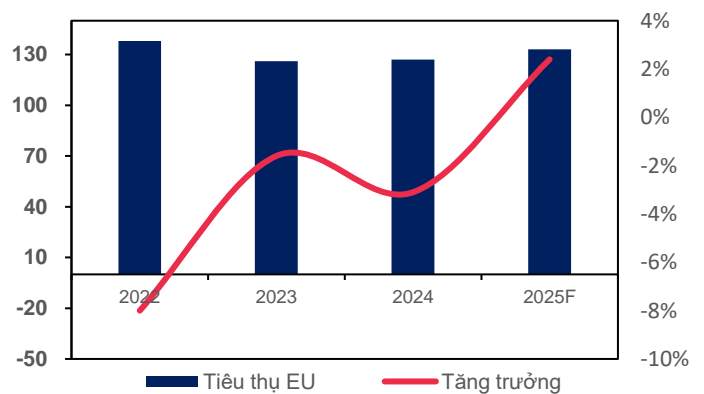
Theo VSA, sản lượng xuất khẩu thép trong năm 2024 đạt 8.0 triệu tấn (-0.6% svck) trong bối cảnh nhu cầu tại thị trường chủ lực EU (23% sản lượng) không phục hồi như kì vọng. Sản lượng tiêu thụ thép tại EU đã giảm 3.3% svck về mức 7.8 triệu tấn do tác động tiêu cực của ngành xây dựng trong bối cảnh lãi suất ở mức cao. Cụ thể hơn, tăng trưởng ngành xây dựng tại EU đạt mức âm 1.4% svck. Bên cạnh nhu cầu thấp, EU đã tiến hành điều tra thuế CBPG đối với các sản phẩm HRC từ Việt Nam và điều này có thể tác động tiêu cực tới sản lượng xuất khẩu tuy nhiên việc cung ứng nguồn cung HRC tại EU có thể mất thời gian do đó sản lượng xuất khẩu toàn ngành dự kiến đi ngang trong năm 2025 và giảm nhẹ trong năm 2026.

Hình 9: Sản lượng XK thép thành phẩm (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: VSA, MBS Research

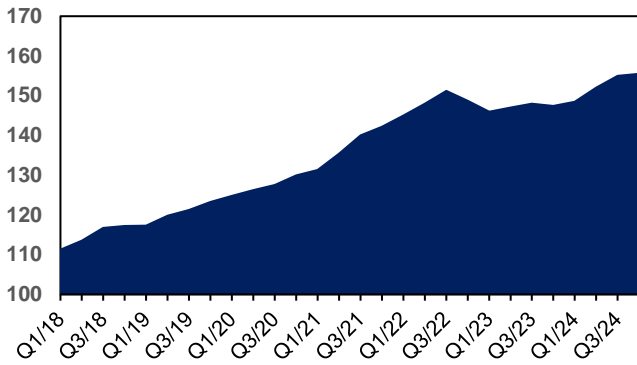
Hình 10: Nhu cầu thép tại EU (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: Eurofer, MBS Research

Sang năm 2025, theo đánh giá của Hiệp hội thép Châu Âu (Eurofer), triển vọng tiêu thụ có thể tăng trưởng 3.3% svck lên mức 133 triệu tấn. Triển vọng tăng trưởng dự kiến đến từ ngành xây dựng khi dự báo tăng trưởng 2 svck nhờ lãi suất thấp kích thích nhu cầu bất động sản. Hơn nữa, ngành sản xuất ô tô (25% nhu cầu thép) được dự báo hồi phục 3.3% svck nhờ triển vọng khả quan của lĩnh vực ô tô điện.

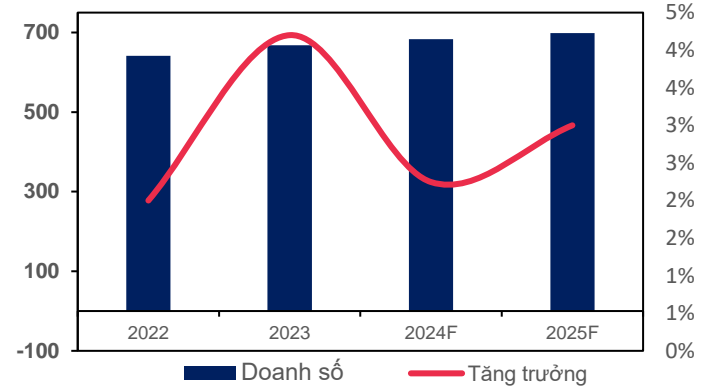
Hình 10: Chỉ số giá nhà tại EU



Nguồn: Eurosta, MBS Research

Theo thống kê của Hiệp hội Thép Châu Âu (Eurofer), ngành xây dựng được dự báo hồi phục nhẹ ở mức 1.1% svck sau 3 năm liên tiếp tăng trưởng âm. Động lực tăng trưởng có thể đến từ xây dựng dân dụng và cơ sở hạ tầng nhờ giá nhà phục hồi. Chỉ số giá nhà tại EU đã tăng trưởng 3% svck trong năm 2024 nhờ lãi suất hạ nhiệt. Theo dự báo, ECB có thể hạ lãi suất 4 lần tương đương 100 điểm cơ bản trong năm 2025, do đó lãi suất dự báo sẽ quanh mức 1.75% -2% vào cuối năm nay. Lãi suất điều hành thấp kì vọng có thể thúc đẩy tăng trưởng thị trường BĐS nhờ gia tăng nhu cầu do đó tác động tích cực tới ngành xây dựng. Nhờ ngành xây dựng khả quan, triển vọng tiêu thụ thép tại EU dự báo hồi phục 3.3% svck. Mặc dù triển vọng tăng trưởng nhu cầu hiện hữu, sản lượng xuất khẩu sang EU dự báo duy trì ổn định svck do hiện tại EU đang tiến hành điều tra đối với tôn mạ nhập khẩu từ VN. Trong trường hợp EU áp thuế, chúng tôi sẽ cập nhật lại sản lượng dự phóng tùy thuộc vào mức thuế áp dụng.

Hình 11: Doanh số bán nhà tại Mỹ (Đơn vị: Nghìn căn)



Nguồn: CBRE, MBS Research

Đối với thị trường Mỹ, tăng trưởng nhu cầu thép có thể cải thiện 1.6% svck phần lớn đóng góp từ tăng trưởng ngành sản xuất ô tô (25% nhu cầu). Theo dự báo từ Hiệp hội xe hơi Mỹ, doanh số bán xe tại nước này tăng trưởng khoảng 1.9% lên mức 16.2 triệu xe nhờ chi tiêu của người dân phục hồi trong bối cảnh lãi suất ở mức thấp. Bên cạnh đó, ngành xây dựng được dự báo tăng trưởng 2% svck trong năm 2025 theo Hiệp hội Xây dựng Mỹ, đến từ sự phục hồi của lĩnh vực BĐS. Doanh số bán hàng tại thị trường BĐS Mỹ đã đạt mức 699,000 căn (+3% svck). Tuy tiềm năng phục hồi hiện hữu tại thị trường Mỹ, sản lượng xuất khẩu có thể đi ngang trong bối cảnh Chính quyền nước này quyết định áp thuế 25% vào tất cả các sản phẩm thép nhập khẩu.

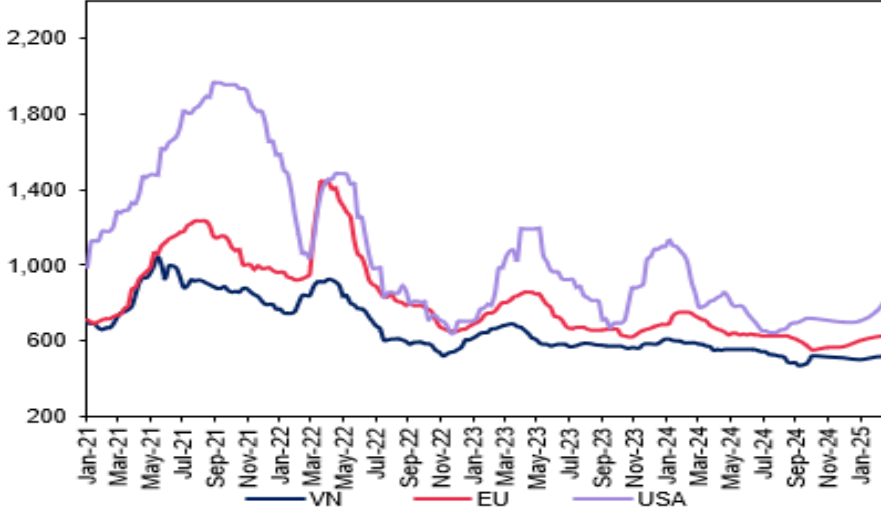
Do 2 thị trường có tỷ trọng xuất khẩu cao như EU (35%) và Mỹ (22%) giảm nhẹ svck trong bối cảnh các biện pháp bảo hộ thương mại tác động tiêu cực, sản lượng xuất khẩu của DN trong năm 2025 dự kiến giảm 2% về mức 608 nghìn tấn. Sang năm 2026, sản lượng xuất khẩu có thể giảm 4% svck về mức 583 nghìn tấn.

*Giá xuất khẩu có thể giảm 2%/3% svck do áp lực từ các biện pháp bảo hộ*

Trong năm 2024, giá HRC trung bình trên thế giới giảm khoảng 10% svck trong bối cảnh nhu cầu tại các quốc gia tiêu thụ thép hàng đầu như Trung Quốc (TQ), EU hay Mỹ. Hơn nữa, nguồn cung dư thừa từ các quốc gia như TQ, Hàn Quốc tác động tiêu cực tới giá thế giới. Cụ thể hơn, nhu cầu yếu và áp lực giảm giá đến từ thép TQ, giá HRC tại EU và Mỹ giảm lần lượt 9%/7% svck về mức 650/785 USD/tấn. Điều này dẫn tới, mức chênh lệch của thép VN với EU và Mỹ

giảm 6% svck về mức 90 – 110 USD/tấn, khiến thép VN giảm lợi thế cạnh tranh đối với các DN nội địa cũng như đối tác xuất khẩu khác như TQ hay Hàn Quốc. Do đó, sản lượng xuất khẩu HRC giảm 32% svck đạt mức 2.2 tấn và giá xuất khẩu giảm 9% svck.

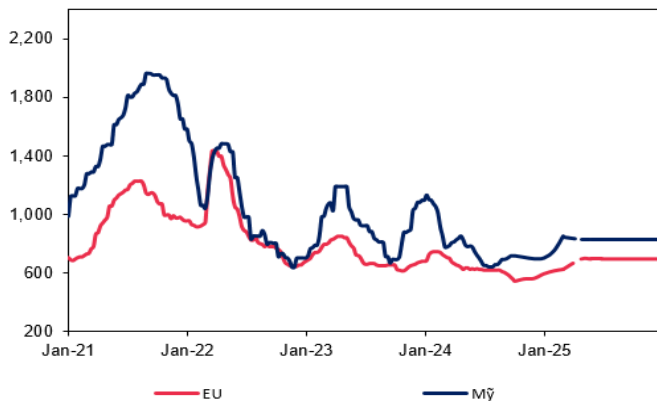
Hình 12: Giá HRC phục hồi ngắn hạn trong bối cảnh 1 số nước áp thuế CBPG và nguồn cung nội địa chưa đáp ứng nhu cầu (Đơn vị: USD/ tấn)



Nguồn: Bloomberg

Trong Q1/25, giá HRC tại Mỹ và EU cải thiện lần lượt khoảng 20% và 12% svck trong bối cảnh áp thuế vào các đối tác xuất khẩu thép trong khi đó nguồn cung nội địa dự kiến cần khoảng 2 quý để phục hồi. Trong năm 2025, dù triển vọng phục hồi hiện hữu khi giá HRC tại EU được dự báo tăng 8% svck lên mức 720 USD/tấn nhờ 2 ngành chiếm tỷ trọng cao trong tiêu thụ thép là Xây dựng, Sản xuất ô tô có thể ghi nhận mức tăng trưởng tích cực và áp lực từ thép nhập khẩu hạ nhiệt. Đối với thị trường Mỹ, chúng tôi đánh giá các DN tôn mạ VN có khả năng phải giảm giá bán khoảng 2-3% nhằm giữ thị phần trong bối cảnh 1 số sản phẩm thép hiện tại mức thuế điều chỉnh đã tăng từ 22% lên 25%. Do đó, giá xuất khẩu dự báo giảm lần lượt 2%/3% svck về mức 823/799 USD/tấn.

Hình 13: Giá HRC dự báo tại Mỹ và EU (Đơn vị: USD/tấn)

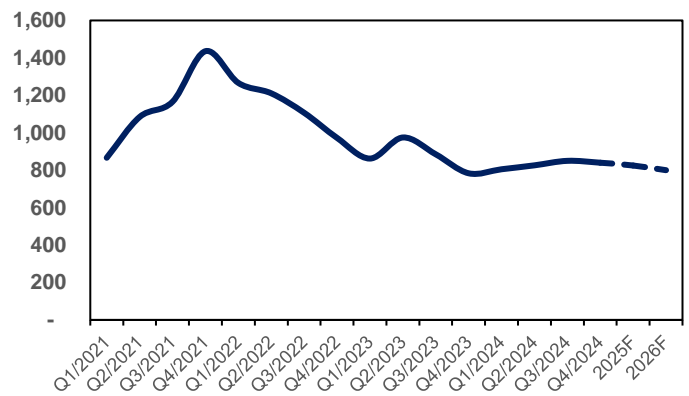


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

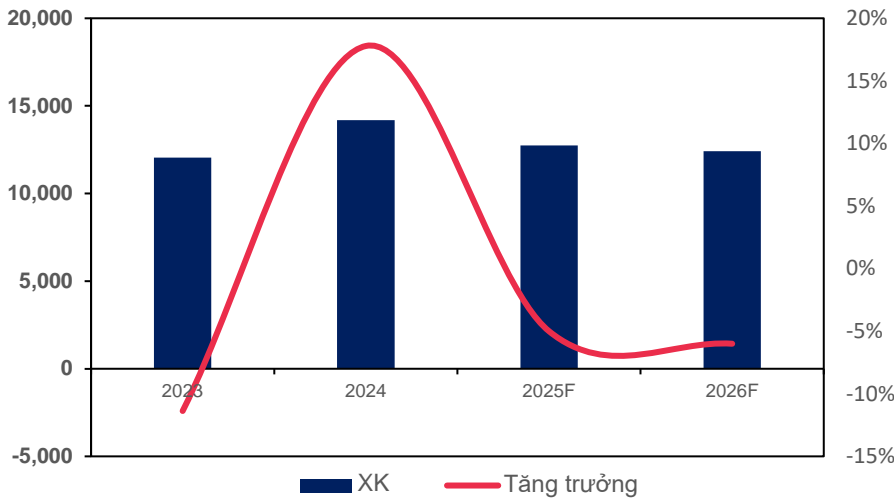
Trong năm 2025, doanh thu xuất khẩu dự kiến giảm nhẹ 5% svck đạt mức 12,740 tỷ VNĐ do sản lượng giảm 2% và giá xuất khẩu giảm 2% svck. Sang năm 2026, trong bối cảnh sản lượng và giá bán giảm lần lượt 4% và 3% svck, doanh thu dự kiến đạt 12,400 tỷ VNĐ (-8% svck).

Hình 15: Dự báo doanh thu mảng XK (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

Hình 14: Giá thép XK dự báo của NKG (USD/tấn)



Nguồn: CBRE, MBS Research



### Thị trường nội địa trở thành điểm sáng tăng trưởng nhờ chu cầu phục hồi và hỗ trợ đến từ thuế CBPG

Theo dự báo của VSA, triển vọng tiêu thụ thép nội địa dự kiến tăng trưởng 8% svck lên mức 23.2 triệu tấn. Trong đó, thép xây dựng, HRC và tôn mạ có thể trở thành điểm sáng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ phục hồi đến từ lĩnh vực BĐS, ĐTC và tác động tích cực của thuế CBPG.

Nguồn cung BĐS dự kiến tăng trưởng 30% svck tại khu vực Hà Nội và TP.HCM trong bối cảnh các vướng mắc liên quan đến quá trình định giá đất, đền bù và giải phóng mặt bằng (GPMB) được giải quyết nhờ Luật Đất Đai (sửa đổi). Hơn nữa, áp lực lãi vay hạ nhiệt tác động tích cực tới quá trình triển khai dự án của các chủ đầu tư khi lãi suất đi vay hiện tại của các DN trung bình ở mức 10.5% - 11% (giảm 1đ % svck). Hơn nữa, giá căn hộ tại các thành phố lớn như HN và TP.HCM được dự báo tiếp tục tăng trưởng lần lượt 9% và 11% svck do đó các DN đẩy nhanh tiến độ xây dựng dự án nhằm hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi của thị trường.

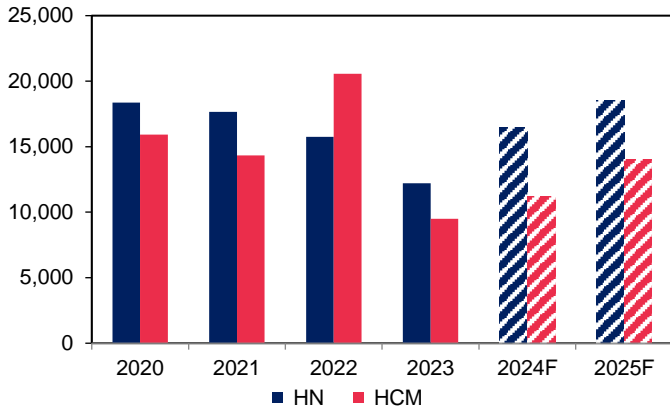
Bên cạnh đó, nguồn vốn giải ngân đầu tư công được dự báo tăng trưởng 17% svck trong bối cảnh năm 2025 trở thành năm cuối trong chu kỳ đầu tư công trung hạn và các vướng mắc liên quan đến GPMB hay thiếu hụt nguyên vật liệu (cát, đá xây dựng) được giải quyết. Nhờ các vướng mắc được tháo gỡ, các dự án chiến lược có kế hoạch hoàn thành trong năm 2025 như Cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành. Trong giai đoạn 2026 – 2030, các dự án ĐTC chiến lược có thể triển khai như đường sắt cao tốc Bắc – Nam, đường sắt Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai có thể trở thành động lực tăng trưởng nhu cầu nội địa trong dài hạn.

Với triển vọng tích cực từ 2 ngành chiếm tỷ trọng tiêu thụ thép cao như Xây dựng (30%) và Đầu tư công (20%), triển vọng tiêu thụ thép toàn ngành có thể tăng 8% svck lên mức 23.2 triệu tấn và tôn mạ tăng trưởng 7% svck, đạt 2.8 triệu Tấn. Do đó, NKG với lợi thế DN đầu ngành sẽ được hưởng lợi nhờ triển vọng khả quan của ngành tôn mạ, sản lượng nội địa có thể đạt mức 419/444 Ngìn Tấn (+7%/6% svck).

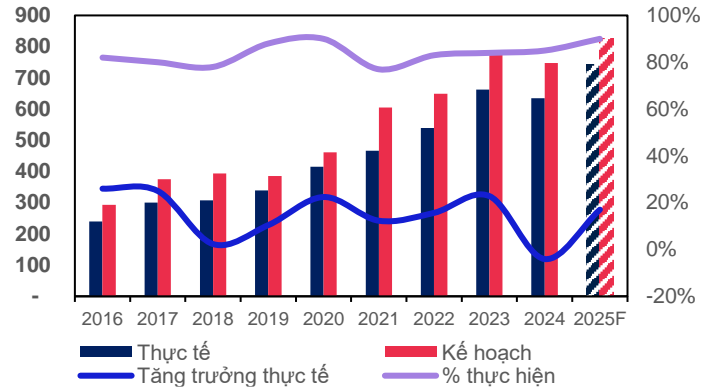
Hình 16: Nguồn cung BĐS giai đoạn 2020 – 2025 (Đơn vị: Căn)

Hình 17: Nguồn vốn giải ngân ĐTC (Đơn vị: Tỷ VNĐ)





Nguồn: CBRE, MBS Research

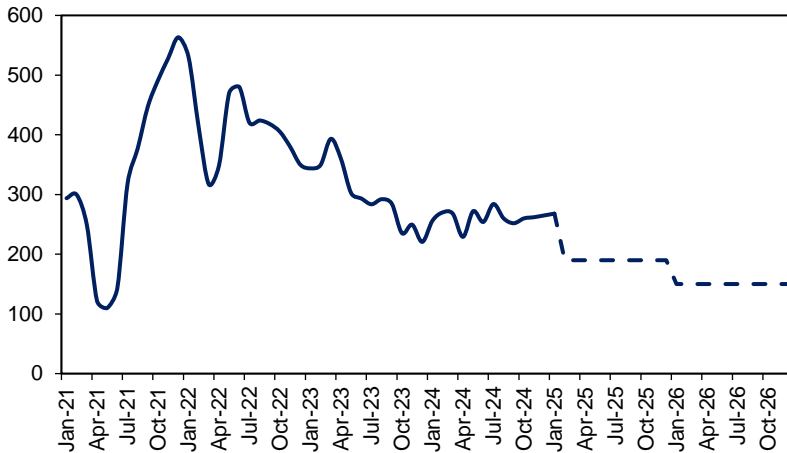


Nguồn: GSO, MBS Research

**Giá tôn mạ nội địa có thể phục hồi 6%/5% svck trong bối cảnh áp lực từ thép TQ hạ nhiệt khi áp dụng thuế CBPG**

Vào Q3/24, Bộ Công Thương đã tiến hành điều tra thuế CBPG đối với các sản phẩm tôn mạ từ TQ và Hàn Quốc khi thị trường tôn mạ nội địa bị cạnh tranh gay gắt bởi các sản phẩm nhập khẩu. Trong năm 2024, sản lượng tôn mạ nhập khẩu tăng mạnh 30% svck lên mức 2.3 tấn, do đó tôn mạ nhập khẩu chiếm khoảng 55% thị phần trong nước và điều này tác động tiêu cực tới giá bán của các DN nội địa.

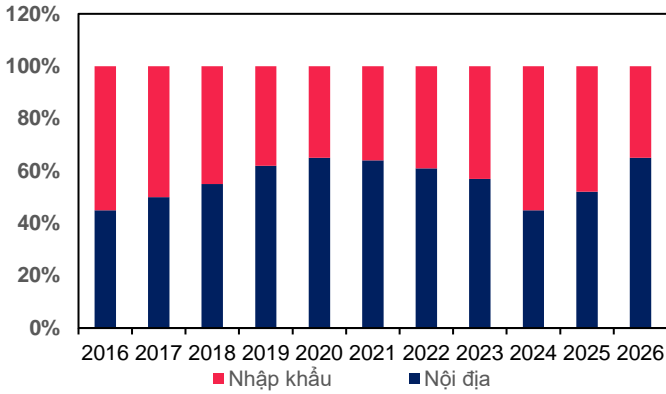
Hình 18: Chênh lệch giá tôn mạ VN và TQ dự báo giảm mạnh (Đơn vị: USD/tấn)



Sang năm 2025, chúng tôi dự báo thuế CBPG tôn mạ nhập khẩu từ TQ và Hàn Quốc (AD19) có thể được thông qua và áp thuế tạm thời kể từ Q2/25. Mức thuế được dự báo sẽ quanh mức 20% - 30% trong bối cảnh giá bán từ TQ đang thấp hơn khoảng 35% - 40% so với các sản phẩm nội địa (khoảng 200 - 220 USD/tấn). Do đó, trong bối cảnh thế giới đang thực hiện 1 số biện pháp bảo hộ nhằm giảm thiểu thiệt hại từ thép giá rẻ TQ, chúng tôi đánh giá việc áp thuế của Bộ Công thương khả năng cao sẽ được thông qua. Trong trường hợp được thông qua, mức chênh lệch giữa thép VN và TQ sẽ giảm khoảng 26% svck xuống mức 140 USD/tấn (chưa kể 1 số chi phí như vận tải, lưu kho) nhờ đó các DN nội địa có khả năng sẽ gia tăng thị phần.

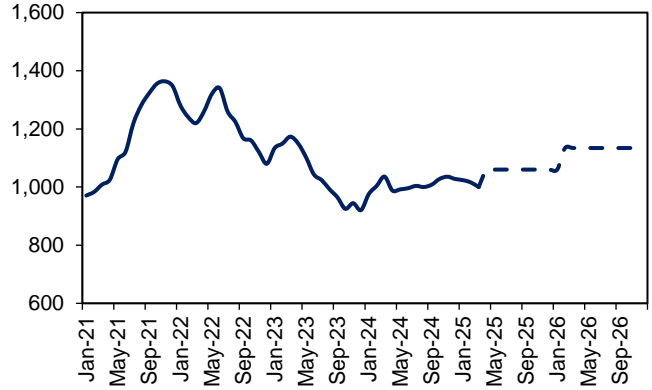
Với áp lực cạnh tranh hạ nhiệt từ thép TQ, thị phần của các DN nội địa sẽ đạt mức 65% (tăng từ mức 45% của năm 2024). Do đó, giá tôn mạ nội địa dự kiến phục hồi lần lượt 5%/6% svck và đạt mức 943/991 USD/tấn.

Hình 19: Thị phần tôn mạ nội địa dự kiến (Đơn vị: %)



Nguồn: VSA, MBS Research

Hình 20: Dự phóng giá bán tôn mạ nội địa (Đơn vị: USD/tấn)



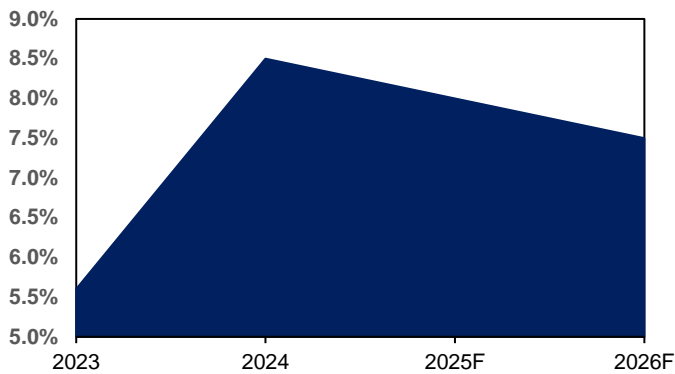
Nguồn: HPG, MBS Research

**Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định trong năm 2025 và tăng nhẹ trong 2026 nhờ biên gộp mảng nội địa**

Hiện tại mức thuế đối với các sản phẩm thép của DN xuất khẩu sang Mỹ ở mức 22% - 37% tùy mức thép do đó khi Mỹ tăng mức thuế tối thiểu lên 25%, giá bán của DN dự kiến sẽ giảm 4% svck nhằm duy trì thị phần. Tuy nhiên, giá HRC tại Mỹ sau khi áp thuế đã tăng 25% từ đầu năm lên mức 900 USD/tấn do nguồn cung thiếu hụt trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá giá XK sang Mỹ có thể giảm kể từ Q3/25 trong khi nguồn cung tại nước này phục hồi và đáp ứng đủ nhu cầu (dự kiến mất khoảng 1 quý).

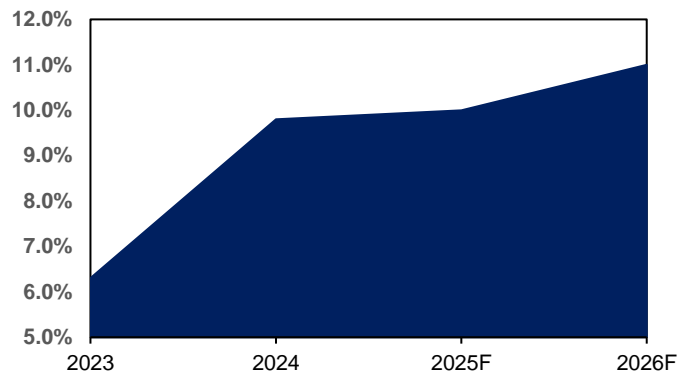
Trong bối cảnh NKG dự kiến có thể giảm giá bán khoảng 4% svck nhằm duy trì thị phần tại thị trường Mỹ và EU. Chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng xuất khẩu có thể giảm khoảng 1 điểm % svck về mức 8.0% trong năm 2025 và 7.4% vào năm 2026.

Hình 21: Biên LN gộp mảng xuất khẩu (Đơn vị: %)



Nguồn: MBS Research

Hình 22: Biên LN gộp mảng nội địa (Đơn vị: %)

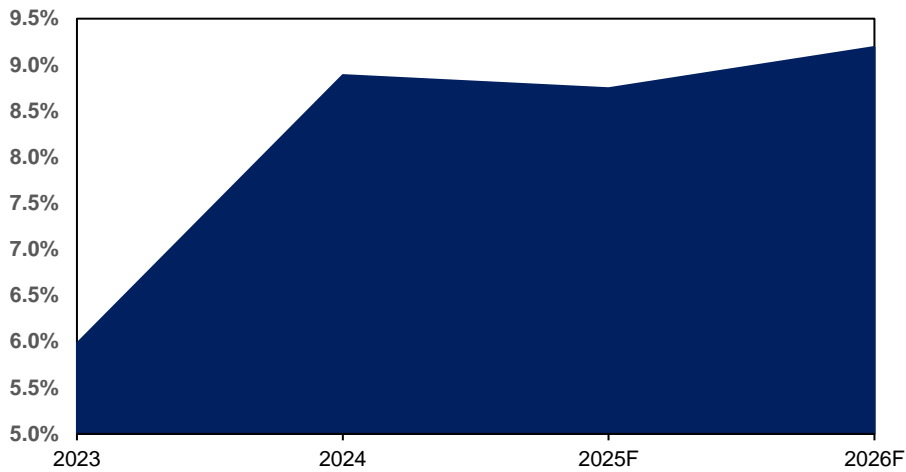


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Đối với mảng nội địa, trong bối cảnh giá tôn mạ lần lượt phục hồi 6%/5% svck nhờ nhu cầu phục hồi và áp lực giảm giá từ thép TQ hạ nhiệt. Chúng tôi dự báo giá thép HRC hồi phục 6%/7% vào năm 2025 – 26, tuy nhiên giá nguyên liệu của NKG sẽ tăng ít hơn giá HRC thị trường do DN có thể hưởng lợi nhờ đẩy mạnh tích trữ HTK giá rẻ, nhờ đó giá nguyên liệu HRC dự kiến tăng khoảng 2% và 3% svck trong 2 năm tới.

*Biên LNG dự kiến giảm nhẹ về mức 8.7% trong năm 2025 và hồi phục lên mức 9% trong năm 2026.*

Hình 23: Biên LNG dự báo của NKG trong 2024 – 2026 (Đơn vị: %)



Nguồn: HPG, MBS Research

Trong năm 2025 biên LN gộp giảm nhẹ 0.2đ % svck về mức 8.7% do áp lực từ mảng xuất khẩu do NKG có thể giảm giá để duy trì sản lượng. Sang năm 2026, biên gộp dự kiến tăng 0.5đ % svck lên mức 9.2% nhờ tác động tích cực từ mảng nội địa.

## Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2026

Hình 24: Dự báo KQKD của HPG trong giai đoạn 2024 – 25 - 26 (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	+-% sv dự báo cũ	2026F	% svck	Đánh giá
Tổng sản lượng tiêu thụ (Nghìn tấn)	1,012,300	1,027,307	2%	2%	1,028,127	0%	
<i>Trong đó:</i>							
Xuất khẩu	620,600	608,188	-2%	-1%	583,860	-4%	Giảm nhẹ dự báo năm 2025 do tác động tiêu cực của thuế nhập khẩu từ Mỹ và EU. Sang năm 2026, khi nguồn cung tại EU và Mỹ phục hồi, sản lượng XK giảm 4% svck
Nội địa	391,700	419,119	7%	5%	444,266	6%	Tăng dự báo sản lượng nội địa năm 2025 - 26 nhờ triển vọng khả quan của thị trường tôn mạ và thuế CBPG
<i>Giá thép (USD/tấn):</i>							
Giá xuất khẩu	840	823.20	-2%	-2%	799	-3%	Hạ dự báo giá thép XK trong bối cảnh DN phải giảm giá bán để giữ thị phần
Giá nội địa	890	943.40	6%	2%	991	5%	Tăng dự báo giá bán nội địa nhờ triển vọng khả quan hơn của ngành tôn mạ
<b>Doanh thu</b>	<b>20,609</b>	<b>22,858</b>	<b>11%</b>	<b>5%</b>	<b>25,754</b>	<b>13%</b>	DT tăng 5% sv dự báo cũ nhờ giá bán nội địa, sang năm 2026, DT tăng trưởng nhờ mảng nội địa tăng 15% svck
<i>Biên LN gộp</i>	<i>8.9%</i>	<i>8.7%</i>	<i>-0.2đ %</i>		<i>9%</i>	<i>0.3đ %</i>	
DT tài chính	340	246	-28%	0%	240	-2%	
Chi phí tài chính	477	400	-16%	9%	470	18%	
<i>Trong đó:</i>							
Chi phí lãi vay	208	212	2%	-5%	343	62%	Chi phí lãi vay năm 2025 giảm sv dự báo trước nhờ lãi suất ở mức thấp. Sang năm 2026, chi phí tăng nhờ đẩy mạnh nợ vay nhằm tích trữ HTK.
Chi phí bán hàng	1,017	852	-16%	5%	871	2%	
Chi phí quản lý DN	120	160	0.33	-8%	155	-3%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT	6%	5%	-1đ %		5%	0%	
LN trước thuế	558	830	49%	-29%	1,111	34%	
LN ròng	453	681	50%	-28%	890	31%	Chúng tôi hạ dự báo LN ròng năm 2025 do tác động từ thuế nhập khẩu của Mỹ và EU tác động tiêu cực tới giá xuất khẩu. Sang năm 2026, LN ròng tăng 31% nhờ (1) DT mảng nội địa tăng 13% và biên LN gộp cải thiện

Nguồn: NKG, MBS Research

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	<b>Dec-26</b>	<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	<b>Dec-26</b>
Doanh thu thuần	18,596	20,609	22,859	25,755	LN trước thuế	177	558	831	1,111
Giá vốn hàng bán	(17,484)	(18,777)	(20,859)	(23,387)	Khấu hao	376	370	410	439
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	2,000	2,368	CP lãi vay	293	208	213	(344)
Chi phí quản lý DN	(130)	(120)	(161)	(155)	Các khoản điều chỉnh khác	(224)	9	(0)	0
Chi phí bán hàng	(609)	(1,018)	(853)	(872)	Thay đổi VLD	(353)	(1,686)	427	(2,329)
LN từ HĐKD	373	694	986	1,341	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>269</b>	<b>(541)</b>	<b>1,456</b>	<b>(1,122)</b>
EBITDA thuần	749	1,061	1,344	1,780	Đầu tư TSCĐ	(130)	(901)	(318)	(452)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>373</b>	<b>694</b>	<b>986</b>	<b>1,341</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(15)	(459)	85	8
Thu nhập lãi	230	341	246	241	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(146)</b>	<b>(1,360)</b>	<b>(233)</b>	<b>(444)</b>
Chi phí tài chính	(133)	(269)	(188)	(126)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	0	1	(0)	0	Tiền vay ròng nhận được	(342)	1,507	(191)	497
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	528
<b>LN trước thuế</b>	<b>177</b>	<b>558</b>	<b>831</b>	<b>1,111</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Thuế TNDN	1	(105)	(149)	(222)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(342)</b>	<b>1,507</b>	<b>(191)</b>	<b>1,025</b>
Lợi nhuận sau thuế	178	453	682	890	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,005	785	392	1,424
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	(220)	(393)	1,032	(541)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>178</b>	<b>453</b>	<b>682</b>	<b>890</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>785</b>	<b>392</b>	<b>1,424</b>	<b>883</b>
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	<b>Dec-26</b>
Lợi nhuận giữ lại	178	453	682	890	Tăng trưởng doanh thu thuần	-19.4%	10.8%	10.9%	12.7%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>Dec-23</b>	<b>Dec-24</b>	<b>Dec-25</b>	<b>Dec-26</b>	Tăng trưởng EBITDA	58.9%	41.7%	26.7%	32.4%
Tiền và tương đương tiền	785	392	1,424	883	Tăng trưởng LN từ HĐKD	399.8%	186.1%	142.0%	136.0%
Đầu tư ngắn hạn	290	247	272	299	Tăng trưởng LN trước thuế	-265.8%	214.8%	48.9%	33.7%
Phải thu khách hàng	1,741	1,129	1,148	1,681	Tăng trưởng LN ròng	-242.9%	154.3%	50.5%	30.5%
Hàng tồn kho	5,719	6,690	6,230	7,846	Tăng trưởng EPS	-230.7%	131.1%	38.0%	30.5%
Tổng tài sản ngắn hạn	9,323	10,202	10,333	12,052	Biên LN gộp	6.0%	8.9%	8.7%	9.2%
Tài sản cố định	1,989	1,700	1,717	1,745	Biên EBITDA	4.5%	5.5%	6.1%	7.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	312	531	584	584	Biên LN ròng	1.0%	2.2%	3.0%	3.5%
BĐS đầu tư	-	-	-	-	ROAE	3.3%	7.7%	10.4%	12.1%
Đầu tư vào công ty con	3	525	-	-	ROAA	1.5%	3.4%	5.1%	6.0%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROIC	1.7%	3.7%	5.6%	6.7%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	Vòng quay tài sản	1.5	1.5	1.7	1.7
Tổng tài sản dài hạn	2,913	3,316	2,939	2,900	Tổng nợ vay/VCSH	87.9%	107.5%	83.8%	81.1%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>12,235</b>	<b>13,519</b>	<b>13,272</b>	<b>14,952</b>	Nợ vay ròng/VCSH	73.4%	100.8%	62.1%	69.1%
Vay & nợ ngắn hạn	4,768	6,312	5,511	5,952	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	32.5%	43.8%	30.8%	33.9%
Phải trả người bán	1,856	1,219	1,029	1,526	Khả năng thanh toán lãi vay	1.3	3.3	4.6	3.9
Phải trả ngắn hạn khác	161	90	125	108	Số ngày phải thu	34.2	20.0	18.3	23.8
Tổng nợ ngắn hạn	6,784	7,621	6,665	7,585	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	119.4	130.1	109.0	122.5
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-	Số ngày phải trả tiền bán	38.7	23.7	18.0	23.8
Các khoản phải trả khác	28	27	28	27	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	1.3	1.6	1.6
Tổng Nợ dài hạn	28	27	28	27	Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>Tổng nợ</b>	<b>4,796</b>	<b>6,338</b>	<b>5,539</b>	<b>5,979</b>	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.3	0.2
Vốn điều lệ	2,633	3,159	3,159	3,159	<b>Định giá</b>				
Thặng dư vốn cổ phần	786	259	786	786	EPS	677	1,564	2,158	2,817
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	BVPS	20,598	18,577	20,825	23,233
LN giữ lại	1,731	2,172	2,362	3,252	P/E	23.6	11.2	7.4	5.7
Các quỹ thuộc VCSH	273	279	272	143	P/B	0.8	0.9	0.8	0.7
Vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	6,579	7,340					
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	2	-	-					
Tổng vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	6,579	7,340					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>12,235</b>	<b>13,519</b>	<b>13,272</b>	<b>14,952</b>					

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**  
Trần Thị Khánh Hiền

**Trưởng phòng**  
Nguyễn Tiến Dũng

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**  
Ngô Quốc Hưng  
Nguyễn Phú Cường

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**  
Đinh Công Luyến  
Nguyễn Đức Hào

**Bất động sản – KCN - VLXD**  
Nguyễn Minh Đức  
Nguyễn Minh Trí  
Lê Hải Thành

**Công nghệ - Hóa chất**  
Nguyễn Đức Hào

**Công nghiệp – Năng lượng**  
Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền

**Dịch vụ - Tiêu dùng**  
Nguyễn Quỳnh Ly