Vài nét về doanh nghiệp

NKG là 1 trong các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ và ống thép lớn nhất Việt Nam. NKG có thị phần tôn mạ 9T.2026 đạt 16,4%, đứng thứ 2 Việt Nam.

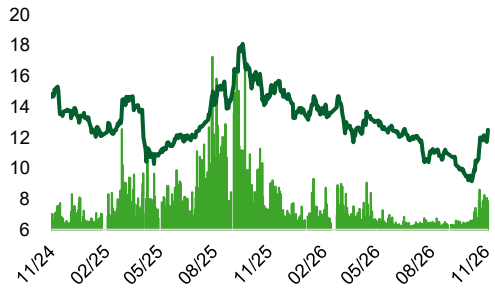
Khuyến nghị

Giá mục tiêu	**11.099**

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Tôn mạ
Thị giá (11/11/2026)	12.100
Biến động 1 năm	9 – 15
KLGD bình quân 15D (tr.cp)	6,8
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.055
P/E	24,4x
P/B	0,8x
%NN sở hữu	5,06%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
NKG	+33%	+10%	-22%
VNIndex	+1%	-2%	+1%

Tỷ lệ sở hữu

BLĐ & liên quan	20,28%
Nước ngoài	5,06%
Khác	74,66%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich
Bloomberg: VCBS <GO>

SẢN LƯỢNG XUẤT KHẨU TÍCH CỰC, NỘI ĐỊA TIÊU CỰC

ĐÁNH GIÁ:

Chúng tôi khuyến nghị **NKG** với giá hợp lý là **11.099 đồng/cp.**

CẬP NHẬT KQKD:

3Q26: Trong 3Q26, NKG ghi nhận doanh thu thuần đạt **5.472 tỷ đồng, tăng mạnh 45,0% YoY và tăng 31,8% QoQ**. Tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh 30,3% YoY và từ thị trường xuất khẩu tăng mạnh 155% YoY, trong khi nội địa lại giảm mạnh 20,6% YoY. **LNST CT mẹ đạt 126 tỷ đồng (+154,8% YoY, +21,2% QoQ)**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn NKG đang phục hồi từ nền thấp nhờ xuất khẩu tăng mạnh. Động lực chủ yếu đến từ sản lượng xuất khẩu tích cực nhờ mở mới được thị trường **Brazil** và tăng từ thị trường **EU**.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy **rủi ro từ việc điều tra hoặc áp thuế Chống bán phá giá từ 3 thị trường xuất khẩu lớn nhất** của NKG là **Malaysia, Úc** và tương lai trong 12-16 tháng tới có thể thêm thị trường **Brazil**.

Trong trung hạn, việc NKG tăng công suất từ nhà máy mới Nam Kim Phú Mỹ trong bối cảnh ngành tôn mạ nội địa dư cung và rào cản thương mại gia tăng sẽ tạo áp lực cho kết quả kinh doanh của NKG trong năm tới khi nhà máy Phú Mỹ đi vào vận hành chính thức.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
DTT (tỷ đồng)	20,609	14,808	17,679	18,961
+/- yoy (%)	10.8%	-28.1%	19.4%	7.3%
LNST CT mẹ (tỷ đồng)	453	197	278	136
+/- yoy (%)	285.8%	-56.5%	41.1%	-51.3%
VCSH (tỷ đồng)	5,871	7,635	7,779	8,044
Nợ/TTS (%)	46.7%	41.6%	43.1%	50.5%
TS LN gộp (%)	8.9%	6.1%	8.2%	7.5%
TS LN ròng (%)	2.2%	1.3%	1.6%	0.7%

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 3Q26

Kết quả kinh doanh 3Q26

Tiêu chí	3Q25	3Q26	% YoY	9T.25	9T.26	%YoY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	3.773	5.472	+45,0%	11.725	12.933	+10,3%	Doanh thu 3Q26 tăng mạnh 45,0 % yoy do tổng SL tiêu thụ tại kênh xuất khẩu tăng vượt trội.
LNST CĐ CT mẹ	50	126	+154,8%	207	253	+22,3%	3Q26: LNST CT tăng mạnh 154,8% YoY do biên gộp cải thiện và nền so sánh thấp.
Biên gộp	4,8%	9,0%	+427 bps	6,1%	7,9%	+178 bps	Biên gộp 3Q26 cải thiện mạnh, tăng mạnh 427 bps.

❖ **3Q26 – Xuất khẩu phục hồi mạnh nhờ thị trường EU và Brazil, trong khi nội địa yếu**

Trong 3Q26, NKG ghi nhận doanh thu đạt **5.486 tỷ đồng, tăng mạnh 44,8% YoY** và **tăng 31,6% QoQ**. Tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh **30,3% YoY** và từ thị trường **xuất khẩu tăng mạnh 155% YoY**, trong khi **nội địa lại giảm mạnh 20,6% YoY**. NKG không công bố doanh thu theo thị trường.

Thị trường xuất khẩu: tăng mạnh lên đạt mức hơn 144 nghìn tấn (+154,7% YoY và + 56,5% QoQ). Đây là quí xuất khẩu của NKG tăng vượt trội với phần tăng trưởng từ XK hơn gấp 3 lần phần sụt giảm từ nội địa. Đây là quí thứ 2 liên tiếp kênh XK phục hồi tăng trưởng mạnh từ nền thấp.

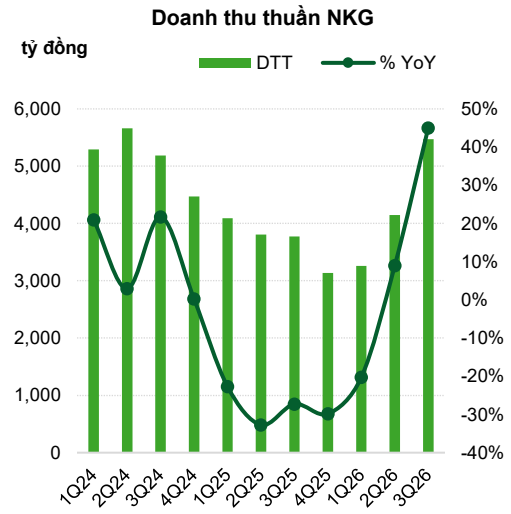
Tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường EU và Nam Mỹ. EU đạt hơn 68 nghìn tấn (+290% YoY) và Nam Mỹ đạt hơn 42 nghìn tấn (+5.252% YoY). Thị trường EU của NKG tập trung ở 5 quốc gia, ít phân tán hơn so với HSG, trong đó Anh và Bỉ chiếm tỷ trọng đến 30% tổng SL XK. Tại Nam Mỹ thì NKG chỉ XK đi 1 nước là Brazil, chiếm tỷ trọng lên đến 28% tổng SL XK.

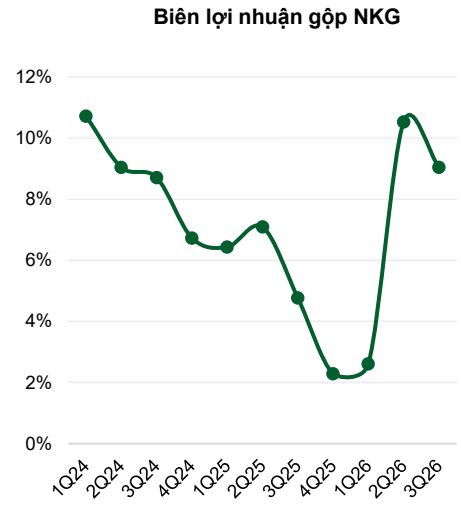
Thị trường nội địa: đạt gần 110 nghìn tấn, **giảm mạnh 20,6% YoY** và **giảm 0,8% QoQ** do mức nền cao của năm ngoái. Đây là quí thứ 3 liên tiếp kênh nội địa sụt giảm so với các đối thủ trong ngành.

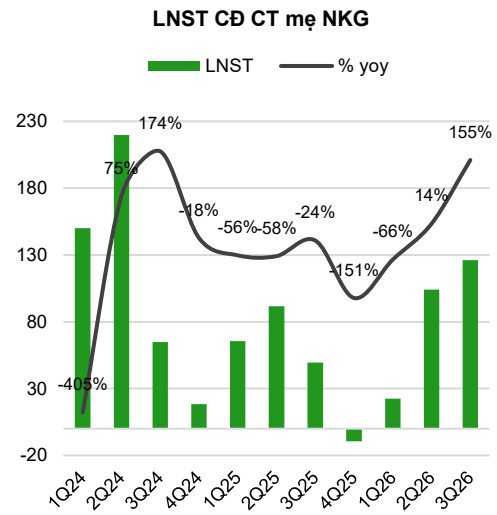
Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh nhờ nền so sánh thấp. Biên tăng lên mức 9,0%, tăng 427 bps so với cùng kỳ năm ngoái. Ngoài nhờ sản lượng tăng 30,3% YoY thì giá bán bình quân của NKG cũng cải thiện mạnh, ước tính tăng 8-10% YoY, +6% QoQ.

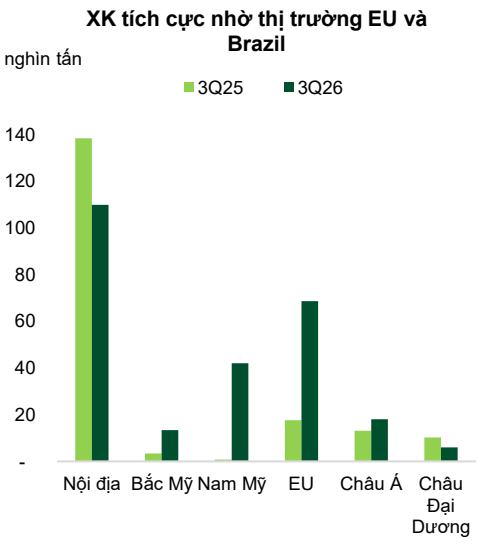
Gánh nặng chi phí lãi vay tăng cao: chi phí tài chính tăng 88% YoY chủ yếu do chi phí lãi vay tăng mạnh 78% YoY và tăng 106% QoQ, đạt 100 tỷ đồng. Tổng số dư vay nợ tại cuối quí là hơn 8.600 tỷ, chủ yếu để tài trợ cho dự án NM mới Nam Kim Phú Mỹ. Trong 3Q26, NKG cũng đã **chính thức kết chuyển** CP XD dở dang cơ bản sang Tài sản cố định giá trị ~ gần **4.500 tỷ đồng**. Nhà máy có tổng vốn đầu tư 6.200 tỷ đồng, CSTK là 1,2-1,3 triệu tấn, trong đó **GĐ1 có CSTK khoảng 800.000 tấn/năm**. Gồm: mạ kẽm 350 nghìn tấn/năm, mạ lạnh 450 nghìn tấn/năm và mạ màu 150 nghìn tấn/năm. **Các chi phí liên quan như CP khấu hao, CP lãi vay sẽ tăng cao trong các quí tiếp theo**.

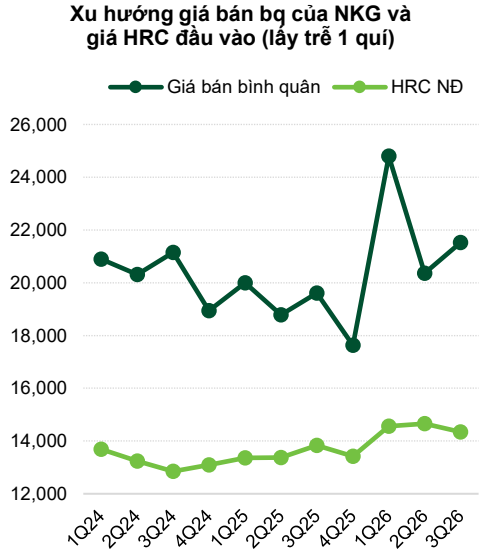
LNST CT mẹ đạt 126 tỷ đồng (+154,8% YoY).

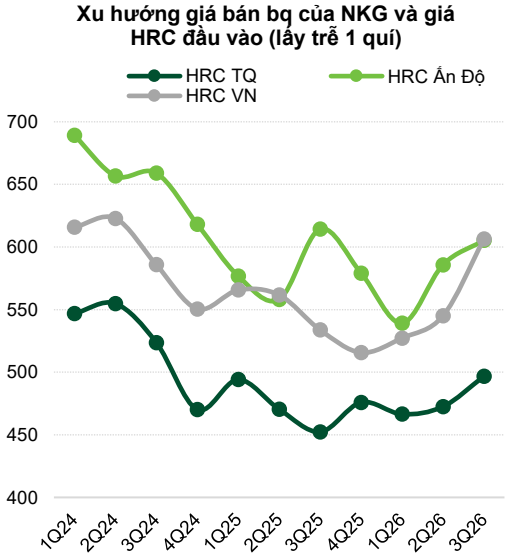












Nguồn: NKG, BBG, Fiin Pro, Tradeint, VCBS tổng hợp

❖ **Lũy kế 9T.26: nhờ XK tăng trong quí 2 và quí 3 đã cứu thị trường nội địa liên tục giảm mạnh trong 9 tháng vừa qua**

DTT tăng trưởng 10,4% YoY đạt 12.884 tỷ đồng. Biên lãi gộp tăng 178 bps lên mức 7,9%.

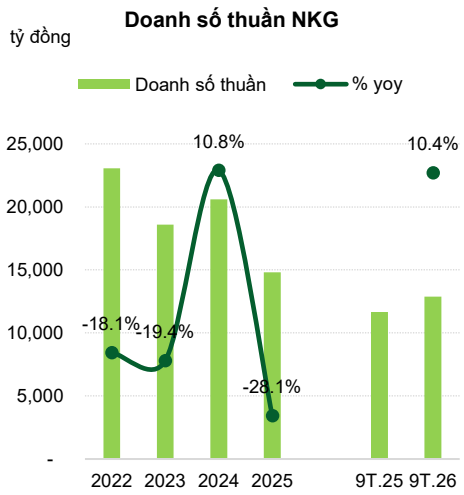
SL tiêu thụ nội địa: đạt hơn 324 nghìn tấn (-11,4% YoY).

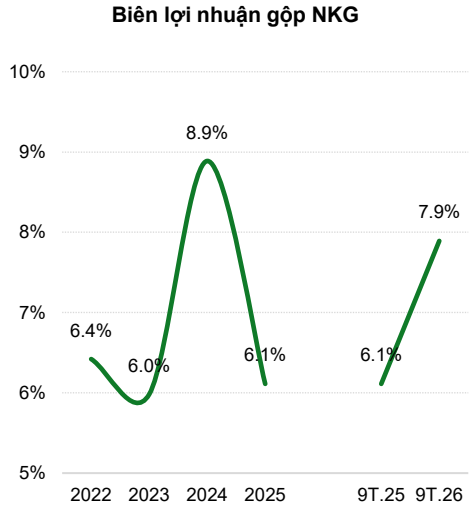
SL xuất khẩu: đạt gần 265 nghìn tấn (+12,3% YoY), chủ yếu nhờ mở mới được thị trường Brazil, tăng trưởng thị trường Đông Nam Á (+89% YoY) và Bắc Mỹ (+91% YoY), trong khi giảm ở EU (-26% YoY).

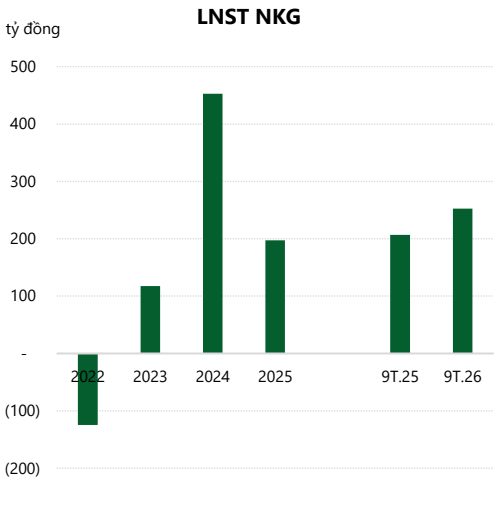
Tỷ trọng chi phí Bán hàng & QLDN tăng, chiếm tỷ trọng 4,3%/DTT. Do chi phí vận chuyển cao hơn do tỷ trọng xuất khẩu tăng lên chiếm 45% so với mức 39% của cùng kỳ năm ngoái.

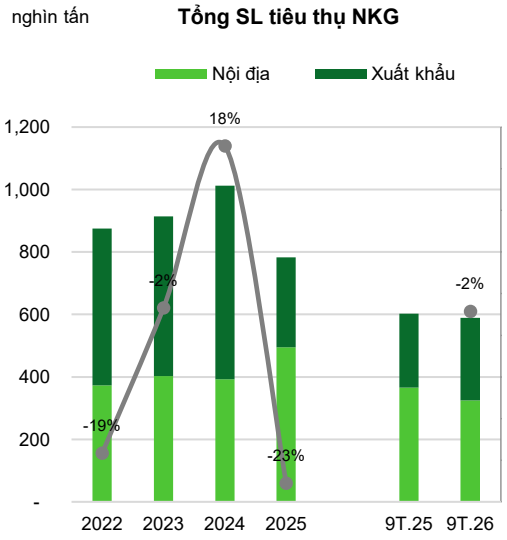
Thu nhập tài chính tăng nhẹ 3,0% đạt 164 tỷ đồng. Chi phí tài chính giảm nhẹ 5,7% đạt 257 tỷ đồng, tuy nhiên trong đó chi phí lãi vay tăng mạnh 25,4% đạt 214 tỷ đồng.

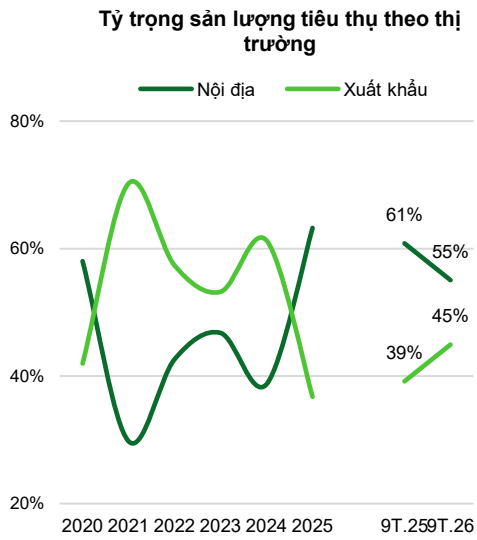
LNST CT mẹ tăng 22,3% YoY đạt 253 tỷ đồng. Nếu loại trừ thu nhập bất thường của cùng kỳ năm ngoái thì ước tính LNST của NKG tăng 142% YoY.

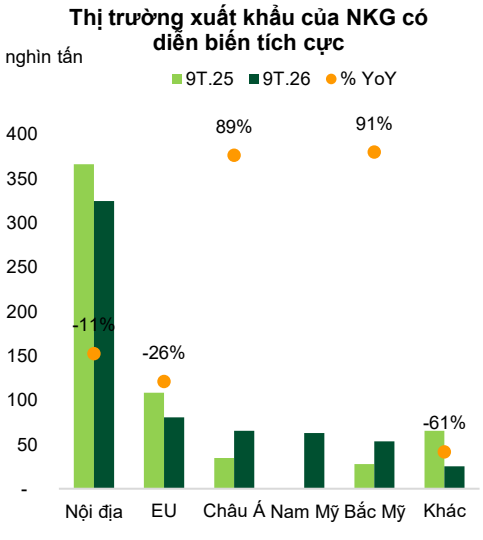












Nguồn: NKG, BBG, Fiin Pro, Tradeint, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

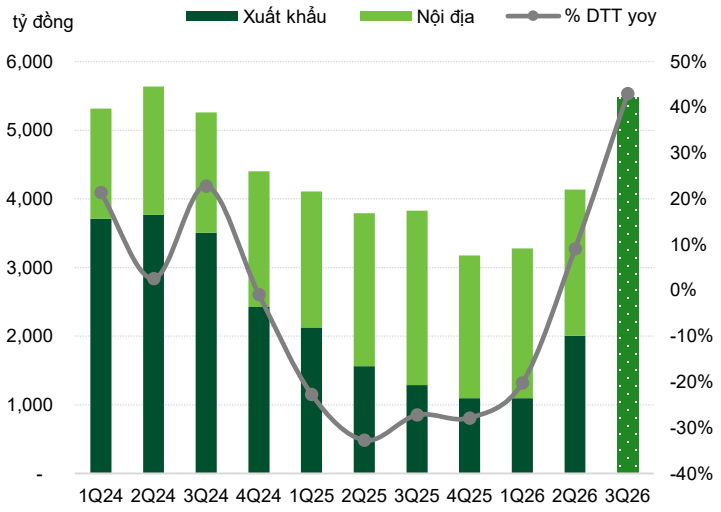
Động lực từ thị trường nội địa

Tiếp tục tập trung thị trường nội địa, giảm phụ thuộc vào xuất khẩu khi các rào cản thương mại sẽ tiếp tục tăng cao

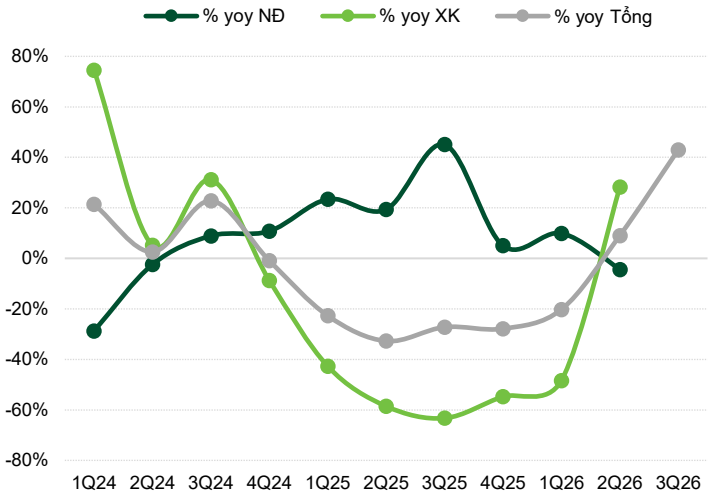
Với bối cảnh toàn ngành tôn mạ vẫn dư cung và áp lực từ bên ngoài là tình trạng dư cung tại thị trường Trung Quốc, nhu cầu tại thị trường EU và Mỹ yếu cùng hàng loạt biện pháp bảo hộ thương mại tại các thị trường xuất khẩu thì HSG vẫn tiếp tục tập trung tại thị trường nội địa.

Thị trường bất động sản dân dụng vẫn gặp nhiều thách thức bởi ảnh hưởng bởi xu hướng lãi suất tăng cao, hoạt động tiêu thụ tôn mạ nội địa có thể bị chậm lại.

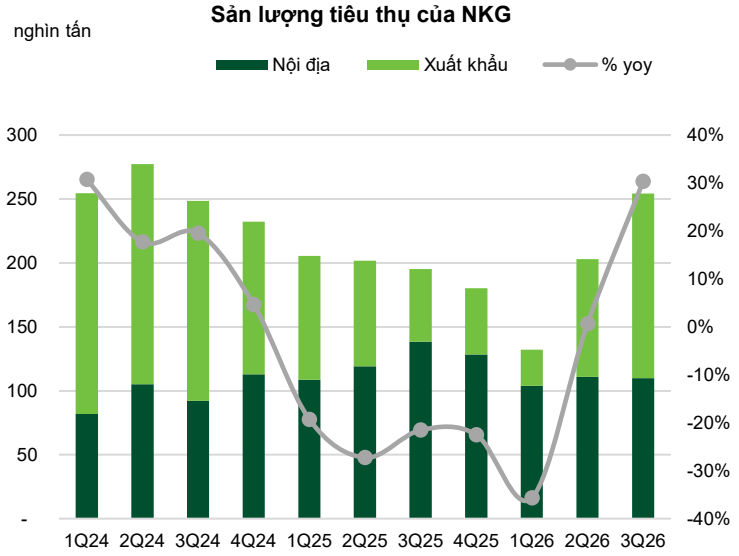
Tổng doanh thu thuần của NKG



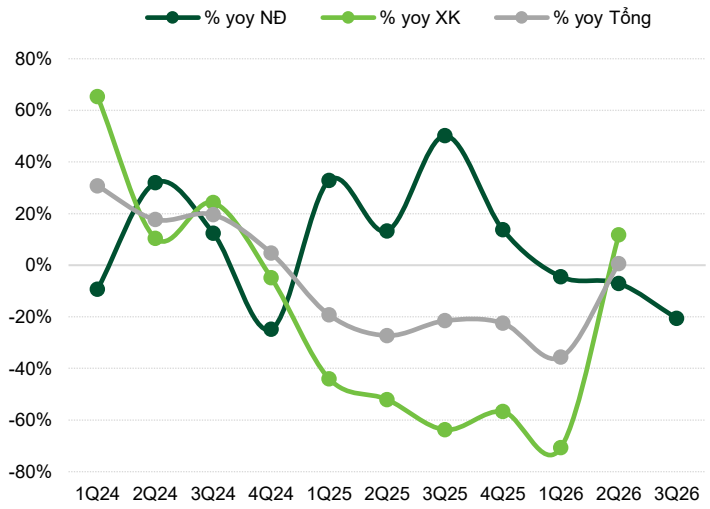
Tăng trưởng doanh thu theo thị trường



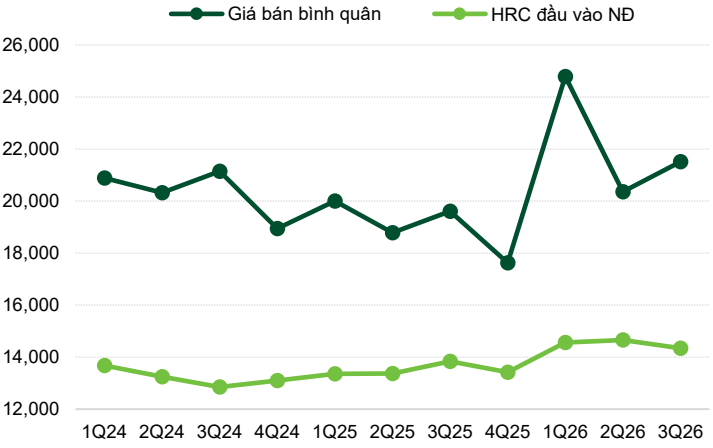
Sản lượng tiêu thụ của NKG



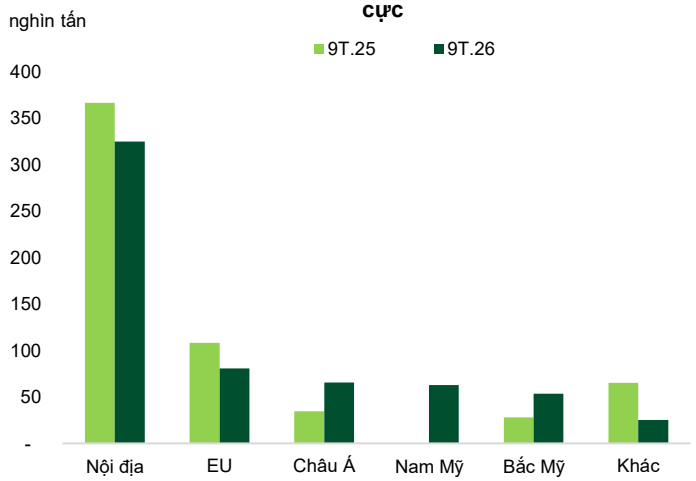
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của NKG



Xu hướng giá bán bq của NKG và giá HRC đầu vào (lấy trễ 1 quí)



Thị trường xuất khẩu của NKG có diễn biến tích cực



Nguồn: NKG, BBG, Fiin Pro, Tradeint, VCBS tổng hợp

Triển vọng 2027: giảm thiểu rủi ro từ thị trường XK & tập trung khai thác tiềm năng của thị trường nội địa

Cơ cấu thị trường: do cả nội địa và XK đều yếu dẫn đến tỷ trọng kênh XK của NKG lại tăng trong 2026

Các DN tôn mạ nội địa có sự phụ thuộc vào kênh XK rất lớn (theo sản lượng năm 2024: **NKG – 61%**; GDA – 59%; HSG – 50%); và đã giảm tỷ trọng kênh XK xuống mạnh trong 2 năm vừa qua (9T.2026: **NKG – 45%**; GDA – 38%; HSG – 32%). Thị trường nội địa thường mang lại biên gộp ổn định và cao hơn so với XK. Trong khi đó, ngoài yếu tố rủi ro từ rào cản thương mại thì chi phí vận chuyển tăng mạnh cũng giảm biên lợi nhuận từ kênh xuất khẩu.

(1) Rủi ro từ thị trường Malaysia: tỷ trọng 22% trên tổng XK – 9T.26

Từ 17/07/2026, Malaysia đã khởi xướng điều tra chống bán phá giá đối với thép có xuất xứ hoặc nhập khẩu từ Việt Nam, Trung Quốc và Đài Loan, cụ thể là thép mạ nhôm kẽm. Biên độ bán phá giá mà nguyên đơn đề nghị là **22,69% cho Việt Nam**. Thời hạn công bố kết luận **sơ bộ là 14/11/2026** (có thể áp tạm thời). Thường trong vòng 120 ngày sau đó sẽ có kết luận cuối cùng.

Chúng tôi đánh giá rủi ro từ thị trường Malaysia khá đáng kể đối với xuất khẩu của NKG. Do tỷ trọng đi Malaysia của NKG tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2026 (chiếm 22%/tổng XK) trong khi chỉ chiếm 13%/tổng XK trong năm 2025.

(2) Rủi ro từ Úc điều tra CBPG: tỷ trọng 9% trên tổng XK – 9T.26

Úc đã khởi xướng điều tra CBPG đối với tôn mạ Việt Nam (HSG, NKG) nhập khẩu vào Úc trong năm 2025 tăng đột biến, với biên độ phá giá (do bị đơn khởi xướng ở mức 56,21%) đối với tôn lạnh từ T2/26 (điều tra gia hạn) và tôn mạ kẽm từ T4/2026 (điều tra mới). Dự kiến sẽ có kết luận vào khoảng T11-T12/2026.

Hiện tại, thị trường Úc chiếm tỷ trọng khoảng 7%/ tổng sản lượng năm 2025 và 4% trong 9T.2026; và chiếm tỷ trọng 18% trên tổng sản lượng xuất khẩu năm 2025 và 9% trong 9T.2026 của NKG. Như vậy, nếu Việt Nam bị áp mức Thuế CBPG ở mức cao cũng sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng của NKG.

(3) Rủi ro Việt Nam bị điều tra tại thị trường Brazil trong 1 năm tới: hiện tại tỷ trọng XK đi Brazil của NKG là **24%/tổng SL XK** và **11% trên tổng SL tiêu thụ** của NKG trong 9T.26.

Brazil đang sử dụng AD/CVD khá mạnh để bảo hộ nội địa, đặc biệt nhắm vào Trung Quốc. Hiện tại Việt Nam chưa bị áp AD đối với các dòng thép carbon phổ biến.

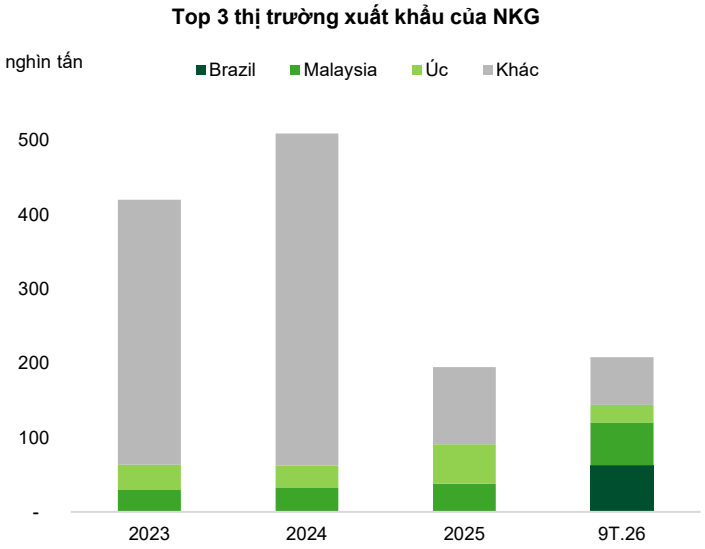
Trong 2026, Brazil đã áp ít nhất 3 AD mới đối với thép, chủ yếu là nhắm vào Trung Quốc và một phần Ấn Độ. Trong đó gồm có 2 AD liên quan đến tôn mạ có hiệu lực từ tháng 2/2026:

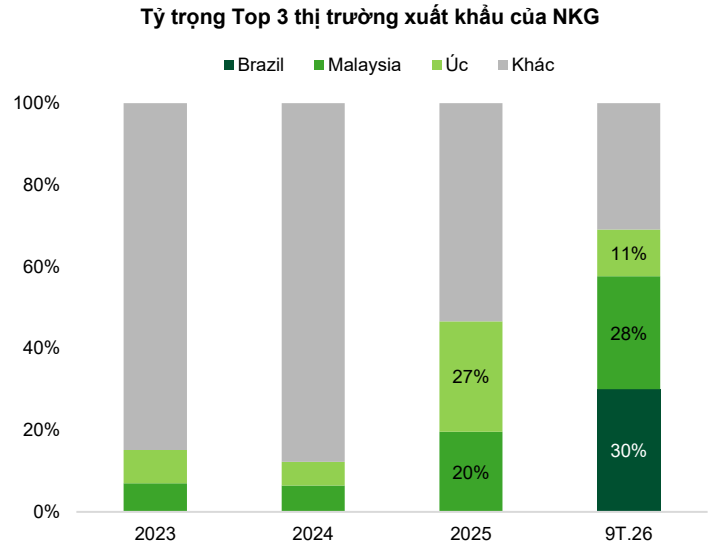
- AD cho thép tấm mạ/phủ từ Trung Quốc: 284,98-709,63 USD/tấn, hiệu lực 5 năm từ 18/02/2026.
- AD thép tấm mạ màu từ Trung Quốc, Ấn Đô: 329,27-597,44 USD/tấn, hiệu lực 5 năm từ 02/02/2026.

Việc Brazil đánh Thuế CBPG vào Trung Quốc và Ấn Độ đã tạo "khoảng trống nguồn cung" cho Việt Nam lấp vào. Lũy kế 9T.26 VN đã xuất khẩu hơn 470 nghìn tấn thép tấm sang Brazil, chiếm thị phần 20,4% (chỉ sau Trung Quốc: 40,5%). Trong khi 2025 VN chỉ xuất khẩu sang Brazil 175 nghìn tấn, kim ngạch 98 triệu USD (2024: 336 nghìn tấn, 198 triệu USD).

Với mức tăng đột biến của thép Việt Nam sang Brazil trong 2026, rủi ro Brazil mở rộng điều tra AD sang Việt Nam trong 12–18 tháng tới là cao, nhất là với HRC/CRC và thép

mạ. Do NKG có tỷ trọng xuất khẩu đi Brazil trong 2026 khá cao nên rủi ro từ AD trong 12-16 tháng tới là hiện hữu.





Nguồn: Tradeint, VCBS tổng hợp

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Năm 2026-2027 chúng tôi dự phóng NKG ghi nhận DTT đạt tương ứng 17.679 tỷ đồng (+7,3% YoY) và 18.961 tỷ đồng (+7,3% YoY), LNST công ty mẹ đạt 278 tỷ đồng (+ 41,1% YoY) và 136 tỷ đồng (-51,3% YoY). Tương ứng EPS forward đạt 565 đồng và 275 đồng/cp.

Các giả định bao gồm:

- Sản lượng tiêu thụ đạt gần 809 nghìn tấn (+2,6% YoY) và 830 nghìn tấn (+2,6% YoY). Trong đó tỷ trọng thị trường nội địa chiếm tỷ trọng 55% và xuất khẩu chiếm 45%. Chúng tôi giả định từ kênh xuất khẩu thị trường Úc và Malaysia bị giảm so với 2025.
- Biên lợi nhuận gộp đạt tương ứng 8,2% và 7,5%.
- Tỷ trọng CP BH & QLDN chiếm 3,6%/DTT (2025 : 3,7%).
- Thu nhập tài chính đạt 227 và 170 tỷ đồng. Chi phí tài chính đạt 372 và 400 tỷ đồng.

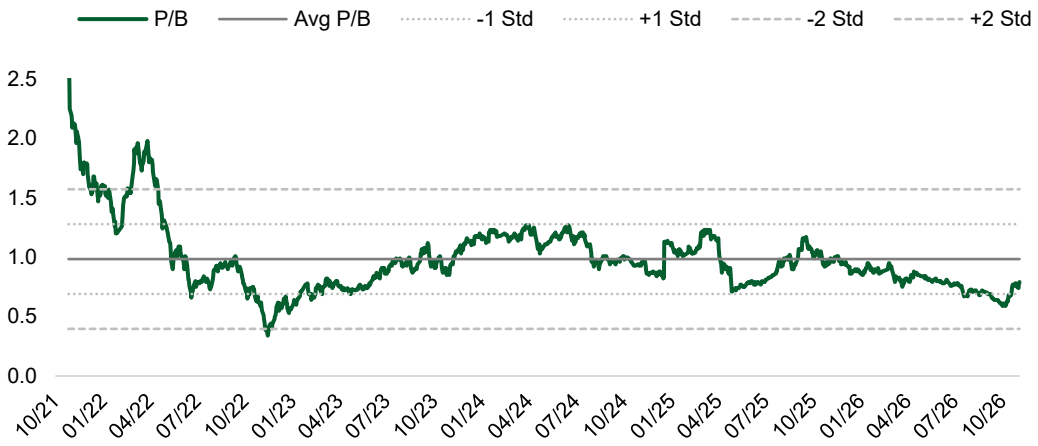
Định giá

Chúng tôi định giá cho NKG trong 2027 như sau. Chúng tôi sử dụng phương pháp P/B cho cổ phiếu NKG. Giá mục tiêu của NKG là **11.099 đồng/cp**.

Chúng tôi sử dụng P/B bình quân 5 năm lịch sử của NKG trừ đi 1 độ lệch chuẩn. P/B mục tiêu 0,7x lần.

Định giá	Tỷ trọng	Giá trị
BV fwd 2026		16,070
P/B mục tiêu	100%	0.69
Giá hợp lý của NKG		**11,099**

Lịch sử định giá P/B



RỦI RO ĐẦU TƯ

NKG ra công suất mới đến **800 nghìn tấn** (GĐ 1), trong khi ngành đang dư cung và gặp nhiều thách thức cạnh tranh cả từ nội địa và thị trường xuất khẩu. NKG **có tỷ trọng xuất khẩu cao** nên gặp thách thức hơn các doanh nghiệp tôn mạ khác.

Nhà máy mới Nam Kim Phú Mỹ chính thức vận hành từ 3Q26. Áp lực từ **chi phí khấu hao và chi phí lãi vay** khi nhà máy mới Nam Kim Phú Mỹ chính thức đi vào vận hành sẽ tạo áp lực rlớn cho KQKD của doanh nghiệp trong thời gian tới.

Rủi ro thị trường xuất khẩu bị Malaysia, Úc áp AD (cuối năm 2026) và Brazil tiến hành điều tra AD trong 12-16 tháng tới.

Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến, tiến độ giải ngân đầu tư công thấp hơn dự kiến.

Sản lượng dư cung từ Trung Quốc khiến áp lực cạnh tranh cao tại các thị trường xuất khẩu và áp lực cạnh tranh về giá với thép Trung Quốc.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo,các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

Chuyên viên phân tích

ntthang-hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich

Bloomberg: VCBS <GO>