

Công ty cổ phần Thép Nam Kim (HOSE: NKG)

Sản xuất Thép

**XẾP HẠNG 1 NĂM
NĂM GIỮ**

Giá mục tiêu	15,700 đồng/CP
Lợi nhuận kỳ vọng	6%
Giá đóng cửa gần nhất	14.800 đồng/CP

Dự án mở rộng công suất vận hành trong bối cảnh các thị trường xuất khẩu lớn siết chặt biện pháp bảo hộ

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

- Xu thế bảo hộ tại các thị trường EU và US làm suy giảm ảnh hưởng tích cực từ thị trường nội địa và tạo áp lực lên giá xuất khẩu bình quân.
- Khả năng cải thiện biên lợi nhuận gộp bị giới hạn do không thể tận dụng nguồn HRC Trung Quốc giá rẻ sau khi thuế CBPG HRC được ban hành.
- Hiệu quả của dự án Nam Kim Phú Mỹ cần được theo dõi thêm trong bối cảnh ngành tôn mạ nội địa vẫn đang trong tình trạng dư cung.

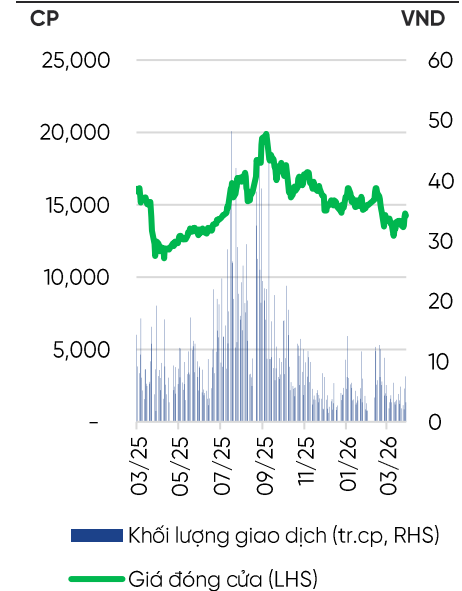
Rủi ro đầu tư

- Lãi suất tiếp tục tăng mạnh gây tác động tiêu cực tới nhu cầu tiêu thụ tôn mạ và khiến giá trị dự án Nam Kim Phú Mỹ tăng vượt tổng mức đầu tư kế hoạch
- Giá HRC đầu vào tăng mạnh hơn dự phóng hoặc giá bán trung bình giảm mạnh hơn dự báo tác động tiêu cực tới tỷ suất lợi nhuận gộp.

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu	20,609	14,808	15,986	20,587
- Tăng trưởng DT	10.8%	-28.1%	8.0%	28.8%
Lợi nhuận gộp	1,832	785	859	1,421
- Tỷ suất LNG	8.9%	5.3%	5.4%	6.9%
LNTT	558	241	212	314
- Tỷ suất LNTT	2.7%	1.6%	1.3%	1.5%
Tài sản ngắn hạn	10,202	9,703	12,364	12,047
Tài sản dài hạn	3,317	6,791	6,852	5,715
Tổng tài sản	13,519	16,494	19,216	17,762
Nợ phải trả	7,648	8,858	11,414	9,752
Vốn chủ sở hữu	5,871	7,635	7,802	8,010
-Nợ vay/VCSH	1.1	0.9	1.2	0.9

Vốn hóa (tỷ đồng)	6,624
Số CP lưu hành (tr CP)	447.6
Sở hữu NN còn lại (tr CP)	199.2
KLGD TB 52 tuần (tr CP)	9.9
Giá cao nhất 52 tuần	19,900
Giá thấp nhất 52 tuần	11,300
Beta (lần)	0.9

Diễn biến giá cổ phiếu



VND	2025	2026F	% YoY
EPS (VND)	491	371	-24%
BVPS (VND)	17,026	17,397	2%
P/E	32.0	39.9	25%
P/B	0.9	0.9	0%
ROA	1.3%	1.0%	-23%
ROE	2.8%	2.2%	-21%

Cơ cấu cổ đông

BLĐ và người liên quan	19%
Tổ chức trong nước	0,8%
Nước ngoài	6,9%
Còn lại	73,3%

Tổng quan doanh nghiệp

NKG nằm trong top 3 công ty tôn mạ lớn nhất Việt Nam. Các sản phẩm chính của công ty bao gồm tôn mạ màu, tôn mạ kẽm, thép ống. Doanh thu từ hoạt động xuất khẩu chiếm 60-65% tổng doanh thu của NKG trong giai đoạn 2023 - 2024.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Dương Tuấn Minh
minhndt@vpbanks.com.vn

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

Xu thế bảo hộ tại các thị trường EU và US làm suy giảm ảnh hưởng tích cực từ thị trường nội địa và tạo áp lực lên giá xuất khẩu bình quân

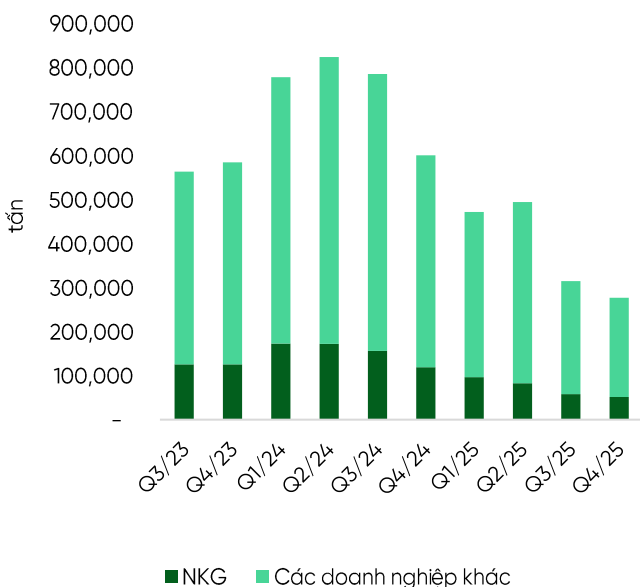
Đối với thị trường EU, chúng tôi nhận thấy sản lượng xuất khẩu của NKG sang thị trường này sẽ tiếp tục sụt giảm so với 2025 trong bối cảnh hạn ngạch nhập khẩu miễn thuế bị cắt giảm mạnh. Cụ thể, vào ngày 13/04/2026, EU đã đạt được sự đồng thuận về việc cắt giảm gần 47% hạn ngạch nhập khẩu miễn thuế hiện tại đối với toàn bộ mặt hàng thép nói chung. Mức hạn ngạch miễn thuế hàng năm mới bị giới hạn ở mức 18.3 triệu tấn và sẽ bắt đầu có hiệu lực từ 01/07/2026. Ngoài ra, mức thuế áp dụng cho phần sản lượng vượt hạn ngạch sẽ được nâng từ 25% lên 50%. EU cũng siết chặt việc truy xuất nguồn gốc bằng cách ban hành điều kiện xác định xuất xứ thép thông qua nơi luyện gang lỏng.

Chúng tôi lưu ý trong năm 2025, EU cũng đã đặt mức trần nhập khẩu với từng quốc gia trong nhóm "Các quốc gia khác" nhằm ngăn chặn việc chuyển tiếp hạn ngạch dư thừa giữa các quốc gia trong nhóm. Theo đó, hạn ngạch miễn thuế tối đa mỗi quốc gia thuộc nhóm này (trong đó có Việt Nam) nhận được sẽ là 25% tổng hạn ngạch đối nhóm sản phẩm 4A (tôn mạ kẽm) và 20% tổng hạn ngạch đối với sản phẩm 4B (tôn mạ lạnh). Chúng tôi ước tính biện pháp này đã làm sản lượng tôn mạ Việt Nam được miễn thuế khi xuất khẩu sang EU trong năm 2025 sụt giảm trên 50% svck.

Chúng tôi dự phóng sản lượng xuất khẩu của Nam Kim sẽ tiếp tục sụt giảm 47% trong năm 2026 do: (1) Thị trường EU tiếp tục cắt giảm mạnh hạn ngạch miễn thuế đối với sản lượng thép nhập khẩu, như đã trình bày ở trên và (2) Sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ tiếp tục giảm do thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp áp dụng với tôn mạ Việt Nam nhập khẩu (bắt đầu có hiệu lực từ tháng 10 năm 2025) sẽ phản ánh đầy đủ tác động tiêu cực trong cả năm 2026. Với mức sụt giảm sản lượng xuất khẩu dự phóng ở trên, chúng tôi nhận thấy ảnh hưởng tích cực của thuế chống bán phá giá sản phẩm tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc do Việt Nam ban hành sẽ suy giảm khi sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG vẫn chiếm gần 37% tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2025.

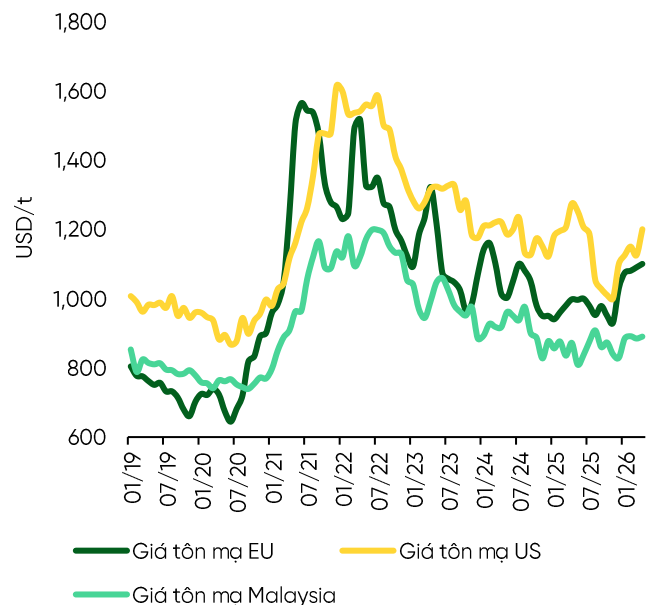
Chúng tôi cũng lưu ý việc tỷ trọng sản lượng xuất khẩu sang các thị trường Mỹ và EU sụt giảm cũng sẽ khiến cho giá tôn mạ xuất khẩu bình quân của Nam Kim điều chỉnh giảm do đây là 2 thị trường có giá bán tôn mạ cao hơn nhiều so với các thị trường còn lại.

Hình 1: Sản lượng xuất khẩu tôn mạ của NKG và toàn ngành giảm mạnh trong năm 2025



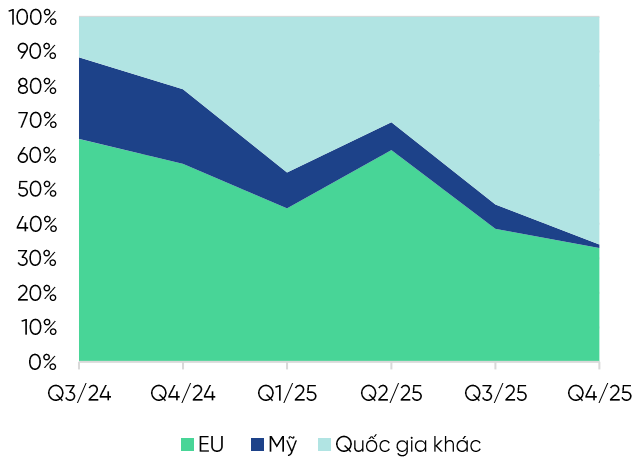
Nguồn: VSA, VPBankS Research

Hình 2: Giá bán tôn mạ tại các thị trường EU và US thường cao hơn thị trường Đông Nam Á



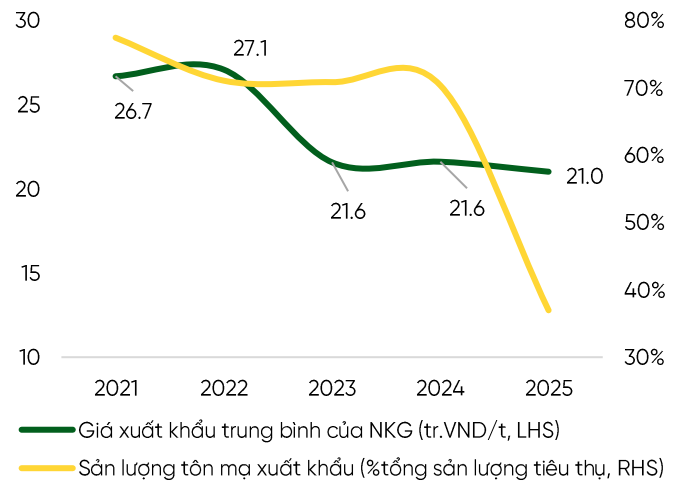
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 3: Tỷ trọng của sản lượng tôn mạ xuất khẩu sang thị trường Mỹ và EU liên tục thu hẹp từ Q2/25



Nguồn: VPBankS Research tổng hợp

Hình 4: Giá tôn mạ xuất khẩu trung bình của NKG giảm trong năm 2025



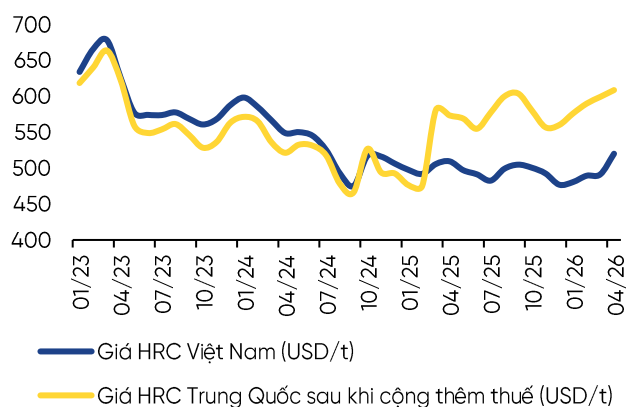
Nguồn: NKG, VPBankS Research ước tính

Chúng tôi hiện đang giả định giá tôn mạ xuất khẩu trong năm 2026 gần như đi ngang so với năm 2025 mặc dù dự báo tỷ trọng đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ và EU giảm, chủ yếu do kỳ vọng giá tôn mạ tại 2 thị trường này sẽ tiếp tục tăng so với 2025 (Tính từ đầu năm đến thời điểm hiện tại, giá tôn mạ tại thị trường Mỹ và EU đã tăng từ 9 – 10% do thiếu hụt nguồn cung tạm thời trong bối cảnh sản lượng tôn mạ nhập khẩu giảm mạnh).

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận gộp bị giới hạn do không thể tận dụng nguồn HRC Trung Quốc giá rẻ sau khi thuế CBPG HRC được ban hành

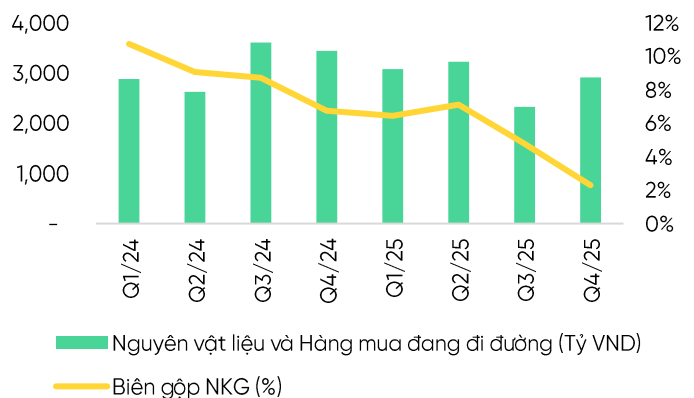
Sau khi thuế CBPG chính thức từ 23.1% đến 27.83% đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc có hiệu lực từ ngày 06/07/2025, chúng tôi cho rằng hầu hết các nhà sản xuất tôn mạ trong nước sẽ chủ yếu dùng HRC nội địa để sản xuất do: (1) Giá HRC Trung Quốc sau khi cộng thêm thuế CBPG đắt hơn đáng kể so với giá HRC nội địa và (2) Công suất sản xuất HRC hiện tại của Việt Nam hoàn toàn đáp ứng được toàn bộ nhu cầu HRC nội địa sau khi dự án Dung Quất 2 của Hòa Phát đi vào hoạt động. Chúng tôi lưu ý các doanh nghiệp tôn mạ vẫn sẽ phải sử dụng một phần HRC đầu vào nhập khẩu theo chỉ định của người mua hàng và vẫn còn tồn tại khả năng HRC Trung Quốc sẽ lẩn tránh thuế CBPG bằng cách xuất khẩu thông qua nước thứ ba. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lượng HRC đầu vào nhập khẩu vẫn sẽ chiếm tỷ trọng nhỏ do: (1) Chất lượng HRC trong nước hiện tại cũng đã đủ đáp ứng các tiêu chí kỹ thuật yêu cầu của phần lớn các bên sử dụng cuối cùng và (2) Giá HRC Trung Quốc nhập khẩu thông qua nước thứ ba sẽ không cạnh tranh được với giá HRC nội địa.

Hình 5: Giá HRC Trung Quốc sau thuế cao hơn đáng kể



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research ước tính

Hình 6: Biên gộp của NKG và diễn biến tồn kho nguyên liệu



Nguồn: NKG, VPBankS Research

Với việc không thể tận dụng nguồn HRC Trung Quốc đầu vào giá rẻ, chúng tôi cho rằng việc cải thiện biên gộp của NKG trong năm 2026 sẽ gặp nhiều khó khăn do đây là năm đầu tiên doanh nghiệp tăng mạnh tỷ trọng nguồn HRC nội địa sau giai đoạn sử dụng nguồn HRC Trung Quốc giá rẻ năm 2024 – 2025.

Hiệu quả của dự án Nam Kim Phú Mỹ cần được theo dõi thêm trong bối cảnh ngành tôn mạ nội địa vẫn đang trong tình trạng dư cung

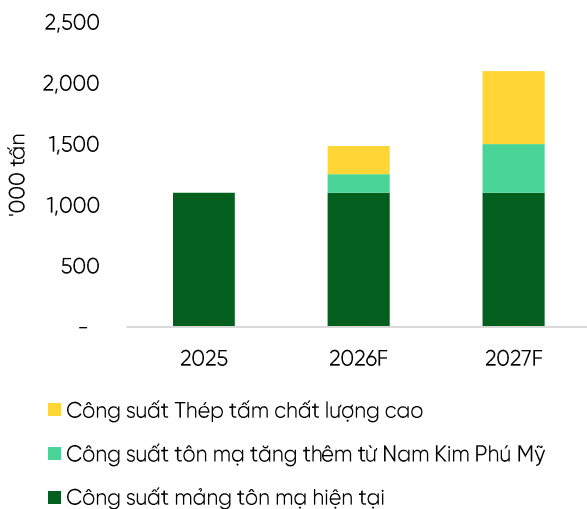
Theo kế hoạch đã được thông qua tại ĐHCĐ tháng 04/2025, dự án Nam Kim Phú Mỹ sẽ có tổng vốn đầu tư 4,5 nghìn tỷ đồng, bổ sung thêm 1.000.000 tấn thép thành phẩm mỗi năm bao gồm: (1) 400.000 tấn tôn mạ mỗi năm, nâng tổng công suất tôn mạ hằng năm lên 1,5 triệu tấn, tương ứng với mức tăng 36% CSTK mangle tôn mạ hiện tại và (2) 600.000 tấn thép tấm chất lượng cao, như thép cán nguội cứng CRFH, thép tẩy rỉ phủ dầu PO và thép cán nguội CRC. Những sản phẩm mới này dự kiến sẽ được bán tại thị trường trong nước (khoảng 65% sản lượng) và xuất khẩu (khoảng 35% sản lượng).

NKG cũng đã bổ sung thêm giai đoạn 2 cho dự án và nâng tổng mức đầu tư cả 2 giai đoạn lên 6.200 tỷ đồng (trong đó giai đoạn 1 có tổng mức đầu tư 4.500 tỷ với thông tin chi tiết như chúng tôi đã đề cập ở trên), thời gian thực hiện dự án được xác định đến năm 2027. Danh mục sản phẩm của giai đoạn 2 sẽ được bổ sung thêm thép điện tử silic ứng dụng trong động cơ điện, ô tô, máy biến áp... Do công ty chưa công bố thêm thông tin chi tiết về giai đoạn 2 của dự án, chúng tôi tạm thời chưa đưa giai đoạn 2 vào mô hình dự phóng.

Việc mở rộng danh mục sản phẩm mới với ứng dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp hỗ trợ, máy móc, công nghiệp ô tô và đồ gia dụng sẽ mang tới tác động tích cực cho NKG trong dài hạn bao gồm: (1) Các sản phẩm này sẽ giúp NKG giảm thiểu rủi ro tập trung sản lượng tiêu thụ nội địa vào ngành xây dựng (hoạt động xây dựng hiện chiếm trên 80% nhu cầu tôn mạ trong nước) và (2) Giảm bớt tác động tiêu cực từ các chính sách bảo hộ thương mại hơn so với việc chỉ phân phối các sản phẩm tôn mạ.

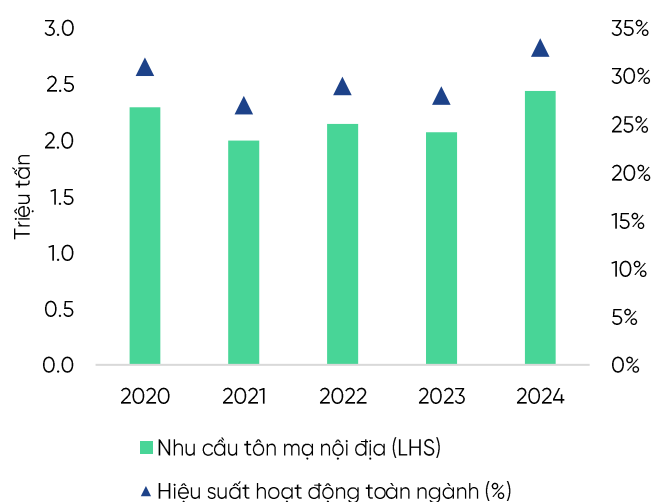
Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, chúng tôi cho rằng NKG sẽ gặp nhiều thách thức để đạt được mục tiêu vận hành dự án Nam Kim Phú Mỹ giai đoạn 1 tại công suất tối đa vào cuối 2027 do: (1) Danh mục sản phẩm mới của công ty sẽ phải mất thời gian dài chứng minh chất lượng sản phẩm để được tham gia chuỗi cung ứng của các doanh nghiệp FDI ngành công nghiệp sản xuất chế biến chế tạo và (2) Sản phẩm tôn mạ (chiếm 40% công suất dự án) hiện đang chịu áp lực cạnh tranh gay gắt tại thị trường nội địa do tình trạng dư cung trầm trọng.

Hình 7: Công suất sản xuất của NKG tăng gần gấp đôi sau khi dự án Nam Kim Phú Mỹ đi vào hoạt động



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 8: Thị trường tôn mạ nội địa hiện đang trong tình trạng dư cung trầm trọng



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

NKG hiện đang lắp đặt máy móc, với việc thử nghiệm dự kiến bắt đầu vào Q2/26. Chúng tôi dự báo dự án sẽ có đóng góp thương mại đầu tiên vào Q3/26, chậm hơn một quý so với kế hoạch ban đầu. Như đã trình bày ở trên, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về hiệu suất hoạt động của dự án Nam Kim Phú Mỹ. Chúng tôi hiện đang giả định dự án sẽ đạt mức công suất tối đa vào sau năm 2030.

Tổng hợp các giả định chính

Giả định sản lượng thép tiêu thụ

Trong dự phóng cho 3 năm 2026/2027/2028, chúng tôi giả định sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG sẽ điều chỉnh lần lượt -47%/-15%/10% svck, Chúng tôi tin rằng tác động của quyết định cắt giảm hạn ngạch miễn thuế thép nhập khẩu từ EU sẽ được phản ánh đầy đủ trong năm 2026 (năm quyết định cắt giảm hạn ngạch bắt đầu có hiệu lực) và 2027. Trong năm 2028, chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ xuất khẩu sẽ tăng trưởng trở lại với giả định NKG đã tìm được các thị trường thay thế 2 thị trường EU và Mỹ. Đối với thị trường nội địa, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ sẽ tăng lần lượt 21%/3%/0% svck chủ yếu nhờ vào nhu cầu xây dựng các dự án hạ tầng và bất động sản nội địa hiện đang giữ ở mức cao. Đối với sản phẩm thép chất lượng cao từ dự án Nam Kim Phú Mỹ giai đoạn 1, chúng tôi dự phóng dây chuyền sản xuất thép tấm chất lượng cao sẽ lần lượt vận hành tại mức hiệu suất 39%/53%/67% trong lần lượt 2026/2027/2028.

Bảng 1: Giả định sản lượng thép tiêu thụ của Nam Kim

Nghìn tấn	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng sản lượng tôn mạ tiêu thụ	781.5	748.1	743.2	756.1
- Sản lượng xuất khẩu	288.8	151.9	129.1	142.0
- Sản lượng nội địa	492.7	596.2	614.1	614.1
Thép tấm chất lượng cao		89.0	316.6	401.0

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Giả định giá thép

Với kỳ vọng sản lượng tôn mạ xuất khẩu tới EU và Mỹ tiếp tục giảm trong năm 2026 và 2027, chúng tôi dự phóng giá tôn mạ xuất khẩu của NKG sẽ điều chỉnh lần lượt 0%/-2%/0% svck trong 2026/2027/2028. Giá tôn mạ xuất khẩu trong 2026 được chúng tôi dự báo đi ngang với 2025 do chúng tôi kỳ vọng mức tăng giá tôn mạ tại các thị trường EU và US sẽ làm giảm đi ảnh hưởng tiêu cực từ việc sụt giảm sản lượng xuất khẩu. Đối với thị trường nội địa, chúng tôi lưu ý NKG hiện đang đặt giá bán tôn mạ dưới mức giá bán tôn mạ trung bình trên thị trường nhằm củng cố thị phần nội địa trước tình hình cạnh tranh gay gắt trong ngành. Cho năm 2026, chúng tôi kỳ vọng Nam Kim sẽ chỉ điều chỉnh tăng nhẹ giá bán nội địa do giá HRC đầu vào điều chỉnh tăng dưới tác động của thuế CBPG HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

Bảng 2: Giả định giá bán thép trung bình của Nam Kim

Triệu VND/tấn	2025	2026F	2027F	2028F
Giá tôn mạ xuất khẩu	21.0	21.0	20.5	20.5
Giá tôn mạ nội địa	17.7	17.8	17.8	17.8
Giá HRC trung bình	15.6	15.7	15.7	15.7

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Dự phóng Kết quả kinh doanh và Định giá

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong 3 năm 2026/2027/2028, chúng tôi dự phóng doanh thu của Nam Kim sẽ tăng trưởng 8.0%/28.8%/8.2% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện và đạt 5.4%/6.9%/6.4%.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của Nam Kim sẽ điều chỉnh lần lượt - 11.3%/43.7%/28.2% svck và đạt 175/251/322 tỷ cho các năm 2026/2027/2028. Lợi nhuận sau thuế năm 2026 điều chỉnh giảm svck chủ yếu do chi phí lãi vay 2026 tăng 45% svck và không còn khoản thu nhập bất thường như năm 2025.

Bảng 3: Tóm tắt KQKD dự phóng

Tỷ VND	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	20,609	14,808	15,986	20,587	22.269
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8.9%	5.3%	5.4%	6.9%	6.4%
Lợi nhuận từ HĐKD	694	230	268	628	568
LNST	453	197	175	251	322
- %YoY LNST	285.8%	-56.5%	-11.3%	43.7%	28.2%

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF/FCFE theo tỷ trọng 50/50, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NKG ở mức 15.400 VND/cp (cao hơn 4% so với giá đóng cửa tại ngày 15/04/2026).

Giá định:

Chi phí VCSH	17.0%
Chi phí nợ	7.0%
WACC	10.4%
G - tăng trưởng dài hạn	2%

Định giá theo FCFF:

PV dòng tiền tự do	8,710
PV giá trị cuối cùng	6,141
Giá trị doanh nghiệp	14,850
(+) Tiền & Đầu tư	1,452
(-) Nợ	(9,013)
(-) Lợi ích CĐTS	(15)
Giá trị lõi doanh nghiệp	7,274
Số lượng cổ phần	447,570,881
Giá trị một cổ phần	16,252

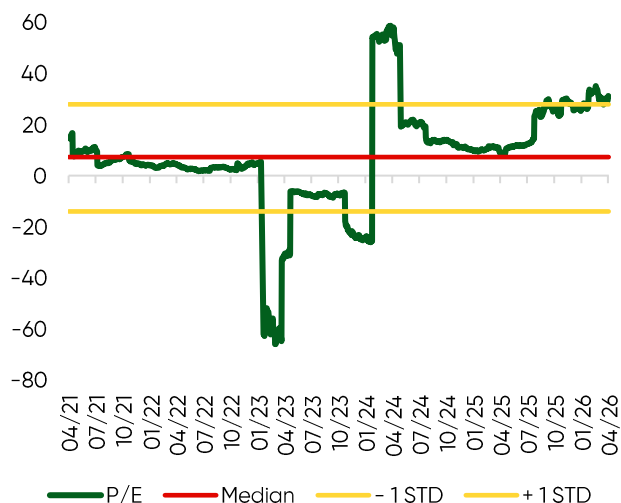
Tổng hợp định giá:

Phương pháp	Tỷ trọng
FCFF	50%
FCFE	50%
Định giá tổng hợp	15,393

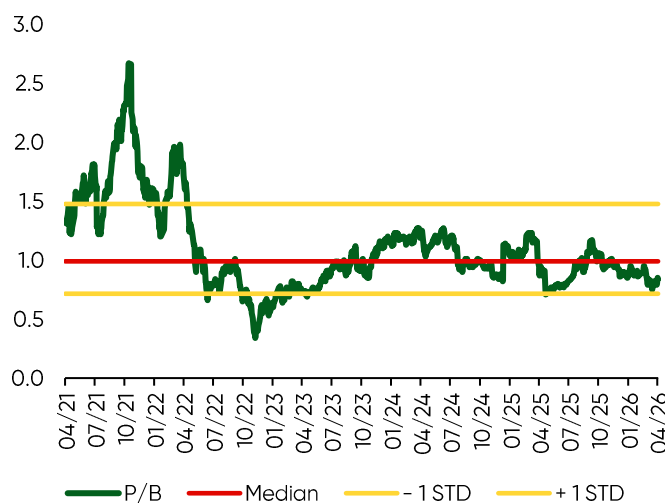
Định giá theo FCFE:

PV dòng tiền tự do	3,499
PV giá trị cuối cùng	1,570
(+) Tiền & Đầu tư	1,452
(-) Lợi ích CĐTS	(15)
Giá trị vốn chủ sở hữu	6,505
Số lượng cổ phần	447,570,881
Giá trị một cổ phần	14,535

Nguồn: VPBankS ước tính

Hình 9: NKG được giao dịch quanh P/E trung vị 7.3 lần


Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Hình 10: NKG được giao dịch quanh P/B trung vị 1.0 lần


Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Để phản ánh tốt hơn tiềm năng phục hồi giá cổ phiếu về mức giá trị sổ sách, chúng tôi sử dụng thêm P/B để định giá. Với dự phóng giá trị vốn chủ sở hữu năm 2026 đạt 7,802 tỷ VND, NKG đang được giao dịch ở mức P/B forward 2026 0.86 lần. Sử dụng mức P/B trung vị 5 năm 1.0 lần làm P/B mục tiêu, định giá của NKG sẽ là 17.040 VND/cp.

Kết hợp mức định giá từ cả 2 phương pháp với tỷ trọng 80% cho định giá DCF và tỷ trọng 20% cho định giá theo P/B, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của NKG là 15.700 VND/cp, cao hơn 6% so với mức giá đóng cửa ngày 16/04/2026.

Với kết quả định giá và luận điểm như đã trình bày trong các phần trên, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với NKG.

Rủi ro đầu tư

Lãi suất tiếp tục tăng mạnh gây tác động tiêu cực tới nhu cầu tiêu thụ tôn mạ và khiến giá trị dự án Nam Kim Phú Mỹ vượt tổng mức đầu tư kế hoạch

Trong trường hợp lãi suất tiếp tục tăng mạnh với mức độ tương đương giai đoạn Q1/2026, tiến độ xây dựng các dự án dân dụng và nhà xưởng có thể chậm lại và làm tăng rủi ro sản lượng tôn mạ tiêu thụ dự phóng điều chỉnh giảm. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay cao được vốn hóa có thể khiến giá trị dự án Nam Kim Phú Mỹ tăng vượt tổng mức đầu tư kế hoạch, đồng thời làm tăng chi phí khấu hao khi dự án bắt đầu vận hành thương mại.

Giá HRC đầu vào tăng mạnh hơn dự phóng sẽ tác động tiêu cực tới tỷ suất lợi nhuận gộp

Việc giá HRC tăng mạnh hơn dự phóng trong bối cảnh doanh nghiệp khó tăng mạnh giá bán do tình hình cạnh tranh gay gắt trong ngành sẽ làm tăng rủi ro tỷ suất lợi nhuận gộp dự phóng của công ty điều chỉnh giảm.

Phụ lục 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BÁO CÁO KQKD				
Năm	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	20,609	14,808	15,986	20,587
Giá vốn	18,777	14,023	15,127	19,167
LN gộp	1,832	785	859	1,421
CP Bán hàng & Quản lý	1,138	555	591	793
EBIT	694	230	268	628
DT Tài chính	341	214	298	352
CP Tài chính	477	318	416	673
<i>Cp Lãi vay</i>	208	220	320	560
Lãi lỗ CTLK	0	0	0	0
LN khác	1	114	62	6
LNTT	558	241	212	314
Thuế TNDN	105	44	37	63
LNST	453	197	175	251
Lợi ích CDTS	0	0	0	0
Khen thưởng phúc lợi	27	10	9	13
LNST CD Cty mẹ	426	187	166	239

TĂNG TRƯỞNG & BIẾN LN				
-	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu	10.8%	-28.1%	8.0%	28.8%
Tăng trưởng EBIT	86.1%	-66.8%	16.2%	134.8%
Tăng trưởng EBITDA	42.1%	-44.3%	19.4%	68.8%
Tăng trưởng NPATMI	285.8%	-56.5%	-11.4%	43.7%
Biên LNG	8.9%	5.3%	5.4%	6.9%
Biên EBIT	3.4%	1.6%	1.7%	3.1%
Biên EBITDA	5.2%	4.0%	4.4%	5.8%
Biên LNST CD Cty mẹ	2.2%	1.3%	1.1%	1.2%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
LNST	453	197	175	251
Khấu hao	370	362	440	566
Điều chỉnh khác	779	-1,365	-273	-210
Thay đổi vốn lưu động	-2,162	2,132	-2,768	3,441
Phải thu thương mại	87	533	-420	136
Tồn kho	-972	1,387	-1,291	379
Tài sản khác	-570	-443	-1,467	2,574
Phải trả thương mại	-843	727	231	575
Phải trả khác	135	-72	178	-222
CFO	-560	1,327	-2,426	4,048
Capex	-883	-3,061	-206	-100
Đầu tư khác	-472	-59	0	588
Thu nhập đầu tư	15	91	264	197
CFI	-1,340	-3,029	58	685
Thay đổi vốn	1,510	555	2,146	-2,015
Vay ròng	0	1,594	0	-23
Cổ tức	0	0	0	-8
CFF	1,510	2,150	2,146	-2,045
LCTT Thuần	-390	448	-222	2,688
Tiến đầu kỳ	785	392	839	617
Điều chỉnh	-1	-1	0	0
Tiến cuối kỳ	395	839	617	3,305
FCFF	-1,275	-1,554	-2,368	4,397
FCFE	67	-1,179	-486	1,934

BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	10,202	9,703	12,364	12,047
Tiền & ĐTNH	639	1,674	1,452	3,552
Phải thu thương mại	1,941	1,408	1,828	1,692
Tồn kho ròng	6,690	5,303	6,594	6,215
TSNH khác	932	1,318	2,491	588
Tài sản dài hạn	3,317	6,791	6,852	5,715
TSCĐ hữu hình	1,700	1,495	5,569	5,042
TSCĐ khác	321	310	302	363
XDCBDD	286	4,443	143	143
Đầu tư tài chính	525	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	485	543	837	166
TỔNG TÀI SẢN	13,519	16,494	19,216	17,762
NỢ PHẢI TRẢ	7,648	8,858	11,414	9,752
Nợ ngắn hạn	7,621	6,568	8,891	7,599
Phải trả thương mại	935	1,662	1,893	2,468
Vay ngắn hạn	6,312	4,601	6,527	4,868
Phải trả khác	374	305	470	263
Nợ dài hạn	27	2,290	2,523	2,153
Vay dài hạn	0	2,266	2,486	2,131
Phải trả dài hạn khác	27	24	37	22
VCSH	5,871	7,635	7,802	8,010
Vốn góp chủ sở hữu	3,419	4,998	4,998	4,998
Lợi nhuận giữ lại	2,172	2,319	2,485	2,716
Vốn khác	281	304	304	281
Lợi ích CDTS	0	15	15	15
TỔNG NGUỒN VỐN	13,519	16,494	19,216	17,762

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
-	2024	2025	2026F	2027F
Chỉ số định giá				
P/E	15.6	35.4	39.9	27.8
P/B	1.1	0.9	0.9	0.8
P/FCFE	99.3	(5.6)	(13.6)	3.4
EV/EBITDA	11.6	19.9	20.1	8.4
EV/Sales	0.6	0.8	0.9	0.5
EV/FCFF	(9.6)	(7.6)	(6.0)	2.3
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	8.0%	2.9%	2.3%	3.2%
ROA%	3.5%	1.3%	1.0%	1.4%
ROIC%	4.6%	1.3%	1.3%	3.3%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.3	1.5	1.4	1.6
Vay nợ/Vốn chủ sở hữu	1.1	0.9	1.2	0.9
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	2.5	1.2	1.3	1.4
Đòn bẩy tài chính	2.3	2.2	2.5	2.2
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	35 days	41 days	37 days	31 days
Số ngày tồn kho	121 days	156 days	144 days	122 days
Số ngày phải trả	26 days	34 days	43 days	42 days
Vòng quay tiền	129 days	164 days	138 days	112 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	1.7%	1.4%	1.9%	1.7%
CPTC/DTT	2.3%	2.1%	2.6%	3.3%
SG&A/DTT	5.5%	3.7%	3.7%	3.9%

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn