

CÔNG TY CỔ PHẦN THÉP NAM KIM (HSX: NKG)

Trịnh Đức Thành

Chuyên viên phân tích

Email: thanhtd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Giá hiện tại:

14.150

Giá mục tiêu:

13.600

Tăng/(giảm):

-3,9%

Khuyến nghị

THEO DÕI

XUẤT KHẨU TÔN MẠ GẶP KHÓ DO LÀN SÓNG BẢO HỘ THƯƠNG MẠI

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NKG, với mức giá mục tiêu là 13.600 đồng (thấp hơn 3,9% so với mức giá đóng cửa ngày 15/07/2025, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền). Quý nhà đầu tư có thể theo dõi và mua vào cổ phiếu NKG ở mức giá 11.550 đồng/cp, tương đương với lợi nhuận +15%. ([chi tiết](#))

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh 2025 của NKG dự kiến tiêu cực với doanh thu thuần đạt 15.016 tỷ đồng (-27,1% YoY & 65,3% KH2025) và lợi nhuận trước thuế đạt 184 tỷ đồng (-67,1% YoY & 41,8% KH2025). Giai đoạn 2025F – 2034F, doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế dự phóng tăng trưởng lần lượt +2,2%/năm và +29,7%/năm.

Kênh xuất khẩu (48% doanh thu) năm 2025 dự kiến sụt giảm mạnh (-46,1% YoY) do các chính sách bảo hộ thương mại tại EU và Mỹ đã ảnh hưởng tiêu cực tới cả sản lượng (-41,4% YoY) và giá bán (-8,0% YoY). Giai đoạn 2025F – 2034F, doanh thu dự kiến giảm -0,4%/năm khi EU duy trì siết chặt hạn ngạch nhập khẩu thép và Mỹ áp thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với tôn mạ nhập khẩu. ([chi tiết](#))

Kênh nội địa (52% doanh thu) năm 2025 dự kiến khả quan (+8,1% YoY), cụ thể:

- Tôn mạ (39% doanh thu) năm 2025 kỳ vọng tăng đáng kể (+12,5% YoY)** do cấp phép xây dựng được cải thiện nhờ cắt giảm thủ tục và đầu tư trực tiếp nước ngoài tiếp tục khả quan trong 1H2025. Giá bán nội địa dự kiến tăng 3,0% YoY do Việt Nam đã áp thuế CBPG lên tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc.
- Ống thép (13% doanh thu) năm 2025 dự kiến giảm nhẹ (-3,0% YoY)** do NKG giảm sản xuất ống thép để tập trung tiêu thụ tôn mạ. Giá bán ống thép dự kiến tăng 3,0% YoY nhờ nhu cầu xây dựng trong nước phục hồi.

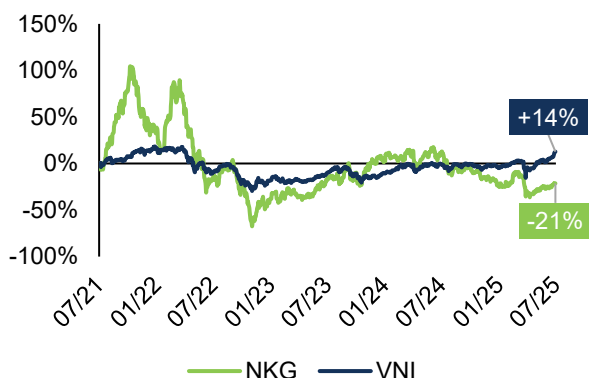
Giai đoạn 2025F – 2030F, doanh thu kênh nội địa dự kiến tăng chậm ở mức +4,3%/năm do áp lực cạnh tranh gay gắt khi nguồn cung tôn mạ trong nước dự kiến tiếp tục gia tăng. ([chi tiết](#))

Biên lợi nhuận sau thuế 2025 dự kiến giảm về 1,1% (-1,1 đpt YoY) do (1) Biên LNG dự phóng giảm về 8,2% (-0,7 đpt YoY) khi phải chuyển sang sử dụng HRC nội địa có giá cao hơn khi HRC nhập khẩu bị áp thuế CBPG (2) Chi phí lãi vay năm 2025 dự kiến tăng mạnh 74,8% YoY do NKG đã tăng mạnh vay ngoại tệ trong năm 2024 để nhập khẩu HRC.

YẾU TỐ THEO DÕI ([chi tiết](#))

- Thời hạn các chính sách bảo hộ tại hai thị trường chính của NKG là EU và Mỹ.
- Tiến độ thực hiện và tình hình hoạt động của dự án Nhà máy Thép Tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ (GD1).
- Diễn biến giá bán thép HRC đầu vào (81,3% chi phí sản xuất) của HPG, dự kiến sẽ dần trở thành nhà cung cấp chính của NKG.

Biến động giá NKG & VNIndex



Thông tin giao dịch	15/07/2025
Giá hiện tại (VND/cp)	14.150
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	20.004
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	11.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	447,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	447,6
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	9.561.214
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	4,0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	6.333
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	1.012
P/E Trailing 12 tháng	13,98x

Tổng quan doanh nghiệp

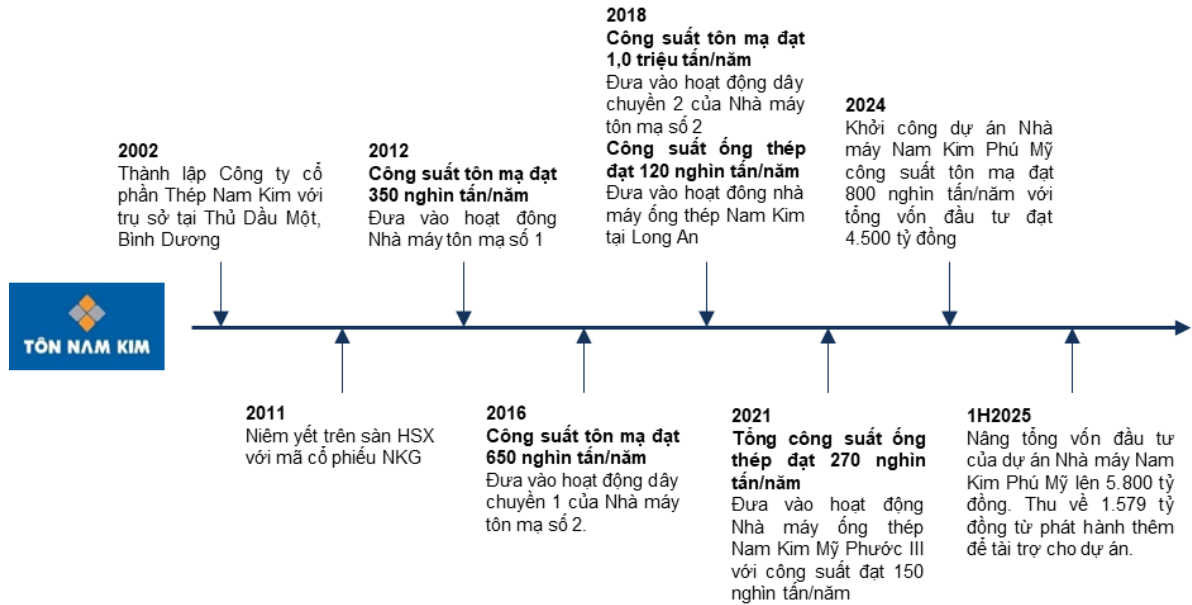
Tên	Công ty Cổ phần Thép Nam Kim
Địa chỉ	Lô A1, Đường Đ2, KCN Đồng An 2, P. Hòa Phú, TP. Thủ Dầu Một, Bình Dương
Doanh thu chính	Các sản phẩm tôn mạ và ống thép
Chi phí chính	Thép cuộn cán nóng (HRC)
Rủi ro chính	Diễn biến giá nguyên liệu HRC đầu vào Các chính sách bảo hộ thương mại tôn mạ tại các thị trường xuất khẩu chính

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Công ty Cổ phần Thép Nam Kim (HSX: NKG) được thành lập vào năm 2002 và đang sở hữu quy mô sản xuất tôn mạ đứng thứ 2 Việt Nam với công suất thiết kế đạt 1,0 triệu tấn/năm. Các sản phẩm chính của NKG bao gồm tôn mạ kẽm, tôn mạ lạnh, tôn mạ màu và ống thép.

Ảnh 1: Lịch sử hình thành và phát triển của NKG

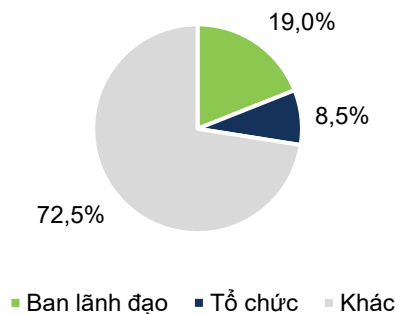


Nguồn: Báo cáo thường niên NKG, FPTS tổng hợp

2. Cơ cấu cổ đông & Lịch sử tăng vốn

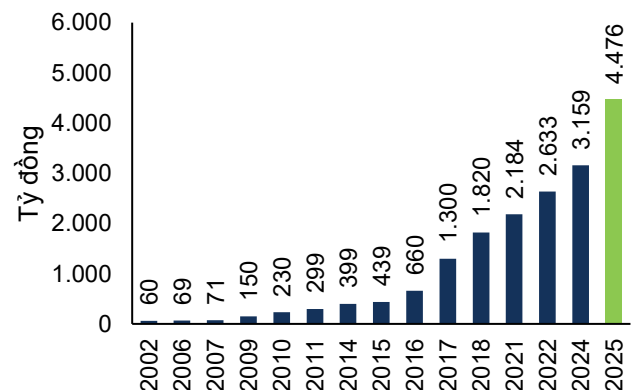
Biểu đồ 1: Ban lãnh đạo chiếm tỷ trọng lớn nhất (19%) trong cơ cấu cổ đông của NKG

Cơ cấu cổ đông NKG tại ngày 15/07/2025



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 2: NKG đã tăng 41,7% vốn điều lệ trong năm 2025 để tài trợ cho nhà máy mới



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Về cơ cấu cổ đông, tỷ lệ sở hữu tại ngày 15/07/2025 của ban lãnh đạo là 19,0%. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là ông Hồ Minh Quang – Chủ tịch Hội đồng quản trị với 71,04 triệu cổ phiếu, tương đương 15,9%. Nhóm cổ đông lớn thứ hai là các tổ chức và các quỹ với một số cổ đông lớn như Công ty TNHH Unicoh Specialty Chemicals (chiếm 3,6%), Quỹ đầu tư KIM Vietnam Growth Equity Fund (chiếm 1,8%) và Quỹ đầu tư TNAM Vietnam Equity Mother Fund (chiếm 1,6%).

Vốn điều lệ hiện tại của NKG đạt 4.476 tỷ đồng sau nhiều lần phát hành thêm và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu. Gần đây nhất, NKG đã hoàn thành phát hành thêm 131,6 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu trong Q1/2025 để tài trợ vốn cho giai đoạn 1 của dự án Nhà máy Thép tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ.

3. Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

NKG hiện đang sở hữu 4 công ty con với lĩnh vực kinh doanh đều là sản xuất tôn mạ và ống thép. Tuy nhiên, theo Báo cáo thường niên năm 2024, ba công ty con chưa có đóng góp vào doanh thu của NKG, gồm: (1) Công ty TNHH Tôn Nam Kim Phú Mỹ và Công ty TNHH MTV Ống thép Nam Kim Chu Lai mới có chủ trương tái đầu tư tại Đại hội đồng cổ đông năm 2025 sau khi tình hình thị trường cải thiện ([Xem thêm tại phần Mở rộng quy mô sản xuất](#)), và (2) Công ty TNHH Dae Myung Paper chủ yếu làm kho hàng cho hai nhà máy chính.

Bảng 1: Danh sách công ty con của NKG và thông tin vốn góp tính đến 31/12/2024

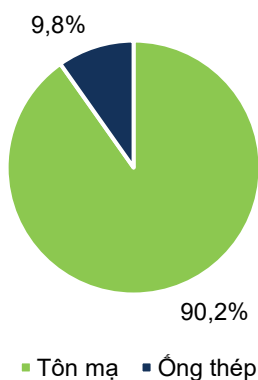
STT	Công ty con	Vốn góp (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Lĩnh vực kinh doanh
1	Công ty TNHH Tôn Nam Kim Phú Mỹ	500	100%	Sản xuất các loại thép tôn, tôn mạ màu, tôn mạ kẽm, kinh doanh sắt thép các loại
2	Công ty TNHH Dae Myung Paper (Nhà máy Ống thép Mỹ Phước III)	138	100%	Sản xuất các loại thép tôn, tôn mạ kẽm, tôn lạnh, tôn lạnh phủ sơn, tôn mạ kẽm phủ sơn
3	Công ty TNHH MTV Ống thép Nam Kim	79	100%	Sản xuất các loại thép tôn, tôn mạ màu, tôn mạ kẽm, kinh doanh sắt thép các loại
4	Công ty TNHH MTV Ống thép Nam Kim Chu Lai	38	100%	Sản xuất các loại thép tôn, tôn mạ màu, tôn mạ kẽm, kinh doanh sắt thép các loại

Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

4. Lĩnh vực kinh doanh

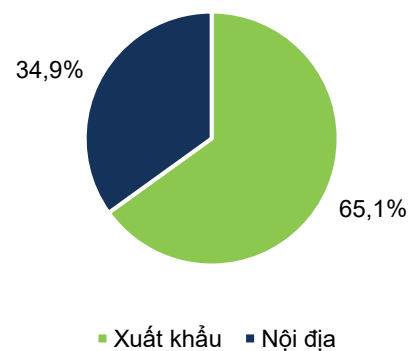
Chúng tôi sẽ tập trung phân tích và đánh giá triển vọng kinh doanh mảng tôn mạ của doanh nghiệp trong báo cáo do sản phẩm này ước chiếm 90,2% doanh thu năm 2024 của NKG.

Biểu đồ 3: Tôn mạ là sản phẩm chính của NKG



Nguồn: NKG, FPTS ước tính

Biểu đồ 4: NKG chủ yếu tiêu thụ qua kênh xuất khẩu



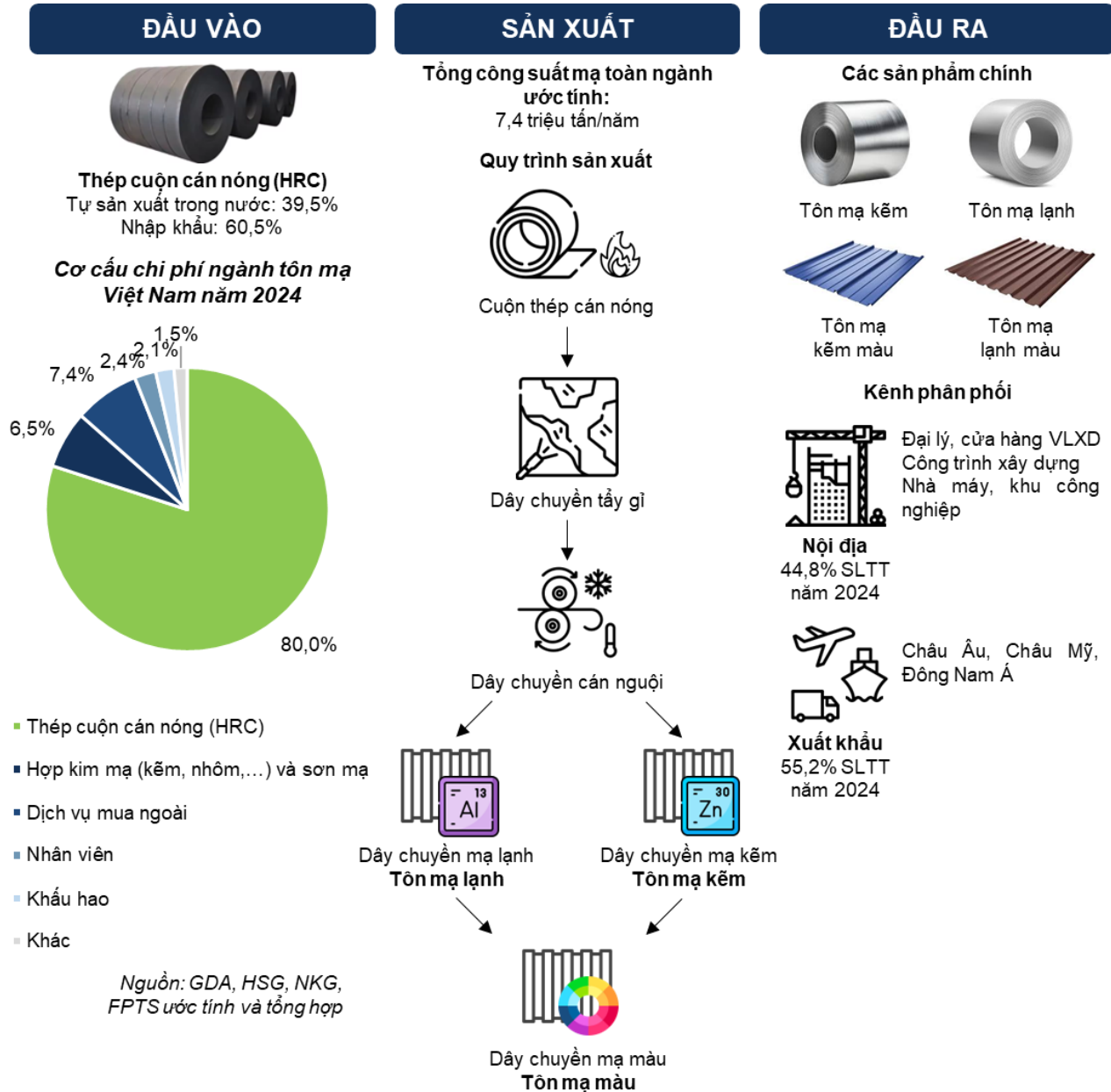
Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Bên cạnh đó, NKG tiêu thụ chủ yếu thông qua kênh xuất khẩu (chiếm 65,1% doanh thu năm 2024) với các thị trường chính tập trung tại các nước Châu Âu và Bắc Mỹ.

II. TỔNG QUAN NGÀNH TÔN MẠ VIỆT NAM

Ngành tôn mạ có khả năng sinh lời trung bình và chịu áp lực cạnh tranh cao về giá do quy trình sản xuất tôn mạ có tính chất gia công đơn giản, chủ yếu thực hiện các công đoạn gia công như cán và mạ kim loại lên thép cuộn cán nóng (HRC – Hot rolled coil). **Về cung cầu, sản phẩm tôn mạ đang chủ yếu tiêu thụ qua kênh xuất khẩu** do có giá bán cao hơn trong bối cảnh thị trường nội địa dư cung và phải cạnh tranh với tôn mạ nhập khẩu giá rẻ.

Ảnh 2: Chuỗi giá trị ngành tôn mạ Việt Nam



Nguồn: FPTs tổng hợp

Về đầu vào: Nguyên vật liệu ước tính chiếm 86,5% đầu vào của ngành tôn mạ. Trong đó, riêng HRC ước chiếm tới 80,0% chi phí đầu vào, với khoảng 60% nguồn cung tới từ nhập khẩu.

Về sản xuất: Tổng công suất tôn mạ toàn ngành ước đạt 7,4 triệu tấn/năm (dựa trên công suất của 10 doanh nghiệp đầu ngành). Quy trình sản xuất của các doanh nghiệp khá tương đồng với hai công nghệ chính là mạ nhúng nóng đối với tôn kẽm và mạ điện phân đối với tôn lạnh.

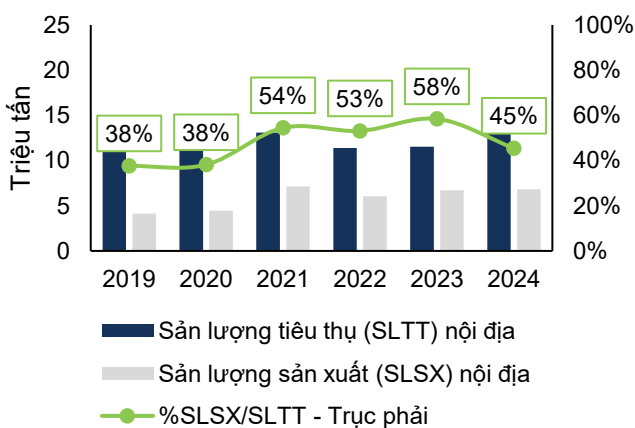
Về đầu ra: Kênh xuất khẩu là kênh tiêu thụ chính của ngành tôn mạ (chiếm 55% sản lượng năm 2024) với các thị trường chính là khu vực Bắc Mỹ, Châu Âu (EU) và Đông Nam Á (ASEAN).

1. Dàn mắt đi nguồn HRC nhập khẩu giá rẻ do các chính sách bảo hộ thương mại

Đầu vào của ngành tôn mạ Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào HRC nhập khẩu do nguồn trong nước còn hạn chế. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA – Vietnam Steel Association), sản lượng HRC nhập khẩu năm 2024 đạt 10,5 triệu tấn (+27,6% YoY) và chiếm 60,5% trong cơ cấu tổng nguồn cung HRC cả nước.

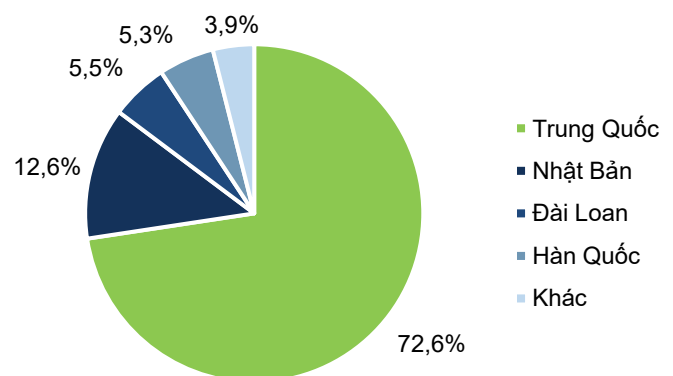
Nguồn cung nội địa thấp chủ yếu do **(1)** rào cản đầu tư dây chuyền sản xuất HRC cần vốn lớn 40 – 50 nghìn tỷ đồng/dây chuyền (tham khảo từ HPG) – hiện Việt Nam mới chỉ có Công ty TNHH Gang Thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh và HPG với tổng công suất năm 2024 đạt 8,2 triệu tấn/năm, chỉ tương đương 55% tổng sản lượng tiêu thụ HRC cùng kỳ ở 15,0 triệu tấn (+30,5% YoY) và **(2)** cạnh tranh gay gắt với HRC nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc khiến các doanh nghiệp sản xuất trong nước ưu tiên xuất khẩu HRC sang các thị trường Trung Quốc bị hạn chế như Bắc Mỹ và EU.

Biểu đồ 5: Nguồn cung HRC nội địa mới chỉ đáp ứng được bình quân ~50% nhu cầu tiêu thụ hàng năm



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

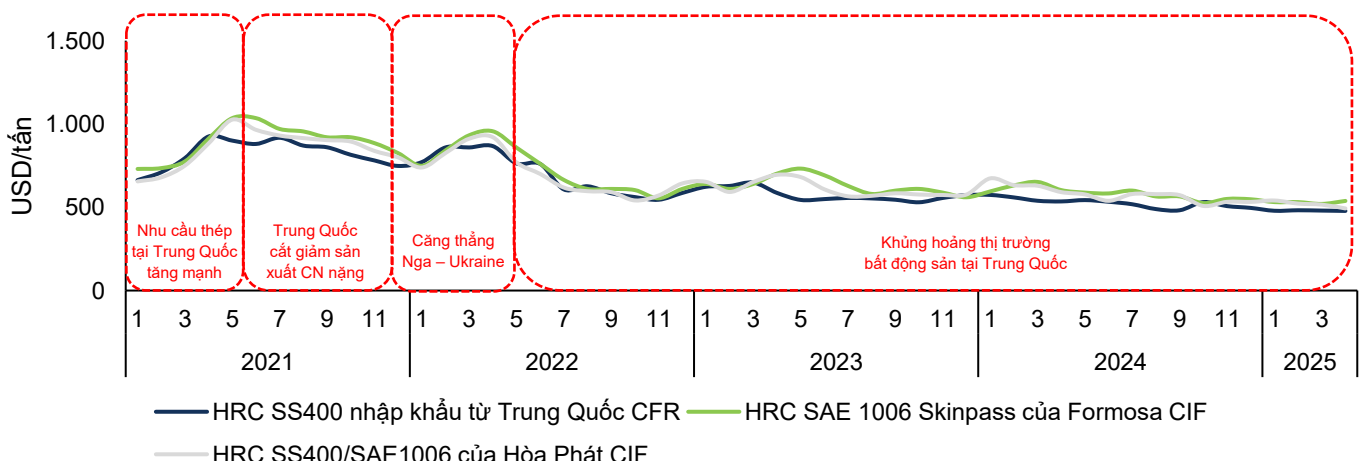
Biểu đồ 6: Trung Quốc là nguồn nhập khẩu HRC chính của Việt Nam trong năm 2024



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Về nguồn cung nhập khẩu, ngành thép Trung Quốc ảnh hưởng lớn tới giá HRC Việt Nam khi chiếm tới 49% tổng tiêu thụ. Thêm nữa, Trung Quốc còn là quốc gia đứng đầu thế giới về sản xuất và tiêu thụ thép với thị phần 53,3% tổng sản lượng toàn cầu năm 2024. Kể từ 2H2022 đến nay, giá HRC giảm dần và duy trì ở mức thấp do nhu cầu thép của nước này sụt giảm mạnh trong khủng hoảng thị trường nhà đất tại Trung Quốc (khi chính phủ thắt chặt tín dụng khiến nhiều doanh nghiệp bất động sản – vốn đã sử dụng nhiều đòn bẩy – không thể vay thêm vốn). Kết thúc tháng 5/2025, giá HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, giá HRC nội địa của Formosa và HPG đạt lần lượt 474 USD/tấn (-12,7% YoY), 538 USD/tấn (-8,5% YoY) và 508 USD/tấn (-12,1% YoY), thấp hơn 20 – 25% so với bình quân 5 năm gần nhất.

Biểu đồ 7: Giá HRC duy trì ở mức thấp kể từ 2022 đến nay do khủng hoảng bất động sản tại Trung Quốc



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Các doanh nghiệp tôn mạ dự kiến sẽ chịu giá đầu vào tăng do HRC nhập khẩu từ Trung Quốc bị áp thuế chống bán phá giá (CBPG) tạm thời – đặc biệt quan trọng với ngành gia công có biên lợi nhuận mỏng. Việc sử dụng HRC nhập khẩu đã giúp các doanh nghiệp tôn mạ cắt giảm chi phí do giá HRC Trung Quốc thấp hơn bình quân lần lượt 8% và 5% so với giá HRC của Formosa và HPG trong giai đoạn 2021 – 2025. Tuy nhiên, Bộ Công Thương đã áp thuế CBPG tạm thời đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ trong vòng 120 ngày kể từ cuối tháng 02/2025. Khả năng HRC Trung Quốc bị đánh thuế chính thức là rất cao khi chiếm hơn 70% sản lượng nhập khẩu năm 2024 và có thể mở rộng sang các sản phẩm có kích thước lớn hơn do đang xuất hiện tình trạng lách thuế CBPG bằng cách nhập khẩu HRC khổ rộng từ 1.900 mm trở lên, theo VSA.

Bảng 2: Chi tiết về vụ việc AD20 về điều tra CBPG sản phẩm HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ

Sản phẩm thuộc diện điều tra	Thời gian khởi xướng	Tiến độ điều tra	Mức thuế áp dụng	Quốc gia
Thép HRC có chiều rộng không quá 1.880 mm (Số hiệu: AD20)	26/07/2024 Số 1985/QĐ-BCT	Đã có thuế tạm thời vào ngày 21/02/2025	19,38% - 27,83%	Trung Quốc Ấn Độ

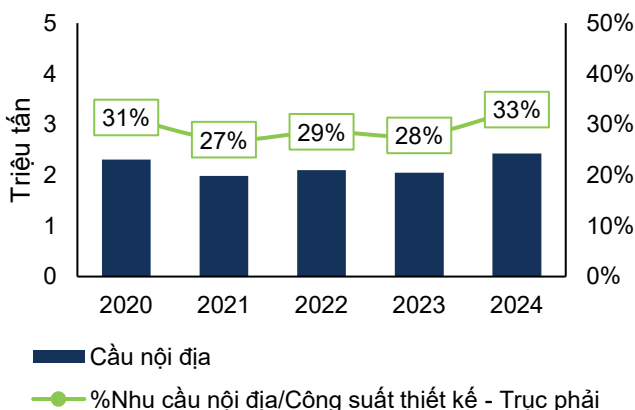
Nguồn: Cục Phòng vệ Thương mại, FPTTS tổng hợp

Dự kiến các doanh nghiệp tôn mạ sẽ dần chuyển sang chủ yếu sử dụng HRC của HPG kể từ năm 2025 do (1) Formosa tập trung tiêu thụ thông qua kênh xuất khẩu và (2) HPG sẽ trở thành đơn vị sản xuất HRC lớn nhất cả nước khi Dự án Khu liên hiệp Gang thép Dung Quất 2 hoàn thiện vào cuối năm 2025, giúp nâng tổng công suất HRC của HPG lên 8,6 triệu tấn/năm (+186,7% YoY).

2. Thị trường trong nước chịu áp lực cạnh tranh gay gắt đến từ dư cung và tôn mạ nhập khẩu

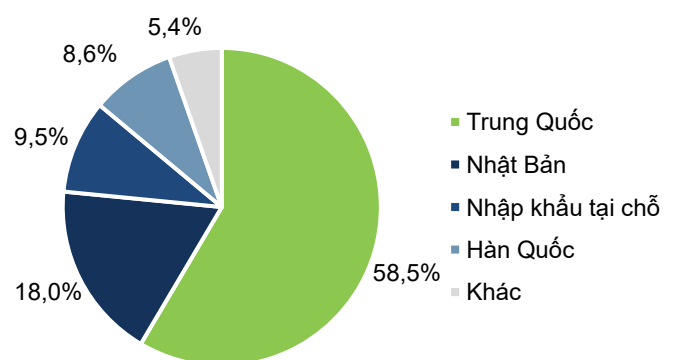
Thị trường tôn mạ nội địa đang dư thừa công suất mà vẫn phải cạnh tranh với tôn mạ nhập khẩu. Tổng công suất tôn mạ ước tính cho giai đoạn 2019 – 2024 lên tới 7,4 triệu tấn/năm trong khi nhu cầu nội địa chỉ đáp ứng được ~30%. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn đang nhập khẩu tôn mạ do chưa tự sản xuất được một số loại tôn chất lượng cao và ưu đãi thuế khiến giá tôn nhập khẩu (đặc biệt là tôn mạ Trung Quốc) rẻ hơn tôn nội địa, từ đó khiến áp lực cạnh tranh trong nước ngày càng trở nên gay gắt hơn. Trong năm 2024, sản lượng tôn mạ nhập khẩu đạt 864 nghìn tấn (+16,0% YoY), chiếm 15,4% trong tổng tiêu thụ toàn ngành với Trung Quốc là nhà cung cấp chính.

Biểu đồ 8: Nhu cầu nội địa chỉ tương đương ~30% công suất tôn mạ trong giai đoạn 2020 – 2024



Nguồn: VSA, FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 9: Trung Quốc chiếm ~60% cơ cấu sản lượng tôn mạ nhập khẩu của Việt Nam năm 2024



Nguồn: VSA, FPTTS tổng hợp

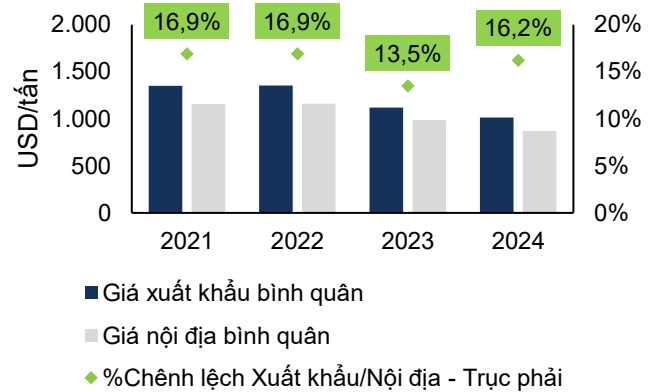
Tình trạng dư cung nội địa sẽ tiếp diễn và nặng nề hơn với công suất tăng thêm dự phóng trong giai đoạn 2025F – 2030F đạt 2 – 3 triệu tấn (30% công suất hiện nay) khi nhiều doanh nghiệp như Hoa Sen (HSX: HSG), Nam Kim, Tôn Việt Pháp, Tôn Phương Nam, Tôn Đông Á (HSX: GDA) đã khởi công các dự án mở rộng công suất và đầu tư dây chuyền sản xuất mới. Trong đó, đóng góp nhiều nhất vào mức tăng trên là dự án Nhà máy thép dẹt Phú Mỹ của GDA với công suất 1,2 triệu tấn/năm và dự án Nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ (GD1) của NKG với công suất 800 nghìn tấn/năm, dự kiến chạy tối đa công suất lần lượt vào năm 2027 và 2029.

3. Kênh xuất khẩu chiếm chủ đạo nhưng dần bị hạn chế bởi các chính sách bảo hộ thương mại

► **Kênh xuất khẩu: Tăng trưởng nhanh nhưng nhiều thách thức từ bảo hộ thương mại**

Kênh xuất khẩu là kênh tiêu thụ chính của ngành tôn mạ Việt Nam. Sản lượng tôn mạ xuất khẩu đạt 3,0 triệu tấn (+16,0% YoY) và chiếm 55,2% trong cơ cấu tổng sản lượng tiêu thụ năm 2024. Hoạt động xuất khẩu đã dần chiếm chủ đạo trong cơ cấu tiêu thụ của ngành tôn mạ Việt Nam do giá xuất khẩu cao hơn so với tiêu thụ trong nước (chịu dư cung và chịu áp lực cạnh tranh gay gắt). Ước tính trong giai đoạn 2021 – 2024, giá tôn mạ xuất khẩu bình quân luôn cao hơn giá tôn mạ nội địa từ 14% - 17%.

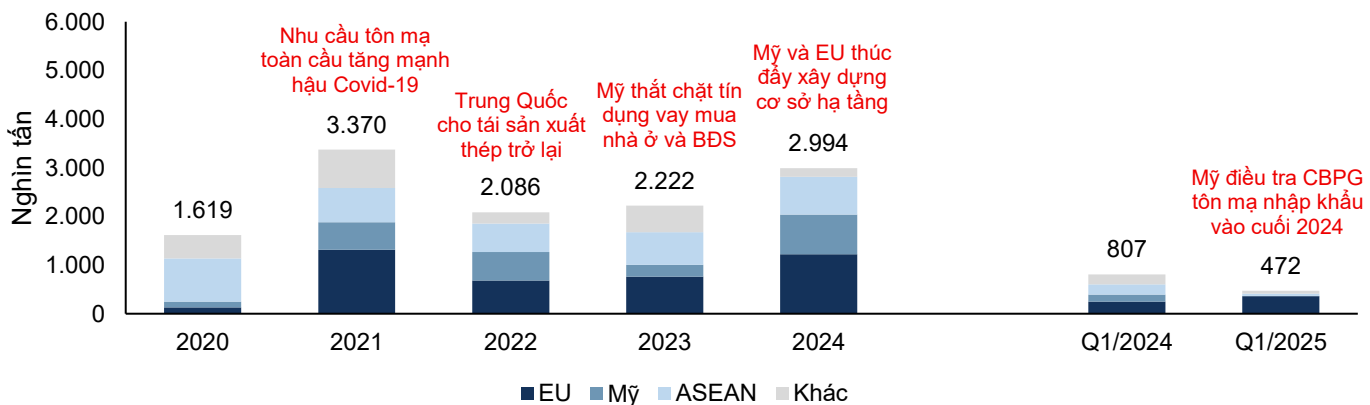
Biểu đồ 10: Giá tôn mạ xuất khẩu bình quân cao hơn 14% – 17% so với giá tôn mạ nội địa



Nguồn: UN Comtrade, VSA, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2019 – 2024, tốc độ CAGR của sản lượng tôn mạ xuất khẩu của Việt Nam tăng trưởng nhanh, đạt 16,0%/năm. Thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam bao gồm các nước thuộc khu vực Châu Âu (EU), Mỹ và Đông Nam Á (ASEAN) chiếm lần lượt 40,8%, 27,3% và 26,0% sản lượng năm 2024.

Biểu đồ 11: Mỹ, EU và ASEAN là ba thị trường xuất khẩu tôn mạ chính của Việt Nam



Nguồn: Ủy ban Thương mại Quốc tế Mỹ (USITC), Văn phòng Thống kê Liên minh Châu Âu (Eurostat), VSA, FPTS tổng hợp

Xuất khẩu tôn mạ đang đối mặt với nhiều thách thức từ các chính sách bảo hộ thương mại. Kết thúc Q1/2025, sản lượng tôn mạ xuất khẩu đã sụt giảm mạnh về 472 nghìn tấn (-41,0% YoY) do Mỹ đã khởi xướng điều tra CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam vào tháng 09/2024, dẫn tới nhu cầu xuất khẩu sang thị trường này sụt giảm mạnh. Một số doanh nghiệp tôn mạ lớn như HSG và NKG chia sẻ đã dừng xuất khẩu sang Mỹ kể từ Q4/2024 sau sự kiện trên.

Dự kiến hoạt động xuất khẩu thép nói chung và tôn mạ nói riêng sẽ duy trì kém khả quan trong năm 2025 tại hai thị trường chính là EU và Mỹ. Cụ thể như sau:

Đối với thị trường EU, xuất khẩu tôn mạ dự kiến gặp khó do EU siết chặt hạn ngạch nhập khẩu thép. Ủy ban Châu Âu (EC – European Commission) đã ban hành Quyết định số 2025/612 nhằm hạn chế sản lượng thép được phép nhập khẩu vào EU. Trong đó, ba điểm quan trọng nhất bao gồm (1) giảm tỷ lệ tự do hóa (mức tăng trưởng hàng năm của hạn ngạch) từ 1%/năm xuống 0,1%/năm, và (2) đặt mức trần nhập khẩu với từng quốc gia và loại bỏ cơ chế chuyển tiếp hạn ngạch dư thừa trên (chi tiết) sang các quốc gia khác. Với các điều chỉnh trên, chúng tôi ước tính sản lượng tôn mạ tối đa Việt Nam có thể xuất khẩu sang EU trong năm 2025 chỉ đạt 558 nghìn tấn, tương đương với mức giảm 54,3% YoY. (chi tiết)

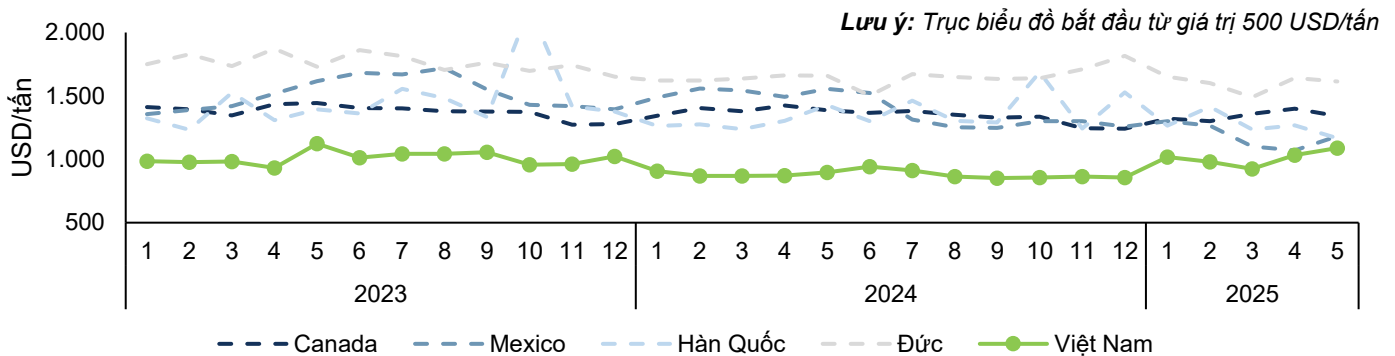
Đối với thị trường Mỹ, dự kiến tôn mạ Việt Nam sẽ mất dần lợi thế cạnh tranh về giá do bị áp thuế CBPG. Vào ngày 04/04/2025 vừa qua, Mỹ đã chính thức áp thuế CBPG đối với các sản phẩm tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam với thuế suất cao nhất lên đến 88,12%. Thêm nữa, Mỹ cũng thực hiện tăng thuế suất theo Mục 232 của Đạo luật Mở rộng thương mại đối với thép nhập khẩu từ 25% lên 50% kể từ ngày 04/06/2025. Chúng tôi đánh giá các động thái trên sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu xuất khẩu tôn mạ sang thị trường này khi Việt Nam mất đi lợi thế cạnh tranh về giá. Tính đến tháng 05/2025, giá tôn mạ Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ đã tăng lên 1.089 USD/tấn (+21,7% YoY) và tiệm cận với giá tôn mạ của Mexico và Hàn Quốc.

Biểu đồ 12: Chi tiết vụ việc Mỹ điều tra CBPG tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam

Sản phẩm thuộc diện điều tra	Thời gian khởi xướng	Tiến độ điều tra	Mức thuế áp dụng	Quốc gia khởi xướng
Thép mạ không dùng hợp kim, thép mạ & thép hợp kim mạ kẽm	25/09/2024	Đã có thuế tạm thời vào ngày 04/04/2025	39,84% - 88,12%	Mỹ (27,3% sản lượng 2024)

Nguồn: Cục Phòng vệ Thương mại, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 13: Giá tôn mạ Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ tiệm cận với giá của Mexico và Hàn Quốc trong tháng 05/2025

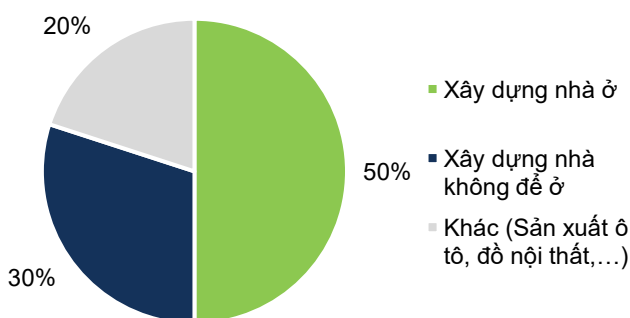


Nguồn: USITC, FPTS tổng hợp

► **Kênh nội địa: Tiêu thụ ảm đạm với CAGR giai đoạn 2020 – 2024 chỉ đạt 1,2%/năm**

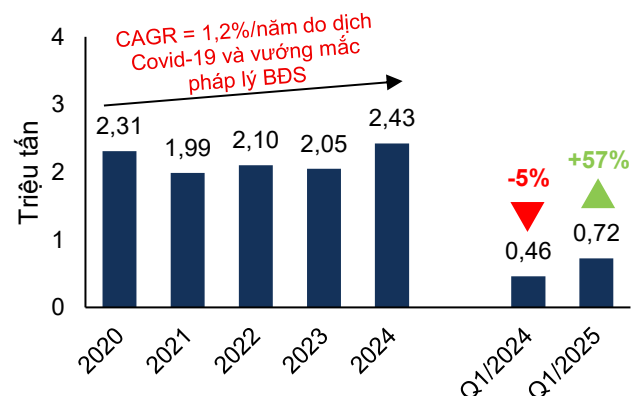
Ước tính 80% nhu cầu tôn mạ nội địa đến từ hoạt động xây dựng. Trong năm 2024, sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 2,43 triệu tấn (+18,9% YoY), hồi phục trở về mức trước dịch Covid-19 nhờ xây dựng nhà ở (ước chiếm ~50% sản lượng tiêu thụ hàng năm) hồi phục đáng kể từ mức nền thấp của năm 2023 cùng với xây dựng công nghiệp được thúc đẩy bởi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI – Foreign Direct Investment) thực hiện cao kỷ lục với giá trị đạt 25,4 tỷ USD (+9,4% YoY).

Biểu đồ 14: Nhu cầu tôn mạ trong nước chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng



Nguồn: NKG, FPTS ước tính

Biểu đồ 15: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa gần như đi ngang trong giai đoạn 2020 – 2024

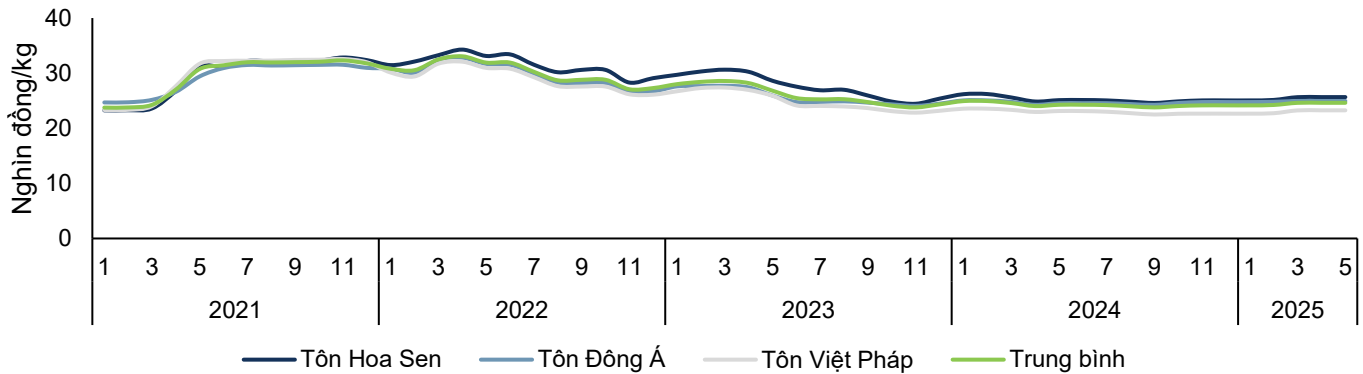


Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Kết thúc Q1/2025, sản lượng tiêu thụ nội địa đã tăng mạnh 57,2% YoY so với cùng kỳ, đạt 724 nghìn tấn nhờ pháp lý xây dựng được khơi thông với số lượng và quy mô các dự án được cấp phép trong kỳ lần lượt đạt 26 dự án (+36,8% YoY) và 15.780 căn (+61,4% YoY) và một số doanh nghiệp lớn như HSG và NKG đã chủ động dừng xuất khẩu sang thị trường này và chuyển hướng sang tiêu thụ nội địa sau khi chịu thuế CBPG.

Giá bán tôn nội địa duy trì thấp và ít chênh lệch giữa các doanh nghiệp do áp lực cạnh tranh về giá cao khi ngành dư cung khiến. Điều này được thể hiện qua biên độ phân tán giá¹ (Price Dispersion) tôn mạ nội địa giai đoạn 2021 – 2025 bình quân chỉ đạt 8,1%, thấp hơn so với mức tham chiếu 10%.

Biểu đồ 16: Giá bán tôn mạ nội địa duy trì ở mức thấp do xây dựng ảm đạm và ảnh hưởng từ giá HRC



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Về xu hướng giá, giá tôn trong nước chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên liệu đầu vào HRC và nhu cầu xây dựng nội địa. Trong giai đoạn 2021 – 2024, giá tôn nội địa có xu hướng giảm dần, tương đồng với giá HRC và chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu xây dựng trong nước ảm đạm. Tới tháng 5/2025, giá tôn trung bình đã tăng nhẹ lên mức 24.617 đồng/kg (+1,5% YoY). Giá tôn nội địa đang trong xu hướng tăng nhẹ trở lại kể từ đầu năm 2025 do nhu cầu xây dựng trong nước hồi phục trở lại cùng với Bộ Công Thương đã gia hạn áp thuế CBPG tạm thời đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc kể từ tháng 10/2024.

Bảng 3: Chi tiết vụ việc Việt Nam điều tra CBPG tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc

STT	Sản phẩm thuộc diện điều tra	Thời gian khởi xướng	Tiến độ điều tra	Mức thuế áp dụng	Quốc gia
1	Thép mạ, tôn mạ (Số hiệu: AD19)	14/06/2024 Số 1535/QĐ-BCT	Đã có thuế tạm thời	0% - 37,13%	Trung Quốc Hàn Quốc
2	Thép phủ màu, tôn màu (Số hiệu: ER01.AD04)	24/10/2024 Số 2822/QĐ-BCT	Đã gia hạn áp thuế thêm 5 năm	0% - 34,27%	Trung Quốc Hàn Quốc

Nguồn: Cục Phòng vệ Thương mại, FPTS tổng hợp

Theo đó, kỳ vọng biên lợi nhuận của kênh tiêu thụ nội địa sẽ cải thiện trở lại trong năm 2025 nhờ giá bán tôn mạ nội địa điều chỉnh tăng và giá HRC đang trong xu hướng giảm.

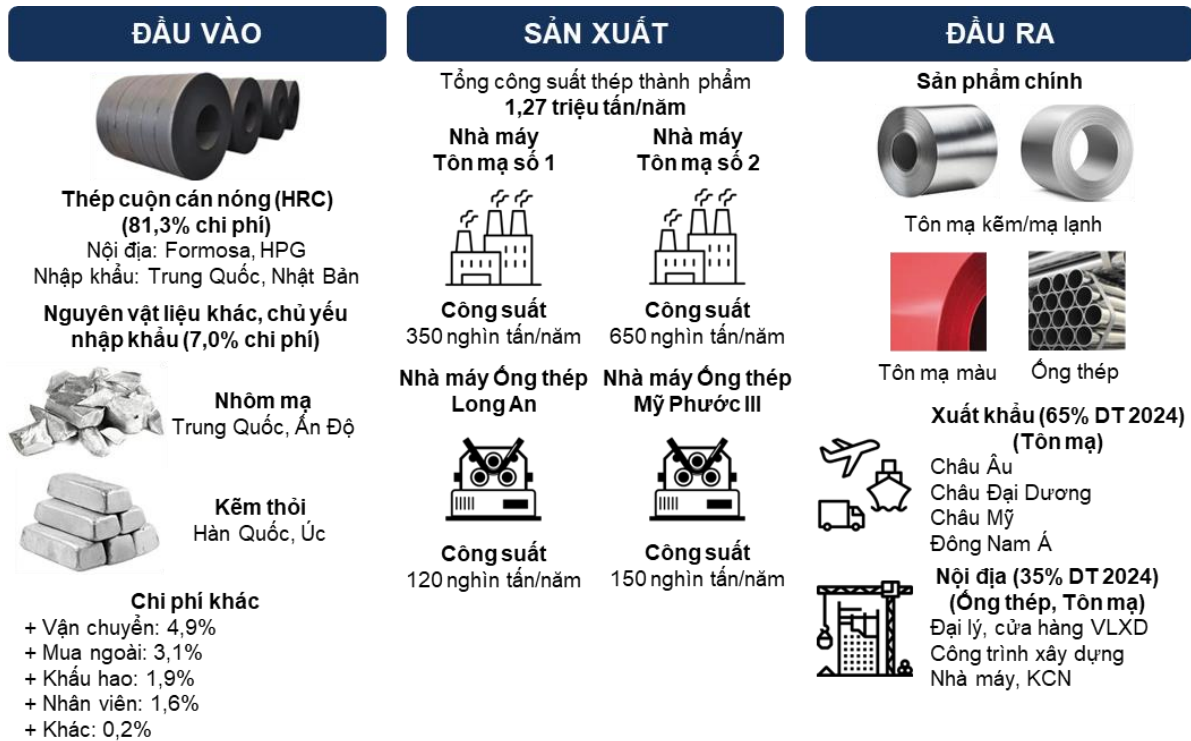
¹ Biên độ phân tán giá (Price Dispersion) = (Giá cao nhất – Giá thấp nhất)/Giá bình quân, là chỉ số được dùng để đo lường mức độ cạnh tranh về giá trong ngành. Ngành được đánh giá có mức cạnh tranh về giá cao khi biên độ dao động <10%

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của NKG

Hoạt động kinh doanh của NKG có sự tương đồng với ngành. Kết thúc Q1/2025, doanh thu thuần hợp nhất và biên lợi nhuận gộp của NKG kém khả quan, đạt lần lượt 4.090 tỷ đồng (-22,7% YoY) và 6,4% (-4,3 đpt YoY) khi chịu tác động tiêu cực từ việc dừng xuất khẩu tôn mạ sang Mỹ kể từ Q4/2024 do các chính sách bảo hộ thương mại của quốc gia này. Về chi phí, thép HRC cũng là nguyên liệu sản xuất chính của NKG, ước chiếm 81,3% chi phí sản xuất năm 2024.

Ảnh 3: Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của NKG

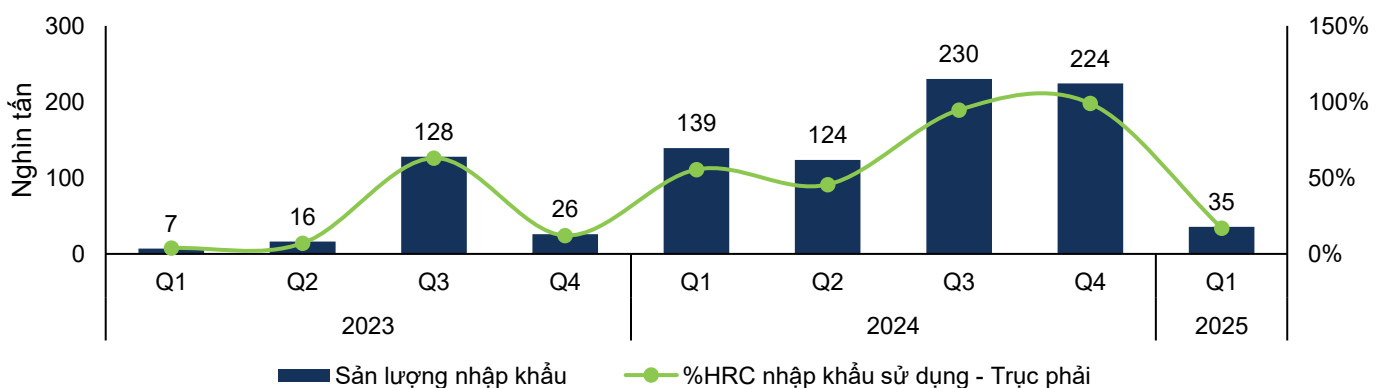


Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

2. Đầu vào – Giảm mạnh nhập khẩu HRC do nguồn cung từ Trung Quốc bị áp thuế CBPG

NKG đã tăng mạnh nhập khẩu HRC trong năm 2024 nhờ diễn biến giá khả quan, tuy nhiên đã buộc phải quay trở lại sử dụng HRC nội địa trong Q1/2025 do Trung Quốc bị áp thuế CBPG. Hiện NKG đang có 2 nguồn cung HRC chính là nội địa và nhập khẩu. Trong đó, nguồn nội địa sẽ mua từ HPG và Formosa còn nguồn nhập khẩu sẽ mua từ Nhật Bản và Trung Quốc.

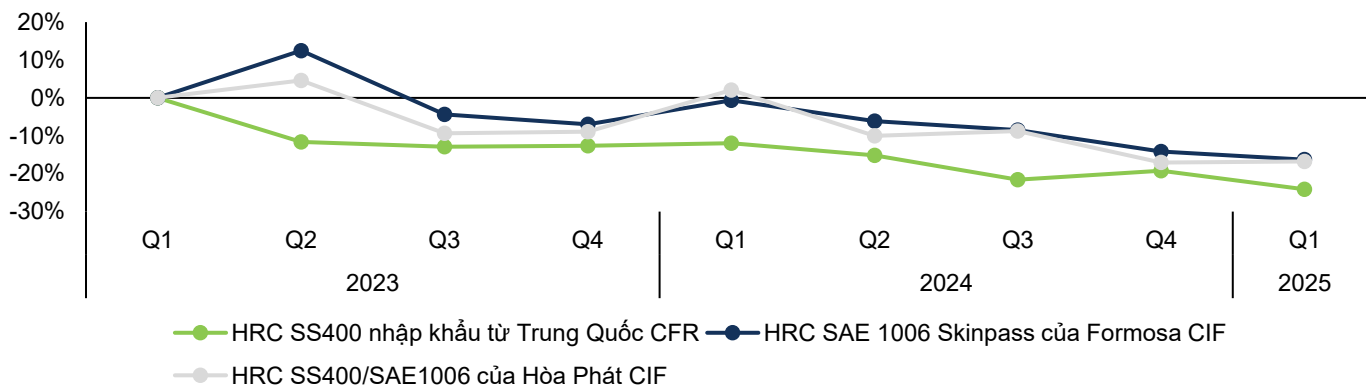
Biểu đồ 17: NKG đã giảm mạnh nhập khẩu HRC trong Q1/2025



Nguồn: NKG, Tổng cục Hải quan, FPTS tổng hợp

Đối với nguồn nhập khẩu, trước năm 2024, NKG chỉ nhập khẩu ~30% sản lượng đầu vào do HRC nhập khẩu dù giá rẻ hơn nhưng mức chênh lệch lại không đủ lớn để bù đắp các chi phí trung gian như vận chuyển và thuế quan. Tuy nhiên, trong năm 2024, giá HRC nhập khẩu đã giảm về 539 USD/tấn (-9,6% YoY) và có tốc độ giảm nhanh hơn so với giá HRC của Formosa, đạt 584 USD/tấn (-7,6% YoY) và HPG, đạt 569 USD (-5,1% YoY) do nhu cầu thép tại Trung Quốc thấp kỷ lục đã đẩy mạnh xuất khẩu thép của nước này, từ đó khiến NKG chuyển sang sử dụng 71,6% (+50,4 dpt YoY) HRC nhập khẩu. Theo đó, NKG đã tăng mạnh nhập khẩu HRC trong năm 2024 với sản lượng đạt 717 nghìn tấn (+304,9% YoY), trong đó riêng Trung Quốc chiếm 67,3%, đạt 482 nghìn tấn (+692,2% YoY). Tới Q1/2025, sản lượng nhập khẩu đã sụt giảm mạnh về 35 nghìn tấn (-74,5% YoY) do HRC nhập khẩu từ Trung Quốc đã bị áp thuế CBPG tạm thời từ tháng 2/2025.

Biểu đồ 18: Giá HRC nhập khẩu Trung Quốc giảm mạnh hơn giá HRC của Formosa và HPG (Q1/2023 là gốc)

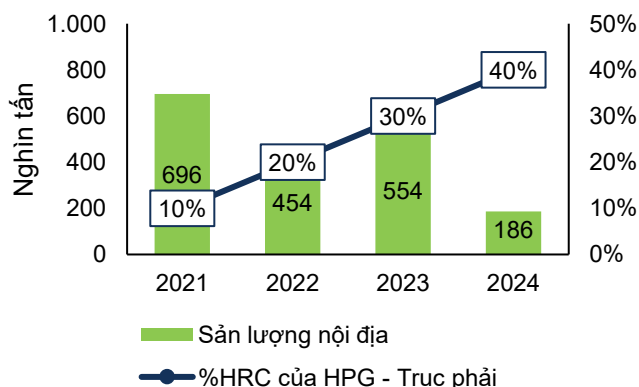


Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Đối với nguồn nội địa, trước năm 2020, NKG chủ yếu mua từ Formosa do đây là đơn vị sản xuất HRC lớn nhất trong nước tại thời điểm đó với công suất đạt 3 triệu tấn/năm. Tới năm 2021, NKG mới bắt đầu mua HRC từ HPG khi doanh nghiệp này nâng công suất HRC của Khu liên hiệp gang thép Dung Quất 1 năm này lên 3 triệu tấn/năm. Chúng tôi ước tính tỷ lệ thép HRC mà NKG sử dụng của HPG đang có tăng dần nhưng vẫn thấp hơn Formosa trong giai đoạn 2021 – 2024 do (1) Formosa là nhà cung cấp lâu năm của NKG và (2) Xuất khẩu đã trở thành kênh tiêu thụ chính của Formosa do thị trường nội địa cạnh tranh gay gắt với HRC nhập khẩu giá rẻ. Giá bán HRC của Formosa luôn cao hơn HPG từ 3 – 5% do HPG tự chủ được nguyên liệu đầu vào giúp giảm giá thành sản xuất.

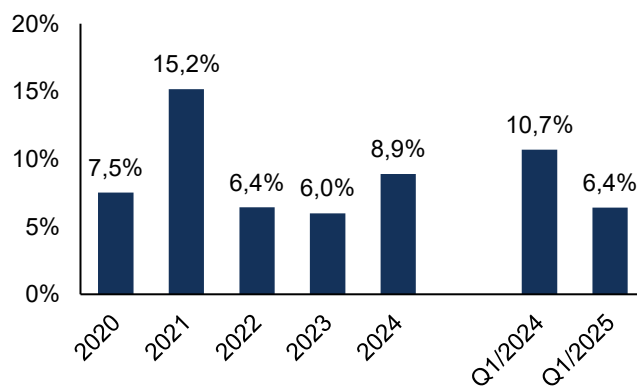
Theo đó, kỳ vọng tỷ trọng của HPG trong cơ cấu nguồn cung của NKG sẽ tiếp tục tăng lên trong năm 2025 nhờ lợi thế về giá và nguồn cung ổn định khi dự án Khu liên hiệp gang thép Dung Quất 2 giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành trong cuối năm, giúp nâng tổng công suất thiết kế HRC của HPG lên 5,8 triệu tấn/năm.

Biểu đồ 19: Tỷ trọng của HPG ước tính tăng dần trong cơ cấu nguồn cung HRC nội địa của NKG



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 20: Biên lợi nhuận gộp của NKG giảm mạnh trong Q1/2025 do giảm sử dụng HRC nhập khẩu



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

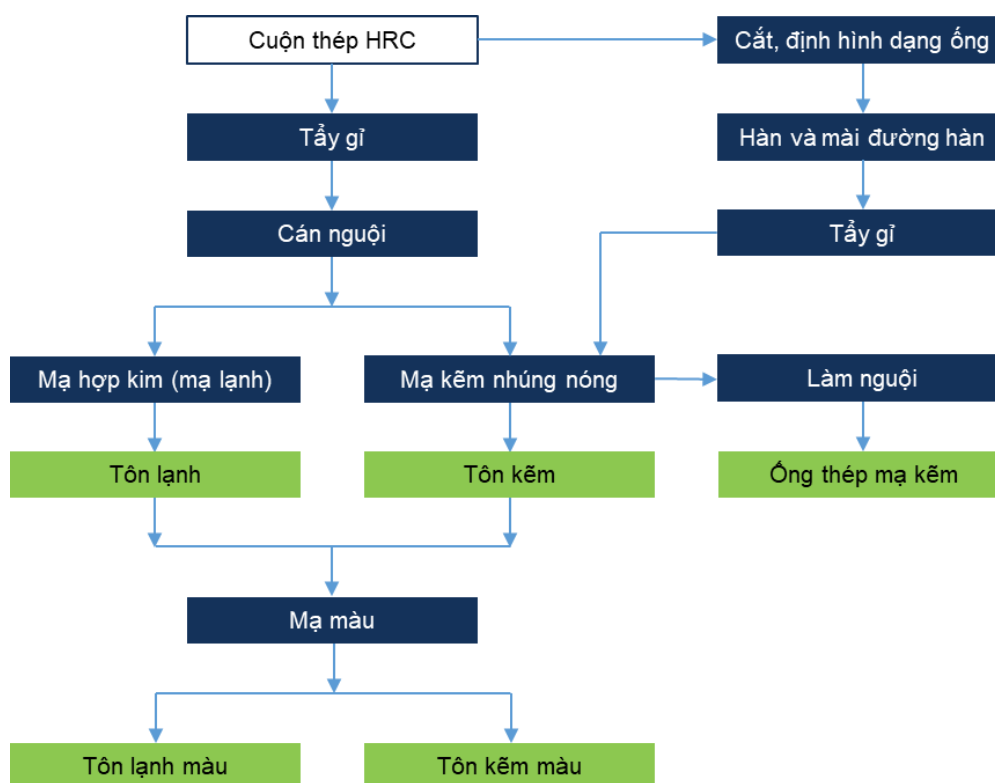
Dự kiến nguồn nội địa sẽ quay trở lại thành nguồn cung HRC chính cho NKG trong năm 2025 do HRC Trung Quốc bị áp thuế CBPG tạm thời. Việc tăng sử dụng HRC nội địa đã khiến biên lợi nhuận gộp Q1/2025 của NKG giảm về 6,4% (-4,3 đpt YoY & -0,3 đpt QoQ) do phải mua nguyên liệu với giá cao hơn trong bối cảnh xuất khẩu tôn mạ gặp nhiều khó khăn.

3. Sản xuất

3.1. Quy trình sản xuất – Đơn giản và tương đồng với các doanh nghiệp khác trong ngành

Quy trình sản xuất tại NKG tương đồng với ngành. Xét theo công suất các dây chuyền, Nam Kim sở hữu 1 dây chuyền tẩy gỉ (công suất 1 triệu tấn/năm), 1 dây chuyền cán nguội (công suất 1 triệu tấn/năm), 5 dây chuyền mạ kẽm/mạ lạnh (tổng công suất 1,2 triệu tấn/năm) và 2 dây chuyền mạ màu (tổng công suất 180 nghìn tấn/năm).

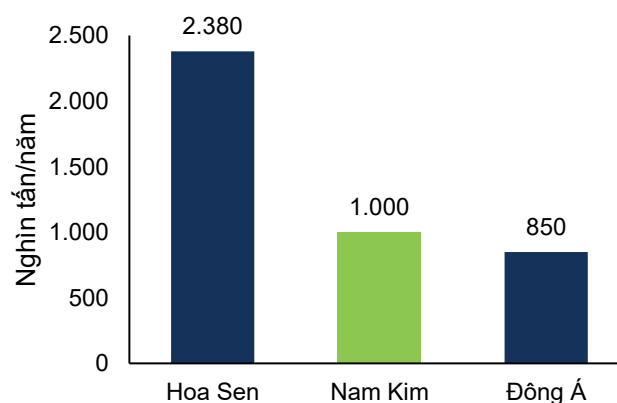
Ảnh 4: Quy trình sản xuất tại NKG



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

3.2. Quy mô sản xuất – Quy mô sản xuất tôn mạ lớn thứ hai cả nước

Biểu đồ 21: NKG sở hữu công suất thiết kế tôn mạ đạt 1,0 triệu tấn/năm

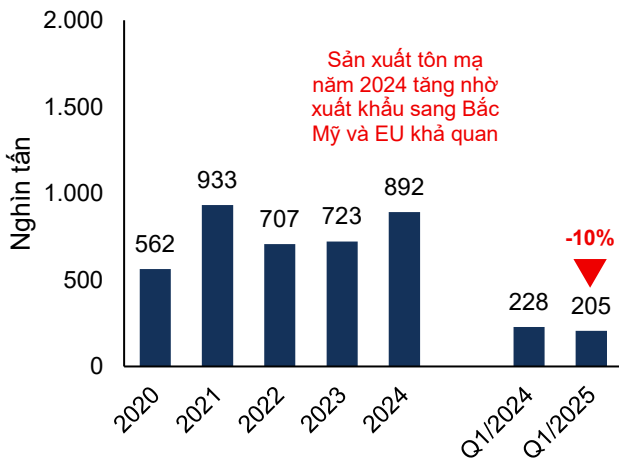


Nguồn: FPTS tổng hợp

NKG là doanh nghiệp đứng thứ 2 Việt Nam về quy mô sản xuất tôn mạ, chỉ xếp sau CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG). Doanh nghiệp hiện đang vận hành 2 nhà máy tôn mạ và 2 nhà máy ống thép với tổng công suất thiết kế đạt lần lượt 1,0 triệu tấn tôn mạ/năm và 270 nghìn tấn ống thép/năm.

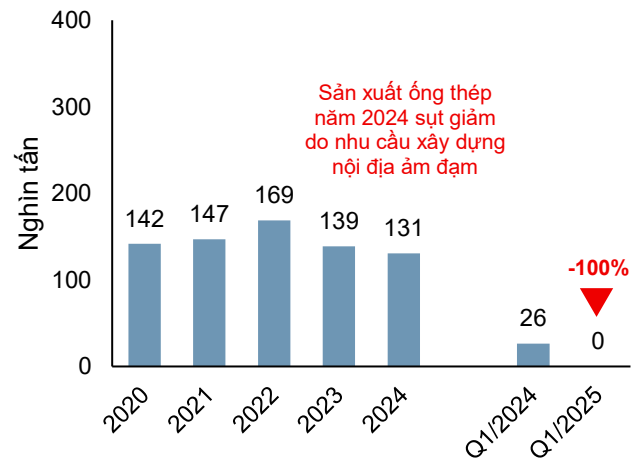
Đối với tôn mạ (90% doanh thu), trong giai đoạn 2021 – 2024, NKG đã cho các nhà máy tôn mạ chạy gần đạt tối đa công suất với tỷ lệ huy động bình quân là 80%. Sản phẩm tôn mạ đang phục vụ chủ yếu cho kênh xuất khẩu, do đó biến động sản lượng tôn mạ của NKG khá tương đồng với biến động của sản lượng xuất khẩu toàn ngành. Kết thúc Q1/2025, sản lượng sản xuất sụt giảm về 205 nghìn tấn (-9,9% YoY) do EU giảm hạn ngạch nhập khẩu thép và Mỹ áp thuế chống bán phá giá đối các sản phẩm tôn mạ của Việt Nam khiến nhu cầu xuất khẩu sang các thị trường này sụt giảm.

Biểu đồ 22: Sản xuất tôn mạ sụt giảm 9,9% YoY trong Q1/2025 do nhu cầu xuất khẩu ảm đạm



Nguồn: NKG, VSA, FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 23: Dừng sản xuất ống thép trong Q1/2025 do chuyển sang tiêu thụ tôn mạ nội địa



Nguồn: NKG, VSA, FPTTS tổng hợp

Đối với ống thép (10% doanh thu), tỷ lệ huy động bình quân trong giai đoạn 2020 – 2024 chỉ đạt 50 – 60% công suất. Theo doanh nghiệp, hiện NKG chỉ vận hành Nhà máy Long An, còn Nhà máy Mỹ Phước III chưa có đóng góp vào doanh thu của NKG và chỉ đang làm kho hàng tập trung của NKG. Trong Q1/2025, NKG chưa sản xuất thêm ống thép do đã chuyển dịch phần lớn tôn mạ sang tiêu thụ nội địa trong bối cảnh xây dựng trong nước khả quan nhờ cấp phép xây dựng hồi phục kể từ đầu năm.

3.3. Mở rộng quy mô sản xuất nhờ đầu tư thêm nhà máy mới

NKG đang đầu tư hai dự án mới gồm: Nhà máy Thép Tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu và Nhà máy Ống Thép Nam Kim Chu Lai tại tỉnh Quảng Nam. Hai dự án được NKG chủ trương đầu tư lần lượt vào năm 2019 và năm 2022 nhưng đều đã bị hoãn thực hiện trong năm 2023 do nhu cầu thép năm 2022 và 2023 ảm đạm khiến NKG phải thực hiện đánh giá lại khả năng thực hiện. Tới năm 2024 và 2025, NKG đã cho tái thực hiện hai dự án trên ([quay lại](#)) với thông tin cụ thể như sau:

► Nhà máy Thép Tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ giai đoạn 1

Tiến độ thực hiện

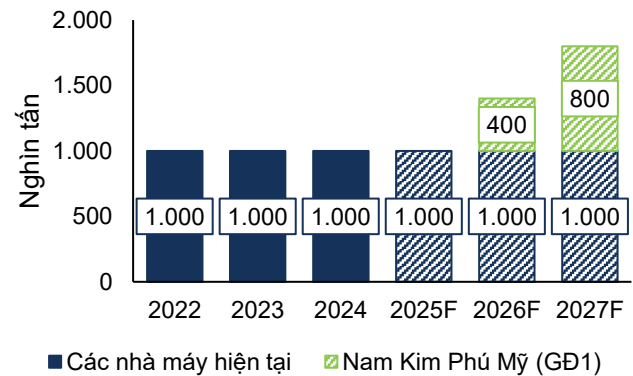
Theo cập nhật gần nhất, **vào ngày 28/04/2025, NKG đã có nghị quyết tăng tổng vốn đầu tư toàn dự án lên 5.800 tỷ đồng, tương đương mức tăng 28,9% so với vốn ban đầu.** Do doanh nghiệp hiện tại chưa chia sẻ về mục đích của việc tăng vốn đầu tư, chúng tôi **giả định** mức tăng trên sẽ được chia đều cho hai giai đoạn của dự án theo tỷ lệ được công bố trong Bản cáo bạch chào bán năm 2024, tương ứng với tổng vốn đầu tư dự phóng lần lượt là 2.400 tỷ đồng và 3.400 tỷ đồng trong giai đoạn 1 & 2.

Tính đến Q1/2025, NKG đã hoàn thiện giải phóng 298,3 ha/326,8 ha, tương đương 88% diện tích toàn dự án. Doanh nghiệp cũng đã hoàn thành việc phát hành thêm 131,6 triệu cổ phiếu, thu về 1.579 tỷ đồng để phục vụ cho việc xây dựng giai đoạn 1 của dự án. Hiện dự án đã hoàn thiện công đoạn san lấp mặt bằng và đang trong quá trình lựa chọn nhà thầu để thi công. Tại Đại hội cổ đông (ĐHCD) năm 2025, phía NKG chia sẻ giai đoạn 1 của dự án đang thực hiện đúng tiến độ và dự kiến sẽ đưa vào chạy thử trong Q1/2026. Doanh nghiệp kỳ vọng tới Q4/2026, nhà máy sẽ hoạt động 50 – 60% công suất thiết kế và sẽ chạy tối đa công suất kể từ năm 2027 trở đi.

Thông tin chung

Nhà máy Thép Tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ có 30% là vốn tự có và 70% là vốn vay. Dự án có thời gian thực hiện dự kiến là 3 năm, kéo dài tới 2027. Cụ thể, giai đoạn 1 của nhà máy đang được thực hiện với tổng công suất là 800 nghìn tấn tôn mạ/năm trên diện tích đất là 154 ha tại thị xã Phú Mỹ, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Dự kiến giai đoạn 1 sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động trong Q1/2026, giúp nâng tổng công suất thiết kế của NKG lên 1,8 triệu tấn tôn mạ/năm, tương đương đương mức tăng 80% so với công suất hiện tại.

Biểu đồ 24: Dự kiến tổng công suất tôn mạ NKG sẽ tăng 80% khi giai đoạn 1 nhà máy mới hoàn thành



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp và ước tính

Về định hướng sản xuất, phía NKG chia sẻ Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ sẽ sản xuất tôn mạ xây dựng chất lượng cao, đồng thời hướng tới các phân khúc yêu cầu trình độ kỹ thuật cao hơn như hàng gia dụng, linh kiện và phụ tùng ô tô để phục vụ cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, nhà máy sẽ tập trung tiêu thụ nội địa do tình hình thương mại toàn cầu hiện nay nhiều bất ổn tới từ các chính sách thuế đối ứng của Mỹ.

► Nhà máy Ống thép Nam Kim Chu Lai

Tiến độ thực hiện

Chúng tôi sẽ chưa thêm dự án Nhà máy Ống thép Nam Kim Chu Lai vào dự phóng kết quả kinh doanh của NKG. Dự án Nhà máy Ống thép Nam Kim Chu Lai tại tỉnh Quảng Nam được NKG chủ trương thực hiện trở lại vào ngày 17/04/2025. Tuy nhiên, do NKG mới có chủ trương đầu tư và vẫn chưa có kế hoạch triển khai cụ thể, chúng tôi sẽ chưa thêm dự án này vào dự phóng kết quả kinh doanh và sẽ cập nhật ngay khi có thêm thông tin.

Thông tin chung

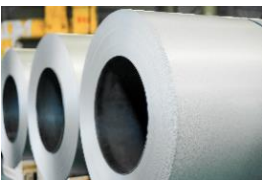
Dự án Nhà máy Ống thép Nam Kim Chu Lai có công suất thiết kế là 150 nghìn tấn ống thép/năm với tổng vốn đầu tư là 150 tỷ đồng, dự kiến khi đi vào hoạt động sẽ giúp nâng tổng công suất ống thép của NKG lên 420 nghìn tấn/năm, tương đương mức tăng 55,5% so với công suất hiện tại. Chúng tôi đánh giá dự án trên sẽ chủ yếu tiêu thụ nội địa và có thể đem lại cho NKG thêm 1.300 – 1.600 tỷ đồng doanh thu mỗi năm (tương đương 6 – 8% doanh thu năm 2024) dựa trên công suất huy động và giá bán ống thép tại năm 2024.

4. Đầu ra

4.1. Sản phẩm – Các sản phẩm của NKG chủ yếu phục vụ cho nhu cầu xuất khẩu

Đầu ra của NKG là các sản phẩm tôn mạ (tôn mạ kẽm, tôn mạ lạnh, tôn mạ kẽm màu, tôn mạ lạnh màu) và ống thép mạ kẽm. Trong đó, sản phẩm tôn mạ sẽ được tiêu thụ ở cả thị trường xuất khẩu và nội địa trong khi sản phẩm ống thép sẽ chủ yếu phục vụ cho thị trường trong nước.

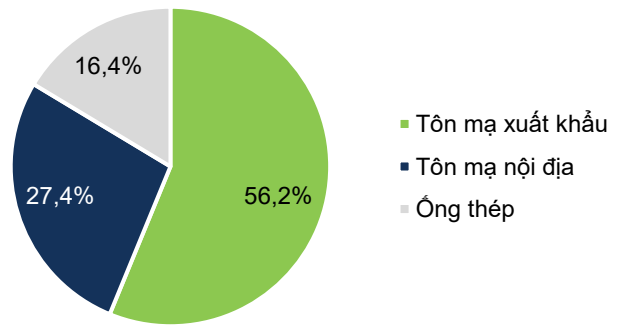
Bảng 4: Tổng hợp các sản phẩm chính của NKG

Tôn mạ kẽm	Tôn mạ lạnh	Tôn mạ kẽm màu	Tôn mạ lạnh màu	Ống thép mạ kẽm
				

Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 25: Tôn mạ xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tiêu thụ giai đoạn 2019 – 2024

Trong giai đoạn 2019 – 2024, tôn mạ xuất khẩu chiếm tỷ trọng bình quân 56,2%, lớn nhất trong cơ cấu tổng sản lượng tiêu thụ của NKG, tiếp theo đó là tôn mạ nội địa và ống thép với tỷ trọng lần lượt là 27,4% và 16,4%.

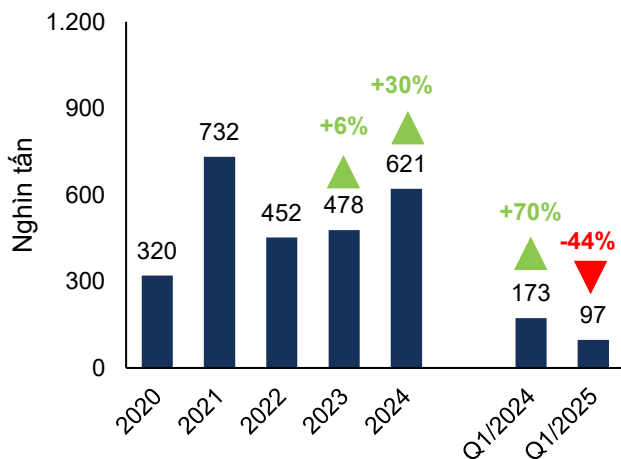


Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

4.2. Kênh xuất khẩu – Dự kiến suy yếu trong năm 2025 do các chính sách bảo hộ thương mại

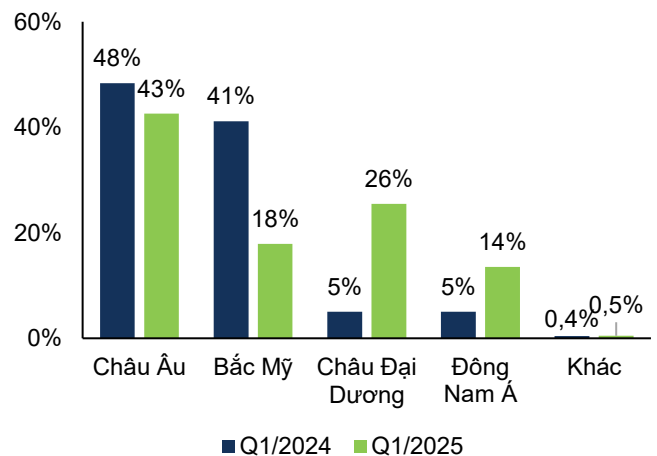
Trong giai đoạn 2020 – 2024, sản lượng xuất khẩu chiếm bình quân ~60% trong cơ cấu doanh thu của NKG và tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR đạt 18,0%/năm. Năm 2024, sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG tăng đáng kể, đạt 621 nghìn tấn (+29,9% YoY) với động lực chủ yếu đến từ hoạt động xây dựng và giành được thị phần tại khu vực EU và Bắc Mỹ. Tới Q1/2025, sản lượng xuất khẩu của NKG sụt giảm mạnh so với cùng kỳ về 97 nghìn tấn (-44,0% YoY) do các thị trường trên đã áp dụng các chính sách bảo hộ thương mại.

Biểu đồ 26: Sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG sụt giảm mạnh trong Q1/2025



Nguồn: NKG, VSA, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 27: Thị phần của EU và Bắc Mỹ sụt giảm trong cơ cấu sản lượng xuất khẩu của NKG Q1/2025



Nguồn: NKG, Tổng cục Hải quan, FPTS tổng hợp

► Thị trường EU: Sản lượng Q1/2025 sụt giảm mạnh do EU siết chặt hạn ngạch nhập khẩu thép

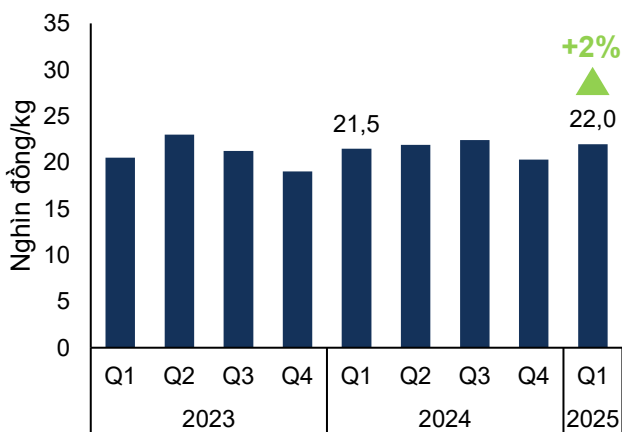
Kết thúc Q1/2025, sản lượng xuất khẩu của NKG sang thị trường EU đạt 41 nghìn tấn (-49,9% YoY). Tương tự với biến động ngành, sản lượng xuất khẩu của NKG trong Q1/2025 đã chịu tác động tiêu cực do EU đã công bố kế hoạch siết chặt hạn ngạch nhập khẩu thép kể từ đầu tháng 3/2025. Dự kiến NKG sẽ duy trì giảm mạnh xuất khẩu sang EU trong năm 2025 khi thời hạn của Quyết định số 2025/612 sẽ kết thúc vào Q2/2026. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng EU kéo dài thời gian siết chặt hạn ngạch là rất cao do mục tiêu chính là bảo vệ thị trường thép của EU trước nguồn thép nhập khẩu giá rẻ chuyển dịch từ Mỹ do rào cản thuế quan, trong khi Mỹ đã tăng gấp đôi thuế suất theo Mục 232 đối với thép nhập khẩu lên 50% vào ngày 04/06/2025 vừa qua và chưa ấn định thời hạn kết thúc. Do đó, chúng tôi **giả định** EU sẽ kéo dài thời gian thắt chặt nhập khẩu thép cho toàn bộ giai đoạn dự phóng 2025F – 2035F và sẽ trình bày rõ hơn ở phần dự phóng kết quả kinh doanh.

► **Thị trường Bắc Mỹ: Kém khả quan do Mỹ áp thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu**

Sản lượng xuất khẩu sang Bắc Mỹ của NKG đã sụt giảm mạnh về 17 nghìn tấn (-75,2% YoY) trong Q1/2025. Theo doanh nghiệp chia sẻ, NKG đã cho dừng xuất khẩu sang Mỹ kể từ Q4/2024 sau khi nước này khởi xướng điều tra chống bán phá giá đối với tôn mạ xuất khẩu từ Việt Nam vào tháng 9/2024. Dự kiến trong năm 2025, NKG sẽ duy trì không xuất khẩu sang Mỹ do (1) Mỹ đã chính thức áp thuế chống bán phá giá sơ bộ kể từ 04/04/2025 đối với tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam, trong đó các sản phẩm của NKG sẽ chịu mức thuế 49,42% (2) Mỹ đã tăng gấp đôi mức thuế suất của Mục 232 từ 25% lên 50% kể từ ngày 04/06/2025.

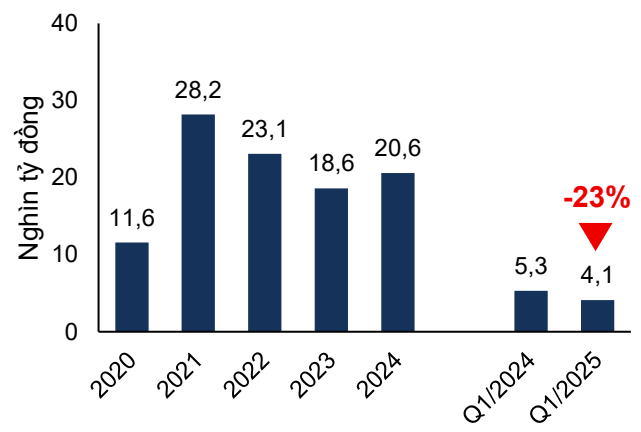
Về giá bán, giá tôn mạ xuất khẩu của NKG đi ngang trong Q1/2025, đạt 22 nghìn đồng/kg (+2,3% YoY). Điều này đã khiến doanh thu thuần của NKG sụt giảm đáng kể về 4.090 tỷ đồng (-22,7% YoY) với đóng góp nhiều nhất tới từ mức giảm của sản lượng xuất khẩu.

Biểu đồ 28: Giá tôn mạ xuất khẩu của NKG đi ngang trong Q1/2025



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

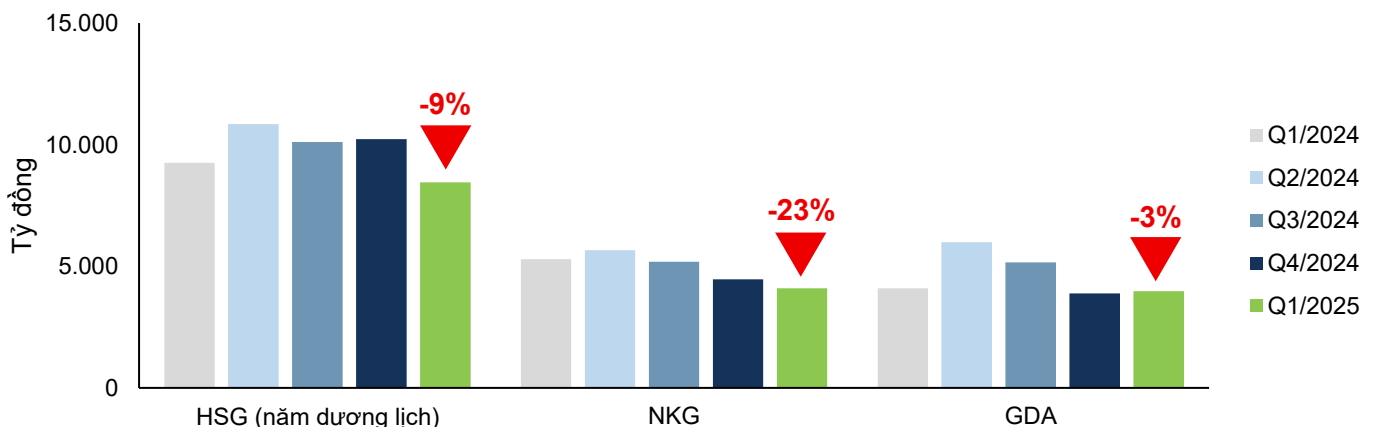
Biểu đồ 29: Doanh thu thuần Q1/2025 sụt giảm 22,7% YoY chủ yếu do xuất khẩu ảm đạm



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Doanh thu thuần Q1/2025 của NKG giảm mạnh nhất trong nhóm các doanh nghiệp niêm yết do dừng xuất khẩu sang Mỹ. Nhìn chung, xu hướng doanh thu thuần sụt giảm diễn ra ở tất cả các doanh nghiệp tôn mạ niêm yết trong Q1/2025 do hoạt động xuất khẩu gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, doanh thu Q1/2025 của NKG lại ghi nhận mức giảm mạnh nhất so với HSG và GDA, đạt -22,7% YoY. Nguyên nhân chủ yếu do Mỹ chiếm tỷ trọng ~15% doanh thu năm 2024 của NKG, cao nhất trong nhóm các doanh nghiệp niêm yết, trong khi thị trường này chỉ chiếm lần lượt 9% và 11% doanh thu năm 2024 của HSG và GDA (theo VSA).

Biểu đồ 30: Doanh thu thuần của các doanh nghiệp tôn mạ đều ghi nhận sụt giảm trong Q1/2025



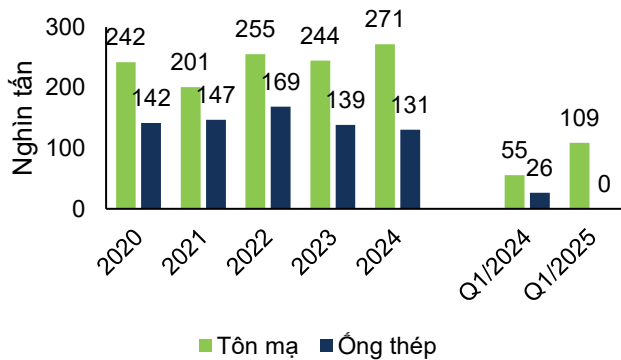
Nguồn: HSG, NKG, GDA, FPTS tổng hợp

4.3. Kênh nội địa – Tiêu thụ cải thiện nhờ xây dựng phục hồi và áp thuế CBPG lên tôn mạ nhập khẩu

► Tiêu thụ tôn mạ nội địa Q1/2025 khả quan, đạt 109 nghìn tấn (+96,4% YoY)

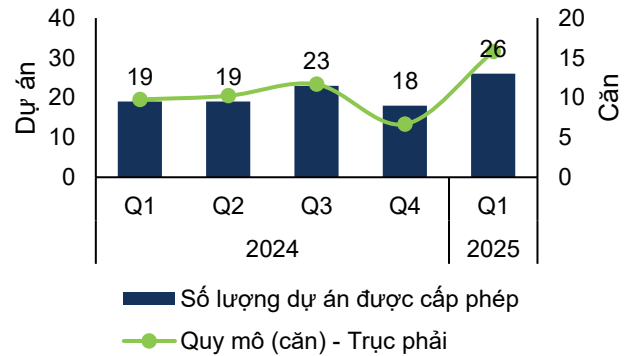
Tiêu thụ tôn mạ nội địa của NKG năm 2024 đạt 271 nghìn tấn (+11,0% YoY) và chiếm 26,5% trong cơ cấu sản lượng năm 2024 với tăng trưởng ngành xây dựng là động lực. Năm 2024, hoạt động xây dựng nội địa hồi phục nhẹ ở mức 7,9% (+0,8 đpt YoY) chủ yếu nhờ Luật Đất đai (sửa đổi) được thông qua sớm đã giúp cải thiện một phần hoạt động cấp phép xây dựng trong nước.

Biểu đồ 31: Tổng sản lượng nội địa của NKG tăng mạnh 32,9% YoY trong Q1/2025



Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 32: Cấp phép xây dựng nhà ở trong nước tăng mạnh trong Q1/2025

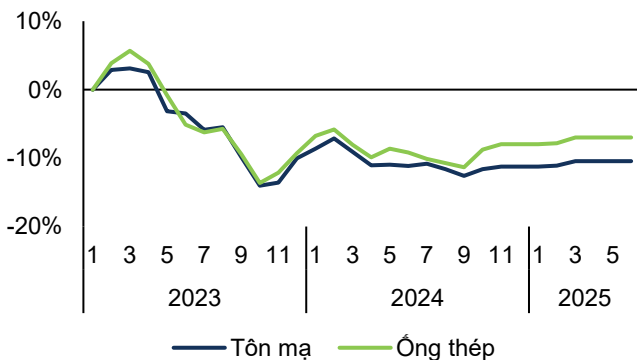


Nguồn: Bộ Xây Dựng, FPTS tổng hợp

Kết thúc Q1/2025, sản lượng tôn mạ nội địa của NKG đã tăng mạnh, đạt 109 nghìn tấn (+96,4% YoY). Hoạt động xây dựng trong nước khả quan nhờ cấp phép xây dựng nhà ở được cải thiện ngay từ đầu năm đã giúp thúc đẩy nhu cầu tôn mạ nội địa phục hồi. Bên cạnh đó, vốn FDI cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực trong Q1/2025 với giá trị thực hiện đạt 4,96 tỷ USD (+7,2% YoY), từ đó giúp thúc đẩy xây dựng nhà không để ỏ. Theo Tổng cục Thống kê, giá trị xây dựng cả nước trong Q1/2025 (theo giá so sánh 2010) đạt 81,7 nghìn tỷ đồng (+8,0 YoY). Bên cạnh đó, tiêu thụ tôn mạ nội địa Q1/2025 cũng được thúc đẩy khi Việt Nam đã gia hạn áp thuế CBPG đối với tôn mạ màu nhập khẩu thêm 5 năm tới 2029 với thuế suất lần lượt đạt 34,27% đối với Trung Quốc và 19,25% đối với Hàn Quốc.

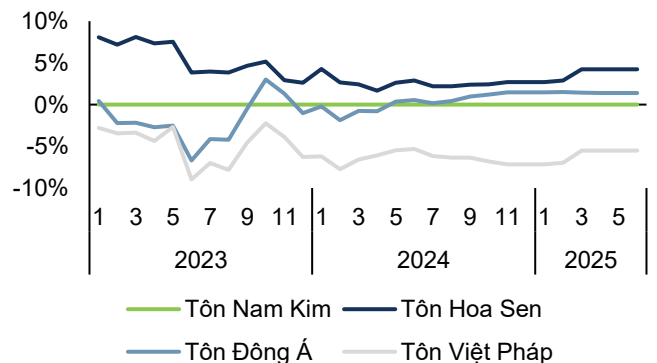
Giá bán tôn mạ nội địa của NKG đang trong xu hướng giảm kể từ năm 2022 đến nay do chịu ảnh hưởng từ giá HRC đầu vào và nhu cầu xây dựng trong nước với giá bán năm 2024 sụt giảm về 24,6 nghìn đồng/kg (-6,1% YoY). So sánh chênh lệch giá giữa NKG và 3 doanh nghiệp tôn mạ khác, mức độ cạnh tranh là rất cao khi giá bán của HSG, GDA và Tôn Việt Pháp chỉ chênh lệch lần lượt 3,7%, 1,4% và -6,0% so với giá bán của NKG trong 1H2025. Trong đó, HSG có giá bán cao nhất do doanh nghiệp này sở hữu hệ thống chi nhánh bán lẻ trực thuộc giúp HSG có khả năng tự phân phối tới người tiêu dùng không qua đại lý.

Biểu đồ 33: Giá bán tôn mạ và ống thép nội địa 5T2025 của NKG đang tăng trở lại (Gốc: 01/2023)



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 34: Giá bán tôn mạ nội địa không có nhiều chênh lệch giữa các thương hiệu



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

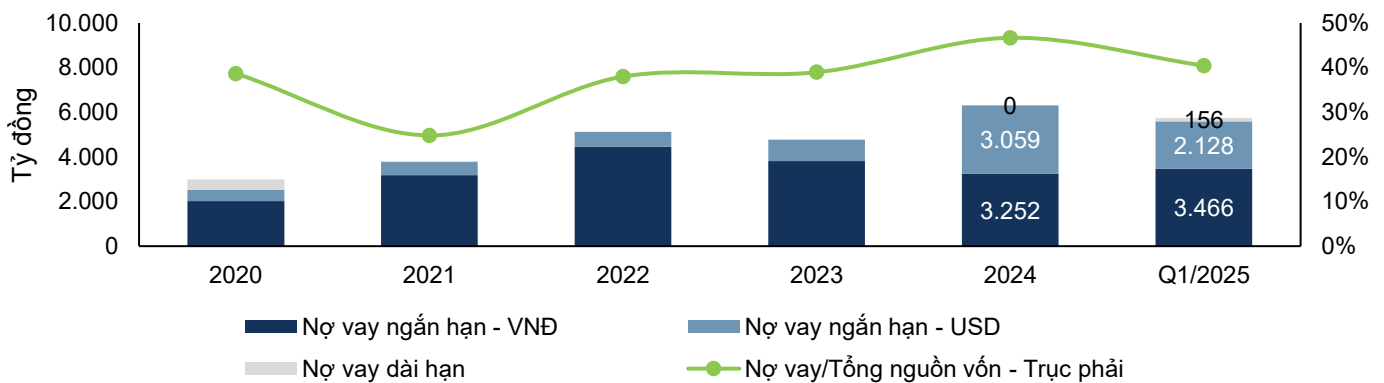
Tới Q2/2025, giá bán tôn mạ nội địa bình quân của NKG đạt 24,6 nghìn đồng/kg (+0,7% YoY) và đang trong xu hướng tăng trở lại nhờ nhu cầu xây dựng nội địa hồi phục và Việt Nam gia hạn thuế chống bán phá giá tôn màu kể từ tháng 10/2024. Dự kiến trong năm 2025, giá bán tôn mạ của NKG sẽ tiếp tục xu hướng trên do Việt Nam đã áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với tôn mạ kẽm và hợp kim nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc với thuế suất 15,67% - 37,13% kể từ ngày 02/04/2025, từ đó giúp cải thiện doanh thu nội địa của doanh nghiệp.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Giảm vay ngắn hạn do hạn chế nhập khẩu HRC và tăng vay dài hạn để tài trợ cho nhà máy mới

Giảm vay nợ ngoại tệ trong Q1/2025 do đã giảm nhập khẩu HRC. Kết thúc Q1/2025, giá trị nợ vay ngắn hạn của NKG đạt 5.594 tỷ đồng, tương đương mức giảm 11,4% so với cuối năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu do NKG đã giảm mạnh vay ngoại tệ (USD) khi nhập khẩu HRC gặp khó do các chính sách bảo hộ thương mại. Theo đó, giá trị vay ngắn hạn bằng USD của NKG trong Q1/2025 đã giảm mạnh 30,4% so với cuối năm 2024, đạt 2.128 tỷ đồng.

Biểu đồ 35: NKG đã tăng mạnh vay nợ ngoại tệ để nhập khẩu HRC trong năm 2024

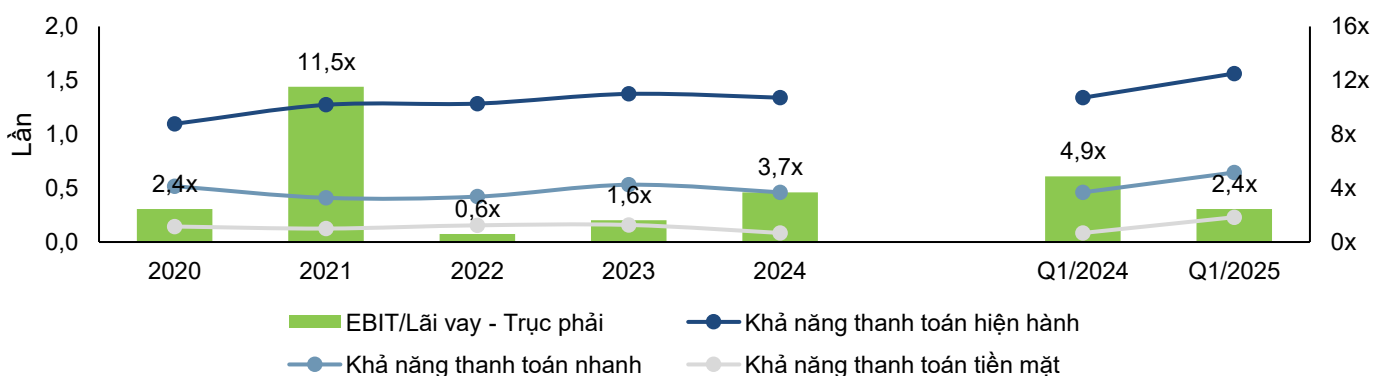


Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

Vay nợ dài hạn để tài trợ cho dự án nhà máy Nam Kim Phú Mỹ. NKG đã thực hiện vay thêm 156 tỷ đồng trong Q1/2025 nhằm tài trợ cho việc thực hiện dự án Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ (GĐ1). Do doanh nghiệp thực hiện vay vào thời điểm đầu năm và chưa có thuyết minh về khoản vay trên, chúng tôi **giả định** nợ vay dài hạn năm 2025 sẽ đạt **1.060 tỷ đồng**, tương đương với phần vốn còn lại dựa trên tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 mới nhất của dự án và phần vốn góp tăng thêm NKG đã thu được từ việc phát hành thêm trong Q1/2025. Chi tiết về ảnh hưởng của khoản vay này sẽ được chúng tôi trình bày trong phần Triển vọng và dự phóng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Việc tăng vay nợ trong năm 2024 đã gây áp lực lên khả năng trả lãi của NKG khi chỉ số EBIT/Lãi vay sụt giảm mạnh từ 4,9x trong Q1/2024 xuống còn 2,4x trong Q1/2025. Mặc dù vậy, các chỉ số về khả năng thanh toán đã cải thiện so với cùng kỳ do NKG đã giảm vay ngoại tệ khi Việt Nam áp thuế chống bán phá giá tạm thời lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vào cuối tháng 02/2025.

Biểu đồ 36: Khả năng thanh toán EBIT/Lãi vay của NKG Q1/2025 sụt giảm mạnh so với cùng kỳ

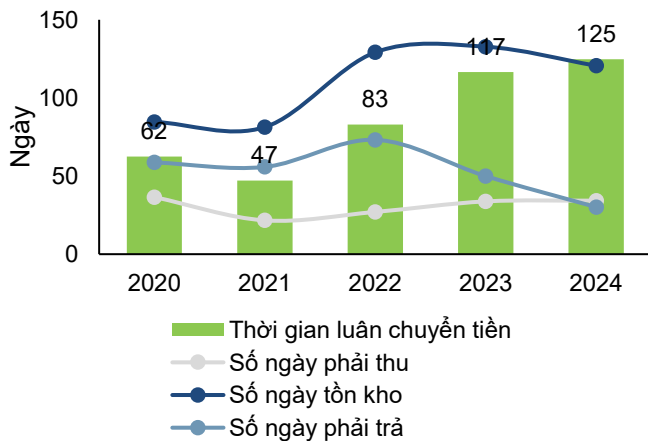


Nguồn: NKG, FPTS tổng hợp

2. Hiệu quả hoạt động giảm trong 05 năm gần đây do áp lực tiêu thụ và chuyển đổi nhập khẩu HRC

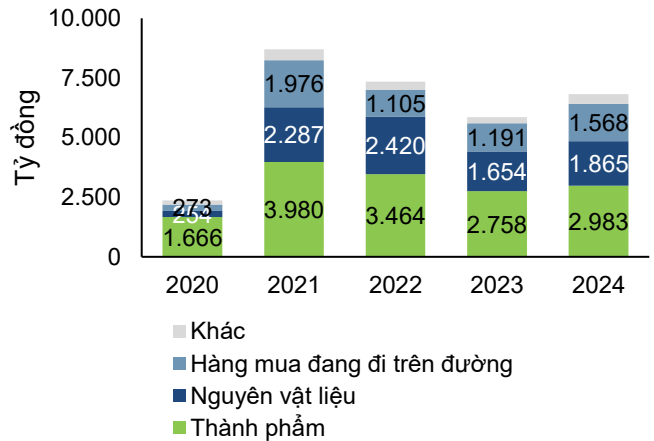
Thời gian luân chuyển tiền mặt của NKG có xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2021 – 2024. Nguyên nhân chủ yếu do tình hình tiêu thụ sau năm 2021 gặp nhiều khó khăn đã khiến số ngày tồn kho của NKG tăng mạnh từ 85 ngày vào năm 2021 lên 117 ngày vào năm 2023. Năm 2024, số ngày tồn kho tiếp tục tăng lên 125 ngày nhờ nhu cầu tôn mạ phục hồi đã khiến NKG tăng nhập HRC đầu vào và sản xuất trở lại với giá trị tồn kho của nguyên vật liệu và thành phẩm năm này lần lượt đạt 1.865 tỷ đồng (+12,8% YoY) và 2.983 tỷ đồng (+8,1% YoY)

Biểu đồ 37: Thời gian luân chuyển tiền mặt của NKG tăng dần trong giai đoạn 2021 – 2024



Nguồn: NKG, FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 38: Giá trị thành phẩm và nguyên liệu tồn kho của NKG tăng đáng kể trong năm 2024



Nguồn: NKG, FPTTS tổng hợp

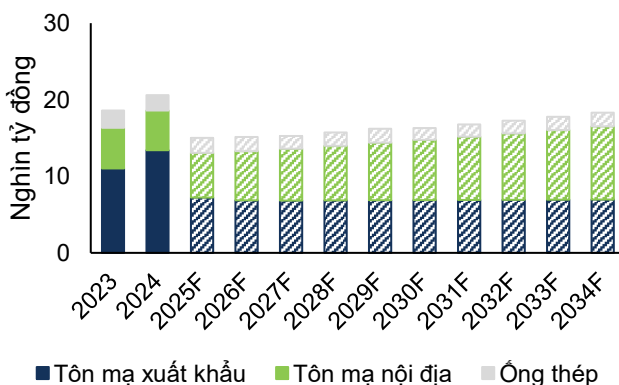
Giá trị các khoản phải trả của NKG đã sụt giảm mạnh trong giai đoạn 2022 – 2024 do NKG điều chỉnh giảm mua HRC trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ ảm đạm của năm 2022 và 2023. Riêng năm 2024, phải trả người bán ngắn hạn của NKG đạt 856 tỷ đồng (-47,5% YoY), mức thấp nhất trong vòng 5 năm trở lại đây do doanh nghiệp đã chủ động thanh toán sớm các khoản công nợ mua HRC nhập khẩu bằng USD nhằm giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Theo đó, số ngày phải trả của NKG đã giảm mạnh từ 73 ngày trong năm 2022 xuống còn 30 ngày trong năm 2024.

V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất của NKG đạt 15.016 tỷ đồng (-27,1% YoY & 65,3% KH2025) và lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 184 tỷ đồng (-67,1% YoY & 41,8% KH2025).

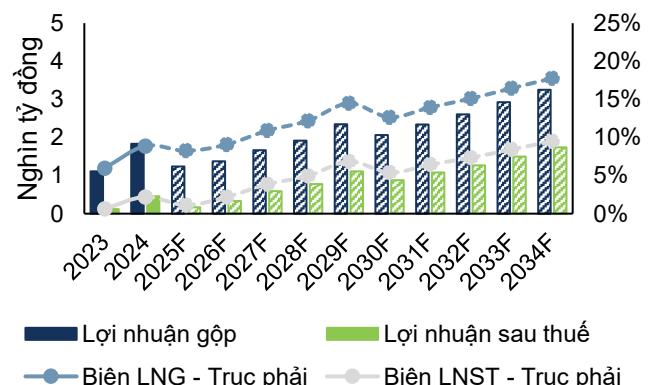
Giai đoạn 2025F – 2034F, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng CAGR của doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt lần lượt 2,2%/năm và 29,7%/năm.

Biểu đồ 39: Doanh thu thuần hợp nhất của NKG dự phóng cho giai đoạn 2025F – 2034F



Nguồn: NKG, FPTTS dự phóng

Biểu đồ 40: Lợi nhuận trước thuế hợp nhất của NKG dự phóng cho giai đoạn 2025F – 2034F



Nguồn: NKG, FPTTS dự phóng

Các giả định và dự phóng chi tiết được chúng tôi tổng hợp trong bảng sau:

Bảng 5: Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh của NKG trong ngắn và dài hạn

Chỉ tiêu	2025F (tỷ đồng)	%YoY	CAGR 2025F – 2034F	Cơ sở giả định
Doanh thu thuần	15.016	-27,1%	+2,2%/năm	
Tôn mạ xuất khẩu	7.229	-46,1%	-0,4%/năm	Năm 2025: Sụt giảm mạnh do các chính sách bảo hộ thương mại tại EU và Mỹ. Sau 2025: Kỳ vọng giảm với giả định các chính sách trên tiếp diễn.
Tôn mạ nội địa	5.830	+12,5%	+5,6%/năm	Năm 2025: Cải thiện nhờ nhu cầu xây dựng trong nước phục hồi từ cắt giảm thủ tục hành chính cấp phép dự án. Sau 2025: Kỳ vọng dần trở thành kênh tiêu thụ chính khi xuất khẩu duy trì ảm đạm. Tốc độ tăng trưởng thấp do thị trường trong nước dư cung.
Ống thép	1.957	-3,0%	-1,0%/năm	Năm 2025: Cắt giảm sản lượng do chuyển sang tập trung tiêu thụ tôn mạ nội địa. Sau 2025: Kỳ vọng xu hướng trên tiếp tục trong giai đoạn dự phóng.
Lợi nhuận gộp	1.238	-32,4%	+11,3%/năm	Năm 2025: Sụt giảm mạnh do xuất khẩu khó khăn và phải chuyển sang sử dụng phần lớn HRC nội địa. Sau 2025: Kỳ vọng phục hồi khi tiêu thụ dần cải thiện trở lại và giá HRC tiếp tục điều chỉnh giảm.
Chi phí tài chính	513	+2,2%	-1,9%/năm	Năm 2025: Dự kiến đi ngang với giả định doanh nghiệp cắt giảm được chi phí tài chính ngoài lãi vay.
- Trong đó: Chi phí lãi vay	363	+74,8%	-3,1%/năm	Năm 2025: Dự kiến tăng mạnh do (1) Tăng vay ngoại tệ để nhập khẩu HRC trong năm 2024 (2) tăng vay dài hạn trong Q1/2025 để tài trợ cho nhà máy Nam Kim Phú Mỹ.
LNTT	209	-62,6%	+29,7%/năm	

Nguồn: NKG, FPTS dự phóng

1. Kênh nội địa là động lực thúc đẩy tiêu thụ trong bối cảnh xuất khẩu gặp nhiều khó khăn

1.1. Nhu cầu nội địa kỳ vọng khả quan nhờ xây dựng trong nước dự báo tăng trưởng tích cực [\(quay lại\)](#)

Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu tôn mạ nội địa của NKG đạt 5.830 tỷ đồng (+12,5% YoY) với sản lượng và giá bán đạt lần lượt 296 nghìn tấn (+9,2% YoY) và 19.674 nghìn đồng/kg (+3,0% YoY). Mức tăng trưởng thấp hơn đáng kể so với Q1/2025 do chúng tôi giả định thận trọng trong bối cảnh thị trường nội địa dư cung.

Theo FitchSolutions (BMI), giá trị toàn ngành xây dựng năm 2025 dự phóng tăng trưởng ở mức 6,7% (-1,2 đpt). Trong đó, đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng trên tới từ hoạt động xây dựng nhà ở và không để ở (hai phân khúc tiêu thụ tôn mạ nội địa lớn nhất).

Bảng 6: BMI dự phóng tăng trưởng thực ngành và các phân khúc xây dựng giai đoạn 2024 – 2034F

Đơn vị (%)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Toàn ngành	7,9	6,7	7,2	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Nhà ở	3,4	4,0	7,5	7,2	7,3	7,4	7,4	7,5	7,6	7,6	7,7
Nhà không để ở	10,5	11,0	7,9	7,1	6,8	6,7	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2
Cơ sở hạ tầng	6,7	6,0	6,1	6,2	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5	6,3	6,2

Nguồn: BMI, FPTs tổng hợp

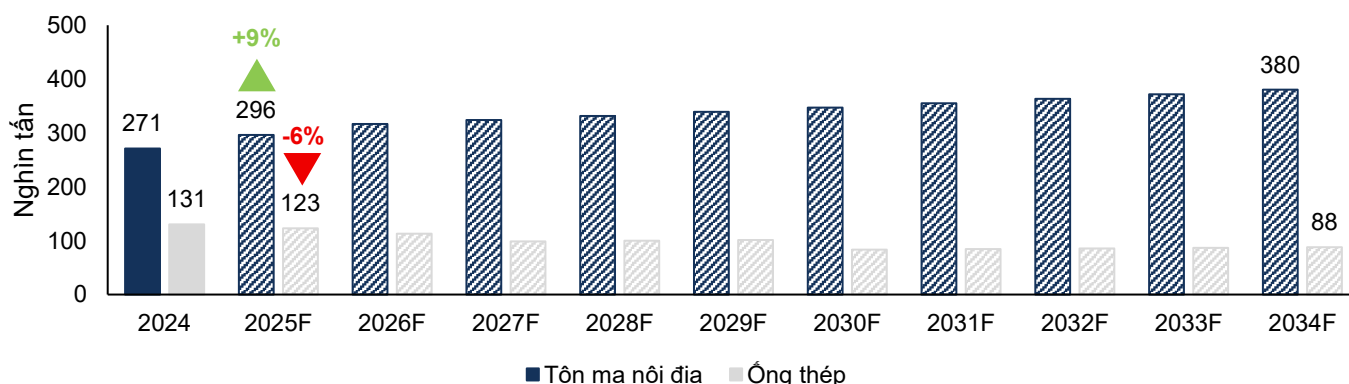
Đối với xây dựng nhà ở, tốc độ tăng trưởng dự phóng trong năm 2025 đạt 4,0% (+0,6 đpt YoY). Kỳ vọng Luật Đất đai (sửa đổi) sẽ dần thâm thấu và tác động tích cực tới thị trường bất động sản năm 2025. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đã đưa ra chủ trương cắt giảm thủ tục cũng như thúc đẩy hoàn thành tinh gọn bộ máy hành chính trong năm 2025 dự kiến cũng sẽ giúp khơi thông ách tắc trong khâu quản lý và cấp phép xây dựng. Các kỳ vọng trên đã được phản ánh trong Q1/2025 khi số lượng và quy mô các dự án được cấp phép đều tăng mạnh với giá trị ghi nhận lần lượt đạt 26 dự án (+36,8% YoY) và 15.780 căn (+61,4% YoY).

Đối với xây dựng nhà không để ở, tốc độ tăng trưởng dự phóng trong năm 2025 đạt 11,0% (+0,5 đpt YoY) với động lực đến từ pháp lý đất đai được khơi thông và vốn FDI. BMI kỳ vọng tăng trưởng vốn FDI về Việt Nam sẽ được thúc đẩy bởi xu hướng chuyển dịch đầu tư ra khỏi Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. Điều này đã được thể hiện trong 1H2025 khi giá trị vốn FDI thực hiện đạt 11,72 tỷ USD (+8,1% YoY).

Bên cạnh đó, tiêu thụ tôn mạ nội địa năm 2025 còn được hỗ trợ về mặt chính sách khi Bộ Công Thương đã áp thuế CBPG tạm thời đối với tôn mạ kẽm nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc kể từ 02/04/2025 vừa qua với mức thuế suất lần lượt là 37,13% và 15,67%.

Chúng tôi dự phóng sản lượng tôn mạ nội địa toàn ngành năm 2025 sẽ đạt 2,6 triệu tấn (+7,3% YoY) với kỳ vọng tình hình xây dựng trong nước phục hồi trở lại và giảm áp lực cạnh tranh từ tôn mạ nhập khẩu, từ đó kỳ vọng giúp thúc đẩy sản lượng tiêu thụ của NKG.

Trái lại, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ ống thép năm 2025 sẽ giảm về 123 nghìn tấn (-5,8% YoY) với giả định doanh nghiệp sẽ tiếp tục xu hướng tập trung tiêu thụ tôn mạ cho thị trường trong nước và giảm sản xuất ống thép trong Q1/2025 tới hết năm.

Biểu đồ 41: Kỳ vọng kênh nội địa sẽ dần trở thành kênh tiêu thụ chính của NKG trong giai đoạn 2025F – 2034F


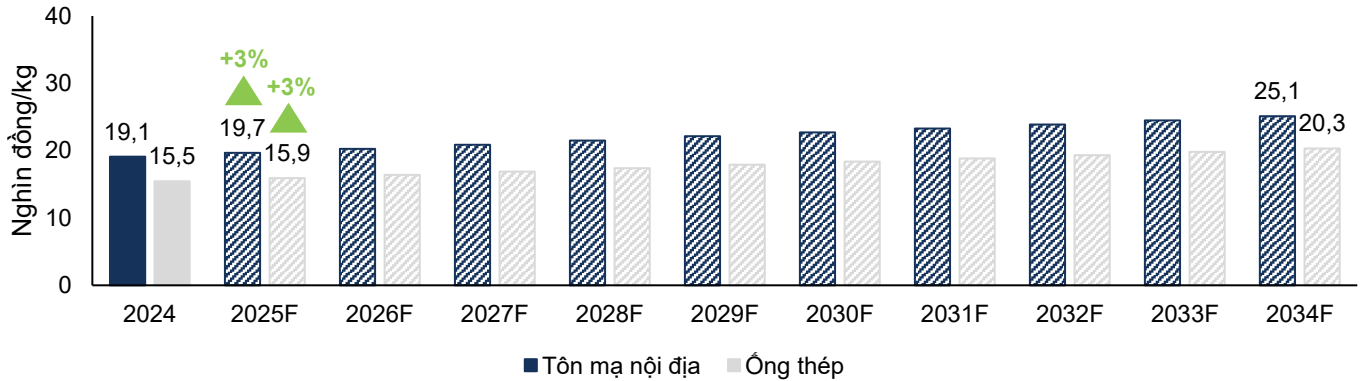
Nguồn: NKG, FPTs dự phóng

Giai đoạn 2025F – 2034F, dự phóng tiêu thụ nội địa của NKG sẽ tăng trưởng chậm với tốc độ CAGR của tôn mạ nội địa đạt 2,8%/năm. Dự kiến kết quả kinh doanh của NKG sẽ tăng trưởng chậm khi chuyển hướng sang tiêu thụ nội địa do tình trạng dư cung tiếp diễn với dự án nhà máy mới của GDA và mở rộng công suất của HSG.

Tiêu thụ ống thép dự kiến sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm với tốc độ CAGR đạt -3,7%/năm với giả định NKG sẽ tiếp tục ưu tiên tiêu thụ tôn mạ cho thị trường trong nước trong giai đoạn dự phóng.

Về giá bán tôn mạ và ống thép nội địa, chúng tôi dự phóng cả hai sẽ tăng trưởng ổn định với tốc độ CAGR giai đoạn 2025F – 2034F đạt 3,0%/năm với động lực chính tới từ nhu cầu xây dựng trong nước. Theo BMI, tốc độ CAGR của giá trị thực toàn ngành xây dựng Việt Nam dự kiến đạt 10,7%/năm trong giai đoạn dự phóng nhờ (1) xây dựng nhà ở được thúc đẩy bởi tốc độ đô thị hóa nhanh và cắt giảm thủ tục cấp phép (2) xây dựng nhà không để ở được hưởng lợi từ vốn FDI và xu hướng đẩy mạnh phát triển hạ tầng. Ngoài ra, giá tôn mạ Việt Nam cũng được hỗ trợ khi Việt Nam đã áp thuế CBPG lên cả tôn mạ kẽm và mạ màu nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc.

Biểu đồ 42: Kỳ vọng giá bán bình quân tôn mạ và ống thép nội địa của NKG tăng trưởng ổn định ở mức 3,0%/năm



Nguồn: NKG, FPTTS Research

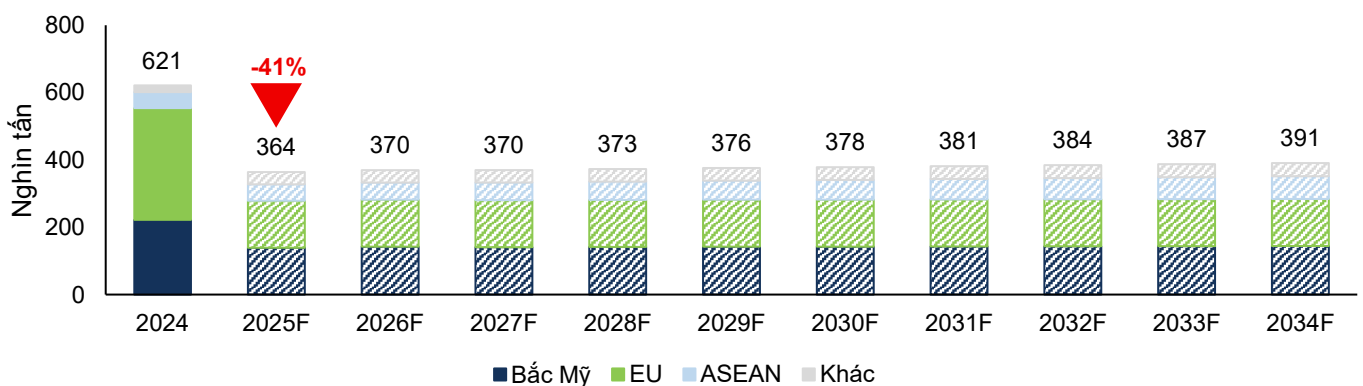
1.2. Kênh xuất khẩu ảm đạm do EU hạn chế nhập khẩu và Mỹ duy trì thuế quan ở mức cao [\(quay lại\)](#)

Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu kênh xuất khẩu của NKG đạt 7.229 tỷ đồng (-46,1% YoY) với sản lượng và giá bán đạt lần lượt 364 nghìn tấn (-41,4% YoY) và 19.867 nghìn đồng/kg (-8,0% YoY) do nhu cầu sụt giảm tại các thị trường chính. Cụ thể như sau:

Thị trường EU: Sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG sang EU dự phóng cho năm 2025 đạt 140 nghìn tấn (-57,9% YoY). Theo kế hoạch của Ủy ban Châu Âu (EC), EU sẽ giảm hạn ngạch nhập khẩu thép cùng với dừng áp dụng cơ chế chuyển tiếp tới Q2/2026. Điều này dự kiến sẽ tác động tiêu cực tới nhu cầu xuất khẩu của toàn ngành tôn mạ nói chung và NKG nói riêng trong năm 2025. Theo đó, sản lượng Việt Nam xuất khẩu sang EU năm 2025 dự kiến đạt 558 nghìn tấn (-54,3% YoY), từ đó kéo theo sản lượng xuất khẩu của NKG sang EU sụt giảm.

Thị trường Bắc Mỹ: Sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG sang Bắc Mỹ năm 2025 dự phóng sụt giảm về 139 nghìn tấn (-37,5% YoY). Chúng tôi dự phóng NKG sẽ không xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong giai đoạn 2025F – 2034F với giả định các mức thuế quan hiện nay của Mỹ đối với tôn mạ Việt Nam sẽ được duy trì tới hết giai đoạn dự phóng. Phần sản lượng dự phóng còn lại sẽ chủ yếu đến từ thị trường Mexico và Canada, vốn có nhu cầu nhập khẩu tôn mạ thấp do các quốc gia này cũng xuất khẩu sắt thép sang Mỹ và đang là đối thủ cạnh tranh của Việt Nam.

Biểu đồ 43: Sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG dự phóng sụt giảm do các chính sách bảo hộ thương mại



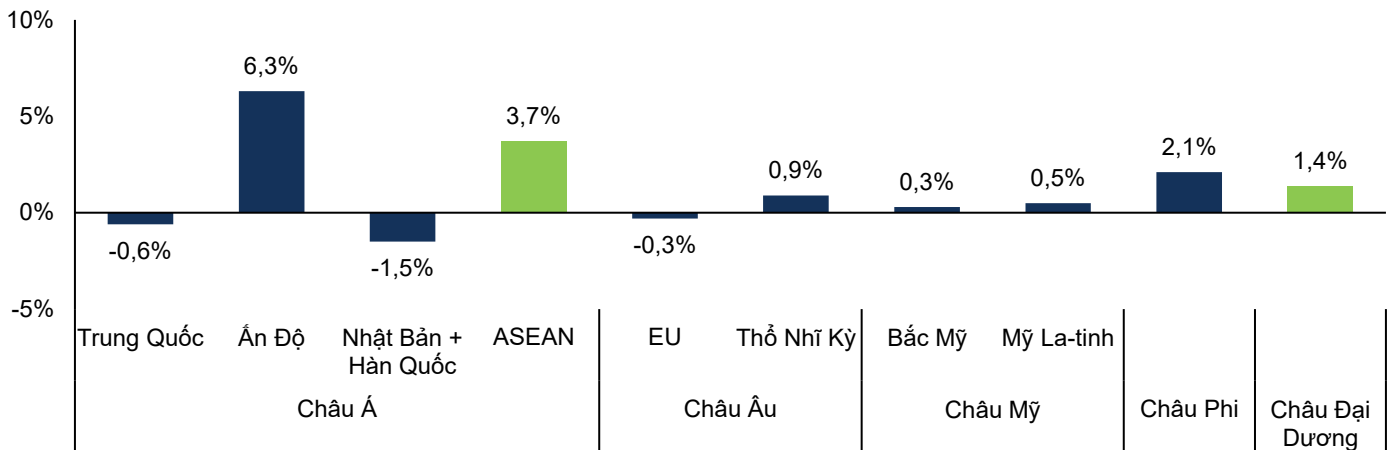
Nguồn: NKG, FPTTS dự phóng

Giai đoạn 2025F – 2034F, dự kiến sản lượng tôn mạ xuất khẩu của NKG đi ngang với tốc độ CAGR đạt 0,8%/năm. Do tính bất định về thời hạn của các chính sách thuế quan từ Mỹ và việc thắt chặt hạn ngạch nhập khẩu của EU dựa trên cơ sở bảo vệ ngành thép Châu Âu khỏi nguồn thép giá rẻ chuyển dịch từ Mỹ, chúng tôi **giả định** các chính sách bảo hộ thương mại trên sẽ kéo dài tới hết giai đoạn dự phóng 2025F – 2034F.

Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu tôn mạ tại hai thị trường còn lại của NKG là ASEAN và Châu Đại Dương sẽ giúp bù đắp một phần các mức giảm tại các thị trường chính. Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD - Organization for Economic Cooperation and Development) dự phóng tốc độ CAGR nhu cầu thép của hai thị trường trên thuộc nhóm cao nhất thế giới với giá trị lần lượt đạt 3,7%/năm và 1,4%/năm trong giai đoạn 2025F – 2034F.

Biểu đồ 44: Khu vực ASEAN và Châu Đại Dương sẽ là nhóm động lực tăng trưởng tiêu thụ thép thế giới

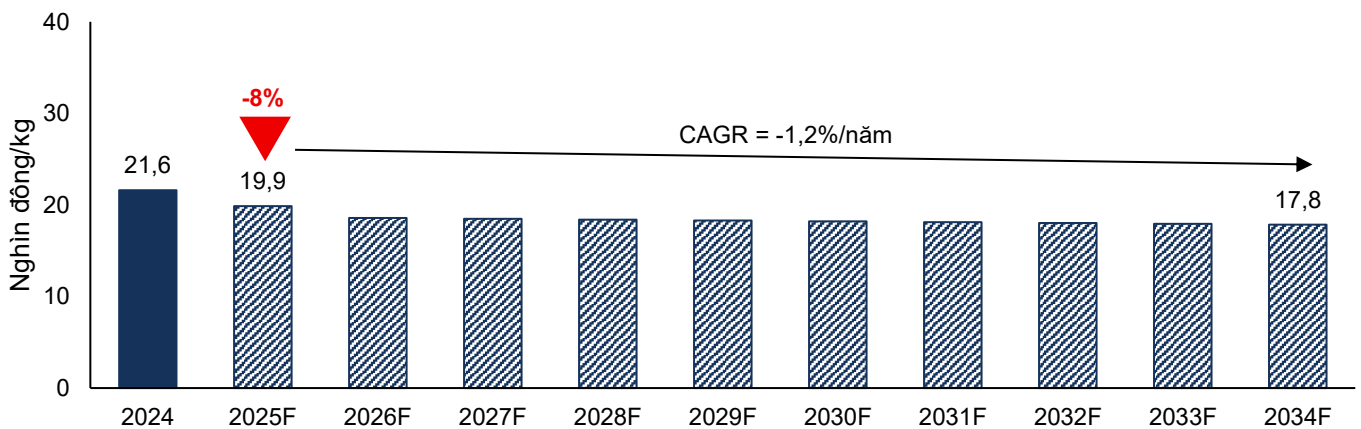
Tăng trưởng CAGR nhu cầu thép giai đoạn 2025F – 2034F theo các khu vực trên thế giới



Nguồn: OECD dự phóng, FPTs tổng hợp

Về giá bán tôn mạ xuất khẩu, chúng tôi dự phóng giá bán sẽ giảm dần trong giai đoạn dự phóng với tốc độ CAGR dự phóng đạt -1,2%/năm do các chính sách bảo hộ thương mại. Việc Việt Nam bị áp thuế CBPG tại Mỹ và siết chặt hạn ngạch xuất khẩu tại EU sẽ khiến các doanh nghiệp tôn mạ chịu áp lực tiêu cực kép từ cả các quốc gia khác và các đơn vị sản xuất nội địa, từ đó dẫn tới tình trạng buộc phải giảm giá bán để cạnh tranh.

Biểu đồ 45: Giá bán tôn mạ xuất khẩu dự kiến giảm -1,2%/năm trong giai đoạn 2025F – 2034F



Nguồn: NKG, FPTs dự phóng

2. Biên lợi nhuận gộp năm 2025 dự phóng sụt giảm về 8,2% (-0,7 đpt YoY) do phải chuyển đổi sang sử dụng HRC nội địa ([quay lại](#))

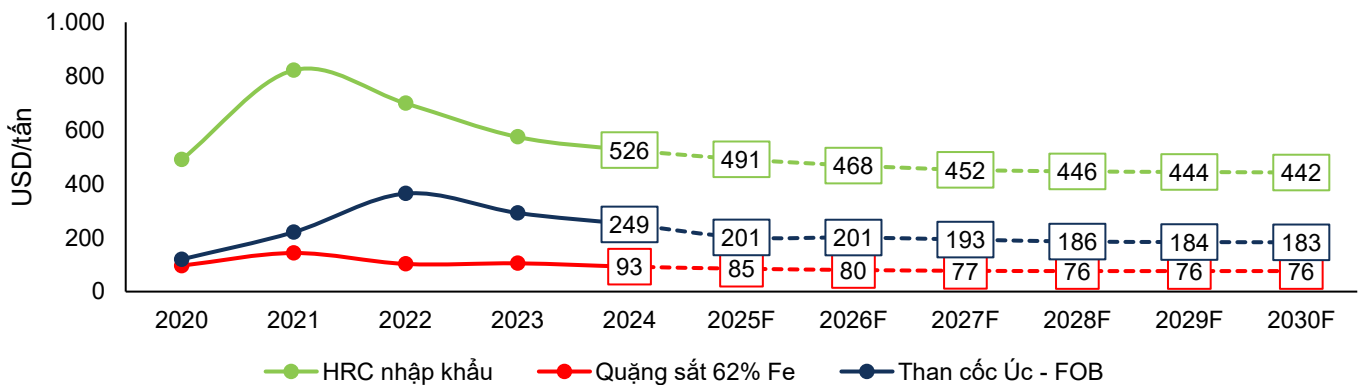
Năm 2025, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2025 sẽ sụt giảm về 8,2% (-0,7 đpt YoY) do phải chuyển đổi sang sử dụng HRC nội địa có giá bán cao hơn và kênh xuất khẩu (vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn) gặp nhiều khó khăn.

Giá HRC nhập khẩu năm 2025 (chưa tính thuế) dự kiến sẽ giảm về 491 USD/tấn (-8,8% YoY) và tiếp tục giảm với tốc độ CAGR đạt -2,8%/năm trong giai đoạn 2025F – 2030F theo xu hướng giá các nguyên liệu sản xuất thép thô chính là quặng sắt và than cốc.

Đối với quặng sắt, Theo Bộ Công nghiệp, Khoa Học và Tài Nguyên Úc (*DISR – Department of Industry, Science and Resources*) dự báo, giá quặng sắt sẽ điều chỉnh giảm về 85 USD/tấn (-8,6% YoY) trong năm 2025 và sẽ duy trì xu hướng này tới năm 2030 với tốc độ CAGR đạt -3,2%/năm. Nhu cầu quặng sắt từ Trung Quốc (chiếm 50% tiêu thụ thép toàn cầu) dự kiến sẽ tiếp tục đi lùi trong giai đoạn 2025F – 2030F khi thị trường bất động sản nước này vẫn đang chìm trong khủng hoảng và chính phủ đã công bố kế hoạch tái cấu trúc ngành thép với mục tiêu cắt giảm sản xuất 55 triệu tấn thép thô/năm (5,5% sản lượng năm 2024) tới năm 2030 nhằm giảm phát thải khi CO₂.

Đối với than cốc, DISR dự báo giá than cốc luyện thép sẽ giảm về 201 USD/tấn (-19,3% YoY) trong năm 2025. Nguyên nhân chủ yếu do Trung Quốc, quốc gia nhập khẩu nhiều than cốc nhất của Úc, lại thực hiện cắt giảm sản xuất thép khiến giá than dự kiến đi lùi trong năm 2025. Bên cạnh đó, xu hướng gia tăng chuyển đổi công nghệ sản xuất thép chính từ lò thổi oxy (BOF) sang lò điện phân (EAF) nhằm giảm phát thải CO₂ tại thị trường EU dự kiến cũng sẽ làm giảm nhu cầu và giá than cốc trong giai đoạn 2025F – 2030F với tốc độ CAGR dự phóng đạt -1,9%/năm.

Biểu đồ 46: Giá HRC nhập khẩu dự kiến sẽ sụt giảm theo xu hướng của giá quặng sắt và than cốc

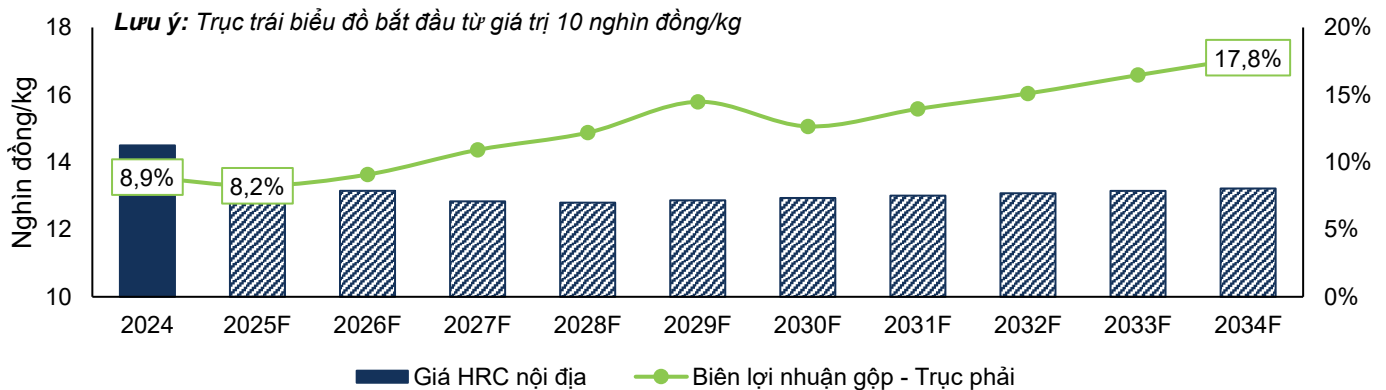


Nguồn: DISR, FPTS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi dự phóng giá bán HRC nội địa năm 2025 sẽ giảm về 13.226 nghìn đồng/kg (-5,8% YoY). Chúng tôi đánh giá giá HRC nội địa cũng sẽ chung xu hướng trên nhưng mức giảm giá sẽ nhẹ hơn so với giá HRC nhập khẩu do (1) giá HRC trong nước vẫn chịu ảnh hưởng từ nhu cầu thép tại Trung Quốc (2) Việt Nam đã áp thuế CBPG tạm thời đối với các sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc từ tháng 02/2025.

Giai đoạn 2025F – 2034F, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp của NKG sẽ dần cải thiện trở lại với tốc độ CAGR đạt +11,5%/năm từ mức nền thấp của năm 2025 khi tiêu thụ hồi phục, giá HRC nội địa dự phóng duy trì ở mức thấp do nhu cầu thép tại Trung Quốc duy trì ảm đạm và có mức giảm mạnh hơn so với giá bán đầu ra.

Biểu đồ 47: Biên lợi nhuận gộp của NKG kỳ vọng cải thiện nhờ giá HRC nội địa tiếp tục xu hướng giảm



Nguồn: VSA, FPTS dự phóng

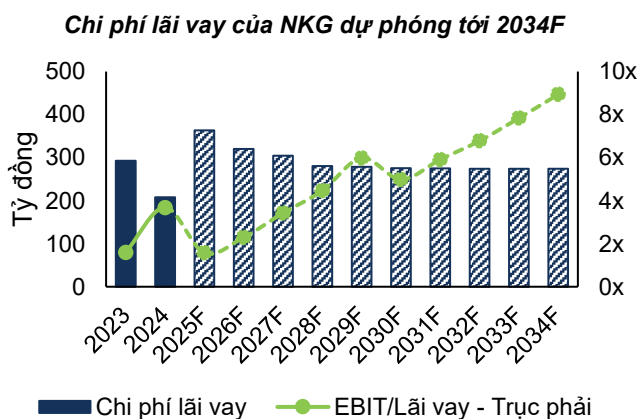
3. Tăng vay dài hạn trong năm 2025 để tài trợ cho dự án nhà máy Nam Kim Phú Mỹ [\(quay lại\)](#)

Như đã phân tích ở trên, Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ giai đoạn 1 đi vào hoạt động sẽ giúp nâng tổng công suất của NKG lên 1,8 triệu tấn tôn mạ/năm, tương đương mức tăng trưởng 80% so với hiện tại. **Chúng tôi đánh giá dự án này sẽ chưa đóng góp nhiều vào doanh thu và lợi nhuận của NKG trong giai đoạn dự phóng do (1)** công suất tôn mạ tối đa NKG cho vận hành các nhà máy cũ chỉ đạt 93,3% vào năm 2021 với động lực chủ yếu tới từ kênh xuất khẩu **(2)** áp lực cạnh tranh tại thị trường nội địa dự kiến tiếp tục gia tăng trong khi hoạt động xuất khẩu duy trì kém khả quan.

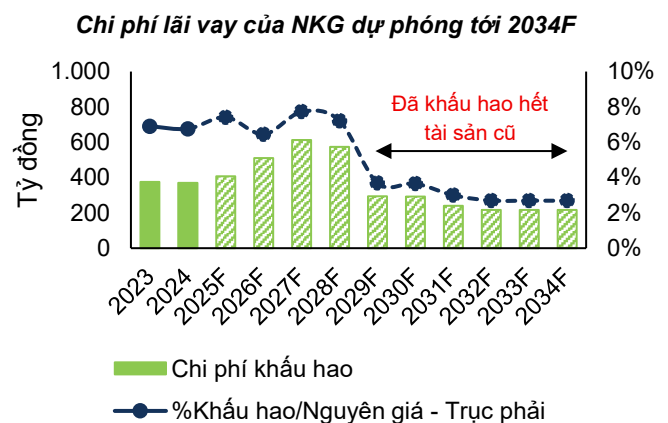
Chúng tôi cũng nhận định NKG sẽ vay dài hạn nốt phần vốn còn thiếu từ việc phát hành thêm trong năm 2025 ước tính đạt 1.060 tỷ đồng (Tổng vốn đầu tư GĐ1, bao gồm VAT đạt 2.640 tỷ đồng, trong đó vốn đã thu về từ phát hành thêm đạt 1.579 tỷ đồng) để thực hiện dự án do doanh nghiệp đã tăng vay dài hạn trong Q1/2025. Do doanh nghiệp chưa chia sẻ về thời hạn và lãi suất của các khoản vay, chúng tôi **giả định** NKG bắt đầu thanh toán kể từ năm 2027 khi nhà máy đi vào hoạt động và sẽ hoàn thành trong năm cuối cùng của giai đoạn dự phóng là năm 2034 với lãi suất cho vay là 9,5%/năm (tham khảo lãi suất hiện tại của BIDV). Theo đó, dự kiến chi phí lãi vay và khấu hao của NKG sẽ tăng dần kể từ năm 2026 trở đi khi dự án hoàn thành và đi vào hoạt động.

Trong năm 2025, chi phí lãi vay của NKG dự phóng tăng mạnh đạt 363 tỷ đồng (+74,8% YoY) do NKG đã tăng mạnh vay ngắn hạn trong năm 2024, đặc biệt là vay USD để tài trợ cho vốn lưu động. Khả năng thanh toán EBIT/Lãi vay năm 2025 dự kiến giảm về 1,9x từ 3,7x trong năm 2024 do hoạt động xuất khẩu kém khả quan. Chi phí khấu hao dự kiến tăng nhẹ, đạt 407 tỷ đồng (+10,0% YoY) với tỷ lệ khấu hao/nguyên giá đạt 7,4% (+0,6 đpt YoY).

Biểu đồ 48: Chi phí lãi vay và khấu hao của NKG dự kiến tăng dần kể từ năm 2026



Nguồn: NKG, FPTTS dự phóng



Nguồn: NKG, FPTTS dự phóng

VI. YẾU TỐ THEO DÕI [\(quay lại\)](#)

1. Thời hạn các cuộc điều tra thương mại tôn mạ tại các thị trường xuất khẩu chính

Kênh xuất khẩu chiếm bình quân 56,4% trong cơ cấu tiêu thụ của NKG giai đoạn 2019 – 2024. Việc các thị trường xuất khẩu chính như EU và Mỹ gia tăng bảo hộ thương mại tại đã khiến sản lượng tiêu thụ của NKG sụt giảm mạnh trong Q1/2025. Các dự phóng trong báo cáo này dựa trên giả định các chính sách trên sẽ duy trì cho tới hết giai đoạn 2025F – 2034F. Nếu EU và Mỹ nới lỏng các biện pháp phòng vệ sớm hơn dự kiến có thể sẽ giúp cải thiện kết quả kinh doanh và giá mục tiêu của NKG.

2. Tiến độ xây dựng và hoạt động của Nhà máy Thép Tấm lợp Nam Kim Phú Mỹ

Các dự phóng trong báo cáo này đang dựa trên giả định nhà máy Nam Kim Phú Mỹ sẽ là áp lực khi chưa đóng góp nhiều vào doanh thu và chỉ làm tăng chi phí lãi vay cùng khấu hao, từ đó làm giảm giá mục tiêu. Ngoài ra, trong bản cáo bạch của NKG, giai đoạn 2 của Nhà máy có tổng vốn đầu tư (bao gồm VAT) cao hơn 41,5% so với giai đoạn 1, đạt 2.894 tỷ đồng. Do đó, NKG có thể đang lên kế hoạch xây dựng giai đoạn 2 có công suất lớn hơn giai đoạn 1, từ đó có thể tác động lớn hơn vào kết quả kinh doanh của NKG. Tuy nhiên, do doanh nghiệp chưa chia sẻ, chúng tôi sẽ chỉ thêm giai đoạn 1 của dự án vào trong dự phóng và sẽ cập nhật khi có thêm thông tin.

3. Biến động giá nguyên liệu thép HRC của HPG

Thép HRC chiếm tới 81,3% trong cơ cấu chi phí sản xuất của NKG năm 2024. Dự kiến HPG sẽ dần trở thành nhà cung cấp HRC chính của NKG do Formosa tập trung tiêu thụ qua kênh xuất khẩu và thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc bị áp thuế CBPG. Khả năng HPG điều chỉnh tăng giá HRC là rất cao khi dần trở thành đơn vị cung cấp lớn nhất cả nước và nhu cầu từ thị trường nội địa là rất lớn. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của NKG có thể bị thu hẹp trong bối cảnh giá bán tôn mạ nội địa chịu áp lực cạnh tranh gay gắt và giá HRC đầu vào điều chỉnh tăng.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ [\(quay lại\)](#)

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu NKG bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE) với trọng số 50:50. Giá cổ phiếu NKG bình quân theo hai phương pháp trên được xác định là **13.600 đồng/cp**, thấp hơn **3,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 15/07/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu này trong thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFF)	13.804	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFE)	13.403	50%
Kết quả định giá (làm tròn)		13.600	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng VCSH	18,38%	Phần bù rủi ro thị trường	9,87%
WACC 2025	12,78%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	3,17%	Thời gian dự phóng	10 năm
Beta không đòn bẩy	0,98		

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	11.850.986
(+) Tiền, tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu đồng)	638.914
(-) Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn (triệu đồng)	6.311.656
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	6.178.244
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	447,6
Giá mục tiêu (VND/cp)	13.804

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại dòng tiền vốn chủ sở hữu	5.998.876
Giá mục tiêu (VND/cp)	13.403

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hoạt động kinh doanh	2023A	2024A	2025F
Doanh thu thuần	18.596	20.609	15.016
- Giá vốn hàng bán	(17.484)	(18.777)	(13.778)
Lợi nhuận gộp	1.112	1.832	1.238
- Chi phí bán hàng	(609)	(1.018)	(741)
- Chi phí quản lí DN	(130)	(120)	(88)
Lợi nhuận thuần HĐKD	373	694	409
- (Lỗ)/lãi HĐTC	97	71	163
- Lợi nhuận khác	0	1	1
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	470	766	572
- Chi phí lãi vay	(293)	(208)	(363)
Lợi nhuận trước thuế	177	558	209
- Thuế TNDN	(60)	(105)	(42)
LNST	117	453	167
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	117	453	167
EPS (đ)	446	1.434	373
EBITDA	641	1.139	979
Khấu hao	171	373	407
Tăng trưởng doanh thu	-19,4%	10,8%	-27,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	299,8%	86,1%	-41,1%
Tăng trưởng EBIT	202,1%	63,0%	-25,3%
Chỉ số khả năng sinh lời	2023A	2024A	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,0%	8,9%	8,2%
Tỷ suất LNST	0,6%	2,2%	1,1%
ROE DuPont	2,2%	8,0%	2,5%
ROA DuPont	0,9%	3,5%	1,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2,5%	3,7%	3,8%
LNST/LNTT	37,7%	72,9%	36,5%
LNTT / EBIT	66,2%	81,2%	80,0%
Vòng quay tổng tài sản	1,45x	1,6x	1,09x
Đòn bẩy tài chính	2,39x	2,28x	2,04x
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023A	2024A	2025F
Số ngày phải thu	33,79	34,27	40,82
Số ngày tồn kho	132,77	120,61	153,64
Số ngày phải trả	49,97	30,14	27,49
Thời gian luân chuyển tiền	116,58	124,73	166,97
COGS / Hàng tồn kho	2,50	3,28	2,06
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024A	2025F
CS thanh toán hiện hành	1,37x	1,34x	1,65x
CS thanh toán nhanh	0,53x	0,46x	0,73x
CS thanh toán tiền mặt	0,16x	0,08x	0,33x
Nợ / Tài sản	0,56x	0,57x	0,46x
Nợ / Vốn CSH	1,26x	1,3x	0,84x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,25x	1,3x	0,7x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,01x	0,005x	0,14x
Khả năng TT lãi vay	1,61x	3,69x	1,57x

Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025F
Tài sản			
+ Tiền, tương đương và đầu tư TCNH	1.075	639	1.755
+ Các khoản phải thu	1.927	1.943	1.416
+ Hàng tồn kho	5.719	6.690	4.909
+ Tài sản ngắn hạn khác	602	930	682
Tổng tài sản ngắn hạn	9.323	10.202	8.762
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	2.359	2.021	1.631
+ Khấu hao lũy kế	5.445	5.475	5.492
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	(3.087)	(3.454)	(3.861)
+ Đầu tư tài chính dài hạn	3	525	525
+ Tài sản dài hạn khác	239	485	353
+ Xây dựng cơ bản dở dang	312	286	2.686
Tổng tài sản dài hạn	2.913	3.317	5.195
Tổng Tài sản	12.235	13.519	13.957
Nợ & Vốn chủ sở hữu			
+ Phải trả người bán	1.904	1.197	878
+ Vay và nợ ngắn hạn	4.768	6.312	4.351
+ Quỹ khen thưởng	112	112	82
Nợ ngắn hạn	6.784	7.621	5.311
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	1.060
+ Phải trả dài hạn khác	28	27	20
Nợ dài hạn	28	27	1.080
Tổng nợ	6.812	7.648	6.391
+ Thặng dư	786	259	523
+ Vốn điều lệ	2.633	3.159	4.476
+ LN chưa phân phối	1.731	2.172	2.339
Vốn chủ sở hữu	5.423	5.871	7.566
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	12.235	13.519	13.957

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025F
Tiền đầu năm	1.257	1.075	639
Lợi nhuận sau thuế	170	505	167
+ Khấu hao	376	370	407
+ Điều chỉnh	(205)	3	0
+ Thay đổi vốn lưu động	(73)	(1.438)	2.279
Tiền từ hoạt động kinh doanh	269	(560)	2.853
+ Thanh lý tài sản cố định	0	1	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	(130)	(884)	(2.417)
+ Các hđ đầu tư khác	(15)	(457)	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	(146)	(1.340)	(2.417)
+ Cổ tức đã trả	(342)	1.507	(901)
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	1.580
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0
+ Các hoạt động TC khác	(342)	1.507	679
Tiền từ hoạt động tài chính	(220)	(393)	1.116
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(0)	(1)	0
Tiền cuối năm	1.075	639	1.755

Đơn vị: Tỷ VND

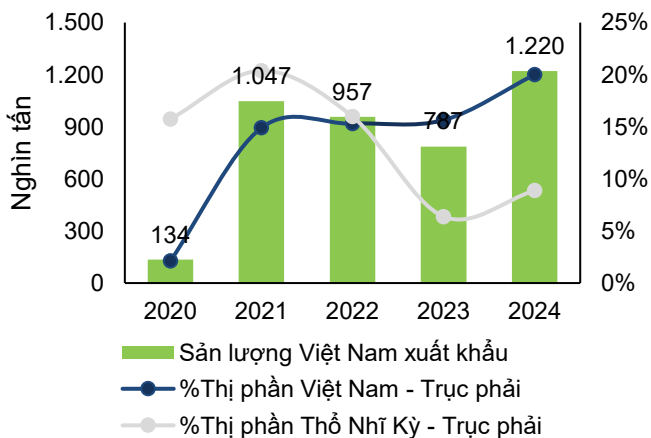
VIII. PHỤ LỤC

Phụ lục: Cơ chế chuyển tiếp hạn ngạch nhập khẩu thép tại EU ([quay lại](#))

Kể từ năm 2019, Ủy ban Châu Âu (EC – European Commission) đã quy định hạn ngạch nhập khẩu thép hàng quý vào EU theo từng quốc gia cung cấp nhằm bảo vệ thị trường nội địa trước nguồn thép nhập khẩu giá rẻ. Trong quy định trên, cơ chế chuyển tiếp được áp dụng cho nhóm các quốc gia còn lại ngoài Trung Quốc, Hàn Quốc, Ấn Độ và Vương Quốc Anh. Khi hạn ngạch của một quốc gia xuất khẩu của nhóm này trong quý hiện tại không được sử dụng hết thì phần hạn ngạch còn lại sẽ được chuyển tiếp sang các quốc gia khác có thể đáp ứng. Chúng tôi đánh giá NKG nói riêng và Việt Nam nói chung đã được hưởng lợi từ cơ chế trên trong giai đoạn 2020 – 2024 nhờ Việt Nam có nguồn cung tôn mạ dồi dào và giá bán thấp hơn 10 – 20% so với các quốc gia khác giúp gia tăng thị phần tại thị trường EU.

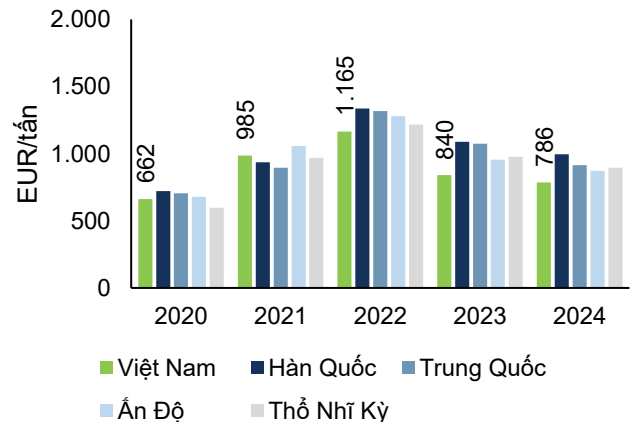
Tại khu vực EU, sản lượng xuất khẩu của NKG sang thị trường này năm 2024 đạt 332 nghìn tấn (+24,7% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng và hưởng lợi từ cơ chế chuyển tiếp hạn ngạch. Nhu cầu xây dựng tại một số quốc gia EU như Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha đã tăng trưởng tích cực trong năm 2024 với tổng diện tích sàn của các dự án hạ tầng được cấp phép tại hai quốc gia này tăng lần lượt 31,8% YoY và 44,8% YoY đã giúp thúc đẩy sản lượng xuất khẩu của NKG.

Biểu đồ 49: Sản lượng xuất khẩu của Việt Nam sang EU tăng cao nhờ tiếp nhận hạn ngạch từ Thổ Nhĩ Kỳ



Nguồn: Eurostat, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 50: Giá tôn mạ Việt Nam xuất khẩu sang EU rẻ hơn 10 – 20% so với các nước đối thủ



Nguồn: Eurostat, FPTS tổng hợp

Bên cạnh đó, NKG còn được hưởng lợi khi sản lượng và thị phần xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam sang EU năm 2024 tăng mạnh, đạt lần lượt 1,22 triệu tấn (+55,1% YoY) và 20,0% (+4,4 đpt YoY) nhờ tiếp nhận phần hạn ngạch từ Thổ Nhĩ Kỳ. Lạm phát tại Thổ Nhĩ Kỳ tăng cao kỷ lục vào cuối năm 2023 đã đẩy giá điện đầu vào lên cao (điện là chi phí chính để sản xuất thép tại Thổ Nhĩ Kỳ do 71,5% nhà máy tại đây sử dụng lò EAF), từ đó tác động tiêu cực tới hoạt động sản xuất và xuất khẩu tôn mạ của nước này.

Phụ lục: Ước tính sản lượng tôn mạ tối đa Việt Nam có thể xuất khẩu sang EU năm 2025 ([quay lại](#))

Hạn ngạch thép của EU hiện nay được chia theo nhóm các sản phẩm. Trong đó, tôn mạ sẽ được phân vào nhóm sản phẩm Metallic Coated Sheets (Thép dẹt mạ kim loại) với ký hiệu lần lượt là 4A (tôn mạ kẽm) và 4B (tôn mạ lạnh). Vào ngày 25/03/2025 vừa qua, Ủy ban Châu Âu đã ban hành Quyết định số 2025/612 nhằm điều chỉnh một số điều trong Quyết định số 2024/1782 được ban hành vào ngày 24/06/2024 trước đó. Bên cạnh một số điểm chính đã được chúng tôi nhấn mạnh ở phần phân tích hoạt động kinh doanh, quyết định này cũng đã điều chỉnh hạn ngạch tôn mạ tối đa Việt Nam được xuất khẩu sang EU trong năm 2025. Nếu vượt qua mức hạn ngạch này, mỗi sản phẩm tôn mạ Việt Nam xuất khẩu sang EU sau đó sẽ phải chịu mức thuế tự vệ 25%.

Việt Nam được EU phân loại vào nhóm các quốc gia còn lại (Other countries) trong đó hạn ngạch tối đa mỗi quốc gia thuộc nhóm này có thể xuất khẩu sẽ là **25% tổng hạn ngạch đối nhóm sản phẩm 4A và 20% tổng hạn ngạch đối với sản phẩm 4B**. Do đó, để ước tính được sản lượng tối đa Việt Nam có thể xuất khẩu sang EU trong năm 2025 trước khi bị áp thuế tự vệ, chúng tôi sẽ tổng hợp tổng hạn ngạch của nhóm các quốc gia còn lại như sau:

Hạn ngạch sản phẩm 4A (tấn)	Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025
Hạn ngạch cũ (theo QĐ số 2024/1782)	466.862	472.050	482.010	482.010
Hạn ngạch mới (theo QĐ số 2025/612)	466.862	472.050	477.714	477.714

Bảng 7: Tổng hạn ngạch sản phẩm 4B tối đa của nhóm các quốc gia còn lại được xuất khẩu sang EU năm 2025

Hạn ngạch sản phẩm 4B (tấn)	Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025
Hạn ngạch cũ (theo QĐ số 2024/1782)	103.628	104.779	106.990	106.990
Hạn ngạch mới (theo QĐ số 2025/612)	103.628	104.779	106.037	106.037

Nguồn: Ủy ban Châu Âu, FPTTS tổng hợp

Từ đây, chúng tôi ước tính được sản lượng xuất khẩu tôn mạ tối đa của Việt Nam sang EU năm 2025 như sau:

Bảng 8: Tổng hạn ngạch tối đa của Việt Nam được xuất khẩu sang EU trước khi bị áp thuế tự vệ năm 2025

Hạn ngạch sản phẩm (tấn)	Q1/2025	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025
4A	116.716	118.013	119.429	119.429
4B	20.726	20.956	21.207	21.207

Nguồn: Ủy ban Châu Âu, FPTTS tổng hợp

Theo đó, tổng sản lượng tôn mạ Việt Nam tối đa có thể xuất khẩu sang EU trong năm 2025 trước khi bị áp thuế tự vệ dự kiến sẽ sụt giảm mạnh về 558 nghìn tấn, tương đương mức giảm 54,3% YoY.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu NKG, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Đường Lạc Long Quân,
Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Bến Thành,
Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, Phường Hải Châu
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888