

10 tháng đầu năm 2025: Nhu cầu chịu áp lực khi xuất khẩu suy yếu

Võ Thị Ngọc Hàn, CFA
 Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

- Trong 10 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng tiêu thụ thép tăng 7,1% so với cùng kỳ lên 28 triệu tấn. Đà tăng trưởng chung bị ảnh hưởng nghiêm trọng khi nhu cầu xuất khẩu giảm mạnh (giảm 29% so với cùng kỳ), xuống còn 6,4 triệu tấn do chủ nghĩa bảo hộ gia tăng trên toàn cầu. Nhu cầu xuất khẩu giảm mạnh làm mờ nhạt mức tăng trưởng của nhu cầu trong nước, tăng 26% so với cùng kỳ đạt 21,6 triệu tấn.
- Trong 10 tháng đầu năm 2025, HPG ghi nhận KQKD vượt trội so với thị trường chung, với sản lượng tiêu thụ thép tăng 21% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ của HSG/NKG giảm lần lượt 13% và 23% so với cùng kỳ do sản lượng xuất khẩu tồn mạ suy yếu.
- Thị trường tiếp tục phân hóa trong tháng 10 và 10 tháng đầu năm 2025, do có sự khác biệt trong cơ cấu sản phẩm. HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ có vị thế vững chắc tại thị trường trong nước.

Sản lượng tiêu thụ thép trong 10 tháng đầu năm 2025 của các công ty hoạt động tại Việt Nam tăng 7% so với cùng kỳ

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, tổng sản lượng tiêu thụ thép trong 10 tháng đầu năm 2025 của các công ty hoạt động tại Việt Nam tăng đáng khích lệ, ở mức 7,1% so với cùng kỳ lên 28 triệu tấn, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi 25,9% so với cùng kỳ lên 21,6 triệu tấn, trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu giảm 28,8% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 6,4 triệu tấn. Mặc dù vậy, đà tăng trưởng (so với cùng kỳ) đã chứng lại trong tháng 10/2025 xuống còn 3,5% – thấp hơn mức tăng trưởng 4%/10%/11% so với cùng kỳ lần lượt trong Q3/Q2/Q1/2025 – do sản lượng xuất khẩu trong tháng 10 giảm 38,8% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 615.599 tấn, trước áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt và chủ nghĩa bảo hộ gia tăng trên toàn cầu. Sản lượng xuất khẩu trong tháng 10 giảm mạnh hơn so với đà sụt giảm 36%/16%/30% lần lượt trong Q3/Q2/Q1/2025.

Mức sụt giảm nghiêm trọng của sản lượng xuất khẩu đã được bù đắp bằng sự phục hồi của thị trường trong nước, với sản lượng tiêu thụ đạt 2,3 triệu tấn (tăng 14,5% so với cùng kỳ và tăng 1,9% so với tháng trước). Đà tăng trưởng của sản lượng tiêu thụ trong nước cũng chứng lại, từ mức tăng 37%/22%/25% (so với cùng kỳ) lần lượt trong Q1/Q2/Q3/2025. Kết quả này phần nào bù đắp cho mức sụt giảm của sản lượng xuất khẩu.

Xét theo phân khúc, HRC vẫn là động lực tăng trưởng chính trong tháng 10 và 10 tháng đầu năm 2025

Tồn mạ chịu ảnh hưởng nặng nhất từ sự mở rộng của các chính sách bảo hộ. Theo đó, sản lượng tiêu thụ tồn mạ 10 tháng đầu năm 2025 giảm mạnh 13% so với cùng kỳ xuống còn 4 triệu tấn do sản lượng xuất khẩu giảm 47% so với cùng kỳ xuống còn 1,4 triệu tấn mặc dù sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 33% so với cùng kỳ lên 2,6 triệu tấn.

Sản lượng tiêu thụ ống thép và thép xây dựng tiếp tục đạt mức tăng trưởng tích cực 7%/8% so với cùng kỳ, lần lượt lên 2,3 triệu tấn/10,8 triệu tấn trong 10 tháng đầu năm 2025, nhờ nhu cầu đầu tư công vững chắc và sự phục hồi mạnh hơn của ngành bất động sản. Trong đó, sản lượng tiêu thụ trong nước của ống thép/thép xây dựng tăng lần lượt 5%/15% so với cùng kỳ, đạt 1,9 triệu tấn/9,5 triệu tấn.

HRC là phân khúc phục hồi mạnh nhất, tăng 21% so với cùng kỳ (tăng 1% so với quý trước) đạt 6,7 triệu tấn trong 10 tháng đầu năm 2025, nhờ hiệu quả của việc áp thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc (có chiều rộng dưới 1.880mm) từ ngày 8/3/2025.

KQKD của HPG (Mua vào) tiếp tục cao hơn thị trường, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh

Trong 10 tháng đầu năm 2025, HPG ghi nhận KQKD vượt trội so với thị trường, với sản lượng tiêu thụ thép tăng 21% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ của HSG/NKG giảm lần lượt 23% và 23% so với cùng kỳ, do sản lượng xuất khẩu tồn mạ giảm. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG dựa trên triển vọng lợi nhuận tươi sáng, trong khi nâng khuyến nghị đối với NKG lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng). Ngược lại, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) sau khi giảm dự báo lợi nhuận.

Mã CK	Giá (đồng)		Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
HPG	27,100	-	Mua vào	-	36,800	-	35.8	12.5	9.06	9.71	7.08	3.69	3.69
HSG	16,850	-	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	15,900	(14.5)	(5.64)	14.3	14.3	8.77	10.5	2.97	2.97
NKG	16,600	-	Nắm giữ	Giảm tỷ trọng	17,200	14.7	3.61	26.0	16.1	14.1	9.86	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 26/11/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Sản lượng tiêu thụ thép tăng chậm lại do xuất khẩu suy yếu 3

Sản lượng tiêu thụ thép tháng 10/2025 giảm 3,5% so với cùng kỳ nhưng tăng 2,8% so với tháng trước 3

Sự phân hóa trong KQKD của các công ty thép: HPG dẫn đầu, các công ty cùng ngành gặp khó khăn 6

HPG giành thêm thị phần HRC trong 10 tháng đầu năm 2025 6

Năm 2026: Sản lượng tiêu thụ thép dự kiến sẽ tăng 12,6% so với cùng kỳ 8

HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu 10

Báo cáo thành phần

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) 11

CTCP Thép Nam Kim (NKG) 19

Sản lượng tiêu thụ thép tăng chậm lại do xuất khẩu suy yếu

Sản lượng tiêu thụ thép trong 10 tháng đầu năm 2025 của các công ty đang hoạt động tại Việt Nam tăng khiêm tốn 7,1% so với cùng kỳ, với sản lượng tháng 10 giảm 4% so với cùng kỳ (thấp hơn đáng kể so với mức tăng 11%/10%/4% so với cùng kỳ trong Q1/Q2/Q3/2025), phần lớn do sản lượng xuất khẩu trong tháng 10 giảm 39% so với cùng kỳ. Theo đó, sản lượng xuất khẩu trong 10 tháng đầu năm 2025 giảm 29% so với cùng kỳ (so với mức giảm 30%/16%/36% so với cùng kỳ trong Q1/Q2/Q3/2025). Sản lượng tiêu thụ trong nước phục hồi, đạt mức tăng 26% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025 (tháng 10/2025: 15% so với cùng kỳ), nhưng vẫn thấp hơn so với mức tăng 37%/22%/25% so với cùng kỳ trong Q1/Q2/Q3/2025, phần nào bù đắp mức giảm của nhu cầu xuất khẩu. Dựa trên bối cảnh này, HSC vẫn giữ quan điểm rằng các công ty có mức độ thâm nhập vào thị trường trong nước lớn hơn sẽ giảm thiểu rủi ro. HPG (Mua vào) vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Sản lượng tiêu thụ thép tháng 10/2025 giảm 3,5% so với cùng kỳ nhưng tăng 2,8% so với tháng trước

Sản lượng tiêu thụ thép tháng 10/2025 đạt 2,88 triệu tấn, giảm 3,5% so với cùng kỳ (nhưng tăng 2,8% so với tháng trước). Đây là lần sụt giảm thứ ba trong năm nay, cho thấy sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam đang có xu hướng giảm rõ rệt.

Sản lượng tiêu thụ tháng 10/2025 giảm chủ yếu do sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 38,8% so với cùng kỳ do các chính sách bảo hộ trên toàn cầu gia tăng. Trong khi đó, nhu cầu trong nước tăng chậm lại (tăng 14,5% so với cùng kỳ trong tháng 10) do ảnh hưởng của điều kiện thời tiết bất lợi (lũ lụt/bão).

Bất chấp đà sụt giảm trong thời gian gần đây, tổng sản lượng tiêu thụ trong 10 tháng đầu năm 2025 vẫn tăng 7,1% so với cùng kỳ (28 triệu tấn), thấp hơn nhiều so với mức tăng 16,9% trong 10 tháng đầu năm 2024. Đà tăng trưởng này có được là nhờ sản lượng tiêu thụ trong nước vững chắc (tăng 25,9% so với cùng kỳ đạt 21,6 triệu tấn), nhờ sự phục hồi tích cực của việc giải ngân đầu tư công (Biểu đồ 1) và sự phục hồi của ngành bất động sản. Kết quả này hoàn toàn bù đắp cho mức sụt giảm đáng kể 28,8% so với cùng kỳ của sản lượng xuất khẩu (xuống 6,4 triệu tấn). Do đó, mức đóng góp của sản lượng tiêu thụ trong nước đạt 78,6%/77,1% lần lượt trong tháng 10 và 10 tháng đầu năm 2025.

Nhu cầu VLXD trong nước, bao gồm các sản phẩm thép, được hỗ trợ tích cực bởi hai trụ cột chính: **Đầu tư công** và **sự phục hồi của ngành bất động sản**.

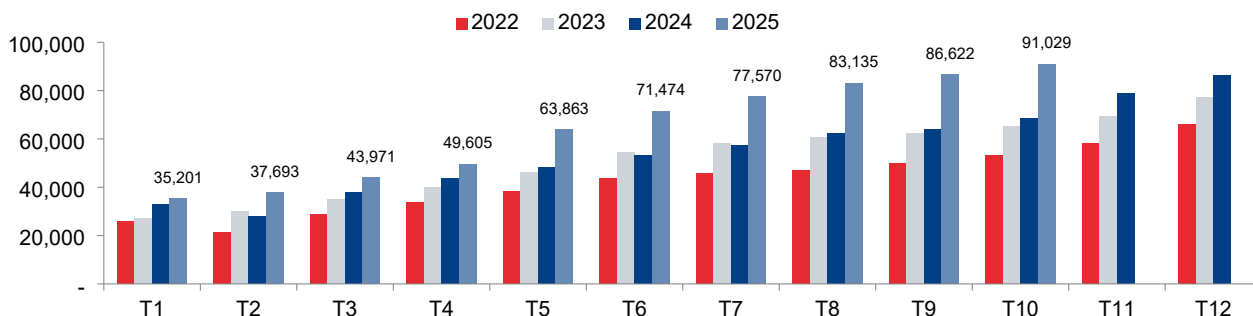
Giải ngân đầu tư công tăng lên mức kỷ lục: Giải ngân đầu tư công vẫn là động lực tăng trưởng quan trọng. Theo Tổng cục Thống kê, giá trị giải ngân đạt mức cao kỷ lục trong tháng 10/2025 là 91 nghìn tỷ đồng (tăng 33% so với cùng kỳ và tăng 5% so với tháng trước). Điều này đưa tổng giá trị giải ngân trong 10 tháng đầu năm 2025 lên 640 nghìn tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ), hoàn thành 73,2% mục tiêu của năm 2025 là 875 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng giá trị giải ngân hằng tháng sẽ duy trì xu hướng tích cực này cho đến cuối năm, phù hợp với các xu hướng trong quá khứ.

Ngành BDS phục hồi mạnh: Ngành bất động sản đang có xu hướng hỗ trợ tích cực hơn nữa cho nhu cầu VLXD. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ cao tầng đang phục hồi mạnh, đặc biệt tại các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM, nhờ môi trường lãi suất thấp và các chính sách hỗ trợ của Chính phủ nhằm đẩy nhanh quá trình phê duyệt dự án mới. Chi tiết như sau:

- **Hà Nội:** Nguồn cung trong 9 tháng đầu năm 2025 tăng 10% so với cùng kỳ.
- **TP.HCM:** Nguồn cung trong 9 tháng đầu năm 2025 tăng mạnh 119% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1: Giải ngân vốn đầu tư công theo tháng (tỷ đồng), Việt Nam

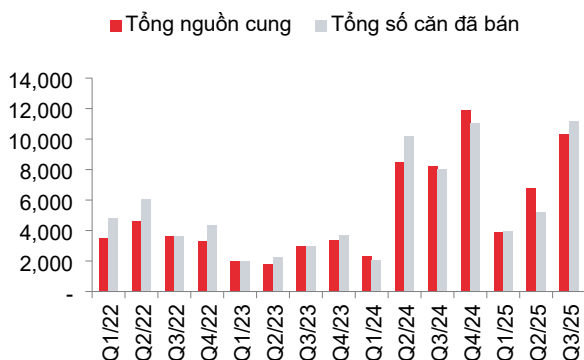
Vốn đầu tư công giải ngân trong tháng 10 (ghi nhận mức kỷ lục mới) tăng 33% so với cùng kỳ và lũy kế 10 tháng đầu năm tăng 29% so với cùng kỳ



Nguồn: NSO, HSC

Biểu đồ 2: Nguồn cung và nhu cầu căn hộ cao tầng theo quý, Hà Nội

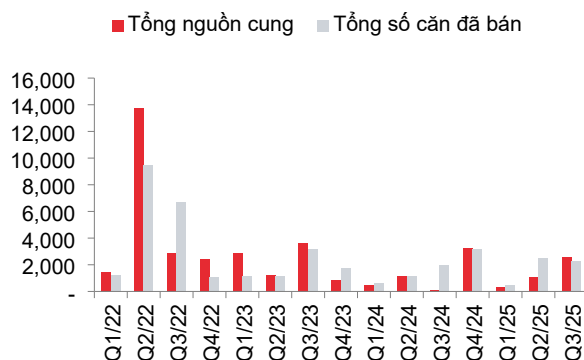
Tăng mạnh từ đầu năm



Nguồn: CBRE, HSC

Biểu đồ 3: Nguồn cung và nhu cầu căn hộ cao tầng theo quý, TP.HCM

Cải thiện dần qua từng giai đoạn, cho thấy sự phục hồi vững chắc tại TP HCM



Nguồn: CBRE, HSC

Bảng 4: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ trong T10 và 10 tháng đầu năm 2025 theo thị trường tiêu thụ, Việt Nam

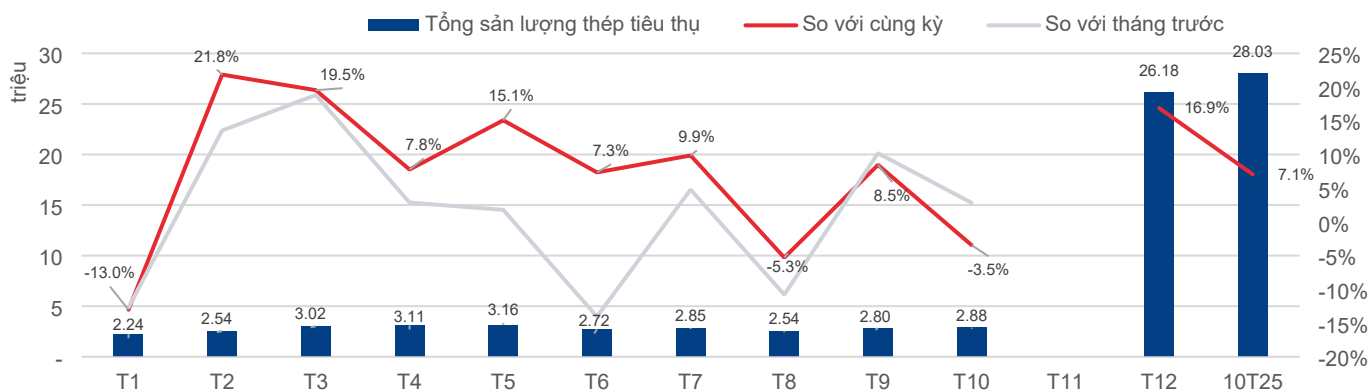
Sản lượng tiêu thụ T10-25 kém tích cực, do xuất khẩu suy yếu kéo dài.

tấn	T10-24	T10-25	So với cùng kỳ y/y	So với tháng trước	10T24	10T25	So với cùng kỳ
Xuất khẩu	1,006,034	615,599	-38.8%	6.2%	9,016,093	6,420,360	-28.8%
Trong nước	1,977,847	2,265,329	14.5%	1.9%	17,166,034	21,607,963	25.9%
Tổng sản lượng thép tiêu thụ	2,983,881	2,880,928	-3.5%	2.8%	26,182,127	28,028,323	7.1%
Tỷ trọng xuất khẩu	33.7%	21.4%			34.4%	22.9%	
Tỷ trọng trong nước	66.3%	78.6%			65.6%	77.1%	

Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 5: Tổng sản lượng tiêu thụ (tấn), Việt Nam

Sản lượng tiêu thụ thép tháng 10/2025 giảm 3,5% so với cùng kỳ, do xuất khẩu tiếp tục yếu và nhu cầu nội địa tăng chậm lại



Nguồn: VSA, HSC

Bảng 6: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo dòng sản phẩm, Việt Nam

HRC tích cực nhất, trong khi tôn mạ chịu ảnh hưởng nặng nề nhất do xuất khẩu giảm mạnh

tấn	T10-24	T10-25	So với cùng kỳ y/y	So với tháng trước	10T24	10T25	So với cùng kỳ
Thép xây dựng	1,251,096	1,044,246	-16.5%	-3.0%	9,960,861	10,774,091	8.2%
Tôn mạ	497,991	358,624	-28.0%	-0.7%	4,628,359	4,024,486	-13.0%
Ống thép	266,246	209,587	-21.3%	-4.7%	2,107,995	2,254,462	6.9%
HRC	477,333	831,879	74.3%	18.1%	5,575,540	6,747,938	21.0%
Phôi thép	491,215	436,592	-11.1%	-0.8%	3,909,372	4,227,346	8.1%
Tổng sản lượng thép tiêu thụ	2,983,881	2,880,928	-3.5%	2.8%	26,182,127	28,028,323	7.1%

Nguồn: VSA, HSC

KQKD theo phân khúc sản phẩm: KQKD của HRC vượt trội trong khi các phân khúc khác chững lại

KQKD tháng 10/2025 cho thấy sự phân hóa mạnh giữa các phân khúc sản phẩm thép:

Thép cuộn cán nóng (HRC): HRC là phân khúc duy nhất ghi nhận sản lượng tiêu thụ cao hơn so với cùng kỳ, với mức tăng mạnh 74,3% so với cùng kỳ (tăng 18,1% so với tháng trước) đạt 831.879 tấn trong tháng 10. Đà tăng trưởng tích cực này đã thúc đẩy sản lượng tiêu thụ 10 tháng đầu năm 2025 tăng 21% so với cùng kỳ lên 6,7 triệu tấn. Hiệu quả của việc áp thuế CBPG đối với các sản phẩm HRC Trung Quốc từ ngày 8/3/2025 đã giúp giảm áp lực cạnh tranh, dẫn đến sản lượng tiêu thụ HRC trong nước tăng mạnh.

Thép xây dựng: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong tháng 10 giảm mạnh 16,5% so với cùng kỳ xuống còn 1,04 triệu tấn. Có hai yếu tố chính làm ảnh hưởng đến nhu cầu, dẫn đến đà sụt giảm này: Sản lượng xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài và điều kiện thời tiết bất lợi tại Việt Nam. Trong đó, doanh thu xuất khẩu của phân khúc này giảm 48,2% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước giảm 10,4% so với cùng kỳ. Bất chấp tình trạng suy yếu trong thời gian gần đây, sản lượng tiêu thụ trong 10 tháng đầu năm 2025 vẫn tăng 8,2% so với cùng kỳ (đạt 10,8 triệu tấn).

Mặc dù thời gian từ tháng 10 đến tháng 12 thường là mùa cao điểm của hoạt động xây dựng, nhưng nhu cầu có vẻ suy yếu trong tháng 10/2025. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ sớm phục hồi, nhờ không ngừng đẩy mạnh đầu tư công, các nỗ lực tái thiết sau bão/lũ lụt và sự phục hồi mạnh hơn của thị trường BĐS.

Các phân khúc khác đối mặt với nhiều khó khăn: Như được trình bày trong Bảng 6, sản lượng tiêu thụ của các phân khúc sản phẩm khác như tôn mạ và ống thép cũng giảm mạnh so với cùng kỳ do tác động tổng hợp của hoạt động xuất khẩu suy yếu (tôn mạ) và điều kiện thời tiết không thuận lợi (ống thép).

Sự phân hóa trong KQKD của các công ty thép: HPG dẫn đầu, các công ty cùng ngành gặp khó khăn

KQKD của các công ty trong ngành có sự phân hóa rất lớn do sự khác biệt trong cơ cấu sản phẩm và cơ cấu thị trường. HPG ghi nhận KQKD vượt trội so với các công ty thép còn lại trong danh sách khuyến nghị, thúc đẩy đà tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong tháng 10/2025 và 10 tháng đầu năm 2025, chủ yếu nhờ đà tăng trưởng tích cực của HRC.

Sản lượng tiêu thụ trong tháng 10/2025 của HPG tăng mạnh 19% so với cùng kỳ, trái ngược với đà sụt giảm mạnh của HSG và NKG và vượt trội hơn nhiều so với mức tăng trưởng bình quân ngành là -4% (Biểu đồ 7-8).

Sự khác biệt có tính chiến lược

Phân khúc sản phẩm có thể mạnh của HPG: Trong 10 tháng đầu năm 2025, KQKD của HPG ở các phân khúc sản phẩm HRC, tôn mạ và ống thép vượt trội hơn so với toàn ngành. Tuy nhiên, đối với thép xây dựng, công ty ghi nhận KQKD kém hơn toàn ngành do đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các đối thủ không phải là thành viên của Hiệp hội Thép Việt Nam như VAS An Hưng Tường. Công ty này đang tăng cường tập trung vào các dự án hạ tầng.

Những khó khăn của HSG & NKG: KQKD của cả HSG và NKG đều kém hơn toàn ngành do phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu. Do nhu cầu xuất khẩu giảm mạnh trong năm nay, hai công ty này đang cố gắng thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong nước nhưng vẫn không đủ để bù đắp hoàn toàn cho phần sụt giảm của sản lượng xuất khẩu tính từ đầu năm đến nay.

Biểu đồ 7: Tăng trưởng sản lượng so với cùng kỳ trong T10/2025, các công ty ngành thép HSC khuyến nghị

HPG vượt trội nhất ở cả T10-25...

Oct-25 y/y growth heatmap	HPG	HSG	NKG	Sector-wide
Construction steel	-20.7%			-16.5%
HRC	152.7%			74.3%
Steel sheet	-39.6%	-32.5%	-26.1%	-28.0%
Steel pipe	-29.8%	-18.1%		-21.3%
Total steel sales volume	19.1%	-29.2%	-26.1%	-3.5%

Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 8: Tăng trưởng sản lượng so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025, các cty ngành thép HSC khuyến nghị

... và 10 tháng đầu năm 2025, nhờ HRC

10M25 y/y growth heatmap	HPG	HSG	NKG	Sector-wide
Construction steel	3.0%			8.2%
HRC	60.4%			21.0%
Steel sheet	-10.8%	-18.8%	-23.3%	-13.0%
Steel pipe	17.0%	11.1%		6.9%
Total steel sales volume	20.5%	-13.2%	-23.3%	7.1%

Nguồn: VSA, HSC

HPG giành thêm thị phần HRC trong 10 tháng đầu năm 2025

Nhờ hiệu quả của chính sách thuế CBPG được áp dụng từ ngày 8/3/2025, sản lượng HRC nhập khẩu đã giảm mạnh 32,5% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025, xuống chỉ còn 6,8 triệu tấn (Bảng 9-11). Trong đó:

- Tổng sản lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh 46,5% so với cùng kỳ xuống còn 4,1 triệu tấn trong 10 tháng đầu năm 2025. Sản lượng nhập khẩu trên bao gồm tất cả các chủng loại (HRC có chiều rộng dưới và trên 1.880mm, và cũng bao gồm sản lượng HRC tạm nhập khẩu tái xuất). Quan trọng hơn hết, chỉ có chủng loại đầu tiên (chiều rộng dưới 1.880mm) đang chịu thuế CBPG lên đến 27,83%, trong khi hai chủng loại còn lại vẫn được miễn thuế.
- Trong khi đó, sản lượng nhập khẩu từ các nước khác trong 10 tháng đầu năm 2025 tăng 9,8% so với cùng kỳ lên 2,8 triệu tấn, chủ yếu đến từ Indonesia, Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan.

Bảng 9: Nhập khẩu HRC vào Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2025

Việt Nam đã nhập khẩu 6,8 triệu tấn HRC trong 10 tháng đầu năm 2025, giảm 33% so với cùng kỳ, chủ yếu do mức giảm 47% so với cùng kỳ từ nguồn tại Trung Quốc.

tấn	2023	2024	10T24	10 tháng đầu năm 2025	So với cùng kỳ
Trung Quốc	6,268,253	8,628,225	7,586,822	4,058,797	-46.5%
Thị trường khác	2,667,286	3,256,042	2,520,714	2,766,623	9.8%
Tổng sản lượng HRC nhập khẩu	8,935,539	11,884,267	10,107,536	6,825,420	-32.5%
Tổng sản lượng HRC sản xuất trong nước	6,727,351	6,829,533	5,687,702	6,515,407	14.6%
Nhập khẩu/sản xuất	133%	174%	178%	105%	

Nguồn: Tổng cục Hải quan, VSA, HSC

Bảng 10: Tăng trưởng sản lượng nhập khẩu HRC, Việt Nam

Tổng sản lượng nhập khẩu giảm 33% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025

Tăng trưởng	2023	2024	10 tháng đầu năm 2025
Trung Quốc	90.4%	37.6%	-46.5%
Thị trường khác	-44.3%	22.1%	9.8%
Tổng sản lượng HRC nhập khẩu	10.6%	33.0%	-32.5%

Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Bảng 11: Các nguồn nhập khẩu HRC, Việt Nam

Tỷ trọng nhập khẩu từ Trung Quốc đã giảm trong 10 tháng đầu năm 2025

Tỷ trọng	2023	2024	10 tháng đầu năm 2025
Trung Quốc	70.1%	72.6%	59.5%
Thị trường khác	29.9%	27.4%	40.5%
Tổng sản lượng HRC nhập khẩu	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: Tổng cục Hải quan, HSC

Bảng 12: Nhu cầu HRC, Việt Nam

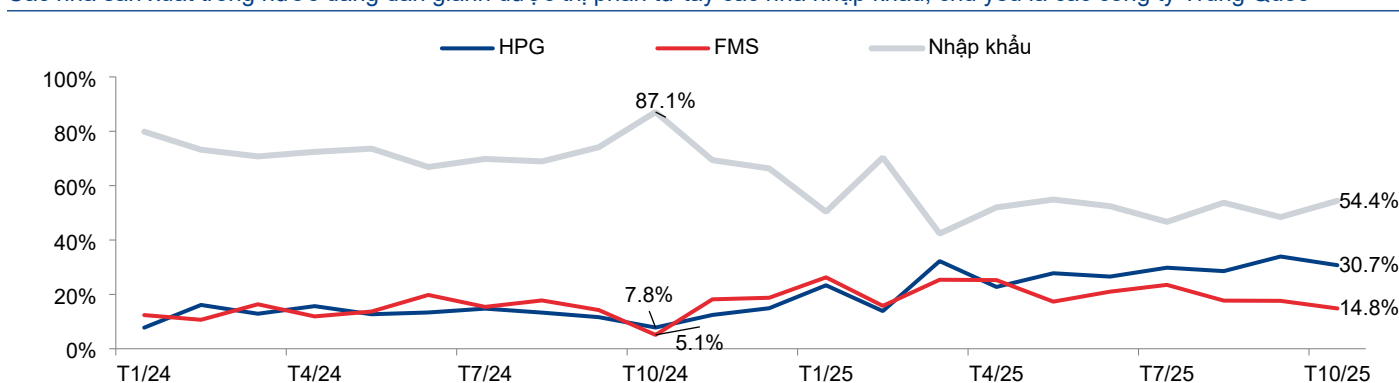
Chúng tôi ước tính nhu cầu HRC của Việt Nam giảm 5% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025, do nhu cầu yếu hơn từ các công ty ngành thép trong bối cảnh chính sách bảo hộ toàn cầu.

tấn	2023	2024	10 tháng đầu năm 2025	10 tháng đầu năm 2024	So với cùng kỳ
Sản xuất	6,727,351	6,829,533	6,515,407	5,687,702	14.6%
Tiêu thụ = I + D	12,338,213	16,210,541	12,918,648	13,589,890	-4.9%
Nhập khẩu (I)	8,935,539	11,884,267	6,825,420	10,107,536	-32.5%
Xuất khẩu (E)	3,405,663	2,254,744	728,710	2,091,505	-65.2%
Trong nước (D)	3,402,674	4,326,274	6,093,228	3,482,354	75.0%
Sản xuất/Tiêu thụ	54.5%	42.1%	50.4%	41.9%	
Nhập khẩu/Tiêu thụ	72.4%	73.3%	52.8%	74.4%	
Trong nước/Tiêu thụ	27.6%	26.7%	47.2%	25.6%	

Nguồn: Tổng cục Hải quan, VSA, HSC

Biểu đồ 13: Thị phần HRC theo tháng, Việt Nam

Các nhà sản xuất trong nước đang dần giành được thị phần từ tay các nhà nhập khẩu, chủ yếu là các công ty Trung Quốc



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VSA, HSC

HSC dự báo tổng nhu cầu HRC trong 10 tháng đầu năm 2025 tại Việt Nam (Bảng 12) giảm 4,9% so với cùng kỳ xuống 13,6 triệu tấn, vì một số lý do:

- Nhu cầu ở hạ nguồn yếu hơn, với sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong 10 tháng đầu năm 2025 giảm 13% so với cùng kỳ.
- Nhu cầu trong năm 2024 có mức nền cao do có thêm phần sản lượng tiêu thụ bất thường 3 triệu tấn (trong tổng số 16,2 triệu tấn), khi các đại lý chủ động tích trữ hàng tồn kho bằng cách sử dụng HRC Trung Quốc rẻ hơn, trước khi chính sách thuế chống bán phá giá có hiệu lực vào ngày 8/3/2025.

Mặc dù tổng nhu cầu HRC giảm, các công ty Việt Nam đang hưởng lợi từ chính sách bảo hộ, cho thấy thị phần cải thiện trong 10 tháng đầu năm 2025 lên 47,2% so với 25,6% trong 10 tháng đầu năm 2024 và 26,7% trong năm 2024. Trong khi đó, thị phần của HRC nhập khẩu giảm xuống 52,8% so với 74,4%/73,3% trong 10 tháng đầu năm 2024/năm 2024. Chúng tôi ước tính thị phần trong 10 tháng đầu năm 2025 của HPG đạt khoảng 27%, so với 12,5% trong năm 2024 và thị phần tháng 10/2025 tiếp tục cải thiện lên 30,7% (Biểu đồ 13). HSC tin rằng thị phần HRC của HPG sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới một khi Khu liên hợp gang thép Dung Quất Giai đoạn 2 hoạt động hết công suất, dự kiến vào cuối năm 2027.

Ngày 27/10/2025, Việt Nam đã bắt đầu điều tra các hành vi tránh thuế CBPG đối với các sản phẩm HRC khổ rộng của Trung Quốc (1.880mm đến 2.300mm). Với thời gian điều tra dự kiến lên đến 9 tháng, chúng tôi dự báo phán quyết cuối cùng sẽ được công bố trong 6 tháng đầu năm 2026. Nếu có bằng chứng về hành vi tránh thuế, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ đưa ra các biện pháp bảo hộ nghiêm ngặt hơn và loại bỏ hoàn toàn các sản phẩm HRC Trung Quốc khỏi hoạt động sản xuất hạ nguồn tại Việt Nam. Điều này được kỳ vọng sẽ mang lại cơ hội lớn cho các nhà sản xuất HRC trong nước trong việc giành thêm thị phần.

Bảng 14: Lộ trình điều tra CBPG đối với HRC Trung Quốc, Việt Nam

Cuộc điều tra về hành vi tránh thuế đang được tiến hành, dự kiến sẽ có quyết định cuối cùng trong nửa đầu năm 2026

Decision	Products	AD duties range	Start of effective period	End of effective day	Effective duration
Quyết định số 460/QĐ-BCT	HRC Trung Quốc có khổ rộng < 1.880mm	19,38% đến 27,83%	8-3-25	5-7-25	120 ngày
Quyết định số 1959/QĐ-BCT	HRC Trung Quốc có khổ rộng < 1.880mm	23,1% đến 27,83%	7-7-25	6-7-30	5 năm
Quyết định số 3176/QĐ-BCT	HRC Trung Quốc có khổ rộng từ 1.880mm đến 2.300mm	N/A	27-10-25	Thời gian điều tra tối đa là 9 tháng	

Nguồn: MolT, HSC

Năm 2026: Sản lượng tiêu thụ thép dự kiến sẽ tăng 12,6% so với cùng kỳ

Cho năm 2025, HSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép (bao gồm thép xây dựng, HRC, tôn mạ, ống thép và phôi thép) đạt 33,8 triệu tấn, tăng 8,5% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tiêu thụ HRC tăng 22,8% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ của các phân khúc khác bao gồm thép xây dựng/ống thép/tôn mạ dự kiến tăng lần lượt 8,5%/8%/-10% so với cùng kỳ trong năm 2025, đạt 12,9/2,8/4,9 triệu tấn.

Chúng tôi đưa ra dự báo sản lượng tiêu thụ thép năm 2026 dựa trên tình hình kinh tế vĩ mô vững chắc, chủ yếu đến từ việc đẩy mạnh chi tiêu công và sự phục hồi của ngành bất động sản. Chi tiết như sau:

- **Đầu tư công:** Giải ngân đầu tư công năm 2025 dự kiến tăng 30% so với cùng kỳ (lên 860 nghìn tỷ đồng), sau đó tăng mạnh 28% so với cùng kỳ trong năm 2026 (lên 1.100 nghìn tỷ đồng).
- **Triển vọng ngành BĐS:** Nguồn cung căn hộ cao tầng tại Hà Nội và TP.HCM (đại diện cho ngành) được dự báo tăng 14,7%/6,7% lần lượt trong năm 2025/2026 (theo dự báo của CBRE).

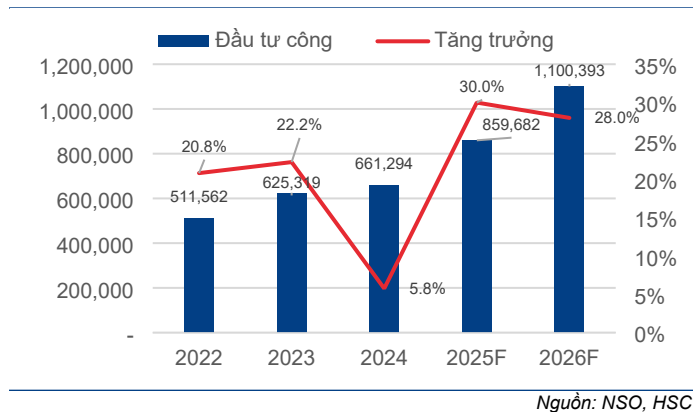
Dựa trên các động lực tăng trưởng này, HSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép sẽ tăng 12,6% trong năm 2026, lên 38,1 triệu tấn. Giả định cho các phân khúc sản phẩm chính như sau:

- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng dự kiến tăng 11,2% so với cùng kỳ lên 14,4 triệu tấn.

- Sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến tăng mạnh 30,9% so với cùng kỳ lên 10,6 triệu tấn.
- Sản lượng tiêu thụ tôn mạ dự kiến tăng trở lại, ở mức 7% lên 5,2 triệu tấn sau khi giảm 10% trong năm 2025.

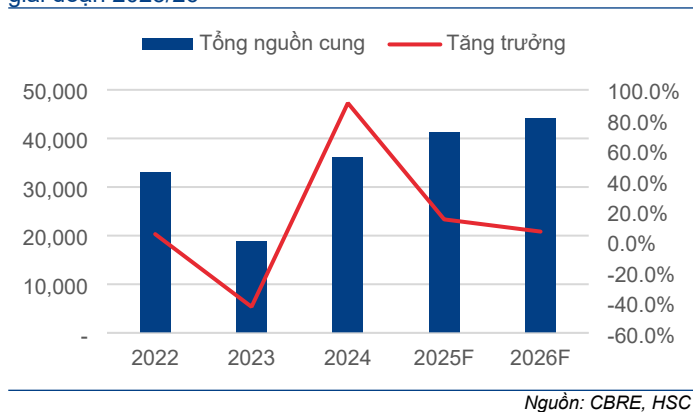
Biểu đồ 15: Đầu tư công (tỷ đồng), Việt Nam

HSC dự báo tăng trưởng 30%/28% trong giai đoạn 2025/26



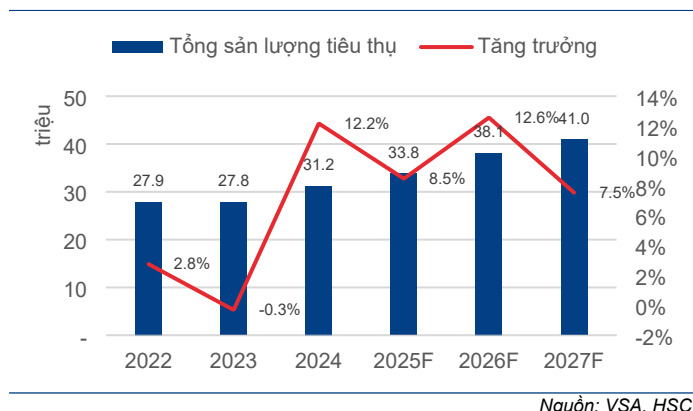
Biểu đồ 16: Nguồn cung căn hộ cao tầng (sản phẩm), Hà Nội và TP.HCM

CBRE dự báo nguồn cung sẽ tăng trưởng 14,7%/6,7% trong giai đoạn 2025/26



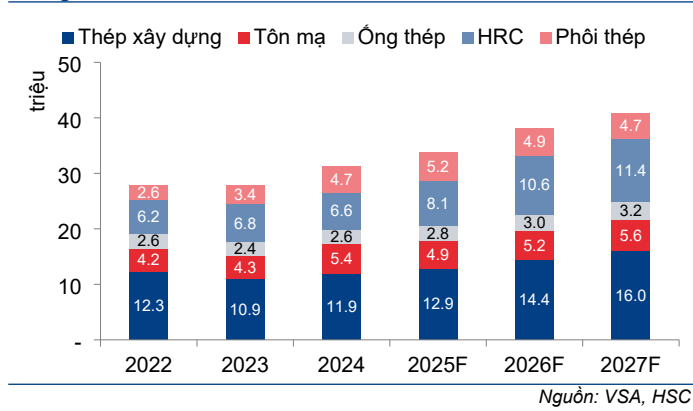
Biểu đồ 17: Tổng sản lượng tiêu thụ (tấn), Việt Nam

Chúng tôi dự báo gđ 2025/26/27 sẽ tăng trưởng 8.5%/12.6%/7.5%



Biểu đồ 18: Tổng sản lượng tiêu thụ theo dòng sản phẩm (tấn), Việt Nam

HSC dự báo HRC/thép xây dựng sẽ dần đầu tăng trưởng sản lượng



HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu

HSC dự báo lợi nhuận Q4/2025 của HPG và NKG sẽ vững chắc, với mức tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ và so với quý trước, nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện và tỷ suất lợi nhuận tiếp tục mở rộng. Đối với NKG (lợi nhuận đạt 79 tỷ đồng, tăng 331% so với cùng kỳ và tăng 60% so với quý trước), KQKD tăng mạnh là do so với mức nền thấp và lợi nhuận Q4/2025 tăng mạnh, trong khi chất lượng lợi nhuận của HPG phục hồi mạnh hơn, đạt 5 nghìn tỷ đồng, tăng 79% so với cùng kỳ và tăng 26% so với quý trước, chủ yếu được thúc đẩy bởi phân khúc HRC như đã thảo luận ở phần trên.

Bảng 19: Ước tính lợi nhuận Q4/2025, các công ty ngành thép HSC khuyến nghị

Chúng tôi dự báo HPG và NKG sẽ tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ và so với quý trước trong khi HSG so với cùng kỳ tiếp tục thấp hơn kỳ vọng

Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	Q4/24	Q3/25	Q4/25F	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	2025F	So với cùng kỳ
HPG	2,809	3,988	5,012	78.5%	25.7%	12,021	16,602	38.1%
HSG	165.5	84.7	100.0	-39.6%	18.1%	572.3	666.0	16.4%
NKG	18.4	49.5	79.3	330.8%	60.2%	453.0	285.9	-36.9%

Nguồn: HSC

Đối với HSG, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt khoảng 100 tỷ đồng, giảm 40% so với cùng kỳ (nhưng tăng 18% so với quý trước), chủ yếu do hoạt động xuất khẩu gặp khó khăn trong thời gian dài. Luận điểm đầu tư của chúng tôi tập trung vào ba chủ đề chính: **Đẩy mạnh đầu tư công, sự phục hồi của ngành bất động sản, và chủ nghĩa bảo hộ gia tăng**. HSC dự báo nhu cầu **thép xây dựng** sẽ tăng mạnh (tăng 11,2% so với cùng kỳ trong năm 2026) và nhu cầu **HRC** (tăng 30,9% so với cùng kỳ, nhờ chính sách bảo hộ và bổ sung thêm công suất mới).

HPG đang có vị thế độc đáo để hưởng lợi từ cả hai phân khúc sản phẩm trên. Ngược lại, **HSG và NKG** vẫn phải đối mặt với một số thách thức lớn do sản lượng xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài và chi phí đầu vào có thể tăng cao khi các biện pháp bảo hộ thương mại có hiệu lực đầy đủ.

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu không đổi là 36.800đ (tiềm năng tăng giá 36%). Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 đối với HPG, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 33,3%. Nội dung chi tiết được trình bày trong báo cáo '[Vượt qua trở ngại nhờ sức mạnh cốt lõi; duy trì khuyến nghị Mua vào](#)' được phát hành ngày 20/11/2025.
- Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) do triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn trong khi định giá vẫn ở mức cao. Giá mục tiêu mới ở mức 15.900đ (rủi ro giảm giá là 6%).
- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với NKG lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) nhờ có nhà máy Phú Mỹ mới, dự kiến sẽ bắt đầu có đóng góp đầu tiên từ Q2/2026, giúp triển vọng lợi nhuận tươi sáng hơn. Giá mục tiêu mới là 17.200đ (tiềm năng tăng giá 4%).

Bảng 20: So sánh định giá, các doanh nghiệp thép HSC khuyến nghị

Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG, nâng khuyến nghị với NKG từ Giảm tỷ trọng lên Nắm giữ trong khi hạ khuyến nghị với HSG xuống giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ)

DN	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ	Giá mục tiêu mới	Tiềm năng tăng giá	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E bình quân 3 năm	2025 P/B
HPG	Mua vào	Mua vào	36,800	36,800	35.8%	9.4	13.1	1.6
HSG	Nắm giữ	Giảm tỷ trọng	18,600	15,900	-5.6%	15.4	23.7	0.9
NKG	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	15,000	17,200	3.6%	17.2	22.9	1.0

Nguồn: HSC

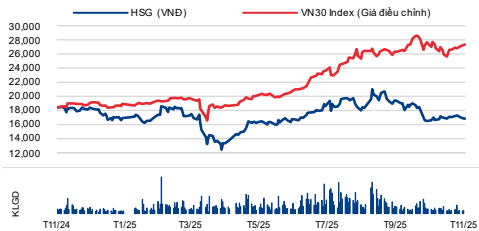
Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ15,900 (từ VNĐ18,600)
Tiềm năng tăng/giảm: -5.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	16,850
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,500-20,950
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,817
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,464
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	397
Slg CP lưu hành (tr.đv)	621
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	304
Slg CP NN được mua (tr.đv)	275
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.70%
Tỷ lệ freefloat	51.6%
Cổ đông lớn	HSIT (19.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.37	(8.67)	(8.72)
So với chỉ số	4.51	(12.2)	(38.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,093	1,318	(17.0)
2027F	1,262	1,457	(13.4)
2028F	1,316	1,733	(24.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HSG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành thép Việt Nam với hệ thống phân phối rộng khắp. Các sản phẩm chính của HSG bao gồm tôn thép, ống thép và ống nhựa.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giảm 14% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 14% giá mục tiêu xuống 15.900đ (rủi ro giảm giá là 6%).
- Chúng tôi giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) nhằm phản ánh việc giảm giá định sản lượng tiêu thụ do sản lượng xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 sẽ đạt lần lượt 730 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ) và 843 tỷ đồng (tăng trưởng 15%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho NĐTC 2027-2028, với lợi nhuận thuần đạt 879 tỷ đồng (tăng trưởng 4%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 23,7 lần. Mặc dù có mức định giá thấp hơn, cổ phiếu đang giao dịch ở mức cao hơn so với các công ty cùng ngành và chúng tôi cho rằng cổ phiếu có thể bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn do triển vọng lợi nhuận xấu đi.

Sự kiện: Xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài và thông tin về HSH

Sản lượng tiêu thụ thép của trong tháng 10/2025 của HSG đạt 127.418 tấn, theo dữ liệu của VSA. Kết quả trên cho thấy sự sụt giảm mạnh 29,2% so với cùng kỳ, đánh dấu đây là mức giảm (so với cùng kỳ) mạnh nhất kể từ đầu năm 2025, do sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 48% và sản lượng tiêu thụ trong nước giảm 18%. Sản lượng tiêu thụ giảm mạnh so với cùng kỳ chứng tỏ những khó khăn trong hoạt động của HSG vẫn còn (mặc dù tăng nhẹ 2,2% so với tháng trước).

Như là một bước đi chiến lược, HSG đã thành lập Công ty Cổ phần Hoa Sen Home (HSH) với vốn điều lệ 1 nghìn tỷ đồng. HSH (HSG nắm giữ 99% cổ phần) sẽ tiếp nhận toàn bộ mạng lưới phân phối hiện tại của HSG. Sự thay đổi cơ cấu này rõ ràng nhằm chuẩn bị cho kế hoạch IPO HSH trong 3-5 năm tới.

Tác động: Giảm 14% dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027

Mặc dù việc thành lập HSH không có tác động đáng kể về mặt tài chính, HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027 do điều kiện thị trường thép còn nhiều khó khăn.

Sự bù trừ qua lại giữa tình hình xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài và nhu cầu trong nước gần đạt mức giới hạn, làm hạn chế nghiêm trọng tiềm năng tăng trưởng của HSG. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 không đổi so với cùng kỳ, đạt 730 tỷ đồng, sau đó phục hồi 15% trong NĐTC 2026-2027, đạt 843 tỷ đồng. Dự báo mới cho NĐTC 2027-2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 879 tỷ đồng (tăng trưởng 4%), tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là 6,4%. Dự báo của chúng tôi thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu xuống 15.900đ do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần, nhằm phản ánh sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng. Bất chấp những nỗ lực nhằm thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trong nước, nhưng tốc độ tăng trưởng vẫn không đủ để bù đắp hoàn toàn cho mức sụt giảm của sản lượng xuất khẩu. Việc tăng cường chính sách bảo hộ đối với các nhà sản xuất HRC trong nước có thể sẽ gây áp lực hơn nữa lên chi phí đầu vào.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 12% so với chỉ số VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 23,7 lần. So với các công ty cùng ngành, cổ phiếu đang giao dịch với định giá cao hơn, cho thấy khả năng cổ phiếu bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ).

Cuối năm: Tháng 9	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,413	1,644	1,419 ▼	1,522 ▼	1,552
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	515	732	730 ▼	843 ▼	879
EPS ĐC (đồng)	777	1,096	1,093 ▼	1,262 ▼	1,316
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
BVPS (đồng)	17,697	18,228	17,831	18,593	19,409
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	8.77	10.5	8.85	7.90
P/E ĐC (lần)	21.7	15.4	15.4	13.4	12.8
Lợi suất cổ tức (%)	2.97	2.97	2.97	2.97	2.97
P/B (lần)	0.95	0.92	0.94	0.91	0.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,615	41.0	(0.19)	15.4	4.28
ROAE (%)	4.75	6.58	6.52	7.45	7.45

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

Triển vọng lợi nhuận và định giá kém hấp dẫn; Giảm tỷ trọng

Sự bù trừ qua lại giữa nhu cầu xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài và nhu cầu trong nước gần đạt mức giới hạn, làm hạn chế tiềm năng tăng trưởng của HSG. Theo đó, HSC điều chỉnh giảm 14% dự báo lợi nhuận thuần NĐTTC 2026-2026 và NĐTTC 2026-2027. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTTC 2025-2026 không đổi so với cùng kỳ, đạt 730 tỷ đồng, sau đó phục hồi 15% trong NĐTTC 2026-2027, đạt 843 tỷ đồng. Dự báo được đưa ra lần đầu cho NĐTTC 2027-2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 879 tỷ đồng (tăng trưởng 4%), tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm là 6,4%. Chúng tôi giảm 14% giá mục tiêu xuống 15.900đ (rủi ro giảm giá 6%). Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

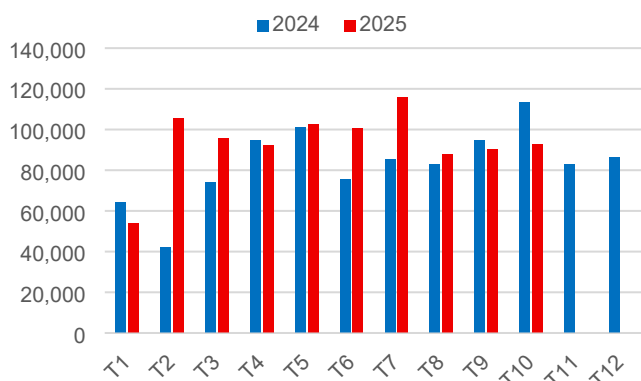
Sản lượng tiêu thụ tháng 10/2025 giảm mạnh nhất

Sản lượng tiêu thụ thép trong tháng 10/2025 của HSG đạt 127.418 tấn, theo dữ liệu của VSA. Kết quả trên cho thấy mức sụt giảm mạnh 29,2% so với cùng kỳ, đánh dấu mức giảm so với cùng kỳ mạnh nhất kể từ đầu năm 2025 (hoặc tháng đầu tiên của NĐTTC 2025-2026) do sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 48% và sản lượng tiêu thụ trong nước giảm 18%. Sản lượng tiêu thụ giảm mạnh so với cùng kỳ chứng tỏ những khó khăn trong hoạt động của với HSG vẫn còn, mặc dù tăng nhẹ 2,2% so với tháng trước.

Trong những tháng đầu tiên của năm 2025, nhu cầu trong nước vẫn còn dư địa để tăng trưởng nên đã phần nào bù đắp cho sự sụt giảm của nhu cầu xuất khẩu. Tuy nhiên, trong những tháng gần đây, khi nhu cầu thị trường trong nước bắt đầu đạt đến mức giới hạn (bão hòa, một phần do tác động của thời tiết bất lợi như lũ lụt và bão) trong khi sản lượng xuất khẩu không cải thiện, tổng sản lượng tiêu thụ trong tháng 10/2025 đã giảm mạnh – mức giảm mạnh nhất kể từ đầu năm.

Biểu đồ 21: Sản lượng tiêu thụ trong nước (tấn), HSG

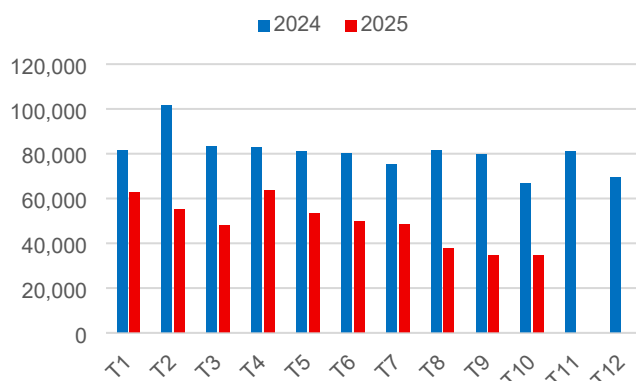
Có cải thiện nhưng không bù đắp được sản lượng xuất khẩu sụt giảm



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 22: Sản lượng xuất khẩu (tấn), HSG

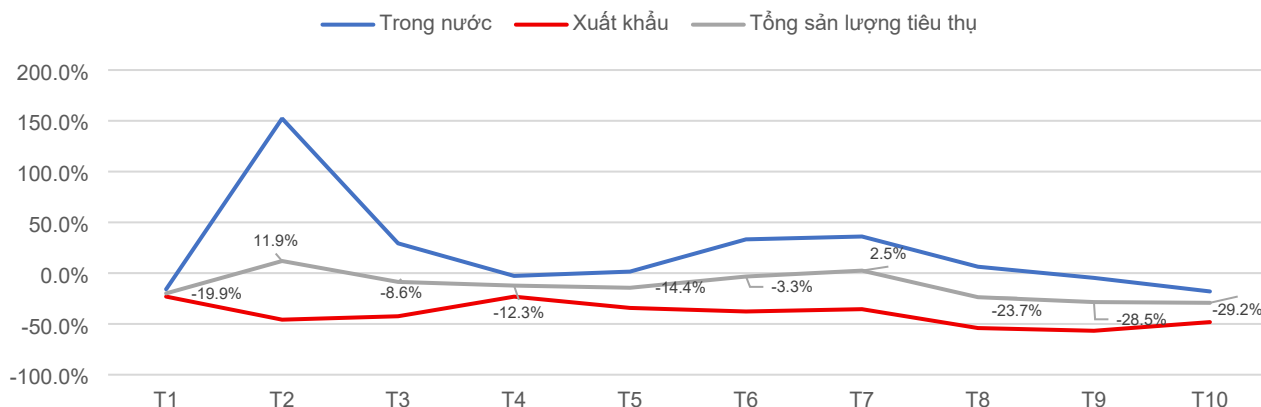
Xuất khẩu chưa có dấu hiệu hồi phục



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 23: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ theo thị trường, HSG

Sản lượng đã giảm sâu trong 3 tháng qua



Nguồn: VSA, HSC

CTCP Hoa Sen Home chính thức được thành lập: Bước đi đầu tiên trên con đường IPO?

HSG gần đây công bố kế hoạch tái cấu trúc lớn, với việc chính thức thành lập CTCP Hoa Sen Home (HSH), với vốn điều lệ 1 nghìn tỷ đồng (HSG nắm giữ 99% cổ phần).

Động thái này đặt nền tảng cho chiến lược dài hạn của HSG và dường như phù hợp với mục tiêu do BLĐ trình bày tại ĐHCĐ gần đây, đó là tiến hành IPO HSH trong 3-5 năm tới.

Chuyển đổi mạng lưới phân phối

HSG hiện đang vận hành một mạng lưới phân phối độc quyền với tổng cộng 406 cửa hàng đang hoạt động, và là một mô hình kinh doanh độc đáo giữa các nhà sản xuất thép Việt Nam. Mạng lưới này bao gồm:

- **128 cửa hàng theo mô hình HSH** (vận hành theo khái niệm “cửa hàng VLXD một điểm đến”, được khởi xướng vào năm 2021).
- **278 kênh phân phối truyền thống** (chủ yếu bán các sản phẩm cốt lõi của HSG).

Mô hình HSH phục vụ khách hàng theo dạng cửa hàng một điểm đến cho toàn bộ các loại VLXD, bao gồm thép, ống nhựa, gạch, thiết bị vệ sinh, sơn và các mặt hàng gia dụng khác. Mô hình này vượt lên khỏi các kênh bán hàng truyền thống vốn chủ yếu bán các sản phẩm cốt lõi của HSG như tôn mạ, ống thép và ống nhựa.

BLĐ có kế hoạch dần dần chuyển đổi tất cả 278 cửa hàng truyền thống sẵn có sang mô hình HSH, cuối cùng sẽ thay thế toàn bộ mô hình cửa hàng truyền thống. Chi tiết như sau:

- **Mục tiêu chuyển đổi:** HSG đặt mục tiêu chuyển đổi khoảng 20-40 cửa hàng truyền thống sang mô hình HSH mỗi năm.
- **Mục tiêu mở rộng:** Công ty đặt mục tiêu có tổng cộng 450 cửa hàng HSH trên toàn quốc trong 5-7 năm tới.
- **Tổng vốn đầu tư:** Quá trình chuyển đổi cần vốn đầu tư khoảng 10-12 tỷ đồng cho mỗi cửa hàng. Dự kiến khoản này sẽ được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu.

Bảng 24: Cơ cấu sản phẩm là tỷ suất lợi nhuận, HSH

Trong NĐTC 2024-2025, HSH đóng góp khoảng 13,3–15,0 nghìn tỷ đồng, tương đương 34 - 41% doanh thu hợp nhất của HSG. Các sản phẩm được phân phối thông qua HSH được chia thành ba nhóm chính như sau:

Danh mục sản phẩm	Chi tiết	Lợi nhuận mục tiêu (Tỷ suất lợi nhuận gộp)	Định hướng chiến lược
1. Sản phẩm tự sản xuất	Các sản phẩm chủ lực của HSG (tôn mạ, ống thép, ống nhựa)	Dự kiến 10–12%	HSG cũng phân phối thép xây dựng từ các nhà sản xuất trong nước (biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 3%).
2. Thương hiệu của đối tác	Sản phẩm từ các thương hiệu toàn cầu uy tín (ví dụ: Inax, American Standard, Dulux, TOA, BOSCH)	Biên lợi nhuận gộp thương mại (thay đổi tùy theo sản phẩm)	Tận dụng uy tín thương hiệu đã được xây dựng.
3. Sản phẩm OEM (nhãn hiệu riêng)	Các sản phẩm mang nhãn hiệu riêng của HSG, được sản xuất bởi các nhà sản xuất tại Trung Quốc hoặc Ấn Độ	Dự kiến đạt 20–30% hoặc cao hơn	Tập trung vào các mặt hàng có biên lợi nhuận cao như gạch ốp lát, vật liệu lợp mái, thiết bị phòng tắm và sơn.

Nguồn: HSG, HSC

Trong NĐTC 2023-2024 và NĐTC 2024-2025, HSH đóng góp lần lượt 13,3 nghìn tỷ đồng - 15 nghìn tỷ đồng doanh thu, tương đương 34-41% doanh thu hợp nhất của HSG. Hiện tại, các sản phẩm tự sản xuất của HSG đóng góp 90% doanh thu của HSH, với 10% còn lại từ các sản phẩm thương mại (các thương hiệu đối tác và OEM). Tầm nhìn của HSG khá tham vọng: đến năm 2030, mức đóng góp của các sản phẩm thương mại được kỳ vọng tăng mạnh hơn, khoảng 30-50% tổng doanh thu của HSH.

Sau khi được thông qua tại ĐHCĐ diễn ra vào tháng 3/2025, công ty đã tách HSH thành một pháp nhân riêng biệt vào tháng 11/2025. Động thái chiến lược này mở đường cho HSH theo đuổi kế hoạch IPO và niêm yết sau đó trong những năm tới. Việc này được kỳ vọng sẽ mở khóa giá trị tiềm năng cho cổ đông bằng cách làm nổi bật mảng phân phối vốn có tốc độ tăng trưởng cao. Tuy nhiên, bước đi này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến HSG trong BCTC hợp nhất và không ảnh hưởng đến dự báo của chúng tôi.

Dự báo mới cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028

Nhằm phản ánh sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng và tình trạng kém hiệu quả của nỗ lực bù đắp cho phần sụt giảm trong thời gian dài của sản lượng xuất khẩu, cùng với việc tăng giá định tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu, HSC giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận thuần cho NĐTC 2025-2026 và NĐTC 2026-2027. Các giả định chính của chúng tôi như sau:

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2025-2026 không đổi ở mức 730 tỷ đồng, sau đó phục hồi 15% trong NĐTC 2026-2027 lên 843 tỷ đồng và tiếp tục tăng trưởng 4% trong NĐTC 2027-2028 lên 879 tỷ đồng, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR trong 3 năm là 6,4%.

Bảng 25: Dự báo cũ và dự báo mới, HSG

Hạ dự báo lợi nhuận thuần NĐTC 2026-2027 bình quân 14%, do giảm giả định sản lượng tiêu thụ

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới		% điều chỉnh			Tăng trưởng				
Chỉ tiêu	FY9/25	FY9/26	FY9/27	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/25A	FY9/26	FY9/27	FY9/26	FY9/27	FY9/28
Doanh thu thuần	37,213	41,280	45,747	40,562	44,953	49,628	-1.8%	-1.7%	-1.7%	11.0%	10.8%	10.4%
Lợi nhuận thuần	790	855	973	730	843	879	-7.4%	-14.6%	-13.4%	-0.2%	15.4%	4.3%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	370	855	973	730	843	879	-4.1%	-14.6%	-13.4%	106%	15.4%	4.3%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Các giả định chính, HSG

Giả định sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 9.7%/10%/10% trong NĐTC 2026-2027-28

Chỉ tiêu	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Tôn mạ (tấn)	1,379,677	1,513,674	1,665,041	1,831,545
Tăng trưởng	-11.0%	9.7%	10.0%	10.0%
Ông thép (tấn)	417,260	443,346	465,513	488,789
Tăng trưởng	16.2%	6.3%	5.0%	5.0%
Ông nhựa (tấn)	49,700	52,185	54,794	57,534
Tăng trưởng	18.3%	5.0%	5.0%	5.0%
Giá bán bình quân sản phẩm tự sản xuất (triệu đ/tấn)	18.5	18.7	19.0	19.3
Tăng trưởng	-2.8%	1.3%	1.5%	1.5%
Doanh thu sản phẩm tự sản xuất (Tỷ đồng)	34,111	37,579	41,487	45,819
Tăng trưởng	-8.0%	10.2%	10.4%	10.4%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HSG

HSC gần như giữ nguyên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp nhưng tăng giả định chi phí BH&QL, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thuần vị thu hẹp

(%)	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Chi phí BH&QL/doanh thu thuần	10.3%	10.5%	10.2%	10.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.4%	12.0%	11.8%	11.6%
Tỷ suất LNTT	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.0%	1.8%	1.9%	1.8%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm giá mục tiêu đối với HSG xuống 15.900đ (từ 18.500đ trước đó) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Chúng tôi cũng hạ khuyến nghị đối với HSG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ), với rủi ro giảm giá là 6% tại giá mục tiêu mới. Chi tiết như sau:

- Chúng tôi giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2024-2025 đến NĐTC 2026-2027 như đã thảo luận ở phần trên.
- Giả định WACC được điều chỉnh giảm xuống 13,1% (từ 13,5% trước đó) sau khi giảm hệ số beta trong 5 năm xuống 1,46 lần từ 1,5 lần trước đó, theo cập nhật của Bloomberg.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%.

Bảng 28: Tính toán FCFF, HSG

Chúng tôi dự báo dòng tiền sẽ ổn định trong các năm tới, do không có chi phí đầu tư

Tỷ đồng	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Thu nhập thuần	732	730	843	879
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	161	124	134	133
+ Khấu hao	904	804	806	808
- Thay đổi vốn lưu động	2,271	(956)	373	92
- Chi phí đầu tư cơ bản	(193)	(81)	(90)	(99)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,875	621	2,066	1,812

Nguồn: HSC

Bảng 29: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HSG

Hạ giả định chi phí vốn CSH từ 17,1% xuống mức 16,8%...

CAPM	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH	16.8%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	5.5%
Thuế suất	12.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Cơ cấu nguồn vốn và WACC, HSG

...theo đó WACC giảm xuống 13,1% từ mức 13,5% trước đó

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	68.9%
Nợ / Tổng nguồn vốn	31.1%
WACC	13.1%

Nguồn: HSC

Bảng 31: Định giá DCF, HSG

Giá mục tiêu gần như không đổi tại 15.900đ (rủi ro giảm giá 6%)

Tỷ đồng	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	621	2,066	1,812
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)			1.0%
Giá trị dài hạn			15,145
Dòng tiền tương lai	621	2,066	16,957
Giá trị hiện tại	621	1,827	11,890
Giá trị của doanh nghiệp	14,338		
- Tổng nợ	(4,996)		
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	556		
Giá trị của vốn CSH	9,897		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	621		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2026	15,900		

Nguồn: HSC

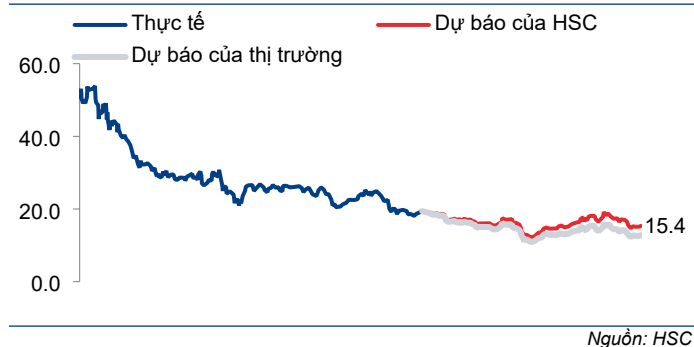
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,7 lần. Cổ phiếu cũng có P/B dự phóng cho ÑĐTC 2024-2025 là 0,92 lần, thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần.

Đáng chú ý, mặc dù HSG hiện đang giao dịch với mức định giá thấp hơn so với bình quân 3 năm, chúng tôi vẫn không cho rằng cổ phiếu này hấp dẫn khi so sánh với các công ty cùng ngành như HPG (Mua vào, giá mục tiêu 36.800đ). Lợi nhuận thuần của HPG dự kiến đạt mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 33,3%, cao hơn so với mức kỳ vọng 6,4% cho HSG. Hơn nữa, bên cạnh tốc độ tăng trưởng vượt trội, HPG cũng đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm khá hấp dẫn là 9,4 lần (thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 13,1 lần). Trong khi đó, hình sách bảo hộ dành cho các nhà sản xuất HRC trong nước – tạo ra yếu tố bất lợi cho các công ty hạ nguồn như HSG – chúng tôi nhận thấy tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng là rất hạn chế.

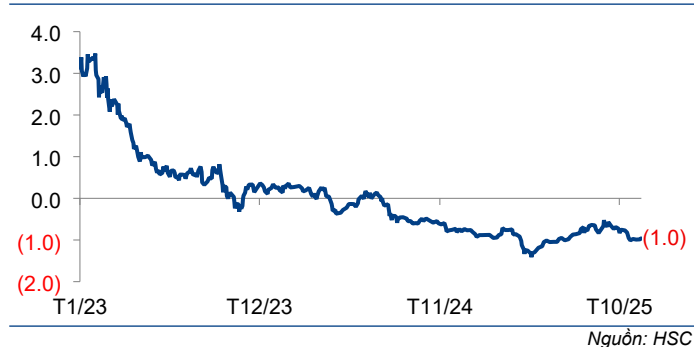
Bảng 32: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG

HSG hiện giao dịch tại /E trượt dự phóng 1 năm là 15,4 lần ...



Bảng 33: Độ lệch chuẩn so với bình quân, HSG

... so với bình quân ở mức 23,7 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
Doanh thu	39,272	36,538	40,562	44,953	49,628
Lợi nhuận gộp	4,264	4,516	4,874	5,302	5,757
Chi phí BH&QL	(3,840)	(3,776)	(4,259)	(4,585)	(5,012)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	423	740	615	716	744
Lãi vay thuần	87.2	8.54	121	136	168
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	40.6	71.3	75.5	83.7	92.4
LNTT	551	820	811	936	1,004
Chi phí thuế TNDN	(36.5)	(88.6)	(81.2)	(93.7)	(126)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.04)	0.01	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	515	732	730	843	879
Lợi nhuận thuần ĐC	479	680	679	784	817
EBITDA ĐC	1,413	1,644	1,419	1,522	1,552
EPS (đồng)	835	1,178	1,176	1,357	1,415
EPS ĐC (đồng)	777	1,096	1,093	1,262	1,316
DPS (đồng)	500	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	616	621	621	621	621
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	616	621	621	621	621
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	616	621	621	621	621

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
Tiền & tương đương tiền	602	428	450	2,062	3,349
Đầu tư ngắn hạn	30.6	81.2	106	137	178
Phải thu khách hàng	2,985	2,189	2,434	2,697	2,978
Hàng tồn kho	9,712	8,199	9,329	8,991	8,933
Các tài sản ngắn hạn khác	844	809	898	995	1,141
Tổng tài sản ngắn hạn	14,174	11,706	13,217	14,883	16,580
TSCĐ hữu hình	3,915	3,900	3,119	2,346	1,580
TSCĐ vô hình	196	220	231	243	255
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	665	772	772	772	772
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	616	2,351	2,465	2,590	2,727
Tổng tài sản dài hạn	5,391	7,244	6,588	5,951	5,333
Tổng cộng tài sản	19,566	18,950	19,805	20,834	21,913
Nợ ngắn hạn	5,364	4,404	4,996	5,155	5,265
Phả trả người bán	2,328	2,050	2,434	2,697	2,978
Nợ ngắn hạn khác	635	799	885	975	1,111
Tổng nợ ngắn hạn	8,632	7,598	8,699	9,253	9,824
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.71	0.71	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0.71	0.71	0	0	0
Tổng nợ phải trả	8,649	7,614	8,716	9,272	9,844
Vốn chủ sở hữu	10,901	11,319	11,073	11,546	12,053
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.1	16.0	16.0	16.0	16.0
Tổng vốn chủ sở hữu	10,917	11,335	11,089	11,562	12,069
Tổng nợ phải trả và VCSH	19,566	18,950	19,805	20,834	21,913
BVPS (đ)	17,697	18,228	17,831	18,593	19,409
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,762	3,976	4,546	3,093	1,915

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
EBIT	423	740	615	716	744
Khấu hao	(990)	(904)	(804)	(806)	(808)
Lãi vay thuần	87.2	8.54	121	136	168
Thuế TNDN đã nộp	(84.9)	(92.4)	(97.4)	(112)	(151)
Thay đổi vốn lưu động	(3,005)	2,125	(462)	(1,167)	(1,137)
Khác	311	(136)	197	220	260
LCT thuần từ HKKD	(1,415)	3,660	1,108	518	535
Đầu tư TS dài hạn	(771)	(2,598)	(81.1)	(89.9)	(99.3)
Góp vốn & đầu tư	(4.26)	(83.2)	3.47	3.27	9.31
Thanh lý	50.9	89.5	63.7	63.8	63.9
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(724)	(2,591)	(14.0)	(22.9)	(26.1)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	22.1	27.9	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,428	(960)	(912)	1,352	1,090
Khác	(308)	(310)	(159)	(236)	(312)
LCT thuần từ HĐTC	2,142	(1,242)	(1,072)	1,116	778
Tiền & tương đương tiền đầu kì	597	602	428	450	2,062
LCT thuần trong kỳ	3.55	(174)	22.4	1,612	1,287
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.66	(0.33)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	602	428	450	2,062	3,349
Dòng tiền tự do	(2,185)	1,062	1,027	428	436

Các chỉ số tài chính	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	10.9	12.4	12.0	11.8	11.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.60	4.50	3.50	3.39	3.13
Tỷ suất LNT (%)	1.31	2.00	1.80	1.87	1.77
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.63	10.8	10.0	10.0	12.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	(6.96)	11.0	10.8	10.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	8.08	16.4	(13.7)	7.27	1.96
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,615	42.1	(0.19)	15.4	4.28
Tăng trưởng EPS (%)	1,615	41.0	(0.19)	15.4	4.28
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,615	41.0	(0.19)	15.4	4.28
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	59.8	42.4	42.5	36.8	35.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.75	6.58	6.52	7.45	7.45
ROACE (%)	3.90	6.64	5.48	6.32	6.29
Vòng quay tài sản (lần)	2.13	1.90	2.09	2.21	2.32
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.34)	4.94	1.80	0.72	0.72
Số ngày tồn kho	101	93.5	95.4	82.8	74.3
Số ngày phải thu	31.1	25.0	24.9	24.8	24.8
Số ngày phải trả	24.3	23.4	24.9	24.8	24.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	45.5	37.1	43.3	29.1	18.4
Nợ/tài sản (%)	28.4	24.4	26.5	26.1	25.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.94	2.81	3.69	3.57	3.59
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.64	1.54	1.52	1.61	1.69
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.39	0.39	0.37	0.30	0.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	8.77	10.5	8.85	7.90
P/E (lần)	20.2	14.3	14.3	12.4	11.9
P/E ĐC (lần)	21.7	15.4	15.4	13.4	12.8
P/B (lần)	0.95	0.92	0.94	0.91	0.87
Lợi suất cổ tức (%)	2.97	2.97	2.97	2.97	2.97

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng)

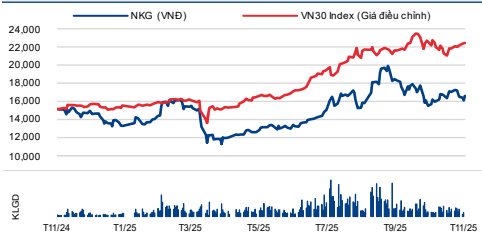
Giá mục tiêu: VNĐ17,200 (từ VNĐ15,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/11/2025)	16,600
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,300-19,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,430
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	282
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	196
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	6.25%
Tỷ lệ freefloat	79.6%
Cổ đông lớn	Hồ Minh Quang (15.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.10	4.73	9.56
So với chỉ số	8.27	0.68	(26.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lịch
2025F	607	791	(23.3)
2026F	979	1,158	(15.4)
2027F	1,454	1,433	1.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tập đoàn Nam Kim là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành tôn Việt Nam. 60-65% doanh thu đến từ các hoạt động xuất khẩu và thị trường xuất khẩu chính của NKG bao gồm các nước Đông Nam Á, Mỹ và Châu Âu.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nhà máy Phú Mỹ sẽ đóng góp lợi nhuận từ Q2/2026; nâng khuyến nghị lên Năm giữ

- HSC nâng khuyến nghị đối với NKG lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng) đồng thời tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 17.200đ (tiềm năng tăng giá 4%) dựa trên các giả định định giá cơ bản mới.
- HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm ở mức 14,8%. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 tăng trưởng lần lượt ở mức -37%, 61% và 48%. Do đó, lợi nhuận thuần Q4/2025 dự kiến sẽ đạt 79 tỷ đồng, tăng 331% so với cùng kỳ và tăng 60% so với quý trước.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% kể từ khi chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng vào ngày 30/9/2025, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 22,9 lần, nhưng vẫn cao hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành. NKG vẫn dễ bị ảnh hưởng bởi các chính sách bảo hộ trên toàn cầu.

Sự kiện: Dự báo lợi nhuận Q4/2025

Sản lượng tiêu thụ trong tháng 10/2025 giảm 13,2% so với cùng kỳ xuống 68.583 tấn. Kết quả trên cho thấy sự tương phản rõ rệt giữa các phân khúc sản phẩm: Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 48,3% so với cùng kỳ (nhưng phục hồi 39,6% so với tháng trước), trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước giảm nhẹ 1,7% so với cùng kỳ và 8% so với tháng trước, do ảnh hưởng của điều kiện thời tiết bất lợi. Tổng sản lượng tiêu thụ 10 tháng đầu năm 2025 đạt 669.997 tấn (giảm 12,2% so với cùng kỳ), bằng 79% dự báo cho cả năm 2025 của HSC. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh trong những tháng cuối năm, nhờ rơi vào mùa cao điểm của hoạt động xây dựng và nhu cầu tăng cao từ hoạt động tái xây dựng sau thiên tai trên khắp cả nước.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Do sản lượng tiêu thụ tháng 10/2025 và 10 tháng đầu năm 2025 phần lớn sát với kỳ vọng, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 14,8%. Cụ thể, chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2025, 2026 và 2027 đạt lần lượt 286 tỷ đồng (giảm 37% so với cùng kỳ), 461 tỷ đồng (tăng trưởng 61%) và 685 tỷ đồng (tăng trưởng 48%). Dự báo cho năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 dự kiến đạt 79 tỷ đồng, tăng 331% so với cùng kỳ và tăng 60% so với quý trước, nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện trong những tháng gần đây và do so với mức nền thấp.

Đáng chú ý, đà tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2026 trở đi chủ yếu sẽ được thúc đẩy bởi công suất mới được bổ sung là 1 triệu tấn/năm (tăng 91%) từ nhà máy Phú Mỹ. Dự kiến nhà máy này sẽ bắt đầu có đóng góp vào lợi nhuận từ Q2/2026 trở đi.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% kể từ khi HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng vào ngày 30/9/2025 (nhưng tăng 7% so với tháng trước), NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 22,9 lần nhưng vẫn cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành. Chúng tôi tăng 14% giá mục tiêu lên 17.200đ dựa trên các giả định định giá mới (chúng tôi điều chỉnh giả định hệ số beta xuống 1,5 lần từ 1,6 lần trước đó, theo Bloomberg, và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026). HSC nâng khuyến nghị lên Năm giữ, với tiềm năng tăng giá là 4% tại giá mục tiêu mới. Do NKG vẫn dễ bị ảnh hưởng bởi các chính sách bảo hộ thương mại trên toàn cầu, chúng tôi cho rằng định giá của cổ phiếu đang sát với giá trị hợp lý.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	749	1,064	822	1,262	1,576
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	117	453	286	461	685
EPS ĐC (đồng)	249	962	607	979	1,454
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,598	18,584	17,194	18,246	19,198
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	10.5	14.1	9.86	8.02
P/E ĐC (lần)	66.6	17.3	27.4	16.9	11.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.81	0.89	0.97	0.91	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	(36.9)	61.4	48.4
ROAE (%)	2.19	8.02	4.21	5.82	8.17

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

Lợi nhuận Q4/2025 cải thiện từ mức nền thấp & dấu hiệu phục hồi

Lợi nhuận thuần Q4/2025 của NKG dự kiến vững chắc ở mức 79 tỷ đồng (tăng 331% so với cùng kỳ và tăng 60% so với quý trước), nhờ hưởng lợi từ mức nền thấp và các dấu hiệu cho thấy nhu cầu ổn định (xuất khẩu giảm chậm lại). Mặc dù KQKD năm 2025 vẫn còn thấp do sản lượng xuất khẩu giảm, nhưng dự kiến sẽ tăng tốc trong những năm tiếp theo khi nhà máy Phú Mỹ mới sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng 61% (năm 2026) và 48% (năm 2027). Dựa trên mức định giá hiện tại, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với NKG lên Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), với giá mục tiêu mới là 17.200đ (sau khi điều chỉnh tăng 14%, tiềm năng tăng giá là 4%).

Dự báo lợi nhuận Q4/2025

Sản lượng tiêu thụ trong tháng 10/2025 giảm 13,2% so với cùng kỳ xuống 68.583 tấn. Trong đó:

- Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 48,3% so với cùng kỳ nhưng tăng 39,6% so với tháng trước, đạt 25.168 tấn.
- Trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước giảm nhẹ 1,7% so với cùng kỳ và 8% so với tháng trước xuống 43.415 tấn, bị ảnh hưởng bởi lũ lụt và bão trong thời gian gần đây.

So với tháng trước, sản lượng xuất khẩu rất có khả năng đã chạm đáy vào tháng 9/2025, cho thấy những dấu hiệu phục hồi ban đầu trong tháng 10 và dự kiến tiếp tục phục hồi sau đó (Bảng 34, Biểu đồ 35-36). Trong khi đó, nhu cầu trong nước vẫn ở mức cao, ngay cả với tác động tiềm năng có tính tạm thời từ các diễn biến thời tiết bất lợi trong thời gian gần đây tại Việt Nam.

Do đó, tổng sản lượng tiêu thụ 10 tháng đầu năm 2025 đạt 669.997 tấn (giảm 12,2% so với cùng kỳ), do sản lượng xuất khẩu giảm 52,3% so với cùng kỳ, mặc dù sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 26,1% so với cùng kỳ.

Sản lượng tiêu thụ trong 10 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 79% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi. HSC dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh trong những tháng cuối năm, nhờ rơi vào mùa cao điểm của hoạt động xây dựng và nhu cầu tăng cao từ hoạt động tái xây dựng sau thiên tai trên khắp cả nước.

Dựa trên những số liệu trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 79,3 tỷ đồng, tăng 331% so với cùng kỳ và tăng 60% so với quý trước sản lượng tiêu thụ cải thiện và tỷ suất lợi nhuận mở rộng. (Bảng 38).

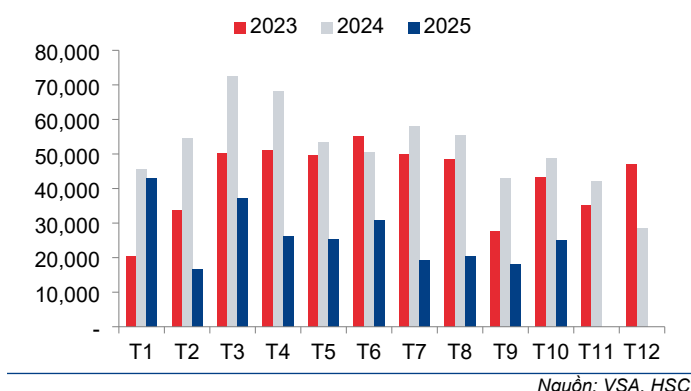
Bảng 34: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo thị trường, NKG

Do xuất khẩu suy yếu kéo dài, sản lượng bán ra trong tháng 10/2025 và lũy kế 10 tháng năm 2025 lần lượt giảm 26% so với cùng kỳ và 23% so với cùng kỳ

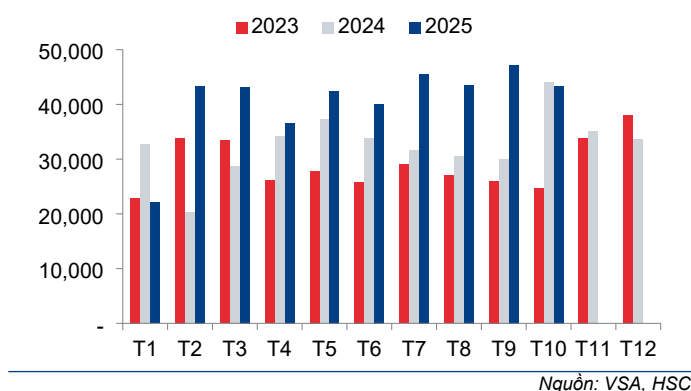
tấn	T10-24	T10-25	So với cùng kỳ	So với tháng trước	10T24	10T25	So với cùng kỳ
Tổng sản lượng tiêu thụ	92,830	68,583	-26.1%	5.1%	873,304	669,997	-23.3%
Trong nước	44,148	43,415	-1.7%	-8.0%	323,371	407,656	26.1%
Xuất khẩu	48,682	25,168	-48.3%	39.6%	549,933	262,341	-52.3%
Tỷ trọng doanh thu	100.0%	100.0%			100.0%	100.0%	
Trong nước	47.6%	63.3%			37.0%	60.8%	
Xuất khẩu	52.4%	36.7%			63.0%	39.2%	

Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 35: Sản lượng xuất khẩu theo tháng (tấn), NKG
T9-2025 ghi nhận sản lượng xuất khẩu thấp kỷ lục...

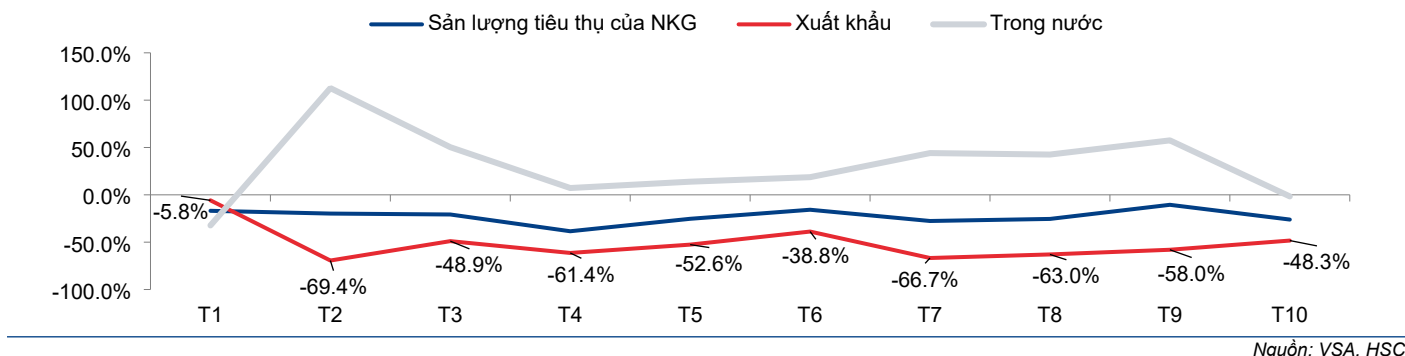


Biểu đồ 36: Sản lượng tiêu thụ trong nước theo tháng (tấn), NKG
...Trong khi nhu cầu trong nước duy trì ổn định



Biểu đồ 37: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ theo thị trường qua các tháng, NKG

Mức độ giảm của sản lượng xuất khẩu chậm lại, cho thấy tiềm năng hồi phục trong năm 2026



Bảng 38: Ước tính lợi nhuận Q4/2025, NKG

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 79 tỷ đồng, tăng 331% so với cùng kỳ và 60% so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/25	Q3/25	Q4/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	2025F	So với cùng kỳ
Net sales	4,469	3,773	4,102	-8.2%	8.7%	20,609	15,774	-23.5%
Net profit	18.4	49.5	79.3	330.8%	60.2%	453.0	285.9	-36.9%

Nguồn: HSC

Giữ nguyên báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 ở mức 286 tỷ đồng, giảm 37% so với cùng kỳ, do tác động của sản lượng xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài. Cho năm 2026-2027, chúng tôi tiếp tục dự báo lợi nhuận sẽ phục hồi, với mức tăng trưởng 61%/48%, nhờ (1) so với mức nền thấp trong năm 2025 và (2) đóng góp từ nhà máy Phú Mỹ mới.

Bảng 39: Dự báo lợi nhuận, NKG

Không thay đổi, dự báo sẽ hồi phục mạnh trong năm 2026-2207, nhờ mức nền so sánh thấp và đóng góp từ nhà máy Phúc Mỹ từ Q2/2206 trở đi

Tỷ đồng	Thực tế		Dự báo cũ				Dự báo mới			So với cùng kỳ			
	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	20,609	15,774	19,691	23,287	15,774	19,691	23,287	-23.5%	24.8%	18.3%			
Lợi nhuận thuần	453	286	461	685	286	461	685	-36.9%	61.4%	48.4%			
Lợi nhuận 'cốt lõi'	453	186	461	685	186	461	685	-59.0%	148.3%	48.4%			

Nguồn: HSC

Dự án Phú Mỹ mới: Thông tin chi tiết

Xin nhắc lại, tại ĐHCĐ gần đây, được tổ chức vào tháng 4/2024, cổ đông đã thông qua kế hoạch xây nhà máy thép mới với tổng vốn đầu tư 4,5 nghìn tỷ đồng, bổ sung thêm 1.000.000 tấn thép thành phẩm mỗi năm (điều chỉnh tăng từ mức 800.000 tấn ban đầu), nâng tổng công suất thiết kế lên 2,1 triệu tấn, tăng 91%. Trong đó:

- 400.000 tấn tôn mạ mỗi năm, nâng tổng công suất tôn mạ hàng năm lên 1,5 triệu tấn (từ mức hiện tại là 1,1 triệu tấn), tương ứng với mức tăng 36%.
- 600.000 tấn thép tấm chất lượng cao, như thép cán nguội cứng CRFH, thép cuộn cán nóng PO và thép cán nguội CRC. Ngoài các công ty FDI như Posco (Hàn Quốc) và CSVN (liên doanh giữa Trung Quốc và Nhật Bản), hầu như không có công ty bán những sản phẩm này. Việc sản xuất những dòng sản phẩm này giúp NKG giảm áp lực cạnh tranh cũng như áp lực từ các chính sách bảo hộ thương mại hơn so với việc phân phối các sản phẩm tôn mạ, tôn mạ kẽm, tôn mạ hợp kim và tôn lạnh màu. Những sản phẩm mới này, sẽ được bán tại thị trường trong nước (ước khoảng 65%) và xuất khẩu (ước khoảng 35%), được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp hỗ trợ, máy móc, công nghiệp ô tô và đồ gia dụng. Những sản phẩm này sẽ giúp NKG cải thiện tỷ suất lợi nhuận nhờ tạo ra cơ cấu sản phẩm tốt hơn.

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

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

Bảng 40: Giá định sản lượng tiêu thụ, NKG

Chúng tôi dự báo nhu cầu sẽ phục hồi trong giai đoạn 2026-2027 so với mức thấp kỷ lục năm 2025

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

Nguồn: HSC

Bảng 41: Hiệu suất của các nhà máy, NKG

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

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

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Nắm giữ với giá mục tiêu mới là 17.200đ (tiềm năng tăng giá 4%)

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận nhưng tăng 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 17.200đ (tiềm năng tăng giá 4%). Việc điều chỉnh giá mục tiêu phần lớn mang tính kỹ thuật: Chúng tôi chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (cho phép chúng tôi phản ánh giá trị từ đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực khi nhà máy Phú Mỹ mới đi vào vận hành, dẫn đến định giá cao hơn mà không cần điều chỉnh dự báo lợi nhuận ngay lúc này) và giảm giá định hệ số beta xuống 1,5 lần từ 1,6 lần trước đó (theo Bloomberg).

HSC giữ nguyên giá định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%. Theo đó, WACC giảm xuống 12% từ 12,4% trước đó. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 1%.

Bối cảnh định giá

NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 22,9 lần. Cổ phiếu được định giá một cách thận trọng do công ty

rất dễ bị ảnh hưởng bởi các chính sách bảo hộ thương mại trên toàn cầu. Nâng khuyến nghị lên **Năm giữ**.

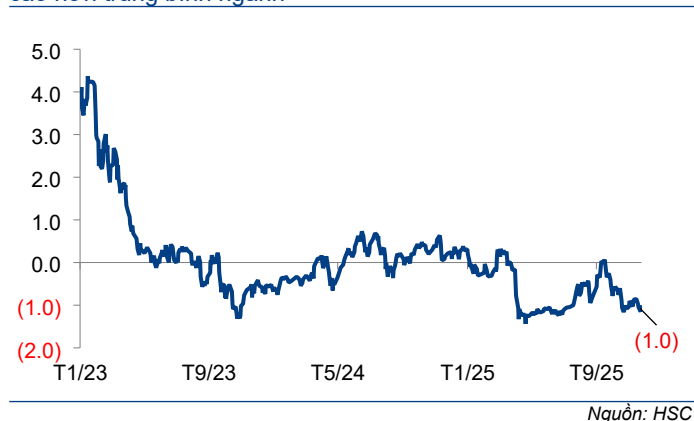
Biểu đồ 42: P/E trượt dự phóng 1 năm, NKG

NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,2 lần...



Biểu đồ 43: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, NKG

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



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	18,596	20,609	15,774	19,691	23,287
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	1,371	1,815	2,303
Chi phí BH&QL	(739)	(1,138)	(946)	(1,241)	(1,467)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	373	694	425	574	836
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(75.1)	(40.8)	(68.7)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.24	0.72	7.45	9.24	10.7
LNTT	177	558	357	543	778
Chi phí thuế TNDN	(59.9)	(105)	(71.5)	(81.4)	(93.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	117	453	286	461	685
Lợi nhuận thuần ĐC	112	430	272	438	651
EBITDA ĐC	749	1,064	822	1,262	1,576
EPS (đồng)	446	1,434	639	1,031	1,530
EPS ĐC (đồng)	249	962	607	979	1,454
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	263	316	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	263	316	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	785	392	632	976	1,825
Đầu tư ngắn hạn	290	247	124	61.8	74.1
Phải thu khách hàng	1,927	1,943	1,420	1,772	2,212
Hàng tồn kho	5,719	6,690	4,609	5,363	6,295
Các tài sản ngắn hạn khác	602	930	789	985	1,164
Tổng tài sản ngắn hạn	9,323	10,202	7,572	9,157	11,571
TSCĐ hữu hình	2,301	2,231	5,084	5,392	4,664
TSCĐ vô hình	332	321	328	336	344
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.18	525	525	525	525
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	276	240	216	194	175
Tổng tài sản dài hạn	2,913	3,317	6,152	6,446	5,707
Tổng cộng tài sản	12,235	13,519	13,725	15,604	17,278
Nợ ngắn hạn	4,768	6,312	4,321	5,005	5,876
Phả trả người bán	1,631	856	720	894	1,049
Nợ ngắn hạn khác	178	194	203	213	225
Tổng nợ ngắn hạn	6,784	7,621	5,529	6,426	7,495
Nợ dài hạn	0	0	473	985	1,164
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	27.4	25.9	25.9	25.9	25.9
Nợ dài hạn khác	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Tổng nợ dài hạn	28.3	26.8	500	1,011	1,191
Tổng nợ phải trả	6,812	7,648	6,029	7,437	8,686
Vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	7,696	8,166	8,592
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,423	5,871	7,696	8,166	8,592
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,235	13,519	13,725	15,604	17,278
BVPS (đ)	20,598	18,584	17,194	18,246	19,198
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,982	5,920	4,162	5,014	5,215

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	373	694	425	574	836
Khấu hao	(376)	(370)	(397)	(687)	(740)
Lãi vay thuần	(196)	(136)	(75.1)	(40.8)	(68.7)
Thuế TNDN đã nộp	(7.38)	(53.4)	(71.5)	(81.4)	(93.4)
Thay đổi vốn lưu động	(346)	(1,632)	2,333	(1,398)	(1,723)
Khác	(419)	(127)	(67.7)	(31.5)	(58.0)
LCT thuần từ HĐKD	269	(541)	3,294	20.1	27.7
Đầu tư TS dài hạn	(130)	(901)	(70.4)	(4,521)	(69.7)
Góp vốn & đầu tư	(30.5)	(800)	0	0	0
Thanh lý	15.0	341	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(146)	(1,360)	(70.4)	(4,521)	(69.7)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	(226)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(309)	1,510	(2,984)	4,845	1,117
Khác	(33.8)	(3.07)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(342)	1,507	(2,984)	4,845	891
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,005	785	392	632	976
LCT thuần trong kỳ	(220)	(393)	240	344	849
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.39)	(0.71)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	785	392	632	976	1,825
Dòng tiền tự do	138	(1,441)	3,223	(4,500)	(42.0)
Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.98	8.89	8.69	9.22	9.89
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	4.03	5.16	5.21	6.41	6.77
Tỷ suất LNT (%)	0.63	2.20	1.81	2.34	2.94
Thuế TNDN hiện hành (%)	33.8	18.8	20.0	15.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.4)	10.8	(23.5)	24.8	18.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	58.9	42.1	(22.7)	53.4	24.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	194	286	(36.9)	61.4	48.4
Tăng trưởng EPS (%)	194	222	(55.5)	61.4	48.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	155	286	(36.9)	61.4	48.4
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.19	8.02	4.21	5.82	8.17
ROACE (%)	6.90	12.2	6.03	6.61	8.82
Vòng quay tài sản (lần)	1.45	1.60	1.16	1.34	1.42
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.72	(0.78)	7.75	0.03	0.03
Số ngày tồn kho	119	130	117	110	109
Số ngày phải thu	40.2	37.8	36.0	36.2	38.5
Số ngày phải trả	34.1	16.6	18.2	18.3	18.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	76.1	102	55.2	62.6	61.9
Nợ/tài sản (%)	40.2	47.3	35.6	39.0	41.4
EBIT/lãi vay (lần)	1.90	5.08	5.66	14.1	12.2
Nợ/EBITDA (lần)	6.56	6.01	5.93	4.82	4.53
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.37	1.34	1.37	1.43	1.54
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.45	0.54	0.73	0.63	0.54
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	10.5	14.1	9.86	8.02
P/E (lần)	37.2	11.6	26.0	16.1	10.8
P/E ĐC (lần)	66.6	17.3	27.4	16.9	11.4
P/B (lần)	0.81	0.89	0.97	0.91	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn