

Ngành thép: Sẵn sàng cho tăng trưởng mạnh trong năm 2026

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

- Việt Nam đang đẩy nhanh tốc độ phát triển thông qua kế hoạch đầu tư công quy mô lớn, tập trung vào nhóm dự án trọng điểm như sân bay quốc tế/trung tâm logistics và mạng lưới giao thông đồng bộ trên toàn quốc. Động lực này đang thúc đẩy nhu cầu thép và các VLXD khác - nhiều khả năng sẽ bù đắp phần lớn cho những khó khăn từ hoạt động xuất khẩu toàn cầu.
- Các biện pháp bảo hộ thương mại trong nước mạnh mẽ hơn được đưa ra trong năm 2026 sẽ tạo ra vùng đệm thiết yếu cho các nhà sản xuất thép trong nước. Khi cạnh tranh quy mô lớn vẫn còn ở phía xa, các công ty đầu ngành đã kịp khẳng định được vị thế nhờ tận dụng cơ hội lớn để tối ưu hóa sản lượng và hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng.
- Năm 2026 được xem là 'năm bản lề' có tính quyết định đối với cổ phiếu lựa chọn hàng đầu là HPG (Mua vào; Giá mục tiêu là 36.300đ). Theo quan điểm của HSC, đây là thời điểm bắt đầu của một chu kỳ lợi nhuận tăng khi công suất sản xuất mới được đưa vào vận hành đúng thời điểm nhu cầu trong nước tăng mạnh.

Phân tích KQKD năm 2025: Cột mốc kỷ lục về sản lượng tiêu thụ thép

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), ngành thép đã đạt mức sản lượng tiêu thụ kỷ lục 34,2 triệu tấn trong năm 2025, tăng trưởng 9,5%. Cột mốc này đặc biệt có ý nghĩa khi KQKD tại thị trường trong nước đã bù đắp cho phần sụt giảm ở thị trường xuất khẩu.

Trong khi kim ngạch xuất khẩu giảm 27,2% so với cùng kỳ (xuống 7,5 triệu tấn), nhu cầu trong nước tăng vọt 27,6% (đạt 26,7 triệu tấn) trong năm 2025. Mức tăng trưởng tại thị trường trong nước đã tạo ra sự bù đắp quan trọng, giúp ổn định thị trường chung. Trong đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng trưởng 11,6%, thiết lập mức đỉnh mới 13,3 triệu tấn, vượt qua kỷ lục trước đó vào năm 2022. Đà tăng trưởng này có được chủ yếu là nhờ giải ngân đầu tư công tăng 28,8% và hoạt động xây dựng được thúc đẩy trên toàn quốc. Đối với HRC, sản lượng tiêu thụ đạt kỷ lục 8,5 triệu tấn (tăng 28,5% so với cùng kỳ), nhờ các chính sách bảo hộ chủ động dành cho các nhà sản xuất trong nước.

Năm 2026 và xa hơn: Tiềm năng cho một "siêu chu kỳ" về nhu cầu thép tại Việt Nam

Chính phủ đang thúc đẩy tăng trưởng thông qua làn sóng đầu tư công quy mô khổng lồ. Sự chuyển dịch chiến lược này tập trung vào hệ thống hạ tầng huyết mạch, bao gồm các tổ hợp công nghiệp quy mô lớn, các trung tâm hàng không/logistics quốc tế và mạng lưới giao thông đồng bộ trên toàn quốc.

Mặc dù việc siết chặt tín dụng đối với các nhà phát triển bất động sản vẫn là điểm khiến thị trường thận trọng, nhưng quy mô khổng lồ của hạ tầng quốc gia và việc đẩy mạnh phân khúc BĐS thương mại vừa túi tiền đang thừa sức bù đắp cho bất kỳ sự sụt giảm nào của phân khúc BĐS cao cấp. Việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công với quy mô lớn đang thúc đẩy nhu cầu VLXD, đặc biệt là thép, lên mức cao kỷ lục – giúp thị trường trong nước có thể bù đắp cho những khó khăn của hoạt động xuất khẩu trên toàn cầu. Các công ty dẫn đầu thị trường còn được hỗ trợ bởi các biện pháp bảo hộ tăng cường dự kiến được áp dụng trong năm 2026. Việc có thể mở rộng phạm vi bảo hộ của thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc sẽ tạo ra vùng đệm chiến lược quan trọng trước hàng nhập khẩu giá rẻ, cho phép các nhà sản xuất trong nước tối ưu hóa quyền ấn định giá.

Dựa trên tác động chung của các yếu tố này, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thép năm 2026 sẽ tăng trưởng 13,6%, đạt 38,8 triệu tấn, nhờ mức tăng trưởng lần lượt 13,9% và 28,5% của thép xây dựng và HRC.

HPG (Mua vào, Giá mục tiêu 36.300đ = Tiềm năng tăng giá 27%) tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC

Khi các yếu tố hỗ trợ về mặt cấu trúc này phát huy tác dụng, HPG có vị thế thuận lợi để tăng trưởng mạnh mẽ. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 27%.

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	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
HPG	28,500	Mua vào	-	36,300	(1.36)	27.4	9.52	7.80	6.64	5.52	1.75	1.75
HSG	15,700	Giảm tỷ trọng	-	14,500	(8.81)	(7.64)	16.1	14.6	9.34	8.04	3.18	3.18
NKG	15,600	Nắm giữ	-	15,300	(11.0)	(1.92)	19.8	16.4	10.7	9.91	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 2/3/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Nhu cầu trong nước tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng

Sản lượng tiêu thụ thép trong nước đã trở thành động lực tăng trưởng chính, bù đắp cho phần sụt giảm của sản lượng xuất khẩu trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ kéo dài trong năm 2026 và những năm tiếp theo, được hỗ trợ bởi nỗ lực thúc đẩy đầu tư công trên cả nước – một trụ cột then chốt trong tầm nhìn của Chính phủ cho kỷ nguyên tăng trưởng mới. Nhu cầu trong nước tăng mạnh và các chính sách bảo hộ thương mại thuận lợi sẽ thúc đẩy khả năng sinh lời trên toàn ngành. Chúng tôi vẫn đánh giá HPG (Mua vào) là lựa chọn hàng đầu cho năm 2026, vì cổ phiếu này mang lại cơ hội tốt nhất để hưởng lợi từ chủ đề phát triển hạ tầng trong nước.

Nhìn lại năm 2025

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ của ngành đã đạt mức kỷ lục 34,2 triệu tấn trong năm 2025, tăng trưởng 9,5%. Cột mốc này đặc biệt có ý nghĩa khi KQKD tại thị trường trong nước đã bù đắp cho phần sụt giảm ở thị trường xuất khẩu.

Nhu cầu trong nước vững chắc bù đắp cho những khó khăn của xuất khẩu: Trong khi sản lượng xuất khẩu đường đầu với môi trường đầy thách thức, giảm 27,2% xuống còn 7,5 triệu tấn do chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu, nhu cầu trong nước tăng vọt 27,6%, đạt 26,7 triệu tấn. Mức tăng trưởng tại thị trường trong nước đã tạo ra sự bù đắp quan trọng, giúp ổn định thị trường chung.

Nhu cầu thép xây dựng đạt mức kỷ lục: Trong đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng trưởng 11,6%, thiết lập mức đỉnh mới 13,3 triệu tấn, vượt qua kỷ lục trước đó vào năm 2022 (12,3 triệu tấn). Đà tăng trưởng này có được chủ yếu nhờ giải ngân đầu tư công tăng 28,8% và hoạt động xây dựng được thúc đẩy trên toàn quốc. Trong phân khúc này, sản lượng tiêu thụ trong nước tăng trưởng mạnh 17,9% trong năm 2025 (đạt 11,8 triệu tấn, vượt kỷ lục 10,1 triệu tấn trong năm 2022) và bù đắp hoàn toàn cho mức giảm 21% của sản lượng xuất khẩu (xuống còn 1,5 triệu tấn).

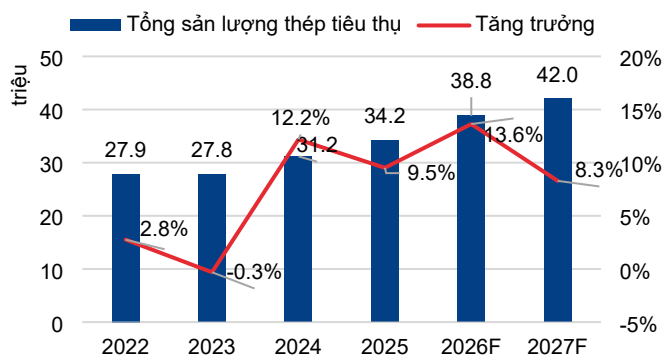
Mở rộng thị trường HRC: Sản lượng tiêu thụ HRC đạt kỷ lục 8,5 triệu tấn (tăng trưởng 28,5%). Động lực này chủ yếu được thúc đẩy bởi các chính sách bảo hộ chủ động chống lại HRC giá rẻ từ Trung Quốc, có hiệu lực tạm thời trong 120 ngày từ ngày 8/3/2025 và chính thức có hiệu lực 5 năm từ tháng 7/2025 đến tháng 7/2030. Sản lượng tiêu thụ HRC Việt Nam xét theo thị trường:

Sản lượng tiêu thụ **ống thép** cũng cải thiện 6,5% trong năm 2025 đạt 2,7 triệu tấn, một phần nhờ nhu cầu từ hoạt động xây dựng dân dụng và hạ tầng công cộng, do phần lớn nhu cầu ống thép đến từ thị trường trong nước.

Tôn mạ là phân khúc chịu ảnh hưởng nặng nề nhất do chính sách bảo hộ thương mại toàn cầu. Theo đó, sản lượng tiêu thụ tôn mạ giảm 12,5% so với cùng kỳ xuống còn 4,7 triệu tấn trong năm 2025. Trong đó, sản lượng xuất khẩu giảm mạnh 47,5% xuống còn 1,6 triệu tấn, bù trừ cho mức tăng trưởng 30,6% của sản lượng tiêu thụ trong nước (đạt 3,2 triệu tấn).

Biểu đồ 1: Sản lượng thép tiêu thụ (triệu tấn), Việt Nam

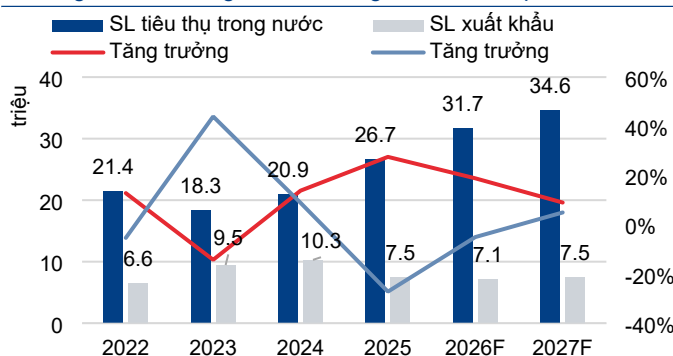
Tăng trưởng 9,5% lên mức cao kỷ lục 34,2 triệu tấn năm 2025...



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 2: Sản lượng thép tiêu thụ (triệu tấn), Việt Nam

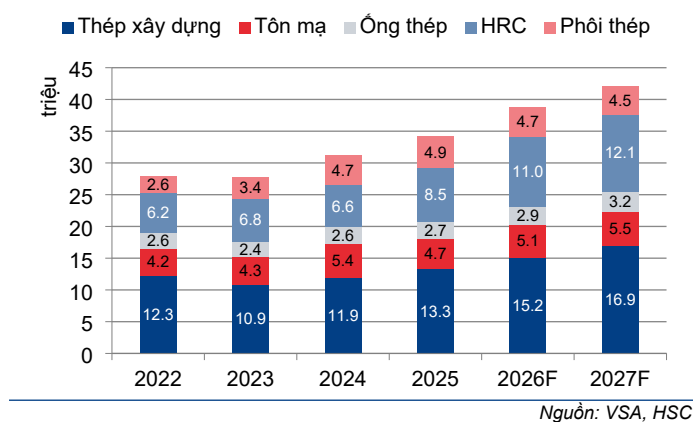
... trong đó sản lượng tiêu thụ trong nước chiếm phần lớn nhất



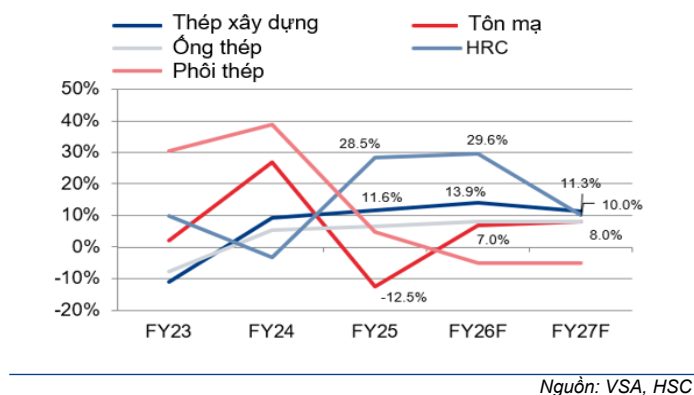
Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 3: Sản lượng thép tiêu thụ theo từng dòng sản phẩm (triệu tấn), Việt Nam

Sản lượng thép xây dựng/HRC thiết lập kỷ lục mới trong năm 2025


Biểu đồ 4: Sản lượng thép tiêu thụ theo từng dòng sản phẩm (triệu tấn), Việt Nam

HRC và thép xây dựng continue to lead the growth in 2026



Triển vọng chiến lược: "siêu chu kỳ" về nhu cầu thép tại Việt Nam

Chuyển mình nhờ nhu cầu phát triển hạ tầng của Việt Nam...

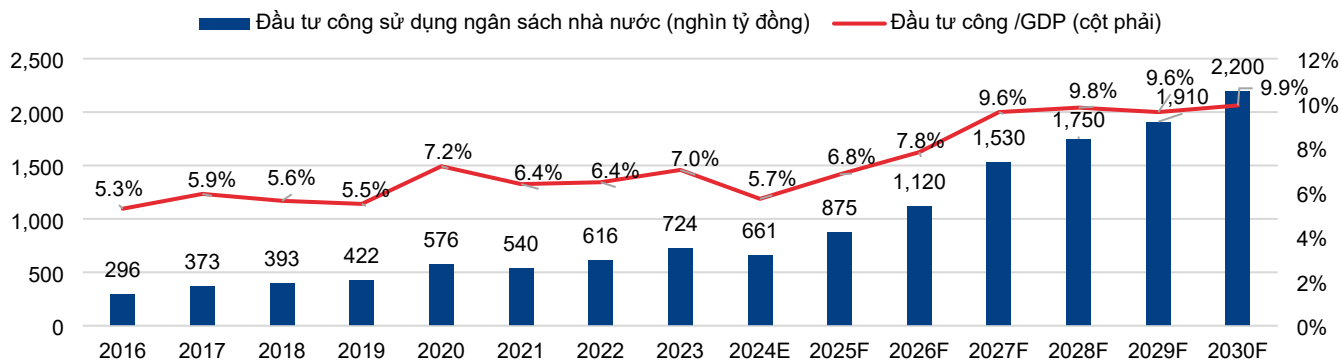
Việt Nam đã chính thức chuyển từ giai đoạn lập kế hoạch chiến lược sang giai đoạn triển khai quyết liệt. Đầu tư công đã tiến hóa từ một công cụ tài khóa đơn thuần trở thành động lực chính cho mục tiêu "Chuyển đổi Quốc gia". Khác với các gói kích thích ngắn hạn truyền thống, trọng tâm hiện được tập trung vào các tổ hợp công nghiệp quy mô lớn, các trung tâm hàng không quốc tế và mạng lưới giao thông đồng bộ tạo ra tính lan tỏa sâu rộng bền vững. Bằng cách giảm đáng kể chi phí logistics, các dự án này được thiết kế để thu hút một làn sóng thu hút vốn FDI có giá trị cao mới.

Và trên thực tế, diện mạo hạ tầng Việt Nam đang đứng trước sự chuyển mình có tính lịch sử, được minh chứng qua việc tăng cường phân bổ ngân sách Nhà nước ở mức chưa từng có:

- Đẩy nhanh tiến độ giải ngân hàng năm:** Theo Bộ Tài chính, giải ngân đầu tư công có sự gia tăng đột biến hàng năm, bắt đầu từ năm 2025 dự kiến đạt 875 nghìn tỷ đồng (tăng 32%), sau đó dự kiến tăng vọt lên 1.120 nghìn tỷ đồng (tăng 28%) vào năm 2026. Quý đạo này tiếp tục đi lên, đạt mức 2.200 nghìn tỷ đồng vào năm 2030. Chính phủ có kế hoạch phân bổ con số đáng kinh ngạc là 8.510 nghìn tỷ đồng cho đầu tư phát triển trong giai đoạn 2026–2030, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm mạnh mẽ ở mức 20,2% hoặc cao hơn 149% so với tổng vốn giải ngân trong giai đoạn 5 năm trước đó (2021-2025).
- Đóng góp vào GDP đạt mức kỷ lục:** Dựa trên kế hoạch 5 năm của Bộ Tài chính, tỷ lệ Đầu tư Nhà nước trên GDP sẽ thiết lập mức cao mới. Từ mức bình quân 5–7%, tỷ lệ này dự kiến tăng lên 7,8% vào năm 2026 và duy trì ổn định trên mức 9,5% từ năm 2027 trở đi, đạt mức kỷ lục 9,9% vào năm 2030.

Biểu đồ 5: Đầu tư công sử dụng ngân sách nhà nước, Việt Nam

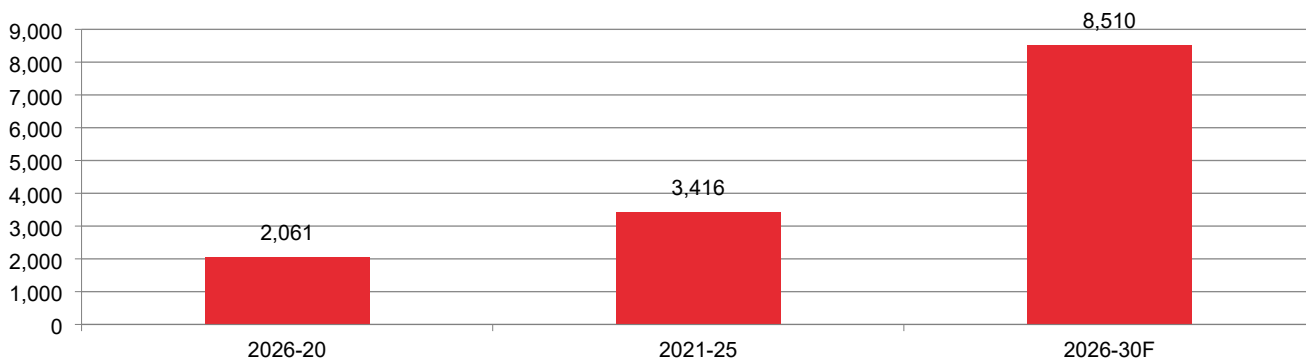
Chính phủ đặt mục tiêu phân bổ 8.510 nghìn tỷ đồng cho đầu tư phát triển trong giai đoạn 2026-2030, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm đạt 20,2%



Nguồn: MOF, HSC

Biểu đồ 6: Giải ngân vốn đầu tư công sử dụng ngân sách nhà nước trong 5 năm

Việt Nam đặt mục tiêu phân bổ 8.510 nghìn tỷ đồng trong 5 năm tới, cao hơn 149% so với tổng nguồn vốn giải ngân thực tế 5 năm vừa qua



Nguồn: MOF, HSC

Biểu đồ 7: Các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng lớn trong các năm tới, Việt Nam

Mạng lưới đường cao tốc và đường vành đai vẫn là trọng tâm chính trong 5 năm tới

Đầu tư công/Dự án PPP	Loại hình đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	2026	2027	2028	2029	2030
A. Đường cao tốc và đường vành đai							
12 dự án cao tốc Bắc Nam (Đoạn phía Đông) (723,7 km)	Đầu tư công	6.2					
Cao tốc Châu Đốc-Cần Thơ-Sóc Trăng (188,2 km)	Đầu tư công	1.7					
Đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu (54 km)	Đầu tư công	0.7					
Cao tốc Khánh Hòa-Buôn Ma Thuột (117,5 km)	Đầu tư công	0.8					
Đường vành đai 3 TP.HCM (76,3km)	Đầu tư công	3.2					
Đường vành đai 4 Hà Nội (113,5km)	PPP	3.7					
Cao tốc Bắc Nam (Miền Đông, CT.01) - Cầu Cần Thơ 2 và các lối dẫn (15 km)	Đầu tư công	1.1					
Cao tốc Bắc Nam (Miền Tây, CT.02): Phú Thọ-Cổ Tiét-Hòa Lạc-Mỹ An (123 km)	Đầu tư công	2.3					
Cao tốc Hà Nội-Hòa Bình-Sơn La-Điện Biên (CT.03) (302 km)	Đầu tư công	2.5					
Đường cao tốc Tuyên Quang-Hà Giang Giai đoạn 2 (CT.15) (58,5 km)	Đầu tư công	0.6					
Cao tốc Bắc Kạn-Cao Bằng (CT.07) (87,3 km)	Đầu tư công	1.1					
Cao tốc Nội Bài-Bắc Ninh (CT.09) (30 km)	Đầu tư công	0.1					
Đường cao tốc Đồng Đăng-Trà Lĩnh Giai đoạn 2 (CT.10)	PPP	0.4					
Đường vành đai Hà Nội 5 (CT.39) (331 km)	Đầu tư công/PPP	6.5					
Cao tốc Phú Lý-Nam Định (CT.11) (25 km)	Đầu tư công	0.4					
Đường cao tốc Ninh Bình-Hải Phòng (CT.08) (29 km)	Đầu tư công	0.5					
Cao tốc Vinh-Thanh Thủy (CT.17) (60 km)	Đầu tư công	0.7					
Cao tốc Cam Lộ-Lào Bảo (CT.19) (56 km)	PPP	0.5					
Cao tốc Quy Nhơn-Pleiku (CT.20) (125 km)	Đầu tư công	1.6					
Đường cao tốc Quảng Ngãi-Kon Tum (CT.42) (144 km)	Đầu tư công	1.7					
Đường vành đai 4 TP.HCM (CT.41) (199 km)	PPP	4.6					
Cao tốc Hồng Ngự - Trà Vinh (CT.36) (68 km)	Đầu tư công	0.8					
Đường cao tốc Gò Dầu-Xa Mát Giai đoạn 1 (CT.32) (65km)	PPP	0.3					
Cao tốc Hà Tiên-Rạch Giá-Bạc Liêu (CT.35) (100 km)	Đầu tư công	2.1					
Cao tốc Cà Mau-Đất Mũi (CT.43) (84 km)	Đầu tư công	2.2					

Nguồn: HSC thu thập

Bảng 8: Các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng lớn trong các năm tới (tiếp theo), Việt Nam

...cùng với việc mở rộng sang các lĩnh vực đầu tư mới như mạng lưới đường sắt/tàu điện ngầm, sân bay, cảng biển và các dự án khác

Đầu tư công/PPP/dự án đầu tư công	Loại hình đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	2026	2027	2028	2029	2030
B. Đường sắt và tàu điện ngầm							
Đường sắt cao tốc Bắc Nam (1.541 km)	TBA	67.3					
Đường sắt Lào Cai-Hà Nội-Hải Phòng (đến Trung Quốc) (390,9 km)	Đầu tư công	8.4					
Tuyến Metro số 2 TP.HCM: Bến Thành- Tham Lương (11,3 km)	Đầu tư công	2.1					
Tuyến Metro TP.HCM 3, 4, 6	Đầu tư công	19.0					
Tuyến metro Thành phố mới Bình Dương - Suối Tiên (32,43 km)	Đầu tư công	2.4					
Tuyến Metro Bến Thành-Cần Giờ	Đầu tư tư nhân (Vinspeed)	3.3					
Tuyến Metro số 5 Hà Nội: Văn Cao-Ngọc Khánh-Hòa Lạc (39 km)	Đầu tư công	2.5					
Tuyến Metro số 2 Hà Nội: Nam Thăng Long-Trần Hưng Đạo (11,5 km)	ODA JICA, đầu tư công	1.4					
Đường sắt xanh Hà Nội-Gia Bình-Hạ Long (120 km)	Đầu tư tư nhân (Vingroup)	6.0					
C. Sân bay quốc tế							
Sân bay quốc tế Chu Lai	TBA	0.6					
Sân bay quốc tế Gia Bình (Giai đoạn 1)	Masterise, GEL, and MPS	5.4					
Sân bay quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1)	ACV	4.7					
Sân bay quốc tế Phú Quốc (Giai đoạn 2)	Đầu tư tư nhân (Sun Group)	0.9					
Sân bay quốc tế Long Thành (Giai đoạn 2)	TBA	n/a					
D. Hệ thống cảng biển							
Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ (7 giai đoạn)	Liên danh: SGP, TIL	5.5					
Cảng tổng hợp Cái Mép Hà (Giai đoạn 1)	Liên danh: Geleximco Group, ITC Corp, và SCIC	0.5					
Cảng Lạch Huyện - Nhà ga 7 & 8	Liên danh: CMA CGM, France & SNP	0.5					
Cảng Nam Đô Sơn (Giai đoạn 1)	TBA	1.1					
Cảng nước sâu Liên Chiểu	TBA	1.8					
E. Cầu và các dự án khác							
Cầu Cần Giờ (6,3 km)	PPP	0.5					
Cầu Phú Mỹ 2 (14,8 km)	Đầu tư công	1.0					
Cầu Cát Lái (TP.HCM - Nông Trạch) (4,5 km)	Đầu tư công	0.5					
Cầu Đồng Nai 2 (Long Hưng) (9,8 km)	Đầu tư công	0.4					
Dự án đầu tư xây dựng Đại lộ Cảnh quan Sông Hồng	PPP	4.0					
Cầu Thủ Thiêm 4 (2,2 km)	Đầu tư công	0.2					
Sân vận động Hưng Yên	Đầu tư công (Bộ Công an)	1.1					
Sân vận động Olympic Trống Đờng	PPP	37.0					
Khu liên hợp thể thao quốc gia Rạch Chiểu	PPP	5.4					

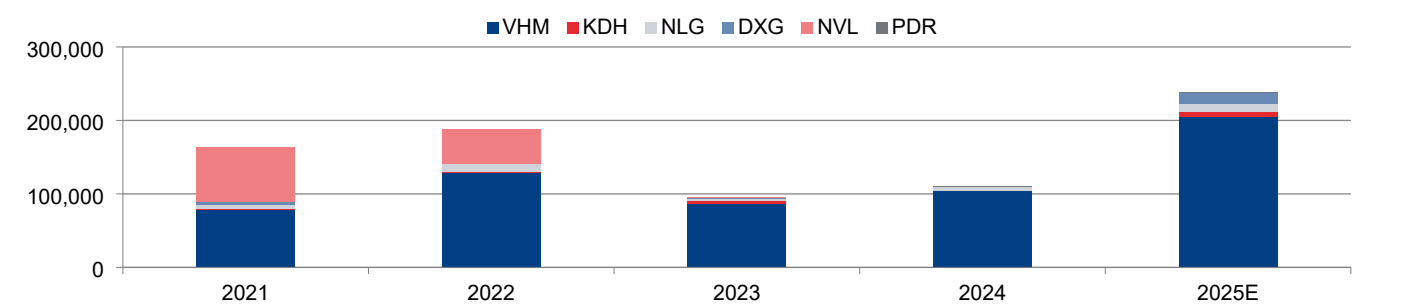
Nguồn: HSC complies

...tạo nền tảng cho một "siêu chu kỳ" tiềm năng cho VLXD

Quá trình thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hiện đạt được một bước ngoặt mang tính nền tảng khi nền kinh tế đang dịch chuyển sang mô hình lấy các dự án hạ tầng do Nhà nước dẫn dắt làm động lực tăng trưởng, thay vì chu kỳ BĐS truyền thống. Việc bơm vốn quy mô lớn và liên tục tạo ra nền tảng cực kỳ vững chắc cho một "siêu chu kỳ" dài hạn của ngành VLXD, thiết lập quỹ đạo tăng trưởng ổn định và để dự báo hơn cho các công ty đầu ngành. Bằng cách giảm mạnh chi phí logistics và thu hút dòng vốn FDI có giá trị cao, mô hình lấy hạ tầng làm trọng tâm này sẽ giúp cho nhu cầu thép, ống nhựa, đá và xi măng bước vào giai đoạn tăng trưởng cao bền vững, tạo ra vùng đệm quan trọng cho các nhà sản xuất trong nước trước những biến động trên toàn cầu.

Biểu đồ 9: Doanh thu chưa thực hiện năm 2025, các DN phát triển BĐS nhà ở tại Việt Nam

Doanh thu của 6 công ty phát triển BĐS nhà ở tăng mạnh 116% so với cùng kỳ lên 239 nghìn tỷ đồng trong năm 2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, các công ty BĐS HSC khuyến nghị

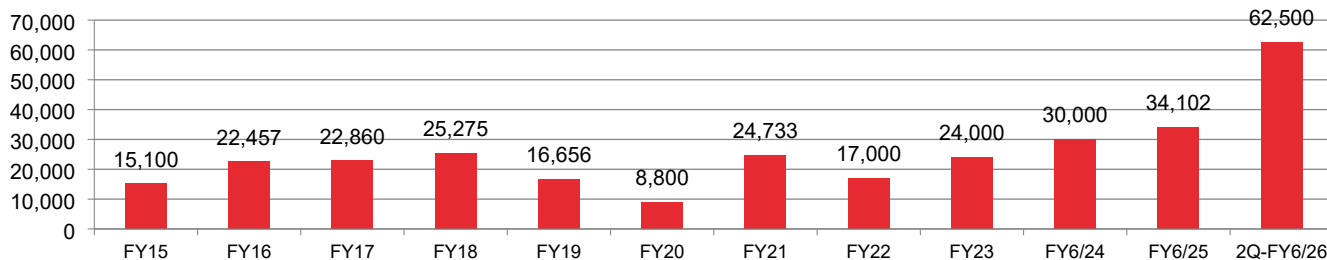
Luận điểm vĩ mô này được hỗ trợ tích cực bởi các chỉ số tích cực của phân khúc BĐS nhà ở và công nghiệp. Theo nhóm nghiên cứu bất động sản của HSC, **tổng doanh số bán nhà** (Biểu đồ 9) của sáu nhà phát triển BĐS nhà ở trong danh sách khuyến nghị ước đạt 239 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, tăng gấp đôi so với năm 2024, báo hiệu sự khởi đầu của một chu kỳ tăng trưởng tích cực. Mặc dù kết quả trên phần lớn bị chi phối bởi Vinhomes (VHM; Năm giữ, Giá mục tiêu 123.300đ) – công ty đóng góp khoảng 205 nghìn tỷ đồng hoặc 86% tổng doanh số bán nhà – nhưng cũng phản ánh chính xác chiến lược mở rộng quyết liệt của các công ty dẫn đầu như Vinhomes, Sun Group, Masterise Homes, MIK (các công ty tư nhân chưa niêm yết) và các tập đoàn đa ngành như THACO (tư nhân chưa niêm yết) và HPG. Do doanh số bán nhà vững chắc thường dẫn đến giai đoạn khởi công và xây dựng phần thân dồn dập trong vòng 12 tháng, tạo ra một lộ trình rõ ràng cho sự bùng nổ về nhu cầu VLXD từ năm 2026.

Minh chứng rõ nét hơn cho triển vọng trong nhiều năm này là KQKD cao kỷ lục của công ty đầu ngành Coteccons (CTD; Mua vào, Giá mục tiêu 110.000đ), vốn được xem là đại diện đáng tin cậy cho thị trường xây dựng nói chung. Mặc dù chưa có dữ liệu đầy đủ của toàn ngành xây dựng, HSC vẫn xem CTD là chỉ báo đáng tin cậy cho sức khỏe của thị trường chung. Với thị phần chi phối ước tính từ 20% đến 25% trong các hoạt động xây dựng lớn, quỹ đạo của CTD đóng vai trò là quy chuẩn cho đà tăng trưởng của toàn ngành. Danh mục dự án chưa triển khai của CTD bao gồm cả mảng hạ tầng và nhà ở.

Tính đến Q2/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6), **khối lượng dự án chưa triển khai của CTD** (Biểu đồ 10) đã tăng vọt lên mức cao kỷ lục 62,5 nghìn tỷ đồng, tăng 83% so với cùng kỳ và cao hơn gần gấp bốn lần so với mức thấp của toàn ngành vào năm 2022. Với việc khối lượng công việc chưa triển khai thường được thực hiện trong khoảng thời gian từ 24 đến 30 tháng, đà tăng trưởng hiện tại không chỉ là đỉnh điểm tạm thời mà đại diện cho sự mở rộng bền vững, củng cố doanh thu và nhu cầu VLXD đến năm 2028 và những năm tiếp theo. Tác động cộng hưởng khối lượng dự án đầu tư công khổng lồ, số lượng dự án chưa triển khai cao kỷ lục và doanh số bán nhà hồi phục đang tạo ra động lực tăng trưởng dài hạn đầy thuyết phục cho ngành VLXD.

Biểu đồ 10: Giá trị HĐ chưa thực hiện cuối kỳ (tỷ đồng), CTD

Tăng mạnh kể từ quý 2 NĐT 2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 6)



Nguồn: CTD, HSC

Vùng đệm chiến lược: Tiếp tục tập trung vào các biện pháp phòng vệ thương mại

Để tăng cường hơn nữa vị thế của ngành công nghiệp trong nước, Chính phủ tạo ra khuôn khổ phòng vệ thương mại chủ động nhằm giúp các công ty thép trong nước có thể trụ vững lâu dài hơn. Các biện pháp này đóng vai trò là vùng đệm chiến lược, bảo vệ các nhà sản xuất trong nước trước hàng nhập khẩu giá rẻ và có khả năng tối ưu hóa quyền ấn định giá.

Môi trường bảo hộ hiện nay được thể hiện qua các mức thuế áp dụng cho các phân khúc sản phẩm chủ lực nhằm tạo ra môi trường cạnh tranh công bằng:

Bảo hộ tích cực đối với HRC

Sau giai đoạn áp dụng các biện pháp thuế CBPG tạm thời trong 120 ngày kể từ ngày 8/3/2025, Bộ Công Thương đã chính thức áp thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc có khổ rộng dưới 1.880mm. Các mức thuế này, dao động từ 23,1% đến 27,83%, dự kiến có hiệu lực trong 5 năm đến tháng 7/2030. Nhằm ngăn chặn các kẻ hở tiềm ẩn, Bộ Công Thương đã khởi xướng một cuộc điều tra mới về hành vi lẫn tránh thuế đối với HRC Trung Quốc khổ rộng hơn (từ 1.880mm đến 2.300mm) vào tháng 10/2025. Chúng tôi kỳ vọng kết quả điều tra sẽ được công bố trong 1-2 tháng tới. Kết quả tích cực sẽ dẫn đến các biện pháp kiểm soát nghiêm ngặt hơn nữa, tạo lộ trình rõ ràng cho các nhà sản xuất Việt Nam giành thêm thị phần.

Hiệu quả của các biện pháp này đã được phản ánh trong dữ liệu thương mại gần đây. Tổng sản lượng nhập khẩu HRC giảm 25% so với cùng kỳ xuống 8,9 triệu tấn (Bảng 11-13), chủ yếu do sản lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc giảm giảm 42% xuống còn khoảng 5 triệu tấn, thấp hơn nhiều so với mức kỷ lục 8,6 triệu tấn trong năm 2024.

Bảng 11: Sản lượng nhập khẩu HRC theo quốc gia, Việt Nam

Nhập khẩu HRC từ Trung Quốc chiếm 56% tổng sản lượng HRC nhập khẩu năm 2025 so với mức 73% năm 2024

Tấn	2023	2024	2025
Trung Quốc	6,268,253	8,628,225	5,022,668
Ấn Độ	364,794	221,410	116,957
Khác	2,302,492	3,034,632	3,769,139
Tổng sản lượng HRC nhập khẩu	8,935,539	11,884,267	8,908,764
Sản lượng sản xuất trong nước	6,727,351	6,829,533	8,388,307
Nhập khẩu/sản xuất	133%	174%	106%

Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam, VSA, HSC

Bảng 12: Tăng trưởng sản lượng nhập khẩu HRC, Việt Nam

Giảm 25% so với cùng kỳ, chủ yếu do chính sách bảo hộ từ 8/3/2025

	2023	2024	2025
Trung Quốc	90.4%	37.6%	-41.8%
Ấn Độ	-65.0%	-39.3%	-47.2%
Khác	-38.5%	31.8%	24.2%
Tổng sản lượng HRC nhập khẩu	10.6%	33.0%	-25.0%

Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam, VSA, HSC

Bảng 13: Sản lượng tiêu thụ HRC, Việt Nam

Việt Nam tiêu thụ 16.5 triệu tấn trong năm 2025, tăng 2%

Tấn	2023	2024	2025
Sản xuất	6,727,351	6,829,533	8,388,307
Tiêu thụ = I + D	12,338,213	16,210,541	16,476,361
Nhập khẩu (I)	8,935,539	11,884,267	8,908,764
Xuất khẩu (E)	3,405,663	2,254,744	886,949
Trong nước (D)	3,402,674	4,326,274	7,567,597
Nhập khẩu/Tiêu thụ	72.4%	73.3%	54.1%
Trong nước/Tiêu thụ	27.6%	26.7%	45.9%

Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam, VSA, HSC

Bảng 14: Công suất HRC, Việt Nam

Sản xuất tại Việt Nam vẫn đang dưới mức công suất tối đa trong năm 2026

Tấn	Cuối-2024	Cuối -2025	Cuối -2026
FMS	5,000,000	5,000,000	5,000,000
HPG	3,000,000	9,000,000	9,000,000
Công suất HRC của Việt Nam	8,000,000	14,000,000	14,000,000
Công suất trung bình	8,000,000	11,000,000	14,000,000
Nhu cầu HRC Việt Nam	16,210,541	16,476,361	17,300,179
Thiếu hụt	8,210,541	5,476,361	3,300,179
% thiếu hụt	50.6%	33.2%	19.1%
% đáp ứng nhu cầu	49.4%	66.8%	80.9%

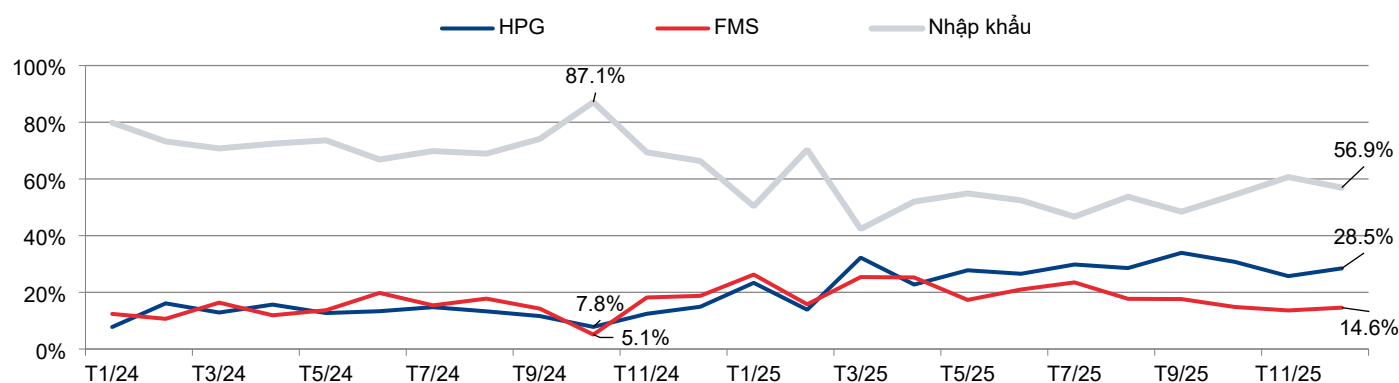
Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam, VSA, HSC

Do đó, thị phần trong nước của các nhà sản xuất trong nước, bao gồm HPG và Formosa (FMS), đã tăng vọt lên 45,9% trong năm 2025, từ mức 26,7% của năm 2024. Sự dịch chuyển này diễn ra trong bối cảnh nhu cầu vẫn ổn định. Mặc dù mức nền năm 2024 rất cao, sản lượng tiêu thụ HRC của Việt Nam vẫn tăng 2% lên 16,5 triệu tấn trong năm 2025 nhờ hoạt động công nghiệp trong nước tăng mạnh bù đắp cho phần sụt giảm của nhu cầu xuất khẩu tồn mạ.

Mặc dù có một số lo ngại về khả năng dư thừa công suất khi HPG tiến gần mức vận hành tối đa công suất, phân tích của chúng tôi cho thấy tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước vẫn có khả năng xảy ra trong năm 2026, ngay cả khi các nhà sản xuất trong nước dành 100% sản lượng để phục vụ thị trường trong nước. Ngoài ra, khi các biện pháp kiểm soát nghiêm ngặt có hiệu lực đầy đủ Q2/2026 trở đi, việc tiếp tục giảm nhập khẩu sẽ cho phép các nhà sản xuất trong nước thiết lập điểm cân bằng thị trường mới với tỷ suất lợi nhuận cải thiện đáng kể. Được hỗ trợ bởi các mức thuế bảo hộ lên đến 27,83%, tỷ suất lợi nhuận của các công ty trong nước được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể, chuyển hóa sự ổn định trong vận hành thành lợi thế cạnh tranh dài hạn.

Biểu đồ 15: Thị trường HRC, Việt Nam

Các doanh nghiệp sản xuất HRC của Việt Nam đã giành được thị phần từ tay các nhà nhập khẩu



Nguồn: HSC

Bảng 16: Các biện pháp bảo hộ thương mại hiện tại và dự kiến, Việt Nam

Việt Nam duy trì một khuôn khổ bảo hộ thương mại toàn diện và chủ động nhằm hỗ trợ tính bền vững dài hạn của ngành thép trong nước

Chỉ tiêu	Quyết định	Sản phẩm	Mức thuế CBPG	Ngày bắt đầu có hiệu lực	Ngày kết thúc hiệu lực	Thời gian hiệu lực
Thuế CBPG tạm thời	Quyết định số 460/QĐ-BCT	HRC Trung Quốc có khổ rộng dưới 1.880mm	19.38% đến 27.83%	8-3-25	5-7-25	120 ngày
Thuế CBPG chính thức (AD20)	Quyết định số 1959/QĐ-BCT	HRC Trung Quốc có khổ rộng dưới 1.880mm	23.1% đến 27.83%	7-7-25	6-7-30	5 ngày
Điều tra hành vi trốn thuế	Quyết định số 3176/QĐ-BCT	HRC Trung Quốc có khổ rộng từ trên 1.880mm đến 2.300mm	N/A	27-10-25	Thời gian điều tra tối đa 9 tháng	
Thuế CBPG chính thức (AD19)		Tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc	15.67% đến 37.13%	16-4-25	13-4-30	5 ngày
Thuế tự vệ		Thép xây dựng	6.10%		22-3-26	Từ T3-16
Thuế nhập khẩu		Sản phẩm hoàn thiện	15%		Dài hạn	

Nguồn: MoIT, HSC

Các sản phẩm thép khác vẫn được bảo hộ hiệu quả

Ngành thép còn được bảo vệ bởi thuế CBPG chính thức đối với tôn mạ từ Trung Quốc và Hàn Quốc (thuế suất lên đến 37,13% đến tháng 4/2030). Ngoài ra, thuế tự vệ 6,10% đối với thép xây dựng vẫn được duy trì đến tháng 3/2026, bổ trợ cho mức thuế nhập khẩu vĩnh viễn cố định 15% đối với thép thành phẩm.

Các lớp phòng thủ này, đặc biệt là việc kéo dài thời hạn áp thuế CBPG đối với HRC, tạo ra sự ổn định cần thiết trên thị trường để các công ty đầu ngành tập trung vào danh mục dự án khổng lồ được tạo ra từ quá trình chuyển đổi hạ tầng quốc gia.

Dự báo sản lượng tiêu thụ thép năm 2026-2027

Sản lượng

Dựa trên tác động cộng hưởng của các yếu tố trên, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép năm 2026-2027 sẽ tăng trưởng vững chắc ở mức 13,6% và 8,3%, đạt lần lượt 38,8 triệu và 42 triệu tấn. Các động lực chính bao gồm:

- **Thép xây dựng:** Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2026 tăng 13,9% lên 15,2 triệu tấn. Cho năm 2027, chúng tôi cũng dự báo nhu cầu sẽ tăng 11,3% lên 16,9 triệu tấn.
- **Sản lượng tiêu thụ HRC trong nước:** Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ HRC trong nước tăng lần lượt 29,6% và 10% đạt mức 11 triệu và 12 triệu tấn trong năm 2026-2027.

Giá thép dự kiến tăng trong năm 2026

Bối cảnh toàn cầu

Sản lượng thép thô thế giới giảm nhẹ 2% xuống còn 1.849 triệu tấn trong năm 2025. Sự sụt giảm của thị trường thép thế giới chủ yếu đến từ việc cắt giảm 4,4% sản lượng tại Trung Quốc, nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới, với sản lượng giảm xuống còn 961 triệu tấn. Ngược lại, sản lượng thép của phần còn lại của thế giới (ngoại trừ Trung Quốc) vẫn duy trì sự ổn định với mức tăng nhẹ 0,8%. Sự phân hóa này cho thấy trong khi nước sản xuất thép lớn nhất thế giới đang thu hẹp quy mô, các khu vực khác vẫn giữ vững đà phát triển công nghiệp bất chấp điều kiện khó khăn của kinh tế vĩ mô toàn cầu.

Trong bối cảnh biến động toàn cầu đó, Việt Nam nổi lên như một điểm sáng khác biệt và là động lực tăng trưởng chính trên thị trường thép thế giới. Hiện đang xếp thứ 11 trong số các nước sản xuất thép lớn nhất thế giới, Việt Nam đạt mức tăng trưởng ấn tượng 12,3% so với cùng kỳ, nâng sản lượng thép thô lên mức 25 triệu tấn trong năm 2025. Đây là tốc độ tăng trưởng cao nhất trong số 15 nhà sản xuất thép hàng đầu thế giới, trái ngược hoàn toàn với sự sụt giảm mạnh tại các trung tâm sản xuất lâu đời khác như Đức (giảm 8,6%), Nhật Bản (giảm 3,9%) và Hàn Quốc (giảm 2,7%). Chinese exports climbed to new record high in FY25

Bảng 17: Top 15 quốc gia sản xuất thép thô hàng đầu thế giới

Việt Nam đứng thứ 11 thế giới về sản lượng thép thô.

STT	Triệu tấn	2024	2025	Tăng trưởng
1	Trung Quốc	1,005	961	-4.4%
2	Ấn Độ	149	165	10.4%
3	Mỹ	80	82	3.1%
4	Nhật Bản	84	81	-3.9%
5	Nga	71	68	-4.1%
6	Hàn Quốc	64	62	-2.7%
7	Thổ Nhĩ Kỳ	37	38	3.3%
8	nước Đức	37	34	-8.6%
9	Brazil	34	33	-1.2%
10	Iran	31	32	2.6%
11	Việt Nam	22	25	12.3%
12	Ý	20	21	3.5%
13	Indonesia	19	19	2.2%
14	Đài Loan	19	17	-10.9%
15	México	14	14	-5.6%
Sản lượng thép thế giới		1,887	1,849	-2.0%
ROW (trừ Trung Quốc)		882	889	0.8%

Nguồn: World Steel Association (WSA)

Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc lập kỷ lục mới trong năm 2025

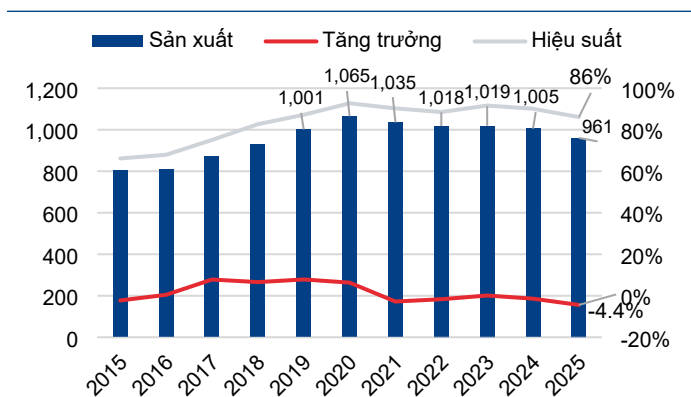
Năm 2025 đánh dấu một bước ngoặt lịch sử đối với ngành thép Trung Quốc khi sản lượng thép thô lần đầu tiên rơi xuống dưới ngưỡng 1 tỷ tấn sau nhiều năm, dừng ở mức 961 triệu tấn. Mức sụt giảm 4,4% so với cùng kỳ này không đơn thuần là phản ứng của thị trường, mà là kết quả có tính toán từ chiến dịch chống "nội cuốn" (cạnh tranh thái quá và dư thừa sản xuất) bắt đầu từ tháng 7/2025 và các biện pháp kiểm soát môi trường nghiêm ngặt hơn. Những chính sách này được thiết kế nhằm loại bỏ sự cạnh tranh không lành mạnh, giảm thiểu tình trạng "chạy đua giảm giá" và chuyển dịch ngành công nghiệp hướng tới tăng trưởng chất lượng cao. Ngay cả với kỷ lục sản xuất này, thị trường trong nước của Trung Quốc vẫn tiếp tục suy yếu trong thời gian dài, buộc phải điều chỉnh công suất hoạt động khi ngành thép tìm kiếm được điểm cân bằng mới.

Trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước vẫn ở mức thấp, sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc đã tăng vọt lên mức kỷ lục 119 triệu tấn trong năm 2025, tăng trưởng 7%. Việc tích cực đẩy mạnh xuất khẩu cho thấy nhu cầu giải phóng hàng tồn kho nhưng lĩnh vực BĐS và công nghiệp vốn đang ảm đạm tại thị trường trong nước không còn khả năng hấp thụ. Tuy nhiên, mức sản lượng cao kỷ lục này đang phải đối mặt với mạng lưới phòng vệ thương mại đang được siết chặt trên toàn cầu. Mặc dù hoạt động xuất khẩu của Trung Quốc hiện đóng vai trò như một "van xả" quan trọng cho sự mất cân bằng cung - cầu nội địa, nhưng làn sóng bảo hộ ngày càng tăng cao trên toàn cầu cho thấy đỉnh của chu kỳ xuất khẩu này có thể bị thách thức bởi các rào cản mang tính cấu trúc.

Giá thép Trung Quốc giao dịch trong biên độ hẹp trong suốt 1 năm qua. Giá thép xây dựng hiện ở mức 464 USD/tấn (giảm 3,5% so với cùng kỳ và đi ngang so với đầu năm) và giá HRC ở mức 471 USD/tấn (đi ngang so với cùng kỳ và so với đầu năm). Trong khi đó, giá than cốc và quặng sắt diễn biến trái chiều, với giá than cốc tăng 18% so với cùng kỳ và tăng 3% so với đầu năm lên 225 USD/tấn, trong khi giá quặng sắt giảm 10% so với cùng kỳ và giảm 10% so với đầu năm xuống còn 96 USD/tấn.

Biểu đồ 18: Sản xuất thép thô (triệu tấn), toàn cầu

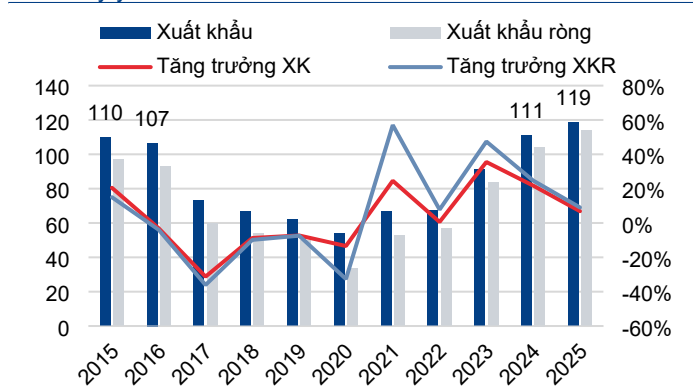
Sản lượng thép thô của Trung Quốc giảm 4,4% so với năm 2024, xuống 961 triệu tấn trong năm 2025



Nguồn: WSA, HSC

Biểu đồ 19: Sản lượng xuất khẩu và xuất khẩu ròng (triệu tấn), Trung Quốc

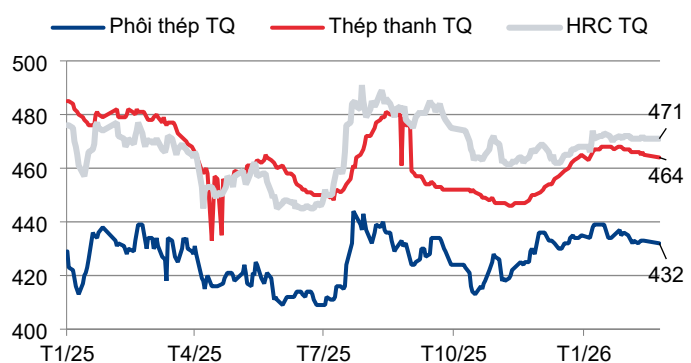
Xuất khẩu của Trung Quốc cao kỷ lục, đạt 119 triệu tấn trong năm 2025, tăng 7% so với 2024, trong bối cảnh nhu cầu trong nước suy yếu kéo dài



Nguồn: WSA, HSC

Biểu đồ 20: Giá thép (USD/tấn), Trung Quốc

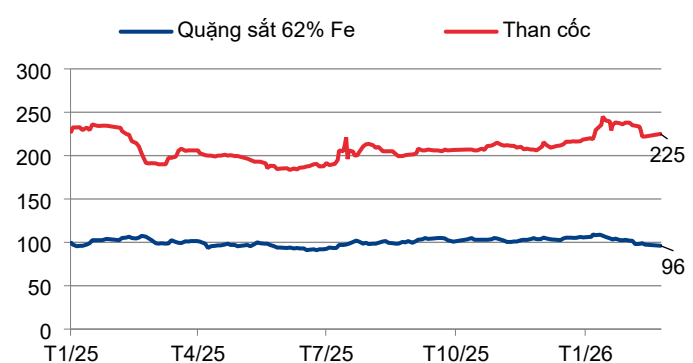
Giá thép Trung Quốc giao động trong khoảng biên độ hẹp trong 1 năm



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 21: Giá nguyên liệu đầu vào (USD/tấn), Toàn cầu

Giá than cốc/quặng sắt đang giao dịch ở mức 225USD/96USD/tấn



Nguồn: Bloomberg, HSC

Căng thẳng địa chính trị có thể tác động đến xuất khẩu toàn cầu

Iran vẫn là một mắt xích quan trọng trong thương mại thép toàn cầu với vai trò là nhà xuất khẩu ròng ổn định, với sản lượng xuất khẩu khoảng 9 triệu tấn trong năm 2024. Thành tích này đưa Iran vào nhóm 5 nhà xuất khẩu thép lớn nhất thế giới, chỉ sau Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Nga. Sản lượng sản xuất thép thô của Iran đạt 32 triệu tấn trong năm 2025, tăng 2,6% so với cùng kỳ và giữ vững vị trí là nhà sản xuất lớn thứ 10 trên thế giới. Mặc dù số liệu xuất khẩu chính thức cho năm 2025 chưa được công bố, nước này dự kiến sẽ giữ vững vị thế là nhà cung cấp chủ chốt cho thị trường quốc tế thông qua việc không ngừng tăng cường xuất khẩu trong khi dần cắt giảm nhập khẩu. Các thị trường xuất khẩu chính của Iran bao gồm Oman, Indonesia, UAE, Ghana và Afghanistan.

Căng thẳng địa chính trị hiện tại liên quan đến Mỹ, Israel và Iran tạo ra rủi ro đáng kể cho sự ổn định sản xuất. Nếu các cuộc xung đột tiếp diễn hoặc leo thang, tác động tiêu cực lên hoạt động công nghiệp của Iran có khả năng sẽ siết chặt nguồn cung xuất khẩu toàn cầu. Sự sụt giảm nguồn cung quốc tế sẽ đóng vai trò là chất xúc tác tạo áp lực tăng giá thép, hỗ trợ cho quá trình phục hồi trên diện rộng của ngành.

Giá thép Việt Nam được dự báo tăng 5-8% so với cùng kỳ trong năm 2026

Dựa trên tác động chung của mức đầu tư công cao kỷ lục, số lượng dự án chưa triển khai tăng vọt và các cơ chế phòng vệ thương mại được củng cố vững chắc hơn, HSC dự báo năm 2026 sẽ là năm phục hồi tích cực của giá thép tại Việt Nam. Đà phục hồi này đến từ việc gia hạn các chính sách bảo hộ quan trọng và sự dịch chuyển hướng

tới chu kỳ tăng trưởng nhu cầu dựa trên các dự án hạ tầng. Khi danh mục các dự án trên toàn quốc bước vào giai đoạn triển khai, chúng tôi dự báo giá thép của tất cả các phân khúc sản phẩm chủ lực sẽ phục hồi. Chi tiết như sau:

- **Thép xây dựng:** HSC dự báo giá bán bình quân sẽ đạt 14.200đ/kg, tương ứng với mức tăng 5% so với cùng kỳ, nhờ lực đẩy từ "siêu chu kỳ" hạ tầng và làn sóng khởi công các dự án nhà ở.
- **HRC:** Chúng tôi dự báo giá HRC sẽ đạt mức bình quân 14.000đ/kg (tăng 8% so với cùng kỳ), khi thị trường trong nước thiết lập điểm cân bằng mới sau khi các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc giảm giá mạnh.

Đà tăng giá này mang lại triển vọng cải thiện tỷ suất lợi nhuận của các công ty đầu ngành nhờ tận dụng được cả việc tăng công suất hoạt động lẫn môi trường giá bán ổn định và được bảo hộ tốt hơn.

HPG có thể sẽ 'chi phối' thị trường trước khi các đối thủ mới gia nhập vào năm 2028.

Những thông tin gần đây liên quan đến việc gia nhập ngành thép của Vinmetal (công ty con của Vingroup) và Tập đoàn Xuân Thiện đã thu hút sự quan tâm lớn, tạo ra tâm lý thận trọng về cục diện cạnh tranh trong tương lai. Hai công ty này có tổng công suất tiềm năng khoảng 15 triệu tấn/năm, một con số khá lớn, tương đương 60% sản lượng thép thô của năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng vị thế thống trị thị trường của HPG vẫn được giữ vững, vì những mối đe dọa cạnh tranh này khó có thể hiện thực hóa một cách rõ rệt cho đến cuối thập kỷ 2020.

Cụ thể, mặc dù dự án Tổ hợp Thép Xanh trị giá 98 nghìn tỷ đồng của Xuân Thiện là một sáng kiến mang tính cột mốc, nhưng sản phẩm thương mại đầu tiên dự kiến phải đến cuối năm 2027 mới xuất hiện. Hơn nữa, ngành thép xanh toàn cầu vẫn đang phải vật lộn với chi phí sản xuất cao, cho thấy việc đạt được hiệu quả kinh tế sẽ là một thách thức dài hạn thay vì là một sự gián đoạn tức thì. Tương tự, dự án trị giá 80 nghìn tỷ đồng của Vinmetal (bổ sung 5 triệu tấn/năm) tại Vũng Áng, nhắm vào các lĩnh vực chuyên biệt như sản xuất xe điện (EV) và hạ tầng cao tốc, dự kiến sớm nhất cũng phải đến đầu năm 2028 mới bắt đầu sản xuất thương mại. Bất kỳ công suất cán thép trung gian nào sử dụng phôi thép/phôi tấm bên ngoài cũng sẽ bị hạn chế về quy mô và chủ yếu phục vụ mục đích thử nghiệm hệ thống.

Tóm lại, HPG đang có lợi thế đi trước mang tính chiến lược. Quy trình sản xuất được tối ưu hóa và chuỗi cung ứng đã được thiết lập vững chắc cho phép công ty tận dụng tối đa làn sóng đầu tư công và sự phục hồi thị trường hiện nay, trước khi các đối thủ mới đạt được bất kỳ sự xâm nhập thị trường đáng kể nào.

Dự báo lợi nhuận mới

Nhằm phản ánh môi trường thị trường hiện tại, HSC đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho HPG, HSG và NKG – ba công ty thép trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi. Trong đó:

- **Đối với HPG:** Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, kỳ vọng mức tăng trưởng 49% lên 23 nghìn tỷ đồng, bao gồm lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi là 21 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và lợi nhuận không cốt lõi từ việc bán các dự án BĐS tại Hưng Yên. Cho năm 2027, chúng tôi giảm nhẹ 1,4% dự báo lợi nhuận thuần xuống còn 28,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22%) do chi phí lãi vay thay đổi nhẹ sau đợt tăng lãi suất gần đây. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 31,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%), tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 27%.
- Trái ngược với HPG, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận cho cả HSG và NKG, phản ánh môi trường kinh doanh đầy thách thức kéo dài do lãi suất tăng cao và sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường toàn cầu.
 - Theo đó, với HSG, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần NĐTTC 2025-202, NĐTTC 2026-2027 và NĐTTC 2027-2028 lần lượt đạt 606 tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ), 670 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 744 tỷ đồng (tăng trưởng 11%), cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ ở mức 0,4%.

- Đối với NKG, chúng tôi giảm bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, phản ánh sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng do môi trường cạnh tranh khốc liệt và chi phí lãi vay tăng cao. Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lần lượt đạt 352 tỷ đồng (tăng trưởng 78%) và 427 tỷ đồng (tăng trưởng 21%); đồng thời đưa ra dự báo lợi nhuận thuần lần đầu cho năm 2028 ở mức 661 tỷ đồng (tăng trưởng 55%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 50%. Nhà máy Thép Phú Mỹ mới, với mục tiêu vận hành thương mại vào Q3/2026, sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho NKG trong giai đoạn 2027-2028.

Bảng 22: Dự báo lợi nhuận, HPG

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 gần như giữ nguyên, nhưng hạ 1,4% cho năm 2027, do chi phí lãi vay tăng nhẹ

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	224,889	241,206	219,889	242,658	261,547	-2.2%	0.6%	40.8%	10.4%	7.8%
Lợi nhuận thuần	22,968	28,456	22,972	28,052	31,574	0.0%	-1.4%	48.7%	22.1%	12.6%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	22,968	28,456	20,972	28,052	31,574	-8.7%	-1.4%	34.7%	33.8%	12.6%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Dự báo lợi nhuận, HSG

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần NGTC 2026 - 2028 khoảng 17%, phản ánh sản lượng bán hàng giảm và chi phí lãi vay tăng

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/26	FY9/27	FY9/28
Doanh thu thuần	40,562	44,953	49,628	38,505	41,950	45,508	-5.1%	-6.7%	-8.3%	5.4%	8.9%	8.5%
Lợi nhuận thuần	730	843	879	606	670	744	-17.0%	-20.5%	-15.3%	-17.5%	10.5%	11.1%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	730	843	879	606	670	744	-17.0%	-20.5%	-15.3%	70.8%	10.5%	11.1%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Dự báo lợi nhuận, NKG

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần 2026 - 2028 bình quân 30% do KQKD năm 2025 thấp hơn kỳ vọng và theo xu hướng của thị trường

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	19,691	23,287	18,073	21,573	25,349	-8.2%	-7.4%	22.0%	19.4%	17.5%
Lợi nhuận thuần	461	685	352	427	661	-23.8%	-37.7%	78.4%	21.3%	55.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	461	685	352	427	661	-23.8%	-37.7%	301.8%	21.3%	55.0%

Nguồn: HSC

HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu

Chúng tôi tin rằng HPG có vị thế hoàn hảo để hưởng lợi từ việc không ngừng mở rộng đầu tư công, sự cải thiện ổn định trong hoạt động xây dựng và việc tăng cường các biện pháp bảo hộ cho nhà sản xuất trong nước. Hơn nữa, việc công ty tăng công suất chiến lược rất đúng thời điểm để đáp ứng nhu cầu vững chắc của thị trường. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu sau điều chỉnh là 36.300đ, tương ứng với tiềm năng tăng giá hấp dẫn 27%.

Bảng 25: Khuyến nghị đối với các cổ phiếu, Việt Nam

HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu

Công ty	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Thị giá	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	2026 P/B
HPG	Mua vào	Mua vào	28,500	36,800	36,300	27.4%	9.7	13.0	1.5
HSG	Giảm tỷ trọng	Giảm tỷ trọng	15,700	15,900	14,500	-7.6%	16.6	23.8	0.9
NKG	Nắm giữ	Nắm giữ	15,600	17,200	15,300	-1.9%	17.4	22.9	0.9

Nguồn: HSC

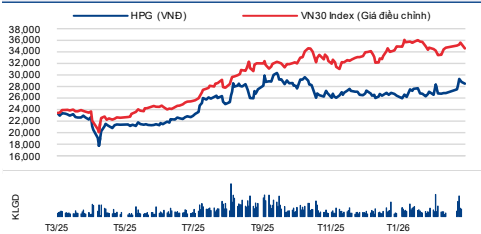
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ36,300 (từ VNĐ36,800)
Tiềm năng tăng/giảm: 27.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/3/2026)	28,500
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,749-30,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	28,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	218,751
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,360
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,675
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	3,761
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,030
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.6%
Tỷ lệ freefloat	54.1%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (26.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.34	7.55	22.1
So với chỉ số	7.00	4.30	(17.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,843	2,570	10.6
2027F	3,472	3,116	11.4
2028F	3,908	3,798	2.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

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

Công ty đầu ngành với yếu tố nền tảng cải thiện + định giá rẻ

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 36.300đ, sau khi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2027.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 được giữ nguyên ở mức 23 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 49%), bao gồm 21 nghìn tỷ đồng từ lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi (tăng trưởng 35%). Chúng tôi giảm 1,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 xuống còn 28,1 nghìn tỷ đồng (lợi nhuận thuần tăng trưởng 22%/lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 34%), đồng thời đưa ra dự báo lợi nhuận lần đầu cho năm 2028 ở mức 31,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%) (tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 27%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, định giá của HPG vẫn rất hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần. HPG tiếp tục mang lại điểm mua vào hấp dẫn, dựa trên các xu hướng chuyển đổi mang tính cấu trúc thuận lợi.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2025

HPG báo cáo lợi nhuận năm 2025 đạt 15,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 29%. Mặc dù con số này thấp hơn 7% so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi, mức chênh lệch này chủ yếu xuất phát từ việc đưa vào vận hành lò cao số 2 tại Khu liên hợp gang thép Dung Quất Giai đoạn 2 sớm hơn dự kiến. Điều này dẫn đến chi phí khấu hao cao hơn dự kiến và chi phí lãi vay không được vốn hóa trong Q4/2025. HSC nhấn mạnh rằng đây chỉ là sự khác biệt kỹ thuật về thời điểm hạch toán và không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 của chúng tôi.

Tác động: Gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 23 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 49%, bao gồm lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi 21 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 25%) và đóng góp từ hoạt động thoái vốn từ dự án Khu đô thị Phố Nối tại Hưng Yên.

Cho năm 2027, chúng tôi giảm 1,4% dự báo lợi nhuận thuần xuống còn 28,1 nghìn tỷ đồng, phản ánh lãi suất và chi phí lãi vay cao hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 22% và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 34%. Dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận đạt 32,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 13%, tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 26,9%. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi cao hơn 11% so với bình quân dự báo của thị trường cho giai đoạn 2026-2027 và cao hơn 3% cho năm 2028.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, rất hấp dẫn so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần. Khi các yếu tố thuận lợi mang tính cấu trúc bắt đầu phát huy tác dụng, chúng tôi tin rằng HPG sẽ có vị thế lý tưởng để đạt được mức tăng trưởng tích cực và là đơn vị hưởng lợi chính từ nỗ lực đẩy mạnh phát triển hạ tầng cũng như việc tăng cường các biện pháp bảo hộ thương mại. Trong khi mỗi đe dọa từ các bên mới tham gia thị trường vẫn còn mờ nhạt, chúng tôi nhận thấy diễn biến này không ảnh hưởng đến vị thế của HPG trên thị trường. Duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 36.800đ (tiềm năng tăng giá 27%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 15/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	21,543	28,896	41,522	46,392	49,808
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	12,021	15,450	22,972	28,052	31,574
EPS ĐC (đồng)	1,488	1,912	2,843	3,472	3,908
DPS (đồng)	0	500	500 ▼	500 ▼	500
BVPS (đồng)	17,879	16,830	19,182	22,164	25,582
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	9.87	6.64	5.52	4.68
P/E ĐC (lần)	19.2	14.9	10.0	8.21	7.29
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.75	1.75	1.75	1.75
P/B (lần)	1.59	1.69	1.49	1.29	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	75.9	28.5	48.7	22.1	12.6
ROAE (%)	11.1	12.7	16.6	17.7	17.2

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

Động lực tăng trưởng tích cực tại điểm mua vào hấp dẫn

Khi các yếu tố thuận lợi có tính cấu trúc ngày càng rõ nét hơn, chúng tôi tin rằng HPG đang có vị thế lý tưởng để đạt được mức tăng trưởng bứt phá. HPG là đơn vị hưởng lợi chính từ nỗ lực đẩy mạnh phát triển hạ tầng của Việt Nam cũng như việc siết chặt các biện pháp bảo hộ thương mại. Những yếu tố này diễn ra hoàn toàn đồng bộ với quá trình mở rộng công suất kịp thời của công ty. Mặc dù gần đây đã xuất hiện những đối thủ mới gia nhập thị trường, chúng tôi đánh giá những mối đe dọa cạnh tranh này vẫn còn ở phía xa và chưa thể gây ảnh hưởng đến vị thế dẫn đầu tuyệt đối của HPG trong tương lai gần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với mức giá mục tiêu là 36.300đ, mang lại tiềm năng tăng giá hấp dẫn lên đến 27%.

Nhìn lại năm 2025

HPG đã công bố BCTC Q4/2025 và cả năm 2025, phản ánh việc vốn hóa toàn bộ các hạng mục của dự án DQSC giai đoạn 2 vào Q4/2025. Sau khi lò cao số 1 được đưa vào vận hành trong Q3/2025, lò cao số 2 được ghi nhận là tài sản cố định trong Q4/2025, sớm hơn một quý so với dự kiến của chúng tôi.

Theo đó, HPG ghi nhận doanh thu thuần năm 2025 đạt 156 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 12% và lợi nhuận thuần đạt 15,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 29%. Lợi nhuận thuần năm 2025 của HPG thấp hơn 7% so với kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu do vào Q4/2025 công ty ghi nhận sớm hơn dự kiến lò cao số 2 thuộc dự án DQSC Giai đoạn 2 là tài sản cố định. Việc ghi nhận sớm hơn dự kiến làm phát sinh thêm 1.100 tỷ đồng chi phí trong quý, chủ yếu do khấu hao cao hơn và ngừng vốn hóa chi phí lãi vay (hiện được ghi nhận là chi phí lãi vay). Những yếu tố này lý giải cho sự chênh lệch giữa lợi nhuận thuần thực tế và dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi. Thông tin chi tiết như sau (Bảng 26).

Xét theo từng mảng kinh doanh, trong năm 2025, mảng thép đóng góp 94% doanh thu của HPG (đạt 146,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 13%) và đóng góp 82% LNST của tập đoàn (đạt 12,7 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 25%). Kế đến là mảng nông nghiệp, đóng góp 5% doanh thu của HPG (đạt 8,1 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 18%) và đóng góp 10% LNST của tập đoàn (đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 55%). Cuối cùng, mảng BĐS lần lượt đóng góp 1% doanh thu (đạt 1,7 nghìn tỷ đồng, giảm 19% so với cùng kỳ) và đóng góp 8% vào lợi nhuận thuần (đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 45%).

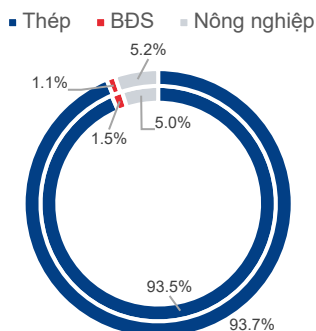
Bảng 26: KQKD năm 2025, HPG

Lợi nhuận thuần năm 2025 của HPG thấp hơn 7% so với kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu do vào Q4/2025 công ty ghi nhận sớm hơn dự kiến lò cao số 2 thuộc dự án DQSC giai đoạn 2 là tài sản cố định

Tỷ đồng	2025F	2025A	Tăng trưởng	% chênh lệch
Lợi nhuận thuần	16,602	15,450	28.5%	-6.9%
Phương sai		1,152		
Chi phí khấu hao tăng thêm do ghi nhận sớm lò cao số 2		711		
Chi phí lãi vay không được vốn hóa tăng thêm do ghi nhận sớm lò cao số 2		424		

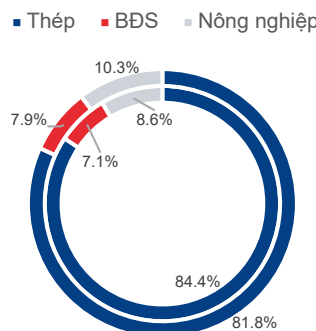
Nguồn: HPG, HSC

Biểu đồ 27: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, HPG
Thép đóng góp 94% doanh thu hợp nhất của HPG năm 2025



Ghi chú: vòng trong trong: dữ liệu năm 2024
vòng trong ngoài: dữ liệu năm 2025
Nguồn: HPG, HSC

Biểu đồ 28: LNST theo mảng kinh doanh, HPG
Mảng thép đóng góp 82% LNST của HPG trong năm 2025



Ghi chú: vòng trong trong: dữ liệu năm 2024
vòng trong ngoài: dữ liệu năm 2025
Nguồn: HPG, HSC

Trong năm 2025, mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép của HPG (đạt 28% lên mức 11,8 triệu tấn) là động lực tăng trưởng chính của doanh thu, bất chấp giá bán bình quân của thép xây dựng và các sản phẩm HRC lần lượt giảm 4% và 13% so với cùng kỳ. Về lợi nhuận, tỷ suất lợi nhuận thuần mở rộng lên mức 9,9% từ mức 8,7% trong năm 2024, nhờ công suất hoạt động cả thiện và quản lý chi phí hiệu quả hơn.

Doanh thu thuần cải thiện nhờ mở rộng công suất

HPG đang chuẩn bị tiếp tục mở rộng cả công suất thép thô và công suất cán thép trong giai đoạn 2026–2027 nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường ngày càng tăng cao. Như được trình bày trong Bảng 29 và 30, công suất thép thô của HPG dự kiến sẽ đạt lần lượt 15,4 và 16,5 triệu tấn vào năm 2026/2027, cao hơn so với mức 14,9 triệu tấn trong năm 2025. Bằng cách không ngừng tối ưu hóa hiệu quả sản xuất song song với việc gia tăng công suất này, HPG có thể hưởng lợi từ đà tăng trưởng của thị trường mà không cần chi thêm quá nhiều vốn đầu tư mới.

Xét phân khúc sản phẩm, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2026/2027 đạt lần lượt 5,7 triệu tấn (tăng trưởng 17%) và 6,3 triệu tấn (tăng trưởng 11%) và sản lượng tiêu thụ HRC đạt 7,1 triệu tấn (tăng trưởng 40%) và 8,5 triệu tấn (tăng trưởng 20%). Số liệu trên cho thấy công suất hoạt động trong hai năm của HPG ở mức cao, lần lượt là 97%/91% đối với thép xây dựng và 75%/90% đối với HRC. Khi các tỷ lệ này tiếp tục được cải thiện, chúng tôi kỳ vọng hiệu quả vận hành tổng thể và tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ càng được củng cố mạnh mẽ hơn nữa.

Bảng 29: Kế hoạch mở rộng công suất, HPG

HPG tiếp tục mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu thị trường đang hồi phục

Tấn/năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Hưng Yên (Long An)	400,000	400,000	400,000	1,000,000	1,000,000
Hải Dương	2,500,000	2,500,000	2,500,000	3,000,000	3,000,000
DQSC giai đoạn 1	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
DQSC giai đoạn 2 (*)	0	6,000,000	6,500,000	6,500,000	6,500,000
Công suất thép thô	8,900,000	14,900,000	15,400,000	16,500,000	16,500,000

Nguồn: HPG, HSC

Bảng 30: Công suất và sản lượng tiêu thụ qua các năm, HPG

HSC dự báo HPG sẽ sớm đạt công suất thép xây dựng tối đa đối trong năm 2026 trong khi hiệu suất sản xuất HRC sẽ đạt tối đa vào năm 2028

Tấn/năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng					
Công suất	5,900,000	5,900,000	5,900,000	7,000,000	7,000,000
Sản lượng tiêu thụ	4,482,719	4,853,291	5,707,302	6,336,711	7,009,991
Hiệu suất	76.0%	82.3%	96.7%	90.5%	100.1%
HRC					
Công suất	3,000,000	6,750,000	9,500,000	9,500,000	9,500,000
Sản lượng tiêu thụ	2,925,137	5,076,446	7,107,024	8,528,429	8,954,851
Hiệu suất	97.5%	75.2%	74.8%	89.8%	94.3%

Nguồn: HPG, HSC

HPG đề xuất mua lại mỏ quặng sắt Quý Xa

HPG đã chính thức kiến nghị Chính phủ và các bộ ngành liên quan để giành quyền thăm dò và khai thác mỏ quặng sắt Quý Xa tại Lào Cai. Động thái này nằm trong chiến lược sâu rộng của HPG nhằm tăng cường khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu thô.

Các nội dung chính trong đề xuất:

- Đảm bảo nguồn nguyên liệu:** Để duy trì công suất sản xuất thép thô hàng năm là 16,5 triệu tấn, HPG cần khoảng hơn 22 triệu tấn quặng sắt mỗi năm. Hiện tại, HPG đang phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu để phục vụ phần lớn nhu cầu này, tiêu tốn khoảng 3 tỷ USD hàng năm và gây áp lực đáng kể lên dự trữ ngoại hối.
- Bối cảnh về mỏ Quý Xa:** Mỏ Quý Xa có trữ lượng đáng kể lên đến 120 triệu tấn (hàm lượng sắt bình quân 54-55% Fe) và có công suất sản xuất 3 triệu tấn mỗi năm, có khả năng đáp ứng tới 13% tổng nhu cầu quặng sắt hàng năm của HPG. Đơn vị vận hành trước đó là Công ty Khoáng sản Việt Trung đã ngừng hoạt động khi giấy phép hết hạn vào năm 2022, để lại khoản nợ khoảng 6,5 nghìn tỷ đồng cho Nhà nước, ngân hàng, nhà cung cấp và người lao động.
- Giải quyết nợ xấu & Tác động xã hội:** HPG đã đề xuất mua lại khoản nợ 6,5 nghìn tỷ đồng của VTM để đổi lấy quyền thăm dò và khai thác mỏ này. Việc mua lại không chỉ giải quyết các nghĩa vụ nợ tồn đọng mà còn đảm bảo việc làm ổn định cho hơn 2.000 công nhân và đóng góp doanh thu ổn định cho ngân sách tỉnh.
- Hiệu quả vận hành:** Với sản lượng ước tính 3 triệu tấn/năm, mỏ này có thể đáp ứng khoảng 70% nhu cầu quặng sắt cho nhà máy Hòa Phát Hải Dương. Trong khi Khu liên hợp Dung Quất sẽ tiếp tục phụ thuộc chủ yếu vào quặng nhập khẩu chất lượng cao, việc tận dụng nguồn nguyên liệu trong nước như mỏ Quý Xa sẽ giảm bớt sự phụ thuộc vào nhập khẩu và có tiềm năng mang lại mức giá cạnh tranh hơn.
- Cần nhắc về kỹ thuật:** HSC cũng lưu ý rằng việc tinh luyện quặng 55% Fe của mỏ Quý Xa lên mức chuẩn 62% Fe sẽ phát sinh thêm chi phí chế biến. Lợi ích cuối cùng còn phụ thuộc vào việc liệu chi phí tinh luyện này có duy trì được tính cạnh tranh so với giá thị trường thế giới hiện tại hay không.
- Quan điểm đầu tư:** Nếu được phê duyệt, chúng tôi xem đây là một động lực tăng trưởng tích cực cho HPG. Bên cạnh tiềm năng tối ưu hóa chi phí và an ninh chuỗi cung ứng, đề xuất này còn phù hợp với lợi ích quốc gia thông qua việc thu hồi các khoản nợ xấu và thúc đẩy ổn định kinh tế địa phương.

HSC hiện chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa được phê duyệt chính thức. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thông tin chi tiết trong những tháng tới.

Bất động sản – Mở rộng chiến lược sang phân khúc nhà ở dân dụng

Trong 5 năm tới, chúng tôi dự báo HPG sẽ bắt đầu tích cực mở rộng sang lĩnh vực BĐS nhà ở. Hiện tại, mảng này mới chỉ đóng góp 1% doanh thu và 8% LNST, chủ yếu đến từ hoạt động vận hành khu công nghiệp. Chúng tôi đánh giá việc tiến sâu vào phân khúc BĐS nhà ở là một bước đi chiến lược và đúng thời điểm vì các lý do sau:

- **Năng lực tài chính vững mạnh:** HPG tạo ra dòng tiền tự do dồi dào, được hỗ trợ bởi lợi nhuận thuần hàng năm đạt 20-30 nghìn tỷ đồng trong 3 năm tới và dòng tiền hồi thu từ khấu hao hàng năm trên 12 nghìn tỷ đồng. Trong ngắn hạn, công ty không có nhu cầu vốn đầu tư lớn cho việc mở rộng nhà máy thép (ngoại trừ dự án Phú Yên, nếu có, dự kiến từ sau năm 2028).
- **Tác động xã hội và phù hợp định hướng thị trường:** Thông qua việc hợp tác với các sáng kiến của Chính phủ, HPG đặt mục tiêu phát triển nhà ở thương mại giá vừa túi tiền. Bước đi này được kỳ vọng sẽ giúp ổn định mặt bằng giá căn hộ tại Việt Nam, phù hợp với nhu cầu nhà ở thực tế của đại bộ phận người dân.
- **Lợi thế về vốn trong bối cảnh thắt chặt tín dụng:** Trong môi trường tín dụng bị thắt chặt đối với các nhà phát triển truyền thống, dòng tiền nội tại khổng lồ và khả năng tiếp cận các kênh huy động đa dạng (trái phiếu doanh nghiệp, vay nước ngoài, khách hàng trả trước) mang lại cho HPG lợi thế cạnh tranh vượt trội.

Hai dự án trọng điểm HPG sẽ tham gia bao gồm:

Dự án Trục Đại lộ cảnh quan sông Hồng

HPG dự kiến nắm giữ 20-25% cổ phần trong một liên danh lớn (cùng với Đại Quang Minh, Thaco và T&T Group) để phát triển dự án với tổng vốn đầu tư 855 nghìn tỷ đồng. Dự án PPP quy mô lớn này trải dài trên 11.000 ha đất tại Hà Nội, dài 80km từ cầu Hồng Hà đến cầu Mễ Sở. Dự án bao gồm 3.300 ha công viên cảnh quan và 2.100 ha dành cho tái thiết đô thị. Dự kiến hoàn thành vào năm 2030, dự án biểu tượng này đánh dấu cột mốc quan trọng trong quá trình mở rộng HĐKD của HPG, định vị tập đoàn trở thành đơn vị chủ chốt trong việc định hình không gian đô thị hiện đại và bền vững tại Hà Nội. Chúng tôi hiểu rằng, trong tổng vốn đầu tư 855 nghìn tỷ đồng, nguồn vốn chủ sở hữu sẽ chiếm 15%, tương đương khoảng 128 nghìn tỷ đồng. Với tỷ lệ nắm giữ dự kiến từ 20-25%, HPG sẽ đóng góp khoảng 26-32 nghìn tỷ đồng trong thời gian tới cho dự án này. Mức đóng góp này được đánh giá là phù hợp với khả năng tạo dòng tiền của tập đoàn ở giai đoạn hiện tại.

Dự án Khu đô thị đa năng tại Hà Nội

HPG cũng đang hợp tác với Đại Quang Minh để phát triển tổ hợp đô thị đa năng trị giá 100 nghìn tỷ đồng tại Hà Nội (2026–2029), trong đó HPG dự kiến nắm giữ khoảng 20% cổ phần. Dự án này đóng vai trò thí điểm cho quản trị đô thị bền vững và nhà ở thương mại giá rẻ, nhằm mục tiêu ổn định giá thị trường, phù hợp với thu nhập thực tế của người dân và giảm bớt áp lực dân số cho các khu vực đô thị lõi của Hà Nội.

Tổ hợp này tích hợp hạ tầng thông minh với các dịch vụ phúc lợi xã hội và thương mại, kết nối các hành lang kinh tế - kỹ thuật phía Bắc của thủ đô. Dự kiến các đợt mở bán sẽ bắt đầu vào cuối năm 2026 hoặc đầu năm 2027, và việc bàn giao nhà sẽ khởi động từ cuối năm 2027. Dự án được hưởng lợi từ việc giao đất nhanh chóng và các hỗ trợ về mặt pháp lý. Nhằm đảm bảo ổn định xã hội, tỷ suất lợi nhuận được khống chế ở mức 15% và người mua phải cam kết hạn chế chuyển nhượng trong vòng 5 năm.

Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù tỷ suất lợi nhuận bị kiểm soát, chúng tôi đánh giá cao vai trò của HPG trong sáng kiến do Chính phủ dẫn dắt này nhằm ổn định thị trường nhà ở. Điều này cũng cố cam kết ESG (Môi trường - Xã hội - Quản trị) dài hạn và vị thế xã hội của tập đoàn.

Do đó, chúng tôi tin rằng việc mở rộng HĐKD này sẽ mang lại sự động lực tăng trưởng lợi nhuận đáng kể, bên cạnh hoạt động kinh doanh thép cốt lõi. Tuy nhiên, do chưa có thông tin chi tiết về dự án, chúng tôi chưa phản ánh các dự án này vào mô hình định giá hiện tại.

Dự báo lợi nhuận mới

Mặc dù lợi nhuận thực tế thấp hơn 7% so với kỳ vọng cho cả năm 2025, HSC nhấn mạnh rằng đây chỉ là sự khác biệt kỹ thuật về thời điểm hạch toán và không ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 của chúng tôi. Theo đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026, kỳ vọng mức tăng trưởng 49% lên 23 nghìn tỷ đồng. Trong đó, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến đạt 21 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 35%) và 2 nghìn tỷ đồng lợi nhuận thuần đến từ việc thoái vốn tại dự án khu dân cư Phố Nối.

Cho năm 2027, chúng tôi giảm nhẹ 1,4% dự báo lợi nhuận thuần xuống còn 28,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 22%, trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 34%) do điều chỉnh nhẹ chi phí lãi vay, vốn được dự báo sẽ tăng nhẹ theo lãi suất thị trường.

Chúng tôi cũng đưa ra báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần đạt 31,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 13%), tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 26,9%.

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2026/2027/2028 cao hơn lần lượt 11%/11%/3% so với bình quân dự báo thị trường.

Các giả định chính như sau:

Bảng 31: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, HPG

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-27, trong khi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, theo đó CAGR 3 năm đạt 27%

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			% điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu										
Doanh thu thuần	224,889	241,206	219,889	242,658	261,547	-2.2%	0.6%	40.8%	10.4%	7.8%
Lợi nhuận thuần	22,968	28,456	22,972	28,052	31,574	0.0%	-1.4%	48.7%	22.1%	12.6%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	22,968	28,456	20,972	28,052	31,574	-8.7%	-1.4%	34.7%	33.8%	12.6%

Nguồn: HSC

Bảng 32: Giả định sản lượng thép tiêu thụ, HPG

Thép xây dựng và HRC tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng ...

(tấn)	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng	4,853,291	5,707,302	6,336,711	7,009,991
Phôi thép	655,311	982,967	300,000	0
HRC	5,076,446	7,107,024	8,528,429	8,954,851
Ông thép	840,538	924,592	1,017,051	1,118,756
Tôn mạ	423,486	444,660	466,893	490,238

Nguồn: HSC

Bảng 33: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, HPG

... dựa trên nhu cầu trong nước bền vững

Tăng trưởng	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng	8.3%	17.6%	11.0%	10.6%
Phôi thép	-7.3%	50.0%	-69.5%	-100.0%
HRC	73.5%	40.0%	20.0%	5.0%
Ông thép	18.9%	10.0%	10.0%	10.0%
Tôn mạ	-5.1%	5.0%	5.0%	5.0%

Nguồn: HSC

Bảng 34: Giả định giá bán bình quân, HPG

Chúng tôi dự báo giá thép sẽ hồi phục trong năm 2026...

Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng	13.5	14.2	14.5	14.7
HRC	13.0	14.0	14.3	14.6

Nguồn: HSC

Bảng 35: Tăng trưởng giá bán bình quân,, HPG

...nhờ giá thép xây dựng tăng 5% và HRC tăng 8%

Tăng trưởng giá bán bình quân	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng	-4.3%	5.0%	2.0%	2.0%
HRC	-12.8%	8.0%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 36: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HPG

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận giai đoạn 2026-28F sẽ tiếp tục mở rộng, nhờ hiệu suất cải thiện

Tỷ suất lợi nhuận (%)	2025	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.7%	16.0%	16.3%	16.6%
Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
Tỷ suất LN TT	11.6%	11.6%	12.5%	13.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.9%	10.4%	11.6%	12.1%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hầu như giữ nguyên giá mục tiêu đối với cổ phiếu HPG ở mức 36.300đ (so với mức 36.800đ trước đó), tương ứng với tiềm năng tăng giá 27%, do chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo lợi nhuận. Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% (không đổi).
- Hệ số beta được điều chỉnh tăng lên 1,3 lần từ 1,2 lần trước đó (cho giai đoạn 5 năm, cập nhật theo Bloomberg).

- Chi phí nợ vay được điều chỉnh tăng lên mức 6,5% từ mức 6,1% trước đó, phản ánh sự thay đổi của mặt bằng lãi suất.
- Chúng tôi tăng hệ số WACC lên 12,4% từ 11,7% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn cũng được nguyên ở mức 2%.

Bảng 37: Tính toán FCFF, HPG

Dòng tiền tự do ước tính sẽ hồi phục mạnh, nhờ giảm vốn đầu tư giai đoạn 2026-28F

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	15,450	22,972	28,052	31,574
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,679	4,266	3,663	3,508
+ Khấu hao	8,468	12,364	13,379	13,524
- Thay đổi vốn lưu động	(4,914)	(8,974)	(1,749)	(13,189)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(21,312)	(7,366)	(13,277)	(2,294)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	371	23,261	30,068	33,123

Nguồn: HSC

Bảng 38: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HPG

Nâng chi phí vốn CSH và chi phí nợ lên 14,9%/6.5% từ mức 14,5%/6,1%

	%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	14.9%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	13.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.5%

Nguồn: HSC

Bảng 39: Tính toán WACC, HPG

WACC nâng lên 12,4% so với 11,7% trong dự báo trước

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	69.8%
Nợ / Tổng nguồn vốn	30.2%
WACC	12.4%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Định giá DCF, HPG

Giá mục tiêu mới gần như không đổi ở mức 36.300đ (tiềm năng tăng giá 27%)

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	23,261	30,068	33,123
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)			2%
Giá trị dài hạn			324,874
Dòng tiền tương lai	23,261	30,068	357,997
Giá trị hiện tại	23,261	26,751	283,368
Giá trị của doanh nghiệp	333,379		
- Trừ: Tổng nợ	(89,657)		
+ Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	34,994		
Giá trị của vốn CSH	278,717		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	7,675		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp) cuối năm 2026	36,313		

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần.

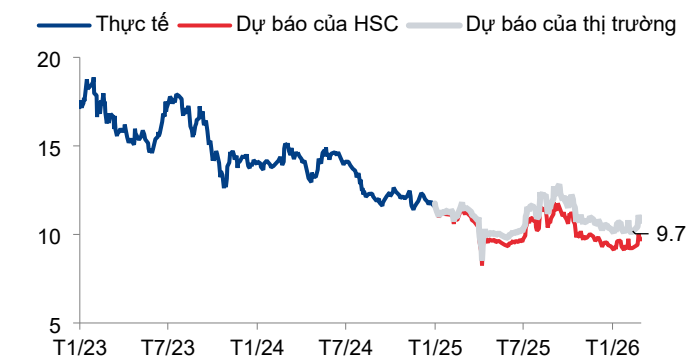
Khi các yếu tố thuận lợi có tính cấu trúc ngày càng rõ nét hơn, chúng tôi tin rằng HPG đang có vị thế lý tưởng để đạt được mức tăng trưởng bút phá. HPG là đơn vị hưởng lợi chính từ nỗ lực đẩy mạnh phát triển hạ tầng của Việt Nam cũng như việc siết chặt các biện pháp bảo hộ thương mại. Những yếu tố này diễn ra hoàn toàn đồng bộ với quá trình mở rộng công suất kịp thời của công ty. Mặc dù gần đây đã xuất hiện những đối thủ mới gia nhập thị trường, chúng tôi đánh giá những mối đe dọa cạnh tranh này

vẫn còn ở phía xa và chưa thể gây ảnh hưởng đến vị thế dẫn đầu tuyệt đối của HPG trong tương lai gần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với mức giá mục tiêu là 36.300đ, mang lại tiềm năng tăng giá hấp dẫn lên đến 27%.

Bảng 41: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

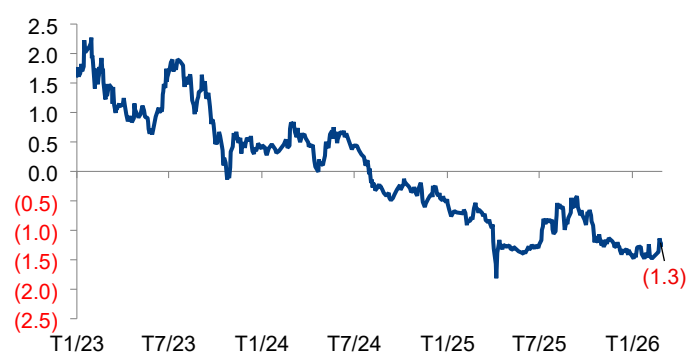
HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần ...



Nguồn: HSC

Bảng 42: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG

... thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	138,855	156,116	219,889	242,658	261,547
Lợi nhuận gộp	18,498	24,498	35,095	39,565	43,346
Chi phí BH&QL	(3,883)	(4,070)	(5,937)	(6,552)	(7,062)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	14,615	20,428	29,158	33,013	36,284
Lãi vay thuần	(1,348)	(2,522)	(3,978)	(2,966)	(2,452)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	426	135	220	243	262
LNTT	13,693	18,041	25,400	30,290	34,093
Chi phí thuế TNDN	(1,673)	(2,526)	(2,332)	(2,120)	(2,387)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.42	(64.8)	(96.4)	(118)	(133)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	12,021	15,450	22,972	28,052	31,574
Lợi nhuận thuần ĐC	11,420	14,678	21,823	26,649	29,995
EBITDA ĐC	21,543	28,896	41,522	46,392	49,808
EPS (đồng)	1,879	2,013	2,993	3,655	4,114
EPS ĐC (đồng)	1,488	1,912	2,843	3,472	3,908
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	6,396	7,675	7,675	7,675	7,675
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	6,396	7,675	7,675	7,675	7,675
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	6,396	7,675	7,675	7,675	7,675

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	6,888	8,301	13,005	20,577	39,887
Đầu tư ngắn hạn	18,975	19,484	21,989	29,119	34,001
Phải thu khách hàng	7,648	15,065	17,591	19,413	20,924
Hàng tồn kho	46,091	52,828	65,967	67,944	81,080
Các tài sản ngắn hạn khác	7,073	8,004	11,434	13,346	15,170
Tổng tài sản ngắn hạn	86,674	103,682	129,986	150,399	191,061
TSCĐ hữu hình	130,995	144,291	139,913	140,485	129,943
TSCĐ vô hình	184	187	206	227	249
Bất động sản đầu tư	560	528	478	420	353
Đầu tư dài hạn	137	2,248	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	5,940	6,985	12,549	13,839	14,909
Tổng tài sản dài hạn	137,815	154,240	153,146	154,971	145,455
Tổng cộng tài sản	224,490	257,922	283,132	305,370	336,516
Nợ ngắn hạn	55,883	64,695	68,165	65,518	70,618
Phả trả người bán	14,047	21,183	28,586	31,546	34,001
Nợ ngắn hạn khác	2,813	5,091	6,486	7,016	7,449
Tổng nợ ngắn hạn	75,225	94,209	107,800	109,114	117,495
Nợ dài hạn	27,080	27,479	21,491	19,189	15,351
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	29.3	31.0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	7,440	4,906	4,470	4,694	4,930
Tổng nợ dài hạn	34,550	32,416	25,961	23,883	20,281
Tổng nợ phải trả	109,842	126,702	133,761	132,997	137,776
Vốn chủ sở hữu	114,356	129,178	147,233	170,117	196,351
Lợi ích cổ đông thiểu số	291	2,042	2,139	2,256	2,389
Tổng vốn chủ sở hữu	114,647	131,220	149,371	172,373	198,740
Tổng nợ phải trả và VCSH	224,490	257,922	283,132	305,370	336,516
BVPS (đ)	17,879	16,830	19,182	22,164	25,582
Nợ thuần*/(tiền mặt)	76,075	83,873	76,651	64,129	46,082

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	14,615	20,428	29,158	33,013	36,284
Khấu hao	(6,928)	(8,468)	(12,364)	(13,379)	(13,524)
Lãi vay thuần	(1,348)	(2,522)	(3,978)	(2,966)	(2,452)
Thuế TNDN đã nộp	(937)	(1,995)	(2,332)	(2,120)	(2,387)
Thay đổi vốn lưu động	(13,927)	(10,949)	(33,835)	(15,485)	(25,952)
Khác	(2,358)	(3,373)	(5,268)	(4,559)	(4,450)
LCT thuần từ HĐKD	6,608	15,694	4,783	28,167	20,791
Đầu tư TS dài hạn	(35,495)	(25,750)	(7,366)	(13,277)	(2,294)
Góp vốn & đầu tư	(27,166)	(29,083)	(3,555)	(7,472)	(5,165)
Thanh lý	32,872	29,661	656	356	506
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(29,788)	(25,172)	(10,265)	(20,392)	(6,953)
Cổ tức trả cho CSH	(4,97)	(27.0)	(3,838)	(3,838)	(3,838)
Thu từ phát hành CP	233	1,707	0	0	0
Tăng/giảm nợ	17,587	9,211	14,024	3,634	9,310
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	17,815	10,891	10,186	(203)	5,472
Tiền & tương đương tiền đầu kì	12,252	6,888	8,301	13,005	20,577
LCT thuần trong kỳ	(5,365)	1,413	4,704	7,572	19,310
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.76	(0.15)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,888	8,301	13,005	20,577	39,887
Dòng tiền tự do	(28,887)	(10,056)	(2,583)	14,890	18,497

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	13.3	15.7	16.0	16.3	16.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.5	18.5	18.9	19.1	19.0
Tỷ suất LNT (%)	8.66	9.90	10.4	11.6	12.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.2	14.0	9.18	7.00	7.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	16.7	12.4	40.8	10.4	7.78
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	31.1	34.1	43.7	11.7	7.36
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	75.9	28.5	48.7	22.1	12.6
Tăng trưởng EPS (%)	59.9	7.10	48.7	22.1	12.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	75.9	28.5	48.7	22.1	12.6
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	24.8	16.7	13.7	12.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.1	12.7	16.6	17.7	17.2
ROACE (%)	11.0	13.1	17.2	17.8	17.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.65	0.81	0.82	0.81
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.45	0.77	0.16	0.85	0.57
Số ngày tồn kho	140	147	130	122	136
Số ngày phải thu	23.2	41.8	34.7	34.9	35.0
Số ngày phải trả	42.6	58.7	56.5	56.7	56.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	67.2	65.6	52.9	38.5	24.2
Nợ/tài sản (%)	37.3	36.1	32.1	28.2	26.0
EBIT/lãi vay (lần)	10.8	8.10	7.33	11.1	14.8
Nợ/EBITDA (lần)	3.89	3.22	2.19	1.85	1.76
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.10	1.21	1.38	1.63
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.73	1.83	1.25	1.06	0.89
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	9.87	6.64	5.52	4.68
P/E (lần)	15.2	14.2	9.52	7.80	6.93
P/E ĐC (lần)	19.2	14.9	10.0	8.21	7.29
P/B (lần)	1.59	1.69	1.49	1.29	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.75	1.75	1.75	1.75

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

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

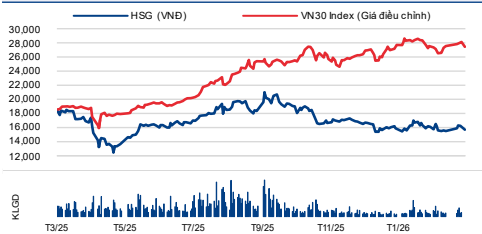
Giá mục tiêu: VNĐ14,500 (từ VNĐ15,900)

Tiềm năng tăng/giảm: -7.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/3/2026)	15,700
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,500-20,950
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,749
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	373
Slg CP lưu hành (tr.đv)	621
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	304
Slg CP NN được mua (tr.đv)	276
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.51%
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	(0.32)	(4.85)	(15.2)
So với chỉ số	(0.64)	(7.72)	(42.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	908	1,433	(36.7)
2027F	1,003	1,576	(36.3)
2028F	1,115	1,513	(26.3)

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

Triển vọng suy yếu khi lợi thế cạnh tranh mờ nhạt

- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HSG, đồng thời điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu xuống còn 14.500đ (tương ứng với rủi ro giảm giá 8%). Mức định giá này phản ánh môi trường kinh doanh đầy thách thức, bao gồm tình trạng suy yếu kéo dài của mảng xuất khẩu và mặt bằng lãi suất tăng cao.
- Chúng tôi giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9), cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 606 tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ), sau đó phục hồi lên 670 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 744 tỷ đồng (tăng trưởng 11%). Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 0,4%. Dự báo của chúng tôi thấp hơn 33% so với bình quân dự báo thị trường.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 8% so với chỉ số VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,6 lần. Mặc dù đang giao dịch với định giá thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 23,8 lần, HSG vẫn có vẻ đắt hơn khi so với cổ phiếu của các công ty cùng ngành (như HPG).

Sự kiện: Phản ánh mặt bằng lãi suất tăng cao

Tính đến cuối Q1/NĐTC 2025-2026, tổng nợ vay của HSG dừng ở mức 6.143 tỷ đồng, toàn bộ là vay ngắn hạn, tương ứng với mức tăng 40% so với đầu năm. Chúng tôi hiểu rằng công ty đã chủ động tăng dần tỷ lệ tài chính như một bước đi chiến lược nhằm 'khóa' mức lãi suất ưu đãi (trung bình dưới 4%) trước khi thị trường có những đợt tăng mạnh gần đây. Tuy nhiên, khi các khoản vay ngắn hạn này bắt đầu đáo hạn từ tháng 4/2026 trở đi và có nhiều khả năng sẽ phải tái thiết lập mặt bằng lãi suất mới cao hơn theo điều kiện thị trường hiện tại.

Tác động: Giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028

HSC điều chỉnh tăng giả định lãi suất bình quân đối với HSG lên mức 5,5% (so với mức 5% trước đó và cao hơn nhiều so với mức bình quân 3,8% trong NĐTC 2024-2025). Sự điều chỉnh này tương ứng với mức tăng 36% so với cùng kỳ của chi phí lãi vay cho NĐTC 2025-2026, gây áp lực lên các dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2026-2027. Thêm vào đó, chúng tôi cũng hạ dự báo sản lượng tiêu thụ do những rào cản cạnh tranh kéo dài tại các thị trường xuất khẩu.

Chúng tôi giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028, cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 606 tỷ đồng, sau đó phục hồi lên 670 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 744 tỷ đồng (tăng trưởng 11%), cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ ở mức 0,4%. Dự báo của chúng tôi thấp hơn 33% so với bình quân dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị.

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong một tháng qua nhưng giảm 5% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 8% so với chỉ số VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,6%. Mặc dù có định giá thấp hơn so với bình quân quá khứ, HSG vẫn đắt hơn khi so sánh với HPG (P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần), đi kèm với triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn hơn.

HSC duy trì quan điểm thận trọng đối với HSG khi các lợi thế cạnh tranh cốt lõi của công ty bắt đầu bị xói mòn dưới áp lực cạnh tranh gay gắt. Với việc mất dần ưu thế tại cả thị trường xuất khẩu lẫn lợi thế về chi phí tại thị trường trong nước, cộng thêm những khó khăn tài chính đang bủa vây, triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty đang ngày càng trở nên mờ nhạt. Khuyến nghị Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu thấp hơn là 14.500đ (tiềm năng giảm giá là 8%).

Cuối năm: Tháng 9	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,413	1,649	1,459	1,520	1,600
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	515	735	606 ▼	670 ▼	744 ▼
EPS ĐC (đồng)	777	1,101	908 ▼	1,003 ▼	1,115 ▼
DPS (đồng)	500	0	500	500	500
BVPS (đồng)	17,697	18,233	18,151	18,654	19,269
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.2	8.32	9.34	8.04	7.09
P/E ĐC (lần)	20.2	14.3	17.3	15.6	14.1
Lợi suất cổ tức (%)	3.18	0	3.18	3.18	3.18
P/B (lần)	0.89	0.86	0.86	0.84	0.81
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,615	41.7	(17.5)	10.5	11.1
ROAE (%)	4.75	6.61	5.36	5.86	6.32

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

Triển vọng mờ nhạt do lợi thế cạnh tranh bị xói mòn

HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với HSG khi các lợi thế cạnh tranh cốt lõi của công ty bắt đầu bị xói mòn dưới áp lực cạnh tranh gay gắt. Với việc mất dần ưu thế tại cả thị trường xuất khẩu lẫn lợi thế về chi phí tại thị trường trong nước, cộng thêm những khó khăn tài chính đang bủa vây, triển vọng tăng trưởng dài hạn của công ty đang ngày càng trở nên mờ nhạt. Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2025-2026 đến NĐTC 2027-2028, dự kiến lợi nhuận thuần năm nay sẽ giảm 18%, trước khi phục hồi nhẹ khoảng 11% mỗi năm trong hai năm tiếp theo. Tuy vậy, chúng tôi vẫn dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ khoảng 0,4%. Dựa trên những dự báo này, chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HSG với giá mục tiêu là 14.500đ (tiềm năng tăng giá là 8%).

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

Tính đến cuối Q1/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9), tổng nợ vay của HSG đã chạm mức 6.143 tỷ đồng, tăng 40% so với đầu năm và tất cả đều là các khoản vay ngắn hạn. Mặc dù công ty có chiến lược tận dụng nguồn vốn giá rẻ (lãi suất bình quân dưới 4%) trước khi mặt bằng lãi suất tăng cao trong thời gian gần đây, các khoản tín dụng này sẽ bắt đầu đáo hạn từ tháng 4/2026. Điều này đồng nghĩa với việc công ty nhiều khả năng sẽ phải tái cấp vốn với mức lãi suất thị trường cao hơn hiện nay.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định lãi suất bình quân lên mức 5,5% (so với mức 5% trước đó và cao hơn đáng kể so với mức 3,8% ghi nhận trong NĐTC 2024-2025). Sự điều chỉnh này tương ứng với mức chi phí lãi vay tăng vọt 36% so với cùng kỳ trong NĐTC 2025-2026. Kết hợp với dự báo sản lượng tiêu thụ thấp hơn do áp lực cạnh tranh xuất khẩu kéo dài, yếu tố này sẽ gây áp lực nặng nề lên lợi nhuận thuần của công ty.

Do đó, HSC giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn từ NĐTC 2026-2026 đến NĐTC 2027-2028. Chúng tôi báo lợi nhuận thuần NĐTC 2026-2026 sẽ giảm 18% so với cùng kỳ xuống còn 606 tỷ đồng, trước khi có sự phục hồi nhẹ lên mức 670 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) trong NĐTC 2026-2027 và 744 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) trong NĐTC 2027-2028. Lộ trình này cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm chỉ ở mức 0,4%, dẫn đến các dự báo lợi nhuận của chúng tôi thấp hơn khoảng 33% so với bình quân dự báo của thị trường.

Các giả định chính như sau:

Bảng 43: Dự báo cũ và dự báo mới cho lợi nhuận, HSG

HSC hạ bình quân 17% NĐTC 2026-2028, để phản ánh giả định sản lượng tiêu thụ giảm và chi phí lãi vay cao

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/26	FY9/27	FY9/28	FY9/26	FY9/27	FY9/28
Chỉ tiêu												
Doanh thu thuần	40,562	44,953	49,628	38,505	41,950	45,508	-5.1%	-6.7%	-8.3%	5.4%	8.9%	8.5%
Lợi nhuận thuần	730	843	879	606	670	744	-17.0%	-20.5%	-15.3%	-17.5%	10.5%	11.1%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	730	843	879	606	670	744	-17.0%	-20.5%	-15.3%	70.8%	10.5%	11.1%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Các giả định chính, HSG

Giả định sản lượng tiêu thụ tăng khiêm tốn 3%/7%/7% trong giai đoạn NĐTC 2026-2029

Chỉ tiêu	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Tôn mạ (tấn)	1,379,677	1,405,554	1,517,999	1,639,438
Tăng trưởng	-11.0%	1.9%	8.0%	8.0%
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 đồng/tấn)	18.5	18.7	18.8	19.0
Tăng trưởng	-2.8%	1.0%	1.0%	1.0%

Nguồn: HSC

Bảng 45: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HSG

Giả định tỷ suất lợi nhuận giai đoạn 2026-2029 đi ngang, do xuất khẩu suy yếu kéo dài

(%)	FY9/25F	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Chi phí BH&QL/doanh thu thuần	10.3%	10.3%	10.2%	10.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.4%	12.0%	11.9%	11.8%
Tỷ suất LNTT	2.3%	1.8%	1.8%	1.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%

Nguồn: HSC

Bảng 46: Cơ cấu nợ, HSG

Tỷ lệ nợ/vốn CSH ở mức an toàn, nhưng công ty vẫn phải chịu áp lực từ mặt bằng lãi suất cao

Tỷ đồng	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Tổng nợ	4,404	4,744	4,804	4,814
Nợ ngắn hạn	4,404	4,744	4,804	4,814
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ thuần	3,888	3,841	2,422	1,527
Vốn CSH	11,323	11,271	11,584	11,966
Nợ thuần/vốn CSH	0.34	0.34	0.21	0.13
Lãi suất bình quân	3.8%	5.5%	5.5%	5.5%
Chi phí lãi vay	185	252	263	265
LNTT	825	674	745	852
% Chi phí lãi vay/LNTT	22.4%	37.3%	35.2%	31.0%

Nguồn: HSC

Mặt bằng lãi suất tăng cao gây áp lực lớn hơn lên triển vọng lợi nhuận của công ty. Với đặc thù tỷ suất lợi nhuận gộp mỏng (thường dao động trong khoảng 10-13%), chi phí tài chính là nhân tố sống còn đối với khả năng sinh lời; do đó, tỷ lệ chi phí lãi vay trên LNTT được dự báo sẽ tăng vọt từ mức 22,4% trong NĐTC 2024-2025 lên mức khá cao là 37,3% vào NĐTC 2025-2026. Mặc dù tổng nợ vay đã tăng mạnh lên hơn 6.000 tỷ đồng vào cuối Q1/NĐTC 2025-2026, HSC kỳ vọng công ty sẽ chủ động giảm đòn bẩy tài chính nhằm giảm chi phí vay vốn đã tăng cao (dự kiến bình quân ở mức 5,5% cho đến hết NĐTC 2027-2028).

Theo đó, chúng tôi dự báo tổng nợ vay sẽ quay trở lại mức tương đương NĐTC 2024-2025, sau đó ổn định ở mức khoảng 4.744 tỷ đồng vào cuối NĐTC 2025-2026. Bất chấp nỗ lực chủ động cân bằng bảng CĐKT, gánh nặng lãi suất gia tăng vẫn là yếu tố bất lợi chính, góp phần làm LNTT giảm xuống còn 674 tỷ đồng (giảm 18% so với cùng kỳ) trong NĐTC 2025-2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 9% giá mục tiêu đối với của HSG xuống còn 14.500đ (tương ứng với rủi ro giảm giá 8%). Về các giả định định giá, chúng tôi tăng nhẹ hệ số WACC lên 13,3% từ 13,1% trước đó do tăng giả định chi phí nợ vay lên 4,8% so với mức 4,4% trong dự báo trước đó. Trong khi đó, chúng tôi vẫn giữ chi phí vốn chủ sở hữu ở mức 16,8%, dựa trên các tham số không đổi bao gồm: hệ số beta là 1,5 lần; lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%. Chúng tôi giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 1%.

Bảng 47: Tính toán FCFF, HSG

HSC giả định dòng tiền tự do của doanh nghiệp sẽ giảm mạnh trong năm 2026 trước khi cải thiện trong các năm tới

Tỷ đồng	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Thu nhập thuần	735	606	670	744
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	161	221	231	225
+ Khấu hao	903	804	806	807
- Thay đổi vốn lưu động	2,268	(585)	452	(127)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(193)	(77)	(84)	(91)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,875	970	2,075	1,559

Nguồn: HSC

Bảng 48: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HSG

Chi phí vốn CSH không đổi nhưng chi phí nợ tăng từ 4,4% lên 4,8%

Tỷ lệ	%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
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 49: Tính toán WACC, HSG

WACC tăng lên 13,3% so với 13,1% trước đó

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	70.4%
Nợ / Tổng nguồn vốn	29.6%
WACC	13.3%

Nguồn: HSC

Bảng 50: Định giá DCF, HSG

Hạ 9% giá mục tiêu xuống mức 14.500đ (rủi ro giảm giá 8%)

Tỷ đồng	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	970	2,075	1,559
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)			1.0%
Giá trị dài hạn			12,840
Dòng tiền tương lai	970	2,075	14,399
Giá trị hiện tại	970	1,832	10,053
Giá trị của doanh nghiệp	12,854		
- Tổng nợ	(4,744)		
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	903		
Giá trị của vốn CSH	9,013		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	621		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2025	14,500		

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

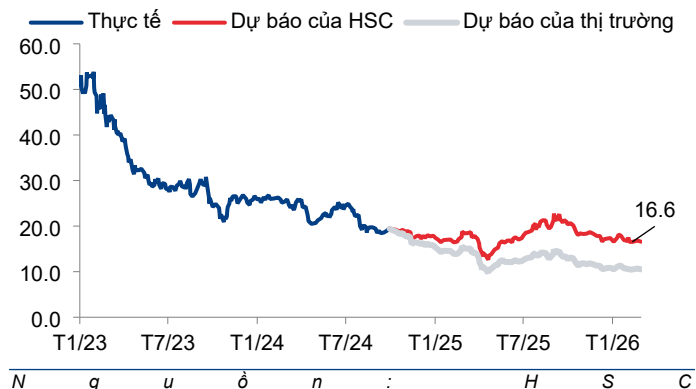
Mặc dù giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 8% so với chỉ số VN-Index, định giá của HSG vẫn kém hấp dẫn khi so với các công ty cùng ngành. Trong khi HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,6 lần, thấp hơn bình quân quá khứ ở mức 23,8 lần, cổ phiếu vẫn có định giá đắt nếu so với mức 9,7 lần của HPG. Mức chênh lệch về định giá này càng trở nên rõ nét hơn khi xét đến sự phân hóa sâu sắc trong bức tranh tăng trưởng: Lợi nhuận thuần của HPG dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 27%, cao hơn nhiều so với quỹ đạo tăng trưởng khiêm tốn chỉ 0,4% của HSG.

Theo quan điểm của chúng tôi, sự kết hợp giữa những khó khăn kéo dài ở mảng xuất khẩu và tỷ suất lợi nhuận mỏng khiến lợi nhuận của HSG trở nên cực kỳ nhạy cảm với mặt bằng lãi suất đang tăng. Ở thời điểm hiện tại, HSC nhận thấy thiếu động lực tăng trưởng cụ thể về mặt chính sách để có thể thúc đẩy những cải thiện tài lực cho phân khúc tôn mạ và ống thép trong ngắn hạn. Đối với HSG, chúng tôi tin rằng việc mở rộng HĐKD sang mảng bán lẻ VLXD thông qua chuỗi Hoa Sen Home là một hướng đi chiến lược đúng đắn, phù hợp với kỳ vọng về sự bùng nổ nhu cầu trong nước trong ba năm tới. Tuy nhiên, trong giai đoạn này, việc ưu tiên tối ưu hóa vận

hành vẫn đóng vai trò cực kỳ then chốt để công ty có thể đạt được những kết quả vượt trội trong dài hạn.

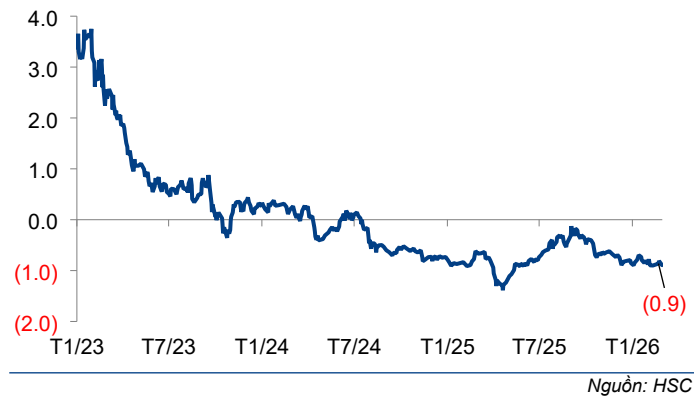
Bảng 51: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG

HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,6 lần...



Bảng 52: Độ lệch chuẩn, HSG

... thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 23,8 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	38,505	41,950	45,508
Lợi nhuận gộp	4,264	4,520	4,621	4,993	5,389
Chi phí BH&QL	(3,840)	(3,775)	(3,966)	(4,279)	(4,596)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	423	745	655	714	793
Lãi vay thuần	87.2	8.54	(52.7)	(47.0)	(25.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	40.6	71.3	71.7	78.1	84.7
LNTT	551	825	674	745	852
Chi phí thuế TNDN	(36.5)	(90.3)	(68.0)	(75.2)	(107)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.04)	0.01	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	515	735	606	670	744
Lợi nhuận thuần ĐC	479	684	564	623	692
EBITDA ĐC	1,413	1,649	1,459	1,520	1,600
EPS (đồng)	835	1,184	976	1,079	1,199
EPS ĐC (đồng)	777	1,101	908	1,003	1,115
DPS (đồng)	500	0	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	788	2,233	3,093
Đầu tư ngắn hạn	30.6	88.2	115	149	194
Phải thu khách hàng	2,985	2,188	2,310	2,517	2,730
Hàng tồn kho	9,712	8,204	8,856	8,390	8,419
Các tài sản ngắn hạn khác	844	808	851	927	1,047
Tổng tài sản ngắn hạn	14,174	11,716	12,920	14,216	15,483
TSCĐ hữu hình	3,915	3,901	3,117	2,338	1,564
TSCĐ vô hình	196	220	231	243	255
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	665	765	765	765	765
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	616	2,351	2,441	2,556	2,679
Tổng tài sản dài hạn	5,391	7,237	6,555	5,902	5,263
Tổng cộng tài sản	19,566	18,953	19,475	20,118	20,746
Nợ ngắn hạn	5,364	4,404	4,744	4,804	4,814
Phả trả người bán	2,328	2,050	2,310	2,517	2,730
Nợ ngắn hạn khác	635	799	753	782	770
Tổng nợ ngắn hạn	8,632	7,598	8,171	8,500	8,745
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	8,187	8,518	8,765
Vốn chủ sở hữu	10,901	11,323	11,271	11,584	11,966
Lợi ích cổ đông thiểu số	16.1	16.0	16.0	16.0	16.0
Tổng vốn chủ sở hữu	10,917	11,339	11,287	11,600	11,982
Tổng nợ phải trả và VCSH	19,566	18,953	19,475	20,118	20,746
BVPS (đ)	17,697	18,233	18,151	18,654	19,269
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,762	3,976	3,956	2,571	1,721

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
EBIT	423	745	655	714	793
Khấu hao	(990)	(903)	(804)	(806)	(807)
Lãi vay thuần	87.2	8.54	(52.7)	(47.0)	(25.4)
Thuế TNDN đã nộp	(84.9)	(92.4)	(80.9)	(89.4)	(128)
Thay đổi vốn lưu động	(3,005)	2,146	(840)	(1,154)	(1,167)
Khác	311	(136)	19.0	31.1	59.3
LCT thuần từ HĐKD	(1,415)	3,685	766	494	510
Đầu tư TS dài hạn	(771)	(2,623)	(77.0)	(83.9)	(91.0)
Góp vốn & đầu tư	(4.26)	(83.2)	3.39	4.39	11.0
Thanh lý	50.9	89.3	63.7	63.7	63.8
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(724)	(2,617)	(9.96)	(15.8)	(16.2)
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)	(245)	1,188	655
Khác	(308)	(310)	(151)	(221)	(288)
LCT thuần từ HĐTC	2,142	(1,242)	(396)	967	366
Tiền & tương đương tiền đầu kì	597	602	428	788	2,233
LCT thuần trong kỳ	3.55	(174)	360	1,445	860
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.66	(0.33)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	602	428	788	2,233	3,093
Dòng tiền tự do	(2,185)	1,062	689	410	419

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	11.9	11.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.60	4.51	3.79	3.62	3.52
Tỷ suất LNT (%)	1.31	2.01	1.57	1.60	1.64
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.63	10.9	10.1	10.1	12.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	(6.96)	5.38	8.95	8.48
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	8.08	16.7	(11.5)	4.13	5.27
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,615	42.8	(17.5)	10.5	11.1
Tăng trưởng EPS (%)	1,615	41.7	(17.5)	10.5	11.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,615	41.7	(17.5)	10.5	11.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	(100)	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	59.8	0	51.2	46.3	41.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.75	6.61	5.36	5.86	6.32
ROACE (%)	3.90	6.69	5.78	6.23	6.71
Vòng quay tài sản (lần)	2.13	1.90	2.00	2.12	2.23
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.34)	4.94	1.17	0.69	0.64
Số ngày tồn kho	101	93.5	95.4	82.9	76.6
Số ngày phải thu	31.1	24.9	24.9	24.9	24.8
Số ngày phải trả	24.3	23.4	24.9	24.9	24.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	45.5	37.1	37.2	24.4	16.7
Nợ/tài sản (%)	28.4	24.4	25.6	25.1	24.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	12.4	15.2	31.2
Nợ/EBITDA (lần)	3.94	2.81	3.41	3.33	3.18
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.64	1.54	1.58	1.67	1.77
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.37	0.38	0.35	0.29	0.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.2	8.32	9.34	8.04	7.09
P/E (lần)	18.8	13.3	16.1	14.6	13.1
P/E ĐC (lần)	20.2	14.3	17.3	15.6	14.1
P/B (lần)	0.89	0.86	0.86	0.84	0.81
Lợi suất cổ tức (%)	3.18	0	3.18	3.18	3.18

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

Năm giữ (giữ nguyên)

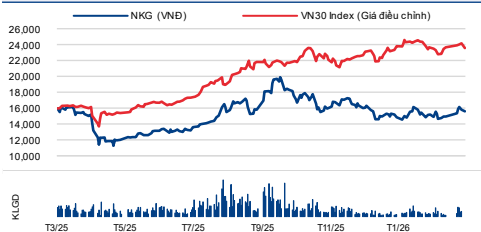
Giá mục tiêu: VNĐ15,300 (từ VNĐ17,200)

Tiềm năng tăng/giảm: -1.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (2/3/2026)	15,600
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,300-19,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,850
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,982
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	267
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	197
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.92%
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	4.70	(2.19)	(1.89)
So với chỉ số	4.36	(5.14)	(33.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	747	973	(23.3)
2027F	906	1,321	(31.5)
2028F	1,403	-	N/a

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.

Giá trị hiện tại giao thoa với tiềm năng tăng trưởng đang hình thành

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với NKG, với giá mục tiêu mới thấp hơn tại 15.300đ (sau khi điều chỉnh giảm 11%; tương ứng với rủi ro giảm giá 2%), phản ánh KQKD yếu kém trong năm 2025 và chi phí lãi vay tăng cao trong khi hoạt động xuất khẩu vẫn tiếp tục suy yếu.
- Chúng tôi giảm bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027, cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 352 tỷ đồng, tăng trưởng 78% (trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 302%) và 427 tỷ đồng (tăng trưởng 21%). Dự báo mới của chúng tôi cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 661 tỷ đồng, tăng trưởng 55%, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 49,7%, nhờ đưa vào vận hành nhà máy mới.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 5% so với chỉ số VN-Index, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25,7 lần. Mặc dù đang có định giá thấp nhưng NKG vẫn đang được định giá cao hơn so với HPG, điều này được phản ánh kỳ vọng vào triển vọng phục hồi lợi nhuận của công ty.

Sự kiện: Xuất khẩu suy yếu kéo dài & lãi suất tăng cao

NKG tiếp tục đối mặt với một bối cảnh vận hành đầy thách thức khi công ty đang phải vật lộn để tìm kiếm các thị trường mới nhằm bù đắp cho nhu cầu suy yếu tại các thị trường xuất khẩu truyền thống vốn là thế mạnh. Mặc dù công ty đã đẩy mạnh nỗ lực nhằm củng cố sản lượng tiêu thụ trong nước, nhưng kết quả đạt được vẫn chưa đủ để bù đắp cho phần sụt giảm của mảng xuất khẩu, dẫn đến sản lượng tiêu thụ trong năm 2025 thu hẹp đáng kể (giảm 24% so với cùng kỳ).

Làm trầm trọng thêm những rào cản vận hành này là mặt bằng lãi suất đang leo thang, yếu tố sẵn sàng gây áp lực lớn hơn lên triển vọng lợi nhuận của công ty. Vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp mỏng, chi phí tài chính trở thành nhân tố then chốt quyết định lợi nhuận thuần của công ty, nên chu kỳ tăng lãi suất đang trở thành yếu tố bất lợi then chốt đối với khả năng sinh lời trong ngắn hạn.

Tác động: Giảm bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần gđ 2026-2027

HSC giảm bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2026 dự kiến đạt 352 tỷ đồng (tăng trưởng 78% hoặc tăng 302% so với cùng kỳ đối với lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi, so với mức nền thấp của năm trước đó). Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 427 tỷ đồng, tăng trưởng 21%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lợi nhuận thuần lần đầu cho năm 2028 ở mức 661 tỷ đồng, tăng trưởng 55%. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 49,7%.

Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu được thúc đẩy bởi kỳ vọng đưa vào vận hành thương mại các dây chuyền sản xuất mới tại nhà máy Phú Mỹ, dự kiến bắt đầu từ Q3/2026. Mặc dù triển vọng lợi nhuận có khả quan, nhưng cần lưu ý rằng đây nên được xem là một giai đoạn phục hồi thay vì là sự quay trở lại mức cao kỷ lục. Bất chấp những động lực tích cực, lợi nhuận thuần dự phóng vẫn thấp hơn nhiều so với mức đỉnh kỷ lục 2,2 nghìn tỷ đồng năm 2021.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 25,7 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, sự kết hợp giữa những khó khăn kéo dài ở mảng xuất khẩu và tỷ suất lợi nhuận mỏng khiến lợi nhuận của công ty trở nên cực kỳ nhạy cảm với mặt bằng lãi suất vốn đang tăng. Ở thời điểm hiện tại, HSC nhận thấy thiếu động lực tăng trưởng cụ thể về mặt chính sách để có thể thúc đẩy những cải thiện chiến lược cho phân khúc tôn mạ và ống thép trong ngắn hạn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với NKG với mục tiêu là 15.300đ (rủi ro giảm giá 2%).

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,064	593	1,132 ▼	1,279 ▼	1,549
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	453	197	352 ▼	427 ▼	661
EPS ĐC (đồng)	962	419	747 ▼	906 ▼	1,403
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	18,584	17,060	17,847	18,210 ▼	19,106
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.2	22.0	10.7	9.91	7.75
P/E ĐC (lần)	16.2	37.3	20.9	17.2	11.1
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.84	0.91	0.87	0.86	0.82
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	286	(56.5)	78.4	21.3	55.0
ROAE (%)	8.02	2.92	4.50	5.29	7.92

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

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

Định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành phản ánh triển vọng phục hồi

Sau khi giá cổ phiếu diễn biến kém tích cực hơn 5% so với chỉ số VN-Index trong 3 tháng qua, NKG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần. Mặc dù mức định giá này thấp hơn so với bình quân ba năm ở mức 25,7 lần nhưng cao hơn nhiều so với HPG (đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần). Mức định giá này phản ánh kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng cao trong ba năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận tăng chủ yếu là so so với mức nền thấp từ các năm trước, chứ không phải do một sự chuyển dịch mang tính cấu trúc trong các yếu tố nền tảng của công ty. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với NKG, với mục tiêu là 15.300đ (sau khi điều chỉnh giảm 11% và rủi ro giảm giá là 2%).

Nhìn lại năm 2025

Trong năm 2025, NKG ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 14,8 nghìn tỷ đồng (giảm 28% so với cùng kỳ) và 197 tỷ đồng (giảm 57% so với cùng kỳ). Kết quả tiêu cực này chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ giảm 23% so với cùng kỳ, chỉ còn 781.506 tấn, cùng với giá bán bình quân giảm 6% xuống mức 18,9 triệu đồng/tấn. Trong đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi chỉ đạt 88 tỷ đồng, giảm mạnh 81% so với cùng kỳ. Trong ngành thép, sản lượng sản xuất sụt giảm dẫn đến chi phí cố định không được hấp thụ hết, làm suy giảm lợi thế kinh tế theo quy mô và tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Do đó, doanh thu của NKG đã thấp hơn 6% so với kỳ vọng và lợi nhuận thuần thấp hơn tới 31% so với kỳ vọng cho năm 2025 của chúng tôi. Chi tiết như sau:

Bảng 53: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo thị trường, NKG

Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong nước không đủ bù đắp sản lượng xuất khẩu sụt giảm

tấn	2024	2025	Tăng trưởng
Trong nước	392,199	492,695	25.6%
Xuất khẩu	620,595	288,811	-53.5%
Tổng sản lượng tiêu thụ	1,012,794	781,506	-22.8%
Tỷ trọng			
Nội địa	38.7%	63.0%	
Xuất khẩu	61.3%	37.0%	

Nguồn: VSA, HSC

Bảng 54: Giá bán bình quân, NKG

Trong năm 2025, Giá bán bình quân giảm 6% so với cùng kỳ

Triệu đồng/tấn	2024	2025	Tăng trưởng
Giá bán bình quân	20.1	18.9	-6.0%

Nguồn: NKG, HSC

Bảng 55: KQKD Q4/2025 và cả năm 2025, NKG

Q4/2025 lỗ do sản lượng tiêu thụ giảm mạnh và tỷ suất lợi nhuận thấp

Tỷ đồng	Q4/24	Q3/25	Q4/25	So với cùng kỳ	so với quý trước	2024	2025	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	4,469	3,773	3,136	-29.8%	-16.9%	20,609	14,808	-28.1%
Lợi nhuận thuần	18.4	49.5	(9.3)	-150.7%	-118.9%	453.0	197.2	-56.5%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	18.4	49.5	(9.8)	-153.4%	-119.9%	453.0	87.6	-80.7%

Nguồn: NKG, HSC

Trong năm 2025, NKG đã bán 492.695 tấn tôn mạ, tăng 26% so với cùng kỳ tại thị trường trong nước. Mặc dù sản lượng tiêu thụ trong nước vững chắc nhưng vẫn không đủ để bù đắp cho phần sụt giảm trong thời gian dài của mảng xuất khẩu. Thật vậy, sản lượng xuất khẩu giảm 54% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 288.811 tấn trong năm 2025. Do đó, mức đóng góp của sản lượng xuất khẩu vào tổng sản lượng đã giảm mạnh, chỉ còn 37% trong năm 2025, so với mức 61% trong năm 2024. Về giá bán bình quân, do điều kiện thị trường không thuận lợi, giá bán đã giảm 6% so với cùng kỳ xuống còn 18,9 triệu đồng/tấn. Sự kết hợp giữa sự sụt giảm của sản lượng tiêu thụ và cả giá bán bình quân làm doanh thu thuần năm 2025 giảm 28% so với cùng kỳ xuống còn 14,8 nghìn tỷ đồng.

Trong năm 2025, tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp mạnh chỉ còn 5,3% so với mức 8,9% trước đó, do quy mô sản xuất giảm và giá bán thấp hơn. Đối với lợi nhuận thuần, NKG chỉ đạt mức 197 tỷ đồng (giảm 57% so với cùng kỳ). Trong đó, lợi nhuận từ

HĐKD cốt lõi chỉ đạt vốn vẹn 88 tỷ đồng, giảm 81% so với cùng kỳ. Với kết quả trên, NKG đã hoàn thành 69% báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2025 của chúng tôi.

Tính đến cuối năm 2025, tổng dự nợ của NKG đã tăng lên 6.867 tỷ đồng, tăng 9% so với cùng kỳ, để tài trợ cho dự án Phú Mỹ mới, trong khi nợ thuần được kiểm soát ở mức 5.193 tỷ đồng, không đổi so với cùng kỳ. Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH cải thiện lên 0,68 lần tại thời điểm cuối năm 2025, so với mức 0,88 lần tại thời điểm cuối năm 2024, cho thấy bảng CĐKT của công ty có dấu hiệu lành mạnh hơn.

Giá trị hàng tồn kho đạt 5.303 tỷ đồng, giảm 21% so với cùng kỳ, tương đương với 5,2 tháng sản xuất.

Nhà máy Phú Mỹ dự kiến sẽ vận hành thương mại vào Q3/2026

Xin lưu ý, tại ĐHCĐ gần đây, được tổ chức vào tháng 4/2025, 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 hằng 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 CSVC (liên doanh giữa Trung Quốc và Nhật Bản), hiện có rất ít công ty bán những sản phẩm này. Việc sản xuất những dòng sản phẩm này giúp NKG chịu ít 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 như 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 Q2/2026. Chúng tôi dự báo dự án sẽ có đóng góp thương mại đầu tiên vào Q3/2026, chậm hơn một quý so với kế hoạch ban đầu. 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.

Dự báo lợi nhuận mới

Do kết quả kinh doanh năm 2025 thấp hơn kỳ vọng khi sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận không đạt dự báo, HSC điều chỉnh giảm bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026–2027. Việc điều chỉnh này phản ánh tình trạng suy yếu kéo dài của mảng xuất khẩu, tỷ suất lợi nhuận mỏng và chi phí lãi vay tăng cao. Các giả định chính như sau:

Bảng 56: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, NKG

HSC hạ bình quân 30% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026–2027, phản ánh sản lượng tiêu thụ giảm do xuất khẩu yếu trong thời gian dài và mất bằng lãi suất tăng

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu										
Doanh thu thuần	19,691	23,287	18,073	21,573	25,349	-8.2%	-7.4%	22.0%	19.4%	17.5%
Lợi nhuận thuần	461	685	352	427	661	-23.8%	-37.7%	78.4%	21.3%	55.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	461	685	352	427	661	-23.8%	-37.7%	301.8%	21.3%	55.0%

Nguồn: HSC

Bảng 57: Các giả định chính, NKG

Chúng tôi giảm giả định sản lượng tiêu thụ 7%, phản ánh nhu cầu tiêu thụ thấp hơn dự báo, đồng thời hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp 200 điểm cơ bản

Chỉ tiêu	2025	2026F	2027F	2028F
Tôn mạ & ống thép (tấn)	781,506	940,581	1,102,639	1,272,903
Tăng trưởng	-23.6%	20.4%	17.2%	15.4%
Giá bán bình quân (Triệu đồng/tấn)	18.9	19.2	19.6	19.9
Tăng trưởng	-6.0%	1.4%	1.8%	1.8%
Doanh thu (Tỷ đồng)	14,808	18,073	21,573	25,349
Tăng trưởng	-28.1%	22.0%	19.4%	17.5%
Lợi nhuận gộp	785	1,170	1,513	1,949
Tăng trưởng	-57.1%	49.1%	29.3%	28.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	5.3%	6.5%	7.0%	7.7%

Nguồn: HSC

Bảng 58: Cơ cấu nợ, NKG

NKG có tỷ lệ nợ cao nhất so với các công ty cùng ngành, chi phí lãi vay tạo áp lực lớn lên LNTT

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Nợ ngân hàng	6,867	6,878	7,744	8,288
Nợ ngắn hạn	4,601	5,071	6,018	7,020
Nợ dài hạn	2,266	1,807	1,726	1,267
Nợ thuần	5,193	4,742	5,200	4,424
Nợ thuần/vốn CSH	0.68	0.59	0.64	0.52
Chi phí lãi vay	220	309	366	401
LNTT	241	414	485	751
% chi phí lãi vay/LNTT	91.2%	74.7%	75.4%	53.3%

Nguồn: HSC

Chi phí tài chính cao gây áp lực lên lợi nhuận năm 2026/2027

Mặt bằng lãi suất cao hiện nay đang đặt ra thách thức đáng kể đối với lợi nhuận thuần của công ty, đặc biệt là khi tỷ suất lợi nhuận gộp của NKG khá mỏng, thường ở mức dưới 10%. Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh lên mức 309 tỷ đồng trong năm 2026 (so với 220 tỷ đồng trong năm 2025), do chi phí lãi vay từ các khoản vay tài trợ cho nhà máy Phú Mỹ sẽ không còn được vốn hóa kể từ Q3/2026.

Đến cuối năm 2026, chúng tôi dự kiến tổng nợ vay sẽ ở mức khoảng 6.878 tỷ đồng, tương đương với mức của năm 2025. Tuy nhiên, ngay cả với nỗ lực quản lý nợ chủ động này, gánh nặng lãi suất gia tăng vẫn là yếu tố bất lợi chính đối với một doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy cao như NKG (tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH là 0,6 lần và tỷ lệ chi phí lãi vay/LNTT ở mức rất cao là 75%).

Định giá và khuyến nghị

HSC điều chỉnh giảm 11% giá mục tiêu xuống còn 15.300đ (tương ứng với rủi ro giảm giá 2%), phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận của công ty. Chúng tôi vẫn giữ nguyên hệ số WACC ở mức 12%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%, hệ số beta 1 lần, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%. Các giả định chính như sau:

Bảng 59: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, NKG

Chúng tôi giả định dòng tiền thuần sẽ đảo chiều trong năm 2026, do chi phí đầu tư đã giải ngân phần lớn trong năm 2025

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	197	352	427	661
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	176	263	322	353
+ Khấu hao	362	685	737	741
- Thay đổi vốn lưu động	2,192	(363)	(1,388)	(340)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(3,933)	(277)	(19)	(70)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,006)	659	79	1,345

Nguồn: HSC

Bảng 60: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, NKG

Chi phí vốn CSH và chi phí nợ giữ nguyên ở mức 17,1% và 6,1%

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	1.5
Chi phí vốn CSH	17.1%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.5%
Thuế suất	18.8%
Chi phí nợ sau thuế	6.1%

Nguồn: HSC

Bảng 61: Tính toán WACC, NKG

WACC gần như giữ nguyên ở mức 12%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	53.3%
Nợ / Tổng nguồn vốn	46.7%
WACC	12.0%

Nguồn: HSC

Bảng 62: Định giá DCF, NKG

Giá mục tiêu mới là 15.300đ (rủi ro giảm giá 2%)

Năm	2026	2027	2028
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	659	79	1,345
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)			1.0%
Giá trị dài hạn			12,383
Dòng tiền tương lai	659	79	13,729
Giá trị hiện tại	659	71	10,950
Giá trị của doanh nghiệp	11,680		
- Tổng nợ	(6,878)		
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	2,136		
Giá trị của vốn CSH	6,938		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	452		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm - 2026	15,300		
Thị giá (đồng)	15,600		
Tiềm năng tăng giá	-2%		

Nguồn: HSC

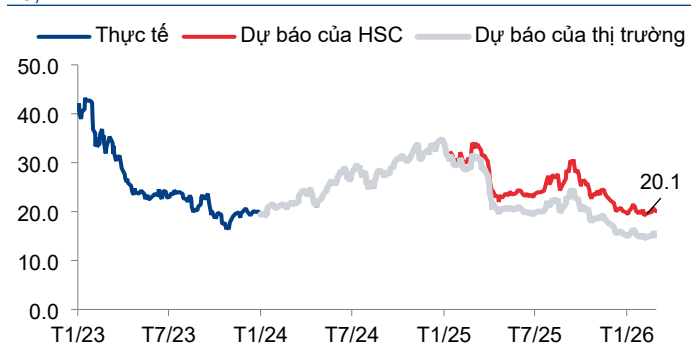
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu diễn biến kém tích cực hơn 5% so với chỉ số VN-Index trong 3 tháng qua, NKG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần. Mặc dù mức định giá này thấp hơn so với bình quân ba năm ở mức 25,7 lần nhưng vẫn cao hơn nhiều so với định giá của HPG (đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần). Mức định giá này phản ánh kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng cao trong ba năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận tăng chủ yếu là so so với mức nền thấp từ các năm trước, chứ không phải do một sự chuyển dịch mang tính cấu trúc trong các yếu tố nền tảng của công ty.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với NKG, với mục tiêu là 15.300đ (sau khi điều chỉnh giảm 11% và rủi ro giảm giá là 2%).

Bảng 63: P/E trượt dự phóng 1 năm, NKG

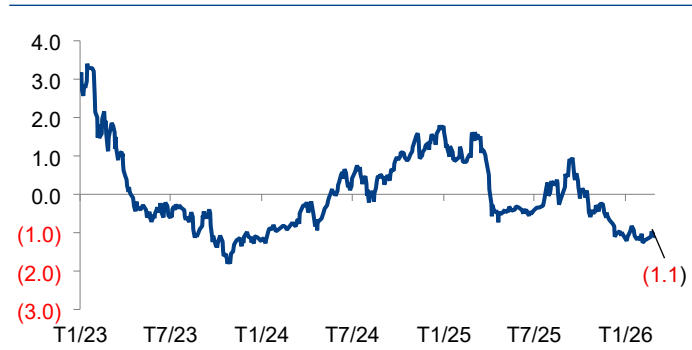
NKG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,1 lần...



Nguồn: HSC

Bảng 64: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, NKG

...rẽ hơn bình quân 3 năm ở mức 25,7 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	20,609	14,808	18,073	21,573	25,349
Lợi nhuận gộp	1,832	785	1,170	1,513	1,949
Chi phí BH&QL	(1,138)	(555)	(723)	(971)	(1,141)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	694	230	448	542	808
Lãi vay thuần	(136)	(104)	(41.6)	(66.7)	(67.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.72	114	7.87	9.06	10.5
LNTT	558	241	414	485	751
Chi phí thuế TNDN	(105)	(43.7)	(62.1)	(58.2)	(90.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0.03	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	453	197	352	427	661
Lợi nhuận thuần ĐC	430	187	334	405	628
EBITDA ĐC	1,064	593	1,132	1,279	1,549
EPS (đồng)	1,434	441	786	953	1,477
EPS ĐC (đồng)	962	419	747	906	1,403
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	316	448	448	448	448
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	316	448	448	448	448
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	448	448	448	448	448

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	392	839	1,718	2,043	3,263
Đầu tư ngắn hạn	247	835	417	501	601
Phải thu khách hàng	1,943	1,423	1,627	2,049	2,535
Hàng tồn kho	6,690	5,303	5,578	6,620	6,552
Các tài sản ngắn hạn khác	930	1,303	1,446	1,726	2,028
Tổng tài sản ngắn hạn	10,202	9,703	10,786	12,939	14,979
TSCĐ hữu hình	2,231	5,938	5,522	4,797	4,117
TSCĐ vô hình	321	310	317	325	333
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	525	0.65	0.65	0.65	0.65
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	240	543	489	440	396
Tổng tài sản dài hạn	3,317	6,791	6,329	5,562	4,846
Tổng cộng tài sản	13,519	16,494	17,115	18,500	19,825
Nợ ngắn hạn	6,312	4,601	5,071	6,018	7,020
Phả trả người bán	856	1,470	1,690	2,006	2,340
Nợ ngắn hạn khác	194	200	208	217	227
Tổng nợ ngắn hạn	7,621	6,568	7,296	8,600	9,982
Nợ dài hạn	0	2,266	1,807	1,726	1,267
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	25.9	23.2	23.2	23.2	23.2
Nợ dài hạn khác	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Tổng nợ dài hạn	26.8	2,290	1,831	1,750	1,292
Tổng nợ phải trả	7,648	8,858	9,127	10,350	11,274
Vốn chủ sở hữu	5,871	7,635	7,988	8,150	8,551
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,871	7,635	7,988	8,150	8,551
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,519	16,494	17,115	18,500	19,825
BVPS (đ)	18,584	17,060	17,847	18,210	19,106
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,920	6,028	5,160	5,701	5,025

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	694	230	448	542	808
Khấu hao	(370)	(362)	(685)	(737)	(741)
Lãi vay thuần	(136)	(104)	(41.6)	(66.7)	(67.0)
Thuế TNDN đã nộp	(53.4)	(107)	(62.1)	(58.2)	(90.2)
Thay đổi vốn lưu động	(1,632)	821	(710)	(1,795)	(787)
Khác	(127)	(199)	(33.7)	(57.6)	(56.5)
LCT thuần từ HKKD	(541)	1,327	636	(265)	1,016
Đầu tư TS dài hạn	(901)	(3,431)	(4,520)	(68.6)	(69.8)
Góp vốn & đầu tư	(800)	(901)	0	0	0
Thanh lý	341	1,303	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,360)	(3,029)	(4,520)	(68.6)	(69.8)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	(226)	(226)
Thu từ phát hành CP	0	1,594	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,510	555	4,763	885	499
Khác	(3.07)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,507	2,150	4,763	658	273
Tiền & tương đương tiền đầu kì	785	392	839	1,718	2,043
LCT thuần trong kỳ	(393)	448	879	324	1,220
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.71)	(0.92)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	392	839	1,718	2,043	3,263
Dòng tiền tự do	(1,441)	(2,104)	(3,884)	(334)	947

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	8.89	5.30	6.48	7.01	7.69
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.16	4.00	6.26	5.93	6.11
Tỷ suất LNT (%)	2.20	1.33	1.95	1.98	2.61
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.8	18.1	15.0	12.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.8	(28.1)	22.0	19.4	17.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	42.1	(44.3)	91.1	13.0	21.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	286	(56.5)	78.4	21.3	55.0
Tăng trưởng EPS (%)	222	(69.3)	78.4	21.3	55.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	286	(56.5)	78.4	21.3	55.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.02	2.92	4.50	5.29	7.92
ROACE (%)	12.2	2.91	4.53	5.50	8.18
Vòng quay tài sản (lần)	1.60	0.99	1.08	1.21	1.32
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.78)	5.76	1.42	(0.49)	1.26
Số ngày tồn kho	130	138	120	120	102
Số ngày phải thu	37.8	37.0	35.1	37.3	39.5
Số ngày phải trả	16.6	38.3	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	102	81.5	67.2	72.8	61.8
Nợ/tài sản (%)	47.3	42.8	41.4	43.1	43.1
EBIT/lãi vay (lần)	5.08	2.22	10.8	8.14	12.1
Nợ/EBITDA (lần)	6.01	11.9	6.26	6.23	5.52
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.34	1.48	1.48	1.50	1.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.53	0.88	0.67	0.59	0.47
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.2	22.0	10.7	9.91	7.75
P/E (lần)	10.9	35.4	19.8	16.4	10.6
P/E ĐC (lần)	16.2	37.3	20.9	17.2	11.1
P/B (lần)	0.84	0.91	0.87	0.86	0.82
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