

Ngành thép: Lợi nhuận cải thiện nhờ nhu cầu trong nước tăng mạnh

Chê Thị Mai Trang
Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

- Trái ngược với xu hướng của ngành thép trên toàn cầu vốn tiếp tục đương đầu với nhiều thách thức như tình trạng dư thừa công suất và chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng, ngành thép Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong Q1/2026, với sản lượng tiêu thụ tăng 15% so với cùng kỳ lên 9,4 triệu tấn.
- Nhu cầu trong nước vững chắc, đóng vai trò là bệ đỡ chính dựa trên động lực đầu tư công và đà phục hồi của thị trường BĐS, đã thúc đẩy sản lượng tiêu thụ tăng mạnh bất chấp đà suy yếu của mảng xuất khẩu do các biện pháp bảo hộ thương mại.
- HPG (Giá mục tiêu: 36.000đ, tiềm năng tăng giá: 49%) là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi. Mô hình kinh doanh bền vững tập trung mạnh vào thị trường trong nước, mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ mở rộng công suất, cùng với định giá rẻ đang tạo ra tỷ lệ rủi ro/lợi nhuận hấp dẫn cho cổ phiếu này.

Sản lượng tiêu thụ thép Việt Nam tăng mạnh bất chấp nhu cầu suy yếu trên toàn cầu

Sản lượng thép trên toàn cầu trong 4 tháng đầu năm 2026 đã giảm 2% so với cùng kỳ xuống còn 613,3 triệu tấn, chủ yếu do chủ nghĩa bảo hộ thương mại toàn cầu gia tăng dẫn đến sản lượng sản xuất thép sụt giảm tại nhiều nước, đặc biệt là Trung Quốc.

Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ của các công ty thép Việt Nam trong Q1/2026 lại tăng mạnh 14,6% so với cùng kỳ lên 9,4 triệu tấn. Trong đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt mức cao kỷ lục 3,97 triệu tấn, tăng mạnh 22,4% so với cùng kỳ. Đây là phân khúc hưởng lợi chính từ làn sóng đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công và sự bứt phá trong hoạt động xây dựng nhà ở dân dụng. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ HRC tăng mạnh 23,6% so với cùng kỳ lên 2,4 triệu tấn, nhờ hiệu quả từ các biện pháp bảo hộ thương mại trước các sản phẩm từ Trung Quốc.

HPG hưởng lợi lớn nhất, trong khi HSG/NKG vẫn gặp khó khăn

Là nhà sản xuất thép xây dựng và HRC hàng đầu Việt Nam, HPG hưởng lợi lớn nhất từ sự cải thiện mạnh của nhu cầu xây dựng trong nước và các biện pháp thuế CBPG đối với các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc. Việc đưa vào vận hành Khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ tạo động lực tăng trưởng mạnh về sản lượng trong giai đoạn 2026–2028. Với tỷ trọng xuất khẩu chỉ chiếm 9% tổng sản lượng tiêu thụ trong Q1/2026, HPG chịu ảnh hưởng không đáng kể trước làn sóng bảo hộ thương mại trên toàn cầu, đồng thời còn hưởng lợi lớn từ các chính sách bảo hộ thương mại của Chính phủ đối với HRC nhập khẩu.

Trái lại, các công ty thép niêm yết khác trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi như HSG và NKG lại chịu tác động tiêu cực rõ rệt từ xu hướng bảo hộ thương mại ngày càng gia tăng. Trước áp lực sụt giảm của sản lượng xuất khẩu, lợi nhuận Q1/2026 của hai công ty này đã giảm mạnh lần lượt 43% và 66% so với cùng kỳ.

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu là HPG (Tiềm năng tăng giá 49%)

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG và tăng 9% giá mục tiêu lên 36.000đ (tiềm năng tăng giá 49%). HPG có hồ sơ rủi ro/lợi nhuận hấp dẫn dựa trên nền tảng lợi nhuận vững chắc nhờ ít lệ thuộc vào thị trường xuất khẩu, động lực tăng trưởng lợi nhuận tích cực vì nhu cầu trong nước vững chắc và việc mở rộng công suất, cùng với mức định giá rẻ. HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,3 lần, mức định giá rất rẻ và thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 12,5 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với HSG (giá mục tiêu là 11.200đ, rủi ro giảm giá 13%), đồng thời hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu 12.600đ, tương ứng với rủi ro giảm giá 10%. Triển vọng của cả hai cổ phiếu này nhìn chung vẫn còn nhiều thách thức trong bối cảnh thị trường xuất khẩu suy yếu, trong khi mức định giá hiện tại lại đắt hơn HPG.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 28/5.

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	24,150	Mua vào	-	36,000	9.09	49.1	8.16	7.29	6.37	5.00	2.07	2.07
HSG	12,800	Giảm tỷ trọng	-	11,200	0.41	(12.5)	20.1	17.6	9.24	9.08	3.91	3.91
NKG	13,950	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	12,600	(17.6)	(9.68)	33.1	23.5	11.2	9.93	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 27/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Tính bền vững trở thành lá chắn phòng thủ trong môi trường ngày càng biến động 3

Năm 2026: Nhu cầu trong nước vững chắc, tạo lực đẩy cho đà tăng trưởng ngành thép Việt Nam 9

Dự báo lợi nhuận mới 10

HPG là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu 12

Báo cáo thành phần

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) 13

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) 24

CTCP Thép Nam Kim (NKG) 30

Tính bền vững trở thành lá chắn phòng thủ trong môi trường ngày càng biến động

Trong bối cảnh thị trường thế giới đang đối mặt với rào cản bảo hộ thương mại gia tăng và áp lực dư thừa nguồn cung dai dẳng, HSC tin rằng mô hình kinh doanh bền vững và chiến lược tập trung vào thị trường trong nước sẽ là lá chắn giúp các công ty thép phòng vệ hiệu quả trước các biến số vĩ mô. Trái ngược với tình cảnh ảm đạm của các nhà sản xuất quốc tế trước áp lực rào cản thương mại và xuất khẩu suy yếu, thị trường thép Việt Nam lại đang kích hoạt chu kỳ tăng trưởng tích cực nhờ đẩy mạnh tiến độ giải ngân đầu tư công và sự ấm lên của thị trường BĐS. Với vị thế là công ty đầu ngành, HPG đang có nền tảng tốt để hưởng lợi từ xu hướng này. Với mô hình kinh doanh bền vững, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc nhờ mở rộng công suất và mức định giá hấp dẫn, HPG đang mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn.

Nhu cầu thép toàn cầu suy yếu trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ gia tăng...

Sản lượng thép toàn cầu trong 4 tháng đầu năm 2026 đã giảm 2% so với cùng kỳ, tương ứng với mức giảm 12,5 triệu tấn, xuống còn 613,3 triệu tấn. Xu hướng này chủ yếu được dẫn dắt bởi làn sóng bảo hộ thương mại đang gia tăng trên toàn cầu, khiến sản lượng thép sụt giảm tại nhiều nước, đặc biệt là Trung Quốc khi hoạt động xuất khẩu thép của nước này ngày càng gặp nhiều khó khăn.

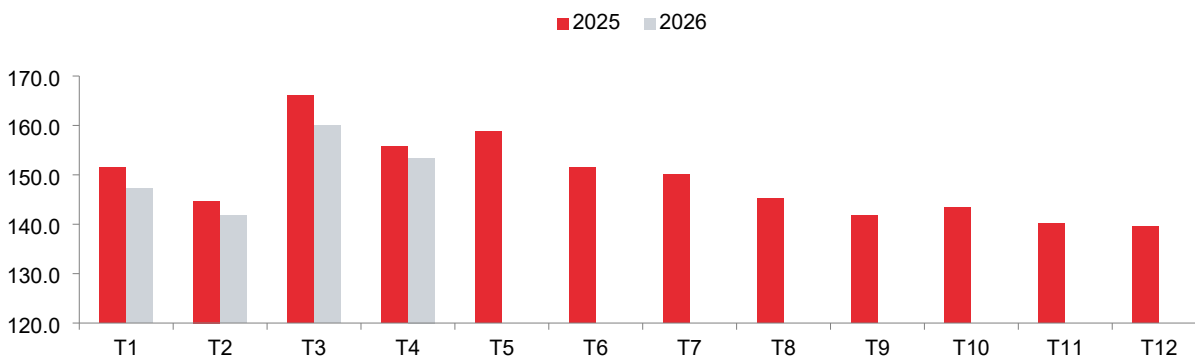
- Sản lượng thép của Trung Quốc giảm 4,1% so với cùng kỳ, tương đương mức giảm 14,1 triệu tấn, xuống còn 331,1 triệu tấn trong giai đoạn này. Sự sụt giảm trên phản ánh nỗ lực cắt giảm công suất của Trung Quốc nhằm giải tỏa áp lực thừa nguồn cung dai dẳng trong bối cảnh thị trường BĐS trong nước chưa phục hồi, đồng thời chịu áp lực cộng hưởng từ các biện pháp phòng vệ thương mại ngày càng nghiêm ngặt của các nước đối với thép nhập khẩu từ nước này. Nhiều công ty thép tại Trung Quốc đã phải ghi nhận lỗ trong những năm gần đây do tình trạng thừa công suất kéo dài.
- Theo Hiệp hội Sắt và Thép Trung Quốc, sản lượng xuất khẩu thép của nước này trong Q1/2026 đã giảm 9,9% so với cùng kỳ, xuống còn 24,7 triệu tấn. Bên cạnh việc tái cơ cấu công suất để cắt giảm nguồn cung dư thừa, Trung Quốc đã bắt đầu áp dụng giấy phép xuất khẩu đối với hàng loạt sản phẩm thép (bao gồm gang thô, thép bán thành phẩm, thép dẹt, thép dài, ống thép và các sản phẩm thép làm đường ray) kể từ năm 2026, dẫn đến sản lượng xuất khẩu thép của nước này giảm trong Q1/2026.

Với việc Trung Quốc triển khai các biện pháp ngày càng quyết liệt nhằm tái cơ cấu toàn diện ngành thép, chúng tôi kỳ vọng áp lực dư thừa công suất tại nước này sẽ tiếp tục được giải tỏa, dẫn đến sản lượng thép xuất khẩu duy trì xu hướng giảm. Điều này sẽ giúp giảm bớt tình trạng dư thừa nguồn cung thép trên toàn cầu, đồng thời hỗ trợ giá thép cũng như tỷ suất lợi nhuận của ngành trên phạm vi toàn cầu, bao gồm cả Việt Nam.

Trái ngược với xu hướng thu hẹp sản lượng của ngành thép toàn cầu và đặc biệt là Trung Quốc, thị trường Việt Nam lại ghi nhận đà bứt phá mạnh mẽ nhờ sức cầu trong nước vững chắc cùng với việc áp dụng hiệu quả các công cụ phòng vệ thương mại nhằm ngăn chặn luồng thép giá rẻ đến từ Trung Quốc.

Biểu đồ 1: Sản lượng thép sản xuất trên thế giới (triệu tấn)

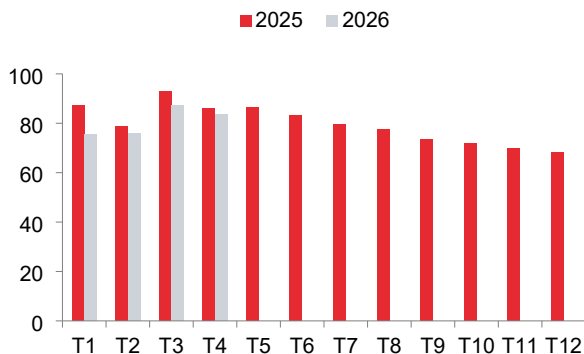
Sản lượng thép toàn cầu 4 tháng đầu năm 2026 giảm 2% so với cùng kỳ, chủ yếu do các biện pháp bảo hộ thương mại trên thế giới và hoạt động tái cơ cấu công suất ngành thép tại Trung Quốc



Nguồn: Hiệp hội Thép Thế giới

Biểu đồ 2: Sản lượng thép sản xuất, Trung Quốc

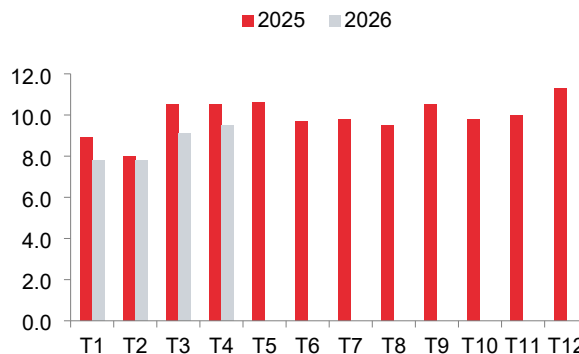
Sản lượng thép của Trung Quốc trong 4 tháng đầu năm 2026 giảm 7% svck



Nguồn: Hiệp hội Thép Thế giới, HSC

Biểu đồ 3: Sản lượng thép xuất khẩu, Trung Quốc

Xuất khẩu thép Trung Quốc giảm 10% svck trong 4 tháng đầu năm 2026.



Nguồn: Hải quan Trung Quốc, HSC

...nhưng sản lượng tiêu thụ thép Việt Nam tăng tốc nhờ nhu cầu trong nước vững chắc và biện pháp bảo hộ thương mại hiệu quả

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, tổng sản lượng tiêu thụ thép của các công ty tại Việt Nam tăng 14,6% so với cùng kỳ lên 9,4 triệu tấn. Sản lượng tiêu thụ tăng chủ yếu nhờ nhu cầu trong nước vững chắc, giúp bù đắp cho phần sụt giảm của mảng xuất khẩu trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ thương mại toàn cầu đang gia tăng. Tổng sản lượng tiêu thụ trong nước của các phân khúc thép xây dựng, HRC và tôn mạ trong Q1/2026 tăng 23% so với cùng kỳ, trong khi sản lượng xuất khẩu tiếp tục giảm 8% so với cùng kỳ.

Xét theo phân khúc, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng mạnh nhất nhờ nhu cầu trong nước tăng mạnh. Ngược lại, sản lượng tiêu thụ tôn mạ vẫn yếu do phân khúc này chiếm tỷ trọng xuất khẩu cao nhất, nên chịu ảnh hưởng nặng nhất từ đà suy thoái của các thị trường xuất khẩu. Chi tiết như sau:

Bảng 4: Sản lượng thép tại Việt Nam

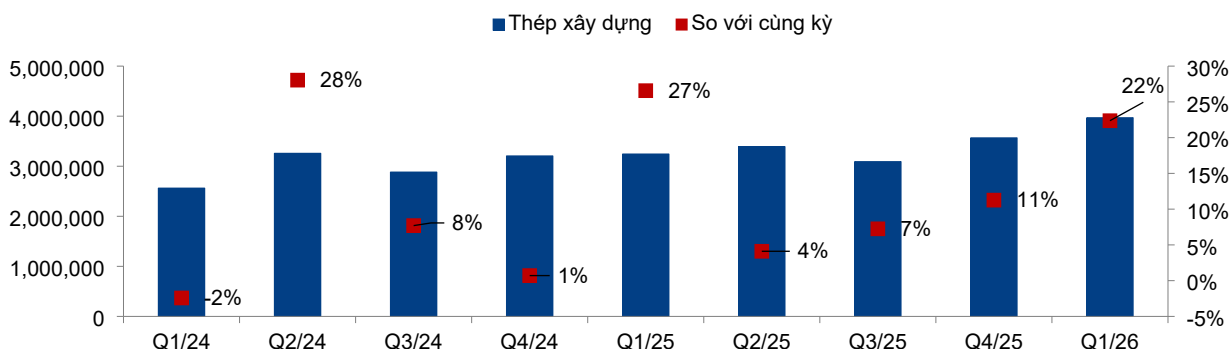
Sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam trong Q1/2026 tăng 15% svck, được thúc đẩy bởi thép xây dựng và HRC

tân	Q1/25	Q1/26	Tăng trưởng
Thép xây dựng	3,244,456	3,970,125	22%
HRC	1,909,638	2,360,216	24%
Tôn mạ	1,142,369	1,064,804	-7%
Ống thép	675,125	691,412	2%
Phôi thép + tấm slab	1,208,919	1,289,792	7%
Tổng sản lượng thép	8,180,507	9,376,349	15%

Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 5: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tại Việt Nam

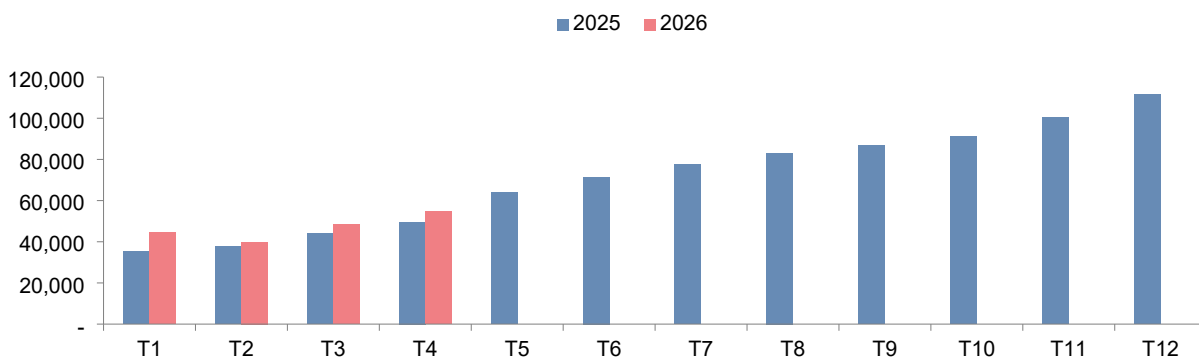
Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 22% svck trong Q1/2026, được hỗ trợ bởi tiến độ giải ngân đầu tư công tích cực và nhu cầu xây dựng tăng



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 6: Giải ngân đầu tư công tại Việt Nam

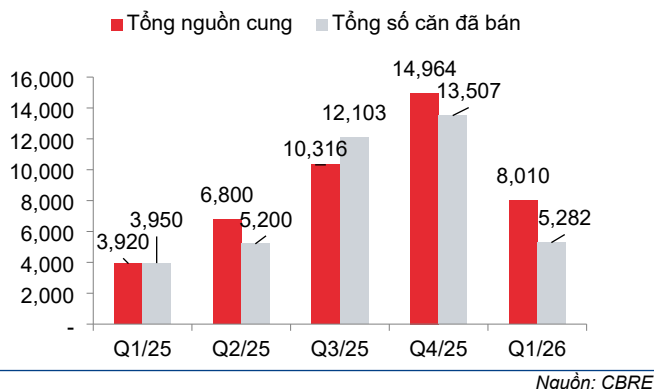
Giải ngân đầu tư công trong 4 tháng đầu năm 2026 tăng 13% svck



Nguồn: GSO

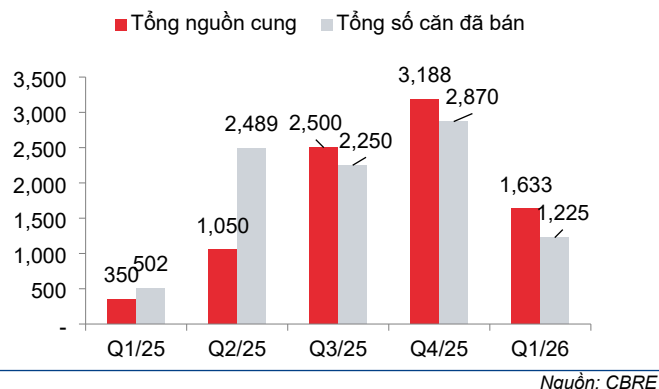
Biểu đồ 7: Nguồn cung và số căn hộ đã bán tại Hà Nội

Nguồn cung số căn hộ tại Hà Nội tăng 104% svck



Biểu đồ 8: Nguồn cung và số căn hộ đã bán tại TP.HCM

Nguồn cung số căn hộ tại TP.HCM tăng 369% svck



Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt mức kỷ lục nhờ bộ đỡ đầu tư công và lực cầu từ thị trường BĐS

Trong Q1/2026, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đã cán mốc kỷ lục 3,97 triệu tấn, tăng mạnh 22,4% so với cùng kỳ. Trong đó, sản lượng tiêu thụ trong nước tăng vọt 30% so với cùng kỳ lên 3,6 triệu tấn nhờ đà tăng trưởng ổn định của dòng vốn đầu tư công và lực cầu vững chắc từ thị trường BĐS. Ngược lại, sản lượng xuất khẩu tiếp tục giảm 25,7% so với cùng kỳ xuống còn 335.502 tấn.

- Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công trong 4 tháng đầu năm 2026 đã cải thiện 13% so với cùng kỳ, đạt 188 nghìn tỷ đồng. Nhìn về dài hạn, HSC tin rằng dòng vốn đầu tư công đổ vào các dự án hạ tầng quy mô lớn sẽ tiếp tục là động lực cốt lõi thúc đẩy đà tăng trưởng cho phân khúc thép xây dựng.
- Nhu cầu vững chắc từ thị trường BĐS: Nhu cầu từ thị trường BĐS cũng duy trì ở mức cao. Theo số liệu từ CBRE, thị trường Hà Nội ghi nhận 8.010 căn hộ chung cư mở bán mới trong Q1/2026, đánh dấu lượng mở bán trong Q1 cao nhất kể từ năm 2021 và tăng 104% so với cùng kỳ. Song song đó, tổng số căn hộ được bán đạt 5.382 căn (tăng 33% so với cùng kỳ).

Hơn nữa, thị trường TP.HCM đón nhận 1.642 căn hộ chung cư mở bán mới trong Q1, tăng vọt 369% so với cùng kỳ. CBRE cũng dự báo nguồn cung mới tại khu vực này sẽ tăng gấp ba lần trong năm 2026 nhờ các chủ đầu tư tích cực tái khởi động dự án, cũng như niềm tin thị trường đang cải thiện.

Tính chung cả hai thị trường lớn là Hà Nội và TP.HCM, số lượng căn hộ chung cư mở bán mới trong quý tăng 126% so với cùng kỳ lên 9.643 căn, trong khi số lượng căn hộ được bán đạt 6.592 căn (tăng 48% so với cùng kỳ). Chúng tôi tin rằng lực cầu vững chắc từ thị trường BĐS sẽ tiếp tục hỗ trợ sản lượng tiêu thụ thép xây dựng khi các dự án này bước vào giai đoạn thi công.

Là công ty đang nắm giữ thị phần thép xây dựng lớn nhất ngành (36%), HPG trở thành đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ xu hướng tăng trưởng mạnh của ngành xây dựng. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong Q1 của công ty tăng 20% so với cùng kỳ lên 1,4 triệu tấn.

Sản lượng tiêu thụ HRC tăng mạnh nhờ thuế CBPG, HPG là đơn vị hưởng lợi chính

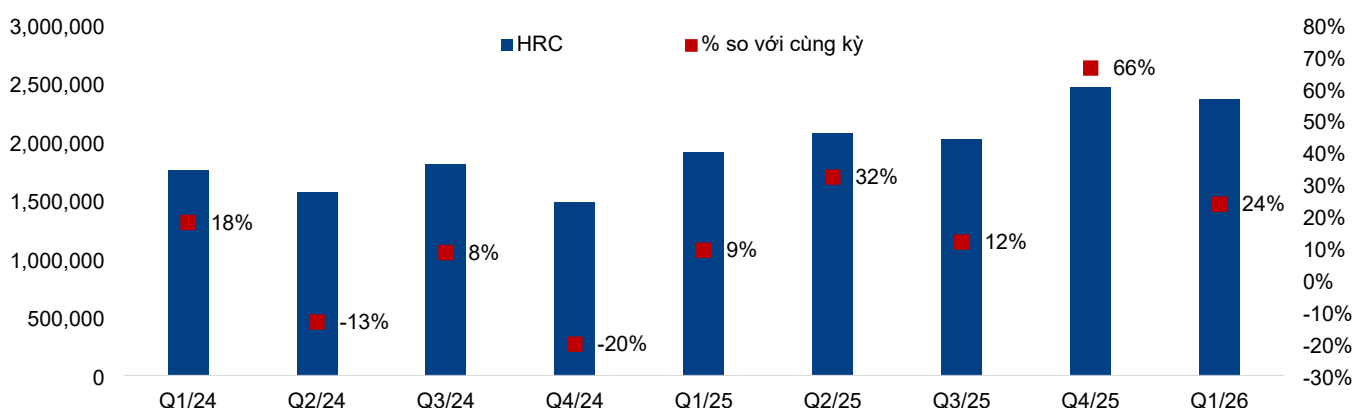
Sản lượng tiêu thụ HRC tăng mạnh 23,6% so với cùng kỳ, đạt 2,4 triệu tấn trong Q1/2026. Trong đó, sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 13,6% so với cùng kỳ lên 1,9 triệu tấn, trong khi sản lượng xuất khẩu tăng vọt 109% so với cùng kỳ lên 0,4 triệu tấn, so với mức nền thấp của năm ngoái. Đáng chú ý, sản lượng tiêu thụ HRC bắt đầu tăng mạnh từ Q2/2025, sau khi quyết định áp thuế CBPG tạm thời đối với sản phẩm HRC khổ hẹp của Trung Quốc (có chiều rộng lên đến 1.880mm) chính thức có hiệu lực từ ngày 8/3/2025. Sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng mạnh sau khi thuế CBPG (AD19, từ 19,38% đến 27,83%) đối với sản phẩm HRC khổ hẹp chính thức được áp dụng và có hiệu lực từ tháng 7 năm ngoái.

Bên cạnh yếu tố trên, việc mở rộng công suất của HPG cũng là động lực thúc đẩy đà tăng trưởng tích cực này. Khi Lò cao số 2 thuộc Khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 của HPG đi vào hoạt động từ Q4/2025, sản lượng tiêu thụ của công ty đã tăng vọt 48% so với cùng kỳ, đạt 1,5 triệu tấn trong Q1/2026. Trong khi đó, Formosa (chưa niêm yết), đối thủ cạnh tranh duy nhất của HPG ở phân khúc HRC tại Việt Nam, ghi nhận sản lượng tiêu thụ gần như đi ngang trong Q1, với 0,9 triệu tấn (giảm 3% so với cùng kỳ). Theo đó, sản lượng tiêu thụ của HPG trong Q1/2026 cao hơn 65% so với Formosa (so với mức chênh lệch chỉ 8% trong Q1/2025).

Do đó, trong số hai nhà sản xuất HRC tại Việt Nam, HPG là đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ các biện pháp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

Biểu đồ 9: Sản lượng HRC (tấn), Việt Nam

Sản lượng tiêu thụ HRC tăng trưởng đáng kể sau khi thuế chống bán phá giá đối với HRC Trung Quốc được áp dụng từ ngày 08/03/2025



Nguồn: VSA, HSC

Bảng 10: Sản lượng HRC, Việt Nam

HPG là bên hưởng lợi chính từ thuế chống bán phá giá áp lên HRC Trung Quốc, với sản lượng tiêu thụ tăng 48% svck trong Q1/2026

tấn	Q1/25	Q1/26	Tăng trưởng
HPG	993,938	1,470,716	48%
Trong nước	874,320	1,127,103	29%
Xuất khẩu	119,618	343,613	187%
Formosa	915,700	889,500	-3%
Trong nước	837,000	817,100	-2%
Xuất khẩu	78,700	72,400	-8%
Tổng	1,909,638	2,360,216	24%
Trong nước	1,711,320	1,944,203	14%
Xuất khẩu	198,318	416,013	110%

Nguồn: VSA, HSC

Tôn mạ: Tiếp tục gặp khó khăn do nhu cầu xuất khẩu yếu, nhưng HPG vẫn tăng trưởng vững chắc

Do có tỷ trọng xuất khẩu cao nhất trong các phân khúc sản phẩm thép, tôn mạ là phân khúc chịu ảnh hưởng nặng nề nhất bởi làn sóng bảo hộ thương mại toàn cầu đang gia tăng. Đây là phân khúc sản phẩm thép duy nhất ghi nhận sản lượng tiêu thụ giảm trong Q1/2026, giảm 7% so với cùng kỳ xuống còn 1,06 triệu tấn. Nguyên nhân chủ yếu do sản lượng xuất khẩu suy yếu trong thời gian dài, với mức giảm 41% so với cùng kỳ xuống còn 282.812 tấn. Trong khi đó, dù sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 17,7% so với cùng kỳ lên 781.992 tấn, nhưng vẫn không đủ để bù đắp cho phần sụt giảm nghiêm trọng của kênh xuất khẩu.

Tuy nhiên, tín hiệu tích cực là tốc độ sụt giảm dường như đang chậm lại, với sản lượng xuất khẩu trong Q1/2026 tăng 3% so với quý trước, cải thiện hơn so với mức giảm 38% và 13% (so với quý trước) trong hai quý trước đó.

Đáng chú ý, đi ngược lại bức tranh tăng trưởng âm ảm đạm của toàn ngành tôn mạ, HPG vẫn ghi nhận sản lượng tiêu thụ bứt phá mạnh mẽ với mức tăng 19% so với cùng kỳ trong Q1/2026. Trong khi đó, theo số liệu từ Hiệp hội Thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ của hai công ty sản xuất tôn mạ còn lại là HSG và NKG giảm lần lượt 19% và 36% so với cùng kỳ.

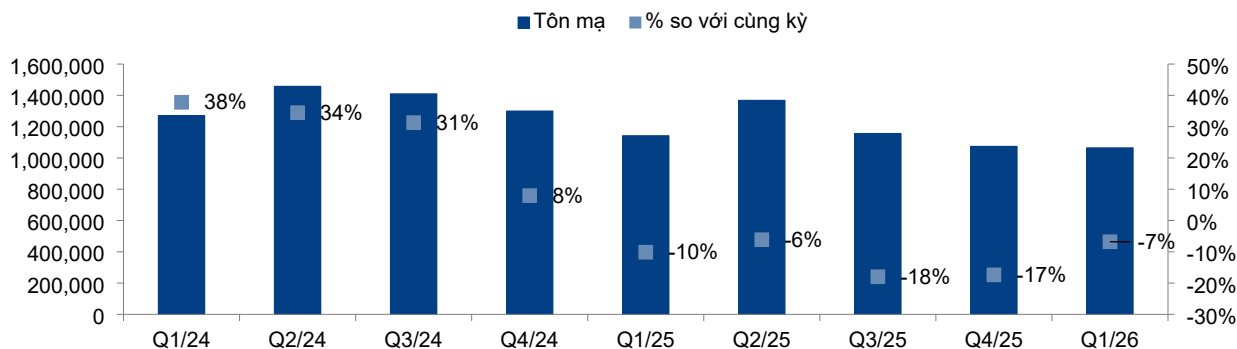
Sự phân hóa này chủ yếu được định hình bởi cơ cấu doanh thu bền vững và ít rủi ro hơn của HPG, khi kênh xuất khẩu chỉ cấu chiếm 2% tổng sản lượng tiêu thụ tôn mạ, thấp hơn đáng kể so với tỷ trọng phụ thuộc khá lớn ở mức 37% của HSG và 21% của NKG. Đặc biệt, dù hoàn toàn tự chủ được nguồn HRC đầu vào để sản xuất tôn mạ, HPG không lựa chọn chiến lược đẩy mạnh xuất khẩu bằng mọi giá để chạy theo sản lượng, mà kiên định sự tập trung tối đa vào thị trường trong nước. Chiến lược này giúp HPG hoạt động ổn định và có khả năng chống chịu tốt hơn nhờ giảm thiểu mức độ ảnh hưởng từ các tranh chấp thương mại và biện pháp bảo hộ trên toàn cầu.

Các phân khúc khác

Sản lượng tiêu thụ ống thép trong Q1/2026 tăng nhẹ 2,4% so với cùng kỳ, đạt 0,7 triệu tấn. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ phôi thép và phôi tấm slab tăng 6,7% so với cùng kỳ, đạt 1,3 triệu tấn.

Biểu đồ 11: Sản lượng tôn mạ tiêu thụ (tấn), Việt Nam

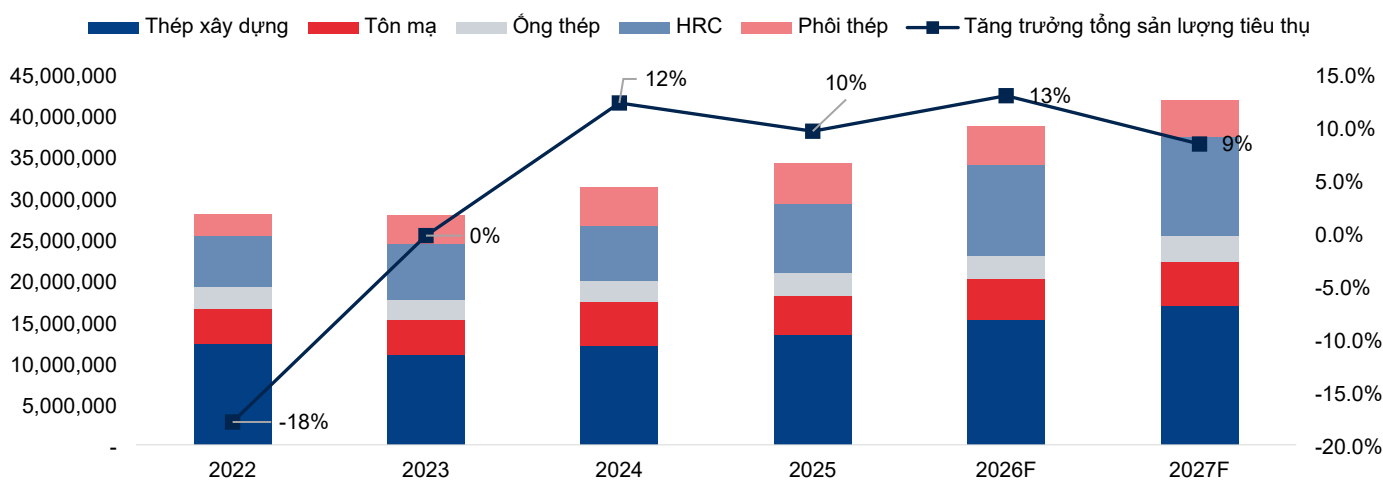
Sản lượng tiêu thụ tôn mạ tiếp tục giảm so với cùng kỳ do hoạt động xuất khẩu suy yếu trước xu hướng gia tăng các biện pháp bảo hộ thương mại trên toàn cầu



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 12: Sản lượng thép tiêu thụ (tấn), Việt Nam

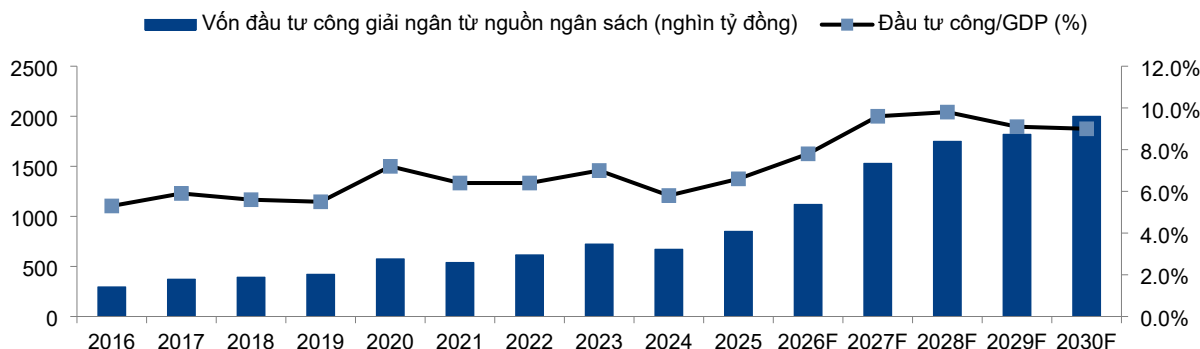
Sản lượng tiêu thụ thép tăng trưởng tích cực



Nguồn: VSA, HSC

Biểu đồ 13: Đầu tư công, Việt Nam

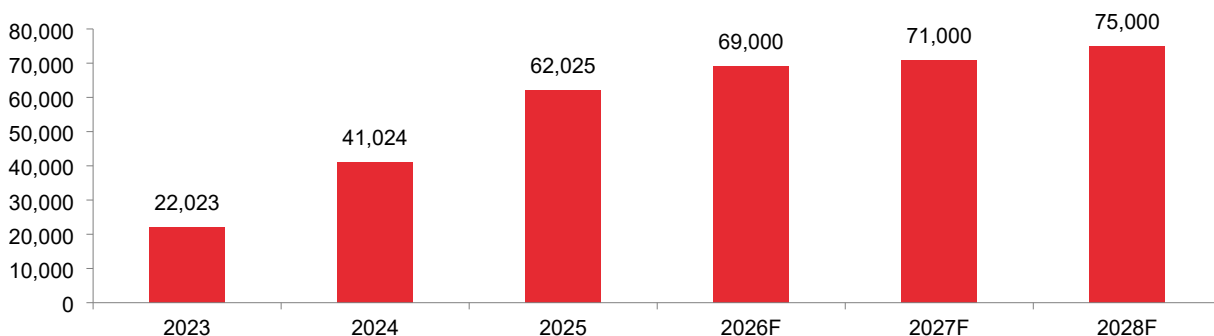
Động lực từ đầu tư công mạnh mẽ để hỗ trợ tăng trưởng GDP được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu thép trong các năm tới



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: Dự báo nguồn cung căn hộ chung cư tại Hà Nội & TP.HCM

Nguồn cung căn hộ tăng trưởng mạnh trong năm 2026 sẽ hỗ trợ nhu cầu thép trong nước



Nguồn: CBRE

Năm 2026: Nhu cầu trong nước vững chắc, tạo lực đẩy cho đà tăng trưởng ngành thép Việt Nam

HSC kỳ vọng nhu cầu thép trong nước sẽ ở mức cao trong năm 2026, nhờ đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công và lực cầu tăng mạnh từ hoạt động xây dựng các dự án BĐS. Ngoài ra, sau khi lệnh áp thuế chống lẩn tránh thuế CBPG ở mức 27,83% lên các sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc có hiệu lực, sản lượng tiêu thụ HRC dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới. Theo đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép trong năm 2026 của Việt Nam sẽ tăng trưởng 12,9%, cao hơn nhiều so với mức tăng 9,5% trong năm 2025.

Thép xây dựng: Phân khúc hưởng lợi chính khi nhu cầu xây dựng tăng cao

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ đạt 15,2 triệu tấn, tăng 14% so với cùng kỳ (cao hơn so với mức tăng 11,6% trong năm 2025). Trong đó, sản lượng tiêu thụ trong nước sẽ là động lực tăng trưởng chính khi đạt 13,8 triệu tấn (tăng 16% so với cùng kỳ), trong khi sản lượng xuất khẩu dự kiến giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ xuống còn 1,4 triệu tấn. Động lực chính thúc đẩy nhu cầu trong nước tăng mạnh là hoạt động xây dựng hạ tầng diễn ra sôi động khi tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công ở mức neo cao, cùng với làn sóng triển khai các dự án BĐS nhà ở. Trong khi đó, nhu cầu xuất khẩu nhiều khả năng sẽ tiếp tục ảm đạm do các biện pháp bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu, nhưng nhu cầu trong nước vững chắc được kỳ vọng sẽ bù đắp hoàn toàn cho mức sụt giảm của doanh thu xuất khẩu.

Chúng tôi lưu ý rằng biện pháp thuế tự vệ 6,1% đối với thép xây dựng đã hết hiệu lực từ ngày 22/3/2026. Điều này làm đẩy lên rủi ro thép Trung Quốc giá rẻ có thể tràn

vào Việt Nam, từ đó ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của các nhà sản xuất trong nước. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng tác động từ yếu tố này vẫn nằm trong tầm kiểm soát nhờ các lý do sau:

- Chúng tôi cho rằng áp lực từ lượng thép nhập khẩu gia tăng nếu có sẽ chỉ tập trung vào dòng thép cuộn (vốn chỉ chiếm khoảng 20% tổng sản lượng thép xây dựng), do sản phẩm này có tính đồng nhất cao, rất khó nhận diện về thương hiệu và xuất xứ trong thực tế thương mại. Ngược lại, thép thanh (chiếm khoảng 80% sản lượng thép xây dựng) thường được đập nổi logo thương hiệu trực tiếp lên thanh thép, nhờ đó sẽ ít chịu áp lực hơn từ thép giá rẻ Trung Quốc, vì khách hàng có xu hướng ưu tiên các sản phẩm có nguồn gốc và khả năng truy xuất rõ ràng nhằm đảm bảo chất lượng công trình.
- Bên cạnh đó, nếu lượng thép nhập khẩu tăng đột biến, các nhà sản xuất trong nước nhiều khả năng sẽ nộp đơn khởi kiện phòng vệ thương mại để cơ quan chức năng áp dụng các biện pháp bảo hộ, điều này cũng sẽ giúp hạn chế nguồn thép nhập khẩu giá rẻ. Trong bối cảnh xu hướng bảo hộ thương mại ngày càng gia tăng trên toàn cầu, các cuộc điều tra CBPG thường được các cơ quan quản lý phê duyệt nhanh chóng hơn khi xuất hiện bằng chứng rõ ràng về việc sản lượng thép nhập khẩu từ Trung Quốc tăng cao bất thường.

HRC: Các biện pháp bảo hộ toàn diện trước sản phẩm thép Trung Quốc sẽ tiếp tục hỗ trợ sản lượng tiêu thụ

Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 612/QĐ-BCT về việc áp thuế chống lẩn tránh thuế CBPG tạm thời ở mức 27,83% đối với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc (có chiều rộng từ 1.880mm đến 2.300mm), chính thức có hiệu lực từ ngày 17/4/2026. HSC tin rằng quyết định áp thuế chính thức nhiều khả năng sẽ được ban hành trong thời gian sắp tới, qua đó hoàn thiện khung pháp lý bảo hộ thương mại của Việt Nam chống lại các sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc. Xin nhắc lại rằng, các mức thuế CBPG đối với HRC khổ hẹp nhập khẩu từ Trung Quốc (từ 23,1% đến 27,83%) đã có hiệu lực từ tháng 7/2025 và sẽ có hiệu lực đến ngày 5/7/2030.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm trong thời gian tới, từ đó hỗ trợ tích cực cho sản lượng tiêu thụ của các nhà sản xuất trong nước, đặc biệt là HPG. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ HRC tăng 30% so với cùng kỳ lên 11 triệu tấn trong năm 2026.

Tôn mạ: Sản lượng tiêu thụ dự kiến phục hồi nhẹ trong năm 2026 nhờ nhu cầu trong nước cải thiện

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Việt Nam sẽ phục hồi 3%, đạt 4,9 triệu tấn, dựa trên kỳ vọng nhu cầu trong nước vững chắc sẽ bù đắp cho phần sụt giảm của sản lượng xuất khẩu:

- Đà sụt giảm của sản lượng xuất khẩu đã bắt đầu chững lại và cho thấy những tín hiệu phục hồi sớm trong Q1/2026, với sản lượng xuất khẩu tăng 3% so với quý trước dù vẫn giảm 41% so với cùng kỳ. Theo đó, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu tôn mạ sẽ đạt 1,1 triệu tấn trong năm 2026 (giảm 28% so với cùng kỳ).
- Sản lượng tiêu thụ trong nước được kỳ vọng sẽ tăng 16% so với cùng kỳ lên 3,7 triệu tấn, nhờ nhu cầu xây dựng tăng mạnh.

Các phân khúc khác

Sản lượng tiêu thụ ống thép dự kiến đạt 2,9 triệu tấn (tăng 5% so với cùng kỳ), trong khi sản lượng tiêu thụ bán thành phẩm (phôi thép và phôi tấm slab) dự kiến đạt 4,7 triệu tấn (giảm 5% so với cùng kỳ).

Dự báo lợi nhuận mới

KQKD trong quý vừa qua đã phản ánh bức tranh rõ nét về ngành thép. HPG, với tỷ trọng xuất khẩu thấp (chỉ chiếm 9% tổng sản lượng tiêu thụ), hưởng lợi lớn từ nhu cầu trong nước tăng cao và tác động tích cực từ các biện pháp phòng vệ thương mại đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Trái lại, các công ty thép khác thuộc danh sách theo dõi/khuyến nghị như HSG và NKG lại chịu tác động tiêu cực rõ rệt từ xu hướng bảo hộ thương mại ngày càng tăng trên toàn cầu và lợi nhuận của hai công ty này giảm mạnh do sản lượng xuất khẩu giảm.

Sau khi phân tích KQKD Q1/2026, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho công ty này như sau:

HPG: Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2026, giữ nguyên dự báo cho năm 2027/2028

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của HPG cao hơn dự báo của HSC nhờ khoản lợi nhuận không thường xuyên cao hơn kỳ vọng, từ thương vụ thoái vốn tại một dự án BĐS, trong khi lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi vẫn ở mức cao và sát với dự báo.

Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 lên 25 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 62%) sau khi phản ánh khoản lợi nhuận cao hơn kỳ vọng từ việc thoái vốn BĐS trong Q1 vào mô hình định giá. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2026-2028. Lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng trưởng lần lượt 35%/33%/13% lên 21/28/32 nghìn tỷ đồng, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 27%.

HSG: Giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

KQKD Q2/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) kém tích cực. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 8,79 nghìn tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ) và 119 tỷ đồng (giảm 43% so với cùng kỳ). Theo đó, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2026 đạt lần lượt 17,4 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ) và 181 tỷ đồng (giảm 51% so với cùng kỳ), hoàn thành chỉ 45% và 30% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Sản lượng xuất khẩu giảm nghiêm trọng dẫn đến KQKD kém tích cực, bất chấp nhu cầu trong nước tăng mạnh.

Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 và dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 30% so với cùng kỳ xuống còn 514 tỷ đồng. Cho năm 2027 và 2028, lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 588 tỷ đồng (tăng trưởng 14%) và 673 tỷ đồng (tăng trưởng 14%).

NKG: Giảm bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q1/2026 đạt lần lượt 3,26 nghìn tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ) và 22 tỷ đồng (giảm 66% so với cùng kỳ). Lợi nhuận trong quý này thấp hơn kỳ vọng và chỉ hoàn thành lần lượt 18% và 6% dự báo doanh thu và lợi nhuận trước đó cho năm 2026 của chúng tôi.

Do đó, chúng tôi giảm bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, sau khi giảm giá định sản lượng tiêu thụ, cũng như dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 4% so với cùng kỳ xuống còn 189 tỷ đồng. Cho năm 2027 và 2028, lợi nhuận thuần được kỳ vọng đạt lần lượt 266 tỷ đồng (tăng trưởng 41%) và 365 tỷ đồng (tăng trưởng 37%).

Bảng 15: Dự báo lợi nhuận, HPG

HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 9% và duy trì dự báo năm 2027/2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu	219,889	242,658	261,547	215,008	242,791	261,696	-2.2%	0.1%	0.1%	37.7%	12.9%	7.8%
Doanh thu thuần	219,889	242,658	261,547	215,008	242,791	261,696	-2.2%	0.1%	0.1%	37.7%	12.9%	7.8%
Lợi nhuận thuần	22,972	28,052	31,574	24,988	27,951	31,481	8.8%	-0.4%	-0.3%	61.7%	11.9%	12.6%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	20,972	28,052	31,574	21,055	27,951	31,481	0.4%	-0.4%	-0.3%	35.3%	32.7%	12.6%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Dự báo lợi nhuận, HSG

Hạ 10% ước tính lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu	38,505	41,950	45,508	35,319	38,413	41,657	-8.3%	-8.4%	-8.5%	-3.3%	8.8%	8.4%
Doanh thu thuần	38,505	41,950	45,508	35,319	38,413	41,657	-8.3%	-8.4%	-8.5%	-3.3%	8.8%	8.4%
Lợi nhuận thuần	606	670	744	514	588	673	-15.2%	-12.2%	-9.7%	-30.1%	14.4%	14.4%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Dự báo lợi nhuận, NKG

Hạ 43% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	18,073	21,573	25,349	15,452	18,352	21,927	-14.5%	-14.9%	-13.5%	4.3%	18.8%	19.5%
Lợi nhuận thuần	352	427	661	189	266	365	-46.3%	-37.7%	-44.8%	-4.3%	40.9%	37.3%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	352	427	661	189	266	365	-46.3%	-37.7%	-44.8%	54.7%	40.9%	37.3%

Nguồn: HSC

HPG là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

HPG: HSC duy trì khuyến nghị **Mua vào** đối với HPG và tăng 9% giá mục tiêu lên **36.000đ** (tiềm năng tăng giá 49%). Theo quan điểm của chúng tôi, HPG có hồ sơ rủi ro/lợi nhuận hấp dẫn dựa trên nền tảng lợi nhuận vững chắc nhờ ít lệ thuộc vào thị trường xuất khẩu, động lực tăng trưởng lợi nhuận tích cực vì nhu cầu trong nước vững chắc và việc mở rộng công suất, cùng với mức định giá rẻ. HPG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,3 lần, thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2023 ở mức 12,5 lần.

HSG: HSC duy trì khuyến nghị **Giảm tỷ trọng** và gần như giữ nguyên giá mục tiêu **11.200đ (rủi ro giảm giá là 13%)**. Chúng tôi dự báo triển vọng của công ty sẽ tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu suy yếu do chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu. Do đó, mặc dù nhu cầu trong nước tăng mạnh, tổng sản lượng tiêu thụ vẫn đang trong xu hướng giảm. HSG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24,2 lần, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với P/E của HPG ở mức 8,3 lần.

NKG: HSC hạ khuyến nghị xuống **Giảm tỷ trọng** (từ **Nắm giữ**) và giảm 18% giá mục tiêu xuống **12.600đ (rủi ro giảm giá là 10%)**. Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,4 lần, sát với bình quân 3 năm từ tháng 1/2023 ở mức 30 lần). Mức định giá này có vẻ rất đắt khi so với mức 8,3 lần của HPG, trong khi triển vọng kinh doanh lại kém hấp dẫn hơn và rủi ro cao hơn hẳn do tỷ trọng xuất khẩu khá lớn, đặc biệt trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ thương mại ngày càng gia tăng trên toàn cầu.

Bảng 18: Điều chỉnh khuyến nghị

HPG là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của HSC

	Khuyến nghị cũ	Khuyến nghị mới	Giá mục tiêu cũ	Giá mục tiêu mới	% thay đổi	P/E trượt dự phóng 1 năm	Bình quân 3 năm
HPG	Mua vào	Mua vào	33,000	36,000	9%	8.3	12.5
HSG	Giảm tỷ trọng	Giảm tỷ trọng	11,154	11,200	0%	19.4	24.2
NKG	Nắm giữ	Giảm tỷ trọng	15,300	12,600	-18%	30.4	30.0

Nguồn: HSC

Mua vào (giữ nguyên)

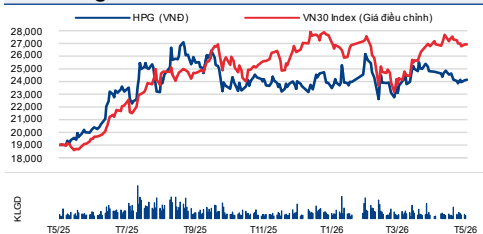
Giá mục tiêu: VNĐ36,000 (từ VNĐ33,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 49.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	24,150
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	19,007-27,095
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	24,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	203,899
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,741
Slg CP lưu hành (tr.đv)	8,443
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	4,137
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,064
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.6%
Tỷ lệ freefloat	54.8%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (25.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.04)	(6.07)	27.1
So với chỉ số	(3.57)	(4.25)	(10.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,812	2,648	6.2
2027F	3,145	3,056	2.9
2028F	3,542	3,705	(4.4)

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

Chế Thị Mai Trang
Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Triển vọng tăng trưởng vững chắc, cùng với định giá hấp dẫn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 9% giá mục tiêu lên 36.000đ (tiềm năng tăng giá là 49%) dựa trên việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng về giữa năm 2027.
- Chúng tôi tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 25 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 62%) nhờ khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn BĐS cao hơn kỳ vọng trong Q1/2026. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên tất cả các dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2026-2028, cho thấy lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức vững chắc 27%.
- HPG đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,3 lần, mức định giá rất rẻ và thấp hơn so với bình quân 3 năm từ tháng 1/2023 ở mức 12,5 lần, trong bối cảnh công ty có quỹ đạo tăng trưởng lợi nhuận tích cực và mô hình kinh doanh bền vững.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2026

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q1/2026 đạt lần lượt 52,9 nghìn tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước) và 9 nghìn tỷ đồng (tăng 169% so với cùng kỳ và tăng 133% so với quý trước). Lợi nhuận cao hơn 29% so với kỳ vọng của HSC nhờ khoản lợi nhuận cao hơn dự kiến từ thương vụ chuyển nhượng cổ phần tại dự án BĐS Khu đô thị Forestar Phố Nối. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên 3,9 nghìn tỷ đồng này, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi vẫn tăng mạnh và sát với dự báo, đạt 5,1 nghìn tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ và tăng 35% so với quý trước). Động lực cốt lõi giúp lợi nhuận tăng trưởng vượt bậc nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, đi kèm với tỷ suất lợi nhuận cải thiện đáng kể. Chuyển biến tích cực này đến từ (1) nhu cầu trong nước vững chắc, (2) chiến lược mở rộng công suất cùng với (3) lá chắn thuế quan phòng vệ hiệu quả đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028

HSC điều chỉnh tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 25 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 62%) sau khi phân ánh khoản lợi nhuận cao hơn kỳ vọng từ thương vụ thoái vốn BĐS trong Q1 vào mô hình định giá. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi cho giai đoạn 2026-2028. Lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng trưởng lần lượt 35%/33%/13%, tương đương với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 27%.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 9% giá mục tiêu lên 36.000đ (tiềm năng tăng giá là 49%) dựa trên việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng về giữa năm 2027. Chúng tôi cho rằng HPG có hồ sơ rủi ro/lợi nhuận hấp dẫn dựa trên nền tảng lợi nhuận vững chắc nhờ ít lệ thuộc vào thị trường xuất khẩu, động lực tăng trưởng lợi nhuận tích cực vì nhu cầu trong nước vững chắc và chiến lược mở rộng công suất, cùng với mức định giá rẻ.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua trước lo ngại về vấn đề cạnh tranh, điều mà chúng tôi cho rằng đã bị thổi phồng quá mức, HPG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,3 lần, mức định giá rất rẻ và thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2023 ở mức 12,5 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào mạnh, với tiềm năng tăng giá là 49%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	21,543	28,896	39,186 ▼	46,414	49,828
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	12,021	15,450	24,988 ▲	27,951	31,481
EPS ĐC (đồng)	1,488	1,738	2,812 ▲	3,145	3,542
DPS (đồng)	0	500	500 ▲	500 ▲	500 ▲
BVPS (đồng)	17,879	15,300	18,574 ▲	21,228 ▲	24,279
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.83	9.36	6.37	5.00	4.21
P/E ĐC (lần)	16.2	13.9	8.59	7.68	6.82
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.07	2.07	2.07	2.07
P/B (lần)	1.35	1.58	1.30	1.14	0.99
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	75.9	16.8	61.7	11.9	12.6
ROAE (%)	11.1	12.7	17.5	16.6	16.4

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

Mô hình kinh doanh bền vững, tăng trưởng tích cực, định giá rẻ = Mua vào

Trái ngược với bức tranh chung của ngành thép toàn cầu vốn tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức từ tình trạng dư thừa công suất và chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng, HPG được kỳ vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng trong giai đoạn 2026-2028. Động lực này được hỗ trợ bởi nhu cầu trong nước vững chắc, tỷ trọng xuất khẩu thấp, lợi thế từ các biện pháp bảo hộ thương mại của Việt Nam và chiến lược mở rộng công suất kịp thời. Với triển vọng tăng trưởng vững chắc, mức độ rủi ro thấp nhờ mô hình kinh doanh bền vững cùng với mức định giá hấp dẫn, chúng tôi đánh giá HPG là một trong những cơ hội đầu tư hấp dẫn nhất ở thời điểm hiện tại và duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá là 49%.

Lợi nhuận thuần Q1/2026 vững chắc nhờ sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q1/2026 đạt lần lượt 52,9 nghìn tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước) và 9 nghìn tỷ đồng (tăng 169% so với cùng kỳ và tăng 133% so với quý trước). Doanh thu sát với kỳ vọng trong khi lợi nhuận thuần vượt kỳ vọng, lần lượt hoàn thành 24% và 39% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của HSC. Kết quả này có được chủ yếu nhờ khoản lợi nhuận cao hơn kỳ vọng 3,9 nghìn tỷ đồng từ việc thoái vốn tại dự án Khu đô thị Forestar Phố Nối.

Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi nhìn chung sát với dự báo khi đạt 5,1 nghìn tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ, tăng 35% so với quý trước) và hoàn thành 24% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Động lực cốt lõi giúp lợi nhuận tăng trưởng vượt bậc nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, đi kèm với tỷ suất lợi nhuận cải thiện đáng kể. Tổng sản lượng tiêu thụ của HPG đạt 3,4 triệu tấn (tăng 28% so với cùng kỳ), với sản lượng tiêu thụ HRC và thép thành phẩm tăng mạnh.

Bảng 19: KQKD Q1/2026, HPG

Lợi nhuận thuần và lợi nhuận 'cốt lõi' tăng mạnh 169%/48% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	37,622	52,901	40.6%
Lợi nhuận gộp	5,424	8,365	54.2%
EBITDA	6,268	12,096	93.0%
LNTT	3,840	10,762	180.3%
LNTT cốt lõi	3,987	5,781	45.0%
Lợi nhuận thuần	3,344	8,994	168.9%
Lợi nhuận thuần cốt lõi	3,473	5,114	47.3%
Tỷ suất lợi nhuận			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.4%	15.8%	1.4%
Tỷ suất EBITDA	16.7%	22.9%	6.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.9%	17.0%	8.1%
Tỷ suất lợi nhuận cốt lõi	9.2%	9.7%	0.4%

Nguồn: HPG, HSC

Sản lượng tiêu thụ HRC tăng 48% svck đạt 1,5 triệu tấn

Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh nhờ (1) mở rộng công suất khi Lò cao số 2 tại Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Quất chính thức vận hành từ Q4/2025 và (2) hiệu quả từ các biện pháp phòng vệ thương mại chống thép nhập khẩu từ Trung Quốc.

Cụ thể, biện pháp thuế CBPG đối với HRC khổ hẹp từ Trung Quốc đã chính thức có hiệu lực từ tháng 7/2025. Trong khi đó, phân khúc HRC khổ rộng của nước này cũng đã chính thức bước vào tầm ngắm khi cuộc điều tra CBPG được khởi xướng vào tháng 10/2025. Sau đó, các mức thuế chống lẩn tránh thuế CBPG tạm thời đã được áp dụng lên HRC khổ rộng từ tháng 4/2026. Nhờ vậy, chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ tiếp tục giành thêm thị phần từ HRC nhập khẩu. Bên cạnh đó, công suất sản xuất HRC của công ty trong quý đạt mức 65%, cho thấy dư địa tăng trưởng sản lượng trong các quý tới vẫn còn rất lớn.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 20% svck đạt 1,4 triệu tấn

Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh được củng cố bởi hoạt động xây dựng hạ tầng diễn ra sôi động nhờ dòng vốn đầu tư công được khơi thông, đi kèm với những tín hiệu hồi sinh tích cực từ thị trường BĐS. Ngoài ra, thị phần của HPG gần như đi ngang ở mức 36% trong quý, so với mức 36,7% trong Q1/2025. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ phôi thép giảm 20% so với cùng kỳ xuống còn 0,2 triệu tấn, do HPG ưu tiên sử dụng phôi thép để cán thép xây dựng, phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Sản lượng tiêu thụ ống thép và tôn mạ cải thiện 30% và 19% svck

Trong Q1, HPG đã bán 241.430 tấn ống thép (tăng 30% so với cùng kỳ) và 106.222 tấn tôn mạ (tăng 19% so với cùng kỳ). Thị phần của hai phân khúc sản phẩm này cũng mở rộng đáng kể lên mức 34,9% và 10%, từ mức 27,5% và 7,8% trong Q1/2025.

Bảng 20: Sản lượng thép tiêu thụ, HPG

Tăng trưởng sản lượng được dẫn dắt bởi HRC nhờ tác động tích cực từ các biện pháp bảo hộ thương mại, trong khi các mảng còn lại duy trì mức tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu trong nước mạnh mẽ

Tấn	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
HRC	993,938	1,470,716	48%
Thép xây dựng	1,191,729	1,431,155	20%
Phôi thép	198,545	157,994	-20%
Ống thép	185,677	241,430	30%
Tôn mạ	89,072	106,222	19%
Tổng cộng	1,665,023	1,936,801	16%
Thị phần			
HRC	52.0%	62.3%	+10.3 ppts
Thép xây dựng	36.7%	36.0%	-0.7 ppts
Phôi thép	16.4%	12.2%	-4.2 ppts
Ống thép	27.5%	34.9%	+7.4 ppts
Tôn mạ	7.8%	10.0%	+2.2 ppts

Nguồn: HPG, HSC

Ổn định và bền vững, với 91% sản lượng tiêu thụ thép được tiêu thụ tại thị trường trong nước

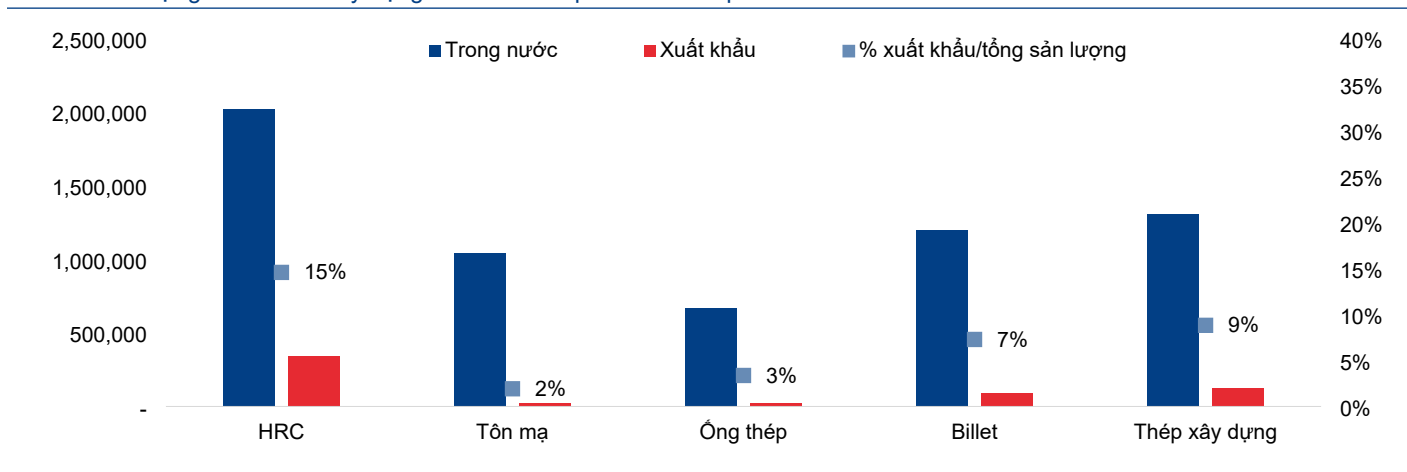
Doanh thu xuất khẩu chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng sản lượng tiêu thụ thép Q1/2026 của HPG, ở mức chỉ 9%, trong khi 91% được tiêu thụ tại thị trường trong nước.

Sản lượng xuất khẩu thép xây dựng, phôi thép, ống thép và tôn mạ trong quý đóng góp lần lượt 9%/7%/3%/2% tổng sản lượng tiêu thụ. HRC là phân khúc có tỷ trọng xuất khẩu cao nhất trong số các phân khúc sản phẩm thép của HPG, nhưng sản lượng xuất khẩu cũng chỉ chiếm 15% tổng sản lượng tiêu thụ. Tuy nhiên, do các sản phẩm HRC Trung Quốc đã bị áp thuế CBPG toàn diện từ tháng 4/2026, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng xuất khẩu HRC của HPG sẽ giảm trong các quý tới khi sản lượng tiêu thụ trong nước cải thiện.

Việc duy trì tỷ trọng xuất khẩu thấp giúp HPG ổn định hoạt động sản xuất, đồng thời bảo vệ công ty trước rủi ro thay đổi đột ngột từ các hàng rào phòng vệ thương mại toàn cầu, rào cản đang khiến nhiều nhà sản xuất thép hạ nguồn chịu áp lực sụt giảm sản lượng tiêu thụ nghiêm trọng khi kênh xuất khẩu bị bóp nghẹt.

Biểu đồ 21: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q1/2026, HPG

Cơ cấu sản lượng an toàn nhờ tỷ trọng xuất khẩu thấp ở tất cả các phân khúc



Nguồn: HPG, HSC

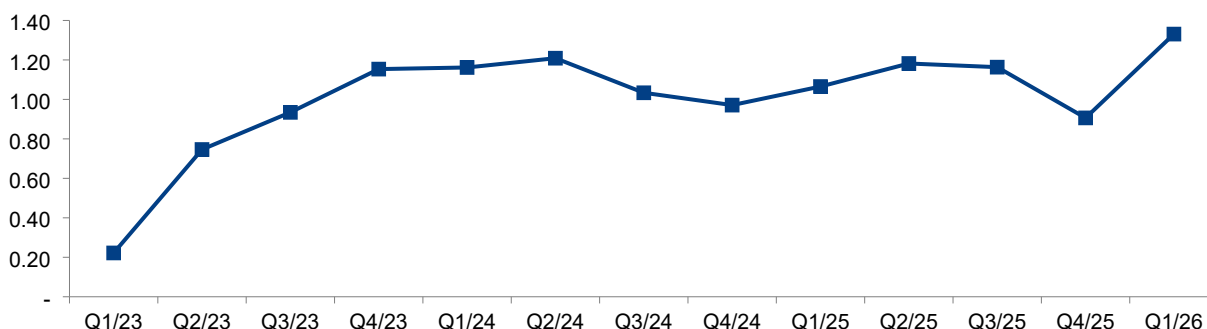
Lợi nhuận trên mỗi tấn thép đạt mức cao kỷ lục kể từ Q1/2023

Lợi nhuận thuần trên mỗi tấn thép của HPG đạt 1,33 triệu đồng/tấn (tăng 25% so với cùng kỳ, tăng 47% so với quý trước), mức cao kỷ lục kể từ Q1/2023. HSC cho rằng đà bứt phá của lợi nhuận trên mỗi tấn thép được cộng hưởng từ hai yếu tố: (1) nhu cầu trong nước vững chắc giúp cải thiện giá bán bình quân của thép xây dựng (tăng 5% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước trong Q1/2026), và (2) công suất hoạt động của nhà máy cải thiện giúp tối ưu hóa chi phí cố định trên mỗi tấn thép.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép trong nước sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong các quý tới. Xu hướng lao dốc liên tục của sản lượng HRC nhập khẩu nhờ các hàng rào bảo hộ thương mại sẽ làm giảm đáng kể áp lực cạnh tranh tại thị trường trong nước và củng cố vững chắc tỷ suất lợi nhuận của HPG. Đáng chú ý, sau thông báo về việc áp thuế chống lẩn tránh thuế CBPG tạm thời, giá bán HRC cho các đơn hàng trong tháng 5 (giao hàng trong tháng 6) của HPG đã tăng 9% so với tháng trước. Giá bán bình quân cao hơn và công suất hoạt động cải thiện sẽ mang lại tỷ suất lợi nhuận tích cực trong các quý tới.

Biểu đồ 22: Lợi nhuận trên mỗi tấn thép

Lợi nhuận/tấn thép trong Q1/2026 đạt mức kỷ lục trong 3 năm gần đây, được hỗ trợ bởi nhu cầu trong nước mạnh mẽ và tác động tích cực từ các biện pháp bảo hộ thương mại



Nguồn: HPG, HSC

Tìm nguồn cung quặng sắt trong nước nhằm nâng cao tính tự chủ và giảm chi phí nguyên liệu đầu vào

Để duy trì công suất sản xuất thép thô hàng năm là 16,5 triệu tấn, HPG cần khoảng 22 triệu tấn quặng sắt mỗi năm. Hiện tại, công ty đang phải phụ thuộc vào nguồn hàng nhập khẩu cho phần lớn nhu cầu này.

Tham gia vào mỏ quặng sắt Quý Xa với trữ lượng 120 triệu tấn

Mỏ Quý Xa, mỏ quặng sắt lớn thứ 2 tại Việt Nam, có trữ lượng đáng kể lên đến 120 triệu tấn (hàm lượng sắt bình quân 54-55%) và có công suất sản xuất 3 triệu tấn mỗi năm, có khả năng đáp ứng 13% tổng nhu cầu quặng sắt hàng năm của HPG.

Dự án khai khoáng này ban đầu được cấp phép vào năm 2007 cho Công ty TNHH Khoáng sản và Luyện kim Việt Trung, một công ty liên doanh giữa các đối tác Việt Nam và Trung Quốc. Về cơ cấu sở hữu, VNSTEEL nắm giữ 46,85% cổ phần, LAMICO sở hữu 8,1%, trong khi tập đoàn Gang thép Côn Minh của Trung Quốc trước đây nắm giữ 45% cổ phần còn lại.

Tuy nhiên, đối tác Trung Quốc đã chính thức rút khỏi liên doanh này. Nhà đầu tư thay thế là CTCP Khai thác và Chế biến Kim loại Thủ Đức, một công ty liên kết của HPG kể từ tháng 4/2026.

Thông tin chi tiết về tỷ lệ sở hữu của HPG tại CTCP Khai thác và Chế biến Kim loại Thủ Đức, cũng như chi phí khai thác của mỏ quặng sắt Quý Xa, hiện vẫn chưa được công bố. Mặc dù vậy, việc gián tiếp nắm giữ cổ phần tại đơn vị vận hành mỏ sẽ giúp HPG cải thiện khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu từ thị trường trong nước, từ đó nâng cao tính bền vững trong hoạt động kinh doanh và có tiềm năng kéo giảm chi phí sản xuất.

Nộp hồ sơ xin tham gia dự án Thạch Khê, mỏ quặng sắt lớn nhất Đông Nam Á

HPG đã nộp đơn lên Thủ tướng Chính phủ xin phê duyệt tham gia vào quá trình tái cơ cấu CTCP Sắt Thạch Khê (chủ đầu tư mỏ quặng sắt Thạch Khê) để nghiên cứu các phương án khai thác tiềm năng cho dự án. Công ty cho biết đã sẵn sàng hợp tác hoặc thành lập một liên minh với các tập đoàn lớn khác của Việt Nam như Vinacomin, Thaco và Vingroup để cùng phát triển mỏ.

Mỏ quặng sắt Thạch Khê có trữ lượng ước tính hơn 500 triệu tấn. Tuy nhiên, dự án này đã bị tạm dừng trong nhiều năm qua do có nhiều khó khăn liên quan đến mức độ phức tạp khi tiến hành khai thác, các mối lo ngại về môi trường và tính khả thi của dự án.

Nếu được chấp thuận, bên cạnh mỏ Quý Xa như đã thảo luận ở phần trên, việc tham gia vào dự án Thạch Khê sẽ giúp nâng cao khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu trong dài hạn của HPG và có tiềm năng giảm chi phí đầu vào so với việc phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu. Trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ thương mại toàn cầu ngày càng gia tăng, việc tiếp cận tốt hơn với nguồn nguyên liệu thô trong nước cũng sẽ cải thiện tính ổn định trong sản xuất và củng cố yếu tố bền vững trong hoạt động kinh doanh của HPG.

Các dự án đầu tư lớn trong dài hạn

Khu liên hợp Gang thép Phú Yên

Về việc mở công suất, HPG đặt hoạch phát triển Khu liên hợp Gang thép Phú Yên, với tổng vốn đầu tư khoảng 3,5-4 tỷ USD, công suất 6 triệu tấn/năm, tập trung vào HRC và thép kỹ thuật; cơ cấu nguồn vốn gồm 50% vốn vay ngân hàng và 50% vốn chủ sở hữu. Dự án sẽ được triển khai theo nhiều giai đoạn, với mục tiêu hoàn thành toàn bộ vào năm 2030. Sau khi hoàn thành, tổng công suất thép thô của HPG sẽ nâng lên mức 22 triệu tấn/năm, so với mức 16 triệu tấn hiện tại. BLD vẫn chưa chốt phương án về cơ cấu sản phẩm thép cho dự án này.

Các dự án BĐS nhà ở

Trong 5 năm tới, HPG sẽ bắt đầu tích cực mở rộng HĐKD sang lĩnh vực BĐS nhà ở. Hiện tại, mảng này mới chỉ đóng góp 1% doanh thu và 8% lợi nhuận, chủ yếu đến từ hoạt động vận hành khu công nghiệp. Hai dự án trọng điểm HPG sẽ tham gia bao gồm:

- Dự án Red River Landscape Boulevard: HPG sẽ nắm giữ 20-25% cổ phần trong một liên danh (cùng với Đại Quang Minh, Thaco và T&T) để thực hiện dự án PPP trị giá 855 nghìn tỷ đồng này. Với quy mô 11 nghìn ha, dự án tập trung vào việc tái thiết đô thị và phát triển công viên, mục tiêu hoàn thành vào năm 2030. Tổng vốn

chủ sở hữu ước tính ở mức 15% (tương đương 128 nghìn tỷ đồng). Khoản góp vốn chủ sở hữu của HPG từ 26–32 nghìn tỷ đồng hoàn toàn phù hợp với dòng tiền hiện tại của tập đoàn, đồng thời đánh dấu một cột mốc quan trọng trong việc hình thành cảnh quan đô thị hiện đại của Hà Nội.

- 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- 25% cổ phần. Là một dự án thí điểm cho mô hình nhà ở thương mại bền vững với mức giá hợp lý, dự án đặt mục tiêu ổn định giá thị trường và giảm bớt áp lực mật độ dân cư cho khu vực trung tâm của Hà Nội.

HSC lưu ý rằng chúng tôi hiện chưa phản ánh các dự án đầu tư lớn này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa có đủ thông tin và mốc thời gian chính xác. Điều này có thể dẫn đến rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng. Trong dài hạn, các dự án này được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận của tập đoàn khi các nhà máy hiện tại hoạt động hết công suất (vào năm 2028 theo dự báo hiện tại của chúng tôi).

Rủi ro cạnh tranh với các công ty trong nước mới thành lập

Giá cổ phiếu HPG đã tăng 28% trong 12 tháng qua nhưng vẫn diễn biến kém tích cực hơn 10% so với VN-Index mặc dù lợi nhuận tăng mạnh trong các quý gần đây. Chúng tôi cho rằng điều này xuất phát từ những lo ngại về khả năng cạnh tranh của HPG và nguy cơ dư thừa nguồn cung trong nước, khi hàng loạt dự án đầu tư lớn mới trong ngành thép được công bố. Các dự án này bao gồm dự án thép của Vinmetal (Chưa niêm yết) - công ty con mới được thành lập của Vingroup (VIC, Bán ra, Giá mục tiêu: 62.500đ) và dự án của Tập đoàn đa ngành Xuân Thiện (Chưa niêm yết). HSC tổng hợp thông tin đã công bố về các dự án này như sau:

Bảng 23: Các dự án nhà máy sản xuất thép mới tại Việt Nam

Hai dự án đầu tư ngành thép được công bố trong năm ngoái đã làm gia tăng lo ngại về áp lực cạnh tranh đối với HPG.

Chỉ tiêu	Vinmetal	Xuân Thiện
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	79,987	98,000
Công suất	20 triệu tấn	9.5 triệu tấn
Loại thép	HRC, thép xây dựng, thép cường độ cao, thép hợp kim chuyên dụng, tôn mạ, thép đường ray, thép kết cấu.	HRC, thép tấm; tôn mạ chuyên dụng, thép xây dựng, v.v.
Hoạt động	Giai đoạn 1 (4-6 triệu tấn) từ năm 2027	Giai đoạn 1 (7,5 triệu tấn) từ tháng 6/2028, giai đoạn 2 (2 triệu tấn) từ tháng 6/2030
Vị trí	Tỉnh Hà Tĩnh	Tỉnh Nam Định
Bắt đầu khởi công	Chưa	T6/2025

Nguồn: HSC

Chúng tôi tin rằng rủi ro dư thừa nguồn cung cần phải được theo dõi chặt chẽ trong thời gian tới. Tuy nhiên, các dự án này đang đối mặt với rủi ro triển khai rất lớn khi phần lớn các đơn vị phát triển đều là các công ty non trẻ hoặc chưa có kinh nghiệm vận hành chuỗi sản xuất thép quy mô lớn.

Thứ nhất, tính khả thi và tiến độ thực hiện của các dự án này vẫn chưa rõ ràng. Ví dụ, VinMetal trước đây từng công bố kế hoạch bắt đầu vận hành vào năm 2027, tuy nhiên tính đến nay dự án vẫn chưa chính thức khởi công. Theo quan điểm của chúng tôi, kế hoạch xây dựng và đưa vào vận hành một khu liên hợp gang thép khép kín công suất 4–6 triệu tấn/năm chỉ trong vòng hơn một năm – tương đương quy mô một giai đoạn của siêu dự án Dung Quất (HPG) – là một thách thức cực kỳ lớn, thậm chí chuyển sang bất khả thi đối với một doanh nghiệp hoàn toàn thiếu thâm niên trong ngành luyện kim.

Thứ hai, chi phí đầu tư trên mỗi tấn công suất của VinMetal hiện cao hơn đáng kể so với HPG. Theo thông tin đã được công bố, mức đầu tư của VinMetal ước tính rơi vào khoảng 16 triệu đồng/tấn công suất, cao hơn nhiều so với mức xấp xỉ 11 triệu đồng của Khu liên hợp Gang thép Dung Quất của HPG. Đồng thời, tỷ lệ đòn bẩy của dự án này cũng cao hơn rất nhiều, ở mức khoảng 85%.

Đối với dự án của Tập đoàn Xuân Thiện, mức đầu tư được công bố cho giai đoạn 1 là khoảng 11,7 triệu đồng/tấn, cao hơn 6% so với mức của HPG, trong khi cấu trúc nguồn vốn và tỷ lệ đòn bẩy của dự án này vẫn chưa được công bố.

Thứ ba, ngay cả khi các dự án này được triển khai thành công, chúng tôi tin rằng Tập đoàn Hòa Phát vẫn có vị thế rất tốt để cạnh tranh với các đối thủ mới nhờ có lợi thế quy mô vượt trội, năng lực triển khai dự án đã được kiểm chứng và định hướng chiến lược dài hạn. Cụ thể, HPG sở hữu những lợi thế lớn bao gồm:

- Kinh nghiệm dày dặn trong việc vận hành các khu liên hợp gang thép khép kín quy mô lớn, với tổng công suất thép thô hiện tại đã đạt khoảng 16 triệu tấn/năm;
- Vị thế tài chính vững chắc nhờ có tỷ lệ đòn bẩy tương đối thấp, chi phí vay thuộc hàng thấp nhất thị trường và quy trình quản trị nợ vay chặt chẽ. Đối với các dự án lớn như Dung Quất, nguồn vốn vay tài trợ thường chỉ chiếm khoảng 50% tổng vốn đầu tư với kỳ hạn vay chỉ từ 5-7 năm, đồng thời công ty thường xuyên có khả năng trả nợ trước hạn nhờ dòng tiền thặng dư mạnh ngay sau khi dự án đi vào hoạt động; và
- Chiến lược phát triển dài hạn mang tính bền vững, trong đó ưu tiên giữ vững sự ổn định vận hành thay vì chạy theo mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận ngắn hạn. Định hướng dài hạn này được thể hiện rõ nét qua việc HPG tập trung chiến lược vào thị trường trong nước. Mặc dù công ty đã hoàn toàn tự chủ được nguồn HRC – nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất ống thép và tôn mạ – HPG vẫn không đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm hạ nguồn này một cách quyết liệt như nhiều công ty cùng ngành. Thay vào đó, HPG tiếp tục ưu tiên thị trường trong nước nhằm duy trì sự ổn định trong hoạt động và tăng trưởng bền vững.

Bên cạnh đó, năng lực triển khai của HPG đã được kiểm chứng qua nhiều ngành nghề khác nhau. Dù mới tham gia một số lĩnh vực trong thời gian gần đây như nông nghiệp và thức ăn chăn nuôi, công ty đã nhanh chóng thiết lập được vị thế dẫn đầu thị trường. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này phản ánh năng lực quản trị vận hành vượt trội và tính kỷ luật trong việc thực thi chiến lược của HPG – những lợi thế đòi hỏi phải tích lũy qua nhiều năm kinh nghiệm và rất khó để các đối thủ mới gia nhập thị trường có thể sao chép nhanh chóng.

Do đó, chúng tôi tin rằng những lo ngại về rủi ro cạnh tranh mà HPG phải đối mặt đang được phóng đại quá mức, và bất kỳ nhịp điều chỉnh nào của giá cổ phiếu cũng đều mang lại cơ hội mua vào hấp dẫn.

Dự báo mới

HSC điều chỉnh tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 nhằm phản ánh khoản lợi nhuận cao hơn kỳ vọng từ thương vụ thoái vốn BĐS trong Q1 vào mô hình định giá. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho các năm 2027 và 2028. Chi tiết như sau:

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ đạt 25 nghìn tỷ đồng (tăng 62% so với cùng kỳ). Nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi năm 2026 sẽ tăng trưởng 35% lên 21 nghìn tỷ đồng. Động lực tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ vững chắc của thép xây dựng và HRC (tăng lần lượt 18% và 40% so với cùng kỳ), cùng với tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ mở rộng công suất hoạt động và hiệu quả của các biện pháp bảo hộ thương mại chống lại sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2027 cùng đạt mức 28 nghìn tỷ đồng, tương ứng với tốc độ tăng trưởng 12% và 33%. Động lực tăng trưởng của lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự kiến đến từ việc nâng cao công suất hoạt động tại Khu liên hợp Gang thép Hòa Phát Dung Quất, cộng hưởng cùng đã tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng (tăng 11% so với cùng kỳ) và HRC (tăng 20% so với cùng kỳ).

Cho năm 2028, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 13% lên 31,5 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại so với năm 2026/2027 do chúng tôi dự báo HPG sẽ vận hành nhà máy với công suất thép thô tối đa ở mức 16 triệu tấn vào năm 2028. Tuy nhiên, HPG cũng đang lên kế hoạch phát triển dự án thép Phú Yên, dự án được kỳ vọng sẽ hỗ trợ mở rộng công suất sau năm 2028 và tiếp tục thúc đẩy đã tăng

trường trong dài hạn của tập đoàn. Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn chưa phản ánh các dự án BĐS nhà ở đã thảo luận ở phần trên vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Bảng 24: Dự báo mới, HPG

Nâng 9% dự báo lợi nhuận năm 2026 trong khi hầu như giữ nguyên dự báo giai đoạn 2027/28F

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu												
Doanh thu thuần	219,889	242,658	261,547	215,008	242,791	261,696	-2.2%	0.1%	0.1%	37.7%	12.9%	7.8%
Lợi nhuận thuần	22,972	28,052	31,574	24,988	27,951	31,481	8.8%	-0.4%	-0.3%	61.7%	11.9%	12.6%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	20,972	28,052	31,574	21,055	27,951	31,481	0.4%	-0.4%	-0.3%	35.3%	32.7%	12.6%

Nguồn: HSC

Bảng 25: Giá định sản lượng thép tiêu thụ, HPG

Thép xây dựng và HRC tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng

(tấn)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng	4,482,719	4,853,291	5,707,302	6,336,711	7,009,991
Phôi thép	706,899	655,311	982,967	300,000	0
HRC	2,925,137	5,076,446	7,107,024	8,528,429	8,954,851
Ông thép	706,938	840,538	949,808	1,044,789	1,149,268
Tôn mạ	446,411	423,486	444,660	466,893	490,238
Tăng trưởng					
Thép xây dựng	18.3%	8.3%	17.6%	11.0%	10.6%
Phôi thép	409.8%	-7.3%	50.0%	-69.5%	-100.0%
HRC	4.6%	73.5%	40.0%	20.0%	5.0%
Ông thép	3.3%	18.9%	13.0%	10.0%	10.0%
Tôn mạ	35.6%	-5.1%	5.0%	5.0%	5.0%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Giá định giá bán bình quân, HPG

Chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của thép xây dựng và HRC sẽ tăng lần lượt 5% và 8% trong năm 2026 nhờ nhu cầu cao; và sẽ đạt 2%/năm trong giai đoạn 2027-2028

Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thép xây dựng	14.1	13.5	14.2	14.5	14.7
HRC	14.9	13.0	14.0	14.3	14.6
Tăng trưởng					
Thép xây dựng	-3.5%	-4.3%	5.0%	2.0%	2.0%
HRC	-5.9%	-12.8%	8.0%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 27: Giá định tỷ suất lợi nhuận, HPG

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận năm 2026 sẽ mở rộng đáng kể nhờ mở rộng công suất

Tỷ suất lợi nhuận (%)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.3%	15.7%	15.2%	16.3%	16.6%
Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
Tỷ suất LNTT	9.9%	11.6%	13.0%	12.4%	13.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.7%	9.9%	11.6%	11.5%	12.0%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 9% giá mục tiêu lên 36.000đ (tiềm năng tăng giá 49%), dựa trên việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2027 và điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Chúng tôi gần như giữ nguyên giả định WACC ở mức 12,6%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, hệ số beta 1.25 lần, tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 28: Tính toán FCFF, HPG

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	15,450	24,988	27,951	31,481
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,679	4,259	3,770	3,622
+ Khấu hao	8,468	12,364	13,379	13,524
- Thay đổi vốn lưu động	(4,914)	(7,725)	(3,031)	(13,198)
- 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	26,520	28,792	33,135

Nguồn: HSC

Bảng 29: Định giá

Giá mục tiêu mới tăng 9% lên 36.000đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF (Tỷ đồng)	Đơn vị	Giá trị (giữa năm-2027)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	266,959
Beta	125.0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	83,007
Chi phí vốn CSH	14.9%	Tổng giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	349,967
Chi phí nợ sau thuế	6.5%	+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	49,614
Tỷ trọng vốn CSH	72.2%	- Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(95,811)
Tỷ trọng nợ	27.8%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	303,770
WACC	12.6%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	8,959
		Giá mục tiêu	ĐỒNG/cp	35,979

Nguồn: HSC

Bảng 30: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
1.0%	35,212	34,055	32,969	31,948	30,988
1.5%	36,857	35,590	34,406	33,296	32,254
2.0%	38,668	37,276	35,979	34,767	33,632
2.5%	40,672	39,135	37,707	36,378	35,137
3.0%	42,901	41,195	39,616	38,151	36,789

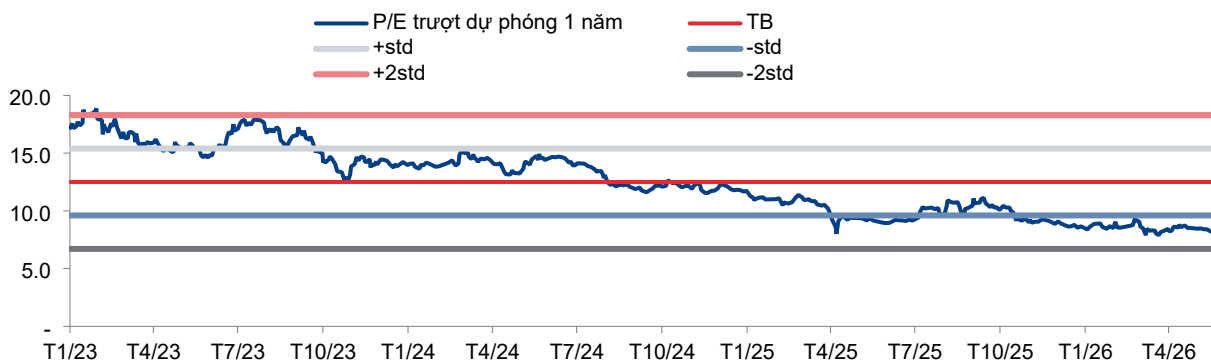
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 3 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,3 lần, mức định giá rất rẻ và thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 12,5 lần. Cùng với triển vọng lợi nhuận tích cực và mô hình kinh doanh có tính bền vững cao, HSC tin rằng nhịp điều chỉnh vừa qua của giá cổ phiếu mang lại một cơ hội mua vào vô cùng hấp dẫn.

Bảng 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,3 lần, mức định giá rất rẻ và thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 12,5 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	215,008	242,791	261,696
Lợi nhuận gộp	18,498	24,498	32,627	39,591	43,370
Chi phí BH&QL	(3,883)	(4,070)	(5,805)	(6,555)	(7,066)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	14,615	20,428	26,822	33,035	36,305
Lãi vay thuần	(1,348)	(2,522)	879	(3,098)	(2,573)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	426	135	215	243	262
LNTT	13,693	18,041	27,916	30,181	33,993
Chi phí thuế TNDN	(1,673)	(2,526)	(2,823)	(2,113)	(2,380)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.42	(64.8)	(105)	(117)	(132)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	12,021	15,450	24,988	27,951	31,481
Lợi nhuận thuần ĐC	11,420	14,678	23,738	26,553	29,907
EBITDA ĐC	21,543	28,896	39,186	46,414	49,828
EPS (đồng)	1,879	1,830	2,960	3,310	3,729
EPS ĐC (đồng)	1,488	1,738	2,812	3,145	3,542
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	6,396	8,443	8,443	8,443	8,443
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	6,396	8,443	8,443	8,443	8,443
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	6,396	8,443	8,443	8,443	8,443

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	25,256	31,596	50,040
Đầu tư ngắn hạn	18,975	19,484	21,501	29,135	34,021
Phải thu khách hàng	7,648	15,065	17,201	19,423	20,936
Hàng tồn kho	46,091	52,828	64,502	67,982	81,126
Các tài sản ngắn hạn khác	7,073	8,004	11,180	13,354	15,178
Tổng tài sản ngắn hạn	86,674	103,682	139,640	161,489	201,301
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	12,272	13,847	14,918
Tổng tài sản dài hạn	137,815	154,240	152,869	154,978	145,464
Tổng cộng tài sản	224,490	257,922	292,508	316,467	346,764
Nợ ngắn hạn	55,883	64,695	66,652	65,554	70,658
Phả trả người bán	14,047	21,183	27,951	31,563	34,021
Nợ ngắn hạn khác	2,813	5,091	6,363	7,019	7,453
Tổng nợ ngắn hạn	75,225	94,209	105,428	109,174	117,562
Nợ dài hạn	27,080	27,479	23,640	21,108	16,886
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	28,110	25,802	21,816
Tổng nợ phải trả	109,842	126,702	133,538	134,975	139,378
Vốn chủ sở hữu	114,356	129,178	156,823	179,228	204,990
Lợi ích cổ đông thiểu số	291	2,042	2,147	2,264	2,396
Tổng vốn chủ sở hữu	114,647	131,220	158,970	181,492	207,386
Tổng nợ phải trả và VCSH	224,490	257,922	292,508	316,467	346,764
BVPS (đ)	17,879	15,300	18,574	21,228	24,279
Nợ thuần*/(tiền mặt)	76,075	83,873	65,037	55,066	37,504

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	14,615	20,428	26,822	33,035	36,305
Khấu hao	(6,928)	(8,468)	(12,364)	(13,379)	(13,524)
Lãi vay thuần	(1,348)	(2,522)	879	(3,098)	(2,573)
Thuế TNDN đã nộp	(937)	(1,995)	(2,823)	(2,113)	(2,380)
Thay đổi vốn lưu động	(13,927)	(10,949)	(31,472)	(18,372)	(26,076)
Khác	(2,358)	(3,373)	(399)	(4,673)	(4,573)
LCT thuần từ HĐKD	6,608	15,694	9,229	25,310	20,695
Đầu tư TS dài hạn	(35,495)	(25,750)	(7,366)	(13,277)	(2,294)
Góp vốn & đầu tư	(27,166)	(29,083)	(2,993)	(8,051)	(5,169)
Thanh lý	32,872	29,661	656	356	506
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(29,788)	(25,172)	(9,704)	(20,971)	(6,957)
Cổ tức trả cho CSH	(4,97)	(27,0)	(3,838)	(4,222)	(4,222)
Thu từ phát hành CP	233	1,707	0	0	0
Tăng/giảm nợ	17,587	9,211	21,267	6,222	8,928
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	17,815	10,891	17,430	2,001	4,707
Tiền & tương đương tiền đầu kì	12,252	6,888	8,301	25,256	31,596
LCT thuần trong kỳ	(5,365)	1,413	16,955	6,340	18,445
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.76	(0.15)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,888	8,301	25,256	31,596	50,040
Dòng tiền tự do	(28,887)	(10,056)	1,863	12,034	18,401

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	15.2	16.3	16.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.5	18.5	18.2	19.1	19.0
Tỷ suất LNT (%)	8.66	9.90	11.6	11.5	12.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.2	14.0	10.1	7.00	7.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	16.7	12.4	37.7	12.9	7.79
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	31.1	34.1	35.6	18.4	7.35
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	75.9	28.5	61.7	11.9	12.6
Tăng trưởng EPS (%)	59.9	(2.64)	61.7	11.9	12.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	75.9	16.8	61.7	11.9	12.6
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	27.3	16.9	15.1	13.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.1	12.7	17.5	16.6	16.4
ROACE (%)	11.0	13.1	15.3	16.8	16.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.67	0.65	0.78	0.80	0.79
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.45	0.77	0.34	0.77	0.57
Số ngày tồn kho	140	147	129	122	136
Số ngày phải thu	23.2	41.8	34.4	34.9	35.0
Số ngày phải trả	42.6	58.7	55.9	56.7	56.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	67.2	65.6	42.2	31.5	19.0
Nợ/tài sản (%)	37.3	36.1	31.3	27.8	25.7
EBIT/lãi vay (lần)	10.8	8.10	N/a	10.7	14.1
Nợ/EBITDA (lần)	3.89	3.22	2.33	1.90	1.79
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.10	1.32	1.48	1.71
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.53	1.73	1.16	0.96	0.80
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.83	9.36	6.37	5.00	4.21
P/E (lần)	12.8	13.2	8.16	7.29	6.48
P/E ĐC (lần)	16.2	13.9	8.59	7.68	6.82
P/B (lần)	1.35	1.58	1.30	1.14	0.99
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.07	2.07	2.07	2.07

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

Giảm tỷ trọng (giữ nguyên)

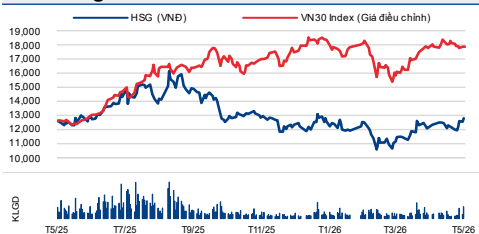
Giá mục tiêu: VNĐ11,200 (từ VNĐ11,154)

Tiềm năng tăng/giảm: -12.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	12,800
Mã Bloomberg	HSG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,615-16,115
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	12,717
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,333
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	392
Slg CP lưu hành (tr.đv)	807
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	396
Slg CP NN được mua (tr.đv)	366
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.62%
Tỷ lệ freefloat	51.6%
Cổ đông lớn	HSIT (19.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.32	3.04	1.47
So với chỉ số	4.75	5.04	(28.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	592	937	(36.8)
2027F	677	1,101	(38.5)
2028F	775	1,087	(28.7)

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.

Duy trì k/n Giảm tỷ trọng do xuất khẩu suy yếu

- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và gần như giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 11.200đ (rủi ro giảm giá là 13%), do tác động từ việc giảm dự báo lợi nhuận được bù đắp bằng việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 30% so với cùng kỳ. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần năm 2027/2028 sẽ tăng trưởng lần lượt 16% và 21%.
- HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm (tính từ tháng 1/2023) ở mức 24,2 lần nhưng đắt hơn rất nhiều so với mức định giá của HPG.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/NĐTC 2025-2026

KQKD Q2/NĐTC 2025-2026 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) kém tích cực. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 8,97 nghìn tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ) và 119 tỷ đồng (giảm 43% so với cùng kỳ). Theo đó, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa đầu NĐTC 2025-2026 đạt lần lượt 17,4 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ) và 181 tỷ đồng (giảm 51% so với cùng kỳ), hoàn thành chỉ 45% và 30% dự báo trước đây cho cả năm tài chính 2026 của chúng tôi. Sản lượng xuất khẩu giảm nghiêm trọng dẫn đến KQKD kém tích cực, bất chấp nhu cầu trong nước tăng mạnh.

Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Do KQKD nửa đầu NĐTC 2025-2026 thấp hơn kỳ vọng, HSC giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 30% so với cùng kỳ xuống còn 514 tỷ đồng.

Cho năm 2027 và 2028, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần đạt lần lượt 588 tỷ đồng (tăng trưởng 14%) và 673 tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Dự báo của chúng tôi thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường, chủ yếu thị trường vẫn chưa phản ánh đầy đủ xu hướng sụt giảm dự kiến sau khi công ty công bố KQKD kém khả quan trong thời gian gần đây.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và gần như giữ nguyên giá mục tiêu 11.200đ (rủi ro giảm giá là 13%). Chúng tôi dự báo triển vọng của công ty sẽ tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu suy yếu do chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu. Theo đó, mặc dù nhu cầu trong nước tiếp tục tăng trưởng ổn định, tổng sản lượng tiêu thụ vẫn trong xu hướng giảm (so với cùng kỳ).

HSG hiện đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 24,2 lần, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với P/E của HPG ở mức 8,3 lần. Trong khi đó, HSG có triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn hơn và rủi ro cao hơn nhiều do công ty phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu.

Cuối năm: Tháng 9	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,413	1,649	1,490	1,505	1,588
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	515	735	514 ▼	588 ▼	673 ▼
EPS ĐC (đồng)	777	1,101	592 ▼	677 ▼	775 ▼
DPS (đồng)	500	0	500 ▲	500 ▲	500 ▲
BVPS (đồng)	17,697	18,233	13,856	14,149	14,539
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.94	7.22	9.24	9.08	8.07
P/E ĐC (lần)	16.5	11.6	21.6	18.9	16.5
Lợi suất cổ tức (%)	3.91	0	3.91	3.91	3.91
P/B (lần)	0.72	0.70	0.92	0.90	0.88
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,615	41.7	(46.2)	14.4	14.4
ROAE (%)	4.75	6.61	4.57	5.20	5.81

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

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Phụ thuộc lớn vào xuất khẩu ảnh hưởng tiêu cực triển vọng lợi nhuận

HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với triển vọng của công ty. Trong bối cảnh các biện pháp bảo hộ thương mại toàn cầu tiếp tục gia tăng, hoạt động xuất khẩu – vốn đóng góp phần lớn vào doanh thu – nhiều khả năng sẽ tiếp tục suy yếu trong thời gian tới. Cùng với chi phí tài chính tăng vọt do mặt bằng lãi suất neo ở mức cao, rào cản này được dự báo sẽ tạo áp lực lớn lên đà tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026–2028 và duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu là 11.200đ.

Lợi nhuận giảm dưới tác động kép của sản lượng thấp và lãi suất cao

Lợi nhuận thuần Q2/NĐTC 2025-2026 của HSG giảm 43% so với cùng kỳ xuống còn 119 tỷ đồng, bất chấp doanh thu thuần tăng 6% so với cùng kỳ. Tính chung nửa đầu NĐTC 2025-2026, lợi nhuận thuần và tổng sản lượng tiêu thụ lần lượt giảm 51% và 7% so với cùng kỳ. Kết quả lợi nhuận này chịu áp lực từ đà sụt giảm của sản lượng tiêu thụ, tình trạng thu hẹp tỷ suất lợi nhuận và gánh nặng chi phí lãi vay. Chi tiết như sau:

- Tổng sản lượng tiêu thụ Q2/NĐTC 2025-2026 giảm 7% so với cùng kỳ xuống còn 389.496 tấn, do sản lượng xuất khẩu giảm 34% so với cùng kỳ mặc dù sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 10% so với cùng kỳ.
- Tính chung nửa đầu NĐTC 2025-2026, tổng sản lượng tiêu thụ đạt 786.658 tấn (giảm 15% so với cùng kỳ), trong đó sản lượng xuất khẩu giảm 45% so với cùng kỳ, trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 7% so với cùng kỳ. Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh do làn sóng bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ trong nước cải thiện nhờ lực đỡ từ đầu tư công, nhưng yếu tố này vẫn không đủ để bù đắp cho mức sụt giảm nghiêm trọng của kênh xuất khẩu.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/NĐTC 2025-2026 giảm mạnh xuống còn 11,7% từ mức 12,7% của cùng kỳ năm trước. Trong nửa đầu NĐTC 2025-2026, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 11,5%, thấp hơn so với mức 12,2% của nửa đầu NĐTC 2024-2025. Tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực do sản lượng tiêu thụ giảm làm chi phí cố định trên mỗi tấn sản phẩm tăng.
- Đáng chú ý, chi phí lãi vay Q2/NĐTC 2025-2026 tăng vọt lên 108 tỷ đồng (tăng 134% so với cùng kỳ) do dư nợ vay ngắn hạn tăng cao (đạt 8,3 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 31/3/2026, tăng 134% so với cùng kỳ) và lãi suất cho vay tăng (bình quân ở mức 6% trong Q2/NĐTC 2025-2026 so với mức 3,7% của cùng kỳ). Cùng với sự sụt giảm của sản lượng xuất khẩu như đã thảo luận ở phần trên, chi phí lãi vay tăng cao đã ảnh hưởng đáng kể lợi nhuận.

KQKD này thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi và lợi nhuận thuần nửa đầu NĐTC 2025-2026 mới chỉ hoàn thành 30% dự báo trước đây cho cả năm tài chính 2026.

Bảng 32: KQKD Q2 NĐTC 2026, HSG

Lợi nhuận bị ảnh hưởng tiêu cực do sản lượng xuất khẩu suy giảm

Tỷ động	2Q-FY9/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	1H-FY9/26	So với cùng kỳ	% hoàn thành dự báo 2026
Doanh thu thuần	8,967	6.1%	7.0%	17,350	-7.1%	45%
Lợi nhuận thuần	119	-42.8%	90.2%	181	-51.4%	30%

Nguồn: HSG, HSC

Bảng 33: Sản lượng thép tiêu thụ, HSG

Sản lượng xuất khẩu giảm mạnh, trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa chỉ cải thiện nhẹ

Tán	2Q-FY9/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	1H-FY9/26	So với cùng kỳ
Ổng thép	100,077	3.5%	-2.6%	202,826	0.5%
Xuất khẩu	1,874	-69.8%	-51.0%	5,696	-60.1%
Trong nước	98,203	8.5%	-0.7%	197,130	5.1%
Tôn mạ	289,419	-10.7%	-1.7%	583,832	-18.7%
Xuất khẩu	107,466	-32.6%	10.8%	204,438	-44.5%
Trong nước	181,953	10.6%	-7.8%	379,394	8.4%
Tổng	389,496	-7.4%	-1.9%	786,658	-14.5%
Xuất khẩu	109,340	-34.0%	8.5%	210,134	-45.1%
Trong nước	280,156	9.9%	-5.5%	576,524	7.3%

Nguồn: HSG, HSC

Dự báo mới

HSC giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 dựa trên việc giảm giá định sản lượng tiêu thụ sau khi công ty công bố KQKD Q1 thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của HSG trong Q3/NĐTC 2025-2026 sẽ cao hơn so với quý trước nhờ có lượng hàng tồn kho cao (đạt 10,4 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 3, tăng 26% so với cùng kỳ). Hàng tồn kho tăng là do công ty chủ động tích trữ hàng nhằm đón đầu xu hướng tăng giá HRC sau khi Chính phủ áp dụng các biện pháp bảo hộ thương mại. Trên thực tế, giá bán HRC trong tháng 5 (cho đơn hàng giao trong tháng 6) tăng 9% so với tháng trước, sau khi các biện pháp thuế chống lẩn tránh thuế CBPG đối với HRC khổ rộng nhập khẩu được áp dụng vào tháng 4. Lượng hàng tồn kho giá rẻ này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ lợi nhuận Q3/NĐTC 2025-2026 cải thiện so với quý trước mặc dù KQKD vẫn sẽ giảm so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ yếu.

Cho cả NĐTC 2025-2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 514 tỷ đồng (giảm 30% so với cùng kỳ; điều chỉnh giảm 15%). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ lấy lại đà tăng trưởng 14% mỗi năm trong năm 2027 và 2028, lần lượt đạt 588 tỷ đồng và 673 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ gia tăng khi kênh xuất khẩu phục hồi từ mức nền thấp của năm 2026, cùng với đà tăng trưởng vững chắc của thị trường trong nước.

Bảng 34: Dự báo lợi nhuận, HSG

HSC hạ 10% ước tính lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Tỷ động	Dự báo cũ			Dự báo mới			% điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu												
Doanh thu thuần	38,505	41,950	45,508	35,319	38,413	41,657	-8.3%	-8.4%	-8.5%	-3.3%	8.8%	8.4%
Lợi nhuận thuần	606	670	744	514	588	673	-15.2%	-12.2%	-9.7%	-30.1%	14.4%	14.4%

Nguồn: HSC

Bảng 35: Ước tính sản lượng tiêu thụ, HSG

Chúng tôi dự báo sản lượng sẽ giảm 7,0% trong năm 2026 nhưng phục hồi với tốc độ tăng trưởng bình quân 7,2%/năm trong giai đoạn 2027–2028

Chỉ tiêu	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Tôn mạ (tấn)	1,379,677	1,236,399	1,335,311	1,442,136
Tăng trưởng		-11.0%	-10.4%	8.0%
Ổng thép (tấn)	417,260	429,600	451,080	473,634
Tăng trưởng		16.2%	3.0%	5.0%
Ổng nhựa (tấn)	49,700	52,185	54,794	57,534
Tăng trưởng		18.3%	5.0%	5.0%
Giá bán bình quân sản phẩm tự sản xuất (triệu đồng/tấn)	18.5	18.8	18.9	19.1
Tăng trưởng		-2.8%	1.5%	0.8%

Nguồn: HSC

Bảng 36: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HSG

HSC giả định tỷ suất lợi nhuận đi ngang trong giai đoạn 2026-2028

(%)	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%	12.2%	12.0%	11.9%
Tỷ suất LNTT	2.3%	1.7%	1.7%	1.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.0%	1.5%	1.5%	1.6%

Nguồn: HSC

Bảng 37: Cơ cấu nợ, HSG

Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu được dự báo lần lượt ở mức 30%/29%/21% trong giai đoạn 2026-2028.

Tỷ động	FY9/24	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Tổng nợ	5,364	4,404	4,961	4,396	4,771
Nợ ngắn hạn	5,364	4,404	4,961	4,396	4,771
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ thuần	4,731	3,888	3,385	3,282	2,425
Vốn CSH	10,901	11,323	11,186	11,422	11,737
Nợ thuần/vốn CSH	0.43	0.34	0.30	0.29	0.21

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng và gần như giữ nguyên giá mục tiêu 11.200đ (rủi ro giảm giá là 13%). Tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận đã được bù đắp bởi tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng sang giữa năm 2027. Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 13,2%, với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%, lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% và hệ số beta là 1,5 lần – tất cả các chỉ số này đều được giữ nguyên.

Bảng 38: Tính toán FCFE

Tỷ động	FY21	FY22	FY23	FY9/24	FY9/25	FY9/26F	FY9/27F	FY9/28F
Thu nhập thuần	4,314	251	30	515	735	514	588	673
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	304	196	109	113	161	241	241	234
+ Khấu hao	1,186	1,160	1,131	990	903	813	827	837
- Thay đổi vốn lưu động	-3,720	1,641	538	(3,254)	2,268	225	(667)	26
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	-259	(463)	(36)	(292)	(193)	(389)	(230)	(250)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	1,825	2,785	1,772	(1,929)	3,875	1,404	758	1,519

Nguồn: HSC

Bảng 39: Giá mục tiêu, HSG

Giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 11.200đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF (Tỷ động)	Đơn vị	Giá trị (Giữa năm 2027)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ động	9,194
Beta	1.5	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ động	3,467
Chi phí vốn CSH	16.8%	Tổng giá trị của doanh nghiệp	Tỷ động	12,661
Chi phí nợ sau thuế	5.2%	+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ động	1,677
Tỷ trọng vốn CSH	69.3%	- Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ động	-5,279
Tỷ trọng nợ	30.7%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ động	9,059
WACC	13.2%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	859
		Giá mục tiêu	Đồng/cp	11,173

Nguồn: HSC

Bảng 40: Phân tích độ nhạy, HSG

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
	0.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
0.0%	11,033	10,625	10,215	9,911	9,606
0.5%	11,563	11,156	10,747	10,337	9,926
1.0%	12,093	11,687	11,173	10,764	10,460
1.5%	12,730	12,218	11,811	11,297	10,887
2.0%	13,366	12,856	12,343	11,829	11,421

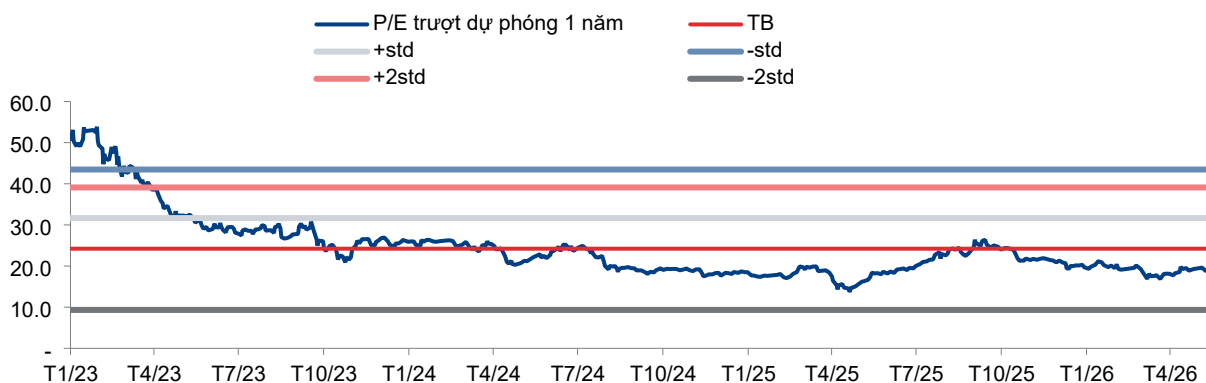
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 3 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm (từ tháng 1/2023) ở mức 24,2 lần. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận vẫn còn nhiều thách thức khi các biện pháp bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu tiếp tục gây áp lực lên hoạt động xuất khẩu – kênh vốn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng sản lượng tiêu thụ của công ty (dự báo đạt 35% trong năm 2026 và bình quân đạt 43% trong giai đoạn 2023–2025). Bên cạnh đó, P/E trượt dự phóng 1 năm của HSG vẫn neo ở mức cao hơn nhiều so với mức 8,3 lần của HPG, mặc dù công ty có triển vọng lợi nhuận kém hơn và mức độ rủi ro cao hơn. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá hiện tại vẫn chưa thực sự hấp dẫn.

Biểu đồ 41: P/E trượt dự phóng 1 năm, HSG

HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,4 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm (từ tháng 1/2023) ở mức 24,2 lần



Nguồn: HSC

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	35,319	38,413	41,657
Lợi nhuận gộp	4,264	4,520	4,315	4,596	4,959
Chi phí BH&QL	(3,840)	(3,775)	(3,638)	(3,918)	(4,207)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	423	745	677	678	751
Lãi vay thuần	87.2	8.54	(159)	(82.4)	(59.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	40.6	71.3	65.7	71.5	77.5
LNTT	551	825	583	667	770
Chi phí thuế TNDN	(36.5)	(90.3)	(69.1)	(79.0)	(97.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.04)	0.01	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	515	735	514	588	673
Lợi nhuận thuần ĐC	479	684	478	547	626
EBITDA ĐC	1,413	1,649	1,490	1,505	1,588
EPS (đồng)	835	1,184	637	728	833
EPS ĐC (đồng)	777	1,101	592	677	775
DPS (đồng)	500	0	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	616	621	807	807	807
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	616	621	807	807	807
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	616	621	807	807	807

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
Tiền & tương đương tiền	602	428	1,461	966	2,152
Đầu tư ngắn hạn	30.6	88.2	115	149	194
Phải thu khách hàng	2,985	2,188	2,119	2,305	2,499
Hàng tồn kho	9,712	8,204	7,930	8,625	8,581
Các tài sản ngắn hạn khác	844	808	781	849	921
Tổng tài sản ngắn hạn	14,174	11,716	12,406	12,893	14,347
TSCĐ hữu hình	3,915	3,901	3,420	2,765	2,119
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	2,405	2,515	2,635
Tổng tài sản dài hạn	5,391	7,237	6,821	6,288	5,774
Tổng cộng tài sản	19,566	18,953	19,227	19,181	20,121
Nợ ngắn hạn	5,364	4,404	4,961	4,396	4,771
Phả trả người bán	2,328	2,050	2,119	2,305	2,499
Nợ ngắn hạn khác	635	799	596	662	685
Tổng nợ ngắn hạn	8,632	7,598	8,010	7,727	8,350
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	8,025	7,743	8,368
Vốn chủ sở hữu	10,901	11,323	11,186	11,422	11,737
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	11,202	11,438	11,753
Tổng nợ phải trả và VCSH	19,566	18,953	19,227	19,181	20,121
BVPS (đ)	17,697	18,233	13,856	14,149	14,539
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,762	3,976	3,500	3,431	2,619

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	09-24A	09-25A	09-26F	09-27F	09-28F
EBIT	423	745	677	678	751
Khấu hao	(990)	(903)	(813)	(827)	(837)
Lãi vay thuần	87.2	8.54	(159)	(82.4)	(59.3)
Thuế TNDN đã nộp	(84.9)	(92.4)	(82.2)	(94.0)	(115)
Thay đổi vốn lưu động	(3,005)	2,146	(586)	(983)	(1,034)
Khác	311	(136)	(93.6)	(10.9)	18.2
LCT thuần từ HKKD	(1,415)	3,685	1,036	629	660
Đầu tư TS dài hạn	(771)	(2,623)	(389)	(230)	(250)
Góp vốn & đầu tư	(4.26)	(83.2)	3.27	6.72	8.84
Thanh lý	50.9	89.3	63.7	65.1	65.8
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(724)	(2,617)	(322)	(159)	(175)
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)	458	(762)	969
Khác	(308)	(310)	(139)	(204)	(267)
LCT thuần từ HĐTC	2,142	(1,242)	319	(966)	701
Tiền & tương đương tiền đầu kì	597	602	428	1,461	966
LCT thuần trong kỳ	3.55	(174)	1,033	(496)	1,186
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.66	(0.33)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	602	428	1,461	966	2,152
Dòng tiền tự do	(2,185)	1,062	647	398	410

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	12.2	12.0	11.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.60	4.51	4.22	3.92	3.81
Tỷ suất LNT (%)	1.31	2.01	1.46	1.53	1.61
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.63	10.9	11.8	11.8	12.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	24.1	(6.96)	(3.34)	8.76	8.45
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	8.08	16.7	(9.64)	1.00	5.55
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1,615	42.8	(30.1)	14.4	14.4
Tăng trưởng EPS (%)	1,615	41.7	(46.2)	14.4	14.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1,615	41.7	(46.2)	14.4	14.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	(100)	nm	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	59.8	0	78.5	68.7	60.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.75	6.61	4.57	5.20	5.81
ROACE (%)	3.90	6.69	6.00	5.98	6.47
Vòng quay tài sản (lần)	2.13	1.90	1.85	2.00	2.12
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(3.34)	4.94	1.53	0.93	0.88
Số ngày tồn kho	101	93.5	93.4	93.1	85.3
Số ngày phải thu	31.1	24.9	24.9	24.9	24.9
Số ngày phải trả	24.3	23.4	24.9	24.9	24.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	45.5	37.1	33.2	32.1	24.5
Nợ/tài sản (%)	28.4	24.4	26.9	24.1	25.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	4.25	8.23	12.7
Nợ/EBITDA (lần)	3.94	2.81	3.47	3.08	3.16
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.64	1.54	1.55	1.67	1.72
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.32	0.33	0.39	0.36	0.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.94	7.22	9.24	9.08	8.07
P/E (lần)	15.3	10.8	20.1	17.6	15.4
P/E ĐC (lần)	16.5	11.6	21.6	18.9	16.5
P/B (lần)	0.72	0.70	0.92	0.90	0.88
Lợi suất cổ tức (%)	3.91	0	3.91	3.91	3.91

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

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

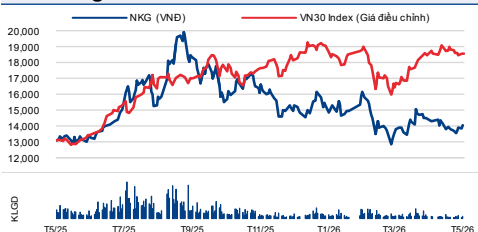
Giá mục tiêu: VNĐ12,600 (từ VNĐ15,300)

Tiềm năng tăng/giảm: -9.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/5/2026)	13,950
Mã Bloomberg	NKG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,850-19,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	13,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,244
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	237
Slg CP lưu hành (tr.đv)	448
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	224
Slg CP NN được mua (tr.đv)	203
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.71%
Tỷ lệ freefloat	76.9%
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	(3.46)	(11.7)	6.49
So với chỉ số	(3.99)	(9.99)	(24.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	401	626	(36.0)
2027F	565	953	(40.8)
2028F	775	1,477	(47.5)

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.

Hạ k/n xuống Giảm tỷ trọng, giảm 18% giá mục tiêu

- HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 18% giá mục tiêu xuống 12.600đ (rủi ro giảm giá là 10%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm 43% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 do KQKD Q1/2026 kém khả quan, với lợi nhuận thuần giảm 66% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 6% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi.
- NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,4 lần, sát với bình quân 3 năm (từ tháng 1/2023) ở mức 30 lần, nhưng triển vọng lợi nhuận có vẻ kém khả quan.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2026

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q1/2026 đạt lần lượt 3,26 nghìn tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ) và 22 tỷ đồng (giảm 66% so với cùng kỳ). Lợi nhuận trong quý này thấp hơn kỳ vọng và chỉ hoàn thành lần lượt 18% và 6% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần trước đây cho năm 2026 của chúng tôi. Mặc dù doanh thu trong nước tăng 10% so với cùng kỳ lên 2,1 nghìn tỷ đồng, doanh thu xuất khẩu lại giảm mạnh 48% so với cùng kỳ xuống còn 1,1 nghìn tỷ đồng, dẫn đến doanh thu thuần giảm 20% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận gộp cũng bị thu hẹp đáng kể xuống còn 2,6% từ mức 6,4% trong Q1/2025. Nguyên nhân chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm làm chi phí cố định trên mỗi đơn vị sản phẩm tăng cao.

Tác động: Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 do giảm giá định sản lượng tiêu thụ khi doanh thu xuất khẩu của NKG giảm mạnh hơn nhiều so với kỳ vọng.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 4% so với cùng kỳ xuống còn 189 tỷ đồng (sau khi điều chỉnh giảm 46% dự báo). Cho năm 2027 và 2028, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần đạt lần lượt 266 tỷ đồng (tăng trưởng 41%; điều chỉnh giảm 38% dự báo) và 365 tỷ đồng (tăng trưởng 37%; điều chỉnh giảm 45% dự báo). Dự báo của chúng tôi thấp hơn so với bình quân dự báo của thị trường, nhưng chúng tôi cho rằng thị trường sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm các dự báo lợi nhuận trong bối cảnh triển vọng kinh doanh của công ty đang suy yếu.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 18% giá mục tiêu xuống 12.600đ (rủi ro giảm giá là 10%). Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,4 lần, sát với bình quân 3 năm tính từ tháng 1/2023 ở mức 30 lần. Mức định giá này có vẻ rất đắt khi so với mức P/E 8,3 lần của HPG, trong khi triển vọng kinh doanh lại kém hấp dẫn hơn và rủi ro cao hơn hẳn do tỷ trọng xuất khẩu lớn, đặc biệt là trong bối cảnh chủ nghĩa bảo hộ thương mại ngày càng gia tăng trên toàn cầu.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,064	593	952 ▼	1,118 ▼	1,245 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	453	197	189 ▼	266 ▼	365 ▼
EPS ĐC (đồng)	962	419	401 ▼	565 ▼	775 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	18,584	17,060	17,386	17,400	17,647 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.70	20.7	11.2	9.93	8.68
P/E ĐC (lần)	14.5	33.3	34.8	24.7	18.0
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.75	0.82	0.80	0.80	0.79
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	286	(56.5)	(4.28)	40.9	37.3
ROAE (%)	8.02	2.92	2.45	3.42	4.66

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

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Làn sóng bảo hộ thương mại làm mờ nhạt triển vọng lợi nhuận

Do triển vọng xuất khẩu yếu hơn nhiều so với kỳ vọng, HSC giảm bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026–2028, đồng thời hạ khuyến nghị đối với NKG xuống Giảm tỷ trọng với giá mục tiêu thấp hơn là 12.600đ. NKG hiện vẫn đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 30,4 lần, nhìn chung sát với mức bình quân quá khứ nhưng cao hơn nhiều so với P/E của HPG. Mức định giá này là chưa hợp lý khi công ty có triển vọng kinh doanh kém hơn và hồ sơ rủi ro cao hơn do phụ thuộc rất lớn vào thị trường xuất khẩu.

Dự báo mới

Lợi nhuận Q1/2026 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng và chỉ hoàn thành 6% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028, chủ yếu do điều chỉnh giảm 15% dự báo sản lượng tiêu thụ, đồng thời giảm giả định tỷ suất lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ đạt 189 tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ). Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 266 tỷ đồng (tăng trưởng 41%), nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 17% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng thị trường trong nước sẽ là động lực tăng trưởng chính cho NKG và đà sụt giảm sản lượng xuất khẩu sẽ bắt đầu trở lại mức bình thường vào năm sau. Cho năm 2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt 365 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) với các giả định chính bao gồm sản lượng tiêu thụ tăng 17% so với cùng kỳ và tỷ suất lợi nhuận mở rộng nhẹ nhờ công suất hoạt động cải thiện.

Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần của năm 2028 vẫn sẽ thấp hơn mức 453 tỷ đồng được ghi nhận trong năm 2024 do sản lượng xuất khẩu giảm mạnh – yếu tố đã gây áp lực lớn lên KQKD của NKG từ năm 2025 đến nay.

Bảng 42: Dự báo mới, NKG

Hạ bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	18,073	21,573	25,349	15,452	18,352	21,927	-14.5%	-14.9%	-13.5%	4.3%	18.8%	19.5%
Lợi nhuận thuần	352	427	661	189	266	365	-46.3%	-37.7%	-44.8%	-4.3%	40.9%	37.3%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	352	427	661	189	266	365	-46.3%	-37.7%	-44.8%	54.7%	40.9%	37.3%

Nguồn: HSC

Bảng 43: Dự báo sản lượng tiêu thụ

Hạ sản lượng dự báo 15% và hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp

Chỉ tiêu	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Tồn mạ & ống thép (tấn)	861,228	1,022,794	781,506	802,431	936,674	1,098,341
Tăng trưởng	-1.6%	18.8%	-23.6%	2.7%	16.7%	17.3%
Giá bán bình quân (Triệu đồng/tấn)	21.6	20.1	18.9	19.3	19.6	20.0
Tăng trưởng	-18.1%	-6.7%	-6.0%	1.6%	1.7%	1.9%
Doanh thu (Tỷ đồng)	18,596	20,609	14,808	15,452	18,352	21,927
Tăng trưởng	-19.4%	10.8%	-28.1%	4.3%	18.8%	19.5%
Lợi nhuận gộp	1,112	1,832	785	841	1,063	1,318
Tăng trưởng	-24.9%	64.7%	-57.1%	7.1%	26.3%	24.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	6.0%	8.9%	5.3%	5.4%	5.8%	6.0%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Dự báo nợ, NKG

Mặt bằng lãi suất cao hơn cũng gây ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Nợ ngân hàng	4,768	6,312	6,867	5,929	6,655	7,279
Nợ ngắn hạn	4,768	6,312	4,601	4,383	5,187	6,183
Nợ dài hạn	0	0	2,266	1,545	1,468	1,096
Nợ thuần	3,693	5,673	5,193	3,977	4,363	3,960
Nợ thuần/vốn CSH	0.68	0.97	0.68	0.51	0.56	0.50
Chi phí lãi vay	5.9%	3.8%	3.3%	4.5%	5.5%	5.5%
LNTT	293	208	220	288	346	383
% chi phí lãi vay/LNTT	177	558	241	222	302	415
Nợ ngân hàng	165.1%	37.2%	91.2%	129.6%	114.5%	92.3%

Nguồn: HSC

Cập nhật kế hoạch trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu

- ESOP: NKG có kế hoạch phát hành 6 triệu cổ phiếu (tương đương 1,3% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với giá bằng mệnh giá (10.000đ/cp) theo chương trình ESOP trong năm 2026–2027. Thời gian hạn chế chuyển nhượng là hai năm, trong đó 50% số cổ phiếu sẽ được tự do chuyển nhượng sau một năm và 50% còn lại sẽ được tự do chuyển nhượng sau hai năm kể từ ngày phát hành.
- Cổ tức bằng cổ phiếu: ĐHCĐ gần đây đã thông qua phương án chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10%, dự kiến thực hiện trong năm 2026. Sau khi hoàn tất đợt chi trả này, số lượng cổ phiếu đang lưu hành của NKG sẽ tăng từ mức 447,6 triệu cổ phiếu hiện tại lên 491,7 triệu cổ phiếu.
- Kế hoạch phát hành cổ phiếu: Trong năm 2026–2027, NKG có kế hoạch phát hành lên tới 124,6 triệu cổ phiếu (tương đương 25% số lượng cổ phiếu đang lưu hành sau khi đã tính cả đợt trả cổ tức bằng cổ phiếu và chương trình ESOP. Giá phát hành được ấn định là 12.000đ/cp nhằm huy động 1,5 nghìn tỷ đồng cho dự án Nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ.

Nhà máy này hiện đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ bắt đầu đi vào vận hành trong Q3/2026 theo đúng kế hoạch. Dự án có công suất thiết kế 800.000 tấn/năm, chuyên sản xuất các sản phẩm bao gồm: thép cuộn tẩy rỉ và phủ dầu, thép cuộn cán nguội (CRC), tôn mạ và thép cán nguội cứng. Các sản phẩm này sẽ được dùng làm nguyên liệu đầu vào cho các ngành công nghiệp hỗ trợ, cơ khí chế tạo, sản xuất ô tô và thiết bị gia dụng.

Tại ĐHCĐ vừa qua, BLĐ NKG cho biết nhà máy dự kiến sẽ xuất khẩu khoảng 60%–80% sản lượng đầu ra. Trong bối cảnh môi trường xuất khẩu đang suy yếu như hiện nay, chúng tôi lo ngại về khả năng hấp thụ và tiêu thụ lượng công suất mới này.

Lưu ý rằng chúng tôi đã phản ánh dự án này vào mô hình định giá hiện tại nhưng chưa đưa phương án trả cổ tức bằng cổ phiếu, chương trình ESOP cũng như kế hoạch chào bán cổ phiếu vào mô hình do chưa có thông tin về thời gian triển khai thực tế. Chúng tôi sẽ cập nhật các kế hoạch tăng vốn này vào mô hình dự báo ngay khi công ty tiến hành các bước phát hành tiếp theo.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) và giảm 18% giá mục tiêu xuống 12.600đ (rủi ro giảm giá là 10%). Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 12%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, hệ số beta 1,5 lần và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%. Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá 6 tháng đến giữa năm 2027.

Bảng 45: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, NKG

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	453	197	189	266	365
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	169	176	245	305	337
+ Khấu hao	370	362	685	737	741
- Thay đổi vốn lưu động	(2,023)	2,192	609	(1,160)	(423)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(249)	(3,933)	(277)	(19)	(70)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,280)	(1,006)	1,450	129	951

Nguồn: HSC

Bảng 46: Định giá

Hạ 18% giá mục tiêu xuống 12.600đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF (Tỷ đồng)	Đơn vị	Giá trị (giữa năm-2027)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	7,386
Beta	150.0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	2,459
Chi phí vốn CSH	17.1%	Tổng giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	9,845
Chi phí nợ sau thuế	6.1%	+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	2,065
Tỷ trọng vốn CSH	53.3%	- Tổng nợ, điều chỉnh	Tỷ đồng	(6,273)
Tỷ trọng nợ	46.7%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	5,637
WACC	12.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	474
		Giá mục tiêu	Đồng/cp	12,595

Nguồn: HSC

Bảng 47: Phân tích độ nhạy

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
0.0%	11,929	11,520	11,111	10,700	10,289
0.5%	12,668	12,260	11,746	11,336	10,925
1.0%	13,512	13,106	12,595	12,077	11,668
1.5%	14,568	13,951	13,439	12,925	12,516
2.0%	15,624	15,008	14,391	13,878	13,365

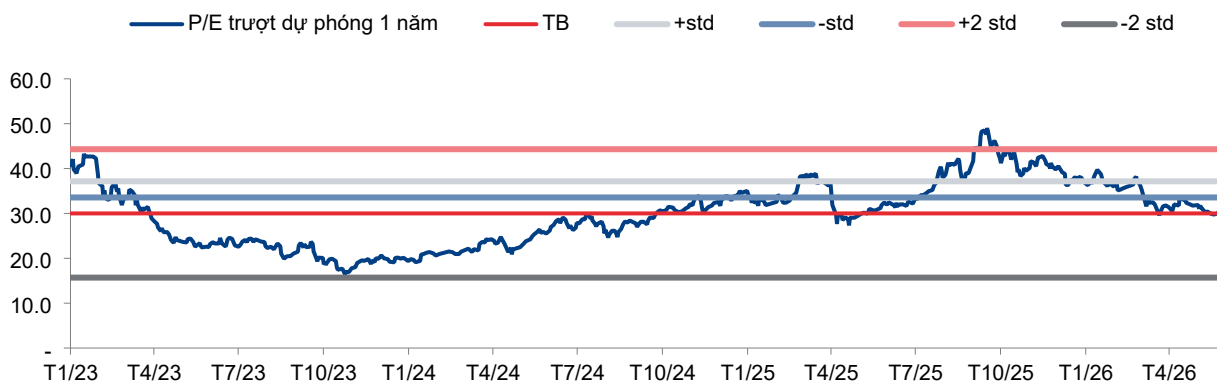
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua, NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là P/E của cổ phiếu là 30,4 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 30 lần nhưng đắt hơn nhiều so với mức 8,3 lần của HPG. Trong khi đó, triển vọng lợi nhuận có vẻ đầy thách thức do nhu cầu xuất khẩu suy yếu, cùng với đó là làn sóng bảo hộ thương mại toàn cầu gia tăng tiếp tục gây áp lực lên các thị trường xuất khẩu của công ty.

Biểu đồ 48: P/E trượt dự phóng 1 năm, NKG

NKG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là P/E của cổ phiếu là 30,4 lần, sát với bình quân 3 năm ở mức 30 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	15,452	18,352	21,927
Lợi nhuận gộp	1,832	785	841	1,063	1,318
Chi phí BH&QL	(1,138)	(555)	(573)	(681)	(814)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	694	230	268	381	504
Lãi vay thuần	(136)	(104)	(52.3)	(86.9)	(98.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.72	114	6.73	7.71	9.08
LNTT	558	241	222	302	415
Chi phí thuế TNDN	(105)	(43.7)	(33.3)	(36.3)	(49.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0.03	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	453	197	189	266	365
Lợi nhuận thuần ĐC	430	187	179	253	347
EBITDA ĐC	1,064	593	952	1,118	1,245
EPS (đồng)	1,434	441	422	594	816
EPS ĐC (đồng)	962	419	401	565	775
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	1,535	1,791	2,718
Đầu tư ngắn hạn	247	835	417	501	601
Phải thu khách hàng	1,943	1,423	1,391	1,743	2,193
Hàng tồn kho	6,690	5,303	4,822	5,706	5,771
Các tài sản ngắn hạn khác	930	1,303	1,236	1,468	1,754
Tổng tài sản ngắn hạn	10,202	9,703	9,401	11,209	13,036
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	15,729	16,771	17,883
Nợ ngắn hạn	6,312	4,601	4,383	5,187	6,183
Phả trả người bán	856	1,470	1,461	1,729	2,061
Nợ ngắn hạn khác	194	200	208	216	226
Tổng nợ ngắn hạn	7,621	6,568	6,379	7,491	8,864
Nợ dài hạn	0	2,266	1,545	1,468	1,096
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	1,569	1,492	1,120
Tổng nợ phải trả	7,648	8,858	7,948	8,983	9,985
Vốn chủ sở hữu	5,871	7,635	7,781	7,788	7,898
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	5,871	7,635	7,781	7,788	7,898
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,519	16,494	15,729	16,771	17,883
BVPS (đ)	18,584	17,060	17,386	17,400	17,647
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,920	6,028	4,394	4,864	4,561

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	694	230	268	381	504
Khấu hao	(370)	(362)	(685)	(737)	(741)
Lãi vay thuần	(136)	(104)	(52.3)	(86.9)	(98.1)
Thuế TNDN đã nộp	(53.4)	(107)	(33.3)	(36.3)	(49.8)
Thay đổi vốn lưu động	(1,632)	821	284	(1,547)	(851)
Khác	(127)	(199)	(45.6)	(79.2)	(89.1)
LCT thuần từ HĐKD	(541)	1,327	1,445	(198)	638
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	(224)	(224)
Thu từ phát hành CP	0	1,594	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,510	555	3,770	747	582
Khác	(3.07)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,507	2,150	3,770	523	358
Tiền & tương đương tiền đầu kì	785	392	839	1,535	1,791
LCT thuần trong kỳ	(393)	448	696	257	927
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.71)	(0.92)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	392	839	1,535	1,791	2,718
Dòng tiền tự do	(1,441)	(2,104)	(3,075)	(266)	568

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	5.44	5.79	6.01
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.16	4.00	6.16	6.09	5.68
Tỷ suất LNT (%)	2.20	1.33	1.22	1.45	1.67
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.8	18.1	15.0	12.0	12.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.8	(28.1)	4.35	18.8	19.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	42.1	(44.3)	60.7	17.4	11.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	286	(56.5)	(4.28)	40.9	37.3
Tăng trưởng EPS (%)	222	(69.3)	(4.28)	40.9	37.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	286	(56.5)	(4.28)	40.9	37.3
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	2.45	3.42	4.66
ROACE (%)	12.2	2.91	2.78	4.10	5.51
Vòng quay tài sản (lần)	1.60	0.99	0.96	1.13	1.27
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.78)	5.76	5.40	(0.52)	1.27
Số ngày tồn kho	130	138	120	120	102
Số ngày phải thu	37.8	37.0	34.7	36.8	38.8
Số ngày phải trả	16.6	38.3	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	102	81.5	59.2	65.4	61.0
Nợ/tài sản (%)	47.3	42.8	39.0	41.1	42.1
EBIT/lãi vay (lần)	5.08	2.22	5.12	4.39	5.14
Nợ/EBITDA (lần)	6.01	11.9	6.45	6.16	6.05
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.34	1.48	1.47	1.50	1.47
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.50	0.83	0.69	0.61	0.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.70	20.7	11.2	9.93	8.68
P/E (lần)	9.73	31.7	33.1	23.5	17.1
P/E ĐC (lần)	14.5	33.3	34.8	24.7	18.0
P/B (lần)	0.75	0.82	0.80	0.80	0.79
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