

Ngành thép

BÁO CÁO NGÀNH · Từ quặng đến tôn mạ · Quý 2/2026

THÉP THÔ · SẢN XUẤT
6T/2026

15,18

triệu tấn · +26,9% YoY

TÔN MẠ · BÁN HÀNG
6T/2026

-9,5%

sản xuất -14,4% YoY

DT THUẦN 12 MÃ · QUÝ 2

95.006

tỷ đồng · +24,5% YoY

LNST CỔ ĐÔNG MẸ · QUÝ 2

7.285

tỷ đồng · +54,5% YoY

ĐÁNH GIÁ NGÀNH QUÝ 2/2026

Ngành có hai xu hướng ngược chiều nhau. Sản lượng thép thô sáu tháng đạt **15,18 triệu tấn, tăng 26,9%**, trong khi sản xuất tôn mạ giảm 14,4% và bán hàng giảm 9,5%. Doanh thu quý 2 của mười hai mã trong phạm vi báo cáo đạt **95.006 tỷ đồng, tăng 24,5%**, nhưng nếu loại Hòa Phát thì mười một mã còn lại **giảm 1,3%**. Tăng trưởng tập trung ở khâu luyện và cán nóng, còn khâu mạ thu hẹp. Ba lực đẩy: Dung Quất 2 vận hành, thuế chống bán phá giá cán nóng nhập khẩu, và quy tắc xuất xứ theo nơi luyện của EU. **Chúng tôi đánh giá** định giá ngành **phân hóa rất mạnh** nên phải chọn lọc: HPG và TVN ở vùng hấp dẫn, HSG chờ xác nhận biên, NKG chờ Phú Mỹ chạy đủ tải.

LNST cổ đông mẹ 12 mã theo quý · tỷ đồng



BA MỐC CHI PHỐI NGÀNH

THUẾ CHỐNG BÁN PHÁ GIÁ HRC

23,1 – 27,83%

Trung Quốc và Ấn Độ · hiệu lực tới 2030

HẠN NGẠCH THÉP CỦA EU

18,3 triệu tấn

thuế ngoài hạn ngạch 50% từ 01/7/2026

CÔNG SUẤT CÁN NÓNG MỚI

5,6 triệu tấn

Dung Quất 2 · nâng tổng công suất lên 15 triệu tấn

ĐIỂM NHẤN

+26,9%
THÉP THÔ

Sản lượng luyện thép tăng mạnh nhất nhiều năm

15,18 triệu tấn sáu tháng · tiêu thụ tăng 25,5%

37,5%
THỊ PHẦN HRC

Hòa Phát chiếm hơn một phần ba thị trường cán nóng

tháng 7/2026 · từ 29,8% cùng kỳ

15.652
TỶ ĐỒNG

Dòng tiền kinh doanh gấp 2,8 lần cùng kỳ

riêng Hòa Phát 12.642 tỷ, từ mức 507 tỷ

CẦN THEO DÕI

87,5%
LỢI NHUẬNMột doanh nghiệp chi phối kết quả toàn ngành
Hòa Phát chiếm 87,5% lợi nhuận quý 2 của nhóm-29,4%
XUẤT KHẨUXuất khẩu tôn mạ suy giảm sâu
sáu tháng · sang EU năm tháng giảm 18,3% về lượng17,4
LẦN P/EMười một mã còn lại vẫn đắt so với lợi nhuận
P/B 0,68 lần với ROE chỉ 3,9%

TRIỂN VỌNG NỬA CUỐI 2026

Lũy kế sáu tháng, mười hai mã đạt doanh thu **185.654 tỷ đồng (+23,8% YoY)** và lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ **16.533 tỷ đồng (+98,3%)**. Loại khoản chuyển nhượng dự án Phố Nối của Hòa Phát theo ước tính, mức tăng còn **52,8%**. Biên gộp quý 2 chủ yếu đến từ chênh lệch giữa giá bán hiện hành và giá vốn tồn kho cũ nên khó lặp lại: giá chào cán nóng đã giảm 14,4% từ đỉnh tháng 5 xuống 522 USD/tấn cho giao tháng 9. **Nhà đầu tư nên theo dõi** giá cán nóng nội địa hằng tháng và tiến độ chạy tải Phú Mỹ.

DT THUẦN 6T · 12 MÃ

185.654

tỷ đồng · +23,8% YoY

LNST MẸ 6T · ĐẢ LOẠI BẤT THƯỜNG

12.733

tỷ đồng · +52,8%

ĐẦU TƯ CÔNG GIẢI NGÂN 8T

509.558

tỷ đồng · 49,8% kế hoạch

NGUYÊN GIÁ TSCĐ HỮU HÌNH

238.731

tỷ đồng · +48,5% YoY

NHÓM NIÊM YẾT TRONG PHẠM VI BÁO CÁO

SỐ MÃ THEO DÕI

12

VỐN HÓA · TỶ Đ (21/09)

203.691

P/E TOÀN NHÓM · LẦN

8,3

P/B TOÀN NHÓM · LẦN

1,14

ROE TOÀN NHÓM

13,8%

P/E TRỪ HPG · LẦN

17,4

1. Quan điểm của TCBS về ngành

Trạng thái ngành sau sáu tháng đầu năm và cách đọc đúng con số lợi nhuận Quý 2

Sáu tháng đầu 2026, mười hai doanh nghiệp niêm yết trong phạm vi báo cáo đạt doanh thu thuần **185.654 tỷ đồng, tăng 23,8%** so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ **16.533 tỷ đồng, tăng 98,3%**. Toàn bộ mức tăng doanh thu đến từ một doanh nghiệp. Riêng quý 2, doanh thu Hòa Phát tăng thêm 19.248 tỷ đồng trong khi cả nhóm chỉ tăng 18.705 tỷ; mười một mã còn lại cộng lại **giảm 1,3%**. Số liệu Hiệp hội Thép Việt Nam cho thấy cùng một xu hướng: sản xuất thép thô sáu tháng tăng 26,9%, còn tôn mạ giảm 14,4%. Ngành đang tăng trưởng ở khâu luyện và cán nóng, thu hẹp ở khâu mạ.

Mức tăng 98,3% của lợi nhuận cũng cần nhìn kỹ hơn. Quý 1, Hòa Phát ghi nhận doanh thu hoạt động tài chính 5.938 tỷ đồng so với bình quân 521 tỷ mỗi quý của năm 2025, phần lớn từ chuyển nhượng một phần dự án Phố Nối, ước tính riêng khoản này đóng góp khoảng 3.800 tỷ đồng. Loại ra, lợi nhuận sáu tháng của nhóm còn **12.733 tỷ đồng và mức tăng là 52,8%**; đây mới là nền để so sánh với các kỳ sau. Phần tăng còn lại đến từ sản lượng: Hòa Phát tiêu thụ 3,8 triệu tấn thép trong quý 2, riêng cán nóng tăng 64%. Trong mức tăng doanh thu 53,6%, sản lượng đóng góp 30,0 điểm phần trăm và giá đóng góp 23,7 điểm. Dòng tiền kinh doanh sáu tháng của cả nhóm đạt 15.652 tỷ đồng, gấp 2,8 lần cùng kỳ, nên phần lợi nhuận tăng thêm không chỉ nằm trên sổ sách.

Biên lợi nhuận gộp quý 2 của nhóm đạt 14,6%, mở rộng 2,5 điểm phần trăm, với chín trong mười hai mã cùng cải thiện. Cả nhóm cùng cải thiện trong một quý cho thấy nguyên nhân nằm ở mặt bằng giá chung. Cơ chế ở đây là **độ trễ giá vốn**: khoảng thời gian giữa lúc mua nguyên liệu và lúc ghi nhận giá vốn hàng bán. Với số ngày tồn kho 95 đến 177 ngày ở Hòa Phát và nhóm tôn mạ, giá vốn quý 2 phản ánh giá nguyên liệu của hai quý trước, trong khi giá bán đã tăng theo đợt leo giá tháng 4 đến tháng 6, từ khoảng 528 lên 610 USD/tấn. Từ tháng 6, nguồn cung Ấn Độ và Indonesia đẩy giá đảo chiều, giá chào giao tháng 9 còn 522 USD/tấn. Cơ chế tạo ra biên quý 2 vì thế sẽ vận hành ngược trong quý 3.

Tại ngày 21/09/2026, mười hai mã giao dịch ở P/E 8,3 lần và P/B 1,14 lần, với ROE 13,8%. Loại Hòa Phát, mười một mã còn lại ở P/E 17,4 lần và P/B 0,68 lần, với ROE chỉ 3,9%: nhóm này rẻ theo tài sản nhưng chưa rẻ theo lợi nhuận, và P/B 0,68 lần chỉ có nghĩa nếu ROE 3,9% phục hồi. **Chúng tôi đánh giá** mặt bằng định giá đang **phân hóa rất mạnh** nên không thể giải ngân trên toàn ngành. HPG và TVN ở vùng hấp dẫn nhờ vị thế thượng nguồn và mức sinh lời đã được dòng tiền xác nhận; HSG cần thêm một quý để xác nhận biên; NKG chưa hấp dẫn cho tới khi Phú Mỹ chạy đủ tải.

ĐIỂM CHÍNH

- 01 Tăng trưởng của ngành là tăng trưởng của một doanh nghiệp.** Hòa Phát chiếm 58,1% doanh thu và 87,5% lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ quý 2 của nhóm. Trừ mã này, doanh thu mười một mã còn lại giảm 1,3% và lợi nhuận chỉ đạt 914 tỷ đồng, dù đã phục hồi từ mức âm 720 tỷ của quý 3/2024.
- 02 Biên gộp quý 2 đến từ mặt bằng giá chung, không phải từ vận hành.** Biên nhóm đạt 14,6%, mở rộng 2,5 điểm phần trăm, với chín trong mười hai mã cùng cải thiện. Với số ngày tồn kho 95–177 ngày ở Hòa Phát và nhóm tôn mạ, giá vốn quý 2 phản ánh giá nguyên liệu của hai quý trước. Giá cán nóng đã đảo chiều từ tháng 6 nên cơ chế này sẽ tác động ngược trong quý 3 và quý 4.
- 03 Chu kỳ đầu tư của ngành đã kết thúc và chuyển sang chu kỳ khấu hao.** Nguyên giá tài sản cố định hữu hình của nhóm tăng 48,5% lên 238.731 tỷ đồng trong mười hai tháng do Dung Quất 2 được nghiệm thu. Tài sản dở dang của Hòa Phát giảm từ 72.822 tỷ xuống 14.621 tỷ, Nam Kim còn giữ 5.149 tỷ.

2. Ngành này vận hành thế nào

Chuỗi giá trị, quy trình sản xuất, thời điểm ghi nhận doanh thu và nguồn gốc của biên lợi nhuận

2.1. Chuỗi giá trị và vị trí của từng doanh nghiệp

Chuỗi giá trị thép có bốn khâu và biên lợi nhuận giảm dần khi đi xuống hạ nguồn. Khâu đầu là nguyên liệu, gồm quặng sắt, than cốc và thép phế, gần như nhập khẩu toàn bộ nên giá đầu vào của ngành được quyết định ở thị trường quốc tế. Khâu hai là luyện: lò cao dùng quặng và than cốc cho ra gang lỏng rồi thổi, lò điện dùng thép phế cho ra phôi. Đây là khâu đòi hỏi vốn lớn nhất và cũng là khâu giữ được biên cao nhất vì rào cản gia nhập cao. Khâu ba là cán: phôi vuông cán ra thép thanh và thép cuộn xây dựng, phôi dẹt cán ra thép cuộn cán nóng. Khâu bốn là gia công sau cán, gồm cán nguội, mạ kẽm, mạ hợp kim nhôm kẽm, sơn màu và sản xuất ống thép, với biên mỏng nhất và phụ thuộc vào chênh lệch giữa giá bán thành phẩm và giá thép cuộn cán nóng mua vào.

Phạm vi báo cáo là mười hai doanh nghiệp niêm yết lấy sản xuất hoặc thương mại thép làm mảng chi phối. Formosa Hà Tĩnh không niêm yết nên chỉ xuất hiện ở phần phân tích nguồn cung. Mười hai mã được chia thành ba nhóm theo khâu chiếm tỷ trọng chi phối trong doanh thu, không phải theo việc doanh nghiệp có làm khâu đó hay không. **Nhóm sản xuất thép thô, thép dài và ống thép** gồm HPG, TVN, TIS, VGS và POM: các doanh nghiệp này tự luyện phôi hoặc mua phôi để cán, doanh thu gắn với nhu cầu xây dựng trong nước. **Nhóm tôn mạ và thép dẹt hạ nguồn** gồm HSG, GDA, NKG và DTL: mua thép cuộn cán nóng, gia công thành tôn mạ và ống, xuất khẩu từng chiếm tỷ trọng lớn nhưng đang thu hẹp nhanh. **Nhóm thương mại và gia công** gồm SMC, TLH và VCA: mua đi bán lại kèm gia công đơn giản, biên rất mỏng và lợi nhuận phụ thuộc hoàn toàn vào biến động giá trong kỳ nắm giữ hàng.

Hòa Phát là trường hợp duy nhất hiện diện đầy đủ từ khâu hai đến khâu ba và bán thép cuộn cán nóng cho chính các doanh nghiệp nhóm hai. Quan hệ này quyết định cách đọc cả ngành. Nếu giá tôn mạ đứng yên thì mỗi đồng giá cán nóng tăng thêm là một đồng biên chuyển từ nhóm hai sang nhóm một. Nhưng khi giá của cả chuỗi cùng đi lên, cả hai nhóm có thể cùng mở rộng biên, và đó chính là những gì xảy ra trong quý 2/2026. Trạng thái đó chỉ tồn tại trong pha giá lên; khi giá quay đầu, nhóm hai chịu tác động trước vì tồn kho dài hơn.

2.2. Từ quặng đến sản phẩm: các bước và độ trễ

Bảng dưới mô tả thời gian của từng bước, tính từ lúc doanh nghiệp đặt mua nguyên liệu đến lúc ghi nhận doanh thu. Tổng độ trễ giữa quyết định mua hàng và thời điểm giá vốn xuất hiện trên báo cáo kết quả kinh doanh thường từ bốn đến sáu tháng với doanh nghiệp luyện thép, và từ ba đến sáu tháng với doanh nghiệp tôn mạ.

CÁC BƯỚC TỪ NGUYÊN LIỆU ĐẾN DOANH THU

Bước	Nội dung	Thời gian	Dòng tiền và ghi nhận kế toán
1	Đặt mua quặng sắt, than cốc, thép phế hoặc thép cuộn cán nóng	30–60 ngày	Tiền ra khi mở thư tín dụng hoặc thanh toán theo hợp đồng. Giá chốt tại thời điểm đặt hàng, không phải tại thời điểm sử dụng.
2	Vận chuyển, nhập kho, lưu kho chờ đưa vào sản xuất	30–90 ngày	Hạch toán vào hàng tồn kho theo giá mua. Đây là nơi hình thành độ trễ giá vốn.
3	Luyện phôi hoặc cán, mạ, sơn màu	7–30 ngày	Chi phí biến đổi gồm điện, khí, nhân công cộng vào giá thành. Chi phí cố định phân bổ theo sản lượng nên tỷ lệ chạy tải ảnh hưởng trực tiếp tới giá thành đơn vị.
4	Lưu kho thành phẩm, giao cho đại lý hoặc khách công nghiệp	15–45 ngày	Doanh thu ghi nhận khi chuyển giao quyền kiểm soát, thường là lúc giao hàng. Hàng gửi đại lý chưa bán chưa được ghi nhận.

Bước	Nội dung	Thời gian	Dòng tiền và ghi nhận kế toán
5	Xuất khẩu: ký hợp đồng, sản xuất, giao hàng theo điều kiện FOB hoặc CFR	60–120 ngày	Đơn hàng thường chốt giá trước hai đến ba tháng. Giá bán quý này phản ánh mặt bằng giá của quý trước, làm độ trễ kéo dài thêm ở cả đầu ra.
6	Thu tiền từ đại lý và khách công nghiệp	10–70 ngày	Số ngày phải thu của nhóm dao động rộng, từ 9,5 ngày ở TVN đến 71,1 ngày ở NKG. Bán nội địa qua đại lý thu nhanh hơn bán công nghiệp và xuất khẩu.

- **Nút thắt nằm ở bước 2 và bước 5.** Doanh nghiệp không kiểm soát được giá nguyên liệu tại thời điểm sử dụng, cũng không kiểm soát được giá bán tại thời điểm giao hàng xuất khẩu. Cả hai đều đã được chốt từ hai đến ba tháng trước.
- **Chỉ báo sớm tốt nhất là số ngày tồn kho.** Số ngày tồn kho càng dài thì biên lợi nhuận càng phản ứng chậm với giá thị trường, theo cả hai chiều. Bốn doanh nghiệp có biên dao động mạnh nhất tám quý qua là TLH, POM, VCA và NKG, trong đó ba mã có số ngày tồn kho trên 150 ngày. Quan hệ này không chặt tuyệt đối vì POM dao động mạnh chủ yếu do chạy tải thấp.

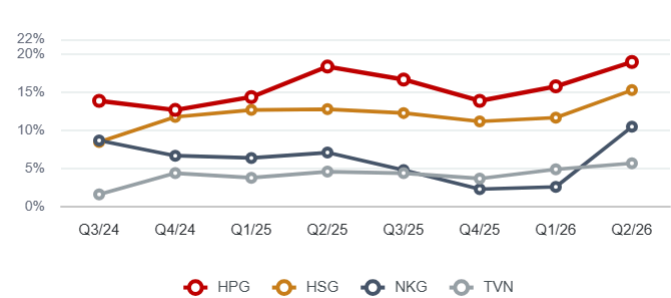
2.3. Doanh thu ghi nhận lúc nào và biên lợi nhuận hình thành ở đâu

Doanh nghiệp thép ghi nhận doanh thu tại thời điểm chuyển giao quyền kiểm soát hàng hóa, nên số doanh thu giữa các mã so sánh được với nhau mà không cần điều chỉnh. Khác biệt nằm ở giá vốn, cụ thể là ở khoảng cách thời gian giữa lúc mua nguyên liệu và lúc ghi nhận giá vốn. Chúng tôi gọi khoảng cách này là **độ trễ giá vốn**, đo bằng số ngày tồn kho bình quân bốn quý gần nhất, tính bằng tồn kho bình quân chia giá vốn hàng bán bốn quý rồi nhân 365.

Khái niệm này cho biết giá vốn của một quý đang phản ánh mặt bằng giá nguyên liệu của thời điểm nào. Với Nam Kim, 158,7 ngày tương đương hơn năm tháng, nên giá vốn quý 2/2026 chủ yếu là giá thép cuộn cán nóng của tháng 12/2025 và tháng 1/2026, khi mặt bằng còn thấp. Giá bán tôn mạ quý 2 lại đã phản ánh đợt tăng tháng 4 và tháng 5. Chênh lệch giữa hai mốc thời gian đó giải thích phần lớn mức mở rộng biên 3,4 điểm phần trăm của Nam Kim trong quý. Cùng cơ chế đó, khi giá đầu vào đã tăng và giá bán quay đầu từ tháng 6, biên sẽ co lại với cùng một độ trễ.

■ Biên lợi nhuận gộp theo quý

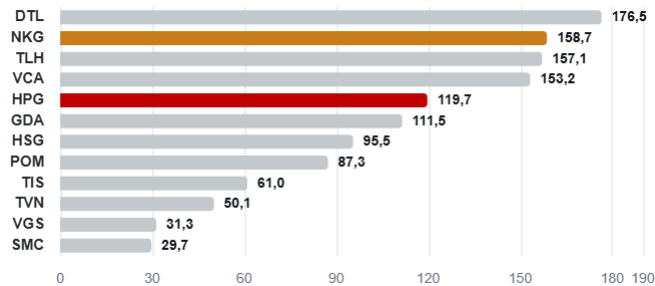
%, bốn doanh nghiệp đại diện ba nhóm



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

■ Độ trễ giá vốn

số ngày tồn kho bình quân bốn quý tới 30/06/2026



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, TCBS tính toán

2.4. Vì sao biên lợi nhuận phân hóa giữa các doanh nghiệp

Ba yếu tố giải thích phần lớn khác biệt về biên trong nhóm. Thứ nhất là vị trí trong chuỗi: doanh nghiệp tự luyện phối giữ được phần biên của khâu luyện, doanh nghiệp mua thép cuộn cán nóng về gia công thì không. Biên gộp quý 2 của HPG đạt 19,0% trong khi GDA đạt 9,0% và NKG đạt 10,5%, còn nhóm thương mại chỉ từ âm 0,6% đến 3,6%. Thứ hai là tỷ lệ chạy tải: chi phí cố định của một nhà máy thép rất lớn nên giá thành đơn vị giảm nhanh khi sản lượng tăng. Đây là lý do biên của Hòa Phát mở rộng cùng lúc với sản lượng Dung Quất 2, và cũng là rủi ro của Nam Kim khi Phú Mỹ bắt đầu ghi nhận khấu hao từ quý 3 với sản lượng chưa đủ. Thứ ba là cơ cấu thị trường: bán nội địa cho phép điều chỉnh giá theo tháng, còn xuất khẩu chốt giá trước hai đến ba tháng, nên doanh nghiệp xuất khẩu nhiều có biên trễ hơn và dao động mạnh hơn.

- **Biên lợi nhuận không đo hiệu quả vận hành trong một quý riêng lẻ.** Nó đo khoảng cách giữa giá đầu ra hôm nay và giá đầu vào của vài tháng trước. Muốn đánh giá vận hành phải so biên qua trọn một chu kỳ giá, hoặc so chi phí chuyển đổi trên mỗi tấn giữa các doanh nghiệp cùng công nghệ.
- **Chín trong mười hai mã mở rộng biên trong quý 2.** Khi gần như cả nhóm cùng cải thiện theo một hướng thì nguyên nhân là yếu tố chung của thị trường, không phải năng lực riêng của từng doanh nghiệp. Đây là lý do chúng tôi không xem biên quý 2 là cơ sở để nâng đánh giá cho bất kỳ mã nào.

3. Các yếu tố chi phối ngành

Bảng biến số quyết định kết quả, cơ chế tác động và trạng thái tại tháng 9/2026

Bảng dưới liệt kê bảy biến số theo mức độ ảnh hưởng tới lợi nhuận trong bốn quý tới. Cột trạng thái phản ánh số liệu mới nhất có tại ngày phát hành báo cáo, với kết luận thuận lợi hay bất lợi ghi ngay đầu mỗi ô.

BẢNG YẾU TỐ CHI PHỐI KẾT QUẢ NGÀNH THÉP

Yếu tố	Cơ chế tác động	Chỉ báo theo dõi	Trạng thái tháng 9/2026
Giá thép cuộn cán nóng	Là giá đầu ra của nhóm thượng nguồn và giá đầu vào của nhóm tôn mạ. Mỗi 1% thay đổi rơi thẳng vào lợi nhuận gộp của cả hai nhóm, ngược dấu nhau.	Giá chào HRC nội địa và giá HRC Trung Quốc FOB hằng tháng	Đã đảo chiều. Đỉnh 610 USD/tấn giữa tháng 5, giá chào giao tháng 9 còn 522 USD/tấn, tức giảm 14,4% từ đỉnh. Hàng Ấn Độ và Indonesia chào 534–535 USD/tấn CFR.
Sản lượng cán nóng nội địa	Dung Quất 2 bổ sung 5,6 triệu tấn, thay thế hàng nhập và dịch chuyển biên từ nhà cung cấp nước ngoài sang doanh nghiệp trong nước.	Sản lượng HRC công bố theo quý của HPG và Formosa	Thuận lợi. Tổng công suất HPG lên 15 triệu tấn/năm. Tỷ lệ mua HRC nội địa của doanh nghiệp tôn mạ tăng lên 75–80%.
Phòng vệ thương mại trong nước	Thuế chống bán phá giá làm giá HRC nhập khẩu tăng, nâng mặt bằng giá nội địa và bảo vệ thị phần của nhà sản xuất trong nước.	Quyết định của Bộ Công Thương, kim ngạch nhập khẩu HRC hằng tháng	Thuận lợi cho thượng nguồn. AD20 áp 23,1–27,83% hiệu lực từ 07/2025, mở rộng sang thép khổ rộng với mức 27,83% từ 08/2026 tới 2030.
Rào cản xuất khẩu	Hạn ngạch và quy tắc xuất xứ theo nơi luyện thép của EU làm giảm sản lượng xuất khẩu tôn mạ và buộc doanh nghiệp chuyển sang nguyên liệu nội địa.	Kim ngạch xuất khẩu thép sang EU, Hoa Kỳ và ASEAN theo tháng	Bất lợi. Xuất khẩu sang EU năm tháng đầu năm giảm 18,3% lượng và 23,3% giá trị. Hạn ngạch miễn thuế giảm còn 18,3 triệu tấn, thuế ngoài hạn ngạch lên 50% từ 01/7/2026.
Đầu tư công và xây dựng hạ tầng	Quyết định nhu cầu thép xây dựng và ống thép trong nước, tác động trực tiếp lên sản lượng của nhóm thép dài.	Tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công công bố hằng tháng	Thuận lợi. Tám tháng giải ngân 509.558 tỷ đồng, đạt 49,8% kế hoạch 1.022.607 tỷ, cao hơn cùng kỳ 8,7 điểm phần trăm.

Yếu tố	Cơ chế tác động	Chỉ báo theo dõi	Trạng thái tháng 9/2026
Giá nguyên liệu đầu vào	Quặng sắt, than cốc và thép phế chiếm phần lớn giá thành. Giá tăng làm co biên với độ trễ bằng số ngày tồn kho.	Giá quặng sắt và than cốc giao ngay, giá thép phế nhập khẩu	Đang gây nhẽn. Căng thẳng Trung Đông đẩy giá hàng hóa tăng trong quý 2; giá than cốc tiếp tục tăng trong tháng 9.
Lãi suất và kết thúc vốn hóa lãi vay	Nợ vay ròng toàn nhóm 94.347 tỷ đồng nên mỗi 100 điểm cơ bản lãi suất làm giảm khoảng 943 tỷ lợi nhuận trước thuế mỗi năm. Dự án hoàn thành thì lãi vay không còn được vốn hóa mà ghi thẳng vào chi phí.	Chi phí lãi vay trên báo cáo quý so với số dư nợ vay	Bất lợi. Chi phí lãi vay của nhóm sáu tháng là 4.168 tỷ đồng, tăng 96,2% trong khi nợ vay chỉ tăng 4,1%. Riêng HPG tăng từ 1.066 lên 2.853 tỷ.

Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, Bộ Công Thương, Bộ Tài chính, BCTC doanh nghiệp. Số liệu vĩ mô cập nhật tới 31/08/2026, số liệu doanh nghiệp tới 30/06/2026.

3.1. Phía cung: công suất mới và mức độ tập trung

Năng lực sản xuất thép cuộn cán nóng trong nước trước 2025 chỉ có hai nhà máy là Formosa Hà Tĩnh và Dung Quất 1 với tổng công suất thiết kế khoảng 8,2 triệu tấn mỗi năm, trong khi nhu cầu trong nước đã ở mức 11,5 triệu tấn từ 2022. Phần thiếu hụt được bù bằng nhập khẩu, chủ yếu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Theo số liệu do tám doanh nghiệp tôn mạ và ống thép cung cấp trong hồ sơ vụ việc AD20, nguồn cung nội địa năm 2022 và 2023 chỉ đáp ứng 42% và 29% nhu cầu. Dung Quất 2 bổ sung 5,6 triệu tấn công suất cán nóng và đưa tổng công suất thép của Hòa Phát lên 15 triệu tấn mỗi năm, thay đổi hoàn toàn cán cân này.

Thị trường thép cuộn cán nóng trong nước là cấu trúc hai người bán. Tháng 7/2026, thị phần cán nóng của Hòa Phát đạt **37,5%**, tăng từ 29,8% cùng kỳ, với sản lượng tháng đạt 707.703 tấn và tăng 98%; lũy kế bảy tháng đạt 4,1 triệu tấn, tăng 63%. Phần còn lại của thị trường chia giữa Formosa Hà Tĩnh và hàng nhập khẩu. Vì Formosa không niêm yết, mọi chỉ tiêu tập trung tính trên nhóm mười hai mã trong báo cáo đều phóng đại vị thế của Hòa Phát so với thực tế cạnh tranh. Ngày 04/9/2026 Formosa có sự cố tại lò gió nóng số 3 thuộc lò cao số 1. Doanh nghiệp cho biết chỉ cần khoảng 48 giờ khắc phục và lò vẫn chạy 80% công suất, nên đây không phải cú sốc nguồn cung. Phần thị phần Hòa Phát giành được đã hình thành từ trước sự cố, và đến từ thuế chống bán phá giá cùng tiến độ chạy tải Dung Quất 2.

Cần lưu ý rằng công suất thiết kế và sản lượng thực tế là hai đại lượng khác nhau. Lộ trình công bố của Hòa Phát là lò cao số 1 chạy 50% công suất trong 2025, lò cao số 2 chạy 50% và lò số 1 nâng lên 80% trong 2026, đạt toàn tải vào 2028. Vì vậy phần công suất mới đưa ra thị trường trong 2026 chỉ là một phần của 5,6 triệu tấn, và tác động thay thế hàng nhập sẽ kéo dài thêm hai năm nữa. Ở khâu tôn mạ, nhà máy Phú Mỹ của Nam Kim với tổng vốn 6.200 tỷ đồng và công suất 1,2 triệu tấn cũng chỉ mới cho sản phẩm từ đầu quý 3/2026, bổ sung nguồn cung vào một thị trường đã dư công suất từ trước.

■ Doanh thu thuần theo quý

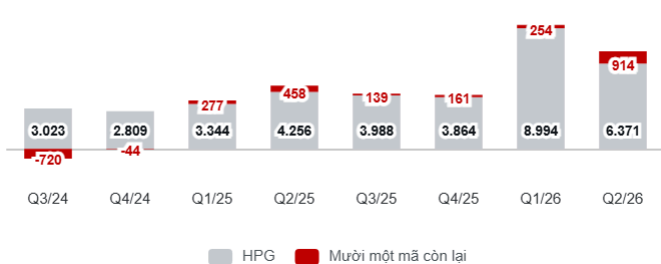
tỷ đồng · toàn nhóm 12 mã và nhóm trừ HPG



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

■ LNST cổ đông mẹ theo quý

tỷ đồng · HPG và mười một mã còn lại



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

- **Mức độ tập trung của ngành rất cao và đang tăng.** Hòa Phát chiếm 58,1% doanh thu và 87,5% lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ quý 2 của nhóm mười hai mã, đồng thời chiếm 87,5% vốn hóa. Mọi chỉ tiêu bình quân của ngành đều bị chi phối bởi một doanh nghiệp, nên chúng tôi trình bày song song số liệu toàn nhóm và số liệu đã loại HPG ở tất cả các bảng.
- **Cung và cầu phải so cùng đơn vị.** Số liệu giải ngân đầu tư công tính bằng tỷ đồng chỉ là chỉ báo cầu tiềm năng cho thép xây dựng, không quy đổi trực tiếp ra sản lượng tấn. Tương quan giữa hai đại lượng này thay đổi theo cơ cấu dự án: đường cao tốc dùng ít thép hơn cầu và hầm trên cùng một đồng vốn.

4. Khung pháp lý và phòng vệ thương mại

Các văn bản đang định hình lại dòng chảy thương mại thép của Việt Nam

Năm 2025 và 2026 là hai năm mà chính sách thương mại tác động lên kết quả ngành thép mạnh hơn cả chu kỳ giá. Hai nhóm biện pháp chạy ngược chiều nhau: biện pháp trong nước bảo vệ khâu luyện và cán nóng, biện pháp của thị trường nhập khẩu siết khâu tôn mạ xuất khẩu, và doanh nghiệp nằm ở khâu nào thì chịu tác động của nhóm đó.

NHÓM BIỆN PHÁP CÓ TÁC ĐỘNG THUẬN LỢI

Văn bản	Hiệu lực	Cơ chế tác động lên doanh nghiệp
AD20 – thuế chống bán phá giá thép cán nóng từ Trung Quốc và Ấn Độ	06/7/2025, thời hạn 5 năm	Mức thuế 23,1–27,83% nâng giá HRC nhập khẩu, cho phép HPG và Formosa duy trì giá bán cao hơn và giành lại thị phần. Tỷ lệ mua nguyên liệu nội địa của doanh nghiệp tôn mạ tăng lên 75–80%.
AD20 mở rộng – thép cán nóng khổ rộng từ Trung Quốc	tạm thời từ 04/2026, chính thức 12/8/2026 tới 07/2030	Mức 27,83% bịt phần khổng rộng vốn nằm ngoài phạm vi ban đầu. Đây là phân khúc mà doanh nghiệp tôn mạ nhập nhiều nhất, nên tác động lên giá đầu vào của nhóm hai rõ hơn AD20 gốc.
AD19 – thuế chống bán phá giá thép mạ từ Trung Quốc và Hàn Quốc	14/8/2025, thời hạn 5 năm	Mức cao nhất 37,13% với hàng Trung Quốc và 15,67% với hàng Hàn Quốc, bảo vệ thị phần nội địa của HSG, GDA, NKG và DTL. Đây là biện pháp duy nhất hỗ trợ trực tiếp nhóm tôn mạ.
Kế hoạch đầu tư công 2026	cả năm 2026	Tổng vốn 1.022.607 tỷ đồng, trong đó ngân sách trung ương hơn 372.300 tỷ. Giải ngân tám tháng đạt 509.558 tỷ, cao hơn cùng kỳ 90.900 tỷ đồng về số tuyệt đối.

NHÓM BIỆN PHÁP GÂY ÁP LỰC

Văn bản	Hiệu lực	Cơ chế tác động lên doanh nghiệp
Cơ chế tự vệ thép mới của EU	từ 01/7/2026, áp cho 30 nhóm sản phẩm	Hạn ngạch miễn thuế giảm còn 18,3 triệu tấn mỗi năm, thấp hơn khoảng 47% so với mức của 2024; thuế ngoài hạn ngạch tăng từ 25% lên 50%. Doanh nghiệp xuất khẩu thép dẹt và thép phủ chịu tác động trực tiếp.
Quy tắc xuất xứ theo nơi luyện và đúc	kèm theo cơ chế tự vệ của EU	Hạn ngạch tính theo quốc gia luyện ra thép thô, không theo nơi gia công cuối. Doanh nghiệp nhập thép cán nóng về mạ rồi xuất sang EU bị tính vào hạn ngạch của nước cung cấp nguyên liệu, làm mất lợi thế xuất xứ Việt Nam.
Cơ chế điều chỉnh biên giới carbon của EU	giai đoạn thu phí từ 2026	Thép sản xuất bằng lò cao có cường độ phát thải cao hơn lò điện, nên chi phí tuân thủ khi xuất sang EU tăng theo cường độ phát thải của chính nhà máy luyện ra phôi.
Điều tra phòng vệ tại các thị trường khác	liên tục	Tôn thất Việt Nam đứng trước nguy cơ chịu thuế tự vệ 25,2% tại Liên minh Kinh tế Á – Âu. Các vụ việc tại Hoa Kỳ, Ấn Độ và một số nước ASEAN tiếp tục thu hẹp thị trường xuất khẩu.

Nguồn: quyết định của Bộ Công Thương, văn bản của Ủy ban châu Âu, Hiệp hội Thép Việt Nam; số liệu tới 31/08/2026. Sản lượng và xuất khẩu tôn mạ các năm 2024 và 2025 theo tổng hợp của báo chí chuyên ngành từ số liệu Hiệp hội Thép Việt Nam.

- **AD20 là văn bản quan trọng nhất và có hai mặt.** Với HPG và Formosa, biện pháp này vừa nâng giá bán vừa mở rộng thị phần. Với HSG, GDA và NKG, chiều tác động ngược lại ở giá nguyên liệu. Nhưng quy tắc xuất xứ của EU lại buộc chính nhóm tôn mạ phải mua nguyên liệu trong nước nếu muốn giữ thị trường châu Âu, nên phần lớn mức tăng chi phí đó là bắt buộc chứ không phải lựa chọn. Tỷ lệ mua nội địa 75–80% là kết quả của cả hai sức ép cộng lại.
- **Rào cản thật nằm ở thị trường xuất khẩu, nhưng kênh này đã nhỏ đi nhiều.** Năm 2024, xuất khẩu tôn mạ đạt gần 3 triệu tấn trên sản lượng sản xuất gần 5,7 triệu tấn. Mười một tháng 2025, xuất khẩu chỉ còn 1,485 triệu tấn, giảm 48%. Sáu tháng đầu 2026 giảm tiếp 29,4% và xuất khẩu thép sang EU năm tháng giảm 18,3% về lượng, nhưng tổng bán hàng tôn mạ chỉ giảm 9,5%. Phần chênh giữa hai con số cho thấy thị trường nội địa gần như đi ngang và đang gánh lại phần mất ở xuất khẩu.
- **AD19 là đối trọng duy nhất của nhóm tôn mạ và đang nặng dần.** Thuế chống bán phá giá thép mạ từ Trung Quốc và Hàn Quốc, cao nhất 37,13%, bảo vệ đúng phần thị trường mà nhóm này đang dịch chuyển sang. Khi xuất khẩu đã co xuống chưa bằng một nửa mức của 2024, kết quả bốn quý tới của HSG, GDA, NKG và DTL phụ thuộc vào thị phần nội địa nhiều hơn vào hạn ngạch của EU.

5. Bức tranh doanh nghiệp niêm yết

Quy mô, phân hóa kết quả, sản lượng và giá bán, chất lượng lợi nhuận, bảng cân đối và dòng tiền

5.1. Quy mô và năng lực của từng doanh nghiệp

Hai bảng dưới xếp mười hai mã theo ba nhóm đã mô tả ở mục 2.1. Cột quan trọng nhất không phải tổng tài sản mà là **nguyên giá tài sản cố định hữu hình**. Chỉ tiêu này cho biết doanh nghiệp đã đầu tư bao nhiêu vào năng lực sản xuất thực tế. Cột **doanh thu bốn quý trên nguyên giá** cho biết mỗi đồng tài sản đang tạo ra bao nhiêu đồng doanh thu.

QUY MÔ VÀ HIỆU SUẤT TÀI SẢN TẠI 30/06/2026 · NHÓM SẢN XUẤT VÀ NHÓM TÔN MẠ

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	Tổng tài sản tỷ đồng	VCSH mẹ tỷ đồng	Nguyên giá TSCĐ hữu hình	Giá trị còn lại TSCĐ	Tài sản dở dang dài hạn	DT 4 quý / nguyên giá
Sản xuất thép thô, thép dài và ống thép								
HPG	Tập đoàn Hòa Phát	HOSE	278.930	140.656	186.818	132.716	14.621	1,02
TVN	Tổng công ty Thép Việt Nam	UPCoM	29.010	9.329	14.068	2.807	6.752	3,47
TIS	Gang thép Thái Nguyên	UPCoM	10.804	1.517	4.677	889	6.660	2,71
VGS	Thép Việt Đức	HNX	3.635	1.337	485	104	875	15,42
POM	Thép Pomina	UPCoM	9.678	-960	5.132	1.035	5.717	0,52
Tôn mạ và thép dẹt hạ nguồn								
HSG	Tập đoàn Hoa Sen	HOSE	22.215	11.846	15.068	4.434	1.400	2,37
GDA	Tôn Đông Á	HOSE	11.950	3.911	4.881	1.892	270	2,81
NKG	Thép Nam Kim	HOSE	18.388	7.639	5.249	1.762	5.149	2,73
DTL	Đại Thiên Lộc	HOSE	1.803	517	735	326	374	2,41

QUY MÔ VÀ HIỆU SUẤT TÀI SẢN TẠI 30/06/2026 · NHÓM THƯƠNG MẠI VÀ TỔNG HỢP

Mã	Doanh nghiệp	Sàn	Tổng tài sản tỷ đồng	VCSH mẹ tỷ đồng	Nguyên giá TSCĐ hữu hình	Giá trị còn lại TSCĐ	Tài sản dở dang dài hạn	DT 4 quý / nguyên giá
Thương mại và gia công thép								
SMC	Đầu tư Thương mại SMC	HOSE	3.601	1.074	922	741	351	6,07
TLH	Thép Tiến Lên	HOSE	2.473	1.263	462	295	14	9,16
VCA	Thép Vicasa	HOSE	203	190	233	4	0	1,06
TỔNG 12 MÃ			392.689	178.318	238.731	147.005	42.183	1,42

Nguồn: BCTC quý 2/2026 của doanh nghiệp, TCBS tính toán. Doanh thu bốn quý là tổng quý 3/2025 đến quý 2/2026. Báo cáo bán niên 2026 của HPG, HSG, NKG, GDA, SMC, TVN, TIS và VGS đã được soát xét; các mã còn lại theo số doanh nghiệp tự lập.

- **Hòa Phát vận hành một nền tài sản lớn gấp nhiều lần phần còn lại.** Nguyên giá tài sản cố định hữu hình 186.818 tỷ đồng, bằng 3,6 lần tổng của mười một mã còn lại cộng lại. Sau khi Dung Quất 2 được nghiệm thu, hiệu suất tài sản của doanh nghiệp này còn thấp hơn các mã gia công vì nhà máy mới chưa chạy đủ tải; chỉ tiêu này sẽ cải thiện dần tới 2028 theo lộ trình nâng công suất.
- **Nhóm thương mại gần như không có tài sản sản xuất.** SMC, TLH và VCA vận hành mô hình mua bán kèm gia công đơn giản, nên doanh thu trên nguyên giá rất cao nhưng biên rất mỏng. Với nhóm này, rủi ro nằm ở vốn lưu động và công nợ chứ không nằm ở công suất.

5.2. Doanh thu: phân hóa và nguồn gốc tăng trưởng

Quý 2/2026, sáu trong mười hai mã có doanh thu giảm so với cùng kỳ. Nhóm thượng nguồn tăng, với HPG tăng 53,6%, TVN tăng 5,8% và VGS tăng 11,6%; nhóm tôn mạ phân hóa: HSG tăng 5,1% và NKG tăng 9,0% từ nền thấp, nhưng GDA giảm 28,0% và lũy kế sáu tháng giảm 19,2%. Nhóm thương mại giảm sâu nhất: SMC giảm 32,7%, TLH giảm 44,1%, VCA giảm 88,3% do doanh nghiệp này đã dừng sản xuất từ 19/6/2025 theo yêu cầu di dời nhà máy khỏi Khu công nghiệp Biên Hòa 1 và đang chuẩn bị khôi phục cán thép từ tháng 1/2027.

Với ngành hàng hóa, doanh thu là tích của sản lượng và giá bán, nên phải tách hai thành phần này mới biết tăng trưởng đến từ đâu. Chúng tôi suy giá bán bình quân bằng doanh thu thuần chia sản lượng tiêu thụ công bố. Kết quả cho thấy hai doanh nghiệp lớn nhất đi theo hai hướng khác nhau: Hòa Phát tăng cả lượng lẫn giá, còn Hoa Sen tăng doanh thu hoàn toàn nhờ giá trong khi sản lượng giảm.

TÁCH TĂNG TRƯỞNG DOANH THU QUÝ 2/2026 THÀNH SẢN LƯỢNG (NGHÌN TẤN) VÀ GIÁ (TRIỆU ĐỒNG MỖI TẤN)

Mã	Sản lượng Q2/2025	Sản lượng Q2/2026	Thay đổi sản lượng	Giá bình quân Q2/2025	Giá bình quân Q2/2026	Thay đổi giá	Thay đổi doanh thu
HPG	2.923	3.800	+30,0%	12,29	14,52	+18,2%	+53,6%
HSG	462	443	-4,0%	20,61	22,56	+9,5%	+5,1%
Toàn ngành	8.256	9.610	+16,4%	n/a	n/a	n/a	n/a
Ngành tôn mạ	2.497 → 2.260 (6 tháng)		-9,5%	xuất khẩu 6 tháng		-29,4%	n/a

Nguồn: công bố của doanh nghiệp, Hiệp hội Thép Việt Nam, TCBS tính toán. Sản lượng quý 2/2025 suy ngược từ tăng trưởng công bố. Giá suy ra của HPG cao hơn giá thép thực vì doanh thu gồm cả nông nghiệp và bất động sản. NKG và GDA không công bố nên để trống.

- **Hòa Phát tăng trưởng thật về lượng, không chỉ nhờ giá.** Sản lượng tiêu thụ quý 2 đạt 3,8 triệu tấn, tăng 30%, trong đó riêng thép cuộn cán nóng 1,9 triệu tấn và tăng 64%. Thép xây dựng chỉ tăng 2% và giảm 9% so với quý 1, nên toàn bộ phần tăng đến từ cán nóng của Dung Quất 2. Trong mức tăng doanh thu 53,6%, sản lượng đóng góp 30,0 điểm phần trăm và giá đóng góp 23,7 điểm.
- **Hoa Sen tăng doanh thu nhưng bán ít hàng hơn.** Sản lượng 443 nghìn tấn, giảm 4% so với cùng kỳ, còn giá bán bình quân tăng 9,5%. Toàn bộ mức tăng doanh thu 5,1% đến từ giá. Khi giá cán nóng đảo chiều từ tháng 6, phần đóng góp này sẽ mất đi trước khi sản lượng kịp phục hồi.

5.3. Lợi nhuận: phân hóa và chất lượng

Lợi nhuận phục hồi rõ hơn doanh thu. Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ của mười một mã ngoài HPG đã đi từ mức âm 720 tỷ đồng trong quý 3/2024 lên 914 tỷ đồng trong quý 2/2026, và trong bảy lần chuyển quý chỉ có một lần giảm, ở quý 3/2025. HSG đạt 382 tỷ đồng, mức cao nhất chín quý; lũy kế chín tháng niên độ tài chính 2025–2026 doanh nghiệp này ước đạt 568 tỷ, hoàn thành 114% kế hoạch cả niên độ chỉ sau ba quý. TVN đạt 433 tỷ đồng, tăng 65,6%, trong đó 165 tỷ đến từ lãi công ty liên doanh liên kết. NKG quay lại có lãi rõ rệt với 104 tỷ đồng sau khi lỗ 9 tỷ ở quý 4/2025, nhưng mức này còn xa nhịp cần thiết để hoàn thành kế hoạch năm.

Ba doanh nghiệp vẫn lỗ hoặc gần hòa vốn, bắt đầu từ DTL với khoản lỗ 66 tỷ đồng trong quý và 81 tỷ sáu tháng, biên gộp quý 2 âm 2,8%, tức giá bán không bù được giá vốn. POM lỗ 150 tỷ trong quý dù doanh thu tăng 220,5% lên 1.480 tỷ đồng, mức tăng lớn nhất nhóm và phản ánh sản lượng đang khôi phục sau gián đoạn; biên gộp 9,0% tạo ra 133 tỷ lợi nhuận gộp nhưng không bù nổi lãi vay trên 5.744 tỷ nợ vay. Vốn chủ sở hữu âm 960 tỷ đồng tại 30/6/2026 và cổ phiếu không phát sinh giao dịch. TIS chỉ lãi 8 tỷ đồng trên doanh thu 3.260 tỷ, tương ứng biên ròng 0,2%, với nợ vay gấp 2,84 lần vốn chủ và 6.660 tỷ đồng nằm ở tài sản dở dang dài hạn của dự án mở rộng giai đoạn 2 chưa hoàn thành.

Lợi nhuận lõi, định nghĩa là lợi nhuận gộp trừ chi phí bán hàng và chi phí quản lý, cho thấy khoảng cách lớn so với lợi nhuận trước thuế ở nhiều doanh nghiệp. Sáu tháng 2026, lợi nhuận lõi của HPG là 15.097 tỷ đồng trên lợi nhuận trước thuế 17.947 tỷ, tức phần ngoài lõi chiếm 16% và chủ yếu là khoản chuyển nhượng dự án Phố Nối. Ở chiều ngược lại, HSG có lợi nhuận lõi 768 tỷ đồng nhưng lợi nhuận trước thuế chỉ 596 tỷ vì chi phí tài chính ròng; chi phí bán hàng và quản lý của doanh nghiệp này lên tới 1.810 tỷ đồng, bằng 70% lợi nhuận gộp, phản ánh chi phí vận hành hệ thống phân phối riêng.

Ba trường hợp cần đọc kỹ, trước hết là **SMC** với lợi nhuận bốn quý 327 tỷ đồng. Riêng quý 4/2025 đã đóng góp 359 tỷ, gồm 201 tỷ hoàn nhập chi phí quản lý và 222 tỷ thu nhập khác; loại khoản này thì bốn quý gần nhất của doanh nghiệp là lỗ khoảng 32 tỷ đồng. **VCA** lãi 18 tỷ trong quý 2/2026 hoàn toàn nhờ 23 tỷ thu nhập khác trong khi biên gộp âm, do doanh nghiệp đang thanh lý tài sản phục vụ di dời. **TVN** có 210 tỷ doanh thu tài chính, 24 tỷ lợi nhuận khác và 212 tỷ lãi liên doanh liên kết, trên lợi nhuận trước thuế 718 tỷ sáu tháng. Phần lợi nhuận nằm ngoài sản xuất trực tiếp vì thế không nhỏ, và phụ thuộc vào kết quả của các đơn vị thành viên.

- **Một phần đáng kể lợi nhuận công bố của nhóm không đến từ bán thép.** Loại khoản chuyển nhượng dự án của HPG và khoản hoàn nhập của SMC, lợi nhuận sáu tháng của nhóm còn 12.733 tỷ đồng thay vì 16.533 tỷ. Khi so sánh với các kỳ sau, đây mới là nền đúng.
- **P/E trượt của SMC và VCA không phản ánh khả năng sinh lời.** SMC giao dịch ở P/E 2,2 lần chỉ vì mẫu số chứa khoản bất thường một lần. Hai mã này được đánh dấu sao trong toàn bộ bảng của báo cáo.

5.4. Bảng cân đối: chu kỳ đầu tư đã kết thúc

Thay đổi lớn nhất trên bảng cân đối của ngành trong mười hai tháng qua là sự dịch chuyển từ tài sản dở dang sang tài sản cố định. Nguyên giá tài sản cố định hữu hình của nhóm tăng từ 160.812 tỷ đồng lên 238.731 tỷ, tương đương 48,5%, trong khi tổng tài sản chỉ tăng 12,5%. Riêng Hòa Phát, tài sản dở dang dài hạn giảm từ 72.822 tỷ xuống 14.621 tỷ còn nguyên giá tài sản cố định hữu hình tăng 77.569 tỷ. Đây là toàn bộ dự án Dung Quất 2 được nghiệm thu và đưa vào khai thác.

Hệ quả xuất hiện ngay ở chi phí: khấu hao sáu tháng của HPG tăng từ 3.419 tỷ lên 5.705 tỷ đồng, tăng 66,9%. Chi phí lãi vay tăng từ 1.066 tỷ lên 2.853 tỷ, tức 167%, trong khi nợ vay chỉ tăng 4,8% từ 94.004 tỷ lên 98.530 tỷ. Lãi suất ngầm định tăng từ 2,27% lên 5,79% không phải vì doanh nghiệp vay đắt hơn mà vì phần lãi vay trước đây được vốn hóa vào giá trị dự án nay phải ghi thẳng vào chi phí tài chính. Tổng gánh nặng mới từ khấu hao và lãi vay là khoảng 4.074 tỷ đồng chỉ trong sáu tháng, và doanh nghiệp vẫn tăng trưởng lợi nhuận lõi. Với Nam Kim, cùng cơ chế đó sẽ bắt đầu từ quý 3/2026 khi 5.149 tỷ đồng tài sản dở dang của nhà máy Phú Mỹ chuyển sang tài sản cố định.

Đòn bẩy toàn nhóm phân hóa rộng quanh mức 0,80 lần, với nợ vay 143.969 tỷ đồng trên vốn chủ sở hữu 180.832 tỷ; nợ vay ròng sau khi trừ 49.622 tỷ tiền và đầu tư ngắn hạn là 94.347 tỷ, tương ứng 0,52 lần. Ba mã vượt xa mức này: TIS ở 2,84 lần, DTL ở 1,84 lần, GDA ở 1,45 lần. POM có vốn chủ âm nên không tính được hệ số; ở chiều ngược lại, VGS gần như không có nợ vay ròng với 1.086 tỷ nợ vay và 1.012 tỷ tiền, còn VCA không vay đồng nào.

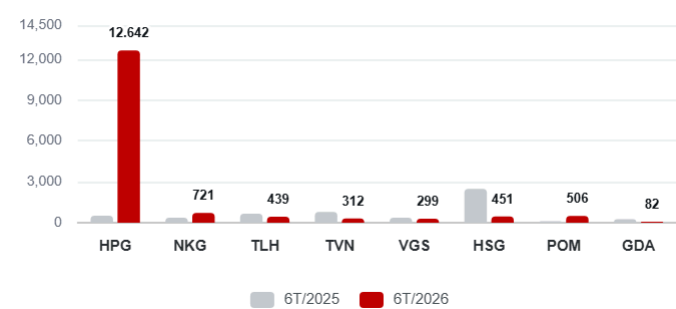
5.5. Dòng tiền xác nhận chất lượng lợi nhuận

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh sáu tháng của nhóm đạt 15.652 tỷ đồng, gấp 2,8 lần mức 5.506 tỷ cùng kỳ, trong đó riêng HPG đóng góp 12.642 tỷ so với 507 tỷ của sáu tháng 2025. Đây là bằng chứng cho thấy phần tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp này là tiền thật chứ không phải hiệu ứng kế toán. Lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ sáu tháng tăng 7.764 tỷ đồng, trong đó khoảng 3.800 tỷ là khoản chuyển nhượng dự án, còn dòng tiền kinh doanh tăng 12.135 tỷ. Tiền thu về nhiều hơn phần lợi nhuận tăng thêm, nên chất lượng khoản lãi này không phải là vấn đề.

Mười một mã còn lại có dòng tiền kinh doanh 3.011 tỷ đồng, giảm từ 4.998 tỷ cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu là tồn kho: tồn kho và tài sản dở dang của nhóm này tăng 9,8% lên 59.327 tỷ đồng trong khi doanh thu đi ngang. Với doanh nghiệp tôn mạ, tồn kho tăng trong pha giá lên là hành vi bình thường và có lợi; nhưng khi giá đã đảo chiều từ tháng 6, lượng hàng mua ở vùng giá cao sẽ đi vào giá vốn của quý 3 và quý 4. Đây là chỉ báo cần theo dõi chặt hơn dòng doanh thu.

Dòng tiền kinh doanh sáu tháng

tỷ đồng · so sánh 6T/2025 và 6T/2026



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

Tài sản dở dang và tài sản cố định

tỷ đồng · toàn nhóm 12 mã



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, TCBS tổng hợp

6. Định giá và mức phân hóa

So sánh hệ số tại 21/09/2026, đối chiếu với lịch sử và khu vực, quan điểm với từng mã

Toàn nhóm mười hai mã đang giao dịch ở P/E 8,3 lần và P/B 1,14 lần, với ROE 13,8%. Loại Hòa Phát, mười một mã còn lại ở P/E 17,4 lần và P/B 0,68 lần, với ROE chỉ 3,9%. Mọi cổ phiếu trong nhóm đều thấp hơn đỉnh mười hai tháng, mức chiết khấu từ 20,2% ở HPG tới 58,2% ở POM. Bảng dưới dùng giá đóng cửa ngày 21/09/2026.

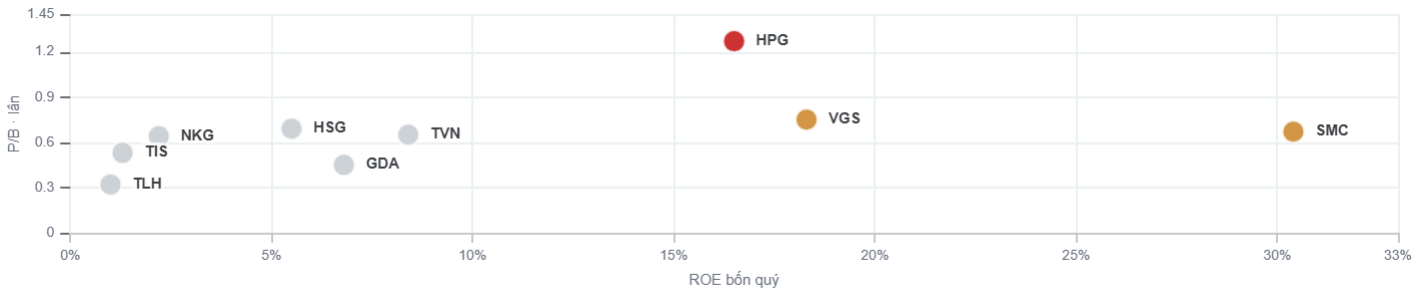
SO SÁNH ĐỊNH GIÁ TẠI 21/09/2026

Mã	Doanh nghiệp	Giá đồng	Vốn hóa tỷ đồng	P/E lần	P/B lần	EV/EBITDA lần	ROE	Cổ tức	So đỉnh 12 tháng	GTGD 20 phiên tỷ/phiên
Sản xuất thép thô, thép dài và ống thép										
HPG*	Tập đoàn Hòa Phát	21.100	178.147	7,67	1,27	7,30	16,5%	2,1%	-20,2%	428,6
TVN	Tổng công ty Thép Việt Nam	8.900	6.069	7,67	0,65	14,80	8,4%	4,2%	-23,1%	3,9
TIS	Gang thép Thái Nguyên	4.400	810	42,72	0,53	22,00	1,3%	0,0%	-20,6%	0,0
VGS	Thép Việt Đức	16.300	1.003	4,11	0,75	9,10	18,3%	4,0%	-49,5%	1,8
POM	Thép Pomina	3.400	947	n/m	n/m	n/m	n/m	0,0%	-58,2%	2,5
Tôn mạ và thép dẹt hạ nguồn										
HSG	Tập đoàn Hoa Sen	10.100	8.153	12,42	0,69	7,80	5,5%	0,0%	-32,3%	25,2
GDA	Tôn Đồng Á	11.900	1.778	6,66	0,45	10,10	6,8%	0,0%	-34,4%	0,3
NKG	Thép Nam Kim	9.980	4.913	29,53	0,64	21,20	2,2%	0,0%	-40,5%	15,8
DTL	Đại Thiên Lộc	10.750	652	n/m	1,26	n/m	-32,8%	0,0%	-31,7%	0,0
Thương mại và gia công thép										
SMC*	Đầu tư Thương mại SMC	9.760	718	2,20	0,67	7,20	30,4%	0,0%	-41,9%	0,9
TLH	Thép Tiến Lên	3.580	402	33,15	0,32	11,50	1,0%	0,0%	-39,6%	0,4
VCA*	Thép Vicasa	6.510	99	n/m	0,52	n/m	-2,3%	0,0%	-37,7%	0,0
TỔNG 12 MÃ			203.691	8,3	1,14		13,8%			479,4
Tổng trừ HPG			25.544	17,4	0,68		3,9%			50,8

Nguồn: TCBS, BCTC doanh nghiệp. Giá là giá đóng cửa ngày 21/09/2026, vốn hóa theo nhà cung cấp tại cùng ngày. P/E, P/B và ROE tính lại trên lợi nhuận bốn quý và vốn chủ cuối kỳ của cổ đông mẹ; EV/EBITDA theo nhà cung cấp. Giá trị giao dịch là bình quân hai mươi phiên tính đến ngày 21/09/2026. Ký hiệu n/m do lợi nhuận hoặc vốn chủ âm. Dấu (*) là mã có khoản lợi nhuận bất thường trong bốn quý gần nhất, khiến P/E thấp hơn mức phản ánh đúng lợi nhuận cốt lõi; chi tiết ở mục 6.3.

■ Quan hệ giữa P/B và ROE

P/B lần (trục tung) và ROE bốn quý gần nhất (trục hoành) · loại các mã có vốn chủ hoặc lợi nhuận âm



Nguồn: TCBS tính toán từ BCTC quý 2/2026 và giá ngày 21/09/2026

6.1. Bốn lưu ý khi so sánh hệ số trong ngành này

- **P/E trượt bị chu kỳ giá làm sai lệch theo cả hai chiều.** Lợi nhuận bốn quý gần nhất của nhóm tôn mạ được tạo ra trong một pha giá lên, nên P/E hiện tại là P/E của đỉnh biên. Ngược lại, P/E 29,5 lần của NKG phản ánh bốn quý trong đó có một quý lỗ. Không mã nào trong nhóm này nên được định giá bằng P/E một năm.
- **P/B thấp không đồng nghĩa với rẻ.** Hệ số này chỉ nói lên điều gì khi đặt cạnh ROE và cạnh lịch sử của chính doanh nghiệp; mục 6.2 làm việc đó cho ba mã dẫn đầu.
- **Một phần lợi nhuận không đến từ hoạt động lõi.** Lãi từ công ty liên doanh liên kết bốn quý của TVN là 334 tỷ đồng trên lợi nhuận trước thuế 961 tỷ, của VGS là 90 tỷ trên 283 tỷ. Với hai mã này, chất lượng lợi nhuận phụ thuộc vào kết quả của các đơn vị mà cổ đông không kiểm soát trực tiếp.
- **Độ trễ giá vốn là công cụ đọc hoạt động, không phải công cụ định giá.** Số ngày tồn kho cho biết biên của quý tới sẽ phản ứng thế nào với giá hiện tại, nhưng không thay thế được việc ước tính lợi nhuận qua trọn chu kỳ. Chúng tôi dùng nó để đánh giá độ tin cậy của biên quý 2, không dùng để suy ra bội số mục tiêu.

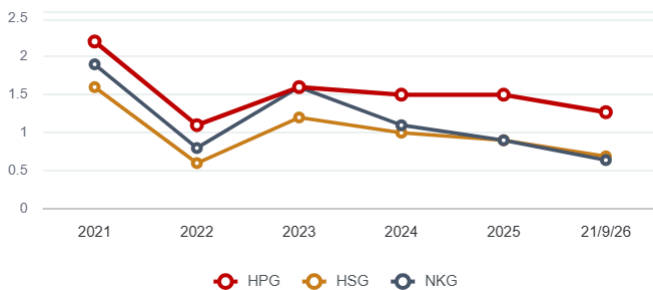
6.2. Đối chiếu với lịch sử và với khu vực

Một mức P/B chỉ có nghĩa khi đặt cạnh hai mốc: lịch sử của chính doanh nghiệp và mặt bằng của ngành ở các thị trường khác. Hai mốc cho hai kết luận trái ngược, nên chúng tôi trình bày cả hai.

HAI MỐC SO SÁNH CHO HỆ SỐ P/B

■ P/B theo năm của ba mã dẫn đầu

lần · cuối mỗi năm và tại 21/09/2026



Nguồn: TCBS, BCTC doanh nghiệp

■ So sánh với thép khu vực

P/B lần · tháng 9/2026

Doanh nghiệp	Thị trường	P/B
Tata Steel	Ấn Độ	2,53
Hòa Phát	Việt Nam	1,27
Trung vị ngành thép	toàn cầu	1,00
Krakatau Steel	Indonesia	0,94
Hoa Sen	Việt Nam	0,69
Nippon Steel	Nhật Bản	0,66
Nam Kim	Việt Nam	0,64
POSCO	Hàn Quốc	0,50

Nguồn: Số liệu công bố của các nhà cung cấp dữ liệu quốc tế, tháng 9/2026

- **So với lịch sử của chính mình, cả ba mã đều đang ở vùng thấp.** P/B bình quân năm năm của HPG là 1,58 lần, hiện 1,27 lần, thấp hơn 20%. Với HSG, bình quân 1,06 lần và hiện 0,69 lần, thấp hơn 35%. Với NKG, bình quân 1,26 lần và hiện 0,64 lần, thấp hơn 49%. Nhưng mức chiết khấu chỉ có ý nghĩa khi khả năng sinh lời không xấu đi tương ứng: ROE bốn quý của HPG là 16,5% so với bình quân 9,9% của giai đoạn 2022–2025, trong khi ROE của HSG là 5,5% và của NKG là 2,2%, tức đều ở quanh đáy của chính doanh nghiệp.
- **So với khu vực, mức định giá của Hòa Phát không rẻ.** P/B 1,27 lần cao hơn trung vị ngành thép toàn cầu là 1,00 lần, cao gấp gần hai lần Nippon Steel và gấp hai lần rưỡi POSCO. Đây là lập luận đối trọng mạnh nhất với quan điểm hấp dẫn của chúng tôi. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm vì ROE 16,5% của Hòa Phát cao hơn nhiều so với mức thường thấy ở các nhà sản xuất Nhật Bản và Hàn Quốc, và vì doanh nghiệp đang ở đầu chu kỳ khai thác công suất mới chứ không phải cuối chu kỳ. Nhà đầu tư không chấp nhận lập luận này nên coi HPG là định giá hợp lý chứ không phải chiết khấu.

6.3. Ba điểm chúng tôi nhìn khác thị trường

Thứ nhất, biên lợi nhuận quý 2 đang bị đọc như một cải thiện cơ cấu. Chín trong mười hai mã mở rộng biên gộp so với cùng kỳ, và ba mã còn lại đều ở tình trạng bất thường: VCA dừng sản xuất từ 19/6/2025, DTL bán dưới giá vốn với biên gộp âm 2,8%, còn POM vừa chạy lại sau giai đoạn gián đoạn nên chưa có nền so sánh ổn định. Khi gần như cả nhóm cùng cải thiện trong một quý thì nguyên nhân nằm ở mặt bằng giá chung chứ không ở năng lực riêng từng doanh nghiệp. Chúng tôi đã kiểm quan hệ giữa mức mở rộng biên và số ngày tồn kho: hệ số tương quan là +0,38 trên tám mã còn hoạt động bình thường và đổi dấu thành -0,39 khi tính cả bốn mã có khoản bất thường hoặc đã dừng sản xuất. Độ trễ giá vốn vì thế giải thích được chiều nhưng không giải thích được mức mở rộng của từng mã. Bảng chứng trực tiếp hơn nằm ở giá: giá cán nóng nội địa tăng từ khoảng 528 USD/tấn trong tháng 4 lên khoảng 610 USD/tấn giữa tháng 5, trong khi giá vốn quý 2 phản ánh mặt bằng của quý trước. Cơ chế đó vận hành ngược khi giá cán nóng đã giảm liên tục từ tháng 6. Điều kiện để chúng tôi sai là giá cán nóng nội địa phục hồi trở lại vùng 600 USD/tấn trong quý 4, khi đó biên quý 3 và quý 4 sẽ được giữ.

Thứ hai, chúng tôi khắt khe hơn thị trường về chất lượng lợi nhuận của cả nhóm. Lợi nhuận sáu tháng 16.533 tỷ đồng chứa khoảng 3.800 tỷ từ chuyển nhượng dự án bất động sản của Hòa Phát. Ở quy mô nhỏ hơn, 359 tỷ lợi nhuận quý 4/2025 của SMC đến từ hoàn nhập và thu nhập khác, 18 tỷ lợi nhuận quý 2 của VCA đến từ thanh lý tài sản, còn 334 tỷ lãi bốn quý của TVN đến từ liên doanh liên kết. Loại các khoản này, mức tăng lợi nhuận sáu tháng của ngành là 52,8% chứ không phải 98,3%. P/E trượt của toàn nhóm vì thế thấp hơn mức phản ánh đúng chất lượng lợi nhuận, và khoảng cách sẽ lộ ra khi các khoản một lần rời khỏi mẫu số bốn quý.

Thứ ba, kế hoạch lợi nhuận 400 tỷ đồng năm 2026 của Nam Kim khó đạt. Sáu tháng mới đạt 126 tỷ, tức 31,6%, nên nửa cuối năm cần 274 tỷ đồng, gấp 2,2 lần nửa đầu. Cùng lúc, 5.149 tỷ đồng tài sản dở dang của nhà máy Phú Mỹ chuyển sang tài sản cố định từ quý 3 và bắt đầu trích khấu hao, trên một nền nguyên giá tài sản cố định hữu hình hiện chỉ 5.249 tỷ. Phần lãi vay của dự án cũng thôi được vốn hóa, giống hệt điều đã xảy ra với Hòa Phát khi Dung Quất 2 hoàn thành. Nếu lợi nhuận cả năm dừng ở 250 tỷ đồng, P/E theo lợi nhuận năm 2026 là 19,7 lần thay vì 12,3 lần theo kế hoạch của doanh nghiệp. Điều kiện để chúng tôi sai là Phú Mỹ chạy trên 60% công suất ngay trong quý 4 và giá tôn mạ giữ được mặt bằng quý 2.

6.4. Quan điểm với từng mã

Thang đánh giá gồm bốn mức. **Hấp dẫn** là mức chiết khấu đủ để giải ngân, **chưa hấp dẫn** là cần thêm bằng chứng trước khi giải ngân. **Thanh khoản không đủ** là mức định giá khó hiện thực hóa bằng giao dịch. **Không dùng làm đại diện ngành** là doanh nghiệp có làm thép nhưng giá cổ phiếu vận động theo biến số khác. Các mã xếp theo mức độ phụ thuộc vào những việc chưa xảy ra, mã cần ít giả định nhất đứng trên.

NHÓM DẪN DẮT VÀ NHÓM TÔN MẠ

Mã	Quan điểm	Luận điểm	Điều kiện đối quan điểm
HPG	Hấp dẫn năm giữ dài hạn	P/B 1,27 lần trên ROE 16,5% là mức thấp so với vị thế. Dòng tiền kinh doanh sáu tháng 12.642 tỷ đồng đã xác nhận lợi nhuận là tiền thật. Doanh nghiệp gánh thêm 4.074 tỷ khấu hao và lãi vay trong sáu tháng mà lợi nhuận lõi vẫn tăng, trong khi Dung Quất 2 mới chạy một phần công suất và còn dư địa tới 2028. EBIT phủ 6,54 lần chi phí lãi vay.	Biên gộp quý xuống dưới 14,0% trong hai quý liên tiếp (quý 2/2026 đạt 19,0%), hoặc nợ vay ròng trên vốn chủ vượt 0,60 lần (hiện 0,43 lần), hoặc giá thép cán nóng nội địa xuống dưới 500 USD/tấn và duy trì hai tháng.
TVN	Hấp dẫn giải ngân khi điều chỉnh	P/E 7,7 lần và P/B 0,65 lần trên ROE 8,4%, cổ tức 4,2%. Lợi nhuận quý 2 tăng 65,6% với biên gộp cải thiện bốn quý liên tiếp. Năm cổ phần tại nhiều đơn vị sản xuất thép trên cả nước nên hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu đầu tư công. Thanh khoản bình quân 3,9 tỷ đồng mỗi phiên đủ cho vị thế vừa và nhỏ.	Lãi công ty liên doanh liên kết bốn quý xuống dưới 200 tỷ đồng (hiện 334 tỷ), hoặc biên gộp quý xuống dưới 4,0% (quý 2/2026 đạt 5,7%), hoặc giá trị giao dịch bình quân hai mươi phiên xuống dưới 1,5 tỷ đồng.
HSG	Chưa hấp dẫn chờ xác nhận biên	Lợi nhuận quý 2 đạt 382 tỷ đồng, cao nhất chín quý, và đã hoàn thành 114% kế hoạch niên độ chỉ sau ba quý. Nhưng phần lớn mức cải thiện đến từ độ trễ giá vốn 95,5 ngày trong pha giá lên. Chi phí bán hàng và quản lý sáu tháng 1.810 tỷ đồng, bằng 70% lợi nhuận gộp, nên biên ròng rất nhạy với một nhịp giá giảm. P/E 12,4 lần trên ROE 5,5%.	Biên gộp quý giữ trên 13,0% trong hai quý liên tiếp khi giá cán nóng không tăng, hoặc ROE bốn quý vượt 8,0% (hiện 5,5%). Ngược lại, hạ quan điểm nếu chi phí bán hàng và quản lý vượt 80% lợi nhuận gộp.
NKG	Chưa hấp dẫn chờ Phú Mỹ chạy tải	Lợi nhuận sáu tháng 126 tỷ đồng, mới bằng 31,6% kế hoạch 400 tỷ cả năm. Tài sản dở dang dài hạn 5.149 tỷ đồng gần bằng toàn bộ nguyên giá tài sản cố định hữu hình hiện có là 5.249 tỷ, nên khi Phú Mỹ vào vận hành, nền khấu hao của doanh nghiệp gần như tăng gấp đôi. Số ngày tồn kho 158,7 ngày là dài nhất nhóm sản xuất nên biên sẽ co hẹp nhưng sâu khi giá đảo chiều.	Sản lượng Phú Mỹ đạt trên 60% công suất thiết kế 1,2 triệu tấn, hoặc lợi nhuận sau thuế bốn quý vượt 500 tỷ đồng (hiện 167 tỷ). Hạ tiếp quan điểm nếu nợ vay trên vốn chủ vượt 1,5 lần (hiện 1,12 lần).
GDA	Chưa hấp dẫn chưa đủ bù đòn bẩy	P/B 0,45 lần là thấp nhất nhóm tôn mạ, nhưng doanh thu sáu tháng giảm 19,2% và EBIT chỉ phủ 2,09 lần chi phí lãi vay. Nợ vay bằng 1,45 lần vốn chủ, cao thứ ba trong nhóm. Thị phần tôn mạ 18%, đứng thứ hai, nhưng quy mô vốn hóa 1.778 tỷ đồng và thanh khoản 0,3 tỷ mỗi phiên khiến mức chiết khấu khó hiện thực hóa.	EBIT trên chi phí lãi vay vượt 2,5 lần (hiện 2,09 lần), hoặc nợ vay ròng trên vốn chủ giảm xuống dưới 0,50 lần (hiện 0,70 lần), hoặc doanh thu quý quay lại tăng trưởng dương so với cùng kỳ.
VGS	Thanh khoản không đủ	Hồ sơ tài chính tốt nhất nhóm ngoài HPG: P/E 4,1 lần, ROE 18,3%, cổ tức 4,0%, nợ vay 1.086 tỷ gần cân bằng với 1.012 tỷ tiền và đầu tư ngắn hạn, EBIT phủ 9,72 lần lãi vay. Nhưng giá trị giao dịch 1,8 tỷ đồng mỗi phiên và vốn hóa 1.003 tỷ nên không triển khai được vị thế tổ chức. Cần lưu ý 90 tỷ trong 283 tỷ lợi nhuận trước thuế bốn quý đến từ liên doanh liên kết.	Giá trị giao dịch bình quân hai mươi phiên vượt 5 tỷ đồng thì chuyển sang đánh giá theo cơ bản. Hạ quan điểm nếu ROE bốn quý xuống dưới 12,0% (hiện 18,3%).

NHÓM QUY MÔ NHỎ VÀ CÁC TRƯỜNG HỢP ĐẶC BIỆT

Mã	Quan điểm	Luận điểm	Điều kiện đối quan điểm
SMC*	Chưa hấp dẫn lợi nhuận chưa bền	P/E 2,2 lần không phản ánh khả năng sinh lời: 359 tỷ trong tổng 327 tỷ lợi nhuận bốn quý đến từ riêng quý 4/2025 với khoản hoàn nhập và thu nhập khác, loại ra thì bốn quý là lỗ khoảng 32 tỷ. Kiểm toán đã nêu ý kiến nhấn mạnh về khả năng hoạt động liên tục. Doanh nghiệp đang tái cấu trúc bằng phát hành cổ phiếu hoán đổi tối đa 272 tỷ đồng nợ vay và trái phiếu.	Lợi nhuận lõi, tức lợi nhuận gộp trừ chi phí bán hàng và quản lý, dương trong ba quý liên tiếp và phương án hoán đổi nợ được thực hiện xong. Nợ vay trên vốn chủ giảm xuống dưới 1,5 lần (hiện 1,24 lần sau khi vốn chủ đã hồi phục).
TLH	Chưa hấp dẫn	P/B 0,32 lần là mức chiết khấu sâu nhất nhóm còn hoạt động bình thường, nhưng ROE bốn quý chỉ 1,0% và EBIT chỉ phủ 1,15 lần chi phí lãi vay. Doanh thu quý 2 giảm 44,1%. Số ngày tồn kho 157,1 ngày khiến doanh nghiệp chịu rủi ro giảm giá hàng tồn kho lớn khi giá đảo chiều.	ROE bốn quý vượt 5,0% (hiện 1,0%), hoặc EBIT trên chi phí lãi vay vượt 2,0 lần (hiện 1,15 lần).
TIS	Chưa hấp dẫn	Nợ vay 4.374 tỷ đồng bằng 2,84 lần vốn chủ sở hữu, cao nhất nhóm trong số doanh nghiệp còn vốn chủ dương. 6.660 tỷ đồng nằm ở tài sản dở dang dài hạn của dự án mở rộng giai đoạn 2 chưa hoàn thành, không sinh ra doanh thu nhưng vẫn phát sinh chi phí tài chính. EBIT chỉ phủ 1,30 lần lãi vay, lợi nhuận quý 2 chỉ 8 tỷ đồng.	Có quyết định chính thức về phương án xử lý dự án giai đoạn 2, hoặc nợ vay trên vốn chủ giảm xuống dưới 2,0 lần (hiện 2,84 lần).

Mã	Quan điểm	Luận điểm	Điều kiện đối quan điểm
DTL	Chưa hấp dẫn biên gộp âm	Biên gộp quý 2 âm 2,8%, tức giá bán không bù được giá vốn, và lợi nhuận trước thuế bốn quý âm 150 tỷ đồng. Nợ vay 949 tỷ bằng 1,84 lần vốn chủ trong khi tiền chỉ 4 tỷ. Số ngày tồn kho 176,5 ngày là dài nhất nhóm.	Biên gộp quý dương trở lại trong hai quý liên tiếp và lợi nhuận trước thuế bốn quý về mức dương.
VCA*	Không dùng làm đại diện ngành	Doanh nghiệp đã dừng sản xuất từ 19/6/2025 theo yêu cầu di dời khỏi Khu công nghiệp Biên Hòa 1, dự kiến khôi phục cán thép từ tháng 1/2027 và luyện thép cuối 2027. Doanh thu quý 2 chỉ 67 tỷ đồng và lợi nhuận 18 tỷ hoàn toàn đến từ thu nhập khác. Cổ phiếu đang thuộc diện cảnh báo. Giá cổ phiếu vận động theo tiến độ di dời và giá trị quyền thuê đất, không theo chu kỳ thép.	Khôi phục được dây chuyền cán thép tại địa điểm mới và có doanh thu từ sản xuất trong hai quý liên tiếp.
POM	Thanh khoản không đủ	Vốn chủ sở hữu âm 960 tỷ đồng tại 30/6/2026, lợi nhuận trước thuế bốn quý âm 838 tỷ, nợ vay 5.744 tỷ và 5.717 tỷ nằm ở tài sản dở dang dài hạn. Cổ phiếu chỉ khớp lệnh trong năm trên hai mươi phiên gần nhất và đều theo lô lớn, nên mọi hệ số định giá đều không có ý nghĩa.	Hoàn tất tái cấu trúc đưa vốn chủ sở hữu về mức dương và cổ phiếu khớp lệnh đều đặn trong ít nhất mười lăm trên hai mươi phiên với giá trị bình quân trên 5 tỷ đồng mỗi phiên.

Ngày giá 21/09/2026, khung thời gian bốn quý tới. Báo cáo không đưa giá mục tiêu nên không sử dụng nhãn xếp hạng MUA, BÁN hay NẮM GIỮ. Các ngưỡng trong cột cuối được tính từ số liệu báo cáo tài chính quý 2/2026; giá thép cán nóng tham chiếu là giá chào nội địa của nhà sản xuất trong nước.

6.5. Ba mốc cần theo dõi trong hai quý tới

- **Giá chào thép cán nóng nội địa các tháng 10 đến 12.** Đọc giá chào của nhà sản xuất trong nước cho từng tháng giao hàng, không đọc giá thép xây dựng bán lẻ vì hai mặt bằng này vận động khác nhau. Giá cán nóng quyết định biên của cả hai nhóm đầu và giữa chuỗi, ngược dấu nhau.
- **Báo cáo quý 3/2026 của Nam Kim, ở dòng nguyên giá tài sản cố định và chi phí khấu hao.** Đây là chỗ cho biết Phú Mỹ đã được nghiệm thu bao nhiêu và khấu hao bắt đầu ở mức nào, sớm hơn và chắc chắn hơn dòng doanh thu. Đối chiếu với mức giảm tương ứng của tài sản dở dang dài hạn.
- **Kim ngạch xuất khẩu thép sang EU hằng tháng sau ngày 01/7/2026.** Cơ chế hạn ngạch mới và quy tắc xuất xứ theo nơi luyện bắt đầu áp dụng, nên số liệu quý 3 là lần đầu tiên đo được tác động thực tế thay vì ước tính. Theo dõi riêng nhóm thép dẹt và thép phủ.

Điều kiện hạ quan điểm với toàn ngành: giá thép cán nóng nội địa xuống dưới 500 USD/tấn và duy trì hai tháng liên tiếp, đồng thời biên lợi nhuận gộp của nhóm trong quý 3/2026 xuống dưới 12,0% so với 14,6% của quý 2. Khi cả hai điều kiện cùng xảy ra, phần lợi nhuận tạo ra bởi độ trễ giá vốn sẽ đảo chiều trên toàn nhóm và mức định giá hiện tại của nhóm hạ nguồn không còn cơ sở.

Điều kiện nâng quan điểm với toàn ngành gồm ba khả năng. Giá cán nóng nội địa quay lại vùng 600 USD/tấn; Bộ Công Thương mở rộng phạm vi phòng vệ sang thép cán nguội và ống thép; hoặc kim ngạch xuất khẩu tôn mạ tăng trở lại hai tháng liên tiếp sau khi cơ chế hạn ngạch mới của EU đã áp dụng đủ một quý. Điều kiện thứ ba xác nhận doanh nghiệp tìm được thị trường thay thế chứ không chỉ hưởng lợi từ một nhịp giá; nhưng khi xuất khẩu đã co xuống chưa bằng một nửa mức của 2024, điều kiện thứ hai có sức nặng tương đương.

7. Rủi ro chính

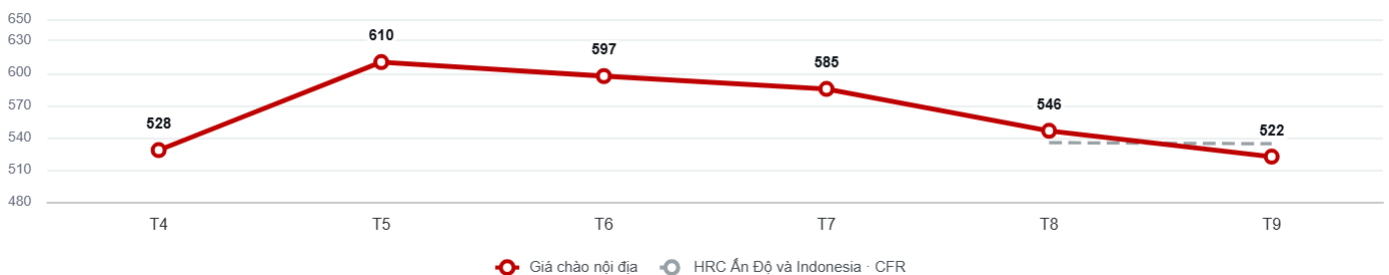
Bảy rủi ro, ba rủi ro đầu xếp theo khoảng cách thời gian với tác động sớm nhất đứng trước

7.1. Giá thép cán nóng đảo chiều – đang diễn ra

Đây là biến số nhạy nhất của ngành và cũng là rủi ro gần nhất. Giá vốn của kỳ này được chốt từ ba đến sáu tháng trước, nên mỗi đồng giá bán thay đổi rơi gần như trọn vẹn vào lợi nhuận gộp. Nếu giá bán bình quân giảm 3% mà giá vốn giữ nguyên, lợi nhuận trước thuế sáu tháng của nhóm giảm 5.570 tỷ đồng, tương đương 28,6% của mức 19.474 tỷ; nếu giảm 5% thì mức giảm là 9.283 tỷ, tương đương 47,7%. Đây là giới hạn trên của rủi ro; phần dưới trình bày các kịch bản có truyền dẫn chi phí.

■ Giá chào thép cuộn cán nóng nội địa theo tháng giao hàng

USD/tấn · tháng 4 đến tháng 9/2026



Nguồn: Giá chào của nhà sản xuất trong nước do báo chí chuyên ngành tổng hợp; số tháng 7 suy từ mức điều chỉnh giảm 2% được công bố

Giá chào cán nóng nội địa lập đỉnh khoảng 610 USD/tấn vào giữa tháng 5, giữ 597 USD/tấn cho giao tháng 6, rồi giảm liên tục xuống 546 USD/tấn cho giao tháng 8 và 522 USD/tấn cho giao tháng 9, tức **giảm 14,4% từ đỉnh chỉ trong bốn tháng**. Nguyên nhân là nguồn cung Ấn Độ và Indonesia chuyển hướng sang Việt Nam sau khi Liên minh châu Âu siết biện pháp tự vệ từ 01/7/2026, với giá chào 534–535 USD/tấn CFR. Đây là hiệu ứng kép của cùng một chính sách: vừa chặn đường xuất khẩu của doanh nghiệp Việt Nam, vừa đẩy hàng giá rẻ vào thị trường trong nước.

ĐỘ NHẠY LỢI NHUẬN VỚI GIÁ BÁN · GIÁ ĐỊNH GIÁ VỐN KHÔNG ĐỔI

Mã	Doanh thu 6T/2026 tỷ đồng	LNTT 6T/2026 tỷ đồng	Giá bán giảm 3% tác động, tỷ đồng	Tương đương % LNTT	Số ngày tồn kho ngày
HPG	108.060	17.947	-3.242	-18%	119,7
TVN	26.170	718	-785	-109%	50,1
HSG	18.968	596	-569	-95%	95,5
NKG	7.412	188	-222	-118%	158,7
TIS	6.902	33	-207	-627%	61,0
GDA	6.655	184	-200	-109%	111,5
VGS	4.067	118	-122	-103%	31,3
Toàn nhóm 12 mã	185.654	19.474	-5.570	-28,6%	—

Nguồn: TCBS tính toán từ BCTC bán niên 2026. Bảng chỉ liệt kê bảy mã có doanh thu sáu tháng lớn nhất; dòng tổng gồm đủ mười hai mã. Số ngày tồn kho tính bằng tồn kho bình quân bốn quý chia giá vốn hàng bán bốn quý nhân 365.

Bảng trên giả định giá vốn không đổi, tức kịch bản xấu nhất. Thực tế thép là ngành truyền dẫn chi phí: khi giá bán giảm, giá quặng, than cốc và thép phế thường giảm theo với độ trễ bằng số ngày tồn kho. Bảng dưới trình bày bốn kịch bản truyền dẫn để người đọc thấy khoảng dao động thật của rủi ro.

BỐN KỊCH BẢN TRUYỀN DẪN CHI PHÍ · TOÀN NHÓM MƯỜI HAI MÃ

Kịch bản	Giá bán	Giá vốn	Mức truyền dẫn	Tác động LNTT tỷ đồng	Tương đương % LNTT 6 tháng
Giá vốn cứng, biên hấp thụ toàn bộ	-3,0%	0,0%	0%	-5.570	-28,6%
Truyền dẫn một phần, kịch bản cơ sở	-3,0%	-2,0%	67%	-2.347	-12,0%
Truyền dẫn hoàn toàn	-3,0%	-3,0%	100%	-735	-3,8%
Giá giảm sâu, truyền dẫn một phần	-5,0%	-3,5%	70%	-3.642	-18,7%

Nguồn: TCBS tính toán trên doanh thu 185.654 tỷ đồng và giá vốn 161.151 tỷ đồng sáu tháng đầu 2026. Truyền dẫn là tỷ lệ giữa phần trăm giảm giá vốn và phần trăm giảm giá bán; kịch bản cơ sở giả định hai phần ba, phù hợp độ trễ giá vốn 95-177 ngày.

7.2. Khấu hao và lãi vay mới từ các dự án vừa hoàn thành – từ quý 3/2026

Rủi ro này đã hiện thực hóa một phần ở Hòa Phát và sắp lập lại ở Nam Kim. Khi một dự án được nghiệm thu, hai khoản chi phí xuất hiện cùng lúc: khấu hao trên nguyên giá mới và phần lãi vay thôi được vốn hóa. Với Hòa Phát, tổng hai khoản này là 4.074 tỷ đồng trong sáu tháng đầu 2026 và doanh nghiệp vẫn tăng trưởng nhờ sản lượng bù lại. Với Nam Kim, nền tài sản cố định gần như tăng gấp đôi trong khi lợi nhuận sáu tháng mới 126 tỷ đồng, nên biên độ an toàn mỏng hơn nhiều. Rủi ro là sản lượng không tăng kịp tốc độ tăng chi phí cố định.

7.3. Hạn ngạch và quy tắc xuất xứ của EU – đo được từ quý 3/2026

Cơ chế mới áp dụng từ 01/7/2026 hạ hạn ngạch miễn thuế xuống 18,3 triệu tấn mỗi năm, thấp hơn khoảng 47% so với mức của 2024, và nâng thuế ngoài hạn ngạch từ 25% lên 50%. Quy tắc tính hạn ngạch theo quốc gia luyện ra thép thô khiến sản phẩm mạ từ thép cán nóng nhập khẩu không còn được hưởng xuất xứ Việt Nam. Xuất khẩu thép sang EU đã giảm 18,3% về lượng và 23,3% về giá trị trong năm tháng đầu năm, trước khi quy định có hiệu lực, và nhóm chịu tác động là HSG, GDA, NKG cùng DTL.

7.4. Lãi suất – tác động hai chiều

Nhóm có nợ vay ròng 94.347 tỷ đồng. Mỗi 100 điểm cơ bản lãi suất tăng làm lợi nhuận trước thuế giảm khoảng 943 tỷ đồng mỗi năm, tương đương 2,4% lợi nhuận năm hóa. Tính một chiều trên tiền gửi sẽ cho kết luận ngược dấu. Với TIS, nợ vay ròng 4.300 tỷ trên lợi nhuận trước thuế sáu tháng 33 tỷ, nên một biến động lãi suất nhỏ cũng đủ xóa hết lợi nhuận.

ĐỘ NHẠY LÃI SUẤT HAI CHIỀU · LÃI SUẤT TĂNG 100 ĐIỂM CƠ BẢN

Mã	Nợ vay tỷ đồng	Tiền và ĐTNH tỷ đồng	Nợ vay ròng tỷ đồng	Chi phí lãi tăng thêm	Thu nhập lãi tăng thêm	Tác động ròng tỷ đồng/năm	% LNTT năm hóa
HPG	98.530	37.256	61.274	-985	+373	-613	-1,7%
TVN	9.628	3.666	5.963	-96	+37	-60	-4,2%
NKG	8.554	3.290	5.264	-86	+33	-53	-14,0%
HSG	7.252	623	6.628	-73	+6	-66	-5,6%
GDA	5.695	2.933	2.763	-57	+29	-28	-7,5%
TIS	4.374	74	4.300	-44	+1	-43	-65,2%
VGS	1.086	1.012	74	-11	+10	-1	-0,3%
Toàn nhóm 12 mã	143.969	49.622	94.347	-1.440	+496	-943	-2,4%

Nguồn: TCBS tính toán từ số dư tại 30/06/2026. Giả định nợ vay và tiền gửi định giá lại cùng lúc. Mẫu số là lợi nhuận trước thuế sáu tháng đầu 2026 nhân đôi. Bảng gồm bảy mã nợ vay lớn nhất, dòng tổng đủ mười hai mã.

7.5. Thanh khoản cổ phiếu

Giá trị giao dịch bình quân hai mươi phiên của nhóm là 479,4 tỷ đồng, riêng HPG chiếm 428,6 tỷ. Chỉ ba mã đủ thanh khoản cho vị thế tổ chức là HPG, HSG với 25,2 tỷ và NKG với 15,8 tỷ; chín mã còn lại dưới 4 tỷ mỗi phiên, trong đó TIS, DTL và VCA gần như không giao dịch, còn POM chỉ khớp năm phiên theo lô lớn. Với những mã đó, chiết khấu sổ sách không hiện thực hóa được nên chúng tôi không dùng hệ số của chúng khi kết luận về định giá ngành.

7.6. Rủi ro tập trung khi đọc số liệu ngành

Hòa Phát chiếm 58,1% doanh thu, 87,5% lợi nhuận quý 2 và 87,5% vốn hóa của nhóm, nên mọi chỉ tiêu bình quân gia quyền của ngành thực chất là chỉ tiêu của một doanh nghiệp. Rủi ro là kết luận về ngành khi số liệu chỉ mô tả một công ty, nên các bảng tổng hợp chính đều có dòng đã loại HPG.

7.7. Rủi ro riêng của từng doanh nghiệp

- **Khả năng hoạt động liên tục.** Kiểm toán đã nêu ý kiến nhấn mạnh về khả năng hoạt động liên tục tại SMC, dựa trên chênh lệch giữa nợ ngắn hạn và tài sản ngắn hạn. POM có vốn chủ sở hữu âm 960 tỷ đồng và chưa hoàn tất tái cấu trúc.
- **Gián đoạn sản xuất do yêu cầu pháp lý.** VCA dừng sản xuất từ 19/6/2025 theo quyết định xử phạt và yêu cầu di dời của tỉnh Đồng Nai, dự kiến khôi phục cán thép từ tháng 1/2027. Rủi ro tương tự có thể phát sinh ở các nhà máy nằm trong khu công nghiệp đang chuyển đổi công năng.
- **Dự án dở dang không sinh doanh thu.** TIS giữ 6.660 tỷ đồng ở tài sản dở dang dài hạn của dự án mở rộng giai đoạn 2 và POM giữ 5.717 tỷ; hai khoản này không tạo ra doanh thu nhưng vẫn phát sinh chi phí tài chính và rủi ro suy giảm giá trị.
- **Phụ thuộc vào đơn vị không kiểm soát trực tiếp.** Lãi từ liên doanh liên kết chiếm 34,8% lợi nhuận trước thuế bốn quý của TVN và 31,8% của VGS, mà kết quả các đơn vị này không được hợp nhất từng dòng nên khó theo dõi.

8. Kết luận

Thay đổi cấu trúc ở thượng nguồn, hiệu ứng giá tạm thời ở biên lợi nhuận, và ba sự kiện của bốn quý tới

Quý 2/2026 là quý đầu tiên ngành thép Việt Nam vận hành với một cấu trúc nguồn cung khác trước. Dung Quất 2 đưa công suất cán nóng nội địa lên mức lần đầu tiên đáp ứng được phần lớn nhu cầu trong nước, và thuế chống bán phá giá giữ cho phần công suất đó có chỗ tiêu thụ. Hệ quả là giá trị dịch chuyển lên thượng nguồn: Hòa Phát tăng cả sản lượng lẫn giá bán, trong khi nhóm tôn mạ bán ít hàng hơn và chỉ tăng doanh thu nhờ giá. Đây là thay đổi cấu trúc, không phải một nhịp chu kỳ, nên sẽ còn tác động ít nhất tới 2028 khi Dung Quất 2 đạt toàn tải.

Điều không phải cấu trúc là biên lợi nhuận quý 2. Biên nở ra vì giá bán tăng nhanh hơn giá vốn tồn kho trong một pha giá lên đã kết thúc từ tháng 6, nên quý 3 và quý 4 sẽ chịu tác động ngược. Với nhà đầu tư, hệ quả thực tế là không nên dùng kết quả quý 2 làm cơ sở ngoại suy, và nên đọc báo cáo quý 3 ở dòng biên lợi nhuận gộp trước khi đọc dòng doanh thu.

Trong bốn quý tới, ba sự kiện nằm ngoài chu kỳ giá sẽ định hình lại nhóm hạ nguồn. Nhà máy Phú Mỹ của Nam Kim bắt đầu trích khấu hao từ quý 3/2026 và dự kiến có giai đoạn hai trong 2027. Thép Vicasa dự kiến khôi phục cán thép từ tháng 1/2027 và luyện thép cuối 2027. Cơ chế hạn ngạch mới của Liên minh châu Âu áp dụng đủ một năm vào giữa 2027, khi đó mới đo được tác động thật thay vì ước tính.

Ba mốc này quan trọng hơn biến động giá từng tháng vì chúng thay đổi nền chi phí và thị trường đầu ra một cách lâu dài.

Về mặt đầu tư, nhóm mười hai mã không nên được nhìn như một rổ. Chỉ ba mã có thanh khoản đủ cho vị thế tổ chức, và chỉ ba mã trả cổ tức là TVN cùng VGS với 4,0% và HPG với 2,1%, chín mã còn lại không trả. Chúng tôi giữ quan điểm hấp dẫn với HPG và TVN, chờ thêm bằng chứng với HSG, GDA và NKG, và không xem TIS, DTL, VCA cùng POM là công cụ tiếp cận ngành. Mọi quan điểm trong báo cáo đều kèm ngưỡng số ở mục 6.4 để người đọc kiểm lại khi số liệu quý 3 được công bố.

Phụ lục 1. Kết quả kinh doanh

Quý 2/2026 và lũy kế sáu tháng · tỷ đồng, theo báo cáo hợp nhất

KẾT QUẢ KINH DOANH MƯỜI HAI MÃ

Mã	Quý 2/2026						Lũy kế 6 tháng 2026				
	DTT	%YoY	LN gộp	Biên gộp	Δ biên	LNST mẹ	%YoY	DTT	%YoY	LNST mẹ	%YoY
Sản xuất thép thô, thép dài và ống thép											
HPG*	55.159	+53,6%	10.488	19,0%	+0,7	6.371	+49,7%	108.060	+47,0%	15.365	+102,2%
TVN	12.512	+5,8%	712	5,7%	+1,1	433	+65,6%	26.170	+19,7%	596	+67,4%
TIS	3.260	-4,1%	134	4,1%	+0,8	8	-43,1%	6.902	+10,8%	23	+342,3%
VGS	2.365	+11,6%	85	3,6%	+0,9	58	+65,8%	4.067	+4,1%	103	+35,9%
POM	1.480	+220,5%	133	9,0%	-1,5	-150	+11,7%	1.946	+30,5%	-329	+0,1%
Cộng nhóm	74.775	+39,2%	11.552	15,4%	+1,8	6.720	+52,8%	147.144	+37,5%	15.758	+104,4%
Tôn mạ và thép dẹt hạ nguồn											
HSG	9.993	+5,1%	1.526	15,3%	+2,5	382	+39,6%	18.968	+5,6%	506	+5,1%
GDA	3.066	-28,0%	276	9,0%	+1,1	93	+5,5%	6.655	-19,2%	145	-3,7%
NKG	4.150	+9,0%	437	10,5%	+3,4	104	+13,7%	7.412	-6,2%	126	-19,5%
DTL	589	-2,6%	-17	-2,8%	-0,6	-66	-73,7%	893	-9,5%	-81	-18,5%
Cộng nhóm	17.799	-2,1%	2.223	12,5%	+2,5	513	+23,6%	33.927	-3,3%	696	-3,4%
Thương mại và gia công thép											
SMC*	1.314	-32,7%	39	2,9%	+5,3	26	+124,8%	2.386	-37,2%	44	+143,4%
TLH	1.052	-44,1%	37	3,6%	+0,7	9	+72,5%	2.084	-34,3%	15	+89,6%
VCA*	67	-88,3%	-0	-0,6%	-2,8	18	+842,7%	113	-87,2%	20	+910,9%
Cộng nhóm	2.432	-44,8%	76	3,1%	+2,6	53	+154,1%	4.583	-41,6%	79	+185,5%
TỔNG 12 MÃ	95.006	+24,5%	13.850	14,6%	+2,5	7.285	+54,5%	185.654	+23,8%	16.533	+98,3%
Tổng trừ HPG	39.847	-1,3%	3.362	8,4%	+2,0	914	+99,5%	77.595	+1,5%	1.168	+58,9%
Tổng 8 mã có giao dịch	89.610	+25,7%	13.599	15,2%	+2,5	7.475	+52,3%	175.801	+25,3%	16.900	+93,7%

Nguồn: BCTC hợp nhất quý 2/2026 và bán niên 2026. Δ biên là thay đổi biên gộp so với cùng kỳ, tính bằng điểm phần trăm. Dấu (*) là mã có khoản bất thường, chi tiết ở mục 6.3. HSG có niên độ từ 01/10 nên số quý đã chuẩn hóa về quý dương lịch.

- Sáu trong mười hai mã có doanh thu quý 2 giảm so với cùng kỳ, nhưng tổng nhóm vẫn tăng 24,5% nhờ riêng HPG tăng thêm 19.248 tỷ đồng. Dòng "Tổng trừ HPG" cho thấy phần còn lại của ngành giảm 1,3%.
- Dòng "Tổng 8 mã có giao dịch" loại TIS, DTL, VCA và POM – bốn mã không có thanh khoản liên tục và chỉ chiếm 5,7% doanh thu nhóm nhưng lỗ 190 tỷ đồng trong quý. Trên tập tám mã còn lại, doanh thu tăng 25,7%, lợi nhuận tăng 52,3% và biên gộp đạt 15,2%.
- Chín trong mười hai mã mở rộng biên lợi nhuận gộp, ba mã còn lại đều ở tình trạng bất thường: VCA đã dừng sản xuất, DTL bán dưới giá vốn, POM vừa chạy lại sau gián đoạn. Khi gần như cả nhóm cùng cải thiện theo một hướng thì nguyên nhân nằm ở mặt bằng giá chung, không nằm ở năng lực riêng của từng doanh nghiệp.

Phụ lục 2. Bảng cân đối và dòng tiền

Số dư tại 30/06/2026 và dòng tiền kinh doanh sáu tháng · tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI VÀ DÒNG TIỀN MƯƠI HAI MÃ

Mã	Số dư 30/06/2026 · tỷ đồng							Đòn bẩy · lần		LCTT KD	
	Tổng TS	VCSH mẹ	CĐ thiếu số	Tồn kho	Dở đang DH	Tiền+ĐTNH	Nợ vay	Nợ vay ròng	Nợ vay / VCSH	Nợ vay ròng / VCSH	6T/26
Sản xuất thép thô, thép dài và ống thép											
HPG	278.930	140.656	860	55.608	14.621	37.256	98.530	61.274	0,70	0,43	12.642
TVN	29.010	9.329	1.577	7.108	6.752	3.666	9.628	5.963	0,88	0,55	312
TIS	10.804	1.517	21	2.420	6.660	74	4.374	4.300	2,84	2,80	0
VGS	3.635	1.337	0	721	875	1.012	1.086	74	0,81	0,06	299
POM	9.678	-960	-0	727	5.717	140	5.744	5.605	n/a	n/a	506
Cộng nhóm	332.057	151.879	2.458	66.583	34.625	42.147	119.362	77.215	0,77	0,50	13.759
Tôn mạ và thép dẹt hạ nguồn											
HSG	22.215	11.846	26	8.268	1.400	623	7.252	6.628	0,61	0,56	451
GDA	11.950	3.911	23	4.215	270	2.933	5.695	2.763	1,45	0,70	82
NKG	18.388	7.639	13	5.637	5.149	3.290	8.554	5.264	1,12	0,69	721
DTL	1.803	517	0	847	374	4	949	945	1,84	1,83	96
Cộng nhóm	54.355	23.912	62	18.968	7.193	6.850	22.450	15.601	0,94	0,65	1.350
Thương mại và gia công thép											
SMC	3.601	1.074	-22	351	351	355	1.302	947	1,24	0,90	38
TLH	2.473	1.263	16	1.463	14	94	854	760	0,67	0,59	439
VCA	203	190	0	7	0	176	0	-176	0,00	-0,93	66
Cộng nhóm	6.277	2.527	-6	1.821	365	625	2.156	1.531	0,86	0,61	543
TỔNG 12 MÃ	392.689	178.318	2.514	87.373	42.183	49.622	143.969	94.347	0,80	0,52	15.652

Nguồn: BCTC hợp nhất bán niên 2026. VCSH mẹ đã trừ lợi ích cổ đông không kiểm soát, nhưng hai hệ số đòn bẩy tính trên tổng vốn chủ. LCTT KD là tiền thuần từ hoạt động kinh doanh sáu tháng. POM có vốn chủ âm nên không tính được.

- Tài sản dở dang dài hạn của nhóm giảm từ 97.038 tỷ đồng xuống 42.183 tỷ trong mười hai tháng trong khi nguyên giá tài sản cố định hữu hình tăng 48,5% lên 238.731 tỷ. Phần lớn chênh lệch là Dung Quất 2 được nghiệm thu. Phần dở dang còn lại tập trung ở TIS với 6.660 tỷ, TVN với 6.752 tỷ, POM với 5.717 tỷ và NKG với 5.149 tỷ.
- Dòng tiền kinh doanh sáu tháng đạt 15.652 tỷ đồng, gấp 2,8 lần cùng kỳ, nhưng nếu loại HPG thì phần còn lại giảm từ 4.998 tỷ xuống 3.011 tỷ do tồn kho tăng. Với doanh nghiệp tôn mạ, tồn kho tăng trong pha giá lên là hợp lý; rủi ro chỉ xuất hiện khi giá đảo chiều và lượng hàng giá cao đi vào giá vốn của các quý sau.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.
Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.