

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)
Trịnh Đức Thành

Chuyên viên Phân tích cơ bản

Email: thanhtd@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4306

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá cổ phiếu HSG và VNIndex

Thông tin giao dịch (15/01/2026)

Giá hiện tại (VND/cp)	17.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	20.950
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	12.500
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	620,9
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	620,9
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	2.739.400
% sở hữu nước ngoài	4,88%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	10.557
P/E trailing 12 tháng (lần)	23,0x
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	739

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Tập đoàn Hoa Sen
Địa chỉ	Số 09, Đại lộ Thống Nhất, KCN Sóng Thần II, P. Dĩ An, Tp.HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh tôn mạ, ống thép và ống nhựa xây dựng
Chi phí chính	Thép cuộn cán nóng (HRC)
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu thép HRC đầu vào Các chính sách bảo hộ thương mại thép

 Giá hiện tại: **17.000**

 Giá mục tiêu: **13.500**

 Tăng/(giảm): **-20,6%**

Khuyến nghị

BÁN
NHIỀU THÁCH THỨC TRONG DÀI HẠN

Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu HSG với giá mục tiêu là **13.500 VND/cp**, thấp hơn **20,6%** so với giá đóng cửa ngày 15/01/2026 (bằng các phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF) ([chi tiết](#)). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Kết quả kinh doanh dự phóng kém khả quan kể từ FY2026 trở đi khi áp lực cạnh tranh trong nước gia tăng trong bối cảnh xuất khẩu tôn mạ duy trì ảm đạm và giá thép HRC đầu vào tăng trở lại. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế (LNST) ước tăng lần lượt +5,1% YoY (đạt 38.388 tỷ VND) và +49,5% YoY (đạt 1.099 tỷ VND) trong FY2026, sau đó lần lượt tăng +2,5%/năm và giảm -8,0%/năm tới FY2030. ([chi tiết](#))

Gia tăng cạnh tranh trong nước khi dư cung trầm trọng hơn.

Ngành tôn mạ đang dư cung khi tổng cầu hàng năm chỉ đáp ứng được ~68% công suất thiết kế trong giai đoạn 2020 – 2024. Dự kiến tình trạng trên sẽ tiêu cực hơn khi có thêm hai nhà máy mới của NKG và GDA trong Q1/2026 và 2H2027. Doanh thu nội địa của HSG dự phóng tăng +9,9% YoY (đạt 26.733 tỷ VND) trong FY2026 và tăng +4,5%/năm tới FY2030 do tiêu thụ tăng chậm và phải giảm giá bán để cạnh tranh. ([chi tiết](#))

Xuất khẩu duy trì khó khăn do các chính sách bảo hộ. Doanh thu xuất khẩu của HSG dự phóng giảm -4,6% YoY (đạt 11.656 tỷ VND) trong FY2026 và tiếp tục giảm -2,6%/năm tới FY2030 do ngừng xuất khẩu sang Mỹ và Châu Âu siết chặt nhập khẩu thép hơn nữa thông qua chính sách biên giới carbon (CBAM), gây ảnh hưởng tiêu cực tới cả sản lượng và giá thép xuất khẩu. ([chi tiết](#))

LNST dự kiến giảm trong dài hạn do giá thép HRC tăng trở lại và tiếp tục mở rộng chuỗi bán lẻ hiệu quả thấp. Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm dần sau FY2026 do **(1)** mất đi nguồn thép nhập khẩu giá rẻ **(2)** giá thép HRC nội địa dự phóng tăng +0,3%/năm tới FY2030 do thiếu hụt nguồn cung và được bảo hộ **(3)** áp lực cạnh tranh gia tăng khiến HSG phải giảm giá thép trong nước. Chi phí bán hàng và quản lý dự phóng tăng +7,1% YoY trong FY2026 và duy trì tăng +4,4%/năm tới FY2030 khi HSG tiếp tục mở rộng quy mô chuỗi siêu thị bán lẻ Hoa Sen Home. ([chi tiết](#))

YẾU TỐ THEO DÕI

- **Xuất khẩu có thể suy yếu hơn nữa khi thị trường EU tiếp tục thắt chặt hạn ngạch thép.** ([chi tiết](#))
- **Kết quả điều tra chống lẩn tránh đối với thép HRC khổng lồ nhập khẩu từ Trung Quốc.** ([chi tiết](#))

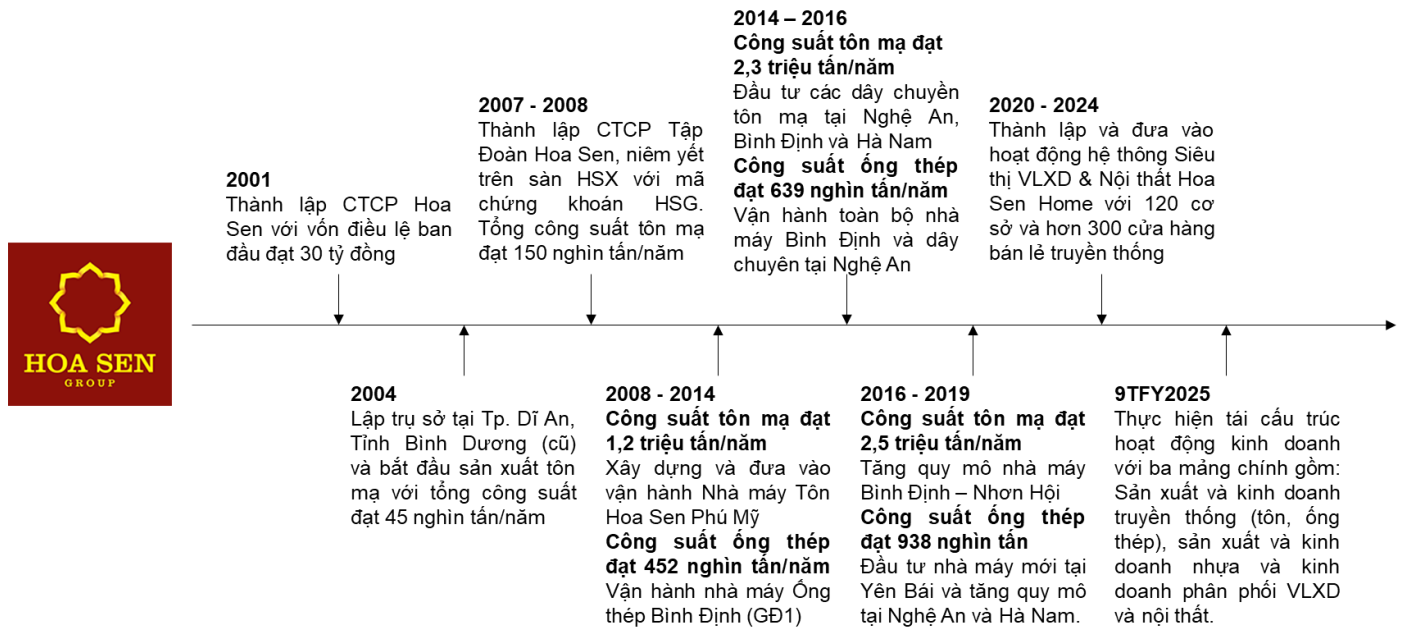
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin chung & Lịch sử hình thành

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) được thành lập vào năm 2001 với khởi điểm là doanh nghiệp phân phối vật liệu xây dựng. Tới năm 2004, HSG chính thức tham gia vào lĩnh vực sản xuất tôn mạ với công suất ban đầu đạt 45 nghìn tấn/năm.

HSG hiện là nhà sản xuất tôn mạ đứng đầu cả nước với tổng công suất đạt 2,53 triệu tấn/năm (ước chiếm 33,7% toàn ngành). Ngoài ra, HSG cũng tham gia vào mảng sản xuất ống thép và ống nhựa với công suất đạt lần lượt 850 nghìn tấn/năm và 130 nghìn tấn/năm.

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

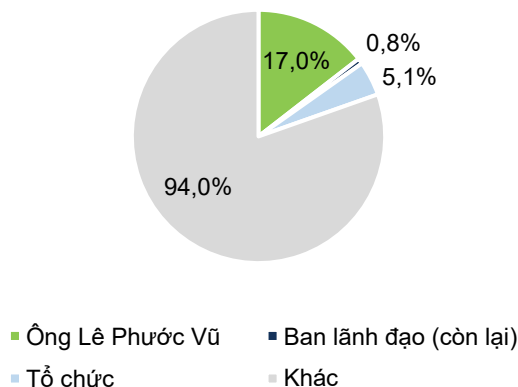


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Nhìn chung, HSG công bố thông tin còn tương đối hạn chế. Trong báo cáo này, chúng tôi đã phải ước tính và thu thập dữ liệu từ các nguồn thứ ba (Hiệp hội thép Việt Nam, Giathepton, Tổng cục Hải quan,...) về cơ cấu tiêu thụ theo sản phẩm, thị trường cũng như giá bán của HSG. Dù vậy, mức độ công bố đã được cải thiện khi HSG có thêm các báo cáo cập nhật kết quả kinh doanh hàng tháng (gồm ước tính tổng sản lượng tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lũy kế tới tháng gần nhất) trong niên độ tài chính FY2025.

2. Cơ cấu cổ đông tại ngày 15/01/2026

Biểu đồ 1: Ban lãnh đạo chiếm tỷ trọng lớn nhất (17,8%) trong cơ cấu cổ đông của HSG



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Tại ngày 15/01/2026, cơ cấu cổ đông của HSG khá phân mảnh với ban lãnh đạo (chiếm 17,8%) và các quỹ đầu tư (chiếm 5,1%) là hai cổ đông lớn duy nhất. Trong đó, riêng ông Lê Phước Vũ – Chủ tịch HĐQT của HSG, nắm giữ 17,0% cổ phần.

3. Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

HSG đang sở hữu 09 công ty con và 02 công ty liên kết, tập trung trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh tôn mạ và ống thép.

Bảng 1: Hệ thống công ty con và công ty liên kết của HSG

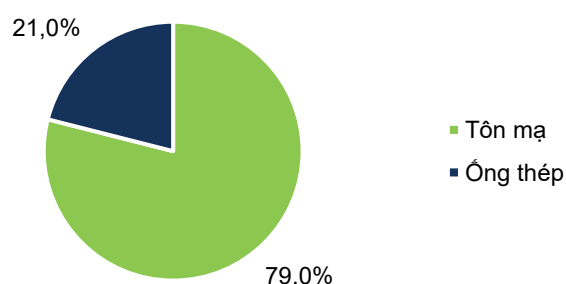
STT	Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Lĩnh vực kinh doanh
Công ty con				
1	Công ty TNHH MTV Hoa Sen Nghệ An	1.100	100%	Sản xuất và kinh doanh tấm lợp bằng kim loại và các sản phẩm ống thép
2	Công ty TNHH MTV Hoa Sen Nhơn Hội – Bình Định	770	100%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm tấm lợp kim loại
3	Công ty TNHH MTV Hoa Sen Phú Mỹ	700	100%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm ống thép
4	Công ty Cổ phần Hoa Sen Yên Bái	621	97,26%	Kinh doanh khách sạn, dịch vụ ăn uống và khu trung tâm thương mại
5	Công ty Cổ phần Nhựa Hoa Sen	300	99,95%	Sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng bằng nhựa
6	Công ty TNHH MTV Tôn Hoa Sen	280	100%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm thép cán nguội
7	Công ty TNHH MTV Hoa Sen Hà Nam	200	100%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm ống thép
8	Công ty TNHH MTV Hoa Sen Bình Định	105	100%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm ống thép
9	Công ty TNHH MTV Vật liệu xây dựng Hoa Sen Yên Bái	50	100%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm ống thép
Công ty liên kết				
1	Công ty Cổ phần Cảng Quốc tế Hoa Sen	100	49%	Hoạt động dịch vụ hỗ trợ khác liên quan tới vận tải
2	Công ty Cổ phần Hoa Sen Sài Gòn	100	40%	Hoạt động kinh doanh bất động sản

Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

4. Lĩnh vực kinh doanh

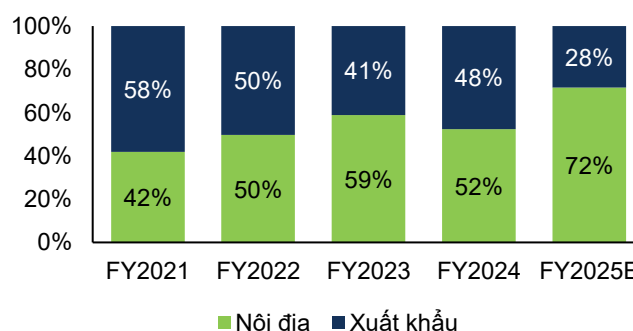
Sản xuất và kinh doanh tôn mạ là lĩnh vực kinh doanh chính của HSG khi sản phẩm này chiếm bình quân 79,0% trong cơ cấu tiêu thụ của HSG trong giai đoạn FY2020 – FY2025.

Biểu đồ 2: Tôn mạ chiếm ~79% trong cơ cấu sản lượng tiêu thụ của HSG giai đoạn FY2020 – FY2025



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 3: Tỷ trọng của thị trường nội địa tăng dần trong cơ cấu doanh thu của HSG



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp và ước tính

Xét theo thị trường tiêu thụ, kênh nội địa đang dần trở thành thị trường tiêu thụ chính của HSG với tỷ trọng doanh thu tăng dần từ 42% trong FY2021 lên 72% trong FY2025 trong bối cảnh xuất khẩu gặp khó do các chính sách bảo hộ thương mại tại các thị trường chính là khu vực Đông Nam Á (ASEAN), Châu Âu (EU) và Mỹ.

II. CẬP NHẬT NGÀNH TÔN MẠ VIỆT NAM

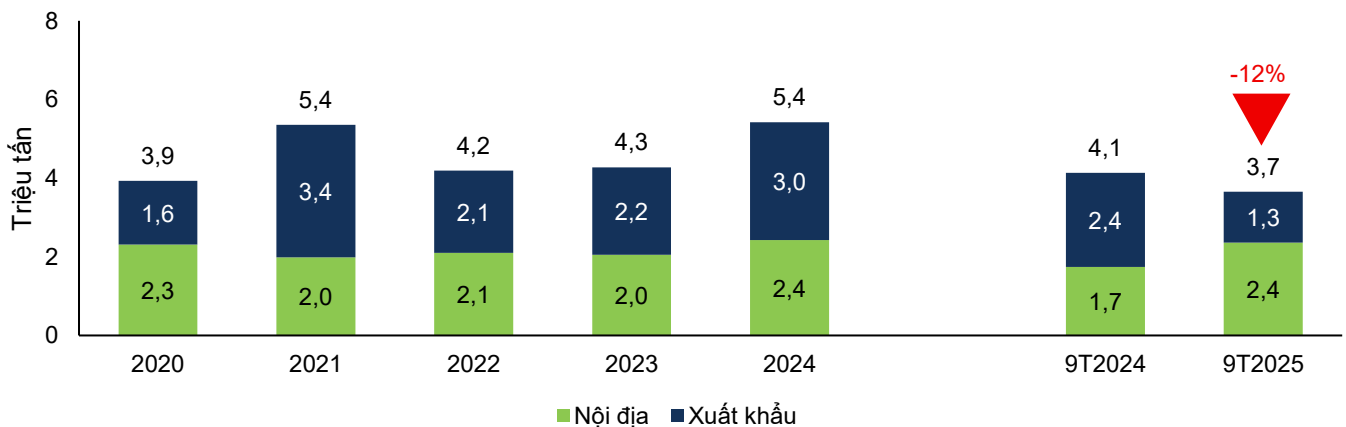
Ngành tôn mạ Việt Nam có biên lợi nhuận trung bình và chịu áp lực cạnh tranh về giá với các đặc điểm chính sau (1) thép HRC là nguyên liệu đầu vào chính, (2) thị trường nội địa đang trong tình trạng dư cung và chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ tôn mạ nhập khẩu, và (3) tiêu thụ tôn mạ chủ yếu thông qua xuất khẩu nhưng dần bị hạn chế bởi các chính sách bảo hộ thương mại tại các thị trường chính ([Xem thêm Tổng quan ngành tại Báo cáo định giá lần đầu mã NKG tháng 07/2025](#)).

Tới 9T2025, ngành tôn mạ Việt Nam đã thay đổi đáng kể khi thị trường nội địa trở thành kênh tiêu thụ chính và nhập khẩu thép HRC sụt giảm mạnh. Cụ thể như sau:

1. Tiêu thụ tôn mạ 9T2025 kém khả quan trong bối cảnh xuất khẩu gặp nhiều khó khăn

Kết thúc 9T2025, tổng tiêu thụ tôn mạ toàn ngành giảm -11,6% YoY (đạt 3,7 triệu tấn) khi xuất khẩu sụt giảm mạnh do các chính sách hạn chế thương mại thép và gia tăng cạnh tranh với Trung Quốc. Trái lại, tiêu thụ nội địa tăng trưởng tích cực với động lực từ xây dựng trong nước và được bảo hộ khỏi thép nhập khẩu. Theo đó, thị trường nội địa đã trở thành thị trường tiêu thụ chính của ngành tôn mạ trong 9T2025.

Biểu đồ 4: Tiêu thụ tôn mạ toàn ngành giảm -11,6% YoY trong 9T2025 do xuất khẩu ảm đạm

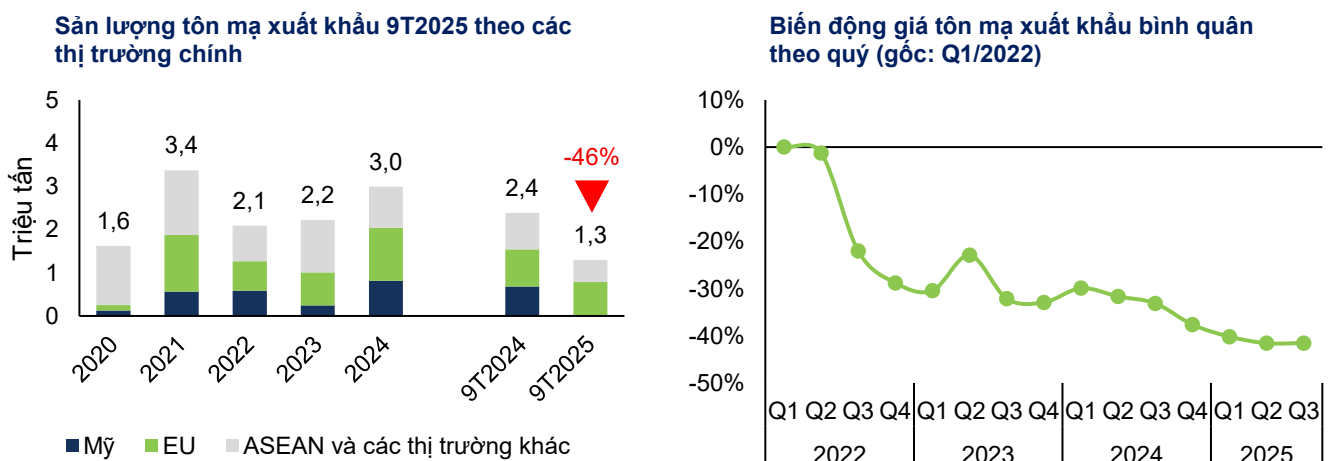


Nguồn: VSA, FPTTS tổng hợp

1.1. Xuất khẩu tôn mạ ảm đạm tại tất cả các thị trường chính trong 9T2025

Sản lượng tôn mạ xuất khẩu và giá xuất khẩu bình quân 9T2025 đã sụt giảm mạnh lần lượt -45,8% YoY (đạt 1,29 triệu tấn) và -13,8% YoY (đạt 730 USD/tấn) do tác động tiêu cực từ làn sóng bảo hộ thương mại thép tại các thị trường chính và áp lực từ tôn mạ Trung Quốc xuất khẩu. Cụ thể:

Biểu đồ 5: Cả sản lượng và giá bán tôn mạ xuất khẩu đều sụt giảm mạnh trong 9T2025



Nguồn: USITC, Eurostat, VSA, FPTTS tổng hợp

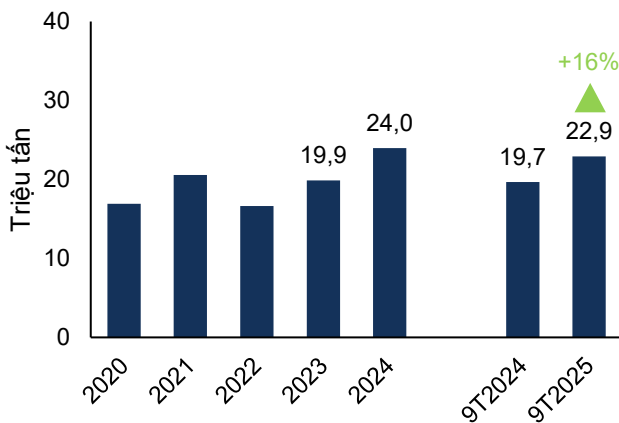
Nguồn: VSA, Giathepton, FPTTS tổng hợp

Đối với thị trường Mỹ, xuất khẩu tôn mạ sụt giảm đột biến -98,7% YoY (đạt 8,0 nghìn tấn) trong 9T2025 do áp lực thuế quan kép. Phía Mỹ đã tăng thuế suất theo Mục 232 của Đạo luật Mở rộng thương mại đối với thép nhập khẩu từ 25% lên 50% kể từ ngày 04/06/2025 và chính thức áp thuế CBPG đối với tôn mạ Việt Nam nhập khẩu kể từ 26/08/2025 với thuế suất 87,07% - 110,19%.

Đối với thị trường EU, sản lượng tôn mạ xuất khẩu đã giảm -9,4% YoY (đạt 780 nghìn tấn) trong 9T2025 sau siết chặt hạn ngạch thép. Vào tháng 03/2025, Ủy ban Châu Âu (EC) đã ban hành Quyết định số 2025/612 nhằm hạn chế lượng thép nhập khẩu vào EU. Trong đó, ba điểm quan trọng nhất gồm (1) giảm mức tăng trưởng của hạn ngạch từ 1%/năm xuống 0,1%/năm (2) đặt mức trần nhập khẩu với từng quốc gia, và (3) loại bỏ cơ chế chuyển tiếp hạn ngạch dư thừa giữa các quốc gia.

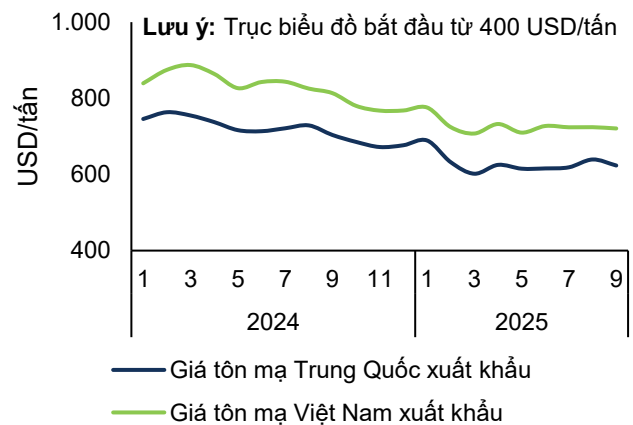
Đối với ASEAN và các thị trường còn lại, xuất khẩu 9T2025 sụt giảm mạnh -40,3% YoY (đạt 507 nghìn tấn) do gia tăng cạnh tranh với thép Trung Quốc. Mặc dù Trung Quốc đang nằm trong diện chịu thuế phòng hộ tại nhiều khu vực, xuất khẩu tôn mạ 9T2025 của nước này đã đạt đỉnh 5 năm gần nhất, tăng +16,4 YoY (22,9 triệu tấn). Nguyên nhân chủ yếu do (1) nhu cầu nội địa Trung Quốc duy trì ảm đạm trong bối cảnh ngành thép nước này dư cung trầm trọng (2) Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu các mặt hàng không nằm trong diện bị áp thuế (bao gồm tôn mạ), và (3) chuyển dịch sang các thị trường chưa áp thuế, gồm Trung Đông và Đông Nam Á (ASEAN).

Biểu đồ 6: Xuất khẩu tôn mạ 9T2025 của Trung Quốc đạt đỉnh 5 năm gần nhất



Nguồn: Hải quan Trung Quốc, Trademap, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 7: Giá tôn mạ Việt Nam xuất khẩu luôn cao hơn 13 – 15% so với Trung Quốc

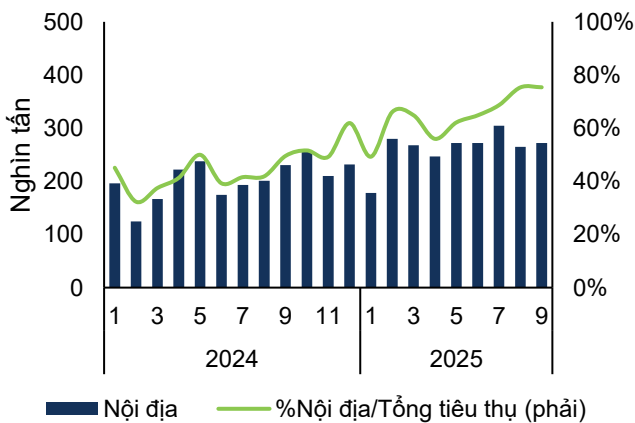


Nguồn: VSA, Giathepton, FPTS tổng hợp

1.2. Xây dựng trong nước tích cực thúc đẩy tiêu thụ tôn mạ nội địa 9T2025

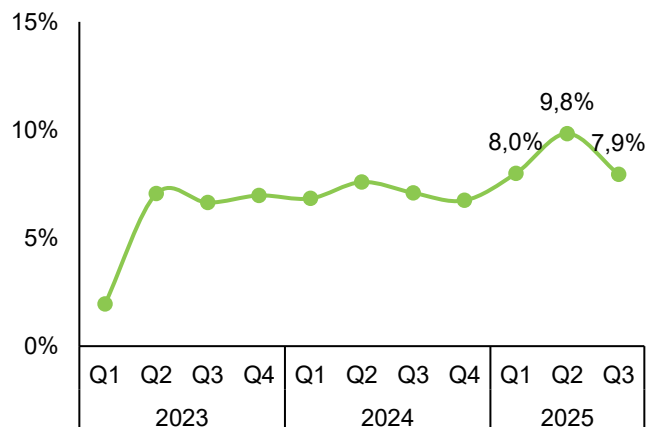
Tiêu thụ tôn mạ nội địa khả quan với động lực từ tăng trưởng xây dựng. Theo VSA, sản lượng tôn mạ nội địa 9T2025 đã tăng mạnh +35,1% YoY (đạt 2,36 triệu tấn), chiếm 64,6% cơ cấu tổng tiêu thụ (+22,4 đpt YoY).

Biểu đồ 8: Tỷ trọng tiêu thụ của tôn mạ nội địa tăng mạnh trong 9T2025



Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 9: Xây dựng trong nước tăng trưởng khả quan trong 9T2025

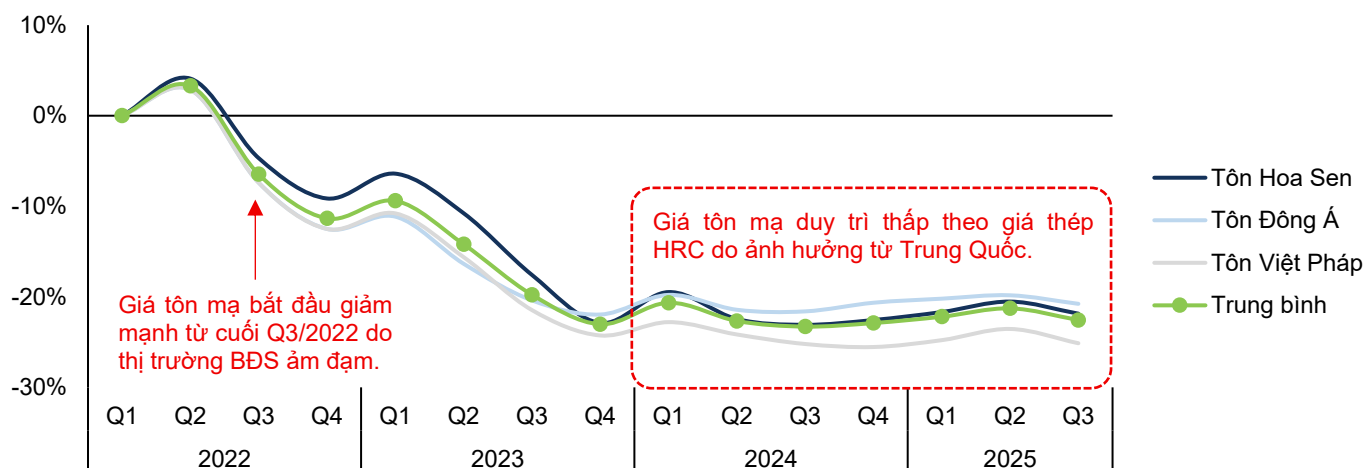


Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO), FPTS tổng hợp

Động lực đến từ (1) nhu cầu xây dựng khả quan khi nguồn cung bất động sản phục hồi và nhiều dự án hạ tầng được đẩy nhanh tiến độ và (2) Bộ Công Thương áp thuế CBPG tạm thời và chính thức đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc (thuế suất 37,13%) và Hàn Quốc (thuế suất 15,67%) lần lượt vào tháng 04/2025 và 08/2025, qua đó thúc đẩy chuyển hướng tiêu thụ tôn mạ nội địa trong bối cảnh xuất khẩu ảm đạm.

Giá tôn mạ nội địa 9T2025 tăng nhẹ trở lại nhờ nhu cầu khả quan, nhưng vẫn đang ở mức thấp do xu hướng giảm của giá HRC. Trong giai đoạn 2022 – 2024, giá tôn mạ có xu hướng giảm dần tương ứng với biến động giá thép HRC kết hợp cùng với thị trường bất động sản trầm lắng. Kết thúc 9T2025, giá tôn mạ bình quân trong nước (giá trung bình ba thương hiệu Hoa Sen, Đông Á, Việt Pháp) đã tăng nhẹ trở lại ở mức +0,2% YoY (24.215 VND/kg) khi xây dựng trong nước phục hồi. Tuy nhiên, mức giá này vẫn thấp so với bình quân giai đoạn 2022 – 2025 do nhu cầu thép Trung Quốc giảm mạnh trong 9T2025 đã kéo theo giá thép HRC tiếp tục đi xuống.

Biểu đồ 10: Giá bán tôn mạ nội địa bình quân duy trì ở mức thấp trong 9T2025

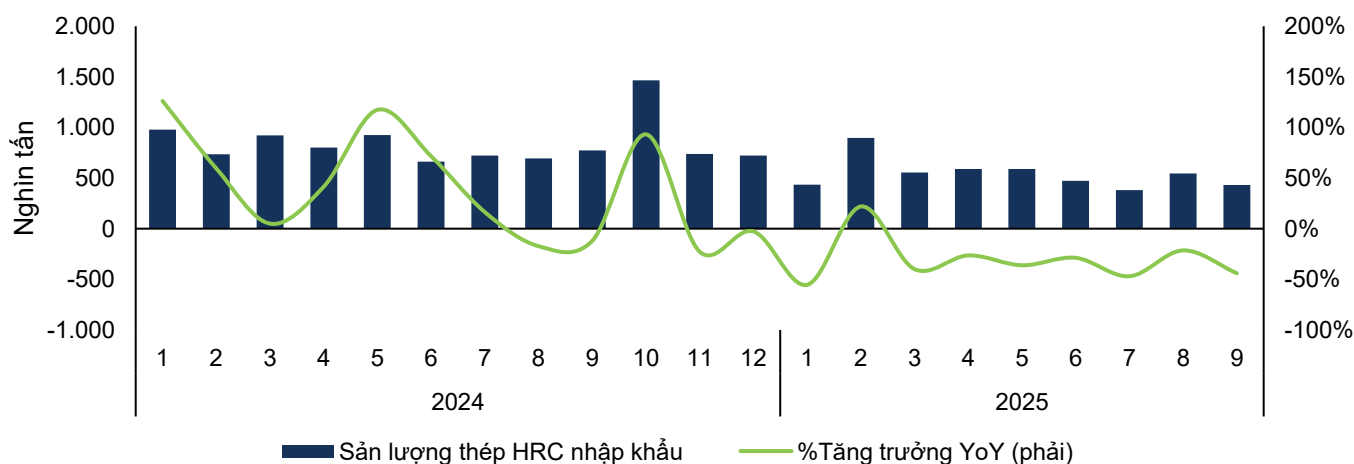


Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

2. Chi phí đầu vào dự báo tăng do dần mất đi nguồn thép HRC nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc

Nhập khẩu thép HRC giảm mạnh do Trung Quốc chính thức bị áp thuế chống bán phá giá (CBPG) – đặc biệt quan trọng với ngành gia công có biên lợi nhuận mỏng như tôn mạ. Giai đoạn 2020 – 2024, Trung Quốc là nhà cung cấp thép HRC chính của Việt Nam khi chiếm hơn 70% sản lượng nhập khẩu hàng năm trong bối cảnh thị trường nội địa thiếu hụt nguồn cung. Việc sử dụng thép HRC nhập khẩu còn giúp các doanh nghiệp tôn mạ cắt giảm chi phí khi giá thép Trung Quốc luôn rẻ hơn từ 5 – 8% so với giá của Công ty TNHH Formosa Hà Tĩnh (Formosa) và CTCP Tập Đoàn Hòa Phát (HSX: HPG) (hai đơn vị trong nước duy nhất có thể tự sản xuất được thép HRC). Tuy nhiên, sản lượng thép HRC nhập khẩu đang trong xu hướng sụt giảm mạnh kể từ đầu năm do Trung Quốc bị áp thuế CBPG tạm thời và chính thức lần lượt vào tháng 02/2025 và tháng 07/2025. Sản lượng thép HRC nhập khẩu về Việt Nam 9T2025 đã giảm -32,1% YoY (4,9 triệu tấn).

Biểu đồ 11: Nhập khẩu thép HRC đã sụt giảm mạnh trong 9T2025



Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPTS tổng hợp

Dự kiến HPG sẽ trở thành nhà cung cấp thép HRC chính kể từ năm 2025 do (1) HPG đã có quy mô sản xuất thép HRC lớn nhất cả nước (8,6 triệu tấn/năm, chiếm 62,3% công suất toàn ngành) khi vận hành toàn bộ dự án Khu liên hiệp (KLH) Dung Quất 2 vào tháng 09/2025, và **(2)** dự kiến nguồn cung từ Trung Quốc sẽ sụt giảm mạnh hơn nữa khi Bộ Công Thương đã tiếp nhận hồ sơ yêu cầu điều tra chống lẩn tránh thép HRC của nước này từ HPG và Formosa do diễn ra tình trạng nhập khẩu thép khổ rộng để lách thuế CBPG.

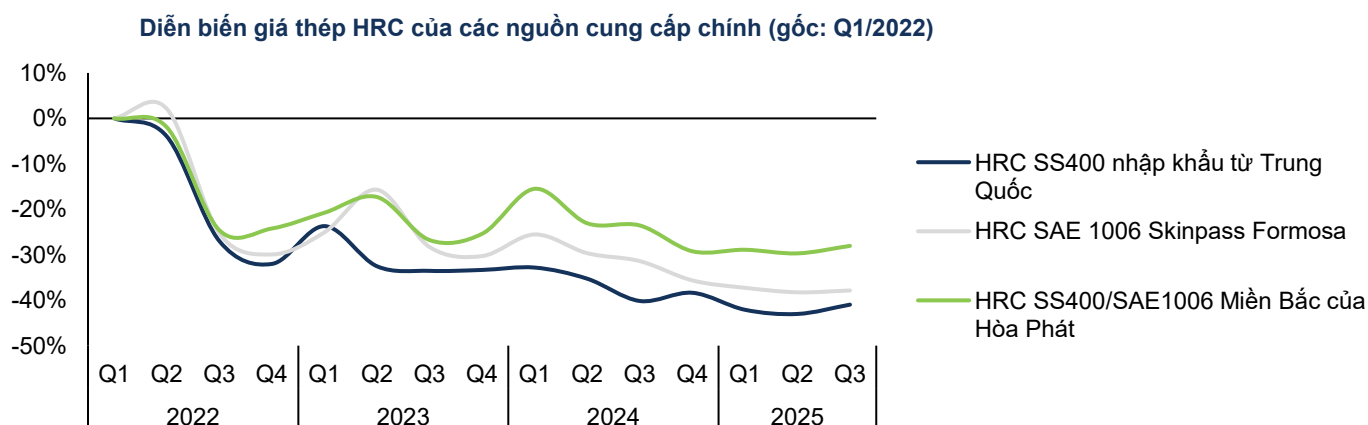
Bảng 2: Chi tiết vụ việc AD20 về điều tra CBPG thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc

Sản phẩm thuộc diện điều tra CBPG	Thời gian khởi xướng	Tiến độ điều tra	Mức thuế và thời hạn áp dụng	Quốc gia
Thép HRC có chiều rộng không quá 1.880 mm (Số hiệu: AD20)	26/07/2024 theo Quyết định số 1985/QĐ-BCT	Áp thuế chính thức kể từ 06/07/2025 theo Quyết định số 1959/QĐ-BCT	23,10% - 27,83% với thời hạn 5 năm	Trung Quốc (72,6% sản lượng 2024)

Nguồn: Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Theo đó, giá bán thép HRC nội địa đang phục hồi kể từ Q2/2025 (sau thời điểm chính thức áp thuế CBPG) nhưng vẫn duy trì ở mức thấp khi nhu cầu thép Trung Quốc tiếp tục suy yếu. Thị trường nhà đất Trung Quốc đã chìm trong khủng hoảng kể từ 2H2022 đến nay do chính phủ thực hiện thắt chặt tín dụng khiến các doanh nghiệp bất động sản – vốn đã sử dụng nhiều đòn bẩy – không thể vay thêm vốn, từ đó kéo theo nhu cầu xây dựng và vật liệu xây dựng sụt giảm mạnh. Điều này đã tác động tiêu cực tới giá thép thế giới do **(1)** Trung Quốc sở hữu hơn 50% thị phần sản xuất và tiêu thụ thép toàn cầu giai đoạn 2020 – 2024, theo WorldSteel **(2)** Trung Quốc buộc phải đẩy mạnh xuất khẩu do ngành thép nước này dư cung, và **(3)** thép Trung Quốc xuất khẩu có lợi thế cạnh tranh về giá nhờ chi phí sản xuất thấp.

Kết thúc Q3/2025, giá thép HRC tại Việt Nam đã bắt đầu tăng từ đáy, đạt lần lượt 490 USD/tấn (-1,3% YoY & +3,6% QoQ) với giá thép nhập khẩu từ Trung Quốc, 522 USD/tấn (-9,4% YoY & +0,6% QoQ) với giá thép Formosa và 13.523 VND/kg (-5,9% YoY & +2,3% QoQ) với giá thép HPG.

Biểu đồ 12: Giá thép HRC tại Việt Nam tiếp tục xu hướng giảm trong 9T2025


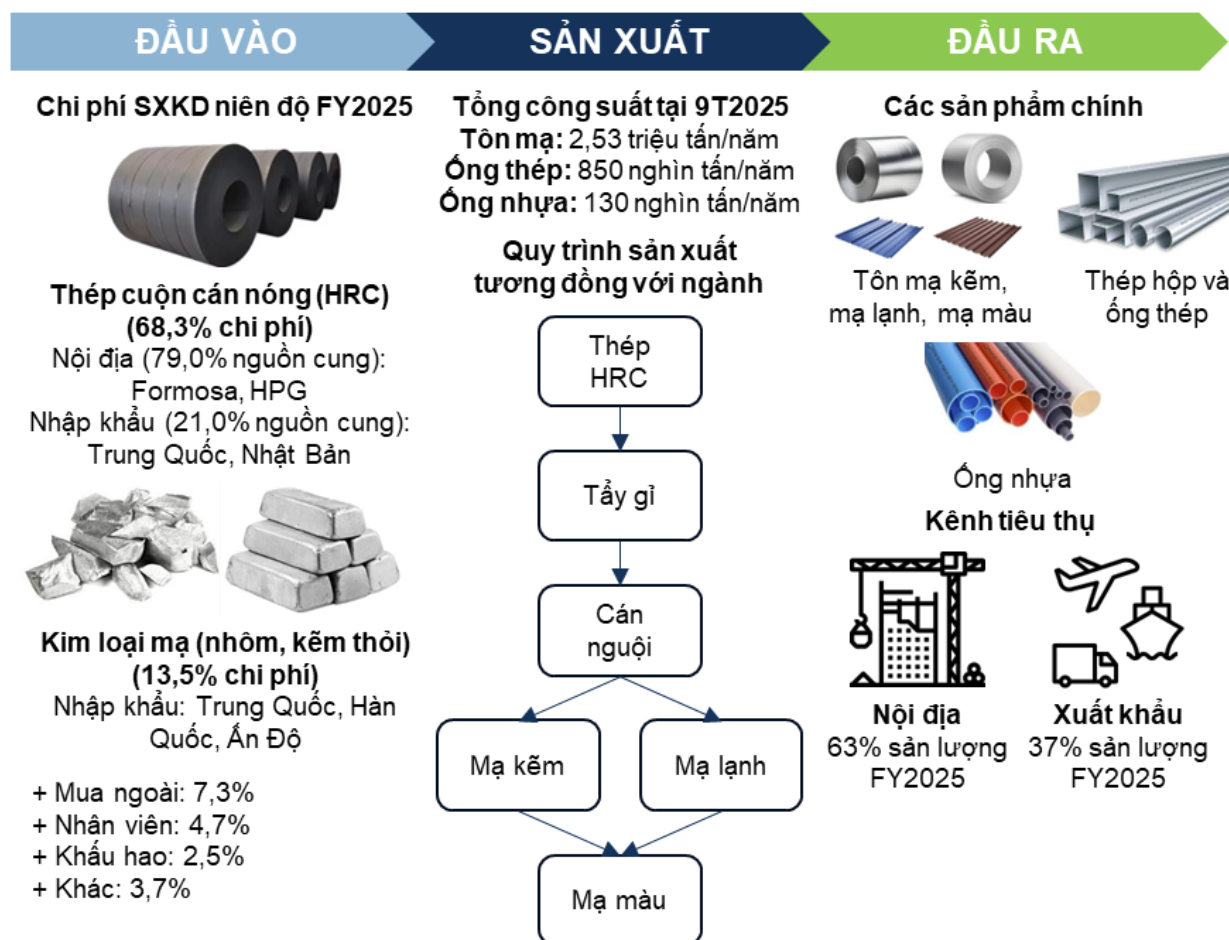
Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của HSG

Chuỗi giá trị và tình hình hoạt động kinh doanh của HSG nhìn chung tương đồng với ngành. Kết thúc niên độ tài chính¹ FY2025, doanh thu thuần hợp nhất và biên lợi nhuận gộp của HSG đạt lần lượt 36.538 tỷ VND (-5,0% YoY) và 12,4% (+1,5 đpt YoY) chủ yếu do diễn biến trái chiều của hai kênh tiêu thụ chính khi nhu cầu nội địa khả quan trong bối cảnh xuất khẩu tôn mạ gặp nhiều khó khăn.

Ảnh 2: Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của HSG



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Đầu vào: Nguyên vật liệu chiếm 81,8% trong cơ cấu chi phí sản xuất của HSG. Trong đó, thép HRC là nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất với tỷ trọng chi phí ước đạt 68,3% tại FY2025.

Sản xuất: Quy trình sản xuất của HSG tương đồng với ngành, với công suất tôn mạ (đạt 2,53 triệu tấn/năm) và ống thép (đạt 850 nghìn tấn/năm) thuộc nhóm đứng đầu cả nước. Tuy nhiên, tỷ lệ công suất huy động hàng năm đang duy trì thấp do ngành dư cung.

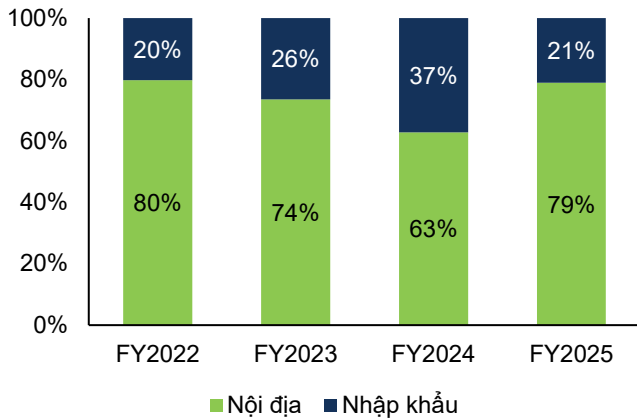
Đầu ra: Tương tự ngành, cơ cấu tiêu thụ của HSG đang có sự chuyển dịch từ thị trường xuất khẩu sang nội địa do tác động tiêu cực từ các chính sách bảo hộ thương mại thép với tỷ trọng nội địa: xuất khẩu tại FY2025 là 63:37. Riêng đối với kênh nội địa, HSG có giá bán đầu ra cao nhất ngành nhờ triển khai bán lẻ qua chuỗi Hoa Sen Home.

¹ Niên độ tài chính của HSG bắt đầu từ ngày 30 tháng 09 năm trước tới ngày 01 tháng 10 năm sau.

2. Đầu vào – Chi phí sản xuất tăng do dần mất đi nguồn thép HRC nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc

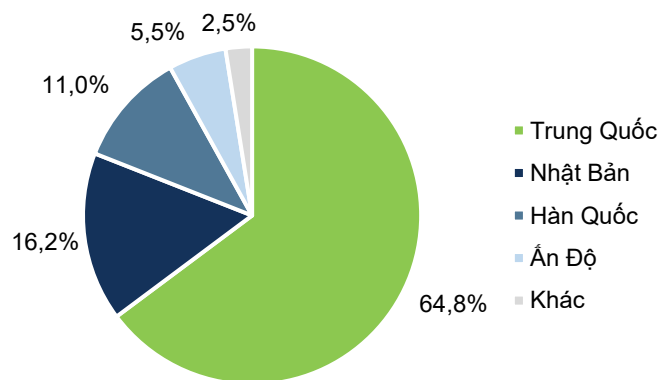
Khoảng 74% tổng sản lượng thép HRC đầu vào giai đoạn FY2022 – FY2025 của HSG tới từ nội địa với hai nhà cung cấp là HPG và Formosa. Nguồn nhập khẩu chiếm 26% còn lại và chủ yếu mua từ Trung Quốc.

Biểu đồ 13: Thép HRC nội địa là nguồn cung nguyên liệu đầu vào chính của HSG



Nguồn: HSG, Giathepton, FPTTS tổng hợp và ước tính

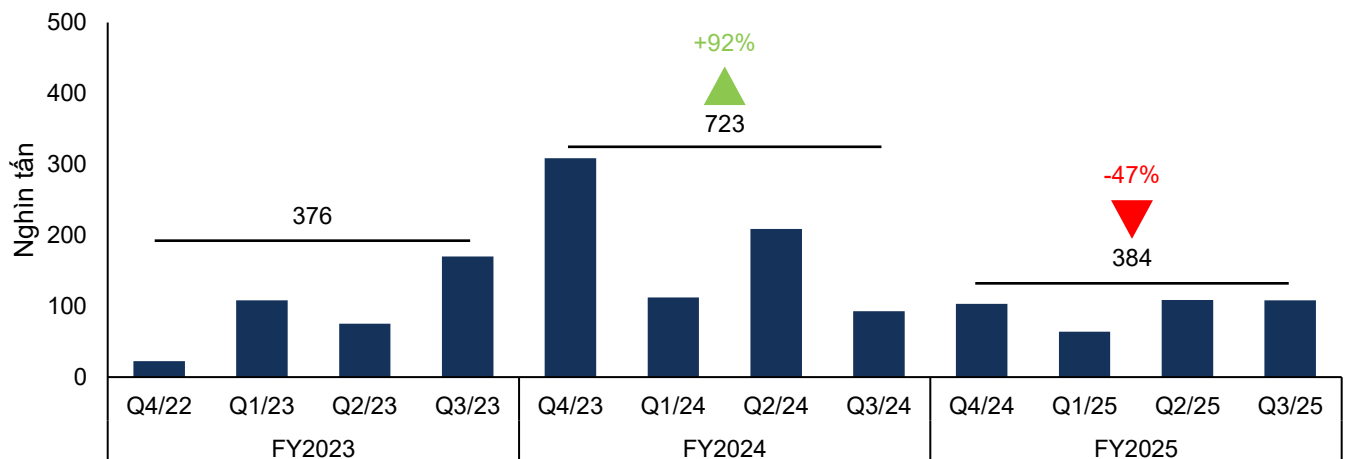
Biểu đồ 14: Trung Quốc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong nguồn thép HRC nhập khẩu niên độ FY2024



Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPTTS tổng hợp

Nguồn nhập khẩu giảm mạnh trong FY2025 do thép Trung Quốc bị áp thuế CBPG. Tỷ trọng nhập khẩu đạt đỉnh trong FY2024 khi giá thép HRC nhập khẩu giảm mạnh hơn nhiều so với HRC nội địa (chạm đáy 5 năm gần nhất), đủ bù đắp cho các chi phí trung gian như vận chuyển, xếp dỡ và thuế quan. Tới FY2025, sản lượng thép HRC nhập khẩu của HSG đã giảm mạnh -46,8% YoY (384 nghìn tấn) do thép Trung Quốc bị áp thuế CBPG kể từ đầu năm 2025. Thuế CBPG ước tính khiến tổng chi phí thép HRC niên độ FY2025 của HSG cao hơn +0,8% (187 tỷ đồng – tương đương 26% LNST FY2025) so với sử dụng nguồn nhập khẩu. [\(Xem thêm tại Phụ lục: So sánh chi phí thép HRC nội địa và nhập khẩu của HSG trong FY2025\).](#)

Biểu đồ 15: Nhập khẩu thép HRC của HSG sụt giảm mạnh trong FY2025



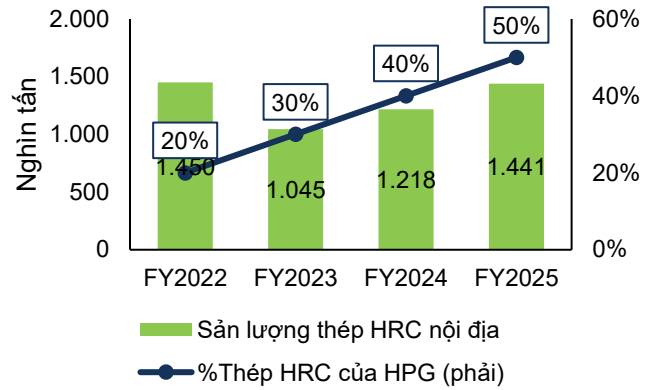
Nguồn: Tổng cục Hải quan, Giathepton, FPTTS tổng hợp

Nhập khẩu thép HRC dự kiến có thể bị thắt chặt hơn nữa khi Bộ Công Thương khởi xướng điều tra chống lẩn tránh phòng vệ thương mại (PVTM) đối với một số sản phẩm thép HRC khổ rộng (kích thước lớn hơn 1.880 mm) xuất xứ từ Trung Quốc theo yêu cầu của CTCP Thép Hòa Phát Dung Quất và Công ty TNHH Gang Thép Hưng Hiệp Formosa vào tháng 10 vừa qua. Sau khi áp thuế CBPG tạm thời và chính thức đối với thép HRC kích thước nhỏ hơn 1.880 mm vào tháng 02/2025 và tháng 07/2025, sản lượng thép HRC khổ rộng nhập khẩu vào Việt Nam đã tăng đột biến với lũy kế 7T2025 đạt 832 nghìn tấn, cao gấp 18,9 lần so với cùng kỳ (cập nhật gần nhất).

Chi phí sản xuất dự phóng tăng trong dài hạn khi buộc phải chuyển sang sử dụng thép HRC nội địa giá cao. Chúng tôi đánh giá khả năng Trung Quốc bị áp thêm thuế chống lẩn tránh PVTM là rất cao do thép HRC khổ rộng chỉ là thép HRC thông thường có kích thước lớn hơn. Theo đó, thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ chịu áp lực thuế quan kép và dự kiến sẽ làm tăng chi phí sản xuất của HSG trong dài hạn do (1) giá thép HRC nhập khẩu FY2024 rẻ hơn 5 – 8% so với thép nội địa (2) thời hạn áp thuế chống lẩn tránh PVTM sẽ dựa trên thời hạn của thuế CBPG, trong trường hợp này là 5 năm tới năm 2030.

Dự kiến HSG sẽ dần phụ thuộc vào nguồn thép HRC nội địa từ HPG. Trước đó, Formosa là nhà cung cấp nội địa chính của HSG do đây là đơn vị duy nhất có thể tự sản xuất được thép HRC. Kể từ FY2022, HSG có thêm nguồn từ HPG khi doanh nghiệp này triển các dự án KLH Dung Quất 1 và Dung Quất 2. Chúng tôi đánh giá HPG sẽ trở thành nhà cung cấp thép HRC chính trong nước kể từ FY2025 do (1) giá bán thép HRC của HPG luôn rẻ hơn từ 5 – 8% so với Formosa do tự chủ được một phần nguyên liệu và (2) HPG đã trở thành nhà sản xuất thép HRC có quy mô lớn nhất cả nước (8,6 triệu tấn/năm) nhờ vận hành toàn bộ KLH Dung Quất 2 vào tháng 09/2025.

Biểu đồ 16: Tỷ trọng thép HRC của HPG ước tăng dần trong cơ cấu nguồn cung nội địa của HSG



Nguồn: HSG, FPTTS tổng hợp và ước tính

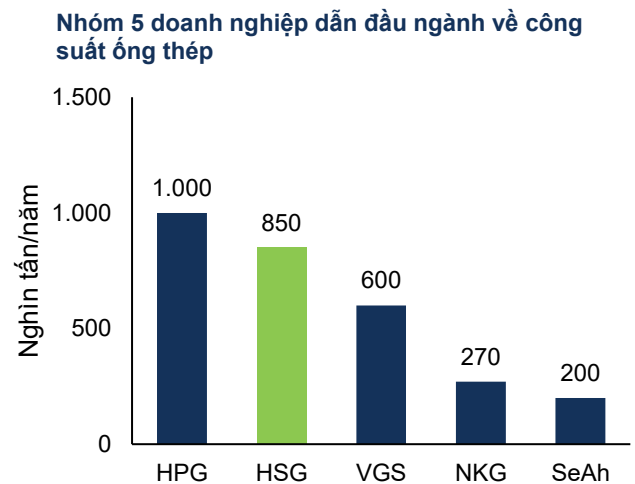
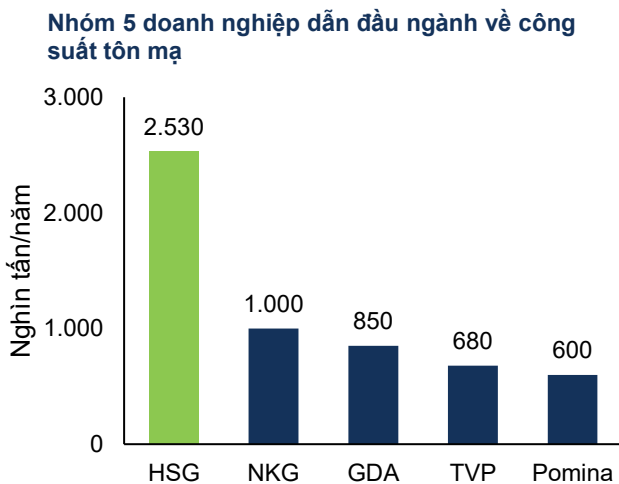
3. Sản xuất – Tỷ lệ huy động công suất duy trì ở mức thấp do ngành dư cung trầm trọng

Quy trình sản xuất của HSG đơn giản và tương đồng với ngành khi gia công lên thép HRC để tạo ra tôn mạ và ống thép thành phẩm. Điều này dẫn tới toàn ngành nói chung và HSG nói riêng chủ yếu cạnh tranh về đầu ra khi hoạt động đầu vào cùng sản xuất không khác biệt đáng kể.

Quy mô sản xuất của HSG nằm trong nhóm lớn nhất cả nước. Đối với tôn mạ, HSG hiện sở hữu 3 dây chuyền sản xuất với tổng công suất đạt 2,53 triệu tấn/năm (ước chiếm 33,7% công suất toàn ngành), đặt tại khu vực miền Trung (Nghệ An) và miền Nam (Bình Định, Đồng Nai). Đối với ống thép, công suất thiết kế của HSG xếp thứ hai cả nước (chỉ sau HPG) với 5 dây chuyền sản xuất với tổng công suất đạt 850 nghìn tấn/năm.

Trong giai đoạn FY2021 – FY2025, HSG chỉ huy động bình quân 57,8% công suất tôn mạ và 44,0% công suất ống thép do thị trường nội địa cạnh tranh gay gắt và nhu cầu xuất khẩu kém khả quan.

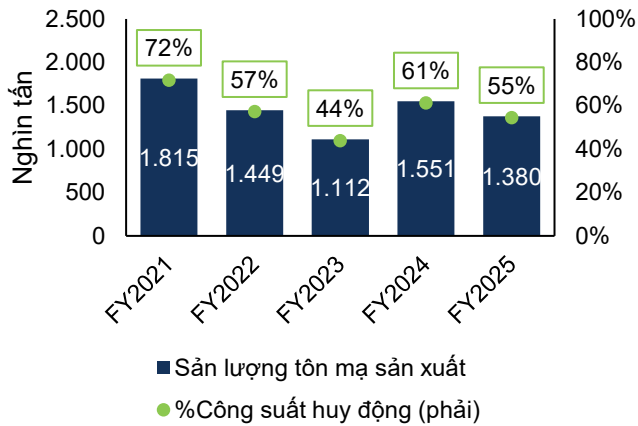
Biểu đồ 17: Công suất HSG đứng đầu cả nước về tôn mạ và thứ hai về ống thép



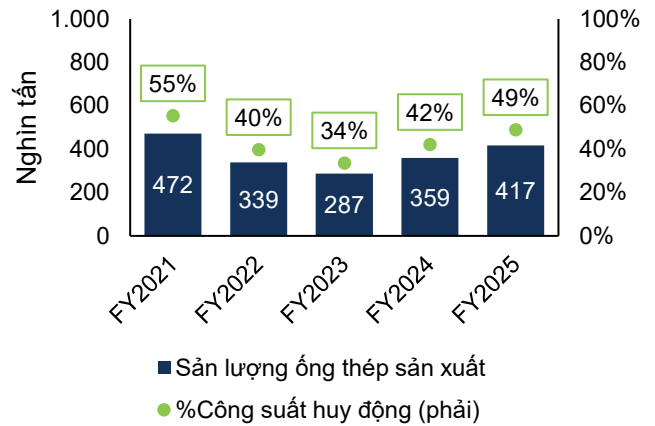
Nguồn: VSA, FPTTS tổng hợp

Đối với tôn mạ (ước chiếm 78% doanh thu FY2025), tỷ lệ công suất huy động duy thấp do bối cảnh dư cung của ngành và vẫn đang giảm do xuất khẩu gặp khó. Nhu cầu tôn mạ toàn ngành chỉ đáp ứng bình quân ~68% công suất thiết kế trong giai đoạn 2020 – 2024 và vẫn phải cạnh tranh với thép nhập khẩu. Đối với HSG, sản lượng và tỷ lệ công suất tôn mạ huy động FY2025 đã giảm lần lượt -11,0% YoY (đạt 1,3 triệu tấn) và -6,8 đpt YoY (đạt 54,5%) do xuất khẩu gặp nhiều khó khăn từ làn sóng bảo hộ thương mại tại các thị trường chính.

Đối với ống thép (ước chiếm 22% doanh thu FY2025), sản lượng sản xuất đang trong xu hướng tăng dần nhờ nhu cầu nội địa cải thiện. Tương tự tôn mạ, tình trạng dư cung cũng khiến tỷ lệ công suất huy động của ống thép neo thấp khi tổng công suất của nhóm 5 doanh nghiệp dẫn đầu (2,92 triệu tấn/năm) đã đáp ứng bình quân 115 – 120% tổng nhu cầu tiêu thụ hàng năm (2,4 – 2,5 triệu tấn/năm) trong giai đoạn FY2021 – FY2025. Đối với HSG, sản lượng ống thép đang có xu hướng tăng dần kể từ FY2023 theo biến động của tăng trưởng xây dựng trong nước. Kết thúc FY2025, sản lượng và tỷ lệ huy động công suất ống thép của HSG đã tăng lần lượt +16,2% YoY (đạt 417 nghìn tấn) và +6,8 đpt YoY (đạt 48,9%) nhờ nhu cầu xây dựng trong nước khả quan.

Biểu đồ 18: Sản xuất tôn mạ sụt giảm do hoạt động xuất khẩu kém khả quan


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 19: Sản xuất ống thép tích cực với động lực từ nhu cầu xây dựng nội địa


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

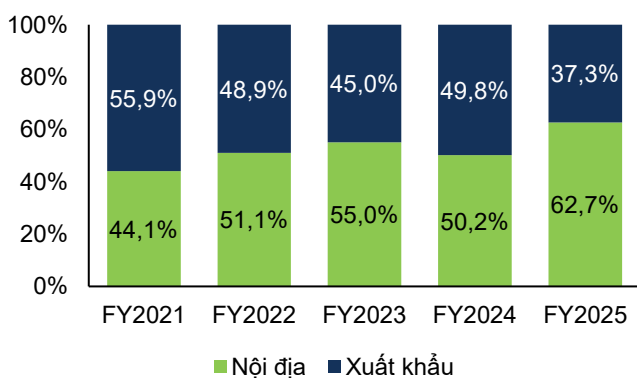
4. Đầu ra – Tôn mạ là sản phẩm chính và đang chuyển dịch sang tập trung tiêu thụ nội địa

Sản phẩm đầu ra chính của HSG là các sản phẩm tôn mạ (tôn mạ kẽm, mạ lạnh, mạ màu) và ống thép (ống thép mạ kẽm, ống thép đen). Sản phẩm tôn mạ được tiêu thụ tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu trong khi sản phẩm ống thép sẽ chỉ tập trung tiêu thụ tại thị trường nội địa.

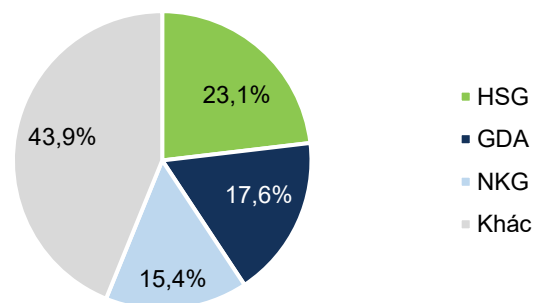
Đối với thị trường nội địa, các sản phẩm của HSG đang chủ yếu phục vụ cho hoạt động xây dựng nhà ở và xây dựng công nghiệp với tỷ trọng ước chiếm 80% nhu cầu tiêu thụ, 20% còn lại đến từ các nhu cầu sản xuất khác (nội thất, ô tô,...) ([Xem thêm phần Tổng quan ngành tại Báo cáo định giá lần đầu mã NKG T07/2025](#)). Hiện HSG đang sở hữu thị phần tôn mạ nội địa lớn nhất ngành với 23,1% tại 9T2025.

Đối với thị trường xuất khẩu, HSG hiện tập trung tiêu thụ tại ba khu vực Châu Á, Châu Âu và Châu Mỹ với tổng tỷ trọng ước chiếm 91,2% sản lượng xuất khẩu FY2025.

Trong giai đoạn FY2021 – FY2025, cơ cấu tiêu thụ của HSG có sự thay đổi đáng kể khi thị trường nội địa dần trở thành kênh tiêu thụ chính trong bối cảnh xuất khẩu ngày càng kém khả quan do (1) nhu cầu tôn mạ tại các thị trường xuất khẩu chính sụt giảm mạnh hậu đại dịch Covid-19, và (2) làn sóng bảo hộ thương mại sắt thép được đẩy mạnh trong giai đoạn FY2024 – FY2025

Biểu đồ 20: Thị trường nội địa đang dần trở thành kênh tiêu thụ chính của HSG


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 21: HSG sở hữu thị phần tôn mạ nội địa lớn nhất cả nước tại 9T2025


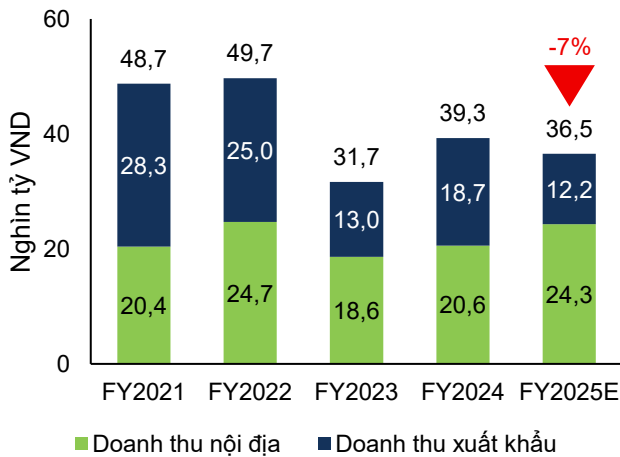
Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

4.1. Kết quả HSG chịu ảnh hưởng tiêu cực thấp nhất ngành nhờ thị trường nội địa

Kết thúc FY2025, doanh thu thuần của HSG chỉ giảm -7,0% YoY (đạt 36.537 tỷ VND) trong khi biên lợi nhuận gộp (LNG) tăng +1,5 đpt YoY (đạt 12,4%) nhờ thị trường nội địa bù đắp một phần tác động tiêu cực của hoạt động xuất khẩu. Tổng sản lượng tiêu thụ của HSG giảm -7,5% YoY (đạt 1,8 triệu tấn) trong FY2025 cũng do ảnh hưởng từ xuất khẩu nhưng nhẹ hơn so với ngành nhờ (1) sở hữu thị phần tôn mạ nội địa lớn nhất cả nước (2) giá bán nội địa cao hơn trung bình ngành nhờ triển khai bán lẻ và (3) tỷ trọng của Mỹ trong cơ cấu sản lượng xuất khẩu của HSG thấp.

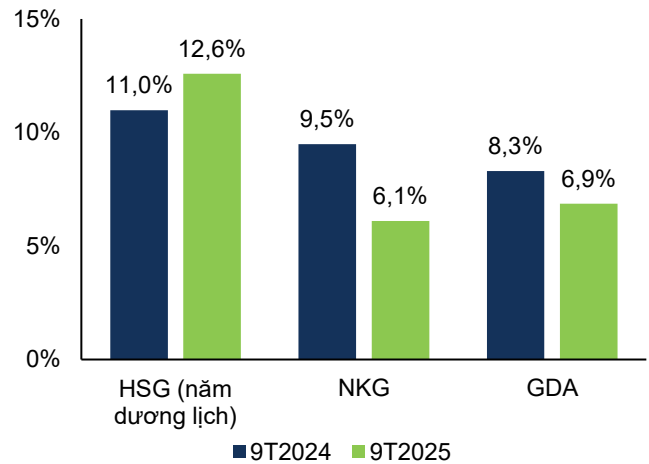
Xét riêng 9T2025 trong nhóm doanh nghiệp niêm yết, chỉ có biên lợi nhuận gộp của HSG ghi nhận tăng +1,6 đpt YoY, trong khi NKG và GDA ghi nhận mức giảm lần lượt -3,4 đpt YoY và -1,4 đpt YoY.

Biểu đồ 22: Doanh thu thuần FY2025 của HSG chỉ giảm -7,0% YoY nhờ thị trường nội địa khả quan



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 23: Chỉ duy nhất biên LNG của HSG ghi nhận tăng trưởng trong 9T2025

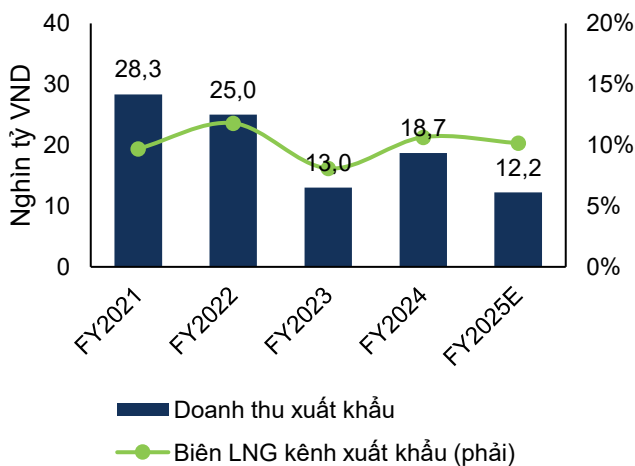


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

4.1.1. Kênh xuất khẩu – Cả sản lượng và giá bán sụt giảm do các chính sách hạn chế thương mại thép
Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp (LNG) kênh xuất khẩu FY2025 của HSG giảm lần lượt -34,7% YoY (đạt 12.214 tỷ VND) và -0,5 đpt YoY (đạt 10,2%) do tác động tiêu cực từ cả sản lượng tiêu thụ và giá bán.

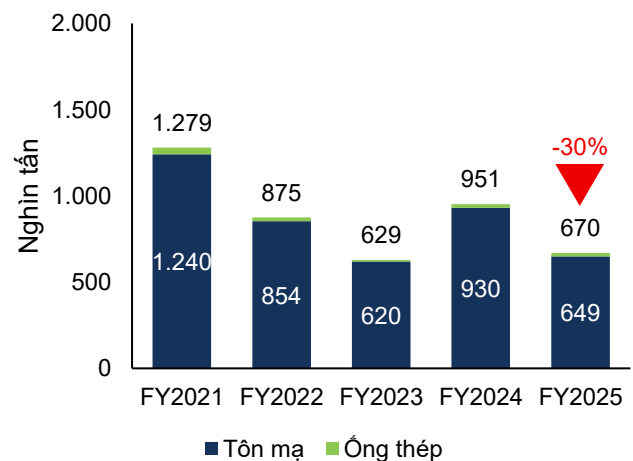
Về sản lượng tiêu thụ: Trong giai đoạn FY2021 – FY2025, sản lượng xuất khẩu đang giảm dần với tốc độ **CAGR đạt -14,9%/năm**. Nguyên nhân chủ yếu do (1) nhu cầu tôn mạ suy yếu tại các thị trường chính như EU, Mỹ và ASEAN sau FY2021 do tình trạng dư thừa từ xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu thép nhằm thúc đẩy phát triển hạ tầng hậu Covid-19, và (2) các chính sách thắt chặt nhập khẩu thép tại Mỹ và EU cùng áp lực cạnh tranh về giá gia tăng từ tôn mạ Trung Quốc. **Trong FY2025, sản lượng xuất khẩu của HSG đã giảm -29,5% YoY (đạt 670 nghìn tấn).**

Biểu đồ 24: Cả doanh thu thuần và biên LNG kênh xuất khẩu giảm đáng kể trong FY2025



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp và ước tính

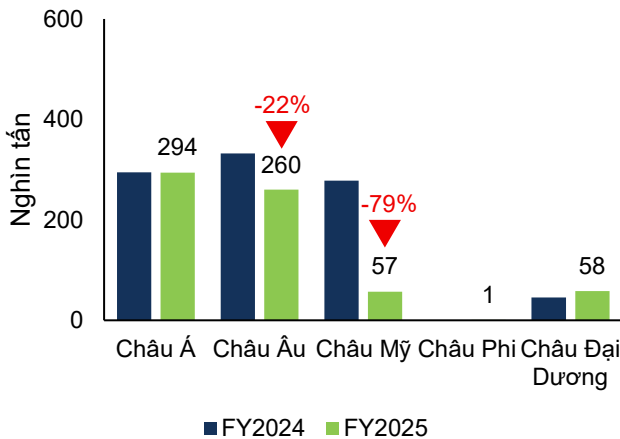
Biểu đồ 25: Sản lượng xuất khẩu của HSG giảm dần trong giai đoạn FY2021 – FY2025



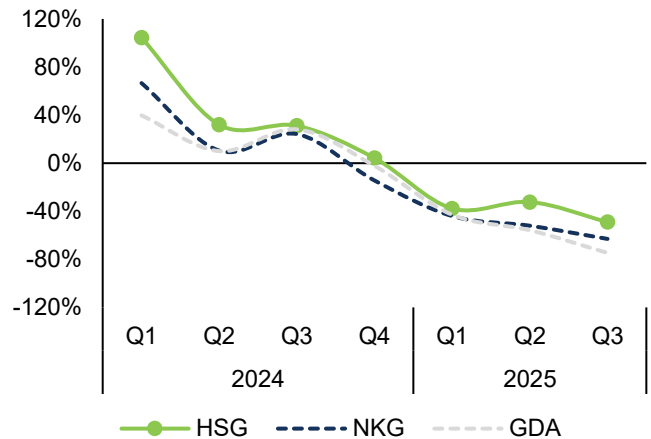
Nguồn: HSG, Giathepton, FPTS tổng hợp

Xét theo từng thị trường, xuất khẩu sang Châu Mỹ và Châu Âu ước giảm mạnh nhất trong FY2025, lần lượt -79,4% YoY (đạt 57 nghìn tấn) và -21,7% YoY (đạt 260 nghìn tấn). Riêng đối với Châu Mỹ, phía HSG chia sẻ sẽ đã dừng xuất khẩu sang Mỹ kể từ tháng 09/2024 sau khi nước này điều tra CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu.

So sánh trong nhóm doanh nghiệp niêm yết, sản lượng xuất khẩu của HSG có mức giảm nhẹ nhất trong 9T2025. Sản lượng tôn mạ xuất khẩu 9T2025 của HSG giảm -39,5% YoY, thấp hơn đáng kể so với mức giảm -52,7% YoY của NKG và -57,4% YoY của GDA. Nguyên nhân chủ yếu do Châu Mỹ chiếm lần lượt 35% và 40% trong cơ cấu sản lượng xuất khẩu của NKG và GDA trong năm 2024, cao hơn so với mức 29% của HSG (theo VSA). Điều này khiến các doanh nghiệp trên chịu ảnh hưởng nặng nề hơn HSG từ các chính sách bảo hộ thương mại thép và tôn mạ của Mỹ.

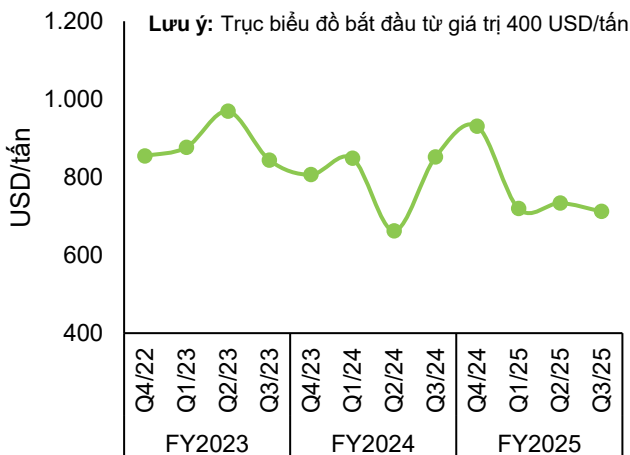
Biểu đồ 26: Sản lượng xuất khẩu của HSG giảm mạnh nhất tại Châu Mỹ và Châu Âu trong FY2025


Nguồn: HSG, Tổng cục Hải quan, FPTs tổng hợp và ước tính

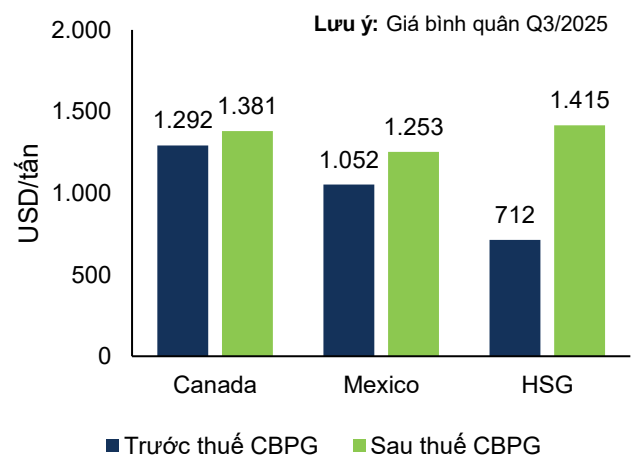
Biểu đồ 27: Xuất khẩu Q3/2025 của HSG có mức giảm YoY nhẹ nhất nhóm doanh nghiệp niêm yết


Nguồn: VSA, FPTs tổng hợp

Về giá bán xuất khẩu: Tương tự ngành, nhu cầu tại các thị trường chính suy yếu, giá HRC duy trì ở mức thấp cùng gia tăng cạnh tranh với thép Trung Quốc cũng làm giảm giá tôn mạ xuất khẩu của HSG. Kết thúc FY2025, giá tôn mạ xuất khẩu bình quân của HSG ghi nhận giảm -2,3% YoY (đạt 774 USD/tấn). Riêng tại thị trường Mỹ, giá tôn mạ Việt Nam nói chung và của HSG nói riêng đã mất đi lợi thế cạnh tranh về giá khi chính thức bị áp thuế CBPG vào tháng 08/2025 với thuế suất cao nhất (87,1% - 110,2%) trong các quốc gia bị điều tra. Theo chúng tôi ước tính, giá tôn mạ xuất khẩu sang Mỹ của HSG tại Q3/2025 đang cao hơn lần lượt 2,5% và 12,9% so với giá xuất khẩu của Canada (chịu thuế suất 5,6% - 8,1%) và Mexico (chịu thuế suất 14,2% - 24,1%).

Biểu đồ 28: Giá xuất khẩu FY2025 của HSG giảm mạnh do ảnh hưởng từ các chính sách bảo hộ


Nguồn: Giathepton, HSG, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 29: Giá tôn xuất khẩu của HSG hậu thuế CBPG vào Mỹ cao nhất trong các nước bị điều tra


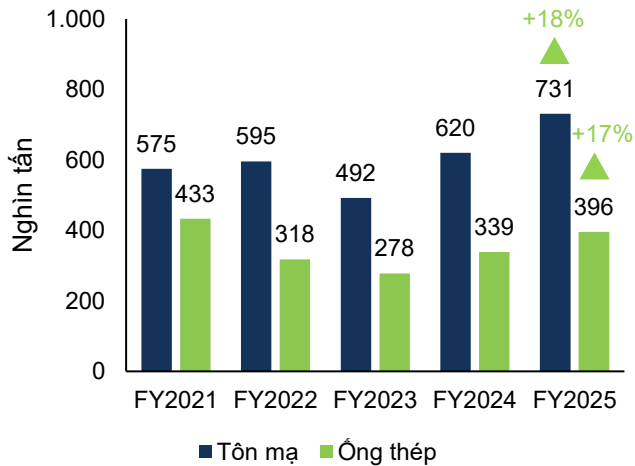
Nguồn: USITC, FPTs tổng hợp và ước tính

4.1.2. Kênh nội địa – Khả quan nhờ nhu cầu xây dựng tích cực và thị trường trong nước được bảo hộ

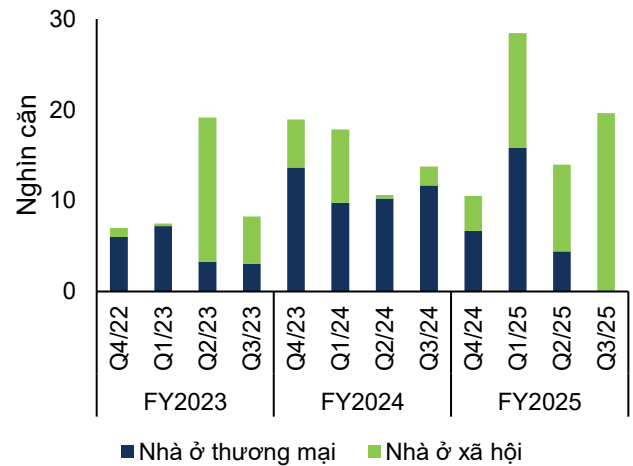
Trái với kênh xuất khẩu, doanh thu thuần và biên LNG kênh nội địa FY2025 của HSG tăng lần lượt +18,2% YoY (đạt 24.324 tỷ VND) và +2,4 đpt YoY (đạt 13,5%) nhờ hưởng lợi kép từ nhu cầu tăng và trong nước được bảo hộ khỏi thép nhập khẩu.

Về sản lượng tiêu thụ: Tiêu thụ nội địa đang trong xu hướng tăng dần kể từ FY2023 đến nay với động lực tới từ tăng trưởng xây dựng trong nước. Trong giai đoạn FY2024 – FY2025, nhiều nút thắt pháp lý được khơi thông khi Luật Đất đai (sửa đổi) có hiệu lực, từ đó giúp nguồn cung bất động sản phục hồi với quy mô các dự án được cấp phép đã tăng mạnh lần lượt +146,1% YoY (61.154 căn) trong FY2024 và +118,6% YoY (72.553 căn) trong FY2025².

² Bộ Xây Dựng không công bố quy mô các dự án nhà ở thương mại được cấp phép mới trong Q3/2025. Tuy nhiên, chỉ riêng số lượng nhà ở xã hội được cấp phép đã tăng +42,8% YoY so với tổng nguồn cung mới cùng kỳ.

Biểu đồ 30: Tiêu thụ nội địa của cả tôn mạ và ống thép tăng trưởng tích cực trong FY2025


Nguồn: HSG, FPTs tổng hợp

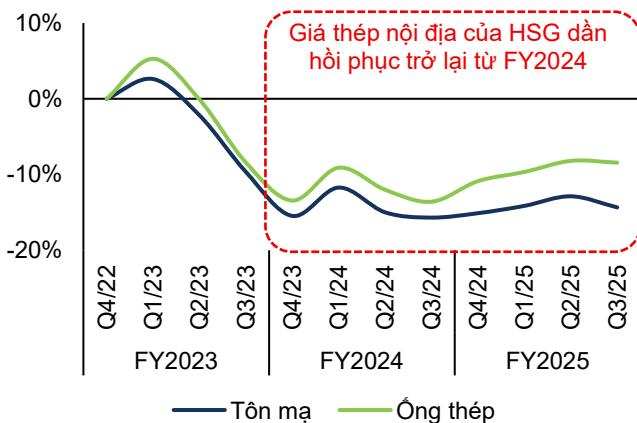
Biểu đồ 31: Quy mô các dự án nhà ở được cấp phép xây dựng tiếp tục tăng mạnh trong FY2025


Nguồn: Bộ Xây Dựng, FPTs tổng hợp

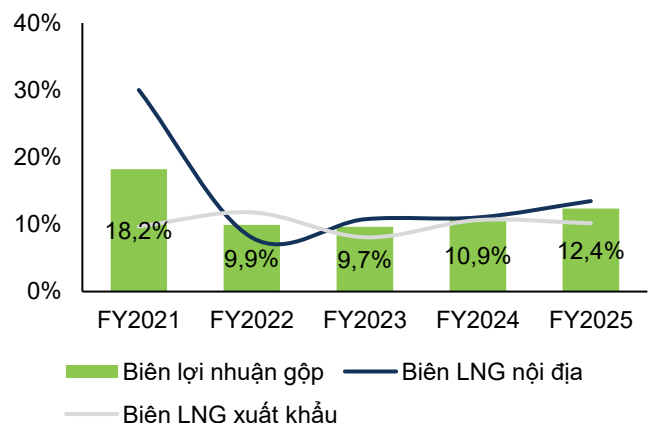
Nhờ vậy, sản lượng nội địa của cả tôn mạ và ống thép của HSG tăng trưởng khả quan trong FY2025, tăng lần lượt +17,8% YoY (đạt 731 nghìn tấn) và +16,8% YoY (đạt 396 nghìn tấn). Riêng tôn mạ được hưởng lợi kép khi Bộ Công Thương áp thuế CBPG tạm thời lên thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc kể từ tháng 04/2025.

Về giá bán thép nội địa: Giá bán tôn mạ và ống thép nội địa đang dần cải thiện trở lại nhưng vẫn neo ở mức thấp so với 5 năm gần nhất. Giá bán nội địa có biến động cùng chiều với tăng trưởng xây dựng trong nước khi sụt giảm mạnh trong FY2023 và tăng dần trở lại trong giai đoạn FY2024 – FY2025. Theo đó, tới Q3/2025, giá bán tôn mạ và ống thép của HSG đã tăng lần lượt +1,6% YoY (25.219 VND/kg) và +6,0% YoY (19.600 VND/kg).

Theo đó, biên lợi nhuận gộp FY2025 của HSG cũng đã cải thiện lên 12,4% (+1,5 đpt YoY) với động lực từ kênh nội địa khi nhu cầu hồi phục và giá bán tăng trở lại trong bối cảnh giá nguyên liệu duy trì ở mức thấp.

Biểu đồ 32: Giá bán tôn mạ và ống thép nội địa cải thiện với động lực từ tăng trưởng xây dựng


Nguồn: HSG, Giathepton, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 33: Biên lợi nhuận gộp của HSG cải thiện trong FY2025 chủ yếu nhờ thị trường trong nước


Nguồn: HSG, FPTs tổng hợp

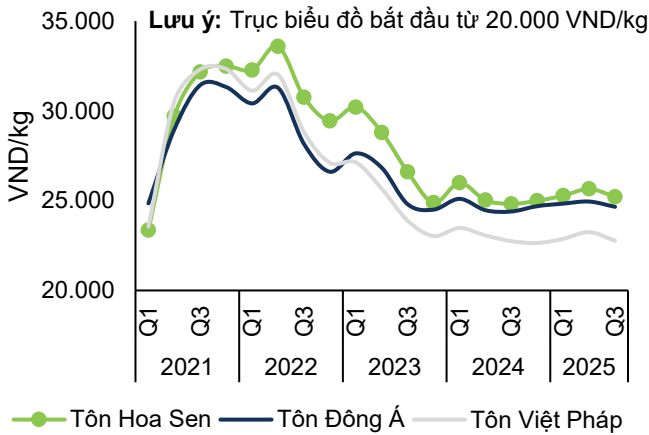
4.2. Triển khai bán lẻ tôn mạ giúp tăng giá bán đầu ra nhưng chưa hiệu quả do đi kèm nhiều chi phí

HSG có giá bán đầu ra cao nhất ngành nhờ sở hữu hệ thống phân phối trực thuộc Hoa Sen Home. HSG đã tái cấu trúc hệ thống phân phối và đưa vào vận hành chuỗi Siêu thị VLXD và Nội thất Hoa Sen Home kể từ đầu năm 2021 với mục tiêu đáp ứng nhu cầu và gia tăng doanh thu từ nhóm khách hàng bán lẻ (B2C), bên cạnh kênh bán buôn hiện hữu (B2B).

Điều này đã khiến giá tôn mạ nội địa và biên lợi nhuận gộp của HSG dần tăng và đạt mức cao nhất ngành khi (1) giá bán lẻ cao hơn bán buôn, và (2) các doanh nghiệp tôn mạ lớn khác (NKG và GDA) chủ yếu bán buôn và chỉ có thể bán lẻ với số lượng nhỏ thông qua đại lý của thương nhân do phải duy trì chính sách chiết khấu cho nhà phân phối. Theo HSG, doanh thu của chuỗi Hoa Sen Home đã lên tới 13.343 tỷ VND, tương đương **33,5% tổng doanh thu và 64,8% doanh thu nội địa** trong FY2024.

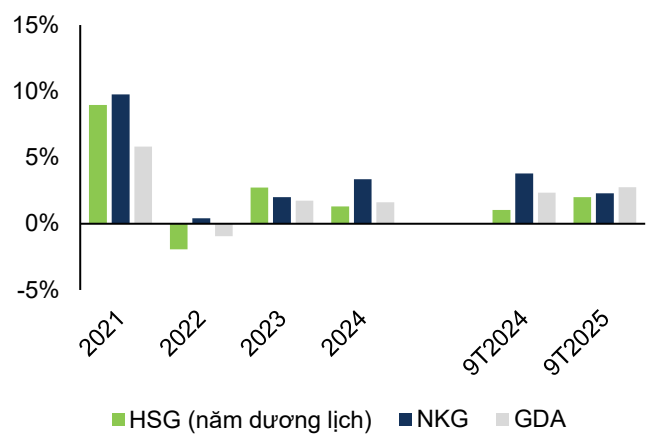
Tới Q3/2025, giá bán tôn mạ bình quân của HSG đạt 25.219 VND/kg, cao hơn lần lượt 2,2% và 9,7% so với giá bán của Tôn Đông Á (GDA) và Tôn Việt Pháp.

Biểu đồ 34: Giá bán tôn mạ nội địa của HSG tăng dần và đạt mức cao nhất ngành kể từ năm 2021



Nguồn: VSA, FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 35: Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh 9T2025 của HSG thấp hơn NKG và GDA



Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, FPTTS tổng hợp

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chiến lược bán lẻ của HSG chưa mang lại hiệu quả khi tỷ suất lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh (EBIT/Doanh thu thuần) duy trì ở mức thấp. Nguyên nhân chủ yếu do hoạt động bán lẻ tôn mạ cũng làm tăng chi phí bán hàng và quản lý khi phải vận chuyển hàng hóa tới các địa điểm phân phối và cần nhiều nhân sự hơn để quản lý. Tại 9T2025, tỷ suất EBIT/Doanh thu thuần của HSG đang thấp nhất trong nhóm doanh nghiệp niêm yết ở mức 2,0% doanh thu thuần so với NKG (2,3%) và GDA (2,8%).

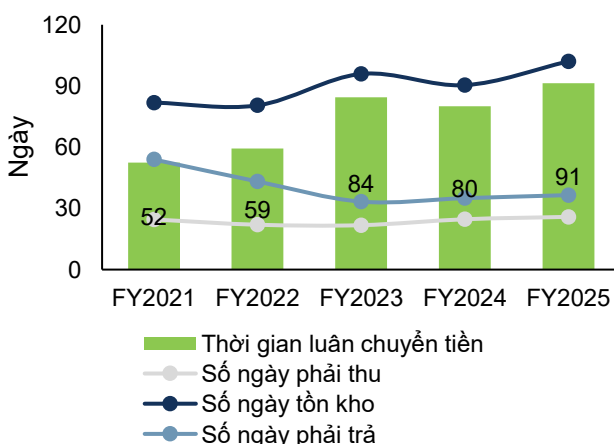
Dự kiến tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu thuần duy trì tăng khi HSG tiếp tục mở rộng chuỗi Hoa Sen Home tới năm 2030 do hiệu quả thấp. Vào tháng 11/2025, HSG đã thông qua thành lập công ty con là CTCP Hoa Sen Home (vốn điều lệ 1.000 tỷ VND) với mục tiêu số lượng siêu thị và doanh thu của toàn chuỗi tăng lần lượt +16,5%/năm (mục tiêu 2030 đạt 300 siêu thị) và +16,4%/năm (mục tiêu 2030 đạt 33.000 tỷ VND).

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Hiệu quả hoạt động 05 niên độ gần nhất có xu hướng giảm dần do xuất khẩu ảm đạm

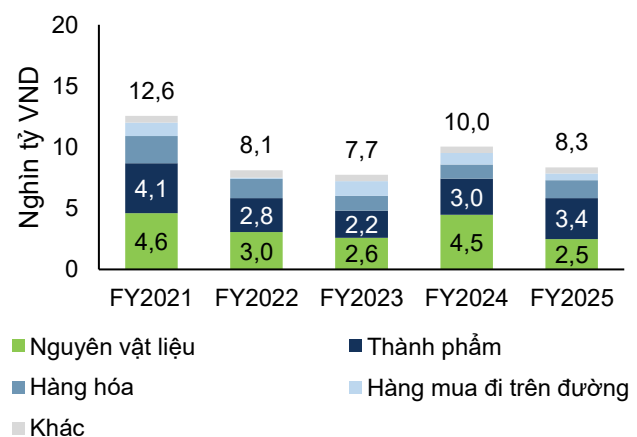
Thời gian luân chuyển tiền mặt của HSG đang có xu hướng tăng dần kể từ FY2021. Tình hình tiêu thụ hậu đại dịch Covid-19 gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là kênh xuất khẩu, đã khiến số ngày tồn kho của NKG tăng mạnh từ 82 ngày vào FY2021 lên 96 ngày vào FY2023. Sang FY2024, số ngày tồn kho giảm nhẹ về 90 ngày nhờ nhu cầu cải thiện tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Tuy nhiên, tới FY2025, số ngày tồn kho đạt đỉnh ở mức 125 ngày chủ yếu do xuất khẩu tôn mạ kém khả quan do ảnh hưởng từ các chính sách bảo hộ thương mại đã khiến giá trị thành phẩm tồn kho niên độ này tăng đáng kể +13,9% YoY (3.370 tỷ VND).

Biểu đồ 36: Thời gian luân chuyển tiền mặt của HSG tăng dần trong 05 niên độ gần nhất



Nguồn: HSG, FPTTS tổng hợp

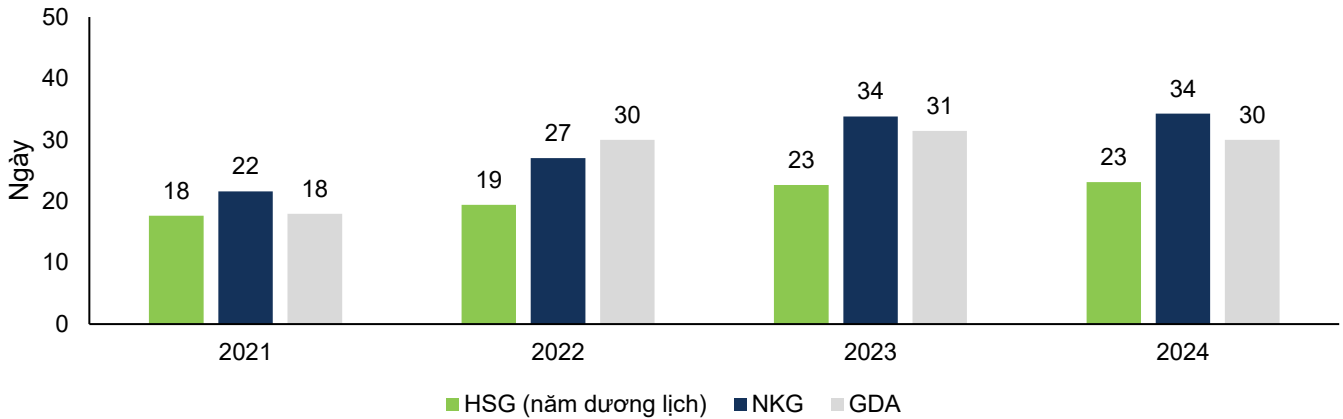
Biểu đồ 37: Giá trị thành phẩm tồn kho FY2025 tăng đáng kể do xuất khẩu ảm đạm



Nguồn: HSG, FPTTS tổng hợp

Bên cạnh đó, HSG cũng sở hữu số ngày phải thu thấp nhất (bình quân đạt 21 ngày trong giai đoạn 2021 – 2024) trong nhóm doanh nghiệp niêm yết nhờ (1) sở hữu kênh bán lẻ tôn mạ nội địa khi khách hàng sẽ thường thanh toán ngay tại thời điểm đặt hàng, và (2) các doanh nghiệp còn lại chủ yếu bán buôn.

Biểu đồ 38: Số ngày phải thu của HSG thấp nhất ngành nhờ bán lẻ tôn mạ



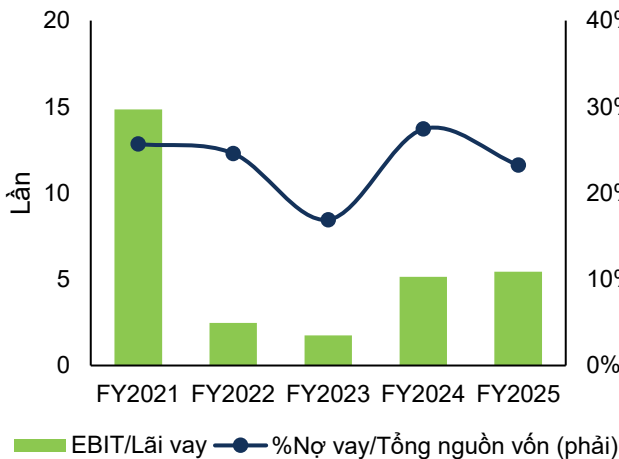
Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

2. Giảm vay nợ ngắn hạn do xuất khẩu tôn mạ và nhập khẩu thép HRC gặp nhiều khó khăn

Kết thúc FY2025, tổng giá trị nợ vay của HSG đã giảm đáng kể -17,9% (4.044 tỷ VND) do hoạt động xuất khẩu kém khả quan và thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc bị áp thuế CBPG đã làm giảm nhu cầu vay nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động của doanh nghiệp. Theo đó, khả năng thanh toán EBIT/Lãi vay trong FY2025 đã tăng lên 5,4 lần (+0,3x YoY) nhờ biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện trong khi chi phí lãi vay điều chỉnh giảm.

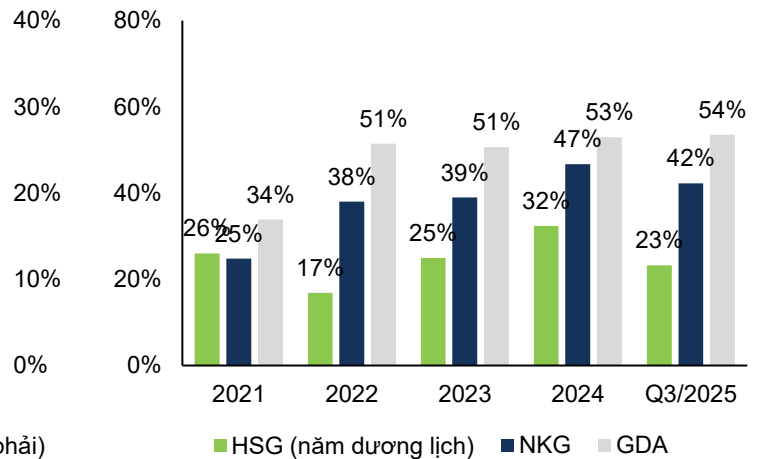
Nhìn chung, hầu hết các doanh nghiệp niêm yết có xu hướng giảm nợ vay trong Q3/2025 khi nhu cầu xuất khẩu duy trì ảm đạm. Riêng nợ vay của GDA tăng nhẹ do doanh nghiệp này tăng vay dài hạn để thực hiện dự án Nhà máy thép dẹt Phú Mỹ (công suất tôn mạ 1,2 triệu tấn/năm). Tỷ trọng Nợ vay/Tổng tài sản của HSG hiện đang thấp nhất ngành do chưa có dự án mới trong khi các doanh nghiệp khác tăng vay vốn để mở rộng quy mô.

Biểu đồ 39: Khả năng thanh toán FY2025 được cải thiện nhờ giảm vay ngắn hạn



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 40: Nợ vay/Tổng tài sản của HSG thấp nhất trong nhóm doanh nghiệp niêm yết

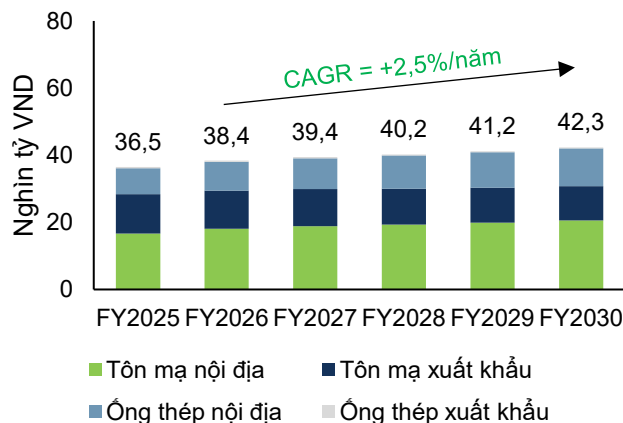


Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, FPTS tổng hợp

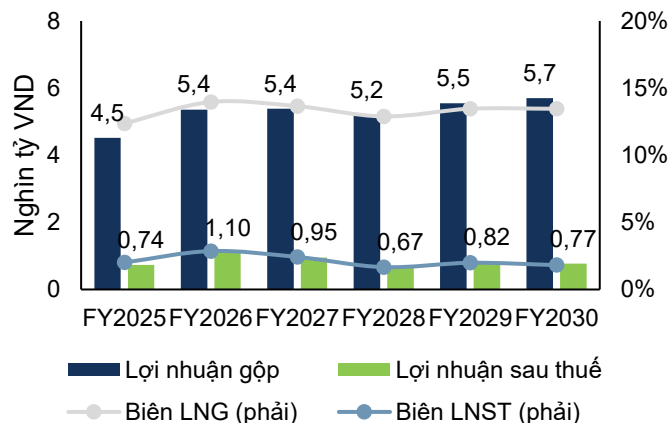
V. TRIỂN VỌNG KINH DOANH: TIÊU THỤ NỘI ĐỊA TĂNG TRƯỞNG CHẬM TRONG BỐI CẢNH XUẤT KHẨU DUY TRÌ KÉM KHẢ QUAN [\(quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh FY2026 của HSG duy trì tăng với đóng góp chính tới từ thị trường nội địa với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất tăng lần lượt +5,1% YoY (đạt 38.388 tỷ VND) và +49,5% YoY (đạt 1.099 tỷ VND).

Sau FY2026, kết quả kinh doanh dự phóng ảm đạm do dư cung tôn mạ tiếp diễn trong khi các chính sách bảo hộ thất chặt sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới cả chi phí đầu vào và hoạt động xuất khẩu với CAGR FY2026 – FY2030 của doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt lần lượt +2,5%/năm và -6,0%/năm.

Biểu đồ 41: Doanh thu thuần hợp nhất dự phóng cho giai đoạn FY2025 – FY2030


Nguồn: HSG, FPTS dự phóng

Biểu đồ 42: Biên LNG và lợi nhuận sau thuế hợp nhất dự phóng cho giai đoạn FY2025 – FY2030


Nguồn: HSG, FPTS dự phóng

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

Chỉ tiêu	FY2026 (Tỷ VND)	%YoY	CAGR FY2026 – FY2030	Cơ sở giả định
Doanh thu thuần	38.388	+5,1%	+2,5%/năm	
Nội địa	26.733	+9,9%	+4,6%/năm	FY2026: Khả quan nhờ nhu cầu xây dựng trong nước và tôn mạ nội địa được bảo hộ. Sau FY2026: Tốc độ tăng chậm lại do ngành tiếp tục dư cung khiến áp lực cạnh tranh về giá đầu ra gia tăng.
Xuất khẩu	11.656	-4,6%	-2,6%/năm	
Lợi nhuận gộp	5.320	+18,6%	+2,1%/năm	FY2026: Tiêu cực do các chính sách bảo hộ thương mại Mỹ và EU cùng gia tăng cạnh tranh với thép Trung Quốc. Sau FY2026: Duy trì giảm khi các chính sách trên tiếp diễn và thắt chặt hơn nữa. Tốc độ giảm chậm lại khi Trung Quốc giảm cắt giảm sản xuất và xuất khẩu thép.
%Biên LNG	14,0%	+1,6 đpt		
Chi phí bán hàng và quản lý	4.074	+7,1%	+4,4%/năm	FY2026: Dự phóng tăng khi tiêu thụ cải thiện và có thêm 10 siêu thị bán lẻ mới. Sau FY2026: Duy trì tăng khi tiếp tục mở rộng chuỗi Hoa Sen Home.
%Doanh thu thuần	10,5%	+0,2 đpt		
Chi phí tài chính	283	+3,4%	-0,2%/năm	FY2026: HSG đã giảm vay ngắn hạn trong FY2025 do xuất khẩu tôn mạ và nhập khẩu nguyên liệu gặp khó. Sau FY2026: Dự kiến giảm khi Việt Nam duy trì thắt chặt nhập khẩu thép HRC.
Chi phí lãi vay	167	-9,8%	-2,2%/năm	
LNST	1.099	+49,5%	-6,0%/năm	

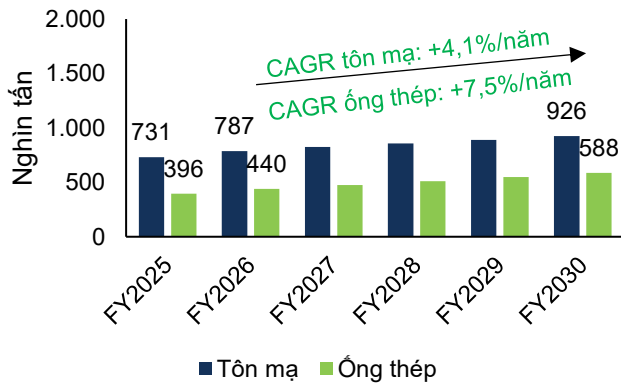
Nguồn: FPTS dự phóng

1. **Kênh nội địa: Tiêu thụ tăng trưởng chậm trong dài hạn khi ngành dự báo tiếp tục dư cung ([quay lại](#))**

Doanh thu thị trường nội địa dự phóng tăng chậm khi nhu cầu xây dựng khả quan nhưng ngành tiếp tục dư cung. Chúng tôi dự phóng doanh thu nội địa của HSG cho FY2026 đạt 26.733 tỷ VND, tăng +9,9% YoY và tiếp tục tăng trưởng với CAGR = +4,6%/năm tới năm 2030. Trong đó:

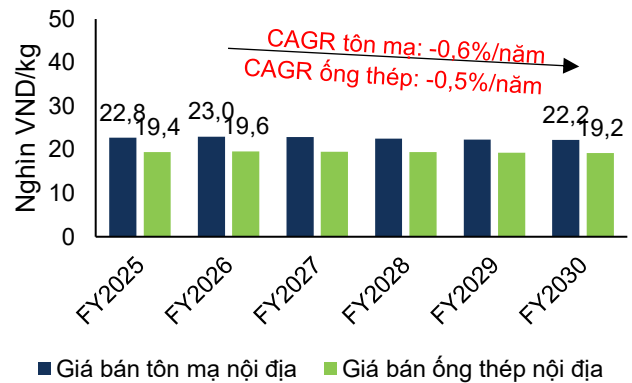
- **Sản lượng:** Tổng tiêu thụ nội địa của HSG dự phóng tăng +8,9% YoY trong FY2026 và sẽ tăng chậm lại tới FY2030 với CAGR đạt +5,4%/năm.
- **Giá bán:** Kỳ vọng giá tôn mạ và ống thép nội địa tăng +1,0% YoY trong FY2026 và giảm lần lượt -0,6%/năm đối với tôn mạ và -0,5%/năm đối với ống thép tới FY2030.

Biểu đồ 43: Kỳ vọng tiêu thụ nội địa duy trì khả quan trong giai đoạn FY2026 – FY2030



Nguồn: HSG, FPTS dự phóng

Biểu đồ 44: Giá bán thép nội địa của HSG dự phóng giảm khi dư cung trong nước trầm trọng hơn



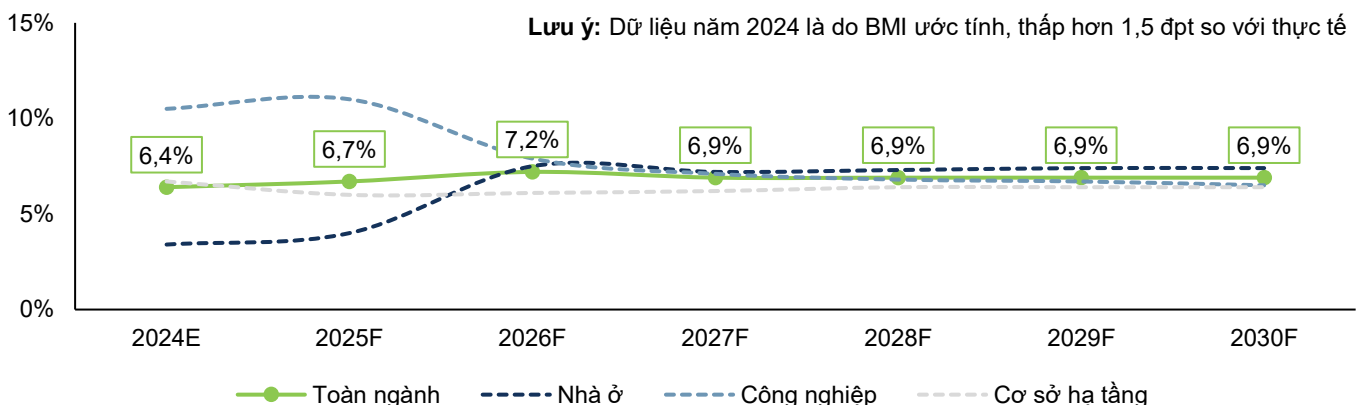
Nguồn: HSG, Giathepton, FPTS dự phóng

Sản lượng tiêu thụ nội địa của HSG dự phóng tăng lần lượt +7,7% YoY (đạt 787 nghìn tấn) đối với tôn mạ và +11,2% YoY (đạt 440 nghìn tấn) đối với ống thép trong FY2026 với các động lực chính như sau:

(1) Tăng trưởng ngành xây dựng nội địa

Theo FitchSolutions (BMI), giá trị toàn ngành xây dựng năm 2025F và 2026F dự phóng tăng lần lượt ở mức 6,7% (+0,3 đpt YoY) và 7,2% (+0,5 đpt YoY) với động lực chủ yếu tới từ phân khúc xây dựng nhà ở và xây dựng công nghiệp (hai phân khúc tiêu thụ tôn mạ chính).

Biểu đồ 45: BMI kỳ vọng ngành xây dựng Việt Nam duy trì đà tăng trưởng trong dài hạn



Nguồn: BMI, FPTS tổng hợp

- **Đối với xây dựng nhà ở,** tốc độ tăng trưởng dự phóng cho năm 2025F và 2026F đạt lần lượt 4,0% (+0,6 đpt YoY) và 7,5% (+3,5 đpt YoY) với kỳ vọng Luật Đất đai (sửa đổi) sẽ dần thâm thấu và tác động tích cực tới thị trường bất động sản. Bên cạnh đó, việc chính phủ thực hiện cắt giảm thủ tục và thực hiện tinh gọn bộ máy hành chính dự kiến cũng sẽ cải thiện hoạt động quản lý và cấp phép xây dựng. Các kỳ vọng trên đã được phản ánh trong 9T2025 khi số lượng và quy mô các dự án được cấp phép đều tăng mạnh so với cùng kỳ.
- **Đối với xây dựng công nghiệp,** tốc độ tăng trưởng dự phóng trong năm 2025F và 2026F đạt lần lượt 11,0% (+0,5 đpt YoY) và 7,9% (-3,1 đpt YoY) nhờ pháp lý đất đai được khơi thông và tăng trưởng vốn FDI vào Việt Nam. BMI kỳ vọng tăng trưởng vốn FDI về Việt Nam sẽ được thúc đẩy bởi xu hướng chuyển dịch đầu tư ra khỏi Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. Theo Bộ Tài Chính, vốn FDI thực hiện tại Việt Nam năm 2025 đã đạt đỉnh 5 năm và ghi nhận mức tăng +9,0% YoY (ước đạt 27,6 tỷ USD).

(2) Giảm cạnh tranh với tôn mạ nhập khẩu

Tiêu thụ và giá bán tôn mạ nội địa còn được hỗ trợ về mặt chính sách khi Bộ Công Thương đã áp thuế CBPG đối với tôn mạ kẽm nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc kể từ 14/08/2025 với mức thuế suất lần lượt là 37,13% và 15,67% và thời hạn áp dụng là 5 năm.

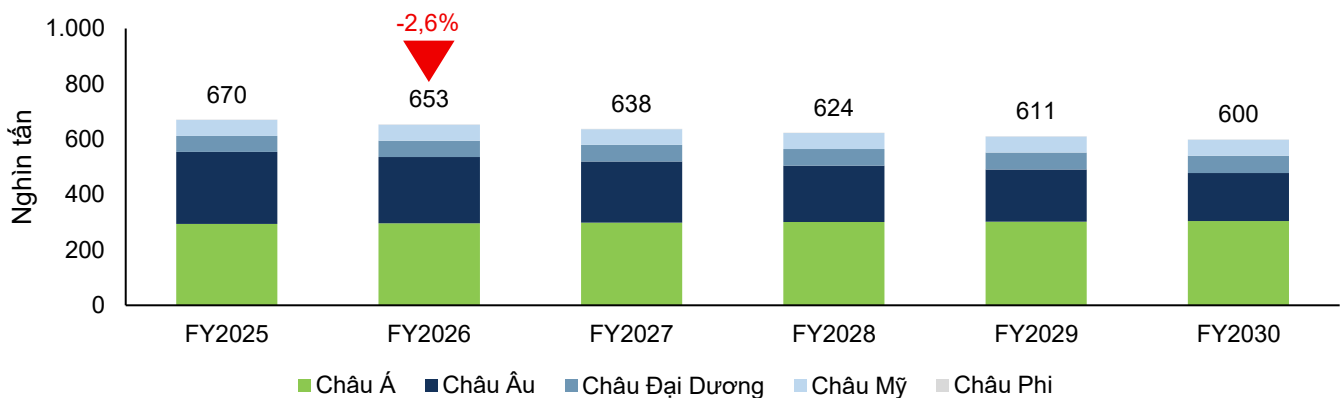
Mặc dù vậy, tốc độ CAGR của tiêu thụ tôn mạ nội địa dự phóng cho giai đoạn FY2026 – FY2030 sẽ thấp hơn so với tăng trưởng xây dựng ở mức +4,1%/năm do đà tăng của nhu cầu xây dựng so với dự phóng của BMI bởi thất chặt phát hành trái phiếu doanh nghiệp (Nghị định 306/2025/NĐ-CP có hiệu lực từ 09/01/2026) và áp lực từ lãi suất tăng trở lại. **Giá bán thép nội địa của HSG dự kiến giảm lần lượt -0,6%/năm đối với tôn mạ và -0,5%/năm đối với ống thép tới FY2030** khi tình trạng dư cung tôn mạ trầm trọng hơn khi có thêm Nhà máy Nam Kim Phú Mỹ của NKG (GD1) và Nhà máy Tôn Đông Á Phú Mỹ (GD1) của GDA với tổng công suất 1,1 triệu tấn/năm (43,5% công suất hiện tại của HSG) dự kiến hoạt động vào lần lượt Q1/2026 và 2H2027.

2. **Kênh xuất khẩu: Duy trì giảm khi EU thắt chặt hơn nữa các chính sách bảo hộ thương mại (quay lại)**

Cho FY2026, doanh thu xuất khẩu của HSG dự phóng giảm -4,6% YoY (đạt 11.656 tỷ VND) và tiếp tục âm đậm tới FY2030 với CAGR = -2,6%/năm do làn sóng bảo hộ thương mại tiếp diễn.

Sản lượng xuất khẩu dự phóng giảm -2,6% YoY trong FY2026 và duy trì giảm -2,1%/năm tới FY2030 với sản lượng theo các thị trường chính như sau:

Biểu đồ 46: Xuất khẩu thép của HSG dự phóng giảm dần do nhu cầu xuất khẩu sang EU suy yếu



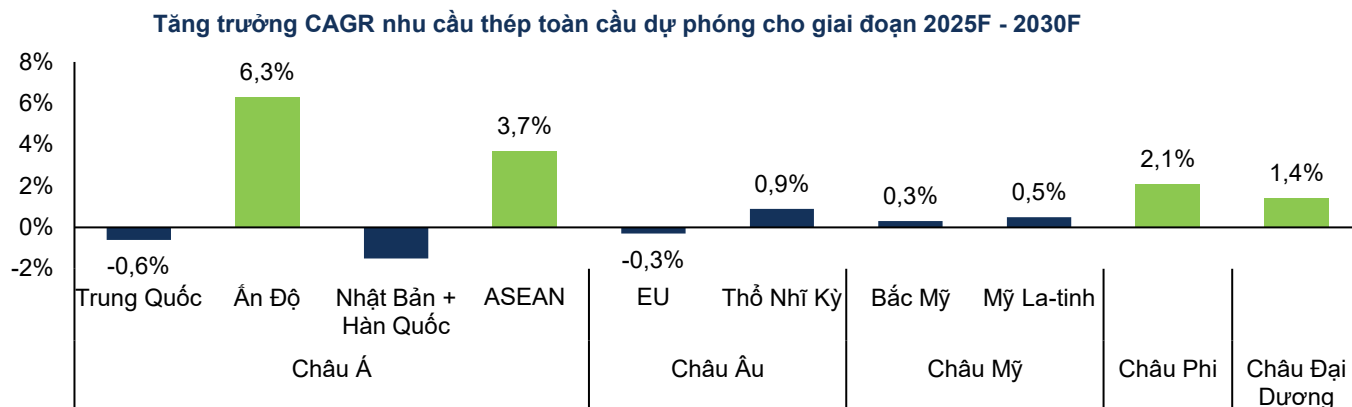
Nguồn: HSG, Tổng cục Hải quan, FPTSS tổng hợp và dự phóng

Thị trường Châu Á (44,0% sản lượng): Sản lượng xuất khẩu sang thị trường Châu Á dự phóng tăng +0,7% YoY (296 nghìn tấn) trong FY2026. Dự kiến nhu cầu xuất khẩu tôn mạ sang Châu Á sẽ tăng nhẹ trở lại kể từ FY2026 khi nguồn cung từ Trung Quốc dự báo giảm khi nước này tuyên bố thực hiện tái cấu trúc ngành thép nhằm giảm dư thừa công suất và phát thải khí nhà kính. Theo Hiệp hội Công nghệ Sắt Thép (AIST – Association for Iron and Steel Technology) dự báo, sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc sẽ sụt giảm về 40 triệu tấn vào năm 2030 (tương đương CAGR 2025F – 2030F đạt -19,8%/năm).

Thị trường Châu Âu (38,6% sản lượng): Xuất khẩu sang Châu Âu giảm đáng kể -7,8% YoY (240 nghìn tấn) trong FY2026. Theo Ủy ban Châu Âu (EC), việc thắt chặt hạn ngạch sẽ kéo dài tới Q2/2026. Theo đó, sản lượng tôn mạ Việt Nam xuất khẩu sang EU năm 2025 dự kiến giảm mạnh -54,3% YoY (đạt 558 nghìn tấn). Thêm vào đó, kể từ 01/01/2026, EU sẽ áp dụng cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM – Carbon Border Adjustment Mechanism) khiến thép nhập khẩu sẽ bị áp thuế dựa trên mức giá carbon mà thép được sản xuất trong EU phải trả. Theo đó, mỗi tấn tôn mạ của Việt Nam xuất khẩu vào EU ước tính sẽ chịu thêm thuế suất CBAM từ 1,1% – 1,4%/giá bán (quan trọng đối ngành gia công có biên lợi nhuận thấp), từ đó sẽ làm giảm nhu cầu xuất khẩu của HSG sang thị trường này. [\(Xem thêm tại Phụ lục: Ước tính thuế suất CBAM khi xuất khẩu tôn mạ vào EU\)](#)

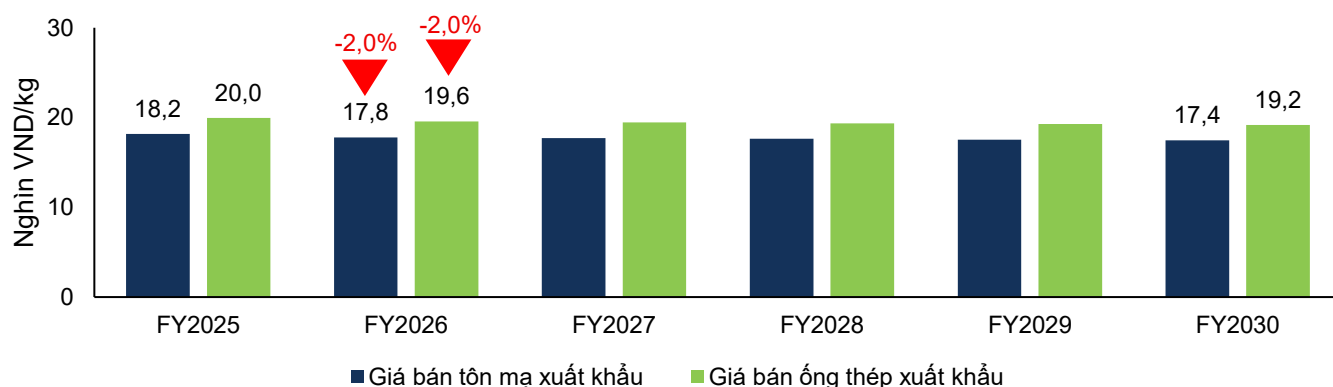
Thị trường Châu Mỹ (8,5% sản lượng): Sản lượng xuất khẩu sang Châu Mỹ dự phóng tăng +0,4% YoY (58 nghìn tấn) trong FY2026. Dự kiến HSG sẽ không xuất khẩu sang Mỹ trong giai đoạn FY2026 – FY2030 với giả định các mức thuế quan hiện nay của Mỹ đối với tôn mạ Việt Nam sẽ được duy trì tới hết giai đoạn dự phóng. Phần nhu cầu tăng thêm sẽ chủ yếu đến từ thị trường Mexico và Canada, vốn có nhu cầu nhập khẩu tôn mạ thấp do các quốc gia này cũng xuất khẩu sắt thép sang Mỹ và đang là đối thủ cạnh tranh của Việt Nam.

Bên cạnh đó, Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) dự báo nhu cầu thép sẽ tăng trưởng chậm lại và dần chuyển dịch sang các khu vực đang phát triển như Ấn Độ, Đông Nam Á và Châu Đại Dương tới năm 2030, từ đó kỳ vọng sẽ giúp bù đắp một phần sản lượng sụt giảm của HSG tại thị trường Châu Mỹ và EU.

Biểu đồ 47: Nhu cầu thép toàn cầu dự báo sẽ chuyển dịch sang các khu vực đang phát triển


Nguồn: OECD, FPTs tổng hợp

Giá tôn mạ và ống thép xuất khẩu dự phóng sẽ giảm ở mức -2,0%/năm trong FY2026 và -0,5%/năm tới FY2030 do các chính sách bảo hộ thương mại đã dẫn tới tình trạng HSG buộc phải giảm giá để cạnh tranh với nhà sản xuất thép nội địa tại các khu vực áp thuế.

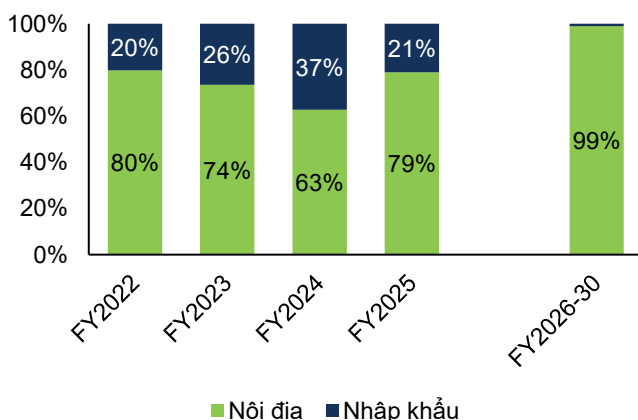
Biểu đồ 48: Giá bán tôn mạ và ống thép xuất khẩu dự kiến duy trì giảm trong giai đoạn FY2026 – FY2030


Nguồn: HSG, Giathepton, FPTs tổng hợp và dự phóng

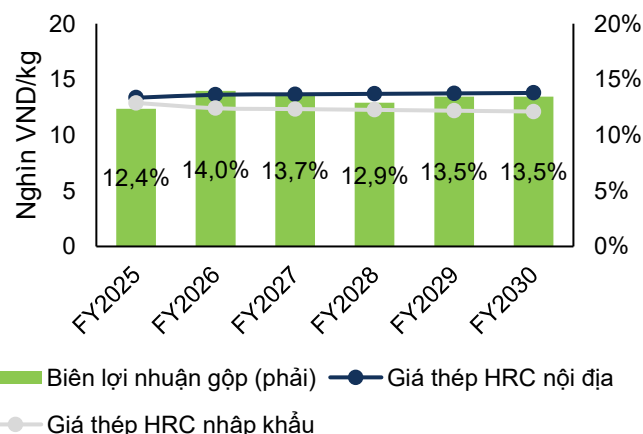
3. LNST dự phóng giảm do ảnh hưởng từ giá thép HRC cùng chi phí bán hàng và quản lý [\(quay lại\)](#)

3.1. Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm dần sau FY2026 do dư cung và giá thép HRC nội địa tăng trở lại

Chi phí thép HRC/tấn tôn mạ của HSG dự phóng tăng +1,7%/năm tới FY2030 do chuyển sang sử dụng toàn bộ thép HRC nội địa. Cơ sở cho luận điểm trên đến từ (1) thời hạn áp thuế CBPG đối với thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc kéo dài tới năm 2030, và (2) nhập khẩu thép HRC bị thắt chặt hơn khi Bộ Công Thương khởi xướng điều tra chống lẩn tránh phòng vệ thương mại (PVTM) đối với thép HRC khổ rộng xuất xứ từ Trung Quốc.

Biểu đồ 49: Dự kiến HSG sẽ chuyển hẳn sang sử dụng thép HRC nội địa kể từ FY2026


Nguồn: HSG, FPTs ước tính và dự phóng

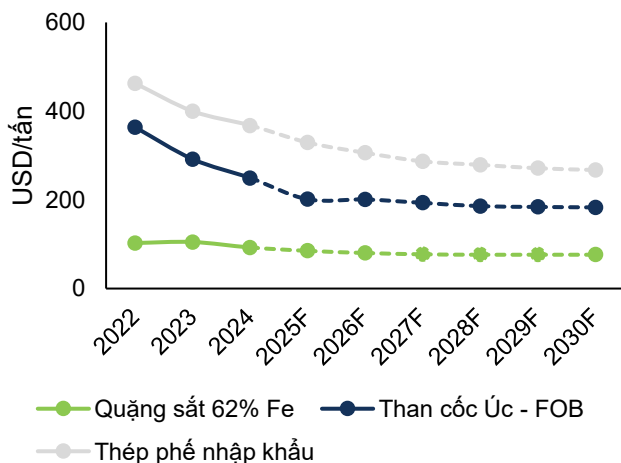
Biểu đồ 50: Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HSG cải thiện khi giá thép HRC duy trì ở mức thấp


Nguồn: HSG, Giathepton, FPTs tổng hợp và dự phóng

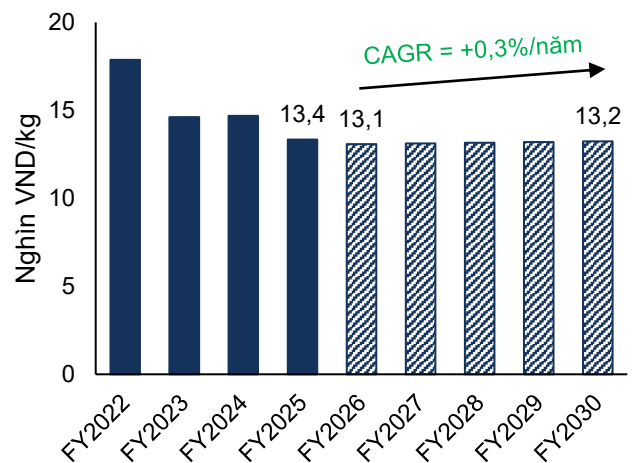
Mặc dù vậy, biên lợi nhuận gộp của HSG kỳ vọng sẽ cải thiện và đạt đỉnh ở mức 14,0% (+1,6 đpt YoY) trong FY2026 nhờ giá thép HRC nội địa dự phóng giảm -2,0% YoY khi HPG đã điều chỉnh giảm giá giao hàng tháng 02/2026 lần lượt -0,4% YoY và -2,6% MoM (đạt 13.290 VND/kg). Theo Giathepton, HPG giảm giá chủ yếu do sản lượng nhập khẩu thép HRC tăng trở lại trong Q4/2025 khi **(1)** các quốc gia xuất khẩu lớn khác như Ấn Độ, Nhật Bản và Hàn Quốc giảm giá để cạnh tranh với nguồn cung mới từ HPG **(2)** các đơn vị nhập khẩu thép trong nước đẩy mạnh số lượng đơn hàng do lo ngại thép Trung Quốc bị áp thêm thuế chống lẩn tránh, dự kiến sẽ có kết quả muộn nhất vào Q3/2026.

Giá thép HRC nội địa dự phóng tăng +0,3%/năm tới FY2030 nhờ thị trường trong nước được bảo hộ nhưng sẽ duy trì thấp so với bình quân 5 năm gần nhất do vẫn chịu cạnh tranh từ thép nhập khẩu và giá các loại nguyên liệu sản xuất thép (quặng sắt, than cốc) duy trì đà giảm. Nhu cầu tại Trung Quốc (chiếm 50% tiêu thụ thép toàn cầu) dự kiến sẽ tiếp tục đi lùi trong giai đoạn 2025F – 2030F khi khủng hoảng bất động sản nước này tiếp diễn và chính phủ tái cấu trúc ngành thép nhằm cắt giảm sản xuất 50 triệu tấn thép thô/năm (5,0% sản lượng năm 2024) tới năm 2030, từ đó ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu khai thác quặng sắt và than cốc. Cụ thể:

Biểu đồ 51: DISR dự báo giá các loại nguyên liệu sản xuất thép duy trì đà giảm trong dài hạn



Biểu đồ 52: Giá thép HRC nội địa của HPG dự phóng tăng +0,3%/năm tới FY2030



Nguồn: Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc (DISR)

Nguồn: HPG, Giathepton, FPTs tổng hợp và dự phóng

Đối với quặng sắt, theo Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc (DISR) dự báo, giá quặng sắt sẽ giảm -8,2% YoY (về 85 USD/tấn) trong năm 2025 và tiếp tục giảm -3,2%/năm tới 2030.

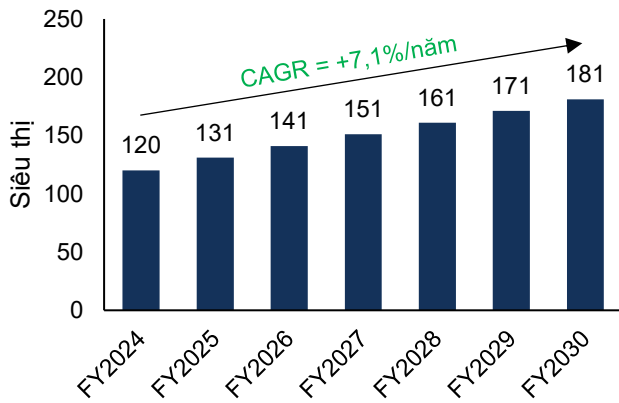
Đối với than cốc, DISR dự phóng giá than cốc giảm -19,3% YoY (về 201 USD/tấn) trong 2025 và -1,9%/năm sau đó tới 2030. Ngoài ảnh hưởng từ Trung Quốc, nhu cầu than cốc còn bị hạn chế bởi xu hướng chuyển đổi công nghệ sản xuất thép từ lò thổi oxy (BOF) sang lò điện phân (EAF) nhằm giảm phát thải CO₂ tại thị trường EU.

Sau FY2026, biên lợi nhuận gộp của HSG dự phóng giảm dần với giả định doanh nghiệp sẽ giảm giá thép nội địa để cạnh tranh khi ngành dư cung trầm trọng hơn trong khi giá thép HRC nội địa tăng trở lại. Trong đó, biên lợi nhuận gộp chạm đáy ở mức 12,9% (-0,6 trong FY2028 khi cả hai dây chuyền mới của NKG và GDA dự kiến sẽ hoạt động ổn định từ cuối năm 2027 (tức Q1FY2028 của HSG).

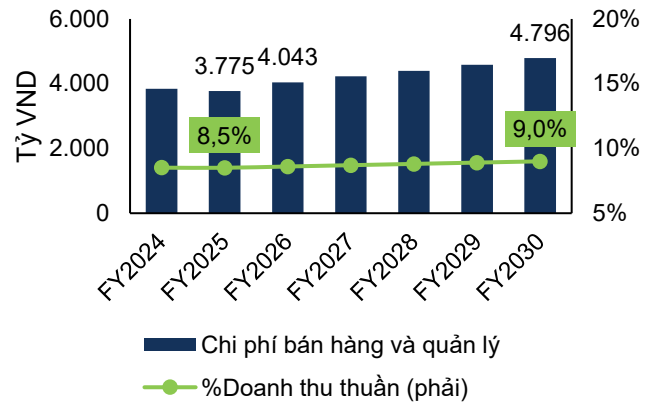
3.2. Chi phí bán hàng và quản lý dự phóng tăng khi mở rộng chuỗi Hoa Sen Home

Chi phí bán hàng và quản lý dự phóng tăng +5,9%/năm trong giai đoạn FY2026 – FY2030 khi số lượng siêu thị Hoa Sen Home dự kiến tăng dần. Chúng tôi dự phóng tới năm 2030, số lượng chi nhánh của chuỗi Hoa Sen Home sẽ tăng lên 181 siêu thị, tương đương với tốc độ CAGR FY2024 – FY2030 đạt +7,1%/năm. Mức dự phóng thấp hơn -9,4 đpt/năm so với kế hoạch của HSG khi tới tháng 12/2025, số lượng chi nhánh tăng thêm thực tế chỉ đạt 11 siêu thị, so với kế hoạch ban đầu cho năm 2025 của doanh nghiệp là 20 siêu thị. **Dự phóng trên đã được phản ánh trong kết quả kinh doanh FY2025** khi chi phí quản lý doanh nghiệp của HSG tăng mạnh +34,2% YoY (đạt 665 tỷ VND) do tăng quy mô chuỗi Hoa Sen Home.

Theo đó, **lợi nhuận sau thuế hợp nhất của HSG dự phóng tăng mạnh +49,5% YoY (đạt 1.099 tỷ VND) trong FY2026 và giảm dần ở mức -6,0%/năm tới FY2030** do **(1)** tiêu thụ nội địa tăng chậm khi dư cung tiếp diễn **(2)** xuất khẩu duy trì ảm đạm **(3)** chi phí sản xuất tăng do thép HRC trong nước được bảo hộ trong khi tiếp tục mở rộng hệ thống bán lẻ hiệu quả thấp.

Biểu đồ 53: Số lượng siêu thị Hoa Sen Home dự phóng tăng +6,5%/năm cho trong FY2024 – FY2030


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp và dự phóng

Biểu đồ 54: Chi phí bán hàng và quản lý dự kiến tăng đều theo số lượng siêu thị mở mới tới FY2030


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp và dự phóng

VI. YẾU TỐ THEO DÕI

1. Xuất khẩu tôn mạ có thể tiêu cực hơn nữa khi EU gia tăng thắt chặt hạn ngạch thép [\(quay lại\)](#)

Vào ngày 07/10/2025, Ủy ban Châu Âu (EC) đã đề xuất kế hoạch bảo vệ ngành thép EU khỏi tình trạng dư cung thép toàn cầu với 03 điểm quan trọng gồm **(1)** điều chỉnh giảm -47% YoY (18,9 triệu tấn) hạn ngạch nhập khẩu được miễn thuế vào EU năm 2025 **(2)** tăng gấp đôi thuế suất áp lên sản lượng nhập khẩu vượt hạn ngạch từ 25% lên 50% **(3)** siết chặt kiểm soát nguồn gốc thép nhập khẩu. Nếu đề xuất trên được thông qua, dự kiến sản lượng tôn mạ xuất khẩu của toàn ngành thép nói chung và HSG nói riêng có thể sụt giảm mạnh hơn so với dự phóng.

2. Kết quả điều tra chống lẩn tránh đối với thép HRC khổ rộng từ Trung Quốc [\(quay lại\)](#)

Thời gian điều tra chống lẩn tránh PVTM đối với vụ việc này sẽ bắt đầu từ tháng 10/2025, kéo dài trong vòng 09 tháng và gia hạn thêm không quá 03 tháng. Trong báo cáo định giá lần đầu này, chúng tôi đang giả định Trung Quốc sẽ tiếp tục bị áp thuế chống lẩn tránh, từ đó khiến việc nhập khẩu thép HRC bị thắt chặt hơn nữa. Tuy nhiên, vẫn cần chờ kết quả chính thức từ Bộ Công Thương (dự kiến vào tháng 10/2026) để xác nhận các luận điểm và chúng tôi sẽ cập nhật ngay khi có thêm thông tin.

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

Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu HSG với giá mục tiêu **13.500 VNĐ/cổ phiếu**, thấp hơn **-20,6%** so với giá đóng cửa ngày 15/01/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	13.438	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	13.574	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)	13.500	

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	12.317
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	516
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	4.404
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	8.429
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	621
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.574
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	8.345
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.438

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC FY2026	13,80%	Phần bù rủi ro thị trường	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	3,8%	Hệ số Beta	1,09
Chi phí sử dụng VCSH	18,08%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro	3,22%	Thời gian dự phóng	5 năm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

KQHĐKD	FY24	FY25	FY26	FY27	Bảng cân đối kế toán	FY24	FY25	FY26	FY27
Doanh thu thuần	39.272	36.538	38.388	39.412	TÀI SẢN				
Giá vốn hàng bán	(35.008)	(32.018)	(33.028)	(34.031)	Tài sản ngắn hạn	14.174	11.716	12.315	12.735
Lợi nhuận gộp	4.264	4.520	5.361	5.381	Tiền, TĐT và ĐTTC	633	516	1.380	2.158
Chi phí bán hàng	(3.345)	(3.109)	(3.305)	(3.432)	Các khoản phải thu ngắn hạn	2.985	2.188	2.299	2.361
Chi phí QLDN	(496)	(666)	(738)	(797)	Hàng tồn kho	9.712	8.204	7.802	7.358
Lợi nhuận thuần HĐKD	423	745	1.318	1.152	Tài sản ngắn hạn khác	844	808	833	858
Doanh thu tài chính	342	281	297	287	Tài sản dài hạn	5.391	7.237	6.630	5.963
Chi phí tài chính	(254)	(272)	(281)	(286)	Các khoản phải thu dài hạn	215	1.930	2.028	2.082
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	(133)	(185)	(167)	(168)	Tài sản cố định	4.774	4.886	4.160	3.427
Lãi/lỗ khác và lãi/lỗ công ty liên kết	41	71	40	41	Tài sản cố định hữu hình	3.915	3.901	3.187	2.465
LNTT	551	825	1.373	1.194	Tài sản cố định vô hình	196	220	209	198
Thuế TNDN	(37)	(90)	(275)	(239)	Tài sản dở dang dài hạn	664	765	765	765
LNST	515	735	1.099	955	Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
<i>Lợi ích cổ đông TS</i>	0	(0)	0	0	Đầu tư dài hạn	1	0	0	0
LNST công ty mẹ	515	735	1.098	955	Tài sản dài hạn khác	0	0	0	0
EPS (VND)	802	1.137	1.769	1.538	TỔNG TÀI SẢN	19.566	18.953	18.945	18.699
					NGUỒN VỐN				
Khả năng sinh lời	FY24	FY25	FY26	FY27	NỢ PHẢI TRẢ	8.649	7.614	7.750	7.790
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,9%	12,4%	14,0%	13,7%	Nợ ngắn hạn	8.632	7.598	7.733	7.773
Tỷ suất LNST	1,3%	2,0%	2,9%	2,4%	Vay nợ ngắn hạn	5.364	4.404	4.439	4.379
ROE DuPont	4,8%	6,6%	9,8%	8,7%	Các khoản phải trả ngắn hạn	3.233	3.172	3.272	3.372
ROA DuPont	2,8%	3,8%	5,8%	5,1%	Quỹ khen thưởng, phúc lợi	35	22	22	22
Tỷ suất EBIT/doanh thu	1,7%	2,8%	4,0%	3,5%	Nợ dài hạn	16	16	17	17
LNTT / EBIT	80,6%	81,7%	89,2%	87,6%	Các khoản vay nợ dài hạn	0	0	0	0
LNST/LNTT	93,4%	89,1%	80,0%	80,0%	Các khoản phải trả dài hạn	16	16	17	17
Vòng quay TTS	2,13x	1,9x	2,03x	2,09x	VỐN CHỦ SỞ HỮU	10.917	11.339	11.195	10.908
Đòn bẩy tài chính	1,7x	1,73x	1,68x	1,71x	Vốn góp của chủ sở hữu	6.160	6.210	6.210	6.210
Hiệu quả hoạt động	FY24	FY25	FY26	FY27	Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
Thời gian luân chuyển tiền	24,66	25,84	21,33	21,58	Lợi nhuận chưa phân phối	4.533	4.913	4.770	4.482
Số ngày phải thu	90,40	102,12	88,44	81,30	Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	35,02	36,51	35,61	35,63	Các khoản vốn chủ sở hữu khác	51	42	42	42
Số ngày phải trả	80,05	91,45	74,16	67,25	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	4,59	3,30	4,03	4,36	TỔNG NGUỒN VỐN	19.566	18.953	18.945	18.699
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	FY24	FY25	FY26	FY27	Lưu chuyển tiền tệ	FY24	FY25	FY26	FY27
CS thanh toán hiện hành	1,64x	1,54x	1,59x	1,64x	Tiền đầu năm	597	602	428	1.292
CS thanh toán nhanh	0,52x	0,46x	0,58x	0,69x	Lợi nhuận trước thuế	551	825	1.373	1.194
CS thanh toán tiền mặt	0,07x	0,07x	0,18x	0,28x	Khấu hao	990	903	805	812
Nợ/Tài sản	0,44x	0,4x	0,41x	0,42x	Dự phòng	198	(166)	0	0
Nợ/Vốn CSH	0,79x	0,67x	0,69x	0,71x	Thay đổi VLD và điều chỉnh khác	(3.069)	2.215	247	391
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,79x	0,67x	0,69x	0,71x	Tiền từ HĐKD	(1.415)	3.685	2.151	2.158
Nợ dài hạn/VCSH	0,001x	0,001x	0,001x	0,002x	Thanh lý tài sản cố định	49	60	0	0
					Chi mua sắm TSCĐ	(771)	(2.623)	(79)	(79)
					Các HĐ đầu tư khác	(2)	(54)	0	0
					Tiền từ hoạt động đầu tư	(724)	(2.617)	(79)	(79)
					Thay đổi nợ	2.428	(960)	35	(59)
					Tăng (giảm) vốn	22	28	0	0
					Cổ tức đã trả	(308)	(310)	(1.242)	(1.242)
					Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	2.142	(1.242)	(1.207)	(1.301)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	4	(174)	864	778
					Chênh lệch tỷ giá	2	(0)	0	0
					Tiền cuối năm	602	428	1.292	2.070

VIII. PHỤ LỤC

Phụ lục: So sánh chi phí thép HRC nội địa và nhập khẩu [\(quay lại\)](#)

Chúng tôi so sánh chi phí thép HRC theo hai trường hợp: Thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc không bị áp thuế CBPG và bị áp thuế CBPG (thực tế). Trong đó, nếu không bị áp thuế CBPG, chúng tôi giả định HSG tiếp tục sử dụng thép HRC nhập khẩu với tỷ trọng lớn trong FY2025, tương đương cùng kỳ là 37%. Theo đó, việc buộc phải tăng sử dụng nguồn nội địa đã khiến chi phí thép HRC cao hơn 0,8% so với sử dụng thép nhập khẩu trong FY2025.

Bảng 3: So sánh việc sử dụng thép HRC nhập khẩu và nội địa của HSG trong FY2025

FY2025	Không bị áp thuế CBPG	Bị áp thuế CBPG	Chênh lệch
Tôn mạ sản xuất (tấn)	1.379.677	1.379.677	
Ống thép sản xuất (tấn)	417.260	417.260	
Thép HRC sử dụng (tấn)	1.824.536	1.824.536	
- Nội địa	1.145.143	1.440.538	
- Nhập khẩu	679.393	383.998	
Giá thép HRC nội địa (VND/kg)	13.521	13.521	
Giá thép HRC nhập khẩu (USD/tấn)	499	499	
Tổng chi phí thép HRC (tỷ VND)	24.239	24.426	0,8%
Chi phí thép HRC/tấn tôn mạ sản xuất (nghìn VND/tấn)	17.568	17.703	

Nguồn: HSG, FPT S ước tính

Phụ lục: Ước tính thuế suất CBAM của Việt Nam khi xuất khẩu tôn mạ vào Châu Âu [\(quay lại\)](#)

Chúng tôi ước tính thuế CBAM khi xuất khẩu tôn mạ vào Châu Âu dựa trên sản lượng và giá bán xuất khẩu bình quân của Việt Nam tại 9T2025. Cụ thể như sau:

Chỉ tiêu tại 9T2025	Chỉ tiết
Sản lượng tôn mạ xuất khẩu sang EU (tấn)	779.738
Giá trị tôn mạ xuất khẩu sang EU (EUR)	569.079.378
Giá tôn mạ xuất khẩu bình quân sang EU (EUR/tấn)	730
Khối lượng CO2 phát thải/tấn tôn mạ sản xuất (kg/tấn)	100
Giá chứng chỉ CBAM/tấn CO2 phát thải (EUR/tấn)	80 – 100
Chi phí chứng chỉ CBAM/tấn tôn mạ xuất khẩu vào EU (EUR/tấn)	8 – 10
Thuế suất CBAM/tấn tôn mạ xuất khẩu vào EU (% giá xuất khẩu)	1,1 – 1,4%

Nguồn: Eurostat, Bộ Công Thương, FPT S tổng hợp và ước tính

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

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

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

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

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

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

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

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

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888