

## Ngành Thép

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2026

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **16.500**

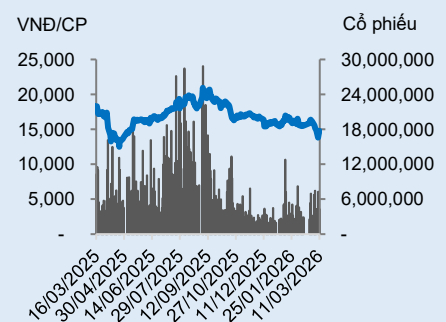
Giá thị trường (11/3/2026) **14.800**

Lợi nhuận kỳ vọng **+11,5%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch          | HSX           |
| Khoảng giá 52 tuần     | 12.500-20.950 |
| Vốn hóa                | 9.189 tỷ đồng |
| SL cổ phiếu lưu hành   | 620.892.309   |
| KLGD bình quân 10 ngày | 5.159.655     |
| % sở hữu nước ngoài    | 3,88%         |
| Room nước ngoài        | 49%           |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 500           |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá   | 3,4%          |
| Beta                   | 1,43          |

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



|          | YTD   | 1T    | 3T     | 6T     |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| HSG      | -4,2% | -8,4% | -10,3% | -26,7% |
| VN-Index | -3,4% | -3,0% | -1,1%  | 2,8%   |

Chuyên viên phân tích

**Tôn Nữ Nhật Minh**

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

# Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen

Mã giao dịch: HSG

Reuters: HSG.HM

Bloomberg: HSG VN

## Ngành Tôn mạ gặp thách thức, chờ động lực từ Hoa Sen Home trong dài hạn

**Kết quả kinh doanh niên độ 2024-2025.** HSG ghi nhận doanh thu thuần 36.538 tỷ đồng (-7% YoY), hoàn thành 96% kế hoạch. Doanh thu kênh nội địa đạt 24,3 nghìn tỷ đồng (chiếm khoảng 67% tổng doanh thu Tập đoàn), biên lợi nhuận gộp 13,5% (+2,5 điểm %) nhờ quản trị tồn kho tốt và giá tôn mạ ổn định. Về cơ cấu sản phẩm, tôn mạ vẫn chiếm chủ lực (chiếm 75% tổng sản lượng), trong khi ống thép và nhựa tăng trưởng mạnh lần lượt 119% và 128% YoY. Nhờ đó, LNST Cổ đông Công ty mẹ đạt 735 tỷ đồng, vượt 147% kế hoạch và tăng 42,8% YoY.

### Các nội dung chính trong ĐHCĐ niên độ 2025-2026

**Triển vọng tôn mạ 2026:** Ban lãnh đạo nhận định thị trường thép năm 2026 vẫn nhiều thách thức khi xuất khẩu chịu áp lực phòng vệ thương mại từ Mỹ, EU, Canada, Mexico và Ấn Độ, trong khi cạnh tranh nội địa gia tăng. Giá thép được dự báo đi ngang. HSG hiện sử dụng 75–80% HRC trong nước, cao hơn HRC nhập khẩu khoảng 15–20 USD/tấn. Xung đột giữa Iran – Mỹ làm tăng chi phí vận chuyển, nhưng tác động không quá lớn do doanh nghiệp chủ yếu sử dụng tàu rời.

**Đặt kế hoạch niên độ 2025–2026 thận trọng:** HSG đưa ra hai kịch bản kinh doanh gồm: (1) thận trọng với sản lượng 1,75 triệu tấn, doanh thu 35 nghìn tỷ đồng và LNST 500 tỷ đồng; và (2) tích cực với sản lượng 1,85 triệu tấn, doanh thu 37 nghìn tỷ đồng và LNST 600 tỷ đồng. Kế hoạch này khá tương đồng với dự phóng của chúng tôi với sản lượng ~1,8 triệu tấn, doanh thu ~37.000 tỷ đồng và LNST ~515 tỷ đồng.

**Định hướng Hoa Sen Home:** Hoa Sen Home được xác định là động lực tăng trưởng dài hạn của HSG. Hệ thống hiện có 143 cửa hàng, doanh thu khoảng 16.000 tỷ đồng và lợi nhuận 60–70 tỷ đồng, dự kiến mở rộng lên 165 cửa hàng vào 2026. HSG đã thành lập công ty con Hoa Sen Home với vốn điều lệ 3.000 tỷ đồng, hướng tới IPO trong tương lai. Về dài hạn, HSG tập trung sản xuất thép, còn HSH phát triển theo mô hình bán lẻ VLXD, lĩnh vực có định giá cao hơn với mức P/E 20–25x.

**Định hướng mảng tôn mạ & ống thép truyền thống:** Công suất tôn mạ hiện khoảng 2 triệu tấn/năm và có thể nâng lên 2,5 triệu tấn, tuy nhiên HSG chưa có kế hoạch mở rộng do thị trường dư cung. Công ty duy trì sản lượng khoảng 90.000 tấn/tháng, dự kiến tăng lên 100.000–110.000 tấn/tháng, trong đó xuất khẩu ~40.000 tấn/tháng. HSG cũng đang nâng cấp dây chuyền và tăng tự động hóa nhằm giảm chi phí và cải thiện biên lợi nhuận. Trong dài hạn, HSG nỗ lực duy trì doanh thu 30.000–40.000 tỷ đồng/năm và LNST khoảng 1.000 tỷ đồng/năm.

**Phát triển nhà ở xã hội:** HSG hợp tác với Liên đoàn Lao động Tp.HCM triển khai 20.000 căn nhà ở xã hội giai đoạn 2026–2030, tận dụng hệ thống Hoa Sen Home để cung ứng vật liệu và tối ưu chi phí xây dựng.

**Các thông tin khác:** Về chính sách cổ tức, chi cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 30%. Bên cạnh đó, thống nhất xóa bỏ kế hoạch mua lại cổ phiếu quỹ do quy định hiện hành yêu cầu doanh nghiệp giảm vốn điều lệ khi mua lại cổ phiếu.

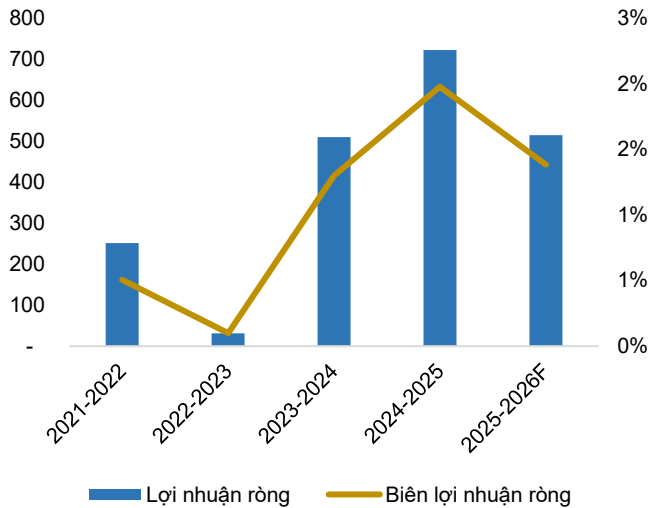
**Định giá và khuyến nghị đầu tư.** Trước áp lực cạnh tranh gia tăng tại thị trường nội địa, rủi ro thuế quan đối với hoạt động xuất khẩu và khả năng mặt bằng lãi suất tăng cao hơn dự báo trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị leo thang, BVSC điều chỉnh dự phóng LNST niên độ 2025–2026 của HSG từ 577 tỷ đồng (dự báo gần nhất trong báo cáo ngành Tôn mạ 2026) xuống 515 tỷ đồng. Đồng thời, chúng tôi hạ mức định giá với P/E mục tiêu từ 17,0x xuống 15,0x và EV/EBITDA từ 9,0x xuống 8,0x. Theo đó, giá mục tiêu được điều chỉnh từ 17.300 đồng/cp xuống **16.500 đồng/cổ phiếu**, và chúng tôi duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với HSG, tương ứng upside +11,5%.

#### **Dự phóng KQKD 2026**

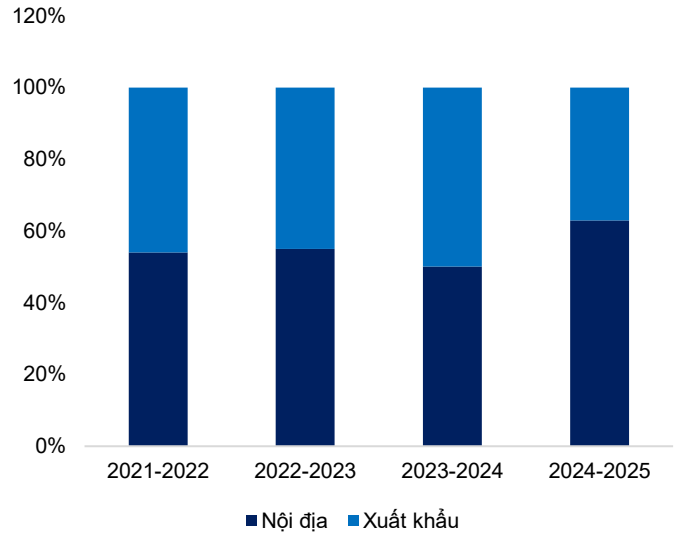
| Đvt: tỷ đồng                        | 2025          | yoy (%)       | 2026F         | yoy (%)      |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>                    | <b>36.538</b> | <b>-7,0%</b>  | <b>37.169</b> | <b>+1,7%</b> |
| - Nội địa                           | 24.324        | +18,2%        | 27.699        | +13,7%       |
| - Xuất khẩu                         | 12.214        | -34,7%        | 9.500         | -22,2%       |
| Biên lợi nhuận gộp                  | 12,4%         |               | 16%           |              |
| <b>Lợi nhuận ròng CĐ Công ty mẹ</b> | <b>735</b>    | <b>+42,8%</b> | <b>515</b>    | <b>-30%</b>  |
| <b>EPS (đồng/cp)</b>                | <b>1.184</b>  | <b>+42,8%</b> | <b>829</b>    | <b>-30%</b>  |

*Nguồn: BVSC ước tính*

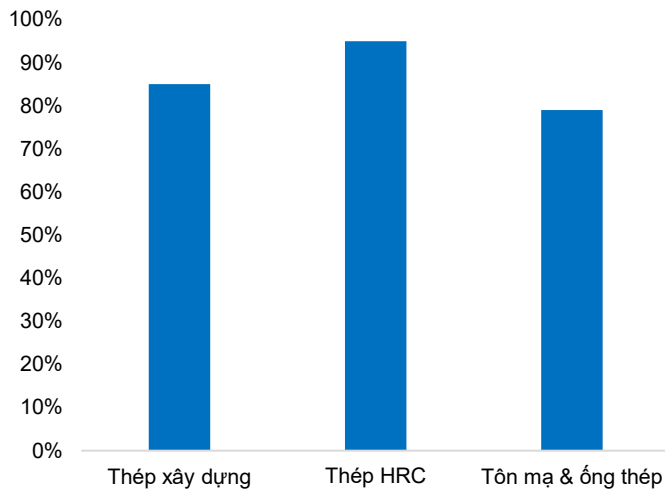
**Dự báo LN niên độ 2025-2026 sụt giảm do cạnh tranh khốc liệt trong ngành Tôn mạ và chi phí lãi vay tăng mạnh**



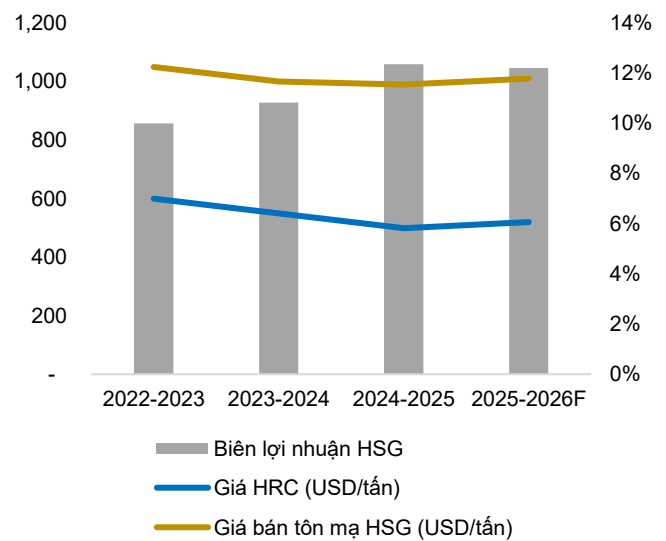
**Cơ cấu sản lượng tiêu thụ nội địa và xuất khẩu**



**Tỷ lệ Cầu/Cung của các phân khúc thép trong 2025. Nhu cầu tiêu thụ tôn mạ “hấp thụ” kém hơn thép xây dựng và HRC do dư thừa nguồn cung sản xuất trong nước, tồn kho cao**



**Tương quan giữa giá HRC, giá bán tôn mạ và biên lợi nhuận HSG**



*Nguồn: HSG, BVSC tổng hợp và ước tính*

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

| <b>Kết quả kinh doanh</b>               |               |               |               |               |
|-----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>                 | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025</b>   | <b>2026F</b>  |
| <b>Doanh thu thuần</b>                  | <b>31.650</b> | <b>39.270</b> | <b>36.538</b> | <b>37.169</b> |
| Giá vốn                                 | (28.590)      | (35.017)      | (32.023)      | (32.634)      |
| Lợi nhuận gộp                           | 3.060         | 4.253         | 4.516         | 4.535         |
| Doanh thu tài chính                     | 234,0         | 342,0         | 279,3         | 282,8         |
| Chi phí lãi vay                         | (195,0)       | (134,4)       | (185,6)       | (297,0)       |
| <b>Lợi nhuận sau thuế CĐ Công ty mẹ</b> | <b>31</b>     | <b>510</b>    | <b>735</b>    | <b>515</b>    |

| <b>Bảng cân đối kế toán</b>        |               |               |               |               |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>            | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025</b>   | <b>2026F</b>  |
| Tiền & khoản tương đương tiền      | 597           | 602           | 428           | 1.283         |
| Các khoản phải thu ngắn hạn        | 2.334         | 2.985         | 2.188         | 2.490         |
| Hàng tồn kho                       | 7746          | 10036         | 8353          | 8913          |
| Tài sản cố định hữu hình           | 4.833         | 3.879         | 3.593         | 2.566         |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 1             | 1             | 0             | 13            |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>17.365</b> | <b>19.560</b> | <b>18.953</b> | <b>18.615</b> |
| Nợ ngắn hạn                        | 6.569         | 8.632         | 7.598         | 6.994         |
| Nợ dài hạn                         | 17            | 16            | 16            | 12            |
| Vốn chủ sở hữu                     | 10.781        | 10.912        | 11.338        | 11.609        |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>              | <b>17.365</b> | <b>19.560</b> | <b>18.953</b> | <b>18.615</b> |

| <b>Chỉ số tài chính</b>          |             |             |             |              |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Chỉ tiêu</b>                  | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> | <b>2026F</b> |
| <b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>      |             |             |             |              |
| Tăng trưởng doanh thu            | -36,3%      | 24,1%       | -7,0%       | 1,7%         |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế   | -88%        | 1524%       | 42%         | -29%         |
| <b>Chỉ tiêu sinh lời</b>         |             |             |             |              |
| Lợi nhuận gộp biên               | 9,7%        | 10,8%       | 12,4%       | 12,2%        |
| Lợi nhuận thuần biên             | 0,1%        | 1,3%        | 2,0%        | 1,4%         |
| ROA                              | 0%          | 2,8%        | 3,8%        | 2,7%         |
| ROE                              | 0%          | 4,7%        | 6,5%        | 4,5%         |
| <b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>       |             |             |             |              |
| Nợ vay/Tổng tài sản              | 20%         | 22%         | 25%         | 21%          |
| Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu       | 32%         | 38%         | 44%         | 34%          |
| <b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b> |             |             |             |              |
| EPS (đồng/cổ phần)               | 47          | 821         | 1.164       | 829          |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)   | 17.502      | 17.572      | 18.258      | 18.695       |

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

**Hệ thống nhận định của BVSC** được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

| Các nhận định | Định nghĩa                                                                            |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| OUTPERFORM    | Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%        |
| NEUTRAL       | Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15% |
| UNDERPERFORM  | Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%        |

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

|                                                                                         |                                                                                          |                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| <b>Phạm Tiến Dũng</b><br>Giám đốc khối<br>dungpt@bvsc.com.vn                            | <b>Lưu Văn Lương</b><br>Phó Giám đốc khối<br>luonglv@bvsc.com.vn                         | <b>Nguyễn Chí Hồng Ngọc</b><br>Phó Giám đốc khối<br>ngocnch@bvsc.com.vn  |
| <b>Nguyễn Đức Hoàng, CFA</b><br>Ngân hàng, Bảo hiểm<br>hoangnd@bvsc.com.vn              | <b>Trương Sỹ Phú, CFA</b><br>Hàng tiêu dùng, CNTT<br>phuts@bvsc.com.vn                   | <b>Trần Xuân Bách</b><br>Phân tích kỹ thuật<br>bachtx@bvsc.com.vn        |
| <b>Trần Phương Thảo</b><br>Bất động sản, Khu công nghiệp<br>thaotp@bvsc.com.vn          | <b>Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA</b><br>Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép<br>minhtnn@bvsc.com.vn | <b>Hoàng Thị Minh Huyền</b><br>Chuyên viên vĩ mô<br>huyenhtm@bvsc.com.vn |
| <b>Nguyễn Hà Minh Anh</b><br>Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng<br>anhnhm@bvsc.com.vn          | <b>Nguyễn Viêt Dân</b><br>Cảng biển, Vận tải biển<br>dannv@bvsc.com.vn                   | <b>Nguyễn Hồng Hoa</b><br>Chiến lược thị trường<br>hoanh@bvsc.com.vn     |
| <b>Trần Tuấn Dương, CFA</b><br>Năng lượng, Chứng khoán, Xây dựng<br>duongtt@bvsc.com.vn | <b>Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA</b><br>Bán lẻ, Hàng tiêu dùng<br>dunglnt@bvsc.com.vn        | <b>Nguyễn Đăng Thành</b><br>Dầu khí, Hàng không<br>thanhdn@bvsc.com.vn   |
| <b>Nguyễn Minh Khôi</b><br>Vật liệu xây dựng<br>khoimn@bvsc.com.vn                      |                                                                                          |                                                                          |



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, P. Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, P. Sài Gòn, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888