

Báo cáo phân tích lần đầu

HSG · CTCP Tập đoàn Hoa Sen (Hoa Sen Group)

Sàn HOSE · Niệm yết 05/12/2008



TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

HSG dẫn đầu ngành tôn mạ Việt Nam với **26% thị phần** và mạng lưới hơn 400 cửa hàng bán lẻ. Mặc dù định giá ở mức khá thấp, với P/B **0,67 lần** so với trung bình 5 năm 1,01 lần, triển vọng kinh doanh kém tích cực do xuất khẩu thu hẹp trước các rào cản thương mại, chi phí kênh phân phối hấp thụ phần lớn lợi thế biên gộp và lợi nhuận dự phóng năm 2027 gần như đi ngang. Ngoài ra, tình hình tài chính ở mức trung bình, khi toàn bộ nợ vay là ngắn hạn và nợ ròng/EBITDA đã ở **3,5 lần**, nên **TCBS Research đánh giá HSG chưa phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn ở thời điểm này**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

01 Vị thế dẫn đầu, nhưng chi phí kênh bán lẻ cao

HSG chiếm **26%** thị phần tôn mạ (2 tháng đầu 2026), cao hơn doanh nghiệp đứng thứ hai 8 điểm %. Biên gộp 12,7% vượt trội so với ngành, nhưng chi phí vận hành hơn 400 cửa hàng khiến biên EBITDA 2025 chỉ đạt **4,5%**, gần tương đương mức 4,0% của Nam Kim (NKG).

02 Thị trường nội địa bù đắp một phần xuất khẩu

Trong 9 tháng niên độ 2025-26 (từ 1/10/2025), sản lượng nội địa tăng **6%** nhưng tổng sản lượng vẫn giảm 7,1% do xuất khẩu thu hẹp. LNST đạt **568 tỷ đồng**, giảm 12% so với cùng kỳ, song đã vượt kế hoạch năm theo phương án thấp (114%).

03 Lợi nhuận 2026E tăng nhờ yếu tố một lần, 2027E đi ngang

EBITDA 2026E dự phóng tăng 45% lên **2.240 tỷ đồng**, một phần nhờ lãi tồn kho trong Q2/2026. Sang 2027E, EBITDA đi ngang ở 2.256 tỷ đồng, còn EPS giảm từ **1.018 xuống 953 đồng/cp**.

04 Định giá thấp so với lịch sử, nhưng tương xứng với ROE

P/B hiện ở **0,67 lần**, thấp hơn đáng kể mức trung bình 5 năm là 1,01 lần. Mức chiết khấu này phản ánh ROE 2026E chỉ 7,0%, thấp hơn nhiều so với chi phí vốn chủ sở hữu ước tính 13%.

RỦI RO CHÍNH

01 Biên gộp phụ thuộc vào biến động giá thép

Biên gộp Q2/2026 đạt 15,3% chủ yếu nhờ hàng tồn kho mua lúc giá thấp, trong khi giai đoạn 2023–2025 chỉ dao động 11,2–12,2%. Nếu biên gộp 12 tháng giảm dưới **12%**, giá trị theo khung EV/EBITDA lùi về 7.300–8.100 đồng/cp.

02 Đòn bẩy cao, toàn bộ là vay ngắn hạn

Nợ ròng **6.629 tỷ đồng**, tương đương **3,5 lần EBITDA** và đang tiến gần ngưỡng cảnh báo 4 lần, trong khi lãi suất ngầm định của khoản vay đã tăng từ 3,9% lên 6,2%.

03 Rủi ro giao dịch với bên liên quan

Tài sản dài hạn ngoài TSCĐ tăng **2.633 tỷ đồng** trong 5 quý, trong đó có khoản trả trước **1.250 tỷ đồng** cho bên liên quan của Chủ tịch nhưng chưa công bố mục đích sử dụng.

ĐỊNH GIÁ

Giá CP (09/10/2026)	9.900 đồng
Vốn hoá thị trường	7.992 tỷ đồng
P/E (12 tháng)	12,2 lần
P/B (09/10/2026)	0,67 lần
EV/EBITDA (12 tháng)	7,7 lần

TÀI CHÍNH NỔI BẬT

Doanh thu 2026E	37.370 tỷ đồng
LNST 2026E	822 tỷ đồng
EPS 2026E / 2027E	1.018 / 953 đồng
ROE 2026E	7,0%
Nợ ròng/EBITDA	3,5 lần

THÔNG TIN CƠ BẢN

Sàn	HOSE
Ngành (ICB)	Thép – tôn mạ
KL lưu hành	807,3 triệu cp
Tự do chuyển nhượng	>80%
Beta (1Y)	0,72

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1. Lịch sử & lộ trình phát triển

Khác với phần lớn doanh nghiệp tôn mạ, Hoa Sen đi lên từ kênh phân phối: công ty dựng mạng lưới chi nhánh bán lẻ trước, sau đó mới đầu tư nhà máy, và khi công suất gần chạm trần thì tách mảng bán lẻ thành một pháp nhân riêng. Song song, doanh nghiệp dịch chuyển dần về thị trường nội địa, khi tỷ trọng xuất khẩu trong doanh thu giảm từ 50,3% ở niên độ (NĐ, từ 1/10 đến 30/9) 2021-22 xuống còn 33,4% ở NĐ 2024-25.

GIÁI ĐOẠN 1 (2001–2010) – KÊNH PHÂN PHỐI ĐI TRƯỚC NHÀ MÁY

Thành lập 08/2001 với 30 tỷ đồng vốn và 3 chi nhánh, Hoa Sen niêm yết HOSE 12/2008 và có 106 chi nhánh năm 2010, khi mới sở hữu dây chuyền mạ màu 45 nghìn tấn và cán nguội 180 nghìn tấn/năm.

GIÁI ĐOẠN 2 (2011–2020) – MỞ RỘNG CÔNG SUẤT, XUẤT KHẨU ĐẠI TRÀ

Phú Mỹ (2014) và Nghệ An (2016) đưa xuất khẩu lên kỷ lục 101 nghìn tấn/tháng năm 2020. Dự án thép Cà Ná (10,6 tỷ USD) duyệt 2016 nhưng dừng 2020, nên Hoa Sen ở lại hạ nguồn.

GIÁI ĐOẠN 3 (2021–2025) – ĐỈNH XUẤT KHẨU RỒI QUAY VỀ NỘI ĐỊA

Doanh thu NĐ 2021-22 lập đỉnh 49.711 tỷ đồng, một nửa từ xuất khẩu. Sau khi xuất khẩu sang Mỹ ngừng từ tháng 9/2024, doanh thu xuất khẩu NĐ 2024-25 còn 12.214 tỷ đồng, giảm 34,7% so cùng kỳ, và Hoa Sen Home (12/2021) thành kênh hấp thụ sản lượng.

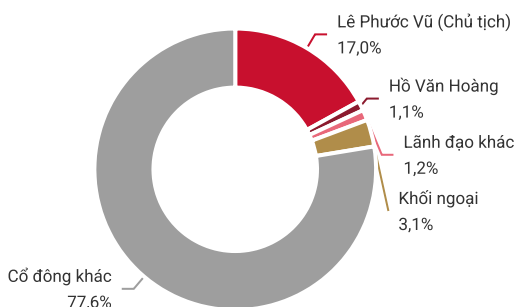
GIÁI ĐOẠN 4 (2026–NAY) – TÁCH BÁN LẺ, TINH GỌN SẢN XUẤT

CTCP Hoa Sen Home ra đời 05/01/2026 với vốn 1.000 tỷ đồng, HSG sở hữu 99%. Đại hội đồng cổ đông (ĐHĐCĐ) tháng 3/2026 quyết định ngừng mở rộng mảng tôn và chia cổ tức cổ phiếu 30%, còn lợi nhuận sau thuế (LNST) 9 tháng NĐ 2025-26 đạt 568 tỷ đồng, vượt kế hoạch năm 500 tỷ đồng.

1.2. Cơ cấu cổ đông & sở hữu

■ Cơ cấu cổ đông HSG

% vốn sở hữu (cập nhật 10/2026)



Vốn điều lệ HSG là 8.072,6 tỷ đồng, tương ứng 807,3 triệu cổ phiếu, và vốn hóa 7.992 tỷ đồng tại giá 9.900 đồng (09/10/2026). Chủ tịch Lê Phước Vũ nắm 17,0% và là cổ đông duy nhất trên 5%.

Với 17,0%, ông Vũ không đủ phủ quyết các nghị quyết cần 65% phiếu, nhưng vẫn chi phối nhờ vai trò sáng lập và chủ tịch các ủy ban chiến lược, nhân sự. Cổ phiếu tự do chuyển nhượng chiếm trên 80% và không tổ chức nào làm đối trọng. Dù vậy, đề xuất của Chủ tịch tại ĐHĐCĐ 07/03/2026 về chia hơn 3.000 tỷ đồng tiền mặt vẫn chưa thành nghị quyết.

Nguồn: TCBS Research; "cổ đông khác" là phần còn lại

1.3. Ban lãnh đạo & quản trị

HĐQT nhiệm kỳ 2024–2029 có 6 thành viên, 2 độc lập, và Ủy ban Kiểm toán thay Ban Kiểm soát. Phó Chủ tịch Trần Ngọc Chu đứng đầu Ban Điều hành, còn PwC kiểm toán NĐ 2024-25.

HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

6 thành viên · Nhiệm kỳ 2024–2029

CHỦ TỊCH Lê Phước Vũ	PHÓ CHỦ TỊCH Trần Ngọc Chu	THÀNH VIÊN Trần Quốc Trí
THÀNH VIÊN Lý Văn Xuân	ĐỘC LẬP Nguyễn Văn Luân	ĐỘC LẬP Đình Viết Duy

BAN TỔNG GIÁM ĐỐC

1 TGD · 10 Phó TGD · 1 Kế toán trưởng

TỔNG GIÁM ĐỐC Vũ Văn Thanh	KẾ TOÁN TRƯỞNG Nguyễn Thị Ngọc Lan	PHÓ TGD DỰ ÁN Nguyễn Tấn Hòa
PHÓ TGD MARKETING Trần Đình Tài	PHÓ TGD Hoàng Đức Huy	

ỦY BAN KIỂM TOÁN

3 thành viên · trực thuộc HĐQT

CHỦ TỊCH Nguyễn Văn Luân	THÀNH VIÊN Đình Viết Duy	THÀNH VIÊN Lý Văn Xuân
-----------------------------	-----------------------------	---------------------------

Nguồn: Tài liệu ĐHĐCĐ HSG ND 2025-26, TCBS Research.

Kinh nghiệm và biến động nhân sự chủ chốt

Đội ngũ điều hành của HSG được xây dựng gần như hoàn toàn từ nội bộ: cả 10 phó tổng giám đốc đều gia nhập công ty trong giai đoạn 2001–2016 rồi được đề bạt dần lên, trong đó 5 người đang phụ trách mảng Hoa Sen Home. Tổng Giám đốc Vũ Văn Thanh vào Hoa Sen từ năm 2008, xuất thân từ mảng tài chính và giữ vị trí hiện tại từ tháng 4/2024. Quy mô nhân sự tập đoàn khá ổn định, ở mức 7.209–7.994 người suốt sáu niên độ. Con số 3.000–4.000 người sau khi tách Hoa Sen Home chỉ áp dụng cho công ty mẹ, và vì Hoa Sen Home vẫn được hợp nhất nên chi phí trên báo cáo hợp nhất sẽ không tự giảm theo. Hiệu quả tiết giảm chỉ thực sự thể hiện khi chi phí bán hàng và quản lý (CPBH&QL) xuống dưới 10% doanh thu.

Chính sách cổ tức

■ Lịch sử chi trả cổ tức HSG

Ngày GDKHQ	Niên độ	Hình thức	Tỷ lệ	Ghi chú
04/05/2026	NĐ 2024-25	Cổ phiếu	30%	Số cổ phiếu lên 807,3 triệu
02/04/2025	NĐ 2023-24	Tiền mặt	5%	~310 tỷ đồng; LNST 514 tỷ đồng
24/04/2024	NĐ 2022-23	Tiền mặt	5%	~310 tỷ đồng; LNST 30 tỷ đồng
26/06/2023	NĐ 2021-22	Cổ phiếu	3%	
2020–2022	Ba niên độ	Cổ phiếu	5%, 10%, 20%	

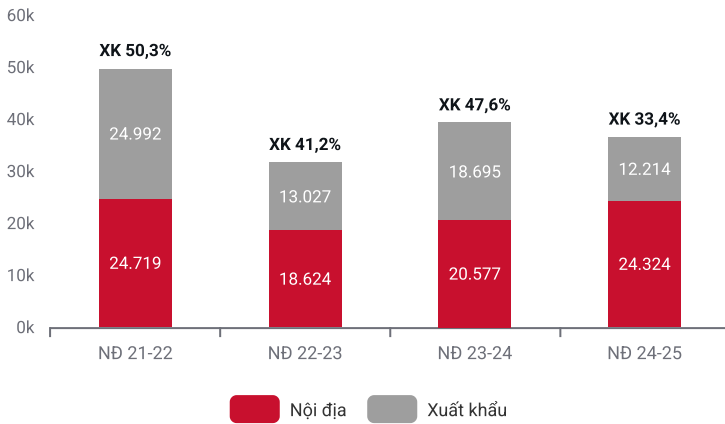
Nguồn: TCBS Research, Tài liệu ĐHĐCĐ HSG; số tiền chi trả là ước tính; NĐ: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Từ 2020, HSG chỉ trả tiền mặt hai lần, mỗi lần 500 đồng/cp, còn năm đợt cổ tức cổ phiếu đã nhân số cổ phiếu lên 1,86 lần. Nếu chia 3.000 tỷ đồng (3.716 đồng/cp) bằng tiền vay, nợ ròng/EBITDA 12 tháng gần nhất sẽ tăng từ 3,5 lần lên khoảng 5,0 lần, vượt ngưỡng cảnh báo 4 lần.

1.4. Mô hình kinh doanh

Doanh thu theo thị trường

Tỷ đồng · niên độ kết thúc 30/9

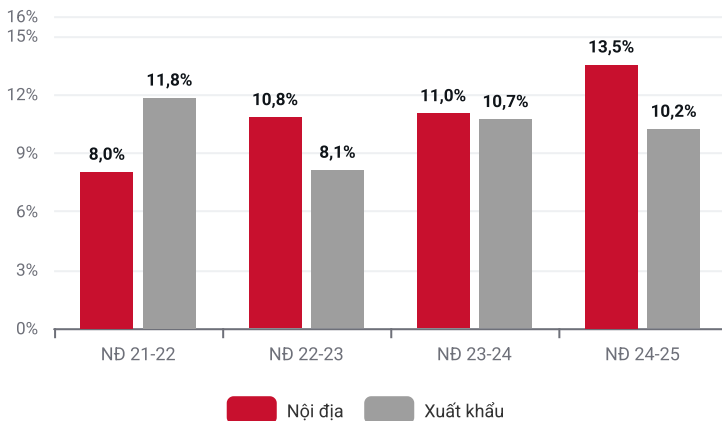


Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán HSG (bộ phận theo vị trí khách hàng); ND: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Biên gộp nội địa và xuất khẩu

Biên gộp theo thị trường

% · niên độ kết thúc 30/9



Nguồn: BCTC hợp nhất kiểm toán HSG (thuyết minh báo cáo bộ phận theo khu vực địa lý), TCBS Research; ND: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

1.5. Chuỗi giá trị & công suất

Hoa Sen không luyện thép. Chuỗi giá trị đi từ HRC mua ngoài (Hòa Phát, Formosa, nhập khẩu) qua cán nguội 1,47 triệu tấn, mạ 2,12 triệu tấn và mạ màu 0,36 triệu tấn, nên khi mạ chạy đủ tải, cán nguội nội bộ chỉ đáp ứng khoảng 70% nguyên liệu. Nghệ An giữ 68% công suất cán nguội và 47% công suất mạ, còn dự án Nhơn Hội 2.333 tỷ đồng (đến Q2/2027) là mở rộng nhà máy ống thép (Nghị quyết HĐQT 43/2024).

Hoa Sen mua thép cuộn cán nóng (HRC) về cán, mạ thành tôn, ống thép, thêm ống nhựa, rồi bán qua hơn 400 cửa hàng (143 siêu thị Hoa Sen Home, tháng 1/2026) và xuất khẩu tới hơn 90 quốc gia. Biên gộp nội địa 13,5%, xuất khẩu 10,2%.

Báo cáo tài chính không tách doanh thu theo sản phẩm. Ba nhà máy ống thép có công bố sản xuất khoảng 677 nghìn tấn ND 2024-25, bằng 37% sản lượng bán 1,85 triệu tấn, còn ống nhựa dưới 10% và tôn khoảng 55%. Vì số sản xuất có thể gồm bán thành phẩm dùng nội bộ, 37% chỉ là cận trên. Xuất khẩu chiếm khoảng 40% sản lượng.

Từ ND 2022-23, biên nội địa vượt biên xuất khẩu, nên nội địa tạo 72,5% lợi nhuận gộp ND 2024-25, tăng từ 40,3%.

Khi quay về nội địa, Hoa Sen đối rủi ro phòng vệ thương mại lấy rủi ro chu kỳ xây dựng dân dụng. Chênh 3,3 điểm % trên 24.324 tỷ đồng doanh thu nội địa tương đương khoảng 800 tỷ đồng lợi nhuận gộp, hơn cả LNST ND 2024-25. Tuy vậy, khoản này chưa trừ chi phí bán hàng (8,5% doanh thu), khoản chi gộp cả cước xuất khẩu lẫn chi phí cửa hàng nội địa mà số liệu không tách riêng, nên chưa thể kết luận nội địa lãi hơn xuất khẩu.

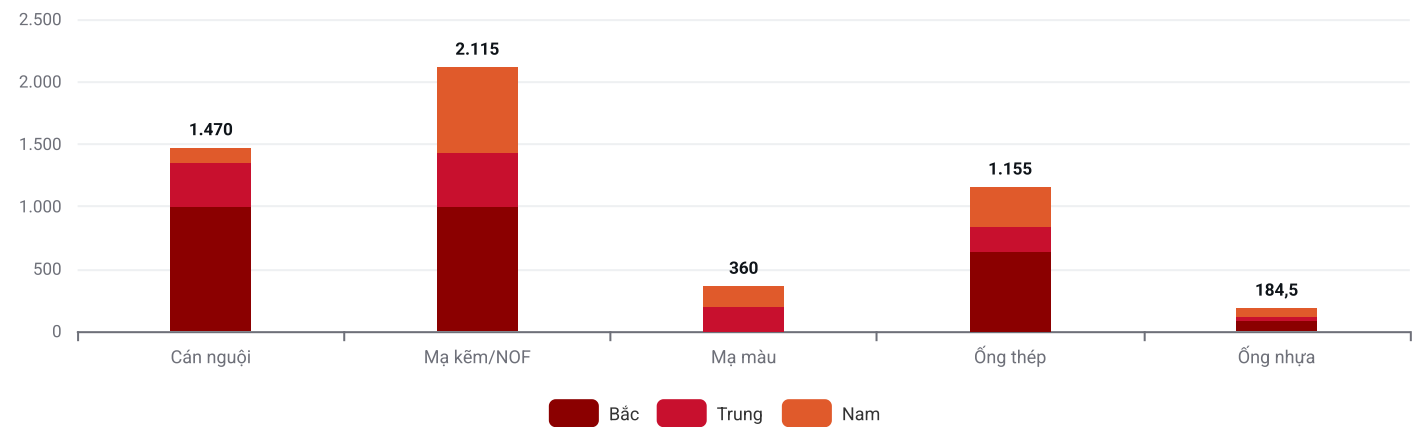
Hệ thống nhà máy chính

Nhà máy	Cán nguội	Mạ kẽm/NOF	Mạ màu	Ống thép
Hoa Sen Nghệ An	1.000	1.000		
Tôn Hoa Sen Phú Mỹ		685	165	
Hoa Sen Nhơn Hội	350	430	195	
Tôn Hoa Sen (Bình Dương)	120			
Ống thép Hoa Sen Phú Mỹ				320
Hoa Sen Hà Nam				500
Hoa Sen Bình Định				200
Nam Cấm, Yên Bái				135

Nguồn: Báo cáo thường niên HSG niên độ 2024-25, Tài liệu ĐHCĐ HSG niên độ 2025-26; nghìn tấn/năm; ống thép Phú Mỹ gồm 120 nghìn tấn mạ nhúng nóng; NOF: mạ dùng lò ủ không oxy hóa

Công suất theo công đoạn và vùng

Nghìn tấn/năm, cuối ND 2024-25



Nguồn: Báo cáo thường niên HSG niên độ 2024-25, TCBS Research tổng hợp; Bắc gồm Nghệ An; ND: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Sản lượng 9 tháng ND 2025-26 quy năm đạt 1,76 triệu tấn, bằng 83% công suất mạ, nhưng chỉ 54% nếu cộng 1,16 triệu tấn công suất ống thép. Do ống mạ kẽm dùng một phần băng tôn mạ, hiệu suất thực nằm giữa hai mức này, gồm cả mức 70–80% ban lãnh đạo nêu. Sản lượng bán ND 2024-25 cũng có hai số, 1,845 và 1,918 triệu tấn, nên dự địa tăng sản lượng chưa đo được.

1.6. Công ty con & liên kết

Ngày 25/09/2026, HĐQT thông qua sáp nhập 5 pháp nhân về 2 đầu mối, tức giảm 3 công ty con, và vì các pháp nhân này đều do HSG sở hữu 100% nên tác động chủ yếu ở chi phí quản lý. Hoa Sen Sài Gòn là pháp nhân bất động sản, còn 300 tỷ đồng góp thêm dành cho các dự án đầu tư chưa nêu tên.

Công ty con chính sau tái cấu trúc

Công ty	Sở hữu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Ghi chú
Hoa Sen Nghệ An	100%	1.100	Nhận Hà Nam, Vật liệu xây dựng Yên Bái
Hoa Sen Nhơn Hội	100%	770	Nhận Hoa Sen Bình Định
Hoa Sen Home	99,0%	1.000	Bán lẻ vật liệu xây dựng, dự kiến IPO
Nhựa Hoa Sen	99,95%	300	Ống nhựa
Hoa Sen Yên Bái (CP)	97,3%	621	Bất động sản, khách sạn
Hoa Sen Sài Gòn	77,5%	400	Tăng từ 10% (tháng 8/2026)
6 pháp nhân dự án Cà Ná	0%	–	Thoái vốn, giải thể 2020

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ HSG niên độ 2025-26, HĐQT HSG, HSG công bố

Hoa Sen Home: mạng lưới, vốn và đối thủ

Hoa Sen Home: các mốc chính

Thời điểm	Số siêu thị	Vốn, sở hữu, kế hoạch
2022 / 2023 / 2024	110 / 114 / 120	Doanh thu 2024: 13.343 tỷ đồng
30/09/2025	130	7 tổng kho
01/2026	143	Vốn 1.000 tỷ đồng, HSG 99%
Kế hoạch 2026	165	Vốn 3.000 tỷ đồng; ESOP ≤30 triệu cp giá 10.000 đồng
Trước IPO	–	Vốn 5.000–10.000 tỷ đồng
Kế hoạch 2030	300	Đầu tư lũy kế ~6.000 tỷ đồng

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ HSG niên độ 2025-26, Báo cáo thường niên HSG niên độ 2024-25, Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ (doanh thu 2024, kế hoạch đầu tư)

Giai đoạn 2022–2024, chuỗi chỉ thêm khoảng 5 siêu thị/năm, trong khi đích 300 siêu thị năm 2030 đòi hỏi khoảng 34 siêu thị/năm từ 2027, gấp gần 7 lần nhịp đó. Kế hoạch cần 6.000 tỷ đồng, bằng 74% vốn hóa HSG, nên vốn là ràng buộc chính. Nếu HSG mua hết phần không ai đăng ký và cổ phiếu cho người lao động (ESOP) phát hành đủ, tỷ lệ của HSG còn 90–91%, và vì ESOP bán bằng mệnh giá, phần giá trị sổ sách vượt 10.000 đồng/cp sẽ chuyển sang người lao động.

Doanh thu toàn chuỗi năm 2024 bằng khoảng 2/3 doanh thu nội địa ND 2023-24 của HSG. Đối thủ phân phối vật liệu xây dựng gồm Viglacera 290 điểm bán, Prime 132, RitaVo 38 và Hamaco 16 (gồm cả showroom, đại lý). Doanh thu/siêu thị và tỷ lệ hàng ngoài HSG chưa công bố. Hoa Sen Home vẫn chủ yếu là kênh bán tôn.

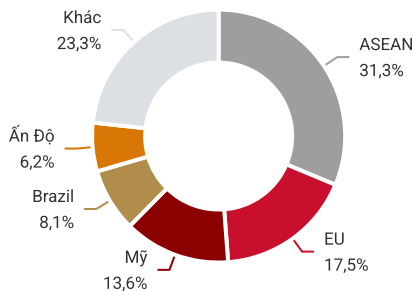
2. Phân tích ngành thép

2.1. Vĩ mô & thương mại

Nền vĩ mô đang thuận lợi: GDP 9 tháng 2026 tăng 9,01%, cao nhất 15 năm, trong đó công nghiệp – xây dựng tăng 11,21%. Tiêu thụ thép thành phẩm của hội viên Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) 7 tháng 2026 tăng 15,6% so cùng kỳ, nhưng chủ yếu nhờ thép xây dựng và thép cuộn cán nóng (HRC) Dung Quất 2, còn tôn mạ không đi cùng nhịp đó.

Thị trường xuất khẩu thép Việt Nam 7T/2026

% sản lượng xuất khẩu thép thành phẩm



Nguồn: VSA

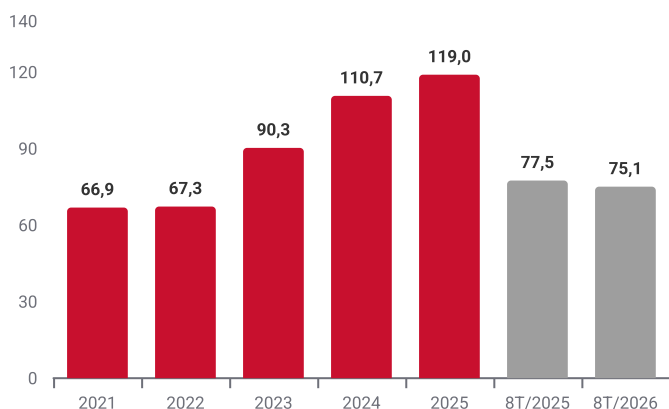
Xuất khẩu thép thành phẩm 7 tháng 2026 đạt 6,69 triệu tấn (+4,2%). Lượng xuất khẩu chưa giảm, nhưng 31,1% đang đi vào EU và Mỹ, hai thị trường siết thuế tôn mạ mạnh nhất.

HSG ngừng bán tôn sang Mỹ từ tháng 9/2024 (trước đó 15–20 nghìn tấn/tháng), còn hạn ngạch thép mạ EU cấp cho Việt Nam từ tháng 7/2026 khoảng 470 nghìn tấn/năm.

2.2. Cung – Cầu toàn cầu

Xuất khẩu thép thành phẩm Trung Quốc

Triệu tấn



Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc (GACC)

Xuất khẩu thép thành phẩm Trung Quốc lập đỉnh năm 2025, vượt mốc 112,4 triệu tấn năm 2015. Từ 1/1/2026 Bắc Kinh áp giấy phép xuất khẩu, và 8 tháng 2026 thành phẩm giảm 3,0%, nhưng phôi lại tăng 52,1% lên 14,0 triệu tấn. Cộng hai nhóm, tổng xuất khẩu vẫn tăng khoảng 2,9%, tức Trung Quốc chỉ chuyển từ bán thành phẩm sang bán phôi.

Thép thô Trung Quốc tháng 8/2026 đạt 74,6 triệu tấn (-3,7% so cùng kỳ), bằng 51,7% toàn cầu. Cắt sản lượng chỉ đỡ giá khu vực khi xuất khẩu giảm theo, điều chưa xảy ra, nên HRC châu Á chỉ hạ nhiệt khi tổng xuất khẩu thành phẩm cộng phôi thấp hơn mức 2025 hai quý liên tiếp.

Năm 2025, khoảng 165 triệu tấn chênh lệch thô – thành phẩm (gồm cả hao hụt khi cán thép thô thành thành phẩm) phải tìm đầu ra, trong khi worldsteel dự báo cầu Trung Quốc giảm thêm gần 12 triệu tấn năm 2026. Chỉ 1% lượng dư đó đã bằng khoảng 6% tiêu thụ thép Việt Nam.

Chênh lệch thép thô – tiêu thụ thành phẩm Trung Quốc ~165 triệu tấn (cận trên)

Triệu tấn	2023	2024	2025	2026F
Thép thô thế giới – sản xuất	1.888,2	1.882,6	1.849,4	—
Thép thô Trung Quốc – sản xuất	1.019,1	1.005,1	960,8	—

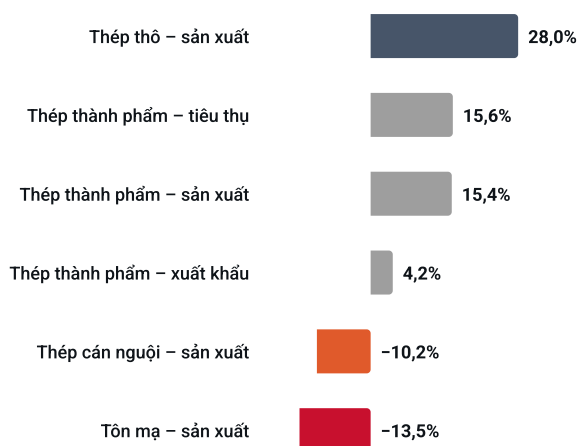
Triệu tấn	2023	2024	2025	2026F
Thép thành phẩm thế giới – tiêu thụ	—	1.751E	1.718,2	1.724,1
Thép thành phẩm Trung Quốc – tiêu thụ	—	857E	796,0	784,1
Xuất khẩu thành phẩm / thép thô Trung Quốc (%)	8,9	11,0	12,4	—
Thép thành phẩm Việt Nam – tiêu thụ	—	25,7E	28,8	29,4

Nguồn: worldsteel (Short Range Outlook 4/2026), Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, GACC; dòng "E" và tỷ lệ % do TCBS Research tính lùi từ tốc độ tăng worldsteel công bố

2.3. Thị trường thép Việt Nam

Tăng trưởng thép theo nhóm 7T/2026

% so cùng kỳ · số VSA mới nhất (7 tháng)

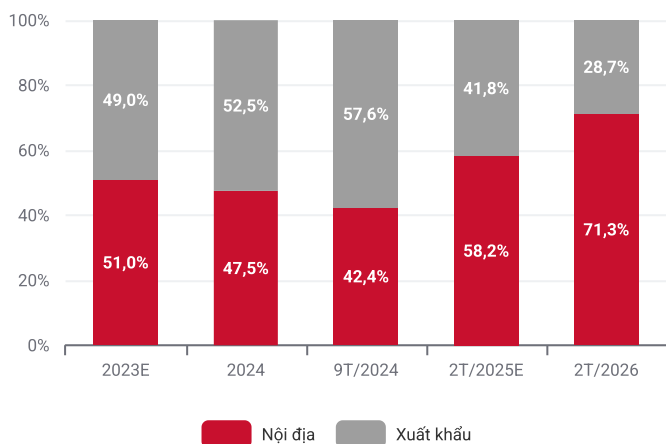


Nguồn: VSA

Cơ cấu nội địa – xuất khẩu và cầu xây dựng

Cơ cấu tiêu thụ tôn mạ toàn ngành

% sản lượng bán hàng



Nguồn: VSA; 2023 và 2T/2025 do TCBS Research tính lùi từ tốc độ tăng VSA công bố

Dự phóng của chúng tôi cho HSG ngầm giả định nội địa toàn ngành tăng theo vốn ngoài Nhà nước, trong khi hai tháng đầu năm mới đi ngang (khoảng -2%). Nội địa HSG tăng 6% trong 9 tháng niên độ (NĐ, từ 1/10 đến 30/9) 2025-26, và phần chênh nhiều khả năng là thị phần giành từ đối thủ.

Tôn mạ và cán nguội là hai nhóm duy nhất co lại. Theo VSA, sản xuất tôn mạ 7 tháng 2026 giảm 13,5% và bán hàng 6 tháng giảm 9,5%. Riêng 2 tháng đầu năm, bán hàng giảm tới 20%, trong đó xuất khẩu 2 tháng giảm 45% còn khoảng 180 nghìn tấn.

Sáu tháng 2026, ngành bán 2,26 triệu tấn tôn mạ, trong đó xuất khẩu -29,4%. Sau các lệnh phòng vệ, tỷ lệ hàng Trung Quốc trong nhập khẩu sắt thép giảm từ 58,3% xuống 50,6%, nên áp lực trên thị trường nội địa giờ đến chủ yếu từ cung dư trong nước.

Năm 2024 ngành tôn mạ bán gần 5,7 triệu tấn. Lượng nội địa gần như đứng yên, ước 457 nghìn tấn 2 tháng 2025 và 447 nghìn tấn 2 tháng 2026, nên chưa bù được phần xuất khẩu mất.

Cầu xây dựng 9 tháng 2026 không yếu, với vốn ngân sách 661,8 nghìn tỷ đồng (+19%) và vốn ngoài Nhà nước 1.649,2 nghìn tỷ đồng (+14%). Nhưng đầu tư công chủ yếu đi vào cao tốc, cầu, sân bay, nơi dùng thép xây dựng và HRC. Trong 103.205 căn nhà ở thương mại được cấp phép Q2/2026, chỉ 33.617 căn là nhà riêng lẻ, loại dùng mái tôn, nên tôn mạ vẫn giảm.

Nếu nội địa toàn ngành 2026 tăng dưới 5%, mức tăng 6% của HSG khó lặp lại năm 2027.

2.4. Nguyên liệu đầu vào

Đầu vào	Mức gần nhất	Mốc so sánh	Ghi chú
HRC Trung Quốc (USD/tấn FOB)	460–495 (cuối 9/2026)	485 (1/4/2026)	Đi ngang 6 tháng
HRC Ấn Độ/Indonesia (USD/tấn CFR VN)	534–535 (8/2026)	515–518 (7/2026)	Nguồn thay thế hàng Trung Quốc
HRC Hòa Phát nội địa (triệu đồng/tấn)	14,06–14,09 (8/2026)	–	Nội địa ~65% nguồn cung 2026
Kẽm LME 3 tháng (USD/tấn)	3.842 (30/9/2026)	~2.870 (TB 2025)	TB 2026 đến giữa tháng 9: 3.483
Chi phí kẽm/tấn tôn mạ kẽm Z120 (USD)	~150E	~110E	Ước tính, tôn dày 0,4 mm

Nguồn: Mysteel, LME, VSA, Bộ Công Thương; dòng "E" là ước tính của TCBS Research

Lợi nhuận gộp của HSG phụ thuộc chênh lệch giá tôn – HRC và giá vốn lô HRC trong kho. Q3/2024 giá HRC giảm đúng lúc HSG còn giữ tồn kho giá cao, khiến biên gộp rơi xuống 8,5%, lỗ sau thuế 181 tỷ đồng, còn Q2/2026 chiều ngược lại đưa biên gộp lên 15,3%. Với giá bán bình quân 9 tháng VNĐ 2025-26 khoảng 20,7 triệu đồng/tấn (gần 790 USD, tỷ giá 26.200 đồng/USD), mỗi 10 USD/tấn HRC lệch pha làm biên gộp xê dịch khoảng 1,3 điểm %.

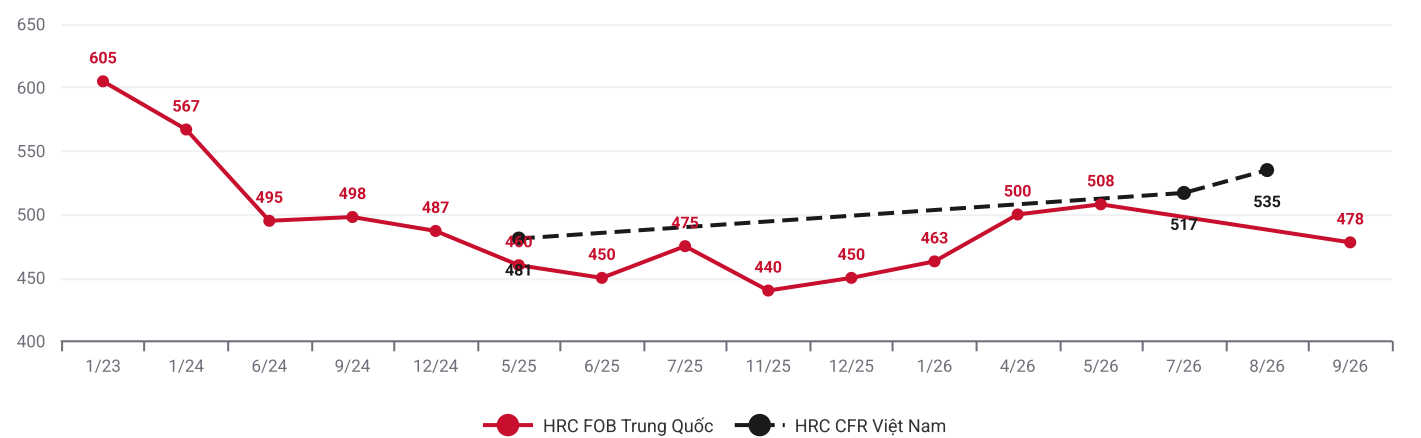
Giá kẽm LME (sàn kim loại London) ngày 30/9 cao hơn bình quân 2025 tới 34%, trong khi lớp mạ Z120 chiếm khoảng 3,8% khối lượng tôn 0,4 mm, con số chưa đối chiếu với định mức của HSG. Tôn lạnh (55% nhôm) nhạy với kẽm bằng khoảng một nửa.

Diễn biến giá HRC và chênh lệch giá tôn – HRC

Giá HRC giao tại cảng Trung Quốc (FOB) lùi về 460–495 USD/tấn cuối tháng 9, trong khi giá giao tới Việt Nam (CFR) lại lên 535 USD tháng 8/2026, khiến khoảng cách hai giá nới từ khoảng 20 USD/tấn (5/2025) lên 40–75 USD/tấn. Thuế chống bán phá giá (CBPG) đã tách giá đầu vào của HSG khỏi giá Trung Quốc.

■ Giá HRC chào bán: FOB Trung Quốc và CFR Việt Nam

USD/tấn · FOB Thiên Tân SS400 3 mm (1/2023, 1/2024: loại 4,75 mm) · CFR VN 2026: hàng Ấn Độ/Indonesia · 9/2026: điểm giữa 460–495



Nguồn: Mysteel, SEAISI, Bộ Công Thương

Doanh thu/tấn HSG Q2/2026 đạt 21,6 triệu đồng, khoảng 824 USD, trong khi HRC Hòa Phát 14,1 triệu đồng, khoảng 538 USD, ngang hàng nhập, nên ngưỡng chênh 30 USD ở mục 2.5 chưa bị chạm. Chênh lệch thô tôn – HRC khoảng 286 USD/tấn, trong đó kẽm chiếm khoảng 150 USD. So cùng kỳ, giá tôn tăng khoảng 60 USD/tấn (+7,9%), còn chi phí thay thế (giá vốn nếu mua nguyên liệu theo giá hiện tại) tăng 77–100 USD, gồm HRC CFR +54 USD và kẽm thêm 23–46 USD tùy tỷ trọng tôn lạnh. Chênh lệch theo giá thay thế vì thế hẹp lại 17–40 USD/tấn, tương đương 2–5 điểm % biên gộp (ước tính). Do giá tôn và giá HRC lấy ở hai thời điểm khác nhau, phép tính chỉ cho biết chiều hướng: giá tôn Q3/2026 cần tăng 2–5% so với Q2 mới bù được.

2.5. Khung pháp lý & thuế nhập khẩu

HSG là một trong năm nguyên đơn vụ tôn mạ, và mức thuế tối đa 37,13% đã chặn nguồn tôn Trung Quốc giá rẻ nhất. Mặt trái là thuế 23,1–27,83% với HRC Trung Quốc lại nâng giá đầu vào của chính nhóm tôn mạ. Nhận định đảo chiều nếu HRC Hòa Phát cao hơn hàng nhập Ấn Độ/Indonesia trên 30 USD/tấn suốt hai quý mà giá tôn không tăng theo.

Thị trường · Biện pháp	Mức thuế	Trạng thái
VN · CBPG HRC Trung Quốc	23,1–27,83%	Chính thức từ 6/7/2025, 5 năm; dừng với Ấn Độ
VN · Chống lẩn tránh HRC khổ rộng Trung Quốc	27,83%	QĐ 612/QĐ-BCT, hiệu lực 17/4/2026
VN · CBPG tôn mạ Trung Quốc, Hàn Quốc	Tối đa 37,13% / 15,67%	Tạm thời 4/2025, chính thức 8/2025, 5 năm
Mỹ · CBPG/chống trợ cấp (CVD) thép chống ăn mòn	HSG: 110,19% / 0,3%	Kết luận cuối 8/2025; cộng thuế Mục 232 50%
EU · Tự vệ thép mới	50% ngoài hạn ngạch	Từ 1/7/2026; hạn ngạch giảm 47%
Canada · CBPG/CVD thép chống ăn mòn	Duy trì	CITT gia hạn kết luận 16/7/2026
Úc · CBPG thép mạ kẽm hiện hành (áp từ 16/8/2017)	Theo doanh nghiệp	Rà soát cuối kỳ từ 9/9/2026; kết luận sơ bộ dự kiến 4/1/2027; biện pháp hết hạn 16/8/2027
Úc · Điều tra CBPG mới (đơn BlueScope)	Cáo buộc 56,21%	Khởi xướng lại 24/6/2026 (rút đơn 19/6 để sửa tên)

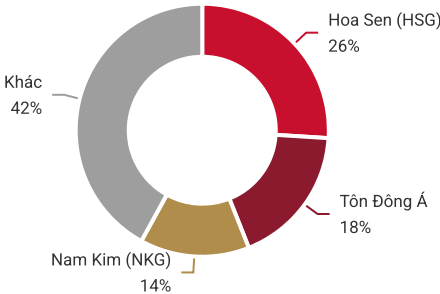
Nguồn: Bộ Công Thương (Cục PVTM), Bộ Thương mại Mỹ, Ủy ban châu Âu, CITT Canada, Ủy ban Chống bán phá giá Úc (ADC)

Thị trường Mỹ đã đóng hẳn với HSG. EU vẫn còn, nhưng cơ chế tự vệ mới áp thêm quy tắc "nơi nấu luyện", trong khi tôn Việt Nam phần lớn cán từ HRC nhập khẩu nên có thể bị tính xuất xứ theo nước luyện phôi, một rủi ro chưa có tiền lệ. Năm 2025 HSG bán sang EU khoảng 180–240 nghìn tấn, khoảng 10–13% sản lượng thực ND 2024-25 (1,85 triệu tấn), nên nếu mất trọn lượng này, công ty phải bán thêm vào thị trường nội địa đang dư cung.

2.6. Cạnh tranh & thị phần

Thị phần tiêu thụ tôn mạ 2T/2026

%



Nguồn: VSA

HSG giữ 26% thị phần tôn mạ 2 tháng 2026, hơn vị trí số hai 8 điểm %, và ba doanh nghiệp đầu chiếm 58%. Thị phần HSG giảm từ 31,6% (2020) về khoảng 26% từ năm 2024 rồi đi ngang từ đó.

Mốc 2 tháng 2026 rơi vào Tết nên có sai số. Hòa Phát vào tôn mạ từ 2024 và tự có HRC, nên ít chịu lỗ tồn kho khi giá giảm. Q1/2026, biên gộp Tôn Đông Á chỉ 4,45% và lợi nhuận trước thuế Nam Kim giảm 69%, còn biên gộp HSG đạt 11,7%.

Ở mảng ống, Hòa Phát chiếm khoảng 35% Q1/2026 với 225 nghìn tấn, gấp khoảng ba lần HSG ở vị trí thứ hai, và nhà máy Long An nâng công suất ống Hòa Phát lên 1,2 triệu tấn, nhắm thị phần 38–40%. Lợi thế còn lại của HSG là kênh phân phối: hơn 400 cửa hàng bán thẳng tới người dùng cuối.

So sánh năng lực các nhà sản xuất tôn mạ

Doanh nghiệp	Công suất mạ (nghìn tấn/năm)	Thị phần	Kênh & thị trường	Kết quả gần nhất (tỷ đồng)
Hoa Sen (HSG)	~2.115	26% (2T/2026)	Hơn 400 cửa hàng; xuất khẩu 28,7% sản lượng 9 tháng niên độ 2025-26	LNST 2025: 628; biên gộp Q2/2026 15,3%
Tôn Đông Á	~850	18% (2T/2026)	Đại lý, xuất khẩu; dự án thép dẹt 1,2 triệu tấn	LNST 2025: 270 (–20%)
Nam Kim (NKG)	1.200 + 180 màu	14% (2T/2026)	Xuất khẩu bình quân 56% sản lượng 2019–2024	Doanh thu 2025: 14.800 (–28%); LNST 197 (–56%)
Hòa Phát (HPG)	~600	9,3% (Q3/2024)	Tự sản xuất HRC; hệ thống đại lý thép	423 nghìn tấn 2025; Q1/2026 106 nghìn tấn (+19%)
TVP	300 + 150 màu	<5% (ước tính)	Nội địa, miền Bắc; chưa niêm yết	–

Nguồn: HSG, NKG, Tôn Đông Á, Hòa Phát, TVP công bố; VSA; TCBS Research (TVP: ước tính từ công suất); 2T, 9T: 2 tháng, 9 tháng

Nam Kim chịu tác động nặng nhất khi kênh xuất khẩu đóng lại, trong khi Hòa Phát đi ngược xu hướng với lượng bán Q1/2026 tăng 19%, dù bán hàng tôn mạ toàn ngành 6 tháng giảm 9,5%. Khi Nam Kim, Tôn Đông Á kéo hàng xuất khẩu về nội địa và Hòa Phát mở rộng nhờ HRC tự sản xuất, áp lực sẽ dồn chủ yếu vào giá bán của HSG. Ngưỡng kiểm chứng là thị phần HSG cả năm 2026 xuống dưới 24%.

3. Phân tích kết quả kinh doanh

3.0. Tổng quan chỉ tiêu chốt

DOANH THU 12T 35.708 tỷ đồng · 2025: 34.699	EBITDA 12T 1.910 tỷ đồng · 2025: 1.545	LNST 12T 656 tỷ đồng · 2025: 628	ROE 5,7% 2025: 5,6%
ROA 3,2% 2025: 3,1%	BIÊN GỘP Q2/26 15,3% 12T: 12,7% · 2025: 12,2%	BIÊN EBITDA 12T 5,3% 2025: 4,5%	NỢ VAY/VCSH 0,6 lần 30/06/2026 · 2025: 0,5 lần
EBIT/LÃI VAY 12T 3,5 lần Q2/26: 4,7 lần · 2025: 4,9 lần	CHI ĐẦU TƯ/DT 12T 10,0% 2025: 8,1%	SỐ NGÀY TỒN KHO 96 ngày · 31/12/2025: 115	P/E 12T 12,2 lần EV/EBITDA 7,7 lần

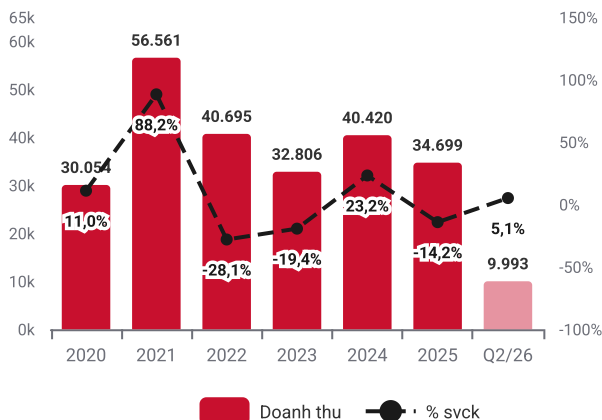
Nguồn: TCBS Research; 12T = Q3/2025–Q2/2026

- Quy mô: doanh thu 12 tháng 35.708 tỷ đồng, thấp hơn đỉnh năm 2021 (năm dương lịch) tới 37%.
- Q2/2026 (quý 3 niên độ 2025-26, viết tắt NĐ): biên gộp 15,3%, cao nhất 10 quý gần nhất.
- Sinh lời mỏng: ROE 5,7%, biên LNST 12 tháng 1,8%.
- Chi phí bán hàng và quản lý (CPBH&QL) chiếm 85% lợi nhuận gộp năm 2025.
- Lãi vay Q2/2026 121 tỷ đồng, gấp 2,8 lần cùng kỳ.
- 9 tháng NĐ 2025-26 (9T) đạt 114% kế hoạch LNST thấp (phương án 1: 500 tỷ đồng), 95% kế hoạch cao (600 tỷ đồng).

3.1. Doanh thu & sản lượng

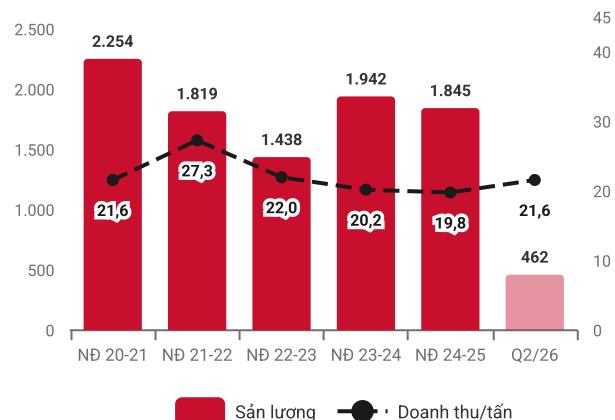
■ Doanh thu thuần

Cột: tỷ đồng · Đường: % svck · Q2/26 là số quý



■ Sản lượng tiêu thụ & doanh thu/tấn

Cột: nghìn tấn · Đường: triệu đồng/tấn · theo niên độ



Nguồn: TCBS Research, HSG công bố; năm dương lịch (TCBS tổng hợp 4 quý), niên độ HSG kết thúc 30/9; sản lượng niên độ 22-23 suy từ mức +35% của niên độ 23-24; NĐ: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Doanh thu năm 2025 đạt 34.699 tỷ đồng, giảm 14,2% so với cùng kỳ (svck) và chỉ bằng 61% đỉnh 56.561 tỷ đồng của năm dương lịch 2021.

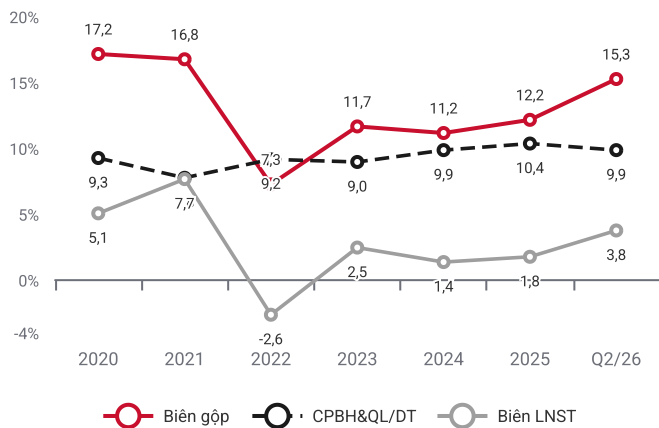
Theo niên độ tài chính của HSG (NĐ, từ 1/10 đến 30/9), NĐ 2024-25 giảm 7,0% do sản lượng giảm 5,0% xuống 1,85 triệu tấn trong khi doanh thu/tấn giảm 2,1% còn 19,8 triệu đồng. Đỉnh năm 2021 chủ yếu là đỉnh giá, khi doanh thu/tấn NĐ 2021-22 lên 27,3 triệu đồng dù sản lượng thấp hơn NĐ 2020-21 tới 19%. Doanh thu/tấn là số chia thô, gộp cả ống nhựa, nhưng sai số vài phần trăm không làm đổi chiều biến động.

Doanh thu Q2/2026 đạt 9.993 tỷ đồng, tăng 5,1% svck dù sản lượng 461.739 tấn giảm 2,6%, nên tăng trưởng đến hoàn toàn từ giá: giá bán mang về 731 tỷ đồng, còn 12,3 nghìn tấn sản lượng hụt đi làm mất 247 tỷ đồng doanh thu, đưa doanh thu/tấn lên 21,6 triệu đồng (+7,9% svck). Lũy kế 9T, sản lượng tôn thép nội địa tăng 6% lên 882.609 tấn, trong khi xuất khẩu giảm 35% còn 355.803 tấn, kéo phần xuất khẩu từ khoảng 40% xuống 28,7%. Hai kênh cộng lại thấp hơn sản lượng hợp nhất 1,32 triệu tấn 81 nghìn tấn, nhiều khả năng là ống nhựa. Để đạt kế hoạch 1,75 triệu tấn (phương án 1), Q3/2026 (quý cuối niên độ, đã kết thúc, BCTC dự kiến cuối tháng 10/2026) cần 430 nghìn tấn, thấp hơn 7% so với Q2/2026.

3.2. Cơ cấu chi phí & biên lợi nhuận

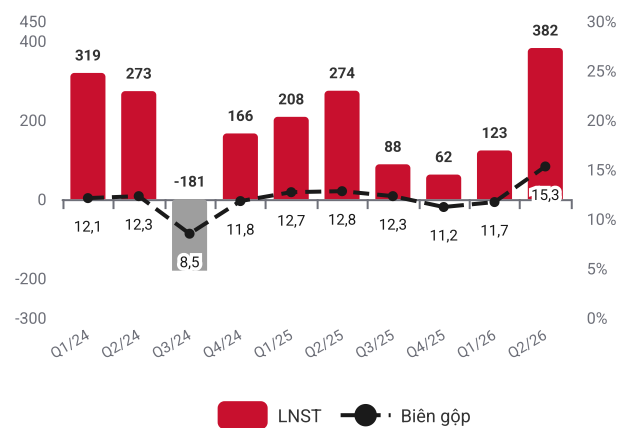
■ Biên lợi nhuận & chi phí hoạt động

% doanh thu · Q2/26 là số quý



■ LNST & biên gộp theo quý

Cột: tỷ đồng · Đường: %



Nguồn: TCBS Research; NĐ: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Tỷ đồng	Q3/2024	Q2/2025	Q2/2026	9T NĐ 24-25	9T NĐ 25-26
Chi phí bán hàng	909	791	806	2.377	2.115
Chi phí quản lý	149	169	179	482	522
CPBH/doanh thu	9,0%	8,3%	8,1%	8,4%	7,7%

Nguồn: HSG công bố (giải trình KQKD), TCBS Research; CPQL Q3/2024 suy từ tổng chi phí hoạt động

Biên gộp lùi từ 17,2% năm 2020 về 7,3% năm 2022, rồi đi ngang 11,2–12,2% trong 2023–2025, trong khi CPBH&QL tăng từ 7,8% doanh thu năm 2021 lên 10,4% năm 2025, vì khoản chi này đi theo số tấn bán ra còn doanh thu/tấn giảm. Với doanh thu 2025, mỗi 1 điểm % biên gộp tương đương 347 tỷ đồng, bằng 55% LNST cả năm. Khoản lỗ 181 tỷ đồng ở Q3/2024 đến từ hai yếu tố cộng dồn: dự phòng giảm giá tồn kho 334 tỷ đồng kéo biên gộp xuống 8,5%, đồng thời chi phí bán hàng lên 909 tỷ đồng, +65% svck, do cước vận chuyển và xuất khẩu tăng. Bỏ khoản dự phòng ra, biên gộp quý đó khoảng 11,8% và lợi nhuận hoạt động vẫn dương khoảng 135 tỷ đồng.

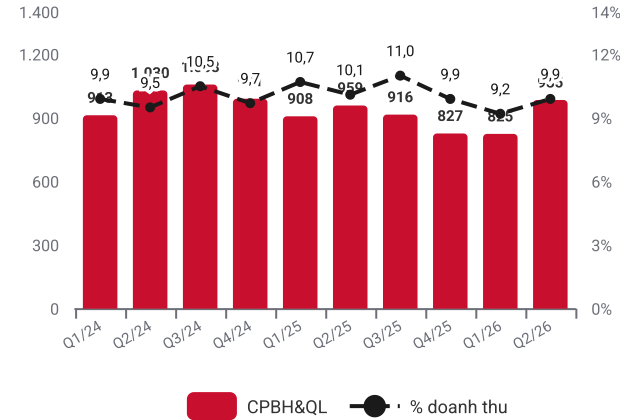
Biên gộp Q2/2026 đạt 15,3%, cao hơn Q2/2025 2,5 điểm %, đưa lợi nhuận gộp lên 1.526 tỷ đồng (+26%). Nguồn chính là thép cuộn cán nóng (HRC) mua tích lũy giá thấp từ cuối quý trước rồi bán ra khi giá thép nội địa và xuất khẩu hồi 3–7%, nên đây là lãi tồn kho và khó lặp lại.

Nếu giữ biên ở 12,8% như cùng kỳ, lợi nhuận gộp chỉ còn 1.279 tỷ đồng, và phần chênh 247 tỷ đồng, sau thuế khoảng 212 tỷ đồng, bằng 55% LNST quý. Chi phí bán hàng/doanh thu xuống 8,1% và lũy kế 9T giảm 11% (-261 tỷ đồng) nhờ xuất khẩu co lại. Biên gộp Q3/2026 dưới 12,5% sẽ là dấu hiệu hiệu ứng tồn kho đã hết.

Chi phí bán hàng & quản lý: chuỗi 10 quý và đối chiếu NKG

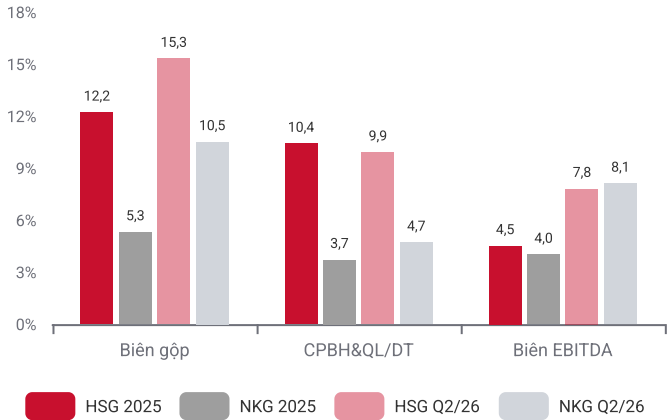
Chi phí bán hàng & quản lý theo quý

Cột: tỷ đồng · Đường: % doanh thu



HSG và NKG: biên lợi nhuận & chi phí

% doanh thu · năm 2025 và Q2/26 (số quý)



Nguồn: TCBS Research; năm dương lịch; CPBH&QL = chi phí bán hàng + chi phí quản lý doanh nghiệp; ND: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Trong 10 quý, CPBH&QL dao động 825–1.058 tỷ đồng/quý, bằng 9,2–11,0% doanh thu. Từ Q2/2024 đến Q3/2025, doanh thu giảm 23% nhưng khoản chi này chỉ giảm 11%, cho thấy nó cố định trong ngắn hạn (vài quý) và chỉ co theo sản lượng qua nhiều năm. Dự phóng ở mục 6.2 đặt tỷ lệ 9,7%, và với mức chi bình quân 888 tỷ đồng/quý của 4 quý gần nhất, điều đó cần doanh thu từ 9.150 tỷ đồng/quý, mức mà ba trong bốn quý đó không đạt.

Năm 2025, biên gộp HSG cao hơn Nam Kim (NKG) 6,9 điểm % (12,2% so với 5,3%), nhưng CPBH&QL cũng cao hơn 6,7 điểm % (10,4% so với 3,7%), nên biên EBITDA hai bên gần ngang nhau ở 4,5% và 4,0%. Sang Q2/2026, NKG còn vượt với 8,1% so với 7,8%, khi biên gộp NKG tăng 3,4 điểm % svck, nhiều hơn mức +2,5 điểm % của HSG. Lãi tồn kho là hiện tượng chung của cả ngành. Vì vậy, kênh bán lẻ chỉ chứng minh được lợi thế khi biên lợi nhuận hoạt động (biên gộp trừ CPBH&QL) của HSG cao hơn NKG trên 1 điểm % trong 4 quý liên tiếp.

Lợi nhuận trên tấn theo niên độ

Triệu đồng/tấn	ND 20-21	ND 21-22	ND 22-23	ND 23-24	ND 24-25	9T ND 25-26	Q2/26	NKG 2024
Sản lượng (nghìn tấn)	2.254	1.819	1.438	1.942	1.845	1.320	462	1.020
LN gộp/tấn	3,94	2,71	2,13	2,20	2,45	2,66	3,30	1,80
CPBH&QL/tấn	1,67	2,39	2,01	1,98	2,05	2,00	2,13	1,12
LN hoạt động/tấn	2,26	0,32	0,12	0,22	0,40	0,67	1,17	0,68

Nguồn: HSG công bố, NKG công bố, TCBS Research; ND = Q4 năm trước + Q1–Q3; 9T ND 25-26 theo sản lượng HSG ước

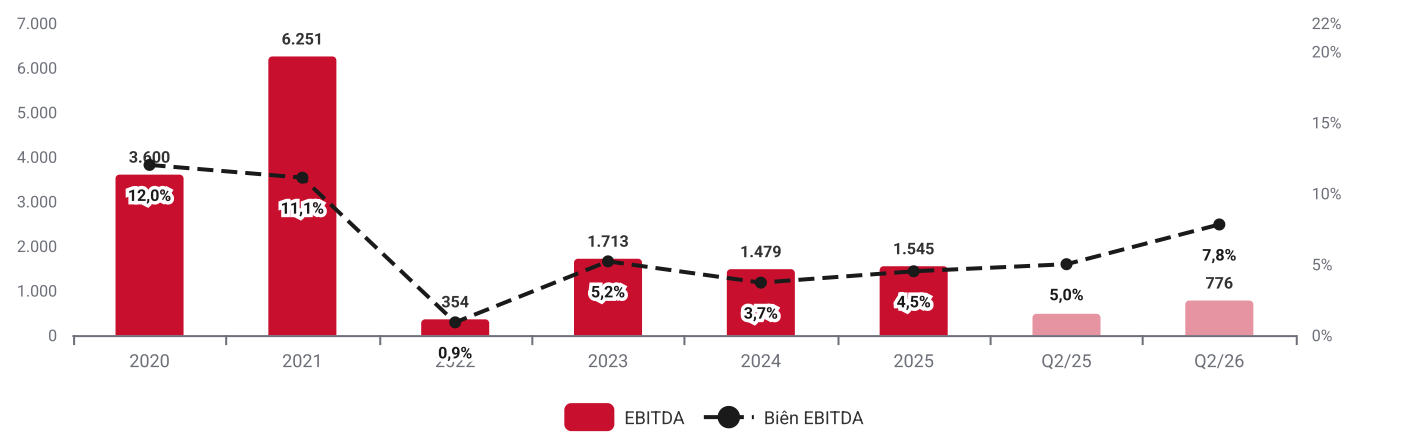
Chi phí bán hàng và quản lý trên mỗi tấn đứng ở 1,98–2,05 triệu đồng suốt bốn niên độ dù sản lượng dao động 1,44–1,94 triệu tấn, nên lợi nhuận hoạt động/tấn chạy theo LN gộp/tấn gần như một đối một. Điểm hòa vốn nằm ở LN gộp khoảng 2,0 triệu đồng/tấn, tương đương biên gộp 9,7% theo giá bán 9T.

NKG chỉ chi 1,12 triệu đồng/tấn năm 2024, nên dù LN gộp/tấn thấp hơn 0,4 triệu đồng, LN hoạt động/tấn vẫn đạt 0,68 triệu đồng, gấp ba mức 0,22 của HSG ND 2023-24. Hai bên lệch kỳ một quý, nhưng độ lệch đó không đủ giải thích khoảng chênh chi phí gần 0,9 triệu đồng/tấn.

3.3. EBITDA & khấu hao

EBITDA & biên EBITDA

Cột: tỷ đồng · Đường: % · Q2/26 là số quý



Nguồn: TCBS Research; EBITDA = LNTT + khấu hao + lãi vay; ND: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/25	Q2/26
LNTT	1.846	4.980	-1.061	929	625	727	290	446
Khấu hao (suy ra)	1.260	932	1.182	611	697	630	145	209
Lãi vay	494	339	233	173	157	188	43	121
EBITDA	3.600	6.251	354	1.713	1.479	1.545	478	776
EBITDA lõi (LN hoạt động + khấu hao)	3.636	6.006	376	1.506	1.224	1.268	399	751
Chi đầu tư (CF)	387	391	379	244	937	2.816	881	1.023

Nguồn: TCBS Research; khấu hao = EBITDA TCBS - LNTT - lãi vay

EBITDA 2025 đạt 1.545 tỷ đồng, tương ứng biên 4,5%, chưa bằng một nửa mức 12,0% của năm 2020. Khấu hao giảm từ 1.260 tỷ đồng (2020) xuống 630 tỷ đồng (2025) do chi đầu tư giai đoạn 2020–2023 chỉ 244–391 tỷ đồng mỗi năm, thấp hơn mức khấu hao. Con số EBITDA theo TCBS còn bao gồm thu nhập tài chính và thu nhập khác; khi loại trừ các khoản ngoài hoạt động sản xuất, EBITDA lõi 2025 chỉ còn 1.268 tỷ đồng, thấp hơn 18%. Chi đầu tư năm 2025 tăng vọt lên 2.816 tỷ đồng nhưng khấu hao không tăng theo, bởi phần lớn dòng tiền này chưa chuyển thành tài sản sản xuất, gồm 1.250 tỷ đồng trả trước dài hạn cho bên liên quan của Chủ tịch và 475 tỷ đồng tạm ứng mua đất (mục 4.2).

Trong Q2/2026, EBITDA đạt 776 tỷ đồng, tăng 62% so với cùng kỳ với biên 7,8%, nâng EBITDA 12 tháng lên 1.910 tỷ đồng. Tuy nhiên, chi phí lãi vay tăng còn nhanh hơn, lên 121 tỷ đồng (tăng 183% so với cùng kỳ) do dư nợ vay ngắn hạn mở rộng. Hệ số EBIT/lãi vay (EBIT = LNTT + lãi vay) vì vậy đạt 4,7 lần trong quý nhưng chỉ 3,5 lần tính theo 12 tháng, và sẽ lùi về khoảng 2 lần nếu biên gộp trở lại mức 12% trong khi lãi vay giữ nguyên. Đây là ngưỡng cảnh báo do TCBS thiết lập: ở mức này, lợi nhuận chỉ cần giảm một nửa là doanh nghiệp không còn đủ khả năng trả lãi.

EBITDA TCBS và EBITDA lãi

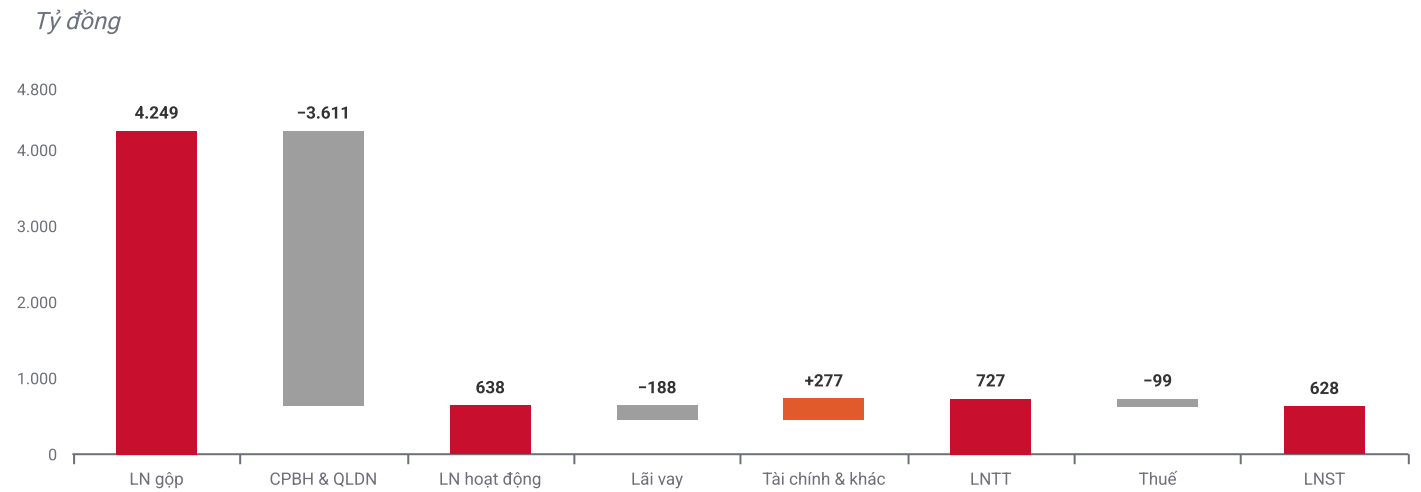
Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	2025	12T
Lãi vay	46	43	47	52	108	121	188	328
Tài chính & khác (ròng)	107	79	54	36	32	25	277	147
Khấu hao (suy ra)	116	145	174	194	197	209	630	774
EBITDA TCBS	392	478	337	342	455	776	1.545	1.910
EBITDA lãi	285	399	283	306	423	751	1.268	1.763
Lãi/TCBS	73%	83%	84%	89%	93%	97%	82%	92%

Nguồn: TCBS Research; EBITDA lãi = LN hoạt động + khấu hao; 12T = Q3/2025–Q2/2026

Thu nhập tài chính và khác ròng giảm từ 107 tỷ đồng (Q1/2025) xuống 25 tỷ đồng (Q2/2026) khi tiền mặt co từ 1.497 tỷ đồng cuối 2024 còn 858 tỷ đồng cuối 2025, nhờ đó EBITDA lãi nay chiếm 92% EBITDA 12 tháng, so với 82% năm 2025. Chất lượng EBITDA tốt lên. Tuy nhiên, nợ ròng 6.629 tỷ đồng chia cho EBITDA lãi 1.763 tỷ đồng là 3,8 lần, cao hơn mức 3,5 lần theo EBITDA TCBS, và chỉ cần EBITDA lãi giảm thêm 6%, xuống dưới 1.657 tỷ đồng, tỷ lệ này sẽ chạm 4 lần. TCBS đặt 4 lần làm ngưỡng căng thẳng vì toàn bộ nợ vay là ngắn hạn, phải đảo liên tục.

3.4. Kết quả kinh doanh

Từ lợi nhuận gộp đến LNST 2025



Nguồn: TCBS Research; NĐ: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

LNST 2025 đạt 628 tỷ đồng, tăng 8,9% svck dù doanh thu giảm 14,2%, nhờ CPBH&QL giảm 9,5%. Tuy vậy, khoản tài chính và khác ròng 277 tỷ đồng chiếm 38% LNTT, và nếu bỏ khoản này, LNTT 2025 chỉ còn khoảng 450 tỷ đồng. Thuế suất hiệu dụng ở mức 7,7–16,4% trong 2020–2025, thấp hơn mức phổ thông 20%, riêng Q2/2026 thuế hiện hành 98 tỷ đồng được bù 34 tỷ đồng thuế hoãn lại. Thiếu khoản bù đó, thuế suất quý là 22%.

LNST Q2/2026 đạt 382 tỷ đồng, +39,6% svck, hoàn toàn nhờ lợi nhuận gộp, vì doanh thu tài chính chỉ còn 4 tỷ đồng (-93%) trong khi lãi vay tăng 78 tỷ đồng. Lũy kế 9T, LNST đạt 568 tỷ đồng (-12% svck) trên doanh thu 27.351 tỷ đồng, nên kế hoạch cao chỉ còn thiếu 32 tỷ đồng. Với kế hoạch doanh thu 35.000–37.000 tỷ đồng, Q3/2026 cần 7.649–9.649 tỷ đồng, so với 9.993 tỷ đồng của Q2/2026.

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/25	Q2/26
Doanh thu thuần	30.054	56.561	40.695	32.806	40.420	34.699	9.509	9.993
Lợi nhuận gộp	5.172	9.505	2.954	3.850	4.519	4.249	1.213	1.526
CPBH&QL	-2.796	-4.431	-3.760	-2.955	-3.992	-3.611	-959	-985
LN hoạt động	2.376	5.074	-806	895	527	638	254	542
Lãi vay	-494	-339	-233	-173	-157	-188	-43	-121
Tài chính & khác (ròng)	-36	245	-22	207	255	277	79	25
LNTT	1.846	4.980	-1.061	929	625	727	290	446
LNST	1.543	4.379	-1.068	814	577	628	274	382
Thuế suất hiệu dụng	16,4%	12,1%	n/a	12,4%	7,7%	13,6%	5,5%	14,3%

Nguồn: TCBS Research; năm dương lịch, Q2/26 là số quý; tài chính & khác = LNTT - LN hoạt động + lãi vay

Phân rã LNST Q2/2026 so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/2025	Q2/2026	Tác động lên LNST
LN gộp: hiệu ứng doanh thu (giữ biên 12,8%)	9.509	9.993	+66
LN gộp: hiệu ứng biên gộp	12,8%	15,3%	+247
CPBH&QL	959	985	-26
Lãi vay	43	121	-78
Tài chính & khác (ròng)	79	25	-54
Thuế TNDN	16	64	-48
LNST	274	382	+108

Nguồn: TCBS Research; tổng tác động +107, lệch 1 do làm tròn

Riêng hiệu ứng biên gộp mang về 247 tỷ đồng, lớn hơn toàn bộ mức tăng 108 tỷ đồng của LNST, trong khi lãi vay, tài chính và khác cùng thuế kéo giảm 180 tỷ đồng. Bỏ hiệu ứng biên, LNTT còn 199 tỷ đồng và với thuế suất quý 14,3%, LNST chỉ khoảng 170 tỷ đồng, thấp hơn cùng kỳ khoảng 38%. Đó mới là mức nền. Với doanh thu, chi phí và lãi vay như Q2/2026 cùng thuế suất 20%, biên gộp phải từ 13,3% trở lên thì LNST quý mới giữ được 200 tỷ đồng.

4. Phân tích tình hình tài chính

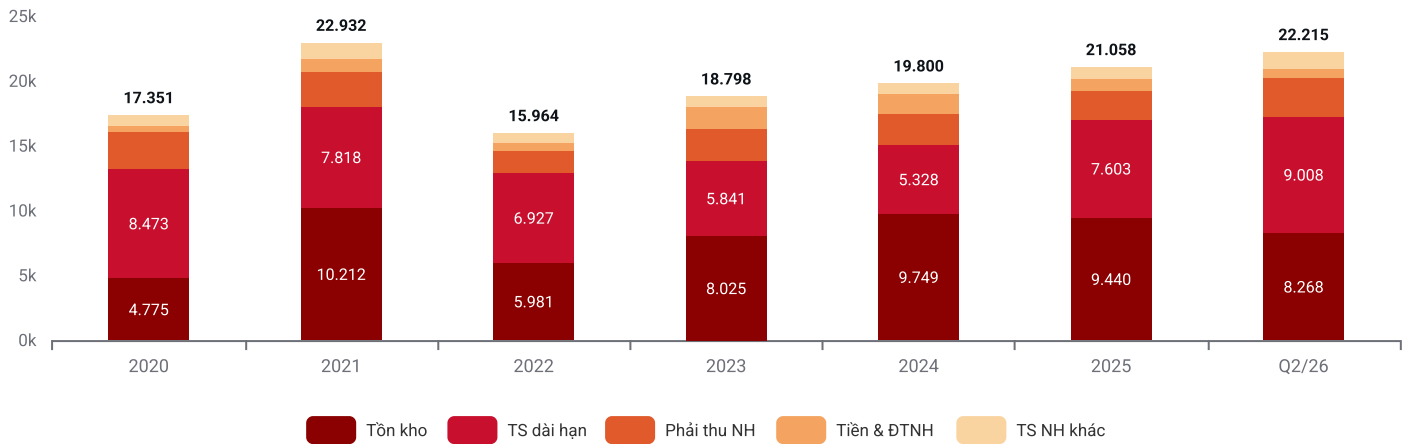
4.1. Cơ cấu bảng cân đối

Tại 30/06/2026, tồn kho đạt 8.268 tỷ đồng, chiếm 37,2% tổng tài sản, giảm từ 10.180 tỷ đồng cuối Q1/2026. Rủi ro giảm giá tồn kho được định lượng ở mức 5.1.

Từ 31/03/2025 đến 30/06/2026, tài sản dài hạn tăng 3.049 tỷ đồng nhưng tài sản cố định chỉ góp 416 tỷ đồng, còn 2.633 tỷ đồng nằm ngoài TSCĐ, gồm xây dựng dở dang Nhơn Hội, trả trước dài hạn và tạm ứng mua đất (mục 4.2). Trong khi đó, toàn bộ nợ vay là ngắn hạn và không còn khoản vay dài hạn nào từ 2022, nên HSG buộc phải đảo nợ liên tục.

Cơ cấu tài sản

Tỷ đồng · năm theo năm dương lịch (TCBS tổng hợp 4 quý); niên độ HSG kết thúc 30/9

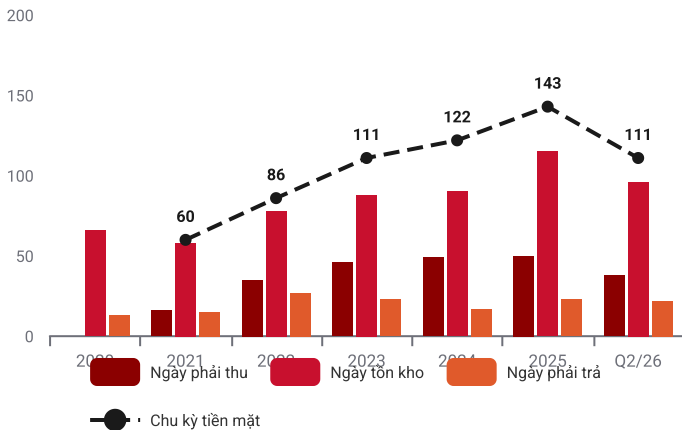


Nguồn: TCBS Research; ND: niên độ tài chính HSG, từ 1/10 đến 30/9

Chu kỳ tiền mặt và nhu cầu vay vốn lưu động

Chu kỳ tiền mặt

Ngày · số ngày phải thu 2020 TCBS ghi -4 ngày (lịch dữ liệu), không hiển thị



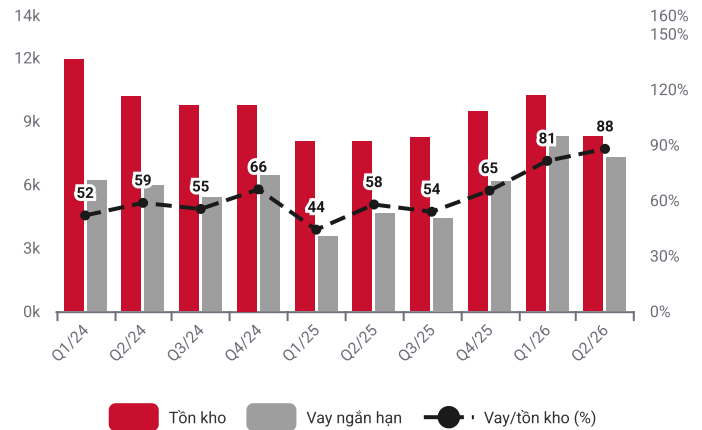
Nguồn: TCBS Research

Hơn hai phần ba mức tăng chu kỳ tiền mặt 2021–2025 đến từ tồn kho, khi số ngày tồn kho tăng từ 58 lên 115 ngày. Số ngày phải trả chỉ 13–27 ngày nên HSG gần như không có tín dụng nhà cung cấp, và mỗi 10 ngày tồn kho tương đương khoảng 850 tỷ đồng nợ vay. Số ngày phải thu 50 ngày năm 2025 của TCBS cao gấp đôi mức tính từ phải thu cuối kỳ (23 ngày), nhưng dùng mức thấp thì chu kỳ 2025 vẫn còn khoảng 115 ngày và xu hướng không đổi.

Vay ngắn hạn bằng 87,7% tồn kho, so với 44–66% trong tám quý trước, nên phần vốn lưu động HSG tự tài trợ (tồn kho cộng phải thu trừ vay) giảm từ 8.358 tỷ đồng ở Q1/2024 xuống 4.033 tỷ đồng. Tồn kho đã về gần mức Q3/2025, nhưng dư nợ không quay lại 4.404 tỷ đồng như khi đó, cho thấy vay không còn đi theo hàng tồn kho. Khi tỷ lệ vay/tồn kho vượt 100%, một nhịp giảm giá thép buộc HSG vừa xả hàng vừa đảo nợ cho những tài sản chưa tạo ra dòng tiền.

Tồn kho & vay ngắn hạn theo quý

Cột: tỷ đồng · Đường: vay ngắn hạn/tồn kho (%)



ROE theo DuPont

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/26 (12T)
Biên LNST	5,1%	7,7%	-2,6%	2,5%	1,4%	1,8%	1,8%
Vòng quay tài sản (lần)	1,77	2,81	2,09	1,89	2,09	1,70	1,73
Đòn bẩy TS/VCSH (lần)	2,67	2,19	1,81	1,65	1,76	1,82	1,79
ROE	24,3%	47,7%	-10,0%	7,7%	5,2%	5,6%	5,7%

Nguồn: TCBS Research. Tài sản, VCSH bình quân đầu-cuối kỳ; 12T = 12 tháng Q3/2025–Q2/2026.

ROE giảm từ 47,7% năm 2021 về 5,7% chủ yếu do biên LNST, trong khi đòn bẩy chỉ dao động 1,65–1,82 lần từ 2023. Giữ vòng quay và đòn bẩy hiện tại, để ROE bằng chi phí vốn chủ 13% (mục 6.3.1) thì biên LNST cần khoảng 4,2%, gấp đôi mức 2,2% của dự phóng 2026E. Nếu Nhơn Hội thêm khoảng 2.300 tỷ đồng tài sản mà doanh thu chưa tăng, vòng quay sẽ rơi về khoảng 1,55 lần và biên cần thiết lên 4,7%.

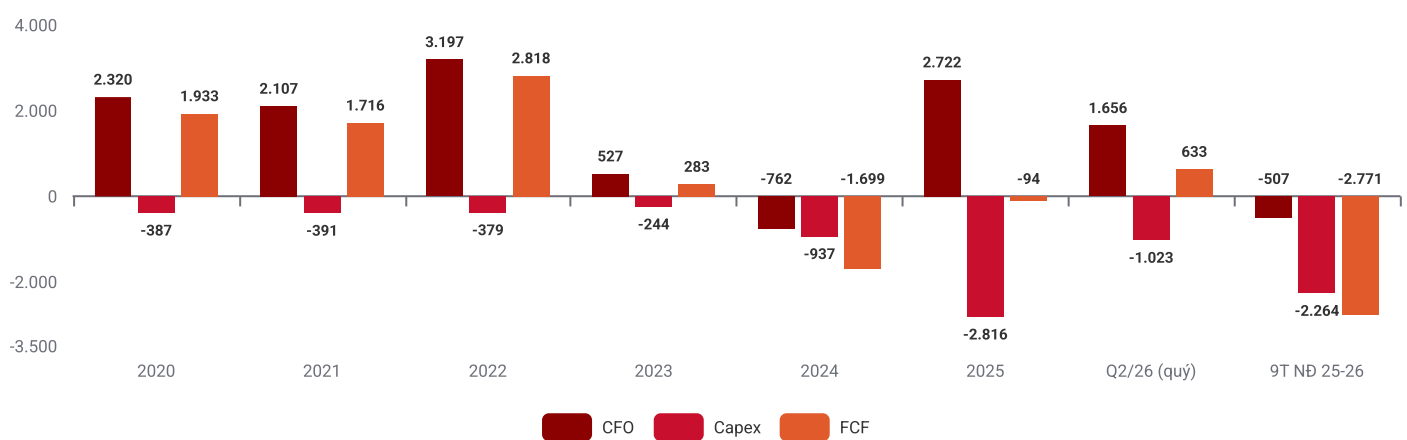
4.2. Dòng tiền & Capex

Chi đầu tư (capex) 2025 gấp 8 lần bình quân 2020–2023, và 9 tháng đầu niên độ 2025-26 (9T NĐ, 30/09/2025–30/06/2026) HSG chi thêm 2.264 tỷ đồng. Hạng mục sản xuất đã công bố là mở rộng nhà máy ống Nhơn Hội, vốn 2.333 tỷ đồng, dự kiến vận hành Q2/2027. Trong 9T NĐ, tài sản dài hạn tăng 1.771 tỷ đồng, gồm xây dựng cơ bản dở dang +638 tỷ đồng, tài sản cố định +312 tỷ đồng, tạm ứng mua đất +646 tỷ đồng, còn đầu tư tài chính dài hạn chỉ +21 tỷ đồng.

Trong mức tăng 2.633 tỷ đồng ngoài TSCĐ của giai đoạn 31/03/2025–30/06/2026 có 1.250 tỷ đồng trả trước dài hạn cho bên liên quan của Chủ tịch (năm 2025, chưa công bố mục đích) và tạm ứng mua đất (số dư 1.179 tỷ đồng tại 30/06/2026). Sau mốc này, HSG còn nâng sở hữu Hoa Sen Sài Gòn, pháp nhân bất động sản, từ 10% lên 77,5% (tháng 8/2026).

■ CFO, Capex & FCF

Tỷ đồng · FCF = CFO – Capex · Q2/26 là số quý; 9T NĐ = lũy kế Q4/25–Q2/26



Nguồn: TCBS Research

Dòng tiền kinh doanh (CFO) đổi dấu theo vốn lưu động và âm 507 tỷ đồng trong 9T NĐ khi HSG gom hàng ở Q4/2025–Q1/2026. Dòng tiền tự do (FCF) 9T NĐ vì thế âm 2.771 tỷ đồng, gần khớp mức tăng vay 2.848 tỷ đồng. Capex đang được tài trợ bằng vay ngắn hạn. Nếu capex giữ 2.000–3.000 tỷ đồng/năm đến khi Nhơn Hội vận hành, CFO phải vượt mức 2.722 tỷ đồng của 2025 thì nợ vay mới ngừng tăng.

Dòng tiền tài chính và cổ tức

HSG chỉ trả cổ tức tiền mặt 5% mệnh giá cho NĐ 2022-23 và NĐ 2023-24 (chi trả 04/2024 và 04/2025), còn các năm khác chia cổ phiếu. Dòng tiền tài chính 9T NĐ dương 2.857 tỷ đồng, gần bằng mức tăng vay, ngược với 2020–2022 khi HSG trả ròng 6.641 tỷ đồng. Vì vậy, nếu trả cổ tức tiền mặt lúc này, HSG phải vay thêm để chi, khi một đợt 5% tốn khoảng 404 tỷ đồng và đẩy nợ ròng/EBITDA lên khoảng 3,7 lần. Dự phóng nợ vay 6.847 tỷ đồng cuối 2026E chưa tính khoản này.

4.3. Đòn bẩy & thanh khoản

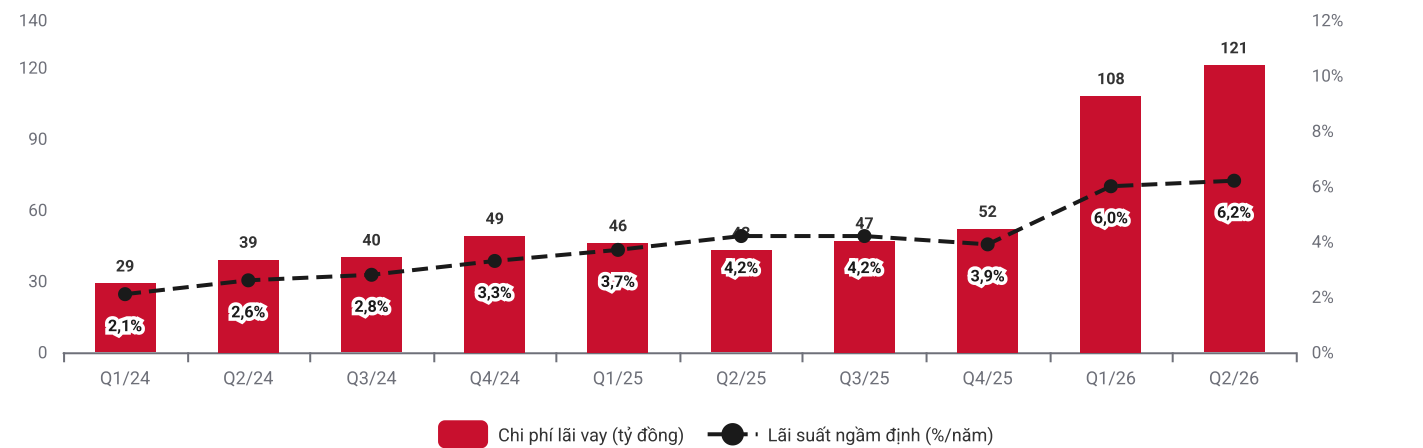
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/26
Vay (tỷ đồng)	7.419	5.968	2.694	4.684	6.410	6.143	7.252
Tiền + đầu tư ngắn hạn	497	1.031	673	1.710	1.528	925	623
Nợ ròng	6.922	4.937	2.021	2.974	4.882	5.218	6.629
EBITDA (Q2/26: 12 tháng)	3.600	6.251	354	1.713	1.479	1.545	1.910
Nợ ròng/EBITDA (lần)	1,9	0,8	5,7	1,7	3,3	3,4	3,5
Vay/VCSH (lần)	1,05	0,53	0,26	0,43	0,58	0,54	0,61
Nợ phải trả/VCSH (lần)	1,45	1,03	0,57	0,73	0,78	0,85	0,87
EBIT/lãi vay (lần)	4,7	15,7	-3,6	6,4	5,0	4,9	3,5
Thanh toán hiện hành (lần)	1,1	1,4	1,6	1,6	1,7	1,4	1,3
Thanh toán nhanh (lần)	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5

Nguồn: TCBS Research. EBIT = LNTT + lãi vay; cột Q2/26 dùng số 12 tháng Q3/2025–Q2/2026.

Nợ ròng 6.629 tỷ đồng là mức cao nhất kể từ cuối 2020 (6.922 tỷ đồng), và nợ ròng/EBITDA 12 tháng 3,5 lần (3,8 lần nếu dùng EBITDA lõi, mục 3.3) đã sát ngưỡng căng thẳng 4 lần. TCBS tự đặt ngưỡng này vì HSG vay toàn ngắn hạn, phải đảo nợ liên tục. Mức 3,5 lần còn dựa vào EBITDA Q2/2026 776 tỷ đồng, gấp đôi bình quân bốn quý trước, nên nếu EBITDA quý lùi về vùng 340–450 tỷ đồng như Q3/2025–Q1/2026, EBITDA 12 tháng chỉ còn khoảng 1.500 tỷ đồng và tỷ lệ sẽ vượt 4,4 lần với dư nợ hiện tại.

Chi phí lãi vay & lãi suất ngầm định

Cột: tỷ đồng/quý · Đường: %/năm = lãi vay quý × 4 / dư nợ vay bình quân đầu–cuối quý



Nguồn: TCBS Research

Chi phí lãi vay tăng từ 52 lên 121 tỷ đồng/quý trong hai quý, và lãi suất là nguyên nhân chính.

Dư nợ bình quân tăng 47% giải thích khoảng 25 tỷ đồng, còn lãi suất ngầm định tăng từ 3,9% lên 6,2%/năm giải thích khoảng 44 tỷ đồng. Mức 2,1–4,2% giai đoạn 2024–2025 thấp hơn lãi suất cho vay phổ biến, dù tại 30/09/2025 toàn bộ vay ngân hàng bằng VND, lãi 3,7–4,3%/năm, kỳ hạn tối đa 6 tháng. Do vay toàn ngắn hạn, mỗi 100 điểm cơ bản lãi suất cộng thêm khoảng 73 tỷ đồng chi phí/năm, tương đương khoảng 9% LNTT 12 tháng.

So sánh đòn bẩy và thanh khoản với NKG, HPG

30/06/2026	HSG	NKG	HPG
Vay (tỷ đồng)	7.252	8.555	98.530
Tỷ trọng vay ngắn hạn	100%	73,6%	72,5%
EBITDA 12T (tỷ đồng)	1.910	630	36.500
Nợ ròng/EBITDA (lần)	3,5	8,4	1,7
Vay/VCSH (lần)	0,61	1,12	0,70
EBIT/lãi vay 12T (lần)	3,5	2,1	6,5
Thanh toán hiện hành / nhanh (lần)	1,3 / 0,5	1,3 / 0,6	1,1 / 0,6
Số ngày tồn kho / chu kỳ tiền mặt	96 / 111	159 / 186	120 / 99
ROE 12T	5,7%	2,2%	17,7%

Nguồn: TCBS Research. Nợ ròng = vay – tiền – đầu tư tài chính ngắn hạn; EBIT = LNTT + lãi vay; 12T = Q3/2025–Q2/2026.

Nợ ròng/EBITDA của HSG gấp đôi HPG nhưng chưa bằng nửa NKG, còn về kỳ hạn, HSG xếp cuối vì không có đồng vay dài hạn nào cho Nhơn Hội. Nếu không trừ đầu tư ngắn hạn (NKG tăng 2,6 lần trong Q2/2026), tỷ lệ của NKG lên 13,4 lần và HPG 2,4 lần, nhưng thứ hạng không đổi.

5. Rủi ro trọng yếu

5.1. Các rủi ro chính

Rủi ro lớn nhất của HSG là công ty đang giữ nhiều hàng tồn kho trong khi phần lớn số hàng này được mua bằng nợ vay ngắn hạn. Tồn kho tại 30/06/2026 là 8.268 tỷ đồng, bằng 69,6% vốn chủ sở hữu (VCSH), và khoảng 80% giá trị là thép cuộn cán nóng (HRC) và kẽm, nên nếu giá HRC giảm 10% mà công ty không chuyển được vào giá bán thì lợi nhuận trước thuế (LNTT) có thể mất khoảng 660 tỷ đồng. Cùng lúc, nợ vay ngắn hạn đã tăng từ 4.404 tỷ đồng lên 7.252 tỷ đồng, kỳ hạn tối đa 6 tháng. Khoản vay này đưa tỷ lệ nợ ròng trên EBITDA (lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao) lên 3,5 lần, sát ngưỡng 4 lần mà chúng tôi coi là giới hạn an toàn cho doanh nghiệp có lợi nhuận theo chu kỳ.

HSG từng gặp tình huống này hai lần. Năm 2022, công ty lỗ 1.068 tỷ đồng khi biên gộp giảm từ 16,8% xuống 7,3%, nhưng vẫn giảm được 3.274 tỷ đồng nợ vay nhờ bán bớt tồn kho, còn ở Q3/2024 biên gộp lùi từ 12,3% về 8,5% và lợi nhuận gộp hụt 478 tỷ đồng chỉ trong một quý. Khác với hai lần trước, nợ vay hiện đã bằng 88% tồn kho so với 58% cuối 2021, vì vậy nếu giá giảm thì bán bớt hàng sẽ trả được ít nợ hơn. Vì thế, rủi ro lần này cao hơn trước.

Các rủi ro chính của HSG

Rủi ro	Mức độ	Vì sao đáng lo với HSG
Giá HRC và kẽm giảm, gây lỗ tồn kho	Cao	Tồn kho bằng 69,6% VCSH; HRC giảm 10% có thể làm mất khoảng 660 tỷ đồng
Phòng vệ thương mại ở thị trường xuất khẩu	Cao	Úc đang điều tra chống bán phá giá với biên độ cáo buộc 56,21%
Lãi suất và nợ vay ngắn hạn	Cao	Nợ ròng/EBITDA đã lên 3,5 lần, sát ngưỡng 4 lần
Cầu xây dựng yếu	Trung bình	Sản lượng bình quân 440 nghìn tấn/quý, chỉ cách ngưỡng cảnh báo khoảng 2%
Cạnh tranh nội địa và thép Trung Quốc	Trung bình	Biên gộp giảm 1 điểm % làm LNST 2027E giảm khoảng 320 tỷ đồng
Thực thi chiến lược Hoa Sen Home và tái cấu trúc	Trung bình	Tài sản dài hạn ngoài TSCĐ tăng 2.633 tỷ đồng trong 5 quý
Quản trị và giao dịch với bên liên quan	Trung bình–Cao	Khoản trả trước 1.250 tỷ đồng cho bên liên quan của Chủ tịch chưa rõ mục đích

Nguồn: TCBS Research, đánh giá định tính của nhóm phân tích

5.2. Dấu hiệu cảnh báo sớm

Hai chỉ báo cần theo dõi sát nhất lúc này là sản lượng và xuất khẩu. Sản lượng 9 tháng niên độ 2025-26 mới đạt 1,32 triệu tấn, bằng 75% kế hoạch. Phần xuất khẩu trong sản lượng cũng giảm từ 40% xuống 28,7% vì HSG ngừng bán sang Mỹ từ tháng 9/2024, EU giảm bình quân 47% hạn ngạch từ 01/07/2026, và Úc đang tiến hành cả rà soát biện pháp hiện hành lẫn một vụ điều tra mới chưa có mốc kết luận. Ở mảng quản trị, ông Lê Phước Vũ nắm 17% cổ phần, còn khoản trả trước 1.250 tỷ đồng cho bên liên quan của Chủ tịch tương đương 15,5% vốn hóa nên chúng tôi đánh giá rủi ro này cao hơn mức trung bình. Mục đích của khoản tiền này vẫn chưa được công bố.

Dấu hiệu cảnh báo sớm và ảnh hưởng ước tính

Rủi ro	Theo dõi gì	Ngưỡng báo động	Ảnh hưởng ước tính (E)
Giá HRC và kẽm	Giá HRC Đông Nam Á, giá kẽm sàn London; tồn kho/VCSH	HRC giảm hơn 10% trong quý; tồn kho/VCSH trên 75%	HRC -10%: LNTT giảm khoảng 660 tỷ đồng
Phòng vệ thương mại	Vụ chống bán phá giá ở Úc, hạn ngạch EU, thuế Mỹ	Úc áp biên độ trên 10% cho HSG; EU cắt hạn ngạch hàng Việt Nam	Mất 10% xuất khẩu: lợi nhuận gộp giảm 105 tỷ đồng/năm
Lãi suất và nợ vay	Nợ ròng/EBITDA, chi phí lãi vay mỗi quý	Nợ ròng/EBITDA trên 4 lần; lãi vay trên 150 tỷ đồng/quý	Lãi suất +100 điểm cơ bản: lãi vay tăng 73 tỷ đồng/năm
Cầu xây dựng	Sản lượng bán mỗi quý, tín dụng bất động sản	Sản lượng dưới 430 nghìn tấn/quý	Sản lượng -1%: LNST giảm 11–42 tỷ đồng

Rủi ro	Theo dõi gì	Ngưỡng báo động	Ảnh hưởng ước tính (E)
Cạnh tranh	Xuất khẩu thép Trung Quốc, chênh lệch giá tôn với hàng nội địa	Biên gộp dưới 11% hai quý liên tiếp	Biên gộp -1 điểm %: LNST 2027E giảm khoảng 320 tỷ đồng
Thực thi chiến lược	Vốn góp vào Hoa Sen Home, tài sản dài hạn ngoài TSCĐ	Tài sản dài hạn ngoài TSCĐ vượt 5.000 tỷ đồng	Vay thêm 2.000 tỷ đồng: lãi 124 tỷ đồng/năm, ROE giảm 0,8 điểm %
Quản trị	Khoản trả trước 1.250 tỷ đồng, giao dịch với bên liên quan	Chuyển tài sản nội bộ dưới giá sổ sách	Cổ phiếu tiếp tục bị định giá thấp so với giá trị sổ sách

Nguồn: TCBS Research ước tính độ nhạy; US DOC, Ủy ban CBPG Úc (ADC), Ủy ban châu Âu

Kịch bản bất lợi kết hợp năm 2027E

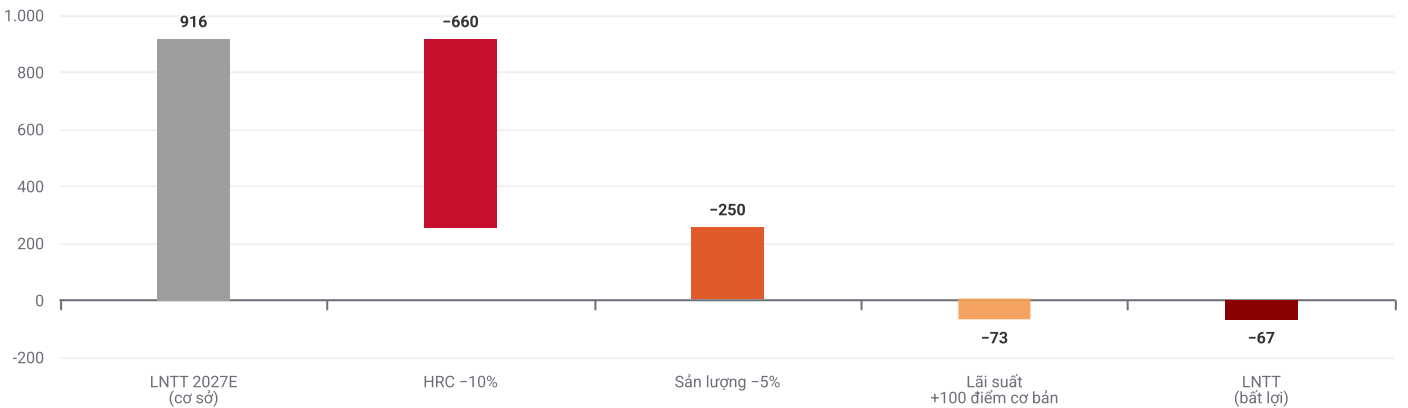
■ HRC -10%, sản lượng -5%, lãi suất +100 điểm cơ bản cùng lúc

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2027E cơ sở	Bất lợi (E)	Chênh lệch
LNTT	916	-67	-983
LNST (thuế = 0 khi lỗ)	769	-67	-836
EBITDA	2.256	1.346	-910
Nợ ròng	6.532	7.368	+836
Nợ ròng/EBITDA (lần)	2,9	5,5	+2,6
EBIT/lãi vay (lần)	3,1	0,9	-2,2
Giá trị theo EV/EBITDA (đồng/cp)	10.121	7.073	-30,1%

Nguồn: TCBS Research ước tính; chi phí giữ cổ định; nợ ròng cộng toàn bộ phần LNST mất đi

■ LNTT 2027E: từ kịch bản cơ sở đến kịch bản bất lợi

Tỷ đồng · ước tính



Nguồn: TCBS Research ước tính

Chúng tôi thử đặt ba cú sốc vào cùng một năm: giá HRC giảm 10% làm mất 660 tỷ đồng giá trị tồn kho, sản lượng giảm 5% lấy thêm 250 tỷ đồng khi chi phí chưa kịp cắt, và lãi suất tăng 100 điểm cơ bản cộng thêm 73 tỷ đồng lãi vay. Khi đó LNTT 2027E chuyển sang lỗ 67 tỷ đồng, nợ ròng/EBITDA lên 5,5 lần, lợi nhuận hoạt động chỉ bằng 0,9 lần lãi vay, và giá trị theo khung EV/EBITDA còn khoảng 7.073 đồng/cp, thấp hơn thị giá 29% và thấp hơn giá trị cơ sở 10.121 đồng/cp khoảng 30%.

Vì đây là cú sốc một năm nên giá trị này vẫn cao hơn mức thận trọng 5.200 đồng/cp của cùng khung, là kịch bản giả định biên lợi nhuận thấp kéo dài nhiều năm. Dù vậy, chỉ riêng việc giá HRC giảm khoảng 8% đã đủ đẩy nợ ròng/EBITDA 2027E vượt 4 lần, nên giá HRC là biến số nhà đầu tư cần theo dõi đầu tiên.

6. Triển vọng & Định giá

6.1. Triển vọng

KẾ HOẠCH SẢN LƯỢNG NIÊN ĐỘ 2025-26

1,75 triệu tấn

9 tháng đạt 1,32 triệu tấn · 75%

KẾ HOẠCH DOANH THU NIÊN ĐỘ 2025-26

35.000 tỷ đồng

9 tháng đạt 27.351 tỷ đồng · 78%

KẾ HOẠCH LNST NIÊN ĐỘ 2025-26

500 tỷ đồng

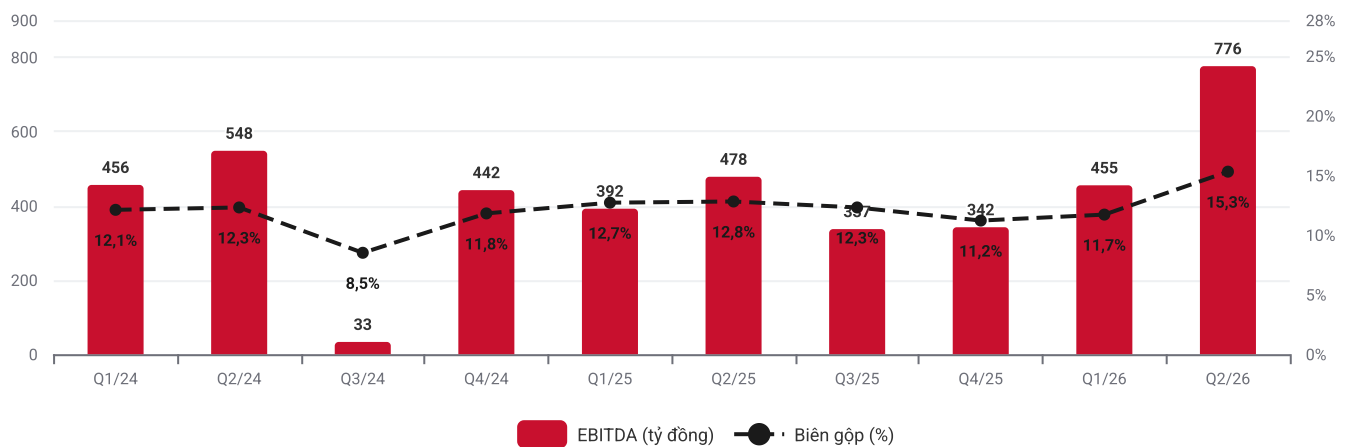
9 tháng đạt 568 tỷ đồng · 114%

Nguồn: Nghị quyết ĐHĐCĐ HSG 07/03/2026 (phương án 1, kế hoạch thấp), HSG. NĐ: niên độ, kết thúc 30/9

Biên gộp Q2/2026 lên 15,3%, cao nhất trong 10 quý, chủ yếu nhờ lãi tồn kho từ lô thép cuộn cán nóng (HRC) giá thấp, nên nếu bỏ khoản này thì lợi nhuận sau thuế (LNST) quý nền chỉ khoảng 170 tỷ đồng, thấp hơn cùng kỳ 38%.

EBITDA theo quý và biên gộp

EBITDA: tỷ đồng · Biên gộp: % · quý dương lịch, Q1/2024–Q2/2026



Nguồn: TCBS Research, HSG

Sản lượng 9 tháng quy năm đạt 1,76 triệu tấn, bằng 83% công suất mạ và giảm 7,1% so với cùng kỳ, trong đó xuất khẩu -35%, và mỗi 1% sản lượng 2027E bị hụt sẽ lấy đi 42 tỷ đồng LNST nếu chi phí chưa kịp cắt, hoặc 11 tỷ đồng nếu chi phí co theo tấn.

Mốc kiểm chứng

Mốc	Sự kiện	Ngưỡng làm lệch dự phóng
Cuối 10/2026	BCTC Q3/2026 (quý cuối niên độ 2025-26)	Biên gộp dưới 12,5%; nợ vay 30/9 trên 7.000 tỷ đồng
12/2026	BCTC kiểm toán niên độ 2025-26	LNST dưới 700 tỷ đồng (dự phóng 746)
~03/2027	ĐHĐCĐ, kế hoạch niên độ 2026-27	Sản lượng dưới 1,80 triệu tấn; không cố tức tiền
Q2/2027	Nhơn Hội vận hành	Capex 2027 trên 1.500 tỷ đồng
2026–2028	Hoa Sen Home tăng vốn, IPO	HSG sở hữu dưới 90%; P/B IPO dưới 1 lần

Nguồn: Nghị quyết ĐHĐCĐ HSG 07/03/2026, TCBS Research ước tính; mốc suy từ lịch công bố các năm trước.

Mức EBITDA 776 tỷ đồng của Q2/2026 dựa nhiều vào lãi tồn kho nên khó lặp lại. Vì vậy, khi dự phóng niên độ (NĐ, từ 1/10 đến 30/9) 2026-27E đạt 1,81 triệu tấn và LNST 717 tỷ đồng (-4%), phép thử của ĐHĐCĐ 03/2027 sẽ là kế hoạch sản lượng.

6.2. Giả định & dự phóng KQKD

Giả định chính	2025A	2026E	2027E	2028E	Căn cứ
Sản lượng (nghìn tấn)	1.745*	1.775	1.830	1.885	Hiệu suất 70–83%; +3%/năm từ 2027
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	19,9	21,1	20,8	21,0	HRC 515–535 USD/tấn; kẽm ~3.600 USD/tấn
Biên gộp	12,2%	13,2%	13,0%	13,0%	2023–2025: 11,2–12,2%
Chi phí bán hàng và quản lý (CPBH&QL)/doanh thu	10,4%	9,7%	9,7%	9,6%	H1/2026 9,6%
Lãi suất vay bình quân	—	~6,2%	~6,2%	~6,2%	Lãi suất ngầm định Q2/2026
Thuế TNDN hiệu dụng	13,6%	15,5%	16,0%	16,0%	H1/2026 15,3%
Capex (tỷ đồng)	2.816	2.680	1.500	1.000	Nhơn Hội 2.333 tỷ đồng

Nguồn: TCBS Research ước tính, HSG công bố, Vietstock, LME. (*) Ước tính; HSG chỉ công bố sản lượng theo niên độ.

EPS dự phóng thấp hơn 18–25% so với số tự động trên hệ thống TCBS (1.244/1.277 đồng), chủ yếu vì số hệ thống cần biên gộp 13,5–14,0%. Nợ ròng/EBITDA 2,6–2,9 lần chỉ đạt được khi dòng tiền kinh doanh H2/2026E đạt 1.300 tỷ đồng, nếu bằng 0 thì chỉ số 2026E lên 3,3 lần, và kịch bản thận trọng cho 4,4 lần năm 2027E, vượt ngưỡng 4 lần (TCBS tự đặt cho ngành chu kỳ).

Quy đổi niên độ, LNST NĐ 2025-26E đạt 746 tỷ đồng, bằng 149% kế hoạch thấp, còn LNST 2027E lùi về 769 tỷ đồng vì lãi vay gấp 2,3–2,4 lần 2025. Biên gộp 13,0% cao hơn mọi năm 2023–2025 và là giả định lạc quan nhất của mô hình, vì biên NĐ 2024-25 (nội địa 13,5%, xuất khẩu 10,2%) trên cơ cấu 9 tháng gần nhất chỉ cho 12,6%, phần còn lại dựa vào giả định giá tôn theo kịp HRC nhập khẩu 515–535 USD/tấn.

Q3/2026 đã kết thúc và BCTC dự kiến công bố cuối tháng 10/2026, nên đây là lần kiểm chứng đầu tiên cho dự phóng năm: nếu biên gộp quý này chỉ bằng cùng kỳ, LNST 2026E sẽ còn khoảng 767 tỷ đồng thay vì 822 tỷ đồng.

Kịch bản	Biên gộp H2/26E–2027E	Sản lượng 2027E (nghìn tấn)	EBITDA 2026E	EBITDA 2027E	LNST 2027E
Thận trọng	11,0–11,5%	1.780	1.964	1.667	275
Cơ sở	12,5–13,0%	1.830	2.240	2.256	769
Tích cực	14,0–14,5%	1.880	2.516	2.877	1.291

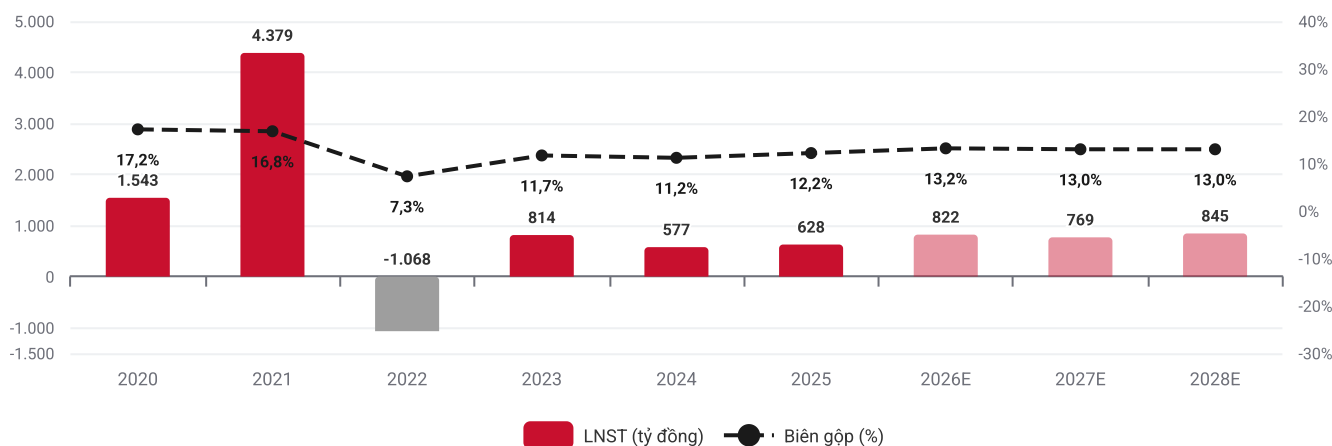
Nguồn: TCBS Research ước tính; tỷ đồng; CPBH&QL giữ 2,02 triệu đồng/tấn và lãi vay như kịch bản cơ sở

Tỷ đồng	2025A	2026E	2027E	2028E
Doanh thu thuần	34.699	37.370	38.064	39.585
Tăng trưởng	-14,2%	7,7%	1,9%	4,0%
Lợi nhuận gộp	4.249	4.924	4.948	5.146
CPBH&QL	3.610	3.613	3.692	3.800
LNTT	727	973	916	1.006
Khấu hao	630	821	900	960
Lãi vay	188	446	440	440
EBITDA	1.545	2.240	2.256	2.406
Biên EBITDA	4,5%	6,0%	5,9%	6,1%
LNST	628	822	769	845
Số cổ phiếu (tỷ cp)	0,8073	0,8073	0,8073	0,8073
EPS (đồng/cp)	778	1.018	953	1.047
CFO	2.722	1.751	1.519	1.655
Capex	2.816	2.680	1.500	1.000
FCF	-94	-929	19	655
Nợ ròng	5.218	6.147	6.532	6.281
Nợ ròng / EBITDA (lần)	3,4	2,7	2,9	2,6
BVPS (đồng/cp)	14.091	15.110	15.562	16.108
ROE	5,6%	7,0%	6,2%	6,6%

Nguồn: TCBS Research, TCBS Research ước tính. Năm dương lịch (TCBS tổng hợp 4 quý), niên độ HSG kết thúc 30/9; 2026E gồm Q1–Q2/2026 thực tế và H2/2026 ước tính. EPS tính trên 807,3 triệu cp.

■ LNST và biên gộp theo năm

LNST: tỷ đồng · Biên gộp: % · năm dương lịch, 2026E–2028E là dự phóng



Nguồn: TCBS Research; 2026E–2028E là TCBS Research ước tính

CPBH&QL cố định trong vài quý nhưng co theo sản lượng qua nhiều năm, ở mức 1,98–2,05 triệu đồng/tấn suốt 4 niên độ. Bảng trên giữ chi phí cố định, tương ứng cú sốc trong năm, nên ô 11,5%/1.780 nghìn tấn (190 tỷ đồng) là cận dưới của kịch bản thận trọng (275 tỷ đồng). Hòa vốn hoạt động và hòa vốn LNST lần lượt ở biên gộp 9,7% và 10,6%, trong khi biên năm 2022 và Q3/2024 đều thấp hơn.

Biên gộp 2027E	1.780 nghìn tấn	1.830 nghìn tấn	1.880 nghìn tấn
11,5%	190 / 235	290 / 359	391 / 484
12,5%	501 / 620	610 / 755	719 / 891
13,0%	656 / 813	769 / 953	883 / 1.094
13,5%	812 / 1.005	930 / 1.151	1.048 / 1.298
14,5%	1.123 / 1.391	1.249 / 1.548	1.376 / 1.704

Nguồn: TCBS Research ước tính. LNST (tỷ đồng) / EPS (đồng/cp) 2027E; giá bán 20,8 triệu đồng/tấn, CPBH&QL cố định 3.692 tỷ đồng (cứ sổ trong năm).

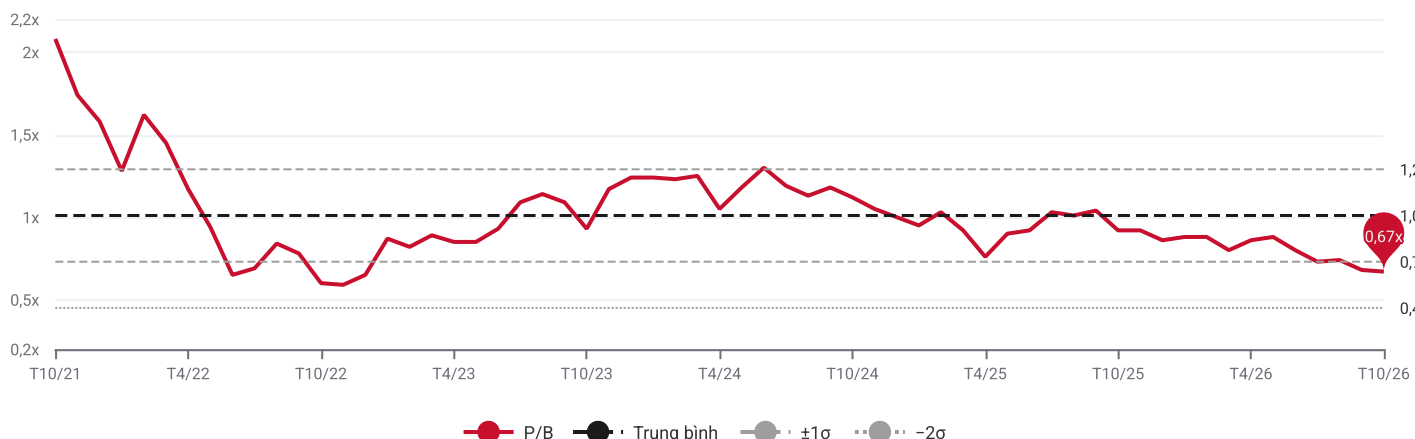
6.3. Định giá tham chiếu

6.3.1. EV/EBITDA & P/B lịch sử

Giá trị doanh nghiệp (EV) 14.621 tỷ đồng (vốn hóa 7.992 cộng nợ ròng 6.629 tỷ đồng) bằng 7,7 lần EBITDA 12 tháng gần nhất, đúng trung bình 2017–2025 bỏ 2021–2022, và 6,6 lần EBITDA 2026E.

■ P/B lịch sử HSG

Lần · giá đóng cửa tháng (điều chỉnh) / BVPS quý gần nhất, 10/2021–10/2026



Nguồn: TCBS Research

P/B 0,67 lần thấp hơn trung bình 5 năm (1,01 lần) hơn một độ lệch chuẩn (0,73 lần), song mức chiết khấu này tương xứng với ROE dự phóng chỉ 6,2–7,0%, thấp hơn nhiều so với chi phí vốn chủ ước tính 13% (lợi suất TPCP 10 năm 4,4% cộng beta ngành thép 1,06 nhân phần bù rủi ro 8,13%). Để P/B về 1 lần, HSG cần LNST khoảng 1.610 tỷ đồng, tương ứng biên gộp quanh 15,6%.

6.3.2. So sánh ngành

Áp P/B trung vị 0,63 lần lên BVPS 2026E 15.110 đồng cho 9.444 đồng/cp, dùng chung cho cả ba kịch bản. HSG đang giao dịch ở 0,67 lần, cao hơn trung vị khoảng 6%, và phần chênh lệch này có cơ sở vì biên gộp gấp 2,7 lần trung vị hạ nguồn, trong khi nợ ròng/EBITDA chỉ 3,5 lần so với 7,9 lần.

Trung vị EV/EBITDA 8,75 lần dựa trên TLH và GDA thanh khoản thấp, còn P/E ngành méo vì lợi nhuận đáy hoặc lãi bất thường, nên cả hai không vào dải.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E 12T	P/B	EV/EBITDA	ROE	Nợ ròng/EBITDA	Biên gộp 12T
HSG	8.056	12,3	0,68	7,7	5,7%	3,5	12,7%
HPG	169.281	7,3	1,21	7,1	17,7%	1,7	16,4%
NKG	4.529	27,2	0,59	20,6	2,2%	8,4	5,1%
TVN	6.114	7,8	0,66	14,8	8,8%	7,8	4,7%
GDA	1.848	7,0	0,48	10,2	6,9%	7,9	6,1%
SMC	735	2,2	0,70	7,3	35,9%	6,5	1,8%
TLH	321	26,5	0,26	10,7	1,0%	10,0	3,7%
Trung vị áp dụng		7,3	0,63	8,75	6,9%	7,9	4,7%

Nguồn: TCBS Research (05/10/2026). 12T: 12 tháng đến 30/6/2026. Nợ ròng = vay – tiền – đầu tư ngắn hạn. POM loại (vốn chủ âm). Trung vị bỏ: P/E SMC, NKG, TLH; EV/EBITDA NKG, TVN; ROE SMC; nợ ròng/EBITDA, biên gộp HPG.

6.3.3. Kịch bản định giá

■ Giá trị tham chiếu theo EV/EBITDA và EBITDA

Nghìn đồng/cp · nợ ròng 6.629 tỷ đồng · đã cộng tạm ứng mua đất 825 tỷ đồng · cột 7,7x: trung bình lịch sử · viền đen: cơ sở, viền xám: thận trọng/tích cực · đỏ: dưới giá 9.900 đồng, xanh: trên



Nguồn: TCBS Research ước tính

EBITDA giữa chu kỳ 2.150 tỷ đồng nằm giữa trung bình 2020–2025 bỏ cực trị và bình quân 2026E–2027E, còn kịch bản thận trọng dùng 1.667 tỷ đồng (2027E) và tích cực 2.500 tỷ đồng (sát EBITDA 2026E tích cực 2.516 tỷ đồng). EBITDA tính theo TCBS (gồm thu nhập tài chính) để khớp bội số lịch sử, nếu dùng EBITDA lõi 1.763 tỷ đồng thì giá trị cơ sở còn khoảng 7.000 đồng/cp. Ở 5,5 lần, giá trị cơ sở còn khoảng 7.460 đồng/cp. Mỗi 0,5 lần bội số đổi 1.332 đồng/cp, mỗi điểm % biên gộp đổi 3.060 đồng/cp.

Bội số cơ sở 6,5 lần được đặt thấp hơn trung bình lịch sử 7,7 lần (2017–2025, bỏ 2021–2022) vì ba lý do. Thứ nhất, mức trung bình này bị đẩy lên bởi các năm 2023–2025, khi bội số 8,4–9,0 lần được tính trên EBITDA đầy chu kỳ, trong khi chúng tôi áp bội số lên EBITDA giữa chu kỳ 2.150 tỷ đồng. Thứ hai, HPG với ROE 17,7% và nợ ròng/EBITDA 1,7 lần cũng chỉ giao dịch ở 7,1 lần, nên với ROE khoảng 7% và đòn bẩy 3,5 lần, HSG cần chiết khấu khoảng 8–10% so với HPG. Thứ ba, toàn bộ nợ vay của HSG là ngắn hạn, còn ROE 2026E 7,0% vẫn thấp hơn chi phí vốn chủ 13%. Nếu thị trường trả lại bội số trung bình lịch sử 7,7 lần, giá trị cơ sở là 13.317 đồng/cp (+34,5%), với điều kiện EBITDA giữa chu kỳ được duy trì và đòn bẩy giảm.

Khung (đồng/cp)	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Cách tính
EV/EBITDA giữa chu kỳ	5.200	10.121	14.488	6,0 / 6,5 / 7,0 lần; thận trọng dùng EBITDA 2027E
Trong đó: tạm ứng mua đất (chiết khấu 30%)	+1.022	+1.022	+1.022	1.179 tỷ đồng × 70% = 825 tỷ đồng
So với giá 9.900 đồng	-47,5%	+2,2%	+46,3%	Giá đóng cửa 09/10/2026
P/B trung vị ngành	9.444	9.444	9.444	0,63 lần × BVPS 2026E 15.110 đồng
So với giá 9.900 đồng	-4,6%	-4,6%	-4,6%	Giá đóng cửa 09/10/2026

Nguồn: TCBS Research ước tính; 807,3 triệu cp; nợ ròng 30/06/2026; chưa trừ lợi ích cổ đông thiểu số; tạm ứng mua đất là ước tính, chiết khấu 30% cho rủi ro pháp lý, thanh khoản.

Khung EV/EBITDA được cộng thêm khoản tạm ứng mua đất 1.179 tỷ đồng sau chiết khấu 30% cho rủi ro pháp lý và thanh khoản, tức 825 tỷ đồng hay khoảng 1.022 đồng/cp, áp dụng cho cả ba kịch bản. Ngược lại, khoản trả trước 1.250 tỷ đồng cho bên liên quan của Chủ tịch được tính bằng 0 trong kịch bản cơ sở, và chỉ trở thành giá trị tiềm năng khoảng 1.548 đồng/cp nếu được làm rõ hoặc hoàn trả. Khung P/B trung vị không cần điều chỉnh, vì giá trị sổ sách vốn đã phản ánh các tài sản này.

Hai khung được trình bày song song, không lấy bình quân. EV/EBITDA phản ánh rõ hơn rủi ro đòn bẩy vì lãi vay bằng 48% LNTT 2027E, và ở 6,5 lần, giá 9.900 đồng đang ngầm định EBITDA khoảng 2.122 tỷ đồng, thấp hơn dự phóng 2027E 2.256 tỷ đồng. Dù vậy, giá trị cơ sở 10.121 đồng/cp chỉ cao hơn thị giá 2,2%, còn P/B trung vị ngành cho 9.444 đồng/cp, thấp hơn thị giá 4,6%, nên cả hai khung đều cho thấy giá hiện tại đã phản ánh gần đủ kịch bản cơ sở và gần như không còn biên an toàn.

Theo khung EV/EBITDA, ba yếu tố có thể làm dải dịch chuyển mạnh. Biên gộp 4 quý dưới 12% kéo EBITDA về 1.800–1.900 tỷ đồng, giá trị ở 6,5 lần còn 7.300–8.100 đồng/cp, ngược lại biên trên 14% liên tục 4 quý đưa EBITDA lên quanh 2.600 tỷ đồng, khoảng 13.700 đồng/cp. Nợ ròng thêm 1.000 tỷ đồng lấy đi 1.239 đồng/cp, trong khi nợ ròng/EBITDA hiện đã 3,5 lần, 3,8 lần nếu bỏ thu nhập tài chính.

7. Tổng kết phân tích & Kết luận

Luận điểm đầu tư cốt lõi · rủi ro trọng yếu · bộ chỉ báo theo dõi định lượng

7.1. Luận điểm đầu tư

Hoa Sen (HSG) giữ vị trí số một ngành tôn mạ và đang chuyển trọng tâm sang thị trường nội địa để bù phần xuất khẩu bị thu hẹp. Tuy vậy, chi phí của mạng lưới bán lẻ, lợi nhuận phụ thuộc vào lãi tồn kho và mức sinh lời thấp trên vốn khiến mức giá rẻ trên sổ sách chưa đủ để trở thành cơ hội rõ ràng, nhất là khi lợi nhuận 2027E theo dự phóng của chúng tôi gần như đi ngang.

1 · Số một tôn mạ, nhưng kênh bán lẻ tổn kém

HSG giữ 26% thị phần tôn mạ trong 2 tháng đầu 2026, hơn vị trí số hai 8 điểm %. Biên gộp 12 tháng 12,7%, gấp 2,7 lần trung vị nhóm hạ nguồn, nhờ hơn 400 cửa hàng bán lẻ. Chi phí mạng lưới này lấy gần hết phần chênh, nên biên EBITDA (lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao) 2025 chỉ 4,5%, so với 4,0% của Nam Kim (NKG).

3 · Lợi nhuận 2026E hồi nhờ tồn kho, 2027E đi ngang

Biên gộp Q2/2026 lên 15,3% chủ yếu nhờ lô thép cuộn cán nóng (HRC) mua lúc giá thấp. Bỏ phần lãi này, LNST quý nền chỉ khoảng 170 tỷ đồng, thấp hơn cùng kỳ 38%. EBITDA 2026E tăng 45% lên 2.240 tỷ đồng, nhưng 2027E đi ngang ở 2.256 tỷ đồng và EPS lùi từ 1.018 xuống 953 đồng/cp.

2 · Nội địa bù một phần xuất khẩu

Trong 9 tháng niên độ (ND) 2025-26, sản lượng nội địa tăng 6% dù tổng sản lượng giảm 7,1%, vì xuất khẩu giảm 35%. Lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 568 tỷ đồng, bằng 114% kế hoạch thấp. Thuế chống bán phá giá tối đa 37,13% với tôn mạ Trung Quốc giúp giữ giá trong nước.

4 · Rẻ so lịch sử, nhưng tương xứng với ROE thấp

P/B 0,67 lần thấp hơn trung bình 5 năm 1,01 lần hơn một độ lệch chuẩn. Mức chiết khấu này có cơ sở, vì ROE 2026E chỉ 7,0% trong khi chi phí vốn chủ ước tính 13%. Để P/B về 1 lần, HSG cần LNST khoảng 1.610 tỷ đồng, tương ứng biên gộp quanh 15,6%.

Vì lợi nhuận 2027E không tăng trong khi nợ vay đã ở mức cao, chúng tôi trình bày định giá theo hai khung song song thay vì lấy bình quân. Theo EV/EBITDA giữa chu kỳ, giá trị tham chiếu cho ba kịch bản thận trọng, cơ sở và tích cực là 5.200 / 10.121 / 14.488 đồng/cp (đã gồm khoảng 1.022 đồng/cp từ tạm ứng mua đất sau chiết khấu 30%), tương ứng -47,5% / +2,2% / +46,3% so với giá đóng cửa 9.900 đồng ngày 09/10/2026. Theo P/B trung vị ngành, giá trị là 9.444 đồng/cp, thấp hơn thị giá 4,6%. Như vậy, giá hiện tại đã phản ánh gần đủ giá trị và không còn biên an toàn, khi giá trị cơ sở chỉ cao hơn thị giá 2,2% còn P/B trung vị thấp hơn 4,6%. Kết hợp với triển vọng kinh doanh kém tích cực và tình hình tài chính ở mức trung bình, TCBS Research đánh giá HSG chưa phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn ở thời điểm này.

7.2. Rủi ro trọng yếu & điểm cần theo dõi

Hai rủi ro lớn nhất với HSG là đòn bẩy ngắn hạn đi cùng lượng tồn kho lớn, và dòng tiền chảy vào tài sản ngoài TSCĐ, trong đó có khoản trả trước cho bên liên quan của Chủ tịch. Bảng dưới đây gắn mỗi rủi ro với một chỉ báo công khai và một ngưỡng cụ thể để nhà đầu tư theo dõi qua từng quý.

A · Nợ vay ngắn hạn đã sát ngưỡng an toàn

Nợ ròng của HSG hiện ở mức 6.629 tỷ đồng, tương đương 3,5 lần EBITDA (3,8 lần nếu loại thu nhập tài chính), không còn xa ngưỡng 4 lần, và toàn bộ khoản vay đều là ngắn hạn. Nếu giá HRC giảm 10%, sản lượng giảm 5% và lãi suất tăng 100 điểm cơ bản xảy ra cùng lúc, lợi nhuận trước thuế (LNTT) 2027E sẽ chuyển sang lỗ 67 tỷ đồng, nợ ròng/EBITDA tăng lên 5,5 lần và giá trị theo khung EV/EBITDA giảm còn khoảng 7.073 đồng/cp, thấp hơn thị giá 29%.

B · Tài sản ngoài TSCĐ và giao dịch với bên liên quan

Trong 5 quý gần nhất, tài sản dài hạn ngoài tài sản cố định (TSCĐ) của HSG tăng thêm 2.633 tỷ đồng, trong đó có khoản trả trước 1.250 tỷ đồng cho bên liên quan của Chủ tịch, tương đương 15,5% vốn hóa, nhưng mục đích của khoản tiền này đến nay chưa được công bố. Nếu các khoản đầu tư ngoài sản xuất cần thêm 2.000 tỷ đồng vốn vay, chi phí lãi sẽ tăng khoảng 124 tỷ đồng mỗi năm.

Điểm theo dõi	Chỉ báo	Ngưỡng
Lãi tồn kho (Cao)	Biên gộp Q3/2026 (BCTC cuối 10/2026); biên 4 quý	Quý <12,5%; 4 quý <12% → 7.300–8.100 đồng/cp
Đòn bẩy (Cao)	Nợ ròng/EBITDA; nợ vay 30/9/2026; lãi vay quý	>4 lần; >7.000 tỷ đồng; >150 tỷ đồng
Giá HRC, kẽm (Cao)	Giá HRC, kẽm; tồn kho/VCSH	HRC -10% trong quý; >75%
Sản lượng (Trung bình)	Sản lượng quý; kế hoạch NĐ 2026-27	<430 nghìn tấn/quý; <1,80 triệu tấn
Phòng vệ thương mại (Cao)	Vụ chống bán phá giá ở Úc; hạn ngạch EU	Úc áp biên độ >10%; EU cắt hạn ngạch
Bên liên quan (Trung bình–Cao)	Sở hữu, P/B khi IPO; tài sản ngoài TSCĐ	<90%; <1 lần; >5.000 tỷ đồng

Nguồn: TCBS Research; NĐ: niên độ HSG, từ 1/10 đến 30/9; VCSH: vốn chủ sở hữu. Ngưỡng là mức tham chiếu theo dõi, không phải dự báo.

Kết quả biên gộp Q3/2026 sẽ là phép thử gần nhất cho luận điểm, bởi mỗi điểm % biên gộp thay đổi khiến giá trị theo khung EV/EBITDA dịch chuyển khoảng 3.060 đồng/cp, và giá trị chỉ tăng lên quanh 13.700 đồng/cp nếu biên gộp duy trì trên 14% trong 4 quý liên tiếp. Ở chiều ngược lại, chỉ cần giá HRC giảm khoảng 8% là nợ ròng/EBITDA 2027E đã vượt 4 lần, vì vậy giá HRC là biến số nhà đầu tư nên theo dõi sát nhất.

© 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.