CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Thị trường nội địa giữ nhịp tăng trưởng, lợi nhuận phục hồi từ năm tài chính 2027

- Lợi nhuận (LN) ròng Q4 niên độ tài chính (NĐTC) 2025–2026 đạt 55 tỷ (-37.4% svck) do chi phí lãi vay gia tăng. LN ròng cả năm 2026 đạt 623 tỷ (-15.2% svck), thấp hơn kỳ vọng và hoàn thành 80% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- LN ròng đạt 740/875 tỷ đồng trong NĐTC 2027–2028 (+18.7%/+18.2% svck) nhờ nhu cầu xây dựng và độ phủ Hoa Sen Home sẽ hỗ trợ sản lượng thép tiêu thụ nội địa, trong khi giá thép thành phẩm điều chỉnh tăng giúp duy trì biên gộp ổn định.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với HSG với giá mục tiêu 14,250 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 29.5%.

Q4 NĐTC 2025–2026: Biên gộp thu hẹp, chi phí lãi vay tiếp tục tạo áp lực

Trong Q4 NĐTC 2025–2026, doanh thu đạt 10,384 tỷ đồng (+24.3% svck, +3.9% qoq), tuy nhiên sự ra tăng của giá HRC đầu vào khiến cho biên LNG chỉ đạt 12% giảm 0.23đ % svck. LN ròng đạt 55 tỷ giảm 37.4% svck, nguyên nhân đến từ dư nợ vay cuối năm đạt 7,333 tỷ đồng (+66.5% so với đầu năm), khiến chi phí lãi vay trong Q4 tăng mạnh 195.8% svck lên 139 tỷ đồng. Cả năm, LN ròng đạt 623 tỷ đồng (-15.2% svck), thấp hơn 20.3% so với dự phóng trước do chi phí QLDN từ mở rộng chuỗi siêu thị Hoa Sen Home cao hơn dự báo. Ngoài ra, thu nhập tài chính cả năm đạt 82 tỷ (-70.9% svck) do lãi từ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh svck.

Triển vọng NĐTC 2027–2028: Tiêu thụ nội địa dẫn dắt tăng trưởng

Chúng tôi dự phóng LN ròng đạt 740/875 tỷ đồng trong NĐTC 2027–2028 (+18.7%/+18.2% svck). Nhu cầu xây dựng và độ phủ Hoa Sen Home được kỳ vọng sẽ hỗ trợ sản lượng thép tiêu thụ nội địa, trong khi giá thép thành phẩm điều chỉnh tăng giúp duy trì biên gộp ổn định. So với dự phóng trước, LN ròng năm 2027 giảm 17.9% do chi phí QLDN từ mở rộng HSH và chi phí lãi vay từ nhu cầu vốn lưu động và nhu cầu tích trữ hàng tồn kho giá rẻ được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm tiếp theo. Ngoài ra, nhu cầu thép thế giới được dự báo tăng trưởng tích cực trong giai đoạn tới với động lực mới từ thị trường Ấn Độ và ASEAN, sản lượng và giá bán xuất khẩu được điều chỉnh tăng lần lượt 26.8% và 9.7% so với dự báo trước từ mức nền thấp năm 2026.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 14,250 đồng/cp

Chúng tôi xác định giá mục tiêu theo hai phương pháp FCFF và P/B với tỷ trọng bằng nhau (WACC: 11.8%), tương ứng với tiềm năng tăng giá 29.5%. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu HSG đang ở mức định giá hấp dẫn với P/B chiết khấu sâu ở mức 0.75x so với trung bình 2 chu kỳ tăng trưởng trước ở mức 1.2x tạo dư địa tăng giá khi hiệu quả kinh doanh cải thiện trong thời gian tới.

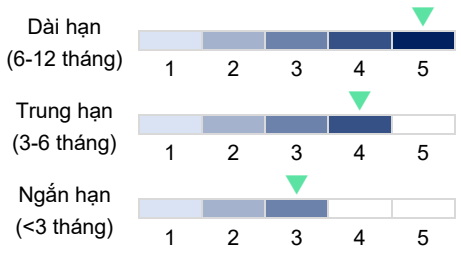
Chỉ tiêu tài chính	2025	2026	2027F	2028F
Doanh thu thuần	36,538	37,736	41,494	44,951
Lợi nhuận ròng	735	623	740	875
Tăng trưởng doanh thu	-7.0%	3.3%	10.0%	8.3%
Tăng trưởng LN ròng	42.8%	-15.2%	18.7%	18.2%
Biên LN gộp	12.4%	12.6%	12.7%	12.9%
Biên EBIT	2.0%	3.0%	3.2%	3.3%
ROAE	6.6%	5.3%	6.0%	6.6%
ROAA	3.8%	3.0%	3.2%	3.6%
EPS (VND/cp)	1,184	773	917	1,084
BVPS (VND/cp)	18,233	14,736	15,652	16,736

Nguồn: FiinProX, HSG, MBS Research.

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu	14,250 VNĐ
Tiềm năng tăng giá	*29.5%*

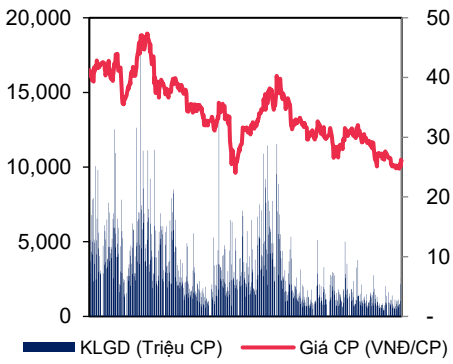
Triển vọng đạt giá mục tiêu



Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Giảm 17.9% dự phóng LN ròng năm 2027 so với báo cáo trước.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá hiện tại (VND)	11,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	13,307
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,900
Vốn hóa (tỷ VND)	8,880
P/E (TTM)	14.2
P/B	0.75
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

Nguồn: s24.mbs.com.vn

Cơ cấu cổ đông

Lê Phước Vũ	17.0%
Nước ngoài	3.2%
Khác	79.8%

Nguồn: s24.mbs.com.vn

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Xuất khẩu cải thiện từ năm 2028 khi nhu cầu ngoài Trung Quốc phục hồi. WSA dự báo nhu cầu thép ngoài Trung Quốc tăng 4.0% svck năm 2027, hỗ trợ đơn hàng tại các thị trường thay thế. Rào cản thương mại khiến sản lượng xuất khẩu của HSG tăng trưởng chậm năm 2027, trước khi sản lượng và giá bán được kỳ vọng tăng lần lượt 6.5% và 3% svck trong năm 2028 nhờ quá trình cơ cấu lại thị trường và tệp khách hàng.

- Tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng trong năm 2027. Nhu cầu nhà ở, nhà xưởng và sửa chữa được kỳ vọng hỗ trợ tiêu thụ tôn mạ, ống thép. WSA dự báo nhu cầu thép Việt Nam tăng 4.0% svck năm 2027, tạo nền tảng để HSG khai thác mạng lưới phân phối và nâng sản lượng trong nước. Chúng tôi dự phóng sản lượng nội địa tăng 7.3%/5.0% svck trong NĐTC 2027–2028, bù đắp tốc độ phục hồi chậm của xuất khẩu.
- Giá bán tôn mạ nội địa và xuất khẩu năm 2027 dự kiến tăng 4.7%/2.9% svck. Chúng tôi kỳ vọng việc tăng cường tích trữ hàng tồn kho giá rẻ và giá tôn mạ phục hồi tích cực cùng giá HRC sẽ giúp biên gộp duy trì khoảng 12.7% năm 2027 và cải thiện nhẹ lên 12.9% năm 2028.
- Hoa Sen Home giúp mở rộng khả năng tiếp cận nhu cầu xây dựng và hoàn thiện nhà ở. Mục tiêu tối thiểu 300 siêu thị vào năm 2030 tạo điều kiện tăng độ phủ, bán chéo tôn mạ, ống thép và các sản phẩm vật liệu xây dựng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mạng lưới siêu thị VLXD Hoa Sen Home sẽ cải thiện nhờ đóng góp từ nhu cầu xây dựng nội địa, giúp HSG duy trì và cải thiện thị phần trong thời gian tới.
- Định giá tạo cơ hội khi lợi nhuận trở lại tăng trưởng. HSG giao dịch ở P/B khoảng 0.75x tại giá tham chiếu 11,000 đồng/cp, trong khi ROE dự phóng cải thiện từ 5.3% năm 2026 lên 6.0%/6.6% năm 2027–2028. Chúng tôi đặt P/B mục tiêu 1.0x, phản ánh kỳ vọng lợi nhuận cải thiện tích cực hơn trong bối cảnh sản lượng và giá bán tăng trưởng trong thời gian tới.

Định giá

Chúng tôi định giá HSG ở mức 14,250 đồng/cp theo phương pháp FCFF và P/B với tỷ trọng bằng nhau, tương ứng tiềm năng tăng giá 29.5% tại giá tham chiếu 11,000 đồng/cp. Giá trị theo FCFF đạt 13,717 đồng/cp, sử dụng WACC 11.83% và tăng trưởng dài hạn 2.5%; phương pháp P/B đạt 14,736 đồng/cp. Giá mục tiêu thấp hơn 28.8% so với báo cáo trước, phản ánh giả định tăng trưởng giá bán và sản lượng nội địa ở mức thận trọng hơn. Ngoài ra, nhu cầu vốn lưu động và mở rộng Hoa Sen Home khiến cho chi phí lãi vay và chi phí QLDN tăng cao hơn dự phóng trước.

Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu 1.0x thấp hơn 2 lần độ lệch chuẩn so với mức trung bình 1.1–1.2x trong hai chu kỳ tăng trưởng trước. Mức định giá này phản ánh triển vọng tiêu thụ nội địa tích cực nhưng tốc độ cải thiện hiệu quả sử dụng vốn được duy trì ở mức thận trọng, với ROE dự phóng đạt 6.0%/6.6% trong năm 2027–2028.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	13,717
P/B (P/B mục tiêu = 1.0x)	50%	14,736
Giá mục tiêu		**14,250**

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng FCFF

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
NOPAT	1,064	1,178	1,253	1,261	1,363
Khấu hao	971	1,011	649	696	475
Biến động VLĐ (tác động dòng tiền)	-842	-354	1,561	1,250	364
Đầu tư tài sản cố định	876	729	757	608	503
FCFF	317	1,106	2,705	2,599	1,699

Hình 3: FCFF định giá

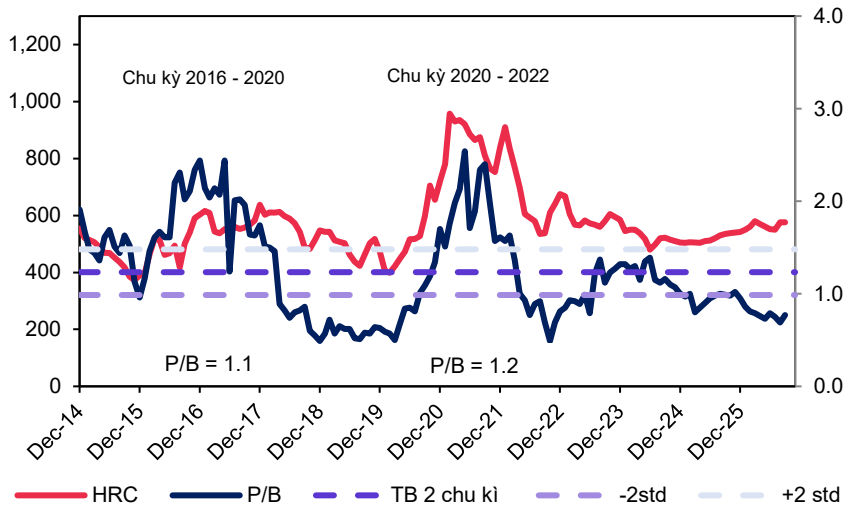
(+) Giá trị hiện tại của FCFF từ năm 2027 - 2031	Tỷ VND	5,736
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	Tỷ VND	10,682
(+) Tiền, tương đương tiền và trả trước dài hạn	Tỷ VND	2,104
(-) Nợ vay	Tỷ VND	7,333
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	Tỷ VND	116
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ VND	11,073
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu cổ phiếu	807
Giá cổ phiếu	VND	13,717

** Bao gồm 1,250 tỷ tiền ứng trước người bán dài hạn*

Chi phí vốn cổ phần	
Lợi suất phi rủi ro	4.5%
Beta	1.07
Phần bù rủi ro	8.1%
Chi phí vốn cổ phần	13.3%

WACC và mức tăng trưởng dài hạn	
Chi phí vốn nợ	13.00%
Thuế suất	20.54%
WACC	11.83%
Tăng trưởng dài hạn	2.50%

Hình 4: P/B của HSG trong giai đoạn tăng trưởng của hai chu kỳ



Nguồn: Bloomberg, FiinproX, HSG, MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	Bloomberg	VND/CP		Triệu USD	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F
Citic Pacific Special Steel	000708.CH	KKN	KKN	10,120	10.9	10.7	1.4	1.4	5.5%	5.7%	13.1%	13.4%
NanJing Iron Steel	600282.CH	KKN	KKN	4,100	10.1	10.2	1.2	1.2	4.1%	4.3%	9.7%	9.9%
Hunan Valin Steel	000932.CH	KKN	KKN	3,600	22.0	19.5	0.6	0.5	1.8%	2.5%	4.5%	5.8%
Kobe Steel	5406.T	KKN	KKN	5,100	8.8	9.0	0.7	0.6	2.8%	2.6%	5.8%	5.5%
Hoa Phat Group	HPG VN	32,000	Khả quan	8,800	7.9	7.5	1.6	1.5	9.6%	9.9%	18.9%	19.4%
Tập đoàn Tôn Nam Kim	NKG.VN	12,000	Trung lập	220	30.1	28.8	0.6	0.5	1.9%	2.7%	4.5%	5.2%
Trung bình				**5,323**	**15.0**	**14.3**	**1.0**	**1.0**	**4.3%**	**4.6%**	**9.4%**	**9.9%**
Tập đoàn Hoa Sen	HSG.VN	14,000	Khả quan	320	12.6	10.5	0.7	0.6	3.7%	4.1%	6.2%	6.8%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro đầu tư

(1) Giá HRC tăng nhanh hơn giá bán tôn mạ có thể làm thu hẹp lợi nhuận trên mỗi tấn sản phẩm. Trong trường hợp giá thép đảo chiều sau giai đoạn tích trữ, doanh nghiệp còn đối mặt rủi ro dự phòng giảm giá hàng tồn kho và nhu cầu tài trợ kéo dài.

(2) Các biện pháp phòng vệ thương mại và yêu cầu kiểm kê phát thải có thể làm tăng chi phí tuân thủ, kéo dài quá trình cơ cấu thị trường xuất khẩu. Cạnh tranh giá tại các thị trường thay thế cũng có thể hạn chế mức tăng giá bán so với dự phóng.

(3) Tiến độ triển khai nhà ở, nhà xưởng và các dự án đầu tư công chậm hơn kỳ vọng có thể khiến tiêu thụ tôn mạ, ống thép không đạt dự phóng. Tác động đến HSG phụ thuộc tiến độ các hạng mục mái, kết cấu phụ trợ và hoàn thiện công trình.

(4) Doanh thu Hoa Sen Home tăng chậm hơn chi phí nhân sự, vận hành và dự trữ hàng hóa có thể hạn chế hiệu quả mở rộng mạng lưới. Dư nợ duy trì cao lâu hơn dự kiến cũng làm giảm đóng góp của tăng trưởng tiêu thụ vào lợi nhuận.

Q4 và cả NĐTC 2025-2026: LN ròng suy giảm do áp lực chi phí tăng cao

Hình 6: Kết quả kinh doanh quý và năm (Tỷ VND)

Chỉ tiêu KQKD	Q4/26	svck (%)	qoq (%)	FY2026	svck (%)	sv dự báo (%)	Đánh giá
Sản lượng (nghìn tấn)	475	12.0%	2.7%	1,795	-2.7%	2.4%	Sản lượng cả năm giảm 2.7% svck nhưng cao hơn 2.4% so với dự phóng trước nhờ tiêu thụ nội địa hỗ trợ bù đắp một phần mức suy giảm của sản lượng xuất khẩu.
Bao gồm:							
Xuất khẩu	*162*	*34.3%*	*12.8%*	*518*	*-12.2%*	*26.3%*	Xuất khẩu cải thiện trong Q4 từ nền thấp của năm 2025, nhưng chưa bù được mức suy giảm trong các quý trước. Sản lượng cả năm vượt dự phóng trước, nhờ cơ cấu thị trường xuất khẩu sang những thị trường mới và khả năng duy trì đơn hàng trong quý cuối năm tốt hơn kỳ vọng.
Nội địa	*313*	*3.1%*	*-1.8%*	*1,277*	*1.8%*	*-4.9%*	Nhu cầu xây dựng và mạng lưới phân phối hỗ trợ tiêu thụ trong nước. Tuy nhiên, sản lượng cả năm vẫn thấp hơn dự phóng trước, phản ánh sức cầu phục hồi chưa đồng đều.
Giá (USD/tấn) *							
Xuất khẩu	*702*	*-1.3%*	*1.3%*	*687*	*-1.3%*	*6.6%*	Giá bán xuất khẩu còn chịu áp lực cạnh tranh và nhu cầu yếu tại một số thị trường nhập khẩu.
Nội địa	*781*	*3.0%*	*2.1%*	*760*	*3.5%*	*-0.1%*	Giá bán nội địa năm 2026 tăng 3.5% svck nhờ hỗ trợ từ nhu cầu xây dựng và mặt bằng giá nguyên liệu HRC đầu vào
Doanh thu	**10,384**	**24.3%**	**3.9%**	**37,736**	**3.3%**	**1.4%**	Doanh thu cả năm hoàn thành 101.4% dự phóng trước, nhờ xuất khẩu cao hơn kỳ vọng bù đắp phần sản lượng nội địa thấp hơn dự kiến.
Lợi nhuận gộp	*1,250*	*21.9%*	*-18.1%*	*4,766*	*5.4%*	*5.0%*	Lợi nhuận gộp cả năm tăng 5.4% svck và cao hơn 5.0% so với dự phóng trước, hỗ trợ kết quả kinh doanh cốt lõi.
Biên LNG	12.0%	-0.23đ %	-3.24đ %	12.6%	+0.26đ %	+0.43đ %	Biên gộp Q4 giảm 3.24 điểm % qoq so với mức nền cao quý. Dù vậy, biên gộp cả năm vẫn tăng 0.26đ % svck và cao hơn 0.43 điểm % so với dự phóng trước nhờ tăng trưởng giá bán
Doanh thu tài chính	12	-77.9%	197.3%	82	-70.9%	-67.2%	Thu nhập tài chính chỉ hoàn thành 32.8% dự phóng trước, trong đó khoản mục lớn nhất là lãi chênh lệnh tỷ giá giảm 83.5% svck xuống chỉ còn 31 tỷ đồng.
Chi phí tài chính	154	125.2%	22.3%	465	70.7%	35.9%	Chi phí tài chính cao hơn 35.9% so với dự phóng trước, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng, làm hạn chế mức cải thiện của lợi nhuận.
- Chi phí lãi vay	*139*	*195.8%*	*15.3%*	*420*	*127.1%*	*75.9%*	Dư nợ vay ngắn hạn cuối năm đạt 7,333 tỷ đồng để tài trợ vốn lưu động phục vụ cho hoạt động tích trữ hàng tồn kho giá rẻ, khiến chi phí lãi vay tăng 127.1% svck và cao hơn 75.9% so với dự phóng trước.
Chi phí bán hàng (S)	798	8.9%	-1.0%	2,913	-6.3%	-2.5%	
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	7.7%	-1.08đ %	-0.38đ %	7.7%	-0.79đ %	-0.28đ %	
Chi phí QLDN	215	16.6%	19.8%	736	10.6%	26.5%	Chi phí quản lý doanh nghiệp cao hơn 26.5% so với dự phóng trước, nguyên nhân chính để từ sự gia tăng của chi phí nhân công và chi phí thuê do doanh nghiệp đang đẩy mạnh phát triển chuỗi siêu thị vật liệu Hoa Sen Home.
% Chi phí G&A/ DT	2.1%	-0.14đ %	+0.27đ %	2.0%	+0.13đ %	+0.35đ %	
Lợi nhuận trước thuế	92	-20.7%	-79.3%	785	-4.9%	-14.7%	
LN ròng	55	-37.4%	-85.6%	623	-15.2%	-20.3%	LN ròng hoàn thành 79.7% dự phóng trước, sụt giảm 15.2% svck. Nguyên nhân chính đến từ thu nhập tài chính suy giảm và chi phí vận hành cao hơn dự kiến.

*Giá bán thép ước tính chưa bao gồm thuế VAT

Nguồn: HSG, FiinProX, MBS Research.

LN ròng dự kiến tăng trưởng trong giai đoạn 2027–2028 nhờ tiêu thụ nội địa và biên lợi nhuận ổn định

Hình 7: Dự phóng kết quả kinh doanh (Tỷ VND)

Chỉ tiêu KQKD	2026	2027F	svck (%)	sv dự báo (%)	2028F	svck (%)	Đánh giá
Sản lượng (nghìn tấn)	1,794.5	1,890	5.3%	3.1%	1,992	5.4%	Tiêu thụ nội địa dẫn dắt tăng trưởng sản lượng, trong khi xuất khẩu phục hồi thận trọng theo tiến độ cơ cấu thị trường.
Bao gồm							
Xuất khẩu	*517.8*	*520*	*0.4%*	*26.8%*	*554*	*6.5%*	Dự phóng sản lượng xuất khẩu năm 2027 cao hơn 26.8% so với báo cáo trước nhờ cải thiện tích cực từ giai đoạn cuối năm 2026. Tuy nhiên, dự phóng trong năm 2027 mảng xuất khẩu sẽ tiếp tục gặp khó trong bối cảnh những rào cản thuế quan từ những thị trường xuất khẩu chính như EU và Mỹ còn hiện hữu trước khi nhu cầu cải thiện và cơ cấu khách hàng hỗ trợ tăng trưởng từ năm 2028.
Nội địa	*1,277*	*1,370*	*7.3%*	*-3.7%*	*1,438*	*5.0%*	Nhu cầu xây dựng và hệ thống Hoa Sen Home hỗ trợ tăng trưởng. Tuy nhiên, dự phóng năm 2027 thấp hơn 3.7% so với báo cáo trước do tốc tăng trưởng được dự báo chậm hơn từ mức nền cao năm 2026 trước khi cải thiện 5% trong năm 2028.
Giá (USD/tấn) *							
Xuất khẩu	*687*	*707*	*2.9%*	*9.7%*	*728*	*3.0%*	Giá bán năm 2027 cao hơn 9.7% so với dự phóng trước nhờ nhu cầu thép xuất khẩu ngoài Trung Quốc phục hồi hỗ trợ giá bán.
Nội địa	*760*	*796*	*4.7%*	*-1.3%*	*828*	*4.0%*	Giá bán năm 2027 thấp hơn 1.3% so với dự phóng trước, phản ánh mặt bằng thị trường. Nhu cầu xây dựng hỗ trợ xu hướng giá trong năm 2028.
Doanh thu	**37,736**	**41,494**	**10.0%**	**0.6%**	**44,951**	**8.3%**	Doanh thu năm 2027 gần như giữ nguyên so với dự phóng trước. Sản lượng xuất khẩu được nâng dự báo bù đắp giá bán thấp hơn kỳ vọng.
Lợi nhuận gộp	4,766	5,288	11.0%	4.6%	5,810	9.9%	
Biên LNG	12.6%	12.7%	+0.11đ %	+0.44đ %	12.9%	+0.18đ %	Biên gộp ổn định năm 2027 và cải thiện nhẹ năm 2028.
Doanh thu tài chính	82	86	5.0%	-67.6%	90	5.0%	Doanh thu tài chính tiếp tục duy trì ở mức thấp với dự báo tỷ giá duy trì ở mức ổn định trong thời gian tới.
Chi phí tài chính	465	553	18.9%	47.0%	529	-4.2%	Chi phí tài chính năm 2027 cao hơn 47% so với dự phóng trước do nhu cầu tài trợ vốn lưu động; dự kiến giảm nhẹ năm 2028 theo dư nợ vay.
- Chi phí lãi vay	420	*481*	*14.3%*	*16.1%*	*460*	*-4.2%*	Nhu cầu tài trợ tồn kho được dự báo sẽ tiếp diễn và tiếp tục làm tăng chi phí lãi vay trong năm 2027. Xu hướng được dự kiến thay đổi trong năm 2028 khi dư nợ giảm giúp chi phí lãi vay giảm 4.2% svck, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.
Chi phí bán hàng (S)	2,913	3,168	8.7%	-4.2%	3,451	8.9%	
% Chi phí bán hàng/ doanh thu	7.7%	7.6%	-0.09đ %	-0.37đ %	7.7%	+0.04đ %	
Chi phí QLDN (G&A)	736	791	7.4%	23.9%	886	12.0%	Chi phí quản lý năm 2027 cao hơn 23.9% so với dự phóng trước, phản ánh dự phòng nhân sự và vận hành khi phát triển hệ thống phân phối.
%chi phí G&A/doanh thu	2.0%	1.9%	-0.04đ %	+0.41đ %	2.0%	+0.07đ %	
Lợi nhuận trước thuế	785	931	18.7%	-12.1%	1,101	18.2%	
LN ròng	623	740	18.7%	-17.9%	875	18.2%	LN ròng năm 2027 thấp hơn 17.9% so với dự phóng trước do chi phí lãi vay và QLDN cao hơn cùng với sự sụt giảm của doanh thu tài chính. Tiêu thụ cải thiện và lãi vay giảm được dự kiến hỗ trợ tăng trưởng LN ròng trong năm 2028.

*Giá bán thép ước tính chưa bao gồm thuế VAT

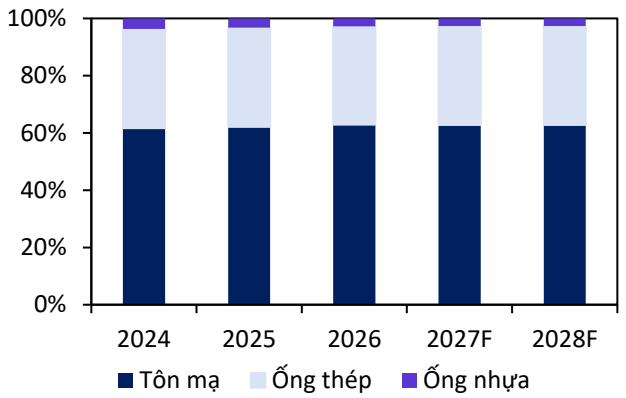
Nguồn: HSG, FiinProX, MBS Research.

Nội địa: Nhu cầu xây dựng và mạng lưới phân phối hỗ trợ tăng trưởng

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhà ở, nhà xưởng và sửa chữa tiếp tục hỗ trợ tiêu thụ trong nước. Theo WSA, nhu cầu thép thành phẩm Việt Nam dự kiến đạt 29.5/30.7 triệu tấn trong năm 2026–2027, tăng 12.0%/4.0% svck. Các công trình triển khai nhiều năm cùng nhu cầu thay thế mái và hoàn thiện tạo cơ sở duy trì sức cầu đến năm 2028. Đối với HSG, sản lượng nội địa dự phóng đạt 1,370/1,438 nghìn tấn, tăng 7.3%/5.0% svck trong NĐTC 2027–2028; doanh thu tương ứng đạt 30,816/33,319 tỷ đồng, tăng 12.4%/8.1% svck. Khả năng tiếp cận nhu cầu nhỏ, phân tán qua hệ thống phân phối là lợi thế để HSG duy trì tiêu thụ khi xuất khẩu phục hồi chậm.

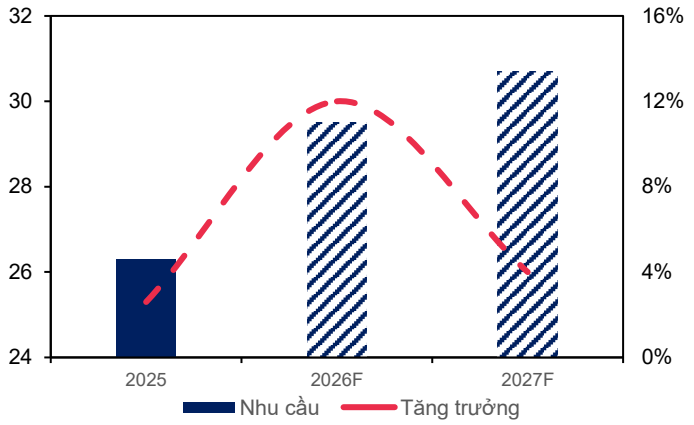
Tăng trưởng nội địa được dẫn dắt bởi tôn mạ và ống thép, trong khi Hoa Sen Home mở rộng khả năng tiếp cận khách hàng và bán chéo. Tôn mạ chiếm khoảng 63% doanh thu nội địa dự phóng, ống thép khoảng 35%; cơ cấu này dự kiến ít thay đổi trong giai đoạn 2027–2028.

Hình 8: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm truyền thống tại thị trường nội địa



Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 9: Dự phóng nhu cầu thép tại thị trường Việt Nam (Đơn vị: Triệu tấn)



Nguồn: WSA, MBS Research

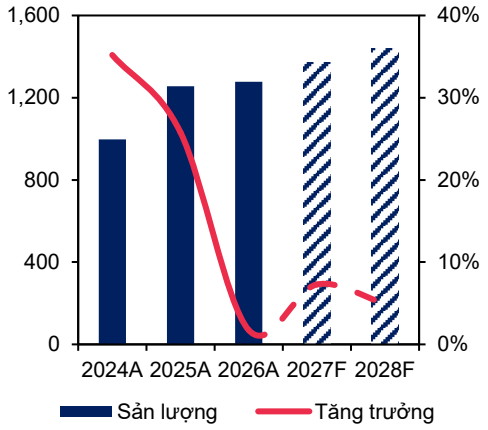
- Tôn mạ: Nhu cầu tôn lợp cho nhà ở, nhà xưởng và sửa chữa hỗ trợ HSG khai thác mạng lưới phân phối hiện hữu. Giá bán nội địa dự phóng đạt 796/828 USD/tấn trong năm 2027–2028, tăng 4.7%/4.0% svck, phù hợp với xu hướng nguyên liệu và sự cải thiện sức mua. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tăng cùng nhu cầu thị trường, trong khi khả năng điều chỉnh giá bán giúp hạn chế ảnh hưởng của giá HRC tăng đến hiệu quả kinh doanh.

- Ống thép: Các hạng mục khung, kết cấu phụ trợ và đường ống tại công trình dân dụng, nhà xưởng tạo nền tiêu thụ tương đối ổn định và có diễn biến tích cực hơn mảng tôn mạ trong NĐTC 2026. Giá bán nội địa dự phóng đạt 820/853 USD/tấn trong năm 2027–2028, tăng 5%/4% svck. Khả năng cung cấp đồng thời tôn mạ và ống thép giúp HSG đáp ứng nhiều nhu cầu vật liệu của cùng nhóm khách hàng, hỗ trợ duy trì thị phần và khai thác hiệu quả hệ thống bán hàng.

- Hoa Sen Home: Theo trao đổi với HSG, khách hàng cá nhân, hộ gia đình và hộ kinh doanh nhỏ chiếm phần lớn tệp khách hàng nội địa. Mạng lưới Hoa Sen Home giúp HSG tiếp cận nhu cầu sửa chữa, hoàn thiện nhà ở và bán chéo tôn mạ, ống thép cùng các nhóm vật liệu khác. Với

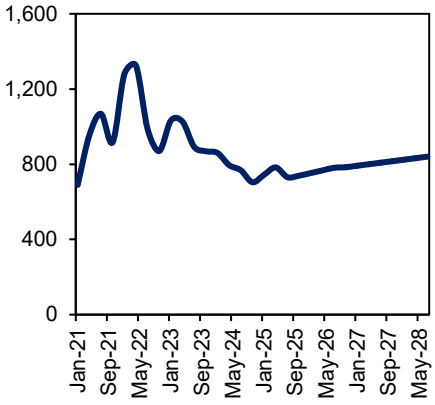
mục tiêu tối thiểu 300 siêu thị vào năm 2030, HSG ưu tiên đầu tư điểm bán trên nền công suất sản xuất hiện hữu. Cơ hội trung hạn đến từ tăng doanh thu trên mạng lưới hiện hữu và bán chéo sản phẩm. Chúng tôi kỳ vọng quy mô tiêu thụ lớn hơn giúp hấp thụ chi phí nhân sự, vận hành trong dài hạn.

Hình 10: Sản lượng nội địa của HSG (Đơn vị: Nghìn tấn)



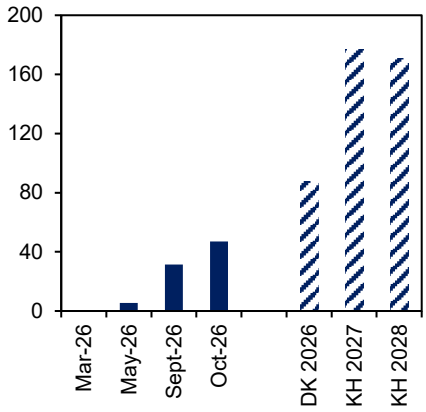
Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 11: Giá bán nội địa của HSG (Đơn vị: USD/tấn)



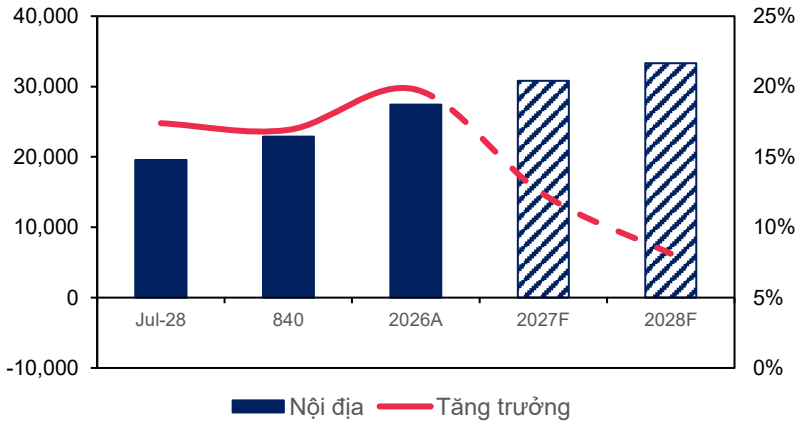
Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 12: Lũy kế số lượng NOXH hoàn thành năm 2026 và KH năm 2027/28 (Đơn vị: nghìn căn)



Nguồn: Chính Phủ, MBS Research

Hình 13: Dự báo doanh thu nội địa của HSG (Đơn vị: Tỷ VND)



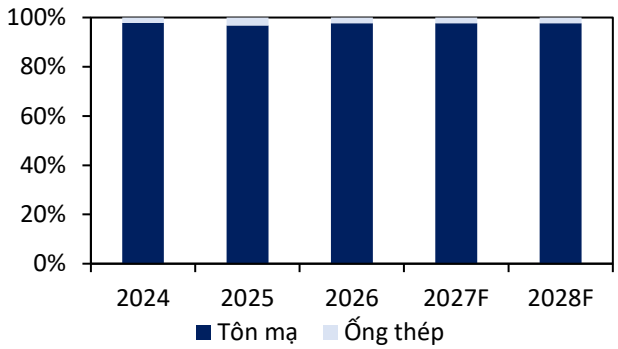
Nguồn: HSG, MBS Research

Xuất khẩu: Nhu cầu phục hồi được kỳ vọng hỗ trợ sản lượng trong khi rào cản thương mại còn hiện hữu

Sản lượng xuất khẩu của HSG dự phóng đạt 520/554 nghìn tấn trong năm 2027–2028, tăng 0.4%/6.5% svck. Dự phóng năm 2027 cao hơn 26.8% so với báo cáo trước nhờ nền thực hiện năm 2026 tốt hơn kỳ vọng, nhưng chưa phản ánh tăng trưởng mạnh trong niên độ tới. Theo HSG, đơn hàng xuất khẩu cải thiện trong ba tháng cuối NĐTC 2026 nhờ mở rộng sang Nam Mỹ và nối lại đơn hàng tại các thị trường truyền thống. Điều này giúp bù đắp một phần sản lượng khi đơn hàng từ Mỹ thu hẹp, song biên lợi nhuận tại thị trường này thấp hơn Mỹ và EU. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đa dạng hóa thị trường sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ trước, còn mức cải thiện biên lợi nhuận phụ thuộc vào cơ cấu đơn hàng và khả năng điều chỉnh giá bán. Theo WSA, nhu cầu thép thế giới trong giai đoạn cuối 2026 và 2027 được hỗ trợ bởi những thị trường tiềm tăng bên cạnh

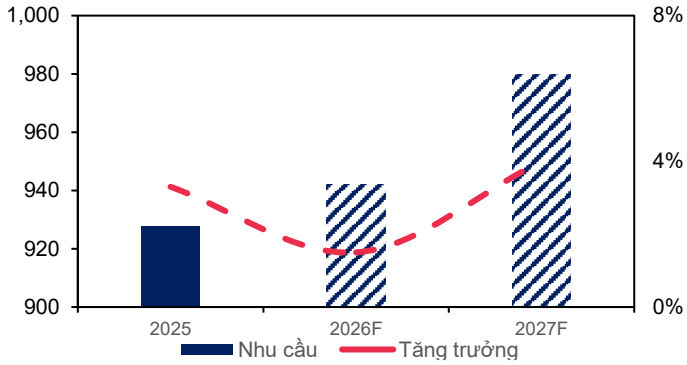
Nam Mỹ như Ấn Độ và ASEAN. Đây có thể là những thị trường tiềm năng cho HSG cơ cấu tệp khách hàng trong thời gian tới. Ngoài ra, tôn mạ tiếp tục chiếm khoảng 98% doanh thu xuất khẩu, quyết định triển vọng của mảng này.

Hình 14: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm tại thị trường xuất khẩu



Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 15: Dự phóng nhu cầu thép thế giới trừ Trung Quốc (Đơn vị: Triệu tấn)



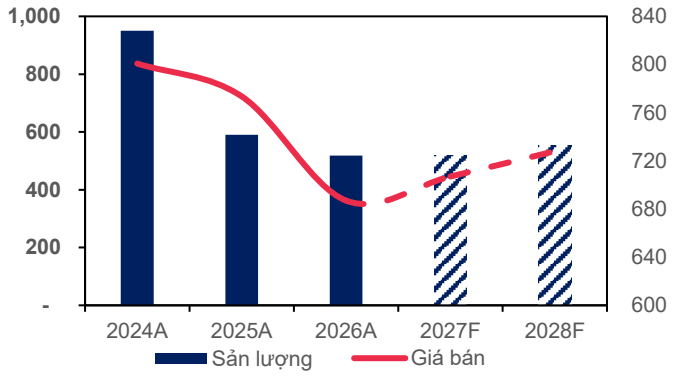
Nguồn: WSA, MBS Research

Theo WSA, nhu cầu thép ngoài Trung Quốc năm 2027 dự kiến đạt 979.7 triệu tấn, tăng 4.0% svck; ASEAN-5 và EU–Anh lần lượt tăng 3.2%/3.1% svck. Nhu cầu thép từ thị trường Ấn Độ duy trì tăng trưởng 8.0% svck cũng mở ra cơ hội tiếp cận đơn hàng mới.

Tuy nhiên, quota thép miễn thuế của EU giảm còn 18.3 triệu tấn/năm và thuế vượt quota 50% từ tháng 7/2026 tiếp tục hạn chế dư địa xuất khẩu. Đối với quy định Melt and Pour áp dụng từ 01/10/2026, theo HSG, doanh nghiệp có thể cung cấp hồ sơ truy xuất từ các nguồn HRC đang sử dụng và với việc giảm tỷ trọng thép HRC nhập khẩu đầu vào xuống 25%, HSG sẽ không gặp nhiều khó khăn với quy định mới. Với CBAM, các đơn vị nhập khẩu từ EU sẽ thực hiện nghĩa vụ chứng chỉ, còn phần chi phí HSG có thể phải chia sẻ tùy thỏa thuận với khách hàng nhưng HSG đánh giá tác động ban đầu ở mức hạn chế. Ngoài ra, các biện pháp CBPG tại Mỹ và rủi ro điều tra tại Australia cũng khiến quá trình chuyển dịch đơn hàng cần thêm thời gian.

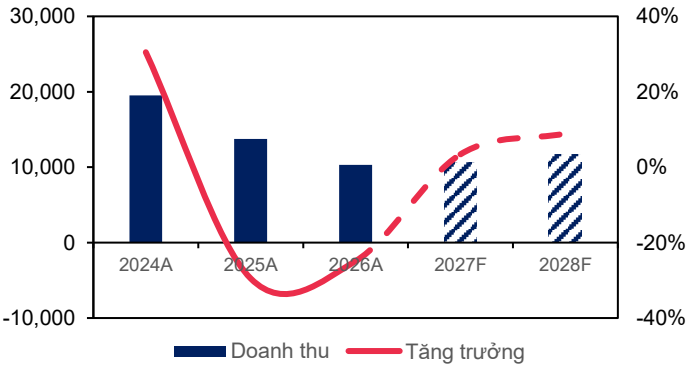
Giá bán tôn mạ xuất khẩu dự phóng đạt 707/728 USD/tấn trong năm 2027–2028, tăng 2.9%/3.0% svck. Năm 2027, giá bán cao hơn 9.7% so với dự phóng trước do tăng trưởng tích cực từ nửa cuối NĐTC 2026 giúp duy trì giá bán ở mức cao sang năm tiếp theo. Từ năm 2028, sức cầu cải thiện hỗ trợ khả năng điều chỉnh giá và duy trì khách hàng. Doanh thu xuất khẩu tương ứng đạt 10,678/11,633 tỷ đồng, tăng 3.4%/8.9% svck; tăng trưởng đến từ cả sản lượng và giá bán được kỳ vọng đóng góp vào lợi nhuận hợp nhất.

Hình 16: Tổng sản lượng xuất khẩu của HSG (Đơn vị: Nghìn tấn-trái, USD/tấn-phải)



Nguồn: HSG, MBS Research

Hình 17: Doanh thu xuất khẩu của HSG (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: HSG, MBS Research

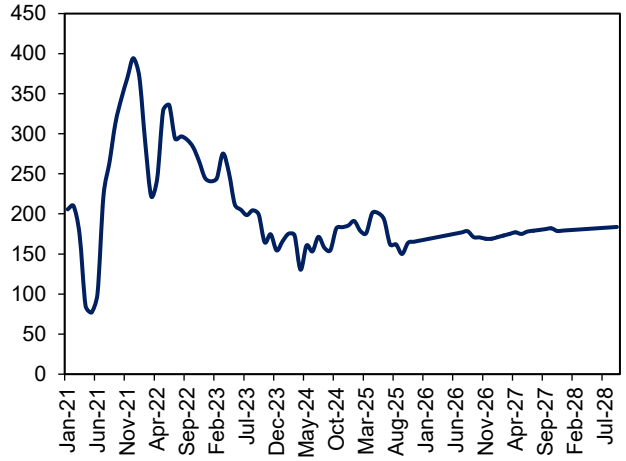
Biên lợi nhuận ổn định, tăng trưởng tiêu thụ và quản lý vốn lưu động hỗ trợ lợi nhuận

Chúng tôi dự phóng biên LNG đạt 12.74%/12.92% trong năm 2027–2028, tương đối ổn định so với mức 12.63% năm 2026. Giá HRC nội địa trước thuế bình quân dự kiến đạt 635.4/651.6 USD/tấn, tăng 5.0%/2.6% svck; HRC nhập khẩu đạt 579.06/593.55 USD/tấn, tăng 3.0%/2.5% svck. Mức chênh lệch giá HRC đầu vào với giá thành phẩm đầu ra được dự kiến ổn định trong năm 2027 trước khi cải thiện tích cực hơn trong năm 2028 giúp cải thiện biên LN. Vì vậy, tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu dựa vào tiêu thụ cải thiện và khả năng kiểm soát vốn lưu động, thay vì kỳ vọng biên gộp mở rộng mạnh.

- HSG đẩy mạnh dự trữ HRC khi mặt bằng giá còn thuận lợi có thể hỗ trợ giá vốn trong giai đoạn giá bán điều chỉnh tăng. Tuy nhiên, lợi ích này đi kèm chi phí tài trợ và chỉ được hiện thực hóa khi hàng tồn kho được tiêu thụ. Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay đạt 481/460 tỷ đồng trong năm 2027–2028, tăng 14.3% svck năm 2027 trước khi giảm 4.2% svck năm 2028. Việc chuyển tăng trưởng doanh thu thành dòng tiền, qua đó giảm dư nợ, sẽ củng cố chất lượng phục hồi lợi nhuận.

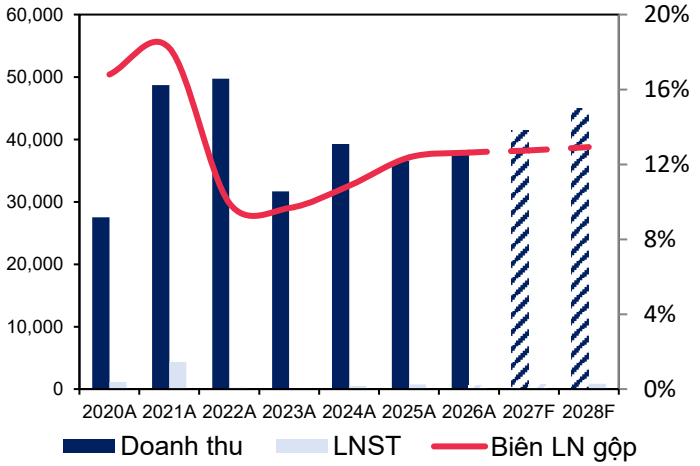
- Trong bối cảnh đó, chúng tôi duy trì cách tiếp cận thận trọng với triển vọng tăng trưởng giá bán và khả năng cải thiện biên lợi nhuận. Chênh lệch giá bán–HRC được dự báo ổn định cùng tiêu thụ nội địa cải thiện tạo nền tăng trưởng.

Hình 18: Chênh lệch giá tôn mạ nội địa và HRC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, HSG, MBS Research

Hình 19: Biên LNG dự phóng ổn định trong giai đoạn 2027–2028



Nguồn: FiinproX, HSG, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2025	2026	2027F	2028F
Doanh thu thuần	36,538	37,736	41,494	44,951
Giá vốn hàng bán	(32,018)	(32,970)	(36,206)	(39,142)
Lợi nhuận gộp	4,520	4,766	5,288	5,810
Chi phí quản lý DN	(666)	(736)	(791)	(886)
Chi phí bán hàng	(3,109)	(2,913)	(3,168)	(3,451)
LN từ HĐKD	754	734	863	1,033
EBITDA thuần	1,649	2,030	2,301	2,484
LN trước thuế & lãi vay	**745**	**1,117**	**1,330**	**1,473**
Thu nhập lãi	281	82	86	90
Chi phí tài chính	(272)	(465)	(553)	(529)
Thu nhập ròng khác	71	51	69	67
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	**825**	**785**	**931**	**1,101**
Thuế TNDN	(90)	(161)	(191)	(226)
Lợi nhuận sau thuế	735	624	740	875
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	**735**	**623**	**740**	**875**
Chi trả cổ tức	(310)	--	-	-
Lợi nhuận giữ lại	425	623	740	875

Bảng cân đối kế toán	2025	2026	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	428	854	962	987
Đầu tư ngắn hạn	88	73	81	87
Phải thu khách hàng	1,603	2,471	2,620	2,796
Hàng tồn kho	8,204	8,722	9,708	9,786
Tổng tài sản ngắn hạn	11,716	13,514	14,937	15,355
Tài sản cố định	4,122	4,365	4,269	3,986
Xây dựng cơ bản dở dang	765	1,656	1,656	1,656
BĐS đầu tư	-	-	1	2
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn khác	-	11	11	11
Tổng tài sản dài hạn	7,237	9,283	8,912	9,031
Tổng tài sản	**18,953**	**22,797**	**23,849**	**24,386**
Vay & nợ ngắn hạn	4,404	7,333	7,455	6,709
Phải trả người bán	2,050	2,195	2,291	2,569
Phải trả ngắn hạn khác	1,145	1,237	1,330	1,457
Tổng nợ ngắn hạn	7,598	10,765	11,076	10,736
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-
Các khoản phải trả khác	16	20	22	23
Tổng Nợ dài hạn	16	20	22	23
Tổng nợ	**7,614**	**10,785**	**11,097**	**10,759**
Vốn điều lệ	6,210	8,073	8,073	8,073
Thặng dư vốn cổ phần	157	157	157	157
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	4,913	3,639	4,379	5,254
Các quỹ thuộc VCSH	42	27	27	27
Vốn chủ sở hữu	11,323	11,896	12,636	13,510
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	116	117	117
Tổng vốn chủ sở hữu	11,339	12,012	12,752	13,627
Tổng nợ và VCSH	**18,953**	**22,797**	**23,849**	**24,386**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2025	2026	2027F	2028F
LN trước thuế	825	785	931	1,101
Khấu hao	903	913	971	1,011
Thuế TNDN đã nộp/dự phóng	(92)	(93)	(191)	(226)
Các khoản điều chỉnh khác	(213)	72	(86)	(116)
Thay đổi VLĐ	2,262	(1,451)	(842)	(354)
LCTT từ HĐKD	**3,685**	**225**	**784**	**1,417**
Đầu tư TSCĐ	(2,623)	(2,769)	(876)	(729)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	6	41	78	83
LCTT từ đầu tư	**(2,617)**	**(2,728)**	**(798)**	**(646)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	28	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(960)	2,929	122	(745)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(310)	--	-	-
LCTT từ hoạt động TC	**(1,242)**	**2,929**	**122**	**(745)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	602	428	854	962
LC tiền thuần trong năm	(174)	426	108	25
Tiền & TĐ tiền cuối kì	**428**	**854**	**962**	**987**

Các chỉ số cơ bản	2025	2026	2027F	2028F
Tăng trưởng doanh thu thuần	-7.0%	3.3%	10.0%	8.3%
Tăng trưởng EBITDA	16.7%	23.1%	13.4%	7.9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	47.7%	-2.7%	17.6%	19.8%
Tăng trưởng LN trước thuế	49.7%	-4.9%	18.7%	18.2%
Tăng trưởng LN ròng	42.8%	-15.2%	18.7%	18.2%
Tăng trưởng EPS	42.8%	-34.7%	18.7%	18.2%
Biên LN gộp	12.4%	12.6%	12.7%	12.9%
Biên EBITDA	4.5%	5.4%	5.5%	5.5%
Biên LN ròng	2.0%	1.7%	1.8%	1.9%
ROAE	6.6%	5.3%	6.0%	6.6%
ROAA	3.8%	3.0%	3.2%	3.6%
ROIC	4.3%	5.3%	5.7%	6.1%
Vòng quay tài sản	1.9	1.8	1.8	1.9
Cổ tức chi trả/LN ròng	42.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng nợ vay/VCSH	38.9%	61.6%	59.0%	49.7%
Nợ vay ròng/VCSH	34.3%	53.8%	50.7%	41.7%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	20.5%	28.1%	26.9%	23.1%
Khả năng thanh toán lãi vay	4.0	2.7	2.8	3.2
Số ngày phải thu	19.4	19.7	22.4	22.0
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	104.8	95.8	95.3	93.1
Số ngày phải trả tiền bán	21.9	20.5	19.7	19.7
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.3	1.3	1.4
Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.4	0.4	0.4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.1
Định giá				
EPS	1,184	773	917	1,084
BVPS	18,233	14,736	15,652	16,736
P/E	9.3	14.2	12.0	10.2
P/B	0.6	0.7	0.7	0.7

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng, CFA