CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) PHTT +0,9%

Ngành	**Thép**
Ngày báo cáo	**27/10/2026**
Giá hiện tại	11.000 VND
Giá mục tiêu	**11.100 VND**
Giá mục tiêu gần nhất*	10.400 VND
TL tăng	+0,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	**+0,9%**

GT vốn hóa	8,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,0 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	31,0 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	807,3tr
Pha loãng	807,3tr

*Đã điều chỉnh theo thay đổi SL cổ phiếu lưu hành

**Áp dụng lợi nhuận cốt lõi

	HSG	VNI
P/E (trượt)	13,5x	14,8x
P/B (hiện tại)	0,8x	1,8x
ROE	5,7%	12,8%
ROA	3,2%	2,0%

Tổng quan Công ty

Được thành lập năm 2001, CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam (thị phần 8T CY2026 đạt 27,4%). Các sản phẩm khác bao gồm ống thép (thị phần 15,1%) và ống nhựa. HSG cũng vận hành mạng lưới phân phối bán lẻ trên toàn quốc với hơn 400 cửa hàng, trong đó có hơn 150 siêu thị Hoa Sen Home. Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/9. 'CY' là năm dương lịch, còn 'FY' là năm tài chính.

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	36.538	37.974	42.848	47.178
Doanh thu % YoY	-7,0%	3,9%	12,8%	10,1%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	735	689	847	1.040
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	43%	-6%	23%	23%
EPS cốt lõi** % YoY	-27%	83%	17%	26%
Biên LN gộp	12,4%	12,6%	12,7%	12,7%
Biên EBITDA	4,5%	5,4%	5,4%	5,3%
Biên LN từ HĐKD	2,0%	2,9%	3,0%	3,1%
Biên LN ròng	2,0%	1,8%	2,0%	2,2%
Dòng tiền tự do/doanh thu	3,2%	-2,3%	3,9%	3,1%
EV/EBITDA	9,5x	7,7x	6,7x	6,2x
P/E	12,6x	13,4x	10,9x	8,9x
P/B	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x
ROE	6,6%	5,9%	6,8%	7,9%

Nhu cầu trong nước vững vàng và xuất khẩu cải thiện hỗ trợ tăng trưởng NTC 2027

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) và điều chỉnh tăng 7% giá mục tiêu lên 11.100 đồng/cổ phiếu, so với giá mục tiêu đã điều chỉnh trước đó là 10.400 đồng/cổ phiếu.
- Việc nâng giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chuyển thời điểm định giá theo phương pháp CKDT sang cuối năm tài chính (NTC) 2027, dù dự báo lợi nhuận cốt lõi thấp hơn làm giảm một phần tác động tích cực này. Chúng tôi áp dụng WACC ở mức 14,4% (so với 14,3% trước đây) và duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 1,5%.
- Chúng tôi lần lượt điều chỉnh giảm 10%/24%/40%/34%/27% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi cho các NTC 2027/28/29/30/31, chủ yếu phản ánh giả định sản lượng xuất khẩu thấp hơn sau khi KQKD các kỳ trước thấp hơn kỳ vọng, cùng với chi phí lãi vay tăng trong bối cảnh chi phí vay duy trì ở mức cao.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Sản lượng bán hàng và chênh lệch giá đầu vào-đầu ra cao hơn kỳ vọng. **Rủi ro:** Các biện pháp hạn chế xuất khẩu bổ sung; áp lực cạnh tranh trong nước tăng trở lại; chi phí lãi vay cao hơn dự kiến.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận quý 4 của NTC 2026 sẽ giảm so với quý trước, trước khi phục hồi trong NTC 2027 nhờ sản lượng bán tăng trưởng. Chúng tôi dự báo biên LN gộp quý 4 sẽ trở về mức bình thường là 11,9%, từ 15,3% trong quý 3, khi lợi ích từ chênh lệch giữa giá bán thép tăng do diễn biến tại Trung Đông và giá vốn hàng tồn kho thấp dần thu hẹp. Đối với NTC 2027, chúng tôi dự báo LNST cốt lõi sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 18% YoY, nhờ đà tăng trưởng 9% của sản lượng bán thép (+7% tại thị trường nội địa / +15% tại thị trường xuất khẩu) và sự cải thiện nhẹ của biên lợi nhuận gộp. Sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp dự kiến đến từ đà phục hồi của giá thép cùng mức sử dụng công suất cao hơn, trong khi hoạt động xuất khẩu khởi sắc của toàn ngành sẽ làm giảm lượng hàng chuyển hướng về tiêu thụ trong nước, qua đó giúp giải tỏa bớt áp lực cạnh tranh trong nước và hỗ trợ biên lợi nhuận.

Các thị trường xuất khẩu thay thế giúp giảm bớt áp lực, nhưng đà phục hồi vẫn có thể bị cản trở bởi các rào cản thương mại mới. Sản lượng xuất khẩu của HSG đã sụt giảm mạnh trong năm dương lịch 2025 (NDL 2025) và quý 1 NDL 2026 khi các thị trường truyền thống (như Mỹ và EU) trở nên khó tiếp cận. Tuy nhiên, sản lượng bán hàng đã phục hồi trong những tháng gần đây, nhờ các cơ hội mới tại Brazil sau khi nước này áp thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với tôn mạ Trung Quốc vào tháng 2/2026. Tỷ trọng của Brazil trong cơ cấu xuất khẩu của HSG đã tăng từ ~2% trong 8T NDL 2025 lên ~25% trong 8T NDL 2026. Trong khi đó, việc Vương quốc Anh điều chỉnh hạn ngạch đã nâng hạn ngạch dành cho thép mạ kim loại Việt Nam thêm ~240%, qua đó tạo thêm dư địa xuất khẩu cho công ty. Dù vậy, Úc và Malaysia – hai thị trường chiếm tổng cộng ~35% sản lượng xuất khẩu của HSG trong 8T NDL 2026 – đều đã khởi xướng các cuộc điều tra CBPG đối với tôn mạ Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy rủi ro rằng các thị trường thay thế cuối cùng có thể áp đặt các biện pháp hạn chế khi xuất khẩu từ Việt Nam gia tăng, qua đó khiến áp lực lên thị trường nội địa gia tăng trở lại và nhiều khả năng sẽ khiến KQKD NTC 2027 thấp hơn dự báo của chúng tôi.

Hoa Sen Home (HSH) mở ra cơ hội tăng trưởng dài hạn bên cạnh mảng kinh doanh thép truyền thống. HSH đang phân phối các sản phẩm thép của HSG song song với các sản phẩm thương mại (gồm sản phẩm OEM mang thương hiệu riêng của HSG và sản phẩm của các thương hiệu bên thứ ba) thuộc ngành vật liệu xây dựng và nội thất, trong đó các sản phẩm thương mại mang lại biên lợi nhuận cao và ổn định hơn. HSH hướng tới mục tiêu trở thành chuỗi bán lẻ "một điểm đến" (one-stop) trên toàn quốc, đặt mục tiêu đạt ít nhất 300 siêu thị vào NDL 2030 (từ mức 165 siêu thị vào cuối NDL 2026) và nâng tỷ trọng đóng góp doanh thu từ sản phẩm thương mại lên 30% trong vòng 5 năm, từ mức ~10% hiện tại. Chúng tôi nhận thấy dư địa để HSH giành thêm thị phần từ các cửa hàng bán lẻ nhỏ lẻ nhờ danh mục sản phẩm có mức giá hợp lý so với chất lượng cùng lợi thế quy mô, được hỗ trợ thêm bởi xu hướng thuận lợi (yêu cầu siết chặt hơn về hóa đơn, nguồn gốc xuất xứ sản phẩm và tuân thủ thuế) vốn mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp quy mô lớn, chính quy như HSH. Chúng tôi nhận thấy xu hướng chính quy hóa tương tự đã và đang mang lại lợi ích cho các nhà bán lẻ quy mô lớn ở các ngành hàng khác tại Việt Nam. Dù vậy, chúng tôi vẫn chưa đưa phần lợi nhuận bổ sung từ đà mở rộng này vào mô hình dự báo, do còn chờ thêm các thông tin tài chính chi tiết hơn.

Triển vọng NTC 2026: Nhu cầu trong nước vững vàng và biên lợi nhuận cải thiện bù đắp cho xuất khẩu suy yếu trong phần lớn năm

Hình 1: Dự báo NTC 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	NTC 2025	Dự báo NTC 2026 trước đây	Dự báo NTC 2026 mới	Dự báo NTC 2026 mới s/v NTC 2025	Dự báo NTC 2026 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap
Sản lượng bán thép (nghìn tấn)	1.796	2.013	1.735	-3%	-14%	* Chúng tôi giảm dự báo sản lượng bán do xuất khẩu giảm mạnh hơn dự kiến, lấn át đà tăng trưởng vững vàng tại thị trường nội địa.
- Nội địa	1.127	1.210	1.205	7%	0%	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo do KQKD thực tế phù hợp với kỳ vọng.
- Xuất khẩu	670	804	529	-21%	-34%	* Chúng tôi giảm dự báo do KQKD thực tế kém khả quan trong bối cảnh các biện pháp hạn chế thương mại kéo dài hơn dự kiến. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng xuất khẩu sẽ tiếp tục phục hồi vào cuối NTC 2026 và trong NTC 2027.
Giá bán trung bình (ASP) thép (triệu đồng/tấn)	18,9	20,8	20,2	7%	-3%	* Chúng tôi dự báo giá bán trung bình sẽ tăng YoY chủ yếu do giá thép nhìn chung sẽ tăng trong bối cảnh nguồn cung bị gián đoạn do cuộc xung đột tại Trung Đông.
Doanh thu thuần	**36.538**	**44.259**	**37.974**	**4%**	**-14%**	
- Thép	33.988	41.853	35.046	3%	-16%	
- Khác	2.550	2.406	2.928	15%	22%	* Chúng tôi dự báo đà tăng trưởng chủ yếu sẽ đến từ mảng ống nhựa, với sản lượng bán tăng 10% YoY và giá bán trung bình tăng 7,5% YoY nhờ đợt tăng giá bán vào cuối tháng 3/đầu tháng 4. Vui lòng xem thêm *Báo cáo ngành nhựa PVC*, ngày 17/6/2026 của chúng tôi. * Chúng tôi tăng dự báo nhờ (1) sản lượng bán thực tế cao hơn kỳ vọng và (2) đợt tăng giá bán vào cuối tháng 3/đầu tháng 4 chưa được phản ánh trong dự báo trước đây.
Lợi nhuận gộp	4.520	4.932	4.778	6%	-3%	
Chi phí SG&A	-3.775	-4.138	-3.676	-3%	-11%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**745**	**794**	**1.102**	**48%**	**39%**	
Thu nhập/(chi phí) lãi ròng	-182	-135	-392	115%	190%	* Chúng tôi tăng dự báo chi phí lãi vay ròng do dư nợ vay và lãi suất vay cao hơn dự kiến. Chúng tôi dự báo dư nợ vay bình quân NTC 2026 đạt 5,5 nghìn tỷ đồng, so với mức 4,9 nghìn tỷ đồng trong NTC 2025. Chúng tôi dự báo lãi suất vay bình quân NTC 2026 sẽ ở mức 7,1%, so với mức 3,7% trong NTC 2025.
Lãi/(lỗ) tỷ giá ròng	188	0	57	-70%	N.M.	* Chúng tôi điều chỉnh dự báo dựa trên KQKD 9T NTC 2026.
Lợi nhuận ròng khác	74	39	74	0%	87%	
LNTT	825	698	840	2%	20%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**735**	**594**	**689**	**-6%**	**16%**	
LNST cốt lõi sau lợi ích CĐTS*	**353**	**560**	**622**	**76%**	**11%**	
Biên lợi nhuận gộp	12,4%	11,1%	12,6%			* Chúng tôi nâng dự báo biên lợi nhuận gộp do KQKD 9T khả quan, đặc biệt trong quý 3 khi giá thép bứt phá do gián đoạn nguồn cung liên quan đến xung đột tại Trung Đông. Biên LN gộp quý 3 và 9T NTC 2026 lần lượt đạt 15,3% và 12,9%. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận quý 4 sẽ trở về mức bình thường là 11,9% khi lợi ích từ hàng tồn kho giá thấp dần suy giảm.
Chi phí SG&A/Doanh thu	10,3%	9,4%	9,7%			* Chúng tôi dự báo chi phí SG&A/doanh thu sẽ giảm YoY chủ yếu do chi phí xuất khẩu giảm trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu yếu trong phần lớn NTC. Trong 9T, chi phí xuất khẩu đã giảm gần 40% YoY, trong khi sản lượng xuất khẩu giảm 35% YoY.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	2,0%	1,8%	2,9%			
Thuế suất hiệu lực	10,9%	15,0%	18,0%			* Chúng tôi tăng giả định thuế suất hiệu lực để phản ánh mức thuế suất cao hơn ghi nhận trong 9T NTC 2026. Trong quý 1, thuế suất hiệu lực đã ghi nhận ở mức cao bất thường là 35,3%.
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	2,0%	1,3%	1,8%			
Biên LNST cốt lõi sau lợi ích CĐTS*	1,0%	1,3%	1,6%			

Nguồn: HSG, dự báo của Vietcap. Chúng tôi lưu ý rằng NTC của HSG kết thúc ngày 30/9. *Lợi nhuận cốt lõi loại trừ (1) khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, (2) lãi/lỗ tỷ giá và (3) lãi/lỗ khác, được tính theo thuế suất hiệu lực.

Triển vọng NTC 2027: Tăng trưởng trong nước và xuất khẩu dần phục hồi từ nền thấp hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Hình 2: Dự báo NTC 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo NTC 2026 mới	Dự báo NTC 2027 trước đây	Dự báo NTC 2027 mới	Dự báo NTC 2027 mới s/v NTC 2026	Dự báo NTC 2027 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap
Sản lượng bán thép (nghìn tấn)	1.735	2.146	1.898	9%	-12%	* Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trong nước tiếp tục tăng trưởng và xuất khẩu dần phục hồi sẽ hỗ trợ sản lượng bán. Việc hạ dự báo chủ yếu phản ánh mức nền sản lượng xuất khẩu thấp hơn.
- Nội địa	1.205	1.294	1.290	7%	0%	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo do KQKD thực tế hiện bám sát kỳ vọng.
- Xuất khẩu	529	852	608	15%	-29%	* Chúng tôi cho rằng sản lượng xuất khẩu đã chạm đáy trong NTC 2026, khi tác động của các biện pháp hạn chế thương mại tại các thị trường lớn, đặc biệt là Mỹ và EU, về cơ bản đã được phản ánh vào mức nền thấp. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ phục hồi dần trong NTC 2027 nhờ các cơ hội tại Brazil và Anh. Tuy nhiên, rủi ro từ các biện pháp hạn chế thương mại mới vẫn còn (vui lòng xem phân tích chi tiết bên dưới). * Điều chỉnh giảm dự báo do mức nền NTC 2026 thấp hơn.
Giá bán trung bình (ASP) thép (triệu đồng/tấn)	20,2	21,6	20,9	3%	-3%	
Doanh thu thuần	**37.974**	**48.815**	**42.848**	**13%**	**-12%**	
- Thép	35.046	46.268	39.666	13%	-14%	
- Khác	2.928	2.547	3.182	9%	25%	
Lợi nhuận gộp	4.778	5.605	5.446	14%	-3%	
Chi phí SG&A	-3.676	-4.491	-4.180	14%	-7%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**1.102**	**1.114**	**1.266**	**15%**	**14%**	
Thu nhập/(chi phí) lãi ròng	-392	-154	-386	-2%	150%	* Chúng tôi tăng dự báo chi phí lãi vay ròng do mức nền NTC 2026 cao hơn.
Lãi/(lỗ) tỷ giá ròng	57	0	43	-25%	N.M.	
Lợi nhuận ròng khác	74	39	74	0%	87%	
LNTT	840	999	997	19%	0%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**689**	**849**	**847**	**23%**	**0%**	
LNST cốt lõi sau lợi ích CĐTS*	**622**	**815**	**731**	**18%**	**-10%**	
Biên lợi nhuận gộp	12,6%	11,5%	12,7%			* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện YoY nhờ (1) giá thép tiếp tục phục hồi và (2) mức sử dụng công suất tăng khi sản lượng bán phục hồi. Cơ hội xuất khẩu cải thiện cũng có thể giảm lượng hàng chuyển hướng về thị trường trong nước, qua đó giảm áp lực cạnh tranh và hỗ trợ giá bán trung bình cũng như biên lợi nhuận.
Chi phí SG&A/Doanh thu	9,7%	9,2%	9,8%			* Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ tăng nhẹ khi xuất khẩu phục hồi. * Chúng tôi tăng dự báo tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu do mức nền NTC 2026 cao hơn.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	2,9%	2,3%	3,0%			
Thuế suất hiệu lực	18,0%	15,0%	15,0%			* Chúng tôi giả định thuế suất hiệu lực trở về mức dự báo trước đây, sau khi đã ghi nhận mức cao bất thường là 35,3% trong quý 1 NTC 2026.
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	1,8%	1,7%	2,0%			
Biên LNST cốt lõi sau lợi ích CĐTS*	1,6%	1,7%	1,7%			

Nguồn: HSG, dự báo của Vietcap. Chúng tôi lưu ý rằng NTC của HSG kết thúc ngày 30/9. *Lợi nhuận cốt lõi loại trừ (1) khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, (2) lãi/lỗ tỷ giá và (3) lãi/lỗ khác, được tính theo thuế suất hiệu lực.

Hoa Sen Home (HSH): Mở rộng sang bán lẻ vật liệu xây dựng và nội thất

Ra mắt năm 2021, Hoa Sen Home (HSH) là chuỗi bán lẻ vật liệu xây dựng của HSG, kinh doanh các sản phẩm truyền thống của tập đoàn cùng nhiều mặt hàng vật liệu xây dựng và nội thất bổ trợ. Ngày 5/1/2026, HSH chính thức được thành lập dưới hình thức công ty con riêng, với vốn điều lệ ban đầu 1 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ sở hữu của HSG là 99%. Đây là dấu mốc khởi đầu cho giai đoạn mở rộng bài bản hơn. Tuy nhiên, HSG chưa công bố thông tin tài chính chi tiết của HSH.

Định vị và cơ cấu sản phẩm

HSH hướng tới đáp ứng nhu cầu xây dựng và cải tạo nhà tại một điểm mua sắm. Tại sự kiện Vietnam Access Day (VAD) 2026 của chúng tôi, ban lãnh đạo ước tính HSH có thể cung cấp ~70-80% vật liệu cần thiết để xây một ngôi nhà và đặt mục tiêu dài hạn đáp ứng toàn bộ nhu cầu này. Danh mục sản phẩm trải từ vật liệu kết cấu đến sản phẩm hoàn thiện, giúp khách hàng có thể mua nhiều mặt hàng trong cùng một nơi, theo đúng định hướng one-stop shop.

Danh mục sản phẩm của HSH gồm **(1)** các sản phẩm truyền thống của HSG như tôn mạ kẽm, ống thép và ống nhựa; và **(2)** hàng thương mại, gồm sản phẩm gia công theo đơn đặt hàng (OEM) mang thương hiệu riêng, được sản xuất tại các thị trường như Trung Quốc và Ấn Độ, cùng sản phẩm của các thương hiệu quốc tế như TOTO, Siemens, Häfele và Bosch. Đến nay, HSH đã công bố danh mục hơn 15.000 mã sản phẩm và 11 thương hiệu phân phối độc quyền, bao gồm gạch ốp lát, thiết bị vệ sinh, thiết bị bếp, sơn, thiết bị điện và các vật liệu xây dựng khác.

Danh mục sản phẩm của HSH trải rộng ở nhiều phân khúc giá, chủ yếu là dải sản phẩm có mức giá hợp lý, bên cạnh một số mặt hàng cao cấp nhằm thu hút khách hàng và củng cố thương hiệu. Theo chia sẻ của công ty tại VAD, sản phẩm truyền thống của HSG chiếm ~90% doanh thu, phần còn lại đến từ hàng thương mại. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu điều chỉnh cơ cấu doanh thu này thành 70%/30% trong vòng 5 năm khi mở rộng các nhóm hàng thương mại. Ban lãnh đạo kỳ vọng nhóm hàng này, đặc biệt là sản phẩm OEM mang thương hiệu riêng, sẽ có biên lợi nhuận cao và ổn định hơn so với thép truyền thống.

Mạng lưới cửa hàng và kế hoạch mở rộng

HSH mở rộng bằng cả việc chuyển đổi cửa hàng hiện hữu và mở mới. Tại VAD, công ty cho biết hệ thống có 397 cửa hàng, trong đó có 143 siêu thị HSH. Theo thông báo tháng 9/2026 của HSG, mạng lưới đã có hơn 400 cửa hàng, gồm hơn 150 siêu thị hiện đại. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu đạt 165 siêu thị trong năm 2026 và ít nhất 300 siêu thị vào năm 2030, tương ứng bổ sung hơn 30 cửa hàng HSH mỗi năm.

HSH vận hành ba mô hình cửa hàng: (1) Cửa hàng chủ lực: Diện tích 1.000-3.000 m2, đặt tại các thành phố lớn, tập trung xây dựng hình ảnh thương hiệu. **(2) Cửa hàng loại 1**: Diện tích 3.000-5.000 m2, đặt tại các thành phố và tỉnh, phục vụ bán hàng và lưu kho với khối lượng lớn. **(3) Cửa hàng loại 2**: Diện tích 1.000-3.000 m2, đặt tại khu vực nông thôn, chủ yếu phục vụ bán hàng.

Bối cảnh cạnh tranh và động lực tăng trưởng

Theo ban lãnh đạo, đối thủ chính của HSH là các cửa hàng vật liệu xây dựng nhỏ lẻ, thay vì các nhà sản xuất chuyên về một nhóm sản phẩm. Ban lãnh đạo so sánh mô hình cung cấp nhiều nhóm hàng tại một điểm mua sắm của HSH với mô hình kinh doanh chuyên biệt của Tổng Công ty Viglacera - CTCP (VGC) và CTCP Gỗ An Cường (ACG). Chúng tôi cho rằng lợi thế của HSH nằm ở danh mục sản phẩm đa dạng, mạng lưới phân phối toàn quốc, năng lực tìm nguồn hàng và uy tín thương hiệu HSG.

Nhà thầu có ảnh hưởng lớn đến quyết định mua vật liệu xây dựng tại Việt Nam và thường gắn bó lâu dài với nhà cung cấp địa phương. Chủ nhà thường dựa vào nhà thầu để lựa chọn và mua vật liệu. Vì vậy, danh mục sản phẩm đa dạng chưa đủ để một mô hình bán lẻ mới nhanh chóng thu hút khách hàng. Để mở rộng quy mô, HSH cần từng bước thay đổi thói quen mua sắm của chủ nhà hoặc thu hút nhà thầu mua trực tiếp qua hệ thống bán hàng của mình.

Các yêu cầu chặt chẽ hơn về hóa đơn, nguồn gốc hàng hóa và thuế có thể tạo lợi thế dài hạn cho những nhà phân phối kinh doanh bài bản. Theo ban lãnh đạo, HSH có thể hưởng lợi khi nhà thầu mua trực tiếp hoặc khi chuỗi trở thành nhà phân phối chính thức cho các cửa hàng nhỏ chưa đủ khả năng tự đáp ứng những yêu cầu này. Chúng tôi nhận thấy xu hướng chuyển sang các kênh kinh doanh chính quy đã hỗ trợ những chuỗi bán lẻ lớn ở các ngành hàng khác tại Việt Nam. Tuy nhiên, quá trình dịch chuyển thị phần sẽ diễn ra từng bước, thay vì ngay lập tức.

Quan điểm của chúng tôi về HSH

Chúng tôi cho rằng HSH có tiềm năng đóng góp nguồn lợi nhuận tăng trưởng nhanh hơn và ổn định hơn cho HSG trong trung và dài hạn. Động lực đến từ danh mục sản phẩm đa dạng, xu hướng chuyển sang các kênh bán lẻ chính quy và mức giá hợp lý so với chất lượng. Qua chuyến thăm cửa hàng chủ lực vào tháng 3, chúng tôi nhận thấy sản phẩm OEM của HSH có sức cạnh tranh về cả chất lượng lẫn giá bán. Tỷ trọng đóng góp cao hơn từ nhóm hàng này có thể nâng cao hiệu quả kinh doanh của mạng lưới phân phối hiện hữu, đồng thời giảm dần sự phụ thuộc của HSG vào chu kỳ ngành thép.

Tuy nhiên, việc mở rộng vẫn đối mặt với rủi ro, đặc biệt là việc giúp khách hàng làm quen với mô hình, thu hút nhà thầu mua hàng và đáp ứng nhu cầu đầu tư ban đầu. HSH cần đầu tư vào hàng tồn kho, tiếp thị, nhân sự và logistics trước khi doanh thu đạt quy mô đủ lớn. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cải thiện từng bước. Cải thiện cơ cấu sản phẩm và hiệu quả kinh doanh từng cửa hàng sẽ quan trọng hơn việc chỉ tăng số lượng cửa hàng.

Chúng tôi chưa tính đến lợi nhuận tăng thêm hay phần bù định giá từ việc mở rộng HSH, trong khi chờ công ty công bố thông tin tài chính chi tiết hơn.

Xuất khẩu phục hồi từ nền thấp, rủi ro thương mại vẫn hiện hữu

Các thị trường thay thế đang hỗ trợ xuất khẩu trong bối cảnh các thị trường truyền thống tiếp tục khó khăn. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng xuất khẩu tôn mạ kẽm của HSG giảm 43% YoY trong năm dương lịch 2025 và giảm tiếp 33% YoY trong quý 1/2026. Tính theo NTC của HSG, sản lượng xuất khẩu giảm 30% YoY trong NTC 2025 và 35% YoY trong 9T NTC 2026. Tuy nhiên, xuất khẩu bắt đầu phục hồi từ nền thấp trong quý 2/2026, tương ứng quý 3 NTC 2026. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp diễn trong NTC 2027 nhờ cơ hội tại Brazil và Anh. Malaysia và Úc vẫn là những thị trường quan trọng, nhưng đang tiến hành điều tra phòng vệ thương mại. Xuất khẩu toàn ngành cải thiện có thể giảm áp lực cạnh tranh trong nước, nơi nguồn cung đang dư thừa. Dù vậy, các rào cản thương mại mới có thể cản trở đà phục hồi.

Thị trường truyền thống: Rào cản tiếp cận tiếp tục gia tăng

Thuế cao khiến xuất khẩu sang Mỹ khó phục hồi trên diện rộng. Theo dữ liệu hải quan, Mỹ chiếm ~14% cơ cấu xuất khẩu ước tính của HSG trong năm dương lịch 2024, trước khi giảm xuống mức không đáng kể trong năm 2025 do các cuộc điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp (CBPG/CTC) khởi xướng vào tháng 9/2024. Thuế theo Mục 232 đối với thép nhập khẩu tăng từ 25% lên 50% vào tháng 6/2025. Lệnh áp thuế CBPG tháng 12/2025 quy định mức thuế 110,19% đối với các sản phẩm thép chống ăn mòn của HSG thuộc diện điều tra, cộng thêm thuế Mục 232 ở mức 50%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng khả năng tiếp cận thị trường Mỹ sẽ tiếp tục bị hạn chế đáng kể.

EU tiếp tục siết nhập khẩu thép, hạn chế cơ hội phục hồi xuất khẩu. Tỷ trọng EU trong cơ cấu xuất khẩu ước tính của HSG giảm từ ~40% trong 8T năm dương lịch 2025 xuống 17% trong 8T năm 2026 do các rào cản thương mại. Từ tháng 7/2026, EU tăng thuế ngoài hạn ngạch từ 25% lên 50%, đồng thời giảm ~33% hạn ngạch hằng năm trên toàn EU đối với thép mạ kim loại Nhóm 4A so với kỳ hạn ngạch trước. Việt Nam có vị thế tương đối thuận lợi hơn các nước khác: hạn ngạch riêng mới được phân bổ nhìn chung tương đương lượng tối đa mà Việt Nam có thể tiếp cận theo lý thuyết trong cơ chế hạn ngạch dư chung trước đây. Tuy nhiên, EU vẫn có xu hướng tăng bảo hộ ngành

thép. Từ năm dương lịch 2026, các nghĩa vụ tài chính theo Cơ chế Điều chỉnh Biên giới Carbon (CBAM) còn làm tăng chi phí carbon và yêu cầu tuân thủ đối với hàng nhập khẩu. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng EU là động lực chính cho đà phục hồi xuất khẩu của HSG nói riêng hay ngành thép Việt Nam nói chung.

Thị trường thay thế: Malaysia và Úc tiếp tục giữ vai trò quan trọng

Malaysia duy trì vai trò quan trọng, trong khi đóng góp của Úc tăng lên. Tỷ trọng Malaysia trong cơ cấu xuất khẩu ước tính của HSG tăng từ ~18% trong năm dương lịch 2024 lên 30% trong năm 2025. Mức tăng này chủ yếu do xuất khẩu sang các thị trường khác giảm mạnh hơn, không phải do sản lượng sang Malaysia tăng. Tỷ trọng Malaysia tương đối ổn định, lần lượt ở mức ~25% và 24% trong 8T năm 2025 và 8T năm 2026. Cùng kỳ, tỷ trọng Úc tăng từ ~5% lên 11% nhờ sản lượng xuất khẩu sang thị trường này tăng. Hai thị trường vẫn đóng vai trò quan trọng với HSG, nhưng các cuộc điều tra phòng vệ thương mại đang diễn ra có thể hạn chế đóng góp vào tăng trưởng trong tương lai, như phân tích bên dưới.

Cơ hội mới: Brazil và triển vọng mở rộng tại Anh

Brazil dần trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhờ lợi thế thuế so với thép Trung Quốc. Tỷ trọng Brazil trong cơ cấu xuất khẩu ước tính của HSG tăng từ ~2% trong 8T năm dương lịch 2025 lên ~25% trong 8T năm 2026. Brazil vì vậy trở thành một trong những thị trường xuất khẩu lớn nhất của HSG, cùng với Malaysia trong giai đoạn này. Động lực đến từ việc Brazil áp thuế CBPG đối với thép mạ Trung Quốc vào tháng 2/2026, với mức 285-710 USD/tấn cho thép mạ kim loại và 329-597 USD/tấn cho thép sơn phủ màu. Thép Việt Nam không thuộc diện chịu các mức thuế này nên có lợi thế cạnh tranh hơn so với các nhà cung cấp Trung Quốc bị ảnh hưởng. Chúng tôi cho rằng Brazil còn dư địa hỗ trợ xuất khẩu của HSG, dù cơ hội này cũng mở ra cho các nước khác.

Việc Anh tăng hạn ngạch mở ra thêm cơ hội xuất khẩu. Từ tháng 7/2026, Anh tăng hạn ngạch hằng năm cho thép mạ kim loại Việt Nam từ mức tối đa ~51.000 tấn trong cơ chế hạn ngạch dư chung lên hạn ngạch riêng ~174.400 tấn, tăng ~240%. Thuế ngoài hạn ngạch ở mức 50%. Anh chiếm dưới 1% cơ cấu xuất khẩu ước tính của HSG trong 8T năm dương lịch 2026, so với ~3% cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, số liệu 8T chưa phản ánh đầy đủ lợi ích tiềm năng do hạn ngạch mới chỉ có hiệu lực từ tháng 7. Chúng tôi đánh giá đây là cơ hội hỗ trợ xuất khẩu phục hồi, nhưng mức đóng góp thực tế phụ thuộc vào khả năng giành và thực hiện đơn hàng của HSG.

Hình 3: Hạn ngạch nhập khẩu thép mạ kim loại của Anh (tấn)

Giai đoạn	Hạn ngạch dư chung trước đây (tháng 7/2025 - tháng 6/2026)		Hạn ngạch riêng mới dành cho Việt Nam (tháng 7/2026 - tháng 6/2027)
	Tổng hạn ngạch dư	Tối đa cho Việt Nam (tối đa 15% tổng hạn ngạch dư)	
Quý 1: tháng 7 - 9	85.595	12.839	43.591
Quý 2: tháng 10 - 12	85.595	12.839	43.591
Quý 3: tháng 1 - 3	83.735	12.560	43.591
Quý 4: tháng 4 - 6	84.665	12.700	43.594
Tổng	**339.590**	**50.938**	**174.367**
Thuế ngoài hạn ngạch	**25%**	**25%**	**50%**

Nguồn: Chính phủ Anh, Vietcap tổng hợp

Tác động đối với HSG: Xuất khẩu phục hồi hỗ trợ lợi nhuận, nhưng rủi ro thương mại vẫn hiện hữu

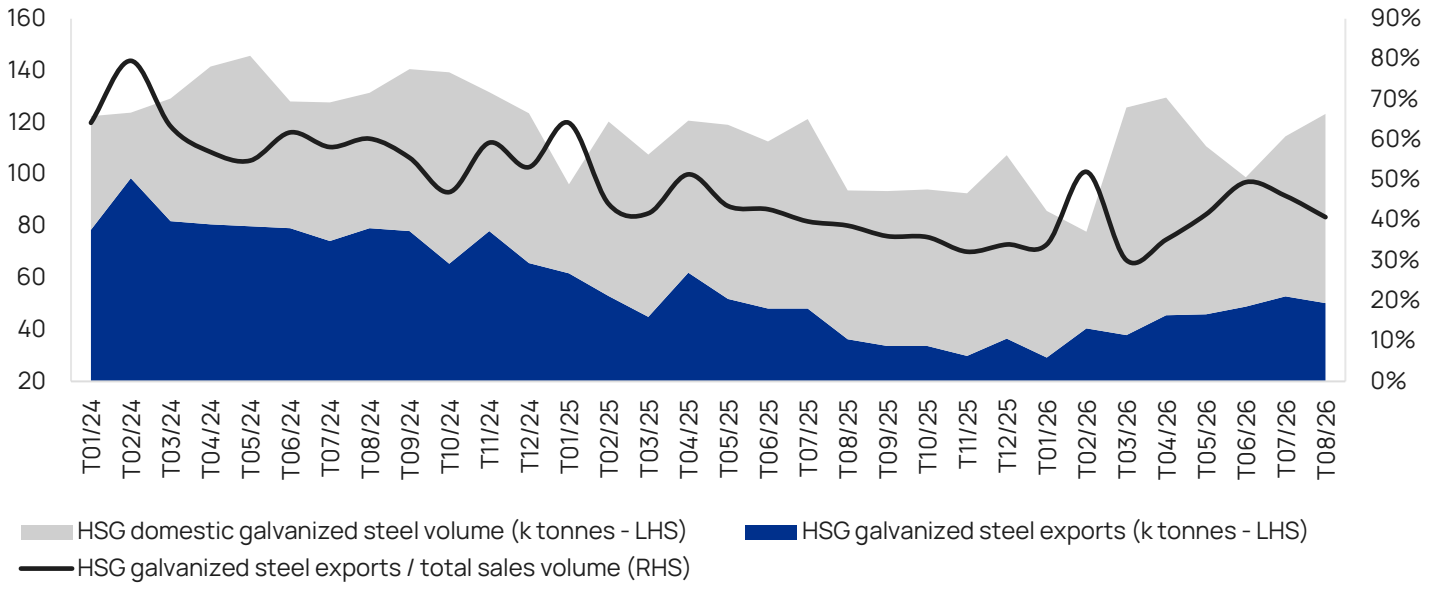
Xuất khẩu phục hồi có thể cải thiện lợi nhuận từ xuất khẩu và biên lợi nhuận tại thị trường trong nước của HSG. Trong bối cảnh ngành tôn mạ kẽm Việt Nam dư cung, xuất khẩu toàn ngành tăng sẽ giúp nâng mức sử dụng công suất nhà máy và giảm lượng hàng phải chuyển về tiêu thụ

trong nước. Áp lực cạnh tranh nhờ đó giảm bớt, mang lại lợi ích không chỉ cho các doanh nghiệp thiên về xuất khẩu như CTCP Tập đoàn Thép Nam Kim (NKG). Với vị thế dẫn đầu thị trường trong nước và mạng lưới bán lẻ rộng khắp, HSG có thể hưởng lợi từ việc cải thiện biên lợi nhuận nội địa, bên cạnh sự phục hồi của xuất khẩu. Tuy nhiên, mở rộng đầu ra xuất khẩu chỉ giúp giảm áp lực dư cung, chưa giải quyết được tình trạng mất cân đối cung cầu mang tính cơ cấu của ngành.

Chúng tôi vẫn thận trọng về tính bền vững của đà phục hồi xuất khẩu khi các nước gia tăng bảo hộ ngành thép. Những diễn biến gần đây cho thấy khi một thị trường dựng thêm rào cản thương mại, doanh nghiệp xuất khẩu chuyển sang các thị trường khác và tiếp tục cạnh tranh gay gắt với thép Trung Quốc. Việc các thị trường này áp thuế đối với thép Trung Quốc có thể tạo cơ hội cho nhà cung cấp Việt Nam. Tuy nhiên, nếu lượng hàng từ Việt Nam tăng mạnh, chúng tôi cho rằng các nước nhập khẩu cũng có thể khởi xướng điều tra phòng vệ thương mại đối với thép Việt Nam. Vì vậy, những cơ hội xuất khẩu mới có thể chỉ đem lại lợi ích trong ngắn hạn, thay vì trở thành giải pháp lâu dài cho tình trạng dư cung của ngành.

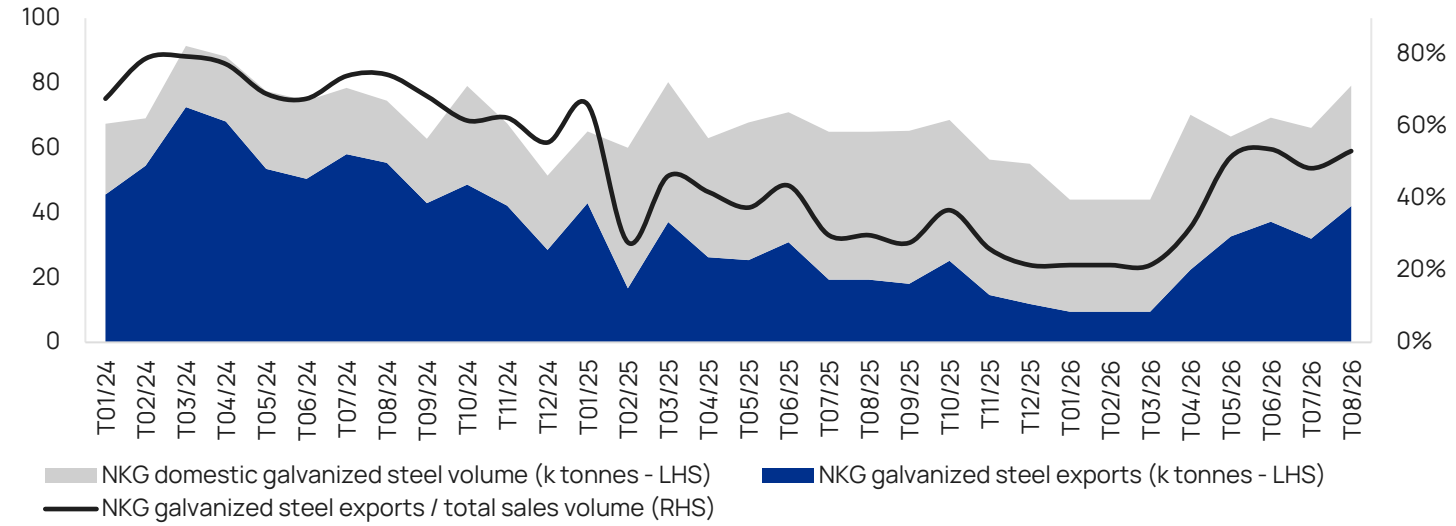
Các cuộc điều tra tại Malaysia và Úc cho thấy rõ rủi ro này. Tháng 7/2026, Malaysia khởi xướng điều tra CBPG đối với thép mạ nhôm kẽm (GL) từ Việt Nam, Trung Quốc và Đài Loan. Kết luận sơ bộ và cuối cùng dự kiến lần lượt được công bố vào ngày 14/11/2026 và 12/3/2027. Tại Úc, cuộc điều tra CBPG đối với thép mạ kẽm (GI) theo Vụ việc 706 được khởi xướng vào tháng 6/2026, sau đơn kiện của BlueScope Steel. Các doanh nghiệp hiện thuộc diện điều tra gồm HSG và NKG của Việt Nam, cùng Dongkuk Coated Metal và POSCO của Hàn Quốc. Vụ việc đối với Dongkuk Steel Mill đã chấm dứt vào tháng 9/2026. Theo quyết định gia hạn tháng 10/2026, báo cáo về các dữ kiện thiết yếu (Statement of Essential Facts) dự kiến được công bố chậm nhất vào ngày 5/3/2027; báo cáo cuối cùng và khuyến nghị gửi Bộ trưởng dự kiến hoàn tất chậm nhất vào ngày 19/4/2027. Việc điều tra không đồng nghĩa chắc chắn sẽ áp thuế mới. Tác động thực tế còn phụ thuộc vào phạm vi sản phẩm và mức thuế áp dụng cho từng doanh nghiệp so với các nhà cung cấp cạnh tranh. Dù vậy, các vụ việc này cho thấy nguy cơ các thị trường xuất khẩu thay thế cũng siết nhập khẩu. Chúng tôi tiếp tục dự báo xuất khẩu của HSG phục hồi dần từ nền thấp trong NTC 2027. Tuy nhiên, nếu các biện pháp mới làm giảm đáng kể sức cạnh tranh của HSG, kết quả có thể thấp hơn dự báo do sản lượng xuất khẩu giảm, đồng thời áp lực lên giá bán và biên lợi nhuận trong nước gia tăng trở lại.

Hình 4: Cơ cấu sản lượng bán tôn mạ kẽm của HSG



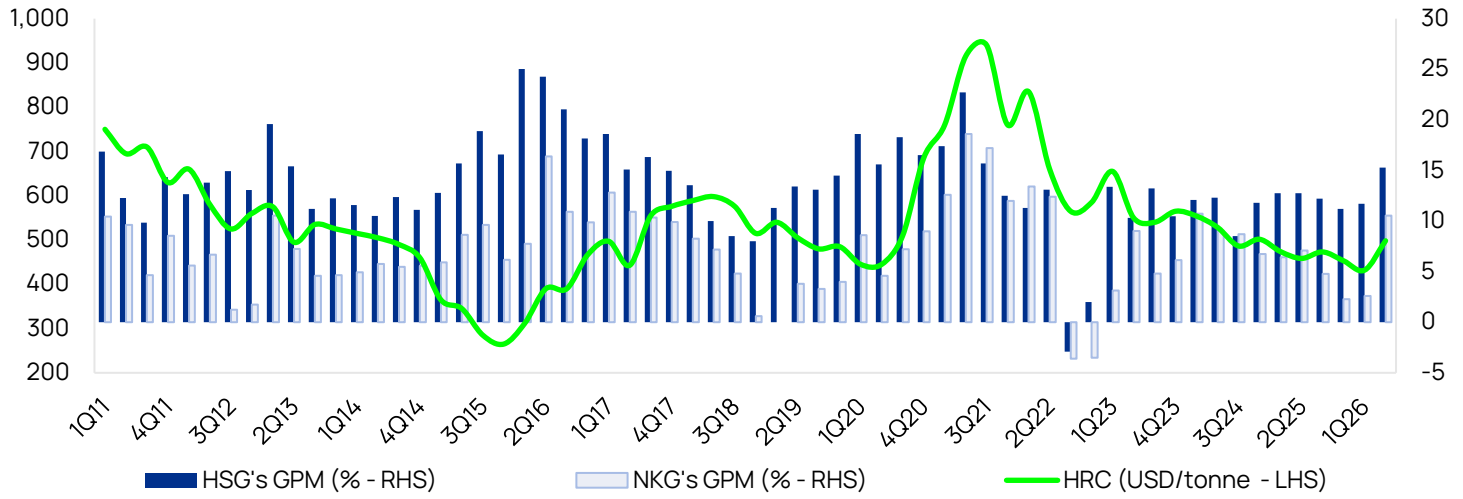
Nguồn: VSA, Vietcap.

Hình 5: Cơ cấu sản lượng bán tôn mạ kẽm của NKG



Nguồn: VSA, Vietcap.

Hình 4: Diễn biến giá HRC so với biên lợi nhuận gộp theo quý của HSG và NKG



Nguồn: Bloomberg, số liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: NTC của HSG kết thúc vào ngày 30/9. Số liệu trong biểu đồ được trình bày theo năm dương lịch để đảm bảo tính nhất quán.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp CKDT 5 năm và nâng giá mục tiêu của HSG thêm ~7% lên 11.100 đồng/cổ phiếu. Mức tăng chủ yếu đến từ việc chuyển thời điểm định giá sang cuối NTC 2027, dù dự báo lợi nhuận cốt lõi thấp hơn làm giảm một phần tác động tích cực này. Chúng tôi điều chỉnh WACC từ 14,3% lên 14,4% và giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 1,5%. WACC tăng chủ yếu do giả định lãi suất phi rủi ro được nâng lên 7%, phù hợp với bộ giả định chung mới nhất của chúng tôi. Tác động này được bù đắp một phần bởi việc giảm giả định chi phí nợ vay xuống 7% để phản ánh sát hơn lãi suất vay bình quân trong giai đoạn dự báo.

Hình 5: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
CKDT	11.100	100%	11.100
Giá mục tiêu			**11.100**
P/E dự phóng và P/E cốt lõi dự phóng NTC 2026 tại giá mục tiêu			13,6x / 15,1x
P/E dự phóng và P/E cốt lõi dự phóng NTC 2027 tại giá mục tiêu			11,0x / 12,9x
P/E dự phóng và P/E cốt lõi dự phóng NTC 2028 tại giá mục tiêu			9,0x / 10,2x

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp CKDT 5 năm và tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 1,5%.

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F
LN từ HĐKD	**1.102**	**1.266**	**1.440**	**1.633**	**2.406**	**3.031**
- Thuế	-165	-190	-216	-245	-361	-455
+ Khấu hao	931	1.047	1.081	1.114	586	300
- Vốn đầu tư XDCB	-2.446	-500	-500	-500	-600	-600
- Tăng vốn lưu động	-286	39	-336	-168	-217	-137
Dòng tiền tự do (DTTD) không đòn bẩy	**-865**	**1.662**	**1.469**	**1.835**	**1.814**	**2.139**
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		1.453	1.123	1.227	1.061	1.094
Tổng GTHT của DTTD		**1.453**	**2.577**	**3.804**	**4.865**	**5.959**

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,5	1,5
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Lãi suất phi rủi ro %	6,0	7,0
Chi phí VCSH %	18,0	19,0
Chi phí nợ vay %	8,0	7,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Tỷ lệ nợ vay/vốn %	32,9	35,6
WACC %	**14,3**	**14,4**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn %	1,5	1,5

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	5.959
GTHT của GTC	8.028
GTHT của DTTD và GTC	**13.987**
Cộng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	1.611
Trừ: Nợ vay	6.639
Giá trị VCSH	**8.959**
SL cổ phiếu pha loãng (triệu)	807
Giá trị CKDT mỗi cổ phiếu (đồng)	**11.100**

Nguồn: Vietcap

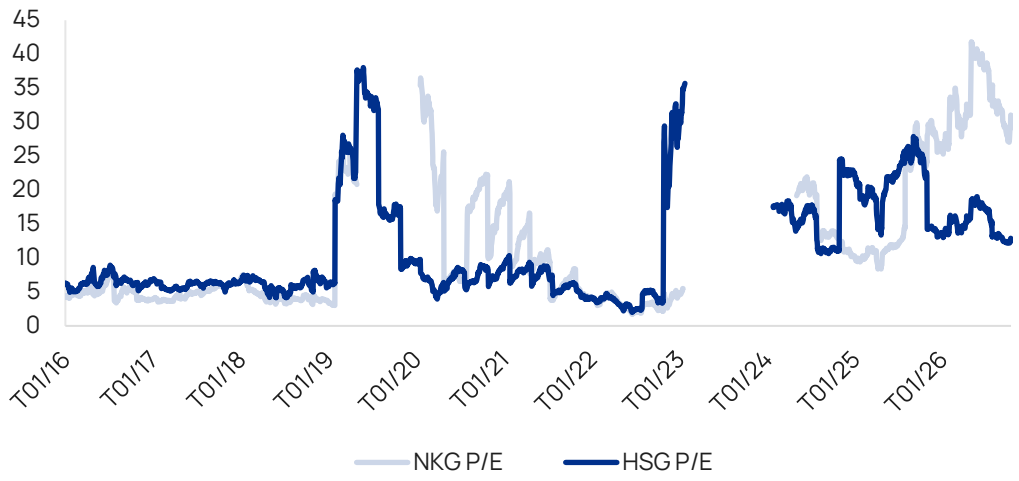
Vốn đầu tư XDCB trong NTC 2026 ở mức cao chủ yếu do hoạt động nâng cấp nhà máy, mua sắm máy móc, thiết bị và đầu tư liên quan đến đất đai. Trong 9T NTC 2026, HSG đã chi 2,26 nghìn tỷ đồng cho XDCB. Các biến động chính trên bảng cân đối kế toán gồm: (1) chi phí XDCB dở dang (CIP) tại các nhà máy Phú Mỹ tăng ~500 tỷ đồng; (2) khoản ứng trước mua đất tăng ~650 tỷ đồng; và (3) tài sản cố định tăng nhờ ~650 tỷ đồng chuyển từ CIP khi công trình hoàn thành và ~260 tỷ đồng đầu tư trực tiếp, bên cạnh các khoản đầu tư XDCB nhỏ hơn khác. Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB cả NTC 2026 đạt 2,45 nghìn tỷ đồng, sau đó trở về mức đầu tư bảo trì 500–600 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn NTC 2027–31.

Hình 9: Độ nhạy của giá mục tiêu HSG (đồng/cổ phiếu) theo WACC và giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn trong mô hình CKDT, với các yếu tố khác không đổi

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	WACC						
	12,9%	13,4%	13,9%	**14,4%**	14,9%	15,4%	15,9%
0,0%	11.900	11.200	10.500	9.900	9.400	8.800	8.300
0,5%	12.400	11.600	10.900	10.300	9.700	9.100	8.600
1,0%	12.900	12.100	11.400	10.700	10.000	9.500	8.900
1,5%	13.500	12.600	11.800	**11.100**	10.400	9.800	9.200
2,0%	14.100	13.200	12.300	11.500	10.800	10.200	9.600
2,5%	14.700	13.800	12.900	12.000	11.300	10.600	9.900
3,0%	15.500	14.400	13.400	12.600	11.800	11.000	10.300

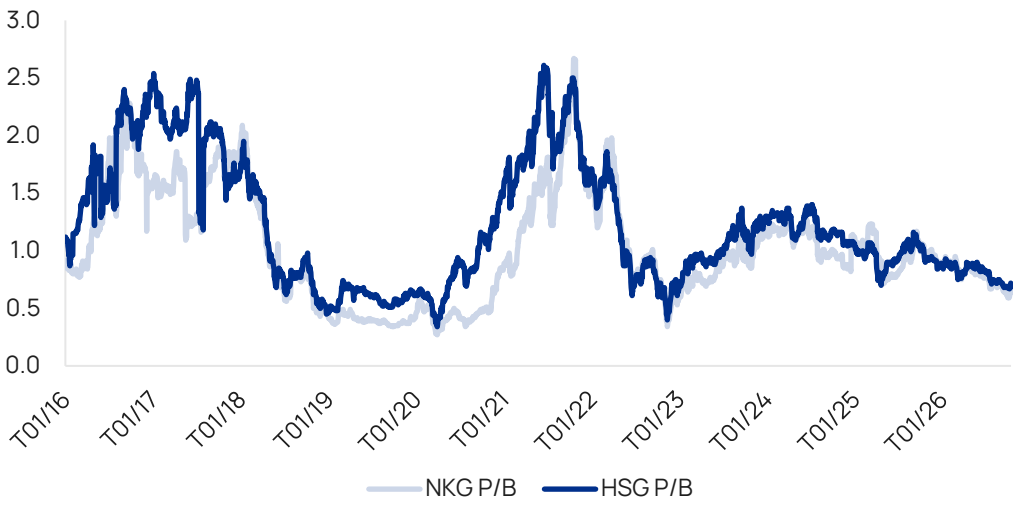
Nguồn: Vietcap

Hình 7: P/E trượt (TTM) của HSG và NKG



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Để dễ quan sát hơn, chúng tôi loại trừ các giai đoạn lợi nhuận chịu áp lực khi P/E vượt 50 lần hoặc âm.

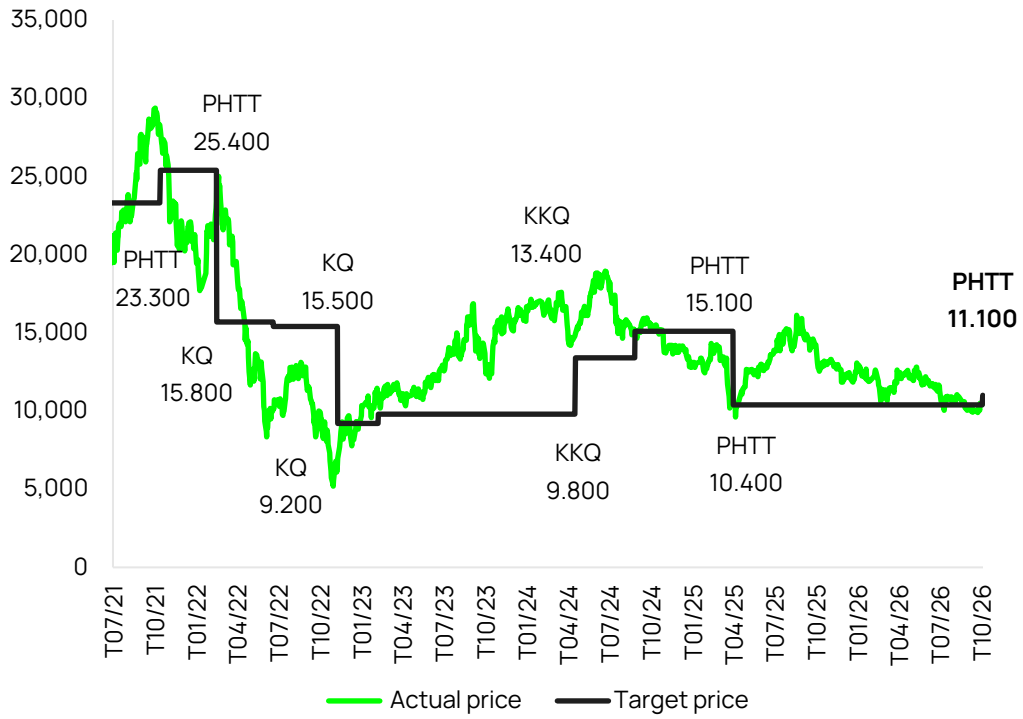
Hình 8: P/B theo quý gần nhất (LQ) của HSG và NKG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến Khuyến nghị

Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (giá mục tiêu lịch sử được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu	**36.538**	**37.974**	**42.848**	**47.178**
Giá vốn hàng bán	-32.018	-33.196	-37.402	-41.170
Lợi nhuận gộp	**4.520**	**4.778**	**5.446**	**6.007**
Chi phí bán hàng	-3.109	-3.041	-3.474	-3.802
Chi phí quản lý DN	-666	-635	-706	-765
LN thuần HĐKD	**745**	**1.102**	**1.266**	**1.440**
Thu nhập tài chính	281	103	95	105
Chi phí tài chính	-272	-437	-437	-394
- Trong đó: Chi phí lãi vay	-185	-398	-393	-346
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	71	72	72	72
LNTT	**825**	**840**	**997**	**1.223**
Thuế TNDN	-90	-151	-150	-183
LNST trước lợi ích CĐTS	**735**	**689**	**847**	**1.040**
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	**735**	**689**	**847**	**1.040**
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	**353**	**622**	**731**	**919**
EBITDA	1.649	2.032	2.313	2.521
EPS báo cáo, VND	874	819	1.007	1.236
EPS cốt lõi, VND*	401	736	863	1.087
EPS pha loãng, VND	874	819	1.007	1.236
DPS báo cáo, VND	0	0	0	500
DPS/EPS báo cáo (%)	0%	0%	0%	40%

TỶ LỆ	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7%	4%	13%	10%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	76%	48%	15%	14%
Tăng trưởng LNTT	50%	2%	19%	23%
Tăng trưởng EPS báo cáo	42%	-6%	23%	23%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	12,4%	12,6%	12,7%	12,7%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	2,0%	2,9%	3,0%	3,1%
Biên EBITDA	4,5%	5,4%	5,4%	5,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	2,0%	1,8%	2,0%	2,2%
ROE	6,6%	5,9%	6,8%	7,9%
ROA	3,8%	3,3%	3,8%	4,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	102,1	93,3	87,7	84,7
Số ngày phải thu	19,4	16,5	15,7	15,0
Số ngày phải trả	25,0	23,7	23,5	23,8
TG luân chuyển tiền	96,5	86,0	79,8	75,9
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,3	1,5	1,6
CS thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,5	0,6
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	23,2%	29,8%	24,6%	21,1%
Nợ/Vốn sử dụng	28,0%	35,6%	30,5%	26,9%
Nợ ròng/VCSH	35,1%	41,9%	28,3%	20,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	5,5	3,1	3,6	4,6

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Tiền và tương đương	428	1.611	1.982	2.151
Đầu tư TC ngắn hạn	88	0	0	0
Các khoản phải thu	1.603	1.823	1.867	2.017
Hàng tồn kho	8.204	8.766	9.199	9.915
TS ngắn hạn khác	1.393	1.352	1.515	1.657
Tổng TS ngắn hạn	**11.716**	**13.552**	**14.563**	**15.740**
TSCĐ, nguyên giá	15.613	17.413	17.913	18.413
- Khấu hao lũy kế	-10.726	-11.657	-12.705	-13.785
TSCĐ ròng	4.886	5.756	5.209	4.628
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	2.351	2.996	2.996	2.996
Tổng TS dài hạn	**7.237**	**8.753**	**8.205**	**7.625**
Tổng Tài sản	**18.953**	**22.305**	**22.768**	**23.365**
Phải trả ngắn hạn	2.050	2.269	2.557	2.814
Nợ ngắn hạn	4.404	6.639	5.610	4.940
Nợ ngắn hạn khác	1.145	1.380	1.771	2.186
Tổng nợ ngắn hạn	**7.598**	**10.288**	**9.938**	**9.941**
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
Tổng nợ	**7.614**	**10.304**	**9.954**	**9.957**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	6.210	8.073	8.073	8.073
Thặng dư vốn CP	157	157	157	157
Lợi nhuận giữ lại	4.913	3.711	4.525	5.119
Vốn chủ sở hữu khác	42	42	42	42
Lợi ích CĐTS	16	16	16	16
Vốn chủ sở hữu	**11.339**	**12.000**	**12.813**	**13.408**
Tổng cộng nguồn vốn	**18.953**	**22.304**	**22.768**	**23.365**
SL CP lưu hành cuối năm, tr	807	807	807	807

LCTT (tỷ đồng)	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Tiền đầu năm	**602**	**428**	**1.611**	**1.982**
Lợi nhuận sau thuế	735	689	847	1.040
Khấu hao	903	931	1.047	1.081
Thay đổi vốn lưu động	2.268	-286	39	-336
Điều chỉnh khác	-221	-28	-34	-42
Tiền từ hoạt động KD	**3.685**	**1.306**	**1.899**	**1.743**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.623	-2.446	-500	-500
Đầu tư, ròng	6	88	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**-2.617**	**-2.358**	**-500**	**-500**
Cổ tức đã trả	-310	0	0	-404
Tăng (giảm) vốn cổ phần	28	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-960	2.235	-1.029	-670
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**-1.242**	**2.235**	**-1.029**	**-1.074**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-174**	**1.183**	**371**	**170**
Tiền cuối năm	**428**	**1.611**	**1.982**	**2.151**

Nguồn: HSG, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/9. *Lợi nhuận cốt lõi loại trừ (1) khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, (2) lãi/lỗ tỷ giá và (3) lãi/lỗ khác, được tính theo thuế suất hiệu lực.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình
SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Bùi Nguyên Cẩm Giang
Trưởng phòng cao cấp, ext 125
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268
- Phạm Nguyên Hoàng Anh, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Kết quả hoạt động trong quá khứ không nhất thiết phản ánh kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.