

CTCP TÔN HOA SEN (HSX: HSG)

Hoa Sen Home tiếp sức cho mảng kinh doanh cốt lõi

Chỉ tiêu (tỷ VND)	Q3-FY26	Q2-FY26	+/- svqt	Q3-FY25	+/- svck
Doanh thu thuần	9.993	8.967	11%	9.509	5%
Lợi nhuận sau thuế	382	119	222%	274	40%
EBIT	542	236	129%	254	114%
Tỷ suất EBIT	5,4%	2,6%	278 bps	2,7%	275 bps

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

KQKD NĐTC 2026: Lợi nhuận chuyển dịch về nửa cuối năm nhờ điểm sáng từ giá bán và thị trường xuất khẩu

- Doanh thu thuần quý 3 đạt 9.993 tỷ VND (+11% svqt; +5% svck), lũy kế 9 tháng đạt 27.343 tỷ VND (-3% svck). LNST công ty mẹ quý 3 đạt 382 tỷ VND (+222% svqt; +39% svck) – cao nhất kể từ quý 4-NĐTC 2023 và lũy kế 9 tháng đạt 563 tỷ VND (hoàn thành 94% kế hoạch lợi nhuận kịch bản cao của Công ty). Điểm sáng đến từ giá xuất khẩu trung bình và sản lượng xuất khẩu cùng cải thiện nhờ HSG tăng tỷ trọng sang các thị trường mới như Brazil, đưa biên gộp lên 15,3% – vượt kỳ vọng.
- Cho quý 4 NĐTC 2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần đạt 10.185 tỷ VND (+22% svck) khi sản lượng xuất khẩu tiếp tục cải thiện (từ Brazil và Đông Nam Á). Biên gộp dự kiến thu hẹp về 12,0% do giá vốn tồn kho cao hơn, đưa LNST Công ty mẹ về 141 tỷ VND (-63% svqt) – song vẫn tăng 67% svck nhờ nền thấp cùng kỳ.
- KQKD NĐTC 2026 qua đó ước đạt khoảng 37.528 tỷ VND doanh thu và 705 tỷ VND LNST công ty mẹ (lần lượt +2,7% và -3,3% svck). Phần lớn lợi nhuận dồn về nửa cuối năm, khi giá bán thiết lập mặt bằng mới và việc đa dạng hóa xuất khẩu sang Nam Mỹ bù đắp cho giai đoạn đầu năm chịu áp lực bảo hộ thương mại.

NĐTC 2027-28: Mảng truyền thống hồi phục, đóng góp thêm từ Hoa Sen Home

- Sản lượng tôn mạ dự phóng đạt 1.378 nghìn tấn (+8% svck) trong NĐTC 2027 và 1.447 nghìn tấn (+5% svck) trong NĐTC 2028. Động lực chính đến từ tiêu thụ nội địa tăng trưởng tốt (+10% svck trong NĐTC 2027) nhờ phòng vệ thương mại nội địa, nhu cầu xây dựng khởi sắc và thị phần đầu ngành. Kênh xuất khẩu kỳ vọng tạo đáy và phục hồi nhẹ (+5%/năm) nhờ mở rộng sang các thị trường mới (Brazil, Trung Đông...).
- Doanh thu và lợi nhuận hoạt động mảng thương mại của mô hình siêu thị vật liệu xây dựng Hoa Sen Home dự phóng tăng 50%–60%/năm trong NĐTC 2027–2028, nâng tỷ trọng đóng góp lên 10% doanh thu và 20% lợi nhuận hoạt động, từ đó giúp giảm thiểu rủi ro biến động từ chu kỳ giá thép.

Quan điểm và khuyến nghị

Chu kỳ hồi phục đã được xác nhận trong nửa sau NĐTC 2026 với biên gộp mở rộng lên 15,3% và lợi nhuận quý cao nhất kể từ NĐTC 2023. Sang NĐTC 2027-28, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng được duy trì nhờ các chính sách phòng vệ thương mại nội địa, chiến lược đa dạng hóa xuất khẩu và đóng góp ngày càng lớn từ Hoa Sen Home.

Áp dụng phương pháp định giá thành phần (SOTP), chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho cổ phiếu HSG là **16.200 VND/cổ phiếu** (+62%, MUA). Mức định giá này phản ánh việc lùi thời điểm định giá về cuối NĐTC 2027, WACC của mảng truyền thống giảm nhẹ xuống 12,5% và việc chuyển chỉ số định giá Hoa Sen Home từ P/S sang EV/S 1,5 lần, cùng giả định không chi trả cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới.

MUA +62%

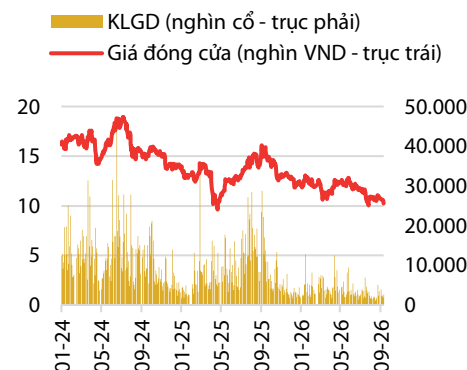
Giá mục tiêu (VND)	16.200
Giá thị trường (VND)	10.200
Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới (VND)	-

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hóa (tỷ VND)	8.557
SLCP lưu hành (triệu)	807
Free float	70,0%
KLGD BQ 3T (nghìn)	2.813
GTGD BQ 3T (tỷ)	32,5
Vốn sở hữu NĐTNN	3,2%
Giá thấp - cao 52T	10.050 – 15.923

	FY2025	Hiện tại
EPS	867	642
Tăng trưởng EPS (%)	40	16
P/E	16,8	15,6
P/B	1,0	0,7
EV/EBITDA	9,5	9,5
ROE (%)	6,6	4,7

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Lê Phước Vũ	17,0
Amersham Industries Limited	2,0
Vietnam Enterprise Investments Limited	1,5
Norges Bank	1,0
Khác	78,5
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,8

Phòng Phân tích Ngành Vật liệu xây dựng

(084) 028- 6299 2006

phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q3-NĐTC2026 (01/04/2026-30/6/2026): Điểm sáng từ thị trường xuất khẩu và giá bán tăng

Doanh thu cải thiện từ mặt bằng giá bán mới, thị trường xuất khẩu tích cực hơn kỳ vọng: Doanh thu thuần đạt 9.993 tỷ VND (+11% svqt; +5% svck), tăng trưởng nhẹ khi giá bán và sản lượng đều cải thiện so với cùng kỳ. Về giá bán, tăng trưởng giá xuất khẩu và giá nội địa trung bình trong quý ước tính lần lượt đạt 7%/-6% svqt và +6%/+6% svck. Trong đó, giá xuất khẩu trung bình cải thiện tốt hơn kỳ vọng nhờ HSG tăng tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Nam Mỹ (chủ yếu là Brazil) có giá bán cao hơn thị trường châu Á và châu Âu. Về sản lượng, tổng tiêu thụ tôn mạ và ống thép lần lượt đạt 339 nghìn tấn (+17% svqt; -4% svck) và 110 nghìn tấn (+10% svqt; +1% svck), trong đó tôn mạ xuất khẩu đạt 140 nghìn tấn (+30% svqt; -13% svck), tôn mạ nội địa đạt 199 nghìn tấn (+9% svqt; +4% svck). Nhìn chung, thị trường xuất khẩu tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ động lực từ thị trường Nam Mỹ, bù đắp cho tiêu thụ nội địa yếu hơn kỳ vọng.

Lợi nhuận gộp hồi phục mạnh: Lợi nhuận gộp đạt 1.526 tỷ VND (+45% svqt; +26% svck), tương ứng với biên gộp 15,3% (+3,5 điểm % svqt; +2,5 điểm % svck) – hồi phục mạnh hơn kỳ vọng (biên gộp 12,6%). Ngoài sự hỗ trợ từ giá bán, sự phục hồi tích cực của biên gộp trong quý còn đến từ lượng tồn kho giá thấp mà HSG chủ động tăng từ cuối quý trước. Đáng chú ý, Công ty tiếp tục trích lập thêm 17,7 tỷ VND dự phòng giảm giá tồn kho trong kỳ, đưa dư cuối kỳ tăng lên 213,2 tỷ VND (+63,4 tỷ VND trong 9T2026), cho thấy sự cải thiện lợi nhuận chỉ đến từ hoạt động kinh doanh thuần lợi.

Chi phí bán hàng tăng tương ứng: Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu thuần lần lượt đạt 8,1% (0,8 điểm % svqt; -0,2 điểm % svck) và 1,8% (đi ngang svqt và svck). Sau khi giảm trong quý trước do sản lượng xuất khẩu suy yếu, việc (1) tiêu thụ phục hồi trong kỳ và (2) chi phí vận tải tăng cao đã đưa chi phí xuất khẩu của HSG về lại gần mức cùng kỳ, đạt 201 tỷ VND (-7% svck).

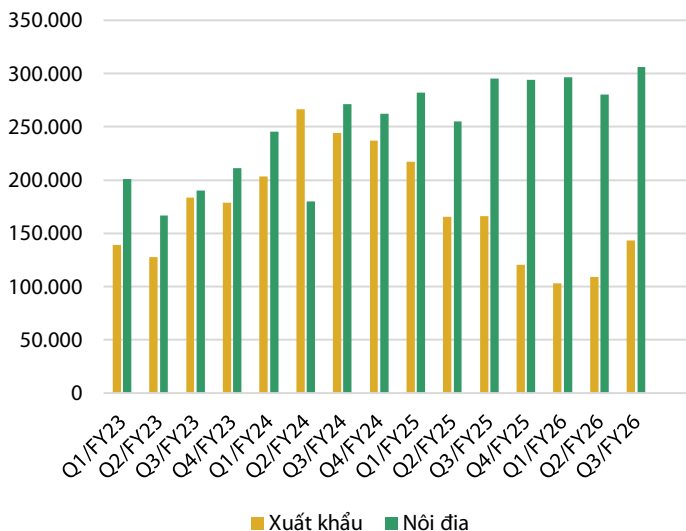
Thu nhập tài chính ròng giảm do mất đóng góp từ lãi chênh lệch tỷ giá: Doanh thu từ hoạt động tài chính, trong đó đóng góp phần lớn từ lãi chênh lệch tỷ giá, giảm mạnh so với các quý trước, đạt 4 tỷ VND (-84% svqt; -93% svck). Kết hợp với chi phí lãi vay vẫn ở mức cao (121 tỷ VND, +183% svck), khiến thu nhập tài chính ròng của HSG giảm xuống -122 tỷ VND – mức thấp trong giai đoạn NĐTC 2021-26.

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (Inst-ctm) đạt 382 tỷ VND (+222% svqt; +39% svck), tương ứng với biên ròng đạt 3,8% (+2,5 điểm % svqt; +0,9 điểm % svck), là mức lợi nhuận cao nhất kể từ quý 4/NĐTC 2023. Nhìn chung, biên Inst-ctm của HSG cao hơn kỳ vọng do biên gộp hồi phục mạnh hơn so với ước tính.

Kết quả kinh doanh trong quý 3 NĐTC 2026 của HSG tích cực hơn kỳ vọng, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp được mở rộng đáng kể. Tuy nhiên, chi phí bán hàng và thu nhập từ hoạt động tài chính có xu hướng tiêu cực hơn so với các quý trước. Lũy kế 9 tháng NĐTC 2026, HSG đã hoàn thành 74% kế hoạch doanh thu và 94% kế hoạch lợi nhuận theo kịch bản cao của doanh nghiệp.

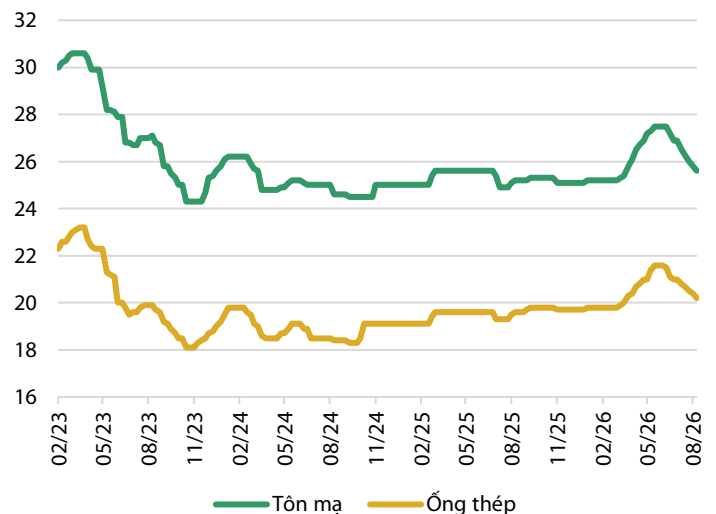
Biên lợi nhuận ít biến động hơn trong giai đoạn NĐTC 2025-26: So với giai đoạn NĐTC 2019-24 khi giá HRC biến động mạnh, biên lợi nhuận trong giai đoạn NĐTC 2025-26 của HSG nhìn chung ổn định hơn (Hình 5), mặc dù tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chậm lại do chịu tác động của làn sóng bảo hộ thương mại trên toàn cầu. Trong giai đoạn NĐTC 2027-28, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của Công ty sẽ được cải thiện khi giá thép phục hồi cùng với đóng góp thêm từ các mảng kinh doanh mới ([chi tiết](#)).

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ và ống thép HSG theo thị trường (nghìn tấn, năm tài chính)



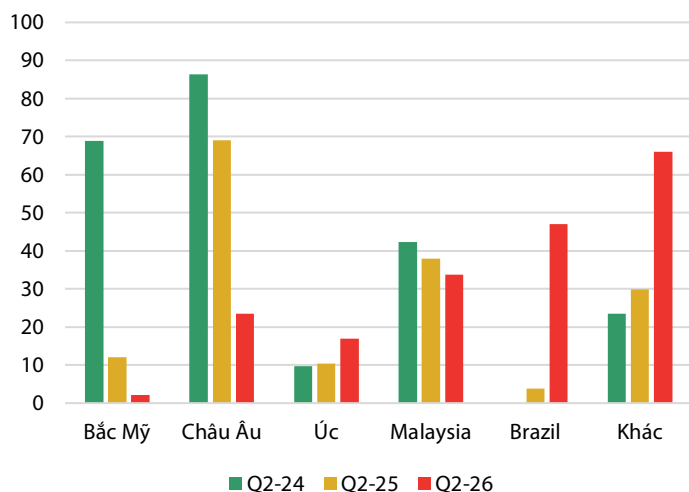
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Diễn biến giá bán tôn mạ và ống thép đại lý của Hoa Sen (nghìn VND/kg)



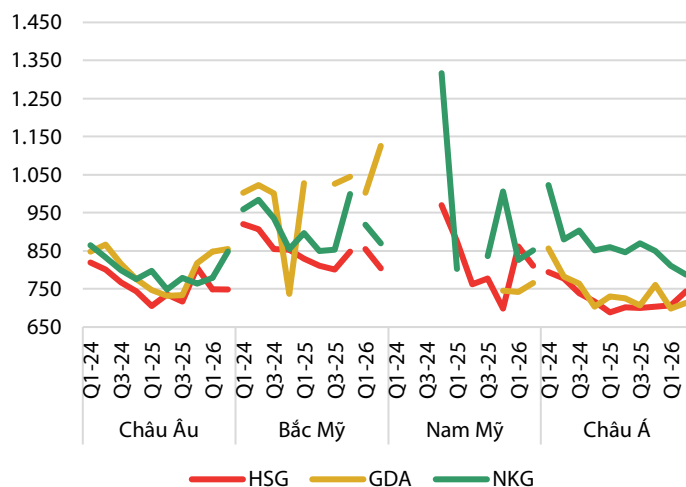
Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng xuất khẩu của HSG trong quý 2 giai đoạn 2024-26 theo thị trường (nghìn tấn, năm dương lịch)



Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá bán xuất khẩu TB của HSG và một số doanh nghiệp tôn mạ theo thị trường (USD/tấn, năm dương lịch)



Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

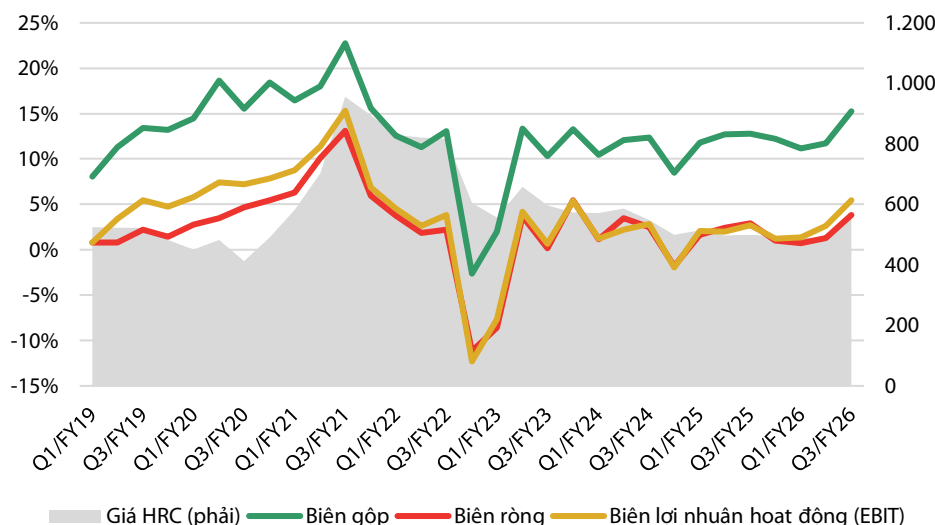
Bảng 1: KQKD Q3-NĐTC26 của HSG

Đơn vị: Tỷ VND	Q3/2026	Q2/2026	+/- (svqt)	Q3/2025	+/- (svck)	Lũy kế 9T/2026	+/- (svck)	% Kế hoạch kịch bản cao	% Dự phóng VDS
Doanh thu thuần	9.993	8.967	11%	9.509	5%	27.343	-3%	74%	73%
Tổng sản lượng tôn mạ (tấn)	339.006	289.420	17%	352.302	-4%				
Xuất khẩu	140.274	107.466	31%	161.868	-13%				
Nội địa	198.732	181.954	9%	190.434	4%				
Tổng sản lượng ống thép (tấn)	110.515	100.077	10%	109.323	1%				
Xuất khẩu	3.315	1.874	77%	4.517	-27%				
Nội địa	107.200	98.203	9%	104.806	2%				
Giá xuất khẩu TB (USD/tấn)	778	727	7%	732	6%				
Giá tôn mạ nội địa TB (VND/kg)	18.736	19.935	-6%	17.686	6%				
Giá tôn mạ đại lý nội địa (VND/kg)	27.067	25.275	7%	25.600	6%				
Giá HRC cảng Việt Nam TB (USD/tấn)	563	485	16%	499	13%				
Lợi nhuận gộp	1.526	1.052	45%	1.213	26%	3.517	1%		
Chi phí bán hàng	806	652	24%	791	2%	2.115	-11%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	179	164	9%	169	6%	512	6%		
Lợi nhuận hoạt động	542	236	129%	254	114%	889	40%		
Doanh thu tài chính	4	26	-84%	61	-93%	69	-69%		
Chi phí tài chính	126	115	9%	60	110%	311	53%		
Trong đó: Chi phí lãi vay	121	108	12%	43	183%	281	105%		
Thu nhập/lỗ khác	26	9	183%	36	-26%	51	2%		
LN trước thuế	446	156	185%	290	54%	699	-1%		
Thuế TNDN	64	38	69%	17	285%	135	119%		
LNST công ty mẹ	382	119	222%	274	40%	563	-13%	94%	78%

Biên LN gộp	15,27%	11,73%	354 bps	12,75%	252 bps
Chi phí bán hàng/Dthu thuần	8,06%	7,27%	79 bps	8,31%	-25 bps
Chi phí qldn/Dthu thuần	1,79%	1,83%	-3 bps	1,77%	2 bps
Biên LN hoạt động	5,42%	2,63%	278 bps	2,67%	275 bps
Biên LN ròng	3,82%	1,32%	250 bps	2,88%	94 bps

Nguồn: HSG, VSA, Bloomberg, thitruongthep, Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 5: Tương quan biên lợi nhuận của HSG và giá HRC (USD/tấn) giai đoạn NĐTC 2019-26

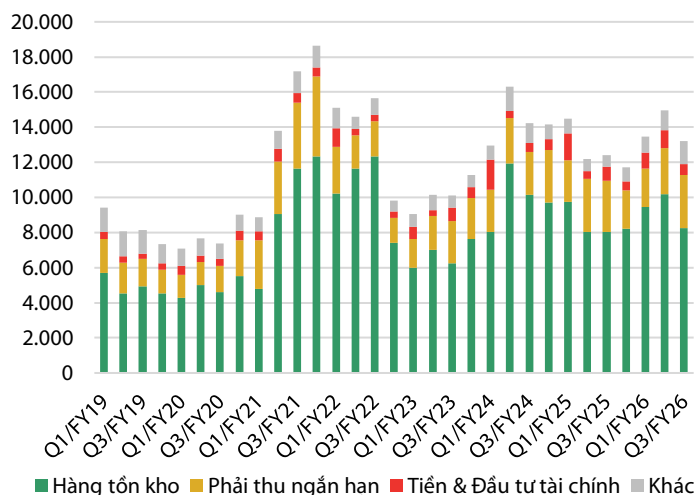


Nguồn: HSG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Cơ cấu tài sản và cập nhật tiến độ đầu tư một số dự án đang triển khai

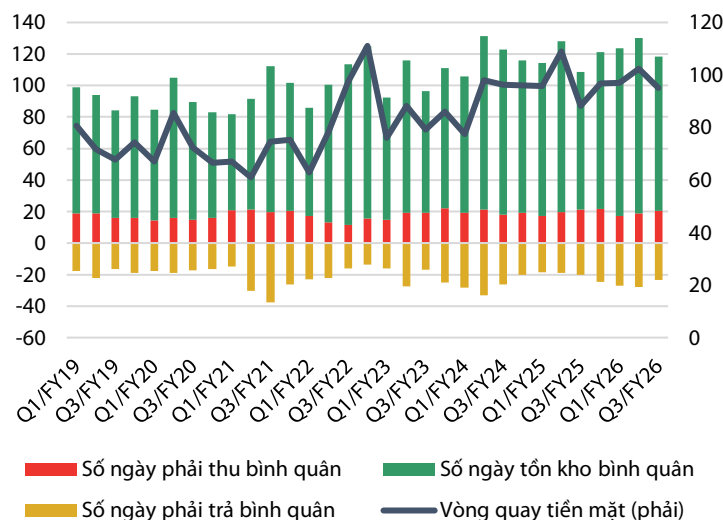
Tồn kho giảm sau quý cao điểm: Quy mô tài sản ngắn hạn đến cuối quý 3 NĐTC 2026 thu hẹp, với dư tồn kho cuối kỳ giảm về mức 8.268 tỷ VND (-20% svqt, gần tương đương cùng kỳ) sau khi tăng mạnh trong quý trước. Số ngày tồn kho bình quân tương ứng đạt 99 ngày (so với 110 ngày trong 2 quý trước), từ đó chu kỳ chuyển đổi tiền mặt được cải thiện nhẹ xuống 95 ngày. Đồng thời, quy mô nợ vay ngắn hạn cũng được thu hẹp xuống 7.251 tỷ VND (-12% svqt). Trong giai đoạn NĐTC 2025-26, HSG duy trì chính sách quản lý hàng tồn kho linh hoạt và tăng tồn kho trong một số quý có giá bán tốt (Q2 NĐTC 2026) nhằm mở rộng biên gộp, đồng thời tăng nhẹ đòn bẩy so với giai đoạn NĐTC 2022-24 nhằm tài trợ nhu cầu vốn lưu động.

Hình 6: Cơ cấu tài sản ngắn hạn của HSG theo quý NĐTC 2019-26 (tỷ VND)



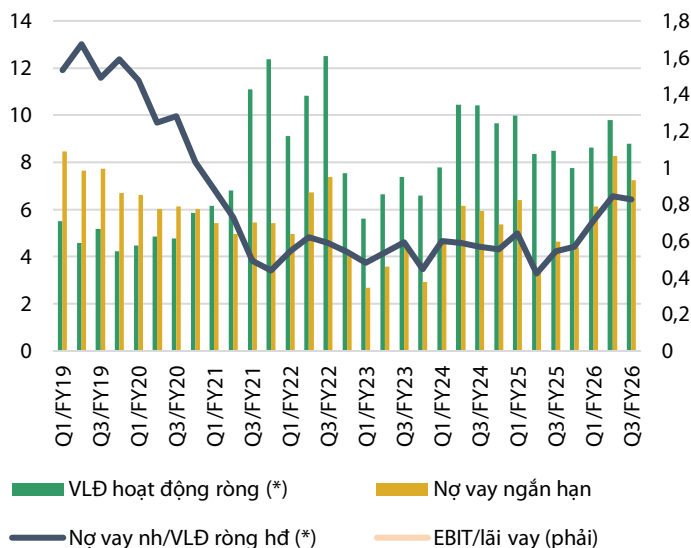
Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của HSG theo quý NĐTC 2019-26 (ngày)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

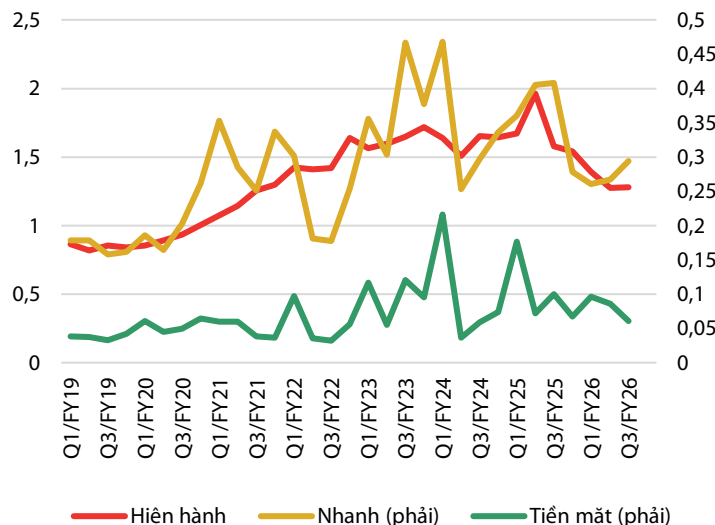
Hình 8: Một số tỷ lệ đòn bẩy và khả năng trả nợ của HSG (lần)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

(*) Nợ vay ngắn hạn/Vốn lưu động hoạt động ròng (Hàng tồn kho + Phải thu khách hàng ngắn hạn – Phải trả người bán ngắn hạn)

Hình 9: Tỷ lệ thanh toán của HSG (lần)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Tiến độ đầu tư một số dự án đang triển khai: Trong NĐTC 2026, một số khoản đầu tư lớn của HSG bao gồm: (1) Nâng cấp, cải tạo lại nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ; (2) Xây dựng, mua sắm nhà xưởng và dây chuyền ống thép tại Hoa Sen Phú Mỹ; (3) Xây dựng, nâng cấp hệ thống siêu thị vật liệu xây dựng và nội thất Hoa Sen Home; và (4) Đầu tư quỹ đất cho dự án nhà ở xã hội và khu đô thị.

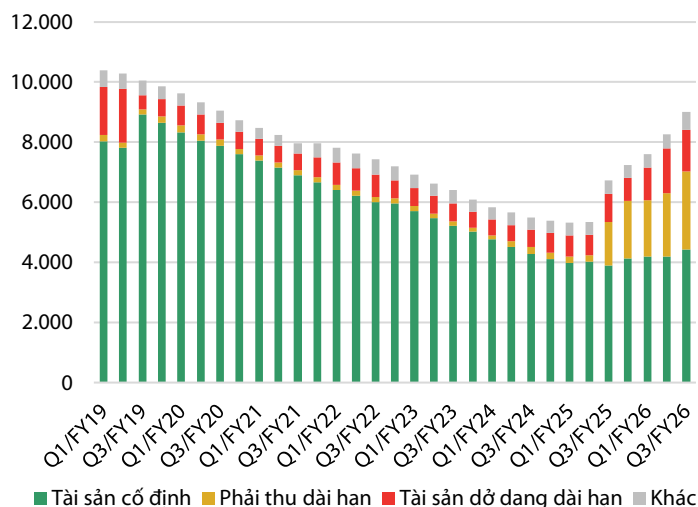
Khoản đầu tư tại các nhà máy tại Phú Mỹ được thực hiện trong bối cảnh: (1) Máy móc, thiết bị cũ đã có tuổi thọ khá lớn và gần hết khấu hao (thời gian sử dụng hữu ích theo sổ sách kế toán và giá trị còn lại đến cuối NĐTC 2025 đạt lần lượt khoảng 15 năm và 2.000 tỷ VND). HSG đã thanh lý khoảng 760 tỷ VND nguyên giá máy móc thiết bị trong lũy kế NĐTC 2025 và 9 tháng đầu NĐTC 2026; và (2) Chiến lược đổi mới công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm được thực hiện (với một số sản phẩm mới chất lượng cao đã được sản xuất thành công như tôn mạ hợp kim Kẽm – Nhôm – Magie) nhằm duy trì năng lực cạnh tranh, đặc biệt tại thị trường nội địa khi một số đối thủ lớn như NKG và GDA cũng đang tăng cường đầu tư vào các công nghệ mới. Chúng tôi cho rằng hoạt động đầu tư này sẽ chủ yếu nhằm mục đích tối ưu/đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh và không tác động nhiều đến tổng công suất của HSG – phù hợp khi hiệu suất sản xuất của Công ty đang thấp hơn so với các đối thủ.

Đối với hệ thống Hoa Sen Home, tính đến tháng 8/2026, HSG đã có 147 cửa hàng theo mô hình vật liệu xây dựng trên toàn quốc. Công ty hiện không mở mới mà tập trung chuyển đổi từ các cửa hàng truyền thống (khoảng 8-9 cửa hàng/quý) nhằm tiết giảm chi phí đầu tư ban đầu. Tốc độ chuyển đổi cửa hàng hiện tại vẫn đang bám sát kế hoạch của Công ty. Ngoài ra, HSG đã chính thức thành lập Công ty Cổ phần Hoa Sen Home vào tháng 1/2026 và hoàn tất việc chuyển đổi toàn bộ cửa hàng sang pháp nhân mới vào cuối tháng 7. Chúng tôi kỳ vọng việc tái cấu trúc sẽ giúp thông tin tài chính và hiệu quả vận hành của chuỗi bán lẻ trở nên minh bạch và rõ ràng hơn trong NĐTC 2027 (tách biệt doanh thu và chi phí của HSH ra khỏi mảng thép truyền thống của công ty mẹ).

Về các dự án bất động sản, hiện tại HSG đang tập trung triển khai dự án nhà ở xã hội đầu tiên (tại Hồ Chí Minh) với quy mô dự kiến 1.800 căn, tổng đầu tư 1.900 tỷ VND và được tài trợ từ 20% vốn tự có (được đối ứng bằng chính vật liệu xây dựng mà HSG kinh doanh) và 80% vay ưu đãi. Tính đến cuối quý 3 NĐTC 2026, HSG đã ghi nhận hơn 1.100 tỷ VND tài sản liên quan đến dự án này tại khoản mục phải thu dài hạn khác. Hiện tại, dự án vẫn đang trong quá trình xin cấp phép và điều chỉnh quy hoạch khu đất từ thấp tầng lên cao tầng. Sau khi hoàn thiện các thủ tục pháp lý, Công ty dự kiến sẽ thi công cuốn chiếu và bàn giao nhà trong vòng 24 tháng. Đối với quỹ đất tại Đồng Nai cho khu đô thị, các dự án hiện vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý và chưa xác định thời điểm triển khai cụ thể, với giá trị đến cuối quý 3 NĐTC 2026 đạt 1.250 tỷ VND (ghi nhận tại mục trả trước người bán dài hạn). Trong tháng 8/2026, HSG đã thông qua nghị quyết về việc góp thêm 300 tỷ VND vào CTCP Hoa Sen Sài Gòn (thành lập năm 2024), qua đó tăng vốn điều lệ của doanh nghiệp lên 400 tỷ VND. Khoản vốn bổ sung được sử dụng để triển khai các dự án đầu tư.

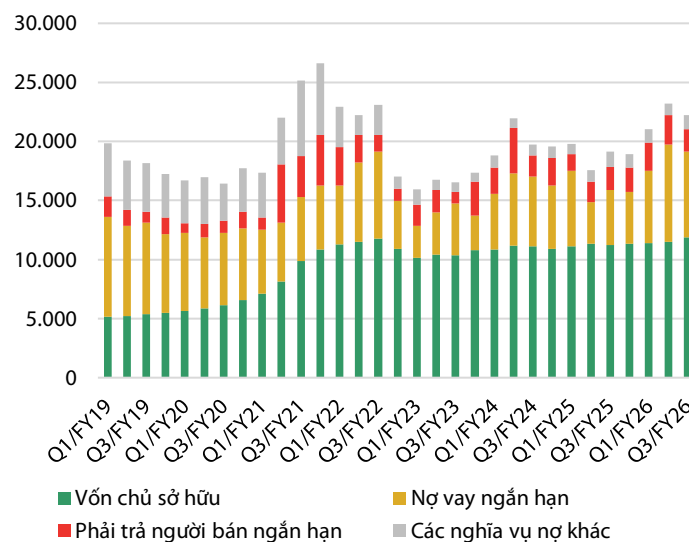
Chúng tôi đánh giá việc tham gia thành công vào các dự án bất động sản sẽ giúp đảm bảo đầu ra tiêu thụ cho sản phẩm vật liệu xây dựng do Tập đoàn sản xuất, trong đó bao gồm các thương hiệu vật liệu xây dựng hoàn thiện (sơn, thiết bị vệ sinh, ống nhựa...) từ mô hình Hoa Sen Home trong thời gian tới.

Hình 10: Cơ cấu tài sản dài hạn của HSG theo quý NDTC 2023-26 (tỷ VND)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Cơ cấu nguồn vốn của HSG theo quý NDTC 2023-26 (tỷ VND)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sinh lời kỳ vọng cải thiện trong một chu kỳ mới

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của HSG biến động mạnh theo chu kỳ trong giai đoạn NDTC 2020–25 và chịu tác động chủ yếu từ biên lợi nhuận ròng – thường biến động theo giá thép. Sau khi đạt đỉnh 49,6% vào NDTC 2021 nhờ biên lợi nhuận ròng đột biến, ROE đã giảm sâu về mức đáy 0,3% trong năm 2023 do biên bị thu hẹp mạnh và doanh nghiệp chủ động hạ đòn bẩy tài chính, trước khi phục hồi dần lên mức 4,8% và 6,6% trong NDTC 2024-25.

Cho NDTC 2026, chúng tôi dự phóng ROE của HSG sẽ giảm nhẹ so với NDTC 2025 và đạt 6,2%; mặc dù biên gộp dự kiến cải thiện, áp lực từ (1) chi phí lãi vay và (2) mức thuế suất hiệu dụng cao hơn (chi tiết) ước tính sẽ khiến biên lợi nhuận ròng gần như đi ngang so với cùng kỳ. Cho NDTC 2027-28, chúng tôi kỳ vọng ROE của doanh nghiệp sẽ dần phục hồi nhờ (1) vòng quay tài sản và biên ròng tăng (nhờ cả sản lượng và giá bán hồi phục) và (2) đóng góp thêm từ mô hình Hoa Sen Home – thường có biên lợi nhuận tốt hơn mảng sản xuất truyền thống.

Bảng 2: Phân tích Dupont cho hiệu suất sinh lời của HSG

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
ROE	19,1%	49,6%	2,3%	0,3%	4,8%	6,6%	6,1%	6,9%	8,4%
Trong đó:									
Vòng quay TS	157%	220%	228%	184%	213%	190%	184%	190%	199%
Biên lợi nhuận ròng	4,2%	8,9%	0,5%	0,1%	1,3%	2,0%	1,9%	2,0%	2,3%
Đòn bẩy tài chính	2,9	2,6	2,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng KQKD Q4-NDTC 2026: Kỳ vọng thu hẹp về mức trung bình

KQKD Q4-NDTC 2026 kỳ vọng thu hẹp: Chúng tôi đánh giá lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của HSG trong Q4-NDTC 2026 sẽ thu hẹp từ mức nền cao của quý trước khi (1) giá bán đi ngang và (2) mặt bằng giá vốn tồn kho cao hơn bắt đầu có tác động đến biên gộp. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng điểm sáng đến từ (1) diễn biến tiêu thụ tiếp tục được cải thiện so với cùng kỳ và (2) chi phí tài chính được tiết giảm khi Công ty tiếp tục thu hẹp quy mô nợ vay ngắn hạn. Chi tiết về các ước tính và giả định được trình bày trong Bảng 3.

Giá bán trung bình ước tính đi ngang: Tính đến đầu tháng 9/2026, giá HRC nội địa và giá bán thép mạ đại lý của HSG tăng lần lượt khoảng 12% và 2% so với đầu năm (so với mức tăng trung bình 15% và 8% trong quý 3-NĐTC 2026). Mặc dù đã hạ nhiệt trong tháng 8, chi phí năng lượng và các nguyên vật liệu chính cho lò BOF đã có dấu hiệu tăng trở lại từ đầu tháng 9, đặc biệt là than cốc (+25% so với đầu năm), nguyên nhân đến từ: (1) Nguồn cung than cốc tại Trung Quốc thu hẹp khi chính quyền nước này siết chặt thanh tra an toàn diện rộng sau các sự cố an toàn mỏ (đặc biệt là vụ tai nạn nổ khí tại Sơn Tây vào tháng 5/2026); và (2) Diễn biến xung đột leo thang mới tại Trung Đông khiến chi phí nguyên liệu quay lại xu hướng tăng (gián tiếp ảnh hưởng đến giá nguyên liệu). Chúng tôi kỳ vọng các yếu tố chi phí đẩy sẽ hỗ trợ giá bán thép mạ của HSG vào cuối quý 4-NĐTC 2026, qua đó giúp giá bán trung bình trong quý được duy trì so với quý trước.

Sản lượng kỳ vọng tiếp tục hồi phục với động lực mới từ thị trường Brazil: Trong bối cảnh diễn biến bảo hộ thương mại ngành thép toàn cầu còn chịu nhiều áp lực, các doanh nghiệp tôn mạ nội địa đang nỗ lực đa dạng hóa hoạt động xuất khẩu sang các thị trường mới, trong đó Brazil là một trong những thị trường ghi nhận tăng trưởng nổi bật trong nửa đầu năm 2026. Lũy kế 7 tháng 2026, Việt Nam xuất khẩu khoảng 167 nghìn tấn thép cán dẹt và ống thép sang Brazil (tăng gấp hơn 4 lần so với cùng kỳ), được hỗ trợ bởi các biện pháp bảo hộ của nước này đối với thép mạ từ Trung Quốc (lũy kế nhập khẩu 7 tháng đạt 1,1 triệu tấn, giảm 39% svck). Riêng tháng 7/2026, Brazil chiếm lần lượt khoảng 43%, 30% và 50% tổng tỷ trọng sản lượng xuất khẩu của HSG, GDA và NKG, tăng đáng kể so với mức dưới 10% trong quý 1 (năm dương lịch). Chúng tôi đánh giá việc tăng tỷ trọng xuất khẩu thành công sang thị trường Nam Mỹ là tín hiệu tích cực đối với kết quả kinh doanh của HSG trong thời gian tới, đặc biệt khi giá bán của Công ty tại thị trường này khá tốt (cao hơn ~10% so với thị trường Châu Á). Cùng với giả định nhu cầu tại các thị trường truyền thống bao gồm Đông Nam Á và Úc ([chi tiết](#)) được duy trì, chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu của HSG trong quý 4 NĐTC 2026 đạt 154 nghìn tấn (+10% svqt, +31% svck). Đối với thị trường nội địa, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ trong quý của HSG đi ngang so với cùng quý, duy trì ổn định khi mặt bằng giá bán neo cao.

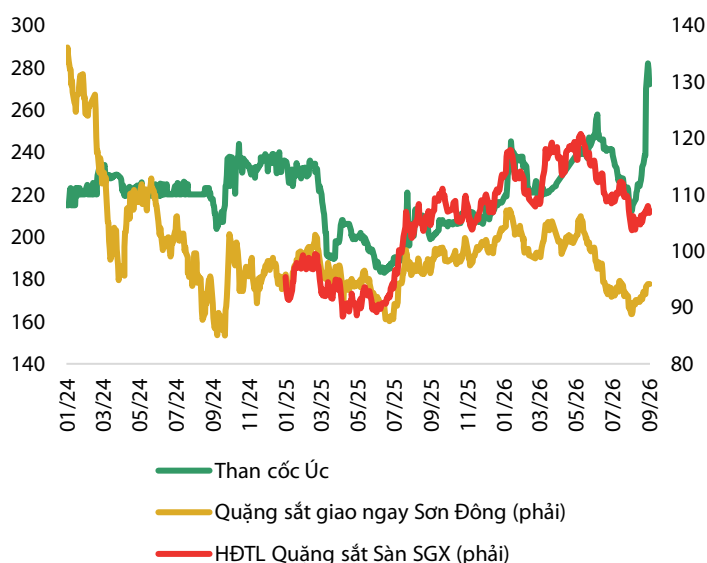
Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4-NĐTC26 của HSG

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Q4/2026	+/- (svqt)	+/- (svck)	Giả định
Doanh thu thuần	10.185	2%	22%	Cải thiện rõ nét từ mặt bằng giá bán mới đến sản lượng tiêu thụ trong mùa cao điểm xây dựng.
Tổng sản lượng tôn mạ (tấn)	353.033	4%	14%	
Xuất khẩu	154.301	10%	31%	Xuất khẩu ước tính tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ nhờ thị trường Brazil và Đông Nam Á.
Nội địa	198.732	0%	4%	Diễn biến bán hàng nội địa kỳ vọng đi ngang so với cùng quý khi mặt bằng giá bán còn neo cao.
Tổng sản lượng ống thép (tấn)	110.515	0%	4%	Các luận điểm tương tự mảng tôn mạ.
Xuất khẩu	3.315	0%	31%	
Nội địa	107.200	0%	4%	
Giá xuất khẩu TB (USD/tấn)	793	2%	10%	Giá xuất khẩu ước tính tăng nhẹ.
Giá tôn mạ nội địa TB (VNĐ/kg)	18.361	-2%	8%	Mặt bằng giá thép mạ tại nội địa kỳ vọng sẽ duy trì so với quý trước theo diễn biến giá HRC.
Giá HRC cảng Việt Nam (USD/tấn)	550	-2%	11%	Giá HRC nội địa kỳ vọng đi ngang so với cùng kỳ khi áp lực chi phí đẩy từ nguyên vật liệu còn lớn.
Lợi nhuận gộp	1.223	-20%	20%	Biên gộp ước tính giảm xuống mức 12% (tương đương cùng kỳ) khi giá bán không thay đổi nhiều so với quý trước và lượng tồn kho có giá vốn cao hơn.
Chi phí bán hàng	817	1%	11%	Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu kỳ vọng duy trì ở mức thấp nhờ giảm chi phí vận chuyển (chuyển đơn hàng phần lớn vẫn từ thị trường nội địa).
Chi phí quản lý doanh nghiệp	173	-3%	-5%	
Lợi nhuận hoạt động	233	-57%	125%	
Doanh thu tài chính	25	506%	-55%	Doanh thu tài chính kỳ vọng cải thiện nhờ lãi suất tiền gửi tăng.
Chi phí tài chính	117	-7%	70%	
Chi phí lãi vay	96	-20%	104%	Chi phí lãi vay giảm so với quý trước, với giả định HSG tiếp tục giảm quy mô nợ vay ngắn hạn (và vốn lưu động tương ứng) khi áp lực lãi vay cao.
Thu nhập/lỗ khác	19	-28%	-5%	
LN trước thuế	160	-64%	44%	

Thuế	19	-70%	-27%	
LNST công ty mẹ	141	-63%	67%	Tuy giảm so với mức nền cao của quý trước, lợi nhuận thuần ước tính hồi phục so với mức nền thấp cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ.
Biên LN gộp	12,0%	-326 bps	-21 bps	
Chi phí bán hàng/D.thu thuần	8,0%	-4 bps	-76 bps	
Chi phí qldn/D.thu thuần	1,7%	-9 bps	-49 bps	
Biên LN hoạt động	2,3%	-313 bps	105 bps	
Biên LN ròng	1,4%	-244 bps	37 bps	

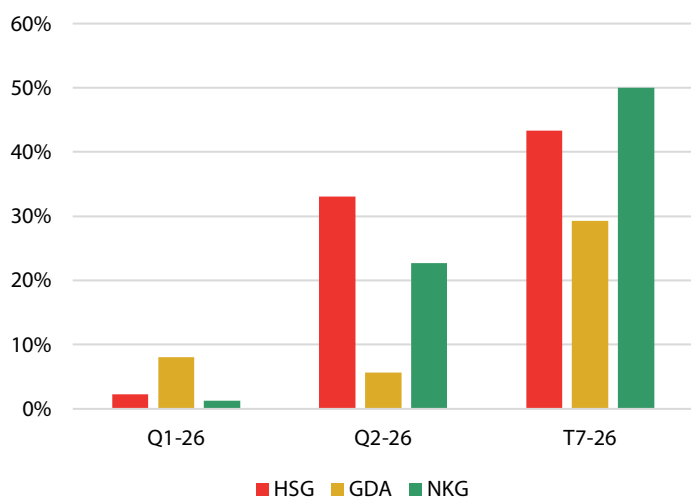
Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Biến động chi phí một số loại nguyên liệu chính cho sản xuất thép lò BOF (USD/tấn)



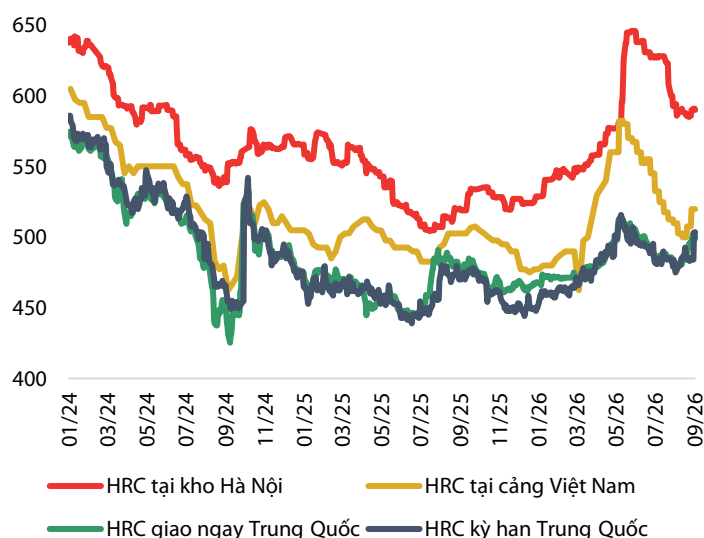
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Brazil của một số doanh nghiệp tôn mạ (năm dương lịch)



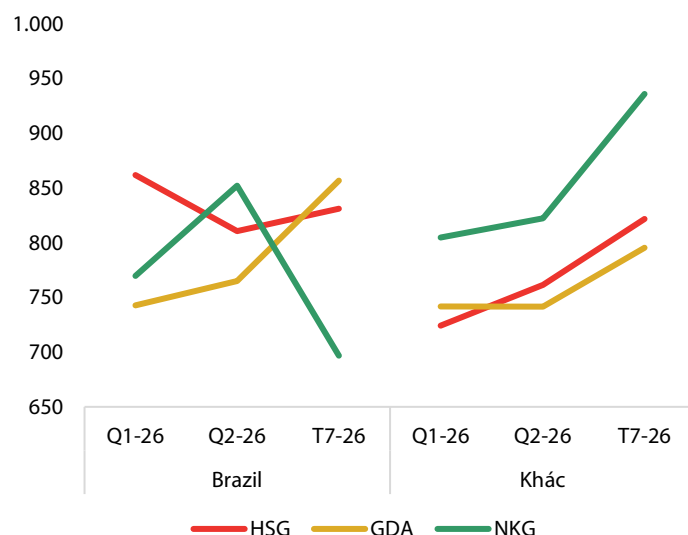
Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Diễn biến giá HRC tại Trung Quốc và Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Giá xuất khẩu trung bình của một số doanh nghiệp tôn mạ tại Brazil và thị trường khác (USD/tấn, năm dương lịch)



Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

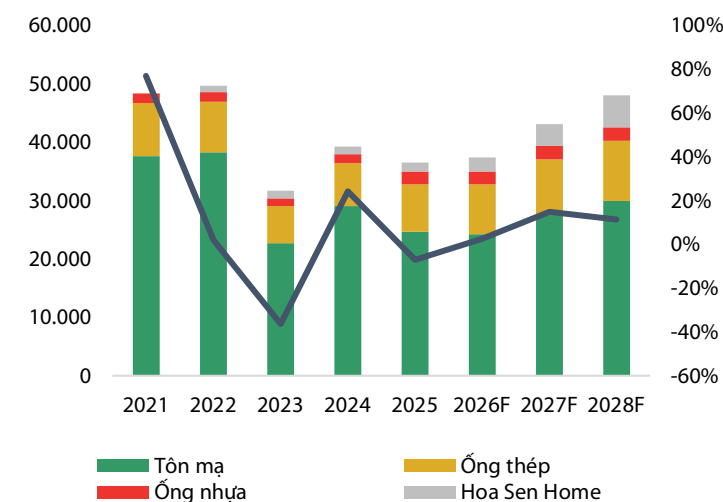
Triển vọng KQKD NĐTC 2027-28: Mảng truyền thống hồi phục, đóng góp thêm từ Hoa Sen Home ([quay lại](#))

Mảng sản xuất truyền thống dần phục hồi: Đối với thị trường nội địa, chúng tôi kỳ vọng (1) các biện pháp bảo hộ thương mại trong nước, (2) nhu cầu xây dựng tích cực và (3) vị thế lớn của HSG sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng cho sản phẩm thép mạ và ống nhựa của Công ty.

Đối với thị trường xuất khẩu, chiến lược đa dạng hóa sang các thị trường tiềm năng mới đã bước đầu mang lại hiệu quả trong nửa sau của NĐTC 2026. Từ giả định (1) các thị trường xuất khẩu chính hiện tại (Đông Nam Á, Úc và Nam Mỹ) không áp dụng thêm các biện pháp bảo hộ thương mại đối với thép mạ của Hoa Sen và (2) Công ty tiếp tục đa dạng hóa sang các thị trường mới như Ấn Độ, Trung Đông..., chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu của HSG sẽ hồi phục từ mức đáy của NĐTC 2026.

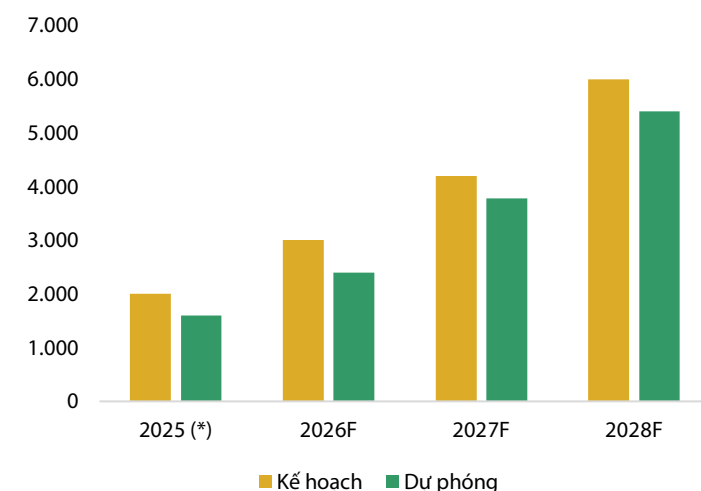
Chúng tôi duy trì các dự phóng tăng trưởng một chữ số về sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình trong NĐTC 2027-28 đối với mảng sản xuất truyền thống của HSG.

Hình 16: Cơ cấu doanh thu giai đoạn NĐTC 2026-28 dự phóng (tỷ VND)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Doanh thu sản phẩm thương mại từ Hoa Sen Home giai đoạn NĐTC 2026-28 dự phóng (tỷ VND)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt
(*) Ước tính

Hoa Sen Home tăng tỷ trọng đóng góp vào kết quả kinh doanh: Đối với mô hình bán lẻ vật liệu xây dựng Hoa Sen Home, chúng tôi bảo lưu các quan điểm về triển vọng và dự phóng của mô hình này như trong Báo cáo Công ty, bao gồm: (1) Nhu cầu xây dựng tăng trưởng ổn định; (2) Chi tiêu vật liệu xây dựng trên đầu người của Việt Nam tăng từ mức nền thấp so với khu vực hiện tại; và (3) Khả năng mở rộng thị trường (đặc biệt tại khu vực nông thôn) với các thương hiệu riêng của Công ty. Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hoạt động từ các sản phẩm thương mại của Hoa Sen Home đạt khoảng 50-60%/năm trong NĐTC 2027-28, từ đó đóng góp tỷ trọng lần lượt 10% và 20% vào tổng doanh thu và lợi nhuận hoạt động của Công ty đến cuối năm dự phóng. Chi tiết về các giả định và dự phóng được trình bày trong Bảng 4.

Bảng 4: Thay đổi giả định KQKD giai đoạn NĐTC 2027-28 của HSG

Dự phóng cũ						Dự phóng mới					Giả định
Đơn vị: Tỷ VNĐ	2027F	+/- (svck)	2028F	+/- (svck)	CAGR 2026-30F	2027F	+/- (svck)	2028F	+/- (svck)	CAGR 2026-31F	
Doanh thu thuần	44.296	16,4%	49.066	10,8%	10,0%	43.120	14,9%	47.988	11,3%	9,4%	
Tổng sản lượng tôn mạ (nghìn tấn)	1.429	8,0%	1.501	5,0%	3,7%	1.378	8,0%	1.447	5,0%	3,3%	
Xuất khẩu	545	5,0%	572	5,0%	-0,6%	527	5,0%	553	5,0%	-0,2%	
Nội địa	884	10,0%	929	5,0%	7,0%	851	10,0%	893	5,0%	6,0%	

Tổng sản lượng ống thép (nghìn tấn)	460	5,0%	483	5,0%	5,0%	448	5,0%	470	5,0%	4,5%	
Xuất khẩu						12	5,0%	13	5,0%	-6,1%	
Nội địa						436	5,0%	458	5,0%	5,0%	
Giá xuất khẩu TB (nghìn VND/kg)	20,5	5,8%	21,0	2,5%	2,8%	21,0	5,4%	21,7	3,3%	4,2%	Giá xuất khẩu tích cực hơn kỳ vọng.
Giá tôn mạ nội địa TB (nghìn VND/kg)	19,5	5,8%	20,0	2,5%	2,8%	19,4	5,4%	20,0	3,3%	3,3%	
Giá HRC TB tại kho Hà Nội (USD/tấn)	557	6,0%	574	3,1%	4,2%	554	6,2%	570	2,9%	3,9%	
Giá vốn nội địa TB (nghìn VND/kg)	17,4	5,5%	17,8	2,2%	3,2%	17,5	4,9%	18,0	3,0%	3,5%	
Giá vốn xuất khẩu TB (nghìn VND/kg)	18,7	5,5%	19,1	2,2%	3,2%	18,9	4,9%	19,5	3,0%	3,5%	
Lợi nhuận gộp	5.522	19,8%	6.289	13,9%	15,3%	5.451	15,0%	6.215	14,0%	11,7%	
Chi phí bán hàng	3.417	17,3%	3.815	11,7%		3.407	16,2%	3.819	12,1%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	790	15,2%	865	9,5%		787	14,9%	872	10,7%		
Lợi nhuận hoạt động	1.315	29,9%	1.609	22,3%	25,4%	1.256	12,0%	1.523	21,2%	23,5%	
Doanh thu tài chính	192	18,9%	203	5,5%		149	57,4%	149	-0,1%		Điều chỉnh giảm doanh thu từ chênh lệch tỷ giá.
Chi phí tài chính	441	19,0%	479	8,7%		466	9,1%	443	-4,9%		
Chi phí lãi vay	335	19,8%	362	8,0%		363	-3,9%	328	-9,5%		
Thu nhập/lỗ khác	69	-1,3%	68	-1,0%		69	-1,2%	68	-1,0%		
Ln trước thuế	1.135	30,1%	1.400	23,3%	26,9%	1.008	17,3%	1.297	28,7%	19,6%	
Thuế	159	30,1%	210	32,1%		151	-2,2%	195	28,7%		
LNST công ty mẹ	976	30,1%	1.190	21,9%	25,4%	857	21,6%	1.102	28,7%	18,0%	
Biên LN gộp (%)	12,5%	34 bps	12,8%	35 bps		12,6%	1 bps	13,0%	31 bps		
Chi phí bán hàng/Dthu thuần	7,7%	6 bps	7,8%	6 bps		7,9%	9 bps	8,0%	6 bps		
Chi phí qlđn/Dthu thuần	1,8%	-2 bps	1,8%	-2 bps		1,8%	0 bps	1,8%	-1 bps		
Biên LN hoạt động (%)	3,0%	31 bps	3,3%	31 bps		2,9%	-8 bps	3,2%	26 bps		
Biên LN ròng (%)	2,2%	23 bps	2,4%	22 bps		2,0%	11 bps	2,3%	31 bps		

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Định giá

Sử dụng phương pháp SOTP, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu **16.200 VND/cổ phiếu** cho HSG trong 12 tháng tới. Đối với phương pháp FCFF (sử dụng cho mảng kinh doanh truyền thống), chúng tôi điều chỉnh giảm phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu xuống 8%, đồng thời tăng lãi suất phi rủi ro lên mức 4,5%, từ đó chi phí sử dụng vốn WACC giảm nhẹ xuống 12,5% (chi tiết trong Bảng 5). Ngoài ra, chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá về cuối NĐTC 2027 (tháng 9/2027) khi Công ty chuẩn bị kết thúc NĐTC 2026.

Đối với Hoa Sen Home, chúng tôi điều chỉnh chỉ số định giá từ P/S sang EV/S nhằm tính toán giá trị doanh nghiệp (Enterprise value) vào cuối NĐTC 2027 với kỳ vọng mảng này sẽ tăng tỷ trọng đóng góp vào cơ cấu tài sản và vốn của Công ty. Mức EV/S được sử dụng là 1,5 lần, thấp hơn mức trung vị của các doanh nghiệp so sánh trong giai đoạn 2019-25 (2,4 lần) (Bảng 9) và phù hợp với quy mô hiện tại.

Bảng 5: Thay đổi giả định phương pháp FCFF đối với mảng truyền thống của HSG

Giả định mô hình	T9/2026	Thay đổi so với T6/2026	Giả định mô hình	T9/2026	Thay đổi so với T6/2026
WACC 2027	12,5%	-0,6 điểm %	Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,0%	-2,3 điểm %
Thuế suất hiệu dụng	15%	+1 điểm %	Beta đòn bẩy	1,4	+8%
Chi phí nợ vay	7,0%	+1,5 điểm %	Exit EV/EBITDA	6x	-
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,5%	-1,6 điểm %	Thời gian dự phóng	5 năm	-
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	+0,5 điểm %			
Nợ/VCSH cuối năm 2027	44%	-4 điểm %			

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Giá trị dòng tiền mảng truyền thống của HSG

Đơn vị: Tỷ VND	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	1.571	473	885	1.248	882	885	880
Hệ số thoái vốn EV/EBITDA (lần)							6,0x
Giá trị dài hạn							13.497
Dòng tiền tương lai			885	1.248	882	885	14.377
Giá trị hiện tại			885	1.113	704	632	9.177

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Định giá HSG bằng phương pháp SOTP

Đơn vị: Tỷ VND	Phương pháp	Chỉ số	Giá trị tại cuối NĐTC 2027
Mảng truyền thống (Tôn mạ, ống thép, ống nhựa)	Chiết khấu dòng tiền	FCFF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2031			3.896
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn			8.616
Giá trị			12.512
Hoa Sen Home	Định giá so sánh	EV/S	
Doanh thu 2027			3.780
EV/Sales (lần)			1,5
Giá trị			5.670
Tổng giá trị			18.182
Tiền, tương đương tiền & đầu tư tài chính			560
Nợ vay			5.714
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)			807
Giá mục tiêu (VND/cp)			16.200

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Độ nhạy giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu của HSG cho chi phí vốn và chỉ số EV/S (VND/cp)

		WACC 2031 mảng truyền thống				
		9,67%	10,67%	11,67%	12,67%	13,67%
EV/S Hoa Sen Home (lần)	0,5	12.306	11.871	11.455	11.058	10.678
	1	14.647	14.212	13.797	13.399	13.019
	1,5	16.988	16.554	16.138	15.740	15.360
	2	19.330	18.895	18.479	18.082	17.701
	2,5	21.671	21.236	20.820	20.423	20.042

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 9: P/S và EV/S của các doanh nghiệp bán lẻ vật liệu xây dựng so sánh

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
P/S	Home Depot	1,9	2,3	2,2	2,6	2,1	2,3	2,6
	Home Pro	3,3	3,1	3,1	3,1	2,3	1,8	1,3
	DEPO Bangunan	-	-	1,2	1,3	1,0	0,6	0,6
	Siam Global	2,4	2,8	2,7	3,2	2,6	2,2	1,1
	MR DIY	-	7,7	6,7	4,7	3,1	3,8	2,9
	DOHOME	0,9	1,8	2,2	1,4	1,3	0,9	0,4
	Trung bình	2,1	3,5	3,0	2,7	2,1	1,9	1,5
	Trung vị	2,2	2,8	2,5	2,8	2,2	2,0	1,2
EV/S	Home Depot	2,1	2,5	2,5	2,8	2,3	2,6	2,9
	Home Pro	3,5	3,3	3,4	3,4	2,5	2,1	1,6
	DEPO Bangunan	-	-	1,2	1,1	0,9	0,6	0,6
	Siam Global	3,0	3,3	3,2	3,4	3,0	2,5	1,4
	MR DIY	-	8,1	7,1	5,1	3,4	4,0	3,2
	DOHOME	1,5	2,2	2,6	1,7	1,8	1,5	1,0
	Trung bình	2,0	3,9	3,3	2,9	2,3	2,2	1,8
	Trung vị	2,1	3,3	2,9	3,1	2,4	2,3	1,5

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Cập nhật diễn biến vụ việc điều tra của Úc đối với thép mạ của Việt Nam (quay lại): Ngày 30/04/2026, Ủy ban Chống bán phá giá Úc (ADC) đã chính thức thông báo khởi xướng điều tra (Vụ việc 702) đối với sản phẩm thép mạ kẽm (galvanised steel) nhập khẩu từ Việt Nam và Hàn Quốc. Dựa trên đơn khiếu nại của nhà sản xuất nội địa BlueScope Steel, các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam (nổi bật là Hoa Sen và Nam Kim) bị cáo buộc có biên độ bán phá giá lên tới 56%.

Cập nhật mới nhất tại mốc thời hạn ngày thứ 60 (18/08/2026), ADC đã công bố báo cáo tình trạng (Day 60 Status Report) và quyết định chưa áp dụng biện pháp sơ bộ (PAD) để đánh thuế tạm thời, do cơ quan này cần thêm thời gian thẩm tra số liệu bảng câu hỏi từ các doanh nghiệp xuất khẩu và nhập khẩu. Theo tiến trình hiện tại, ADC dự kiến sẽ ban hành Báo cáo dữ liệu trọng yếu (SEF) vào ngày 07/10/2026 để lấy ý kiến phản biện từ các bên, trước khi đệ trình báo cáo khuyến nghị cuối cùng lên Bộ trưởng phụ trách vào cuối tháng 11/2026 và đưa ra phán quyết thuế chính thức vào tháng 12/2026. Hiện tại, HSG đã trình bày số liệu chứng minh không bán phá giá và vẫn duy trì kỳ vọng kết quả tốt.

Lợi nhuận kế toán có thể được hỗ trợ bởi lá chắn thuế từ lỗ lũy kế (quay lại): Trong giai đoạn NĐTC 2019-26, thuế suất hiệu dụng (chi phí thuế thu nhập/tổng lợi nhuận kế toán trước thuế) của HSG biến động mạnh do: (1) Công ty không ghi nhận tài sản thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại đối với các khoản lỗ tính thuế trong một số kỳ thua lỗ (phát sinh mạnh trong giai đoạn NĐTC 2022-23) theo quy tắc kế toán; và (2) Một số nhà máy đang trong thời hạn được ưu đãi thuế. Trong kịch bản tích cực, chúng tôi cho rằng các khoản lỗ lũy kế trong quá khứ (lũy kế đến cuối Q3 NĐTC 2026 khoảng 442 tỷ VND) có thể được sử dụng để bù trừ với thu nhập chịu thuế trong tương lai, qua đó giảm bớt nghĩa vụ thuế và cải thiện biên lợi nhuận sau thuế Công ty mẹ tại một số kỳ nhất định. Tuy nhiên, do (1) thời gian được phép chuyển lỗ để bù trừ theo quy định là 5 năm kể từ sau NĐTC phát sinh lỗ (tương ứng khoản lỗ 278 tỷ VND giai đoạn NĐTC 2022-23 hết hạn trong NĐTC 2027-28) và (2) sự không chắc chắn từ quyết toán thuế thực tế, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng và không giả định toàn bộ lá chắn thuế này sẽ được hiện thực hóa đầy đủ. Đối với ưu đãi thuế của các nhà máy, tính đến cuối Q3 NĐTC 2026, các cụm nhà máy tại Nghệ An và Bình Định vẫn đang trong thời gian được ưu đãi giảm 50% thuế suất, kéo dài đến 2028–2031, trong khi nhà máy Phú Mỹ và Hà Nam đã hết hạn ưu đãi sau NĐTC 2024–2025. Trong giai đoạn NĐTC 2027-28, chúng tôi giả định mức thuế suất hiệu dụng 15% đối với HSG, dựa trên các ưu đãi thuế suất hiện tại.

Hình 18: Thuế suất hiệu dụng của HSG giai đoạn NĐTC 2019-26



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Bảng 10: Biến động lỗ lũy kế và lá chắn thuế của HSG giai đoạn NĐTC 2019-26

NĐTC/kỳ phát sinh lỗ	Tình trạng kiểm tra	Số lỗ phát sinh	Số lỗ tính thuế đã được sử dụng trong các NĐTC trước	Số lỗ tính thuế đã được sử dụng trong kỳ này	Số lỗ còn được chuyển sang các kỳ tính thuế sau
2021-22		12,5	-12,4	-	0,2
2022-23		918,8	-624,2	-17,1	277,5
2023-24	Chưa quyết toán	96,4	-	-	96,4
2024-25		25,0	-	-	25,0
Kỳ 6T NĐTC 2026		42,7	-	-	42,7

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Bảng 11: Kết quả kinh doanh Q3-NĐTC26

Đơn vị: Tỷ VND	Q3-FY26	Q2-FY26	+/- (svqt)	Q3-FY25	+/- (svck)
Doanh thu thuần	9.993	8.967	11,4%	9.509	5,1%
Lợi nhuận gộp	1.526	1.052	45,1%	1.213	25,8%
Chi phí bán hàng	806	652	23,6%	791	1,9%

Chi phí quản lý doanh nghiệp	179	164	9,4%	169	6,2%
EBITDA	776	465	67,0%	478	62,4%
EBIT	542	236	129,2%	254	113,6%
Doanh thu tài chính	4	26	-84,0%	61	-93,2%
Chi phí tài chính	126	115	9,4%	60	110,2%
Chi phí lãi vay	121	108	11,6%	43	183,5%
Khấu hao	235	228	2,7%	224	4,5%
Thu nhập khác ròng	26	9	182,8%	36	-26,3%
LNTT	446	156	185,2%	290	53,6%
LNST Cty mẹ	382	119	221,9%	274	39,6%

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Bảng 12: Phân tích HĐKD Q3-NĐTC 2026

	Q3-FY26	Q2-FY26	+/- (svqt)	Q3-FY25	+/- (svck)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	15,3%	11,7%	354 bps	12,8%	252 bps
EBITDA/Doanh thu	7,8%	5,2%	258 bps	5,0%	274 bps
EBIT/Doanh thu	5,4%	2,6%	278 bps	2,7%	275 bps
TS lợi nhuận ròng	3,8%	1,3%	250 bps	2,9%	94 bps
Hiệu quả hoạt động (ngày)					
Số ngày tồn kho	98,0	111,5	-13,5	87,2	10,9
Số ngày khoản phải thu	20,4	18,7	1,8	21,3	-0,9
Số ngày phải trả	23,4	27,8	-4,5	20,1	3,2
Đòn bẩy					
Tổng nợ/Tổng vốn CSH	87,1%	102,3%	-1520 bps	70,0%	1710 bps

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Tỷ VND					Tỷ VND				
KQ HKKD	2025A	2026F	2027F	2028F	Bảng CĐKT	2025A	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	36.539	37.528	43.120	47.988	Tiền	602	1.045	500	729
Giá vốn	32.024	32.788	37.669	41.774	Đầu tư ngắn hạn	31	60	60	60
Lãi gộp	4.515	4.740	5.451	6.215	Khoản phải thu	2.272	1.971	2.159	2.275
Chi phí bán hàng	3.111	2.932	3.407	3.819	Hàng tồn kho	9.712	8.351	9.616	10.862
Chi phí quản lý	665	686	787	872	Tài sản ngắn hạn khác	1.557	1.986	2.194	2.376
Thu nhập từ HĐTC	281	95	149	149	Tài sản cố định hữu hình	3.915	4.088	4.556	4.704
Chi phí tài chính	184	377	363	328	Tài sản cố định vô hình	196	212	204	196
Lợi nhuận khác	70	70	69	68	Đầu tư dài hạn	1	7	7	7
Lợi nhuận trước thuế	818	859	1.008	1.297	Tài sản dài hạn khác	3.116	4.211	4.125	3.481
Thuế TNDN	88	155	151	195	Tổng tài sản	18.950	21.931	23.422	24.692
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Khoản phải trả	2.050	2.354	3.495	4.437
Lợi nhuận sau thuế	729	705	857	1.102	Vay và nợ ngắn hạn	4.404	6.375	5.714	5.220
EBIT	739	1.122	1.256	1.523	Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
EBITDA	1.643	2.074	2.297	2.633	Vay và nợ khác	22	51	79	114
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Tăng trưởng					Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Doanh thu	-7,0%	2,7%	14,9%	11,3%	Tổng nợ	7.614	9.949	10.632	11.266
Lợi nhuận HKKD	16,3%	26,2%	10,8%	14,6%	Vốn đầu tư của CSH	6.210	8.073	8.073	8.073
EBITDA	74,5%	51,9%	12,0%	21,2%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	41,7%	-3,4%	21,6%	28,7%	Lợi nhuận giữ lại	4.910	3.693	4.493	5.124
Tổng tài sản	-3,1%	15,7%	6,8%	5,4%	Thu nhập khác	42	44	50	56
Vốn chủ sở hữu	3,8%	5,7%	6,7%	5,0%	Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Khả năng sinh lợi					Tổng vốn	18.950	21.931	23.422	24.692
LN gộp/Doanh thu	12,4%	12,6%	12,6%	13,0%	Lợi ích cổ đông thiểu số	16	16	16	16
EBITDA/Doanh thu	4,5%	5,5%	5,3%	5,5%	Chỉ số định giá				
EBIT/Doanh thu	2,0%	3,0%	2,9%	3,2%	EPS	867	838	1.019	1.311
LNST/Doanh thu	2,0%	1,9%	2,0%	2,3%	P/E (x)	16,8	11,9	9,8	7,6
ROA	3,8%	3,4%	3,8%	4,6%	BVPS (đồng/cp)	14.019	14.821	15.821	16.608
ROE	6,6%	6,1%	6,9%	8,4%	P/B (x)	1,0	0,7	0,6	0,6
Hiệu quả hoạt động					DPS (đồng/cp)	385	0	0	500
Số ngày kh, phải thu	19,1	17,1	17,2	16,6	Tỷ suất cổ tức (%)	2,6	0,0	0,0	5,0
Số ngày HTK	100,7	90,9	85,9	88,2	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ				
Số ngày kh, phải trả	24,6	24,2	27,9	34,2	SOTP	16.138	100%	16.200	
Khả năng thanh toán					Giá mục tiêu (VND/cp)				16.200
Hiện hành	1,5	1,4	1,4	1,5	LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ				
Nhanh	0,4	0,4	0,3	0,3	Giá		Khuyến nghị		Thời hạn
Cấu trúc tài chính					09/2026	16.200	MUA		DÀI HẠN
Tổng Nợ / VCSH	67,3%	83,1%	83,2%	84,0%	07/2026	16.000	MUA		DÀI HẠN
Vay ngắn hạn/VCSH	38,9%	53,3%	44,7%	38,9%					
Nợ dài hạn / VCSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam

Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà

Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thắng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**