

CTCP TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSG)

Trung lập (duy trì)

THÉP

Giá hiện tại	VND16.550
Cao/thấp nhất 52	VND24.630/12.500
Giá mục tiêu	VND18.100
Cập nhật gần nhất	VND12.400
Consensus	-11,0%%
Tiềm năng tăng giá	9,4%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	9,4%

Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	398,2
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	4,3
Sở hữu NN (tr USD)	159,3
Số CP lưu hành (tr)	621
Số CP sau pha loãng (tr)	621

	HSG	Ngành	VNI
P/E Trượt	22,2	16,1	13,5
P/B Hiện tại	0,9	0,8	1,7
ROA	2,3%	2,7%	2,3%
ROE	4,2%	6,0%	13,0%

*dữ liệu ngày 02/07/2025

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Cổ phiếu phổ thông	-26,6%	-15,1%	-33,9%
Tương quan index	-8,9%	-2,6%	2,0%

Cơ cấu sở hữu

Lê Phước Vũ	17,0%
Khác	83,0%

Tổng quan doanh nghiệp

Tập đoàn Hoa Sen là công ty sản xuất kinh doanh tôn thép hàng đầu Việt Nam và là nhà xuất khẩu tôn thép hàng đầu Đông Nam Á. HSG đang dẫn đầu phân khúc tôn mạ kẽm tại Việt Nam 28% thị phần.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Quỳnh Phương

Phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Thiếu động lực tăng trưởng mới

- Chúng tôi giữ khuyến nghị trung lập đối với HSG với tiềm năng tăng giá 8%. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 18.100 đồng/cp, trong khi giá cổ phiếu đã tăng 22% kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận năm 2025–2026 lần lượt 37%/11%, xuống còn 926 tỷ đồng và 1.012 tỷ đồng, tương ứng tăng 62%/9% svck, chủ yếu do biên EBITDA dự kiến cao hơn.
- Xét theo P/B, với ROE dự phóng duy trì thấp quanh mức 8% cho 2025/2026, cổ phiếu HSG đang giao dịch ở mức P/B 0,8x, mà theo quan điểm của chúng tôi là chưa đủ hấp dẫn.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q1/25 giảm 9% svck do sản lượng bán hàng giảm 6%.
- LN ròng Q1/25 đạt 205 tỷ đồng, giảm 36% svck so với mức 319 tỷ đồng cùng kỳ năm trước.
- Lợi nhuận ròng của HSG trong 8 tháng gần nhất đạt 567 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận ròng tháng 4 và 5 ước đạt 151 tỷ đồng.

Luận điểm đầu tư

Giá thép Trung Quốc dự báo tiếp tục chịu áp lực do cắt giảm sản lượng chậm và nhu cầu suy yếu

Thị trường thép Trung Quốc đối mặt với nhiều lực cản lớn. Diễn biến ngành thép từ đầu năm đến nay đúng như kỳ vọng của chúng tôi rằng nguồn cung giảm chậm hơn so với nhu cầu. Chúng tôi không kỳ vọng xu hướng này thay đổi ít nhất trong nửa cuối năm 2025. Để giá thép Trung Quốc tăng trở lại, sản lượng phải cắt giảm mạnh hơn mức giảm nhu cầu — nhưng điều này khó xảy ra do thiếu động lực từ cả Chính phủ và doanh nghiệp.

Thuế nhập khẩu thép của Việt Nam sẽ phần nào hỗ trợ giá thép trong nước

Chúng tôi dự báo giá thép tiếp tục chịu áp lực kéo dài, các biện pháp thuế mới này sẽ phần nào hỗ trợ giá thép trong nước trước áp lực từ thép Trung Quốc giá rẻ.

Sản lượng năm 2025 dự kiến sẽ giảm nhẹ

Chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng của HSG sẽ giảm 7% trong 2025, chủ yếu do xuất khẩu giảm 25% khi HSG chuyển hướng tiêu thụ trở lại thị trường nội địa để tránh rủi ro điều tra thương mại gia tăng từ các thị trường xuất khẩu.

Định giá ở mức cao trong khi ROE duy trì thấp

Định giá cổ phiếu HSG theo P/E chưa hấp dẫn khi mức P/E dự phóng 2026 khoảng 10x, với EPS dự kiến chỉ tăng 13% trong năm 2026. Xét theo P/B, với ROE dự phóng duy trì thấp ở mức 8,3% cho 2025-26, cổ phiếu HSG đang giao dịch ở mức P/B 0,8x, mà theo chúng tôi cũng chỉ ở mức hợp lý.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	-19%	23%	-7%	11%
Biên gộp	9%	11%	12%	11%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	808	572	926	1012
Tăng trưởng LN ròng	-176%	-29%	62%	9%
Lợi nhuận gộp	2%	1%	2%	2%
P/E	506,7	16,8	11,2	9,9
P/B	1,3	0,9	0,8	0,8
ROAE	0,3%	5,3%	8,3%	8,3%
Nợ/VCSH ròng	0,3	0,4	0,1	0,1

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

CTCP THÉP NAM KIM (NKG)

Trung lập (duy trì)

Thép

Giá hiện tại	VND13.250
Cao/thấp nhất 52	VND20.020/11.300
Giá mục tiêu	VND13.100
Cập nhật gần nhất	VND11.100
Consensus	-15,3%%
Tiềm năng tăng giá	-1,1%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	-1,1%

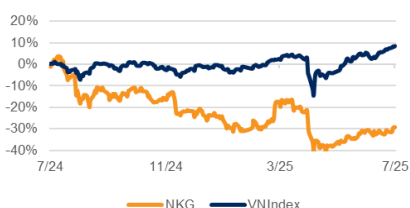
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	227,9
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	3,9
Sở hữu NN (tr USD)	101,8
Số CP lưu hành (tr)	447,6
Số CP sau pha loãng (tr)	447,6

	NKG	Ngành	VNI
P/E Trượt	16,1	22,2	13,5
P/B Hiện tại	0,8	0,9x	1,7
ROA	2,7%	2,3%	2,3%
ROE	6,0%	4,2%	13,0%

*dữ liệu ngày 02/07/2025

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
Cổ phiếu phổ thông	1,1%	-13,1%	-31,0%
Tương quan index	2,4%	3,6%	8,9%

Cơ cấu sở hữu

Hồ Minh Quang	15,9%
Khác	84,1%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Thép Nam Kim nằm trong top 3 công ty dẫn đầu về mảng tôn mạ tại Việt Nam với 17% thị phần và công suất thép đạt khoảng 1 triệu tấn/năm.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Quỳnh Phương

Phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

ROE thấp nhưng định giá vẫn cao

- Chúng tôi giữ khuyến nghị trung lập cho NKG với rủi ro giảm giá 1% và điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 13.100 đồng/cp, trong khi giá cổ phiếu đã tăng 12% kể từ báo cáo gần nhất.
- Điều chỉnh giảm dự phóng LNNăm 2024–25 lần lượt 12%/4%, xuống còn 315 tỷ đồng và 479 tỷ đồng, tương ứng giảm 30% và tăng 52% svck, chủ yếu do biên LN gộp dự kiến thấp hơn do giá HRC cao hơn kỳ vọng khi Việt Nam áp thuế nhập khẩu thép.
- Cổ phiếu NKG được đánh giá khá đắt khi đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2025-26 lần lượt là 18,7x/12,4x, trong bối cảnh EPS được dự báo giảm 50% trong 2025 do pha loãng cổ phiếu, trước khi tăng trở lại 51% vào 2026 nhờ nhà máy mới đi vào vận hành. Tuy nhiên, ngay cả với công suất mới này, ROE dự phóng 2026 cũng chỉ quanh mức 6%.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu Q1/25 giảm 23% svck do giá bán bình quân giảm 21%. Doanh thu Q1/25 giảm 23% svck do giá bán bình quân giảm 21%.
- Lợi nhuận ròng Q1/25 giảm 56% svck, xuống còn 65 tỷ đồng, nhưng tăng 255% sv quý trước từ nền thấp của Q4/24.
- Lợi nhuận ròng Q1/25 hoàn thành 18,2% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Luận điểm đầu tư

Giá thép Trung Quốc dự báo tiếp tục chịu áp lực do cắt giảm sản lượng chậm và nhu cầu suy yếu

Thị trường thép Trung Quốc đối mặt với nhiều lực cản lớn. Diễn biến ngành thép từ đầu năm đến nay đúng như kỳ vọng của chúng tôi rằng nguồn cung giảm chậm hơn so với nhu cầu. Chúng tôi không kỳ vọng xu hướng này thay đổi ít nhất trong nửa cuối năm 2025. Để giá thép Trung Quốc tăng trở lại, sản lượng phải cắt giảm mạnh hơn mức giảm nhu cầu — nhưng điều này khó xảy ra do thiếu động lực từ cả Chính phủ và doanh nghiệp.

Thuế nhập khẩu thép của Việt Nam sẽ phần nào hỗ trợ giá thép trong nước

Vì chúng tôi dự báo giá thép sẽ tiếp tục chịu áp lực kéo dài, chúng tôi cho rằng các biện pháp thuế mới này sẽ phần nào hỗ trợ giá thép trong nước trước áp lực từ thép Trung Quốc giá rẻ.

Sản lượng thép dự kiến sẽ tăng 32% trong năm 2026

Trong năm 2026, chúng tôi giữ quan điểm rằng sản lượng bổ sung mới khoảng 300 nghìn tấn để phục vụ ngành sản xuất sẽ giúp tổng sản lượng thép tăng 32% svck. Ban lãnh đạo cho biết nhà máy mới đang triển khai đúng tiến độ và dự kiến chạy thử vào tháng 12/2025, phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

	2023	2024	2024	2026
Tăng trưởng doanh thu	-19,4%	10,8%	-8,1%	35,8%
Biên LN gộp	6,0%	8,9%	7,5%	9,4%
LN ròng (tỷ đồng)	117	453	315	479
Tăng trưởng LN ròng	NA	285,8%	-30,4%	51,9%
Biên LN ròng	0,6%	2,2%	1,7%	1,9%
P/E	56,9	9,2	18,7	12,4
P/B	1,2	0,7	0,8	0,7
ROAE	2,2%	8,4%	5,4%	6,2%
Nợ ròng/VCSH (lần)	0,68	0,97	0,57	0,99

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hồ sơ công ty: Tập đoàn Hoa Sen

Tập đoàn Hoa Sen dẫn đầu phân khúc tôn mạ tại Việt Nam với 28% thị phần. HSG chiếm 26% thị trường trong nước và 30% thị trường xuất khẩu vào cuối năm 2023.

Tập đoàn Hoa Sen là công ty hàng đầu về sản xuất và kinh doanh tôn thép tại Việt Nam và là nhà xuất khẩu tôn thép hàng đầu Đông Nam Á. Tập đoàn sở hữu 10 nhà máy tại ba miền Bắc, Trung, Nam để sản xuất và cung cấp các sản phẩm Tôn sóng, Tôn mạ, Ống thép, Ống mạ nhúng nóng và Ống nhựa cho từng thị trường khu vực.

Hình 1: Các nhà máy của HSG

STT	Tên nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Loại sản phẩm
1	Nhà máy ống kẽm Hoa Sen Yên Bái	82.800	Ống thép
2	Nhà máy Hoa Sen Nghệ An	700.000	Thép mạ
		240.000	
3	Nhà máy Hoa Sen Nam Cấm	120.000	Ống thép
4	Nhà máy ống kẽm ống nhựa Hoa Sen Bình Định	600.000	Ống thép
		12.000	Ống nhựa
5	Nhà máy tôn Hoa Sen – Bình Dương	800.000	Ống thép
6	Nhà máy Hoa Sen – Hà Nam	217.800	
		19.800	Ống nhựa
7	Nhà máy Hoa Sen Nhơn Hội – Bình Định	350.000	Thép mạ
		430.000	
		195.000	Ống thép
8	Nhà máy VLXD Hoa Sen Phú Mỹ	332.040	
		97.981	Ống nhựa
9	Nhà máy ống thép mạ kẽm/ống đúc Hoa Sen – Phú Mỹ	85.000	Ống thép
10	Nhà máy tôn Hoa Sen – Bình Dương	1.200.000	Thép mạ
		330.000	

Nguồn: Company reports, VNDIRECT Research

Công ty đồng thời cũng sở hữu kênh phân phối của riêng mình với hơn 500 chi nhánh – cửa hàng bán lẻ trải rộng khắp cả nước. Đối với chuỗi Hoa Sen Home, HSG hiện vận hành 110 cửa hàng bán lẻ vật liệu xây dựng và thiết bị gia dụng nhưng chưa có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào lĩnh vực này trong năm 2024.

Hình 2: Hội đồng quản trị và Ban lãnh đạo của HSG

Tên	Chức danh	Ghi chú
Ban Giám đốc		
Ông Lê Phước Vũ	Nhà sáng lập, Chủ tịch HĐQT	23 năm kinh nghiệm trong ngành thép, nhà sáng lập và chủ tịch HĐQT HSG từ năm 2001
Ông Trần Ngọc Chu	Phó Chủ tịch điều hành	Gia nhập HSG từ khi thành lập
Ông Trần Quốc Tri	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2004
Ông Lý Văn Xuân	Thành viên HĐQT không điều hành	Nhà đầu tư lâu dài của HSG
Ông Đinh Việt Huy	Thành viên HĐQT độc lập	
Ông Nguyễn Văn Luân	Thành viên HĐQT độc lập	
Ban lãnh đạo		
Ông Trần Quốc Tri	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2004
Ông Hoàng Đức Huy	Phó Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2001
Ông Vũ Văn Thanh	Phó Tổng Giám đốc	Gia nhập HSG năm 2008
Ông Trần Ngọc Phạm	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Nguyễn Ngọc Huy	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Trần Thanh Nam	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Nguyễn Minh Phúc	Phó Tổng Giám đốc	

Nguồn: Company website, VNDIRECT Research

Hồ sơ công ty: Tập đoàn Thép Nam Kim

Tập đoàn Thép Nam Kim là một trong những nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty sở hữu ba nhà máy tại Bình Dương và Long An với tổng công suất đạt 1,27 triệu tấn thép, trong đó bao gồm thép ống và tôn mạ. Không giống như HSG, NKG bán trực tiếp cho các nhà phân phối mà không sở hữu bất kỳ chi nhánh hoặc cửa hàng bán lẻ nào.

Hình 3: Nhà máy của NKG

STT	Tên nhà máy	Dây chuyền sản xuất	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Loại
1	Nhà máy tôn mạ Nam Kim Bình Dương số 1	Thép tấm (công nghệ NOF)	350.000	Tôn
2	Nhà máy tôn mạ Nam Kim Bình Dương số 2	Thép tấm (công nghệ NOF)	650.000	Tôn
3	Nhà máy ống Long An	Ống thép	120.000	Ống
4	Nhà máy Nam Kim Mỹ Phước III	Ống thép	150.000	Ống
Dây chuyền sản xuất				
		Tẩy gỉ	1.000.000	
		Cán nguội	1.000.000	
		Mạ màu	180.000	
		Mạ kẽm, mạ lạnh	1.270.000	

Nguồn: Company website, VNDIRECT Research

NKG là một trong ba công ty hàng đầu trong phân khúc tôn mạ tại Việt Nam với tổng thị phần 17%, sánh ngang với GDA với 18% thị phần. NKG chiếm 10% thị trường trong nước và 23% thị trường xuất khẩu vào cuối năm 2023.

Hình 4: Ban giám đốc và Ban lãnh đạo của NKG

Tên	Chức Danh	Ghi Chú
Ban Giám Đốc		
Ông Hồ Minh Quang	Chủ tịch HĐQT	Ông Hồ Minh Quang là con rể của ông Trần Xuân Cao, Nhà sáng lập NKG, gia nhập NKG với cương vị Chủ tịch HĐQT từ năm 2009
Ông Võ Quang Vũ	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong ngành thép và đã đảm nhiệm nhiều vị trí quản lý, điều hành tại các công ty niêm yết
Ông Nguyễn Vinh An	Thành viên HĐQT kiêm Phó Tổng Giám đốc	Gia nhập NKG năm 2011. Đã có 20 năm trong ngành thép, phụ trách quản lý dự án, vận hành kỹ thuật - bảo trì - R&D
Bà Nguyễn Ngọc Ý Nhi	Thành viên HĐQT	15 năm kinh nghiệm tư vấn, đầu tư và quản lý tài chính cho các tổ chức quỹ đầu tư
Ông Võ Thời	Thành viên HĐQT	Nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý, điều hành và lãnh đạo
Ông Nguyễn Hữu Kinh Luân	Thành viên HĐQT	10 năm kinh nghiệm trong ngành thép và đã đảm nhiệm nhiều vị trí quản lý, điều hành và lãnh đạo tại các công ty niêm yết
Ban Điều hành		
Ông Võ Quang Vũ	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	
Ông Nguyễn Vinh An	Phó Tổng Giám đốc	
Ông Quang Trọng Lăng	Phó Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong ngành thép và giữ nhiều chức vụ quản lý, điều hành và lãnh đạo sản xuất
Bà Trần Ngọc Diệu	Phó Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong ngành thép và phụ trách kiểm soát tài chính của công ty
Bà Nguyễn Thị Ngọc Liên	Phó Tổng Giám đốc	20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý và điều hành hoạt động xuất khẩu
Bà Vũ Thị Huyền	Phó Tổng Giám đốc	5 năm kinh nghiệm quản lý trong lĩnh vực kế toán và kiểm toán

Nguồn: VNDIRECT Research, Website công ty

Tóm tắt KQKD Q1/25 HSG: Sản lượng giảm do xuất khẩu suy yếu

Hình 5: Lợi nhuận ròng Q1/25 giảm 36% svck

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/24	svck	Dự phóng 2025	3T25/Dự phóng 2025
Doanh thu	8.663	9.481	-9%	37.338	23%
Lợi nhuận gộp	1.075	1.117	-4%	3.999	27%
Chi phí bán hàng & QLDN	-908	-913	-1%	-3.547	26%
Thu nhập tài chính ròng	52	96	-46%	104	50%
LNTT	227	313	-28%	583	39%
LNST - cổ đông thiểu số	205	319	-36%	513	40%
Biên LN gộp	12,4%	11,8%	+0,6 điểm %	10,7%	
Biên LN ròng	2,4%	3,4%	-1,0 điểm %	1,4%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Sản lượng tiêu thụ Q1/25 giảm chủ yếu do xuất khẩu sụt giảm

Sản lượng tiêu thụ Q1/25 giảm 6% svck, đạt 420.700 tấn. Thị trường nội địa ghi nhận sản lượng thép mạ tăng 41% svck, đạt 164.000 tấn, trong khi xuất khẩu giảm 38% svck, xuống còn 160.000 tấn.

Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ chi phí đầu vào giảm

Giá bán bình quân thép mạ trong Q1/25 giảm nhẹ 3% svck, xuống khoảng 21 triệu đồng/tấn, trong khi giá đầu vào HRC của HSG giảm mạnh hơn, 10% svck, xuống còn 530 USD/tấn. Điều này góp phần giúp biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 12,4%.

Chi phí BH&QLDN giảm chậm hơn mức giảm của doanh thu

Chi phí BH&QLDN Q1/25 giảm 1% svck nhờ quản lý chi phí tốt hơn, trong khi doanh thu giảm 9% svck.

Tỷ lệ đòn bẩy ròng giảm sv quý trước

Tính đến cuối Q1/25, tỷ lệ nợ ròng/VCSH giảm còn 0,31x, thấp hơn mức 0,44x của quý trước.

Hình 6: Các tỷ lệ bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng (ghi chú khác)	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
Tiền + Đầu tư ngắn hạn	351	739	623	1.710	394	504	633	1.529	448
Số ngày phải thu	20	23	24	24	26	26	28	27	27
Số ngày tồn kho	76	78	82	92	117	123	111	108	99
Số ngày phải trả	23	19	23	30	35	33	24	22	18
Vốn	-80	13	-178	13	-57	-35	-642	1	1
Khấu hao	284	276	276	266	251	241	232	228	223
TSCĐ	5.474	5.225	5.020	4.764	4.516	4.283	4.111	3.971	4.018
Nợ ròng/VCSH	0,31	0,35	0,21	0,27	0,52	0,49	0,43	0,44	0,27

Nguồn: VNDIRECT Research

Tóm tắt cuộc họp nhà đầu tư HSG: KQKD Q2/25 tích cực

Chúng tôi đã tham dự buổi họp nhà đầu tư của HSG vào ngày 26/6/2025, dưới đây là những điểm chính được rút ra từ cuộc họp:

Đúng như dự báo của công ty từ đầu năm, thị trường xuất khẩu trong năm 2025 đã trở nên khó khăn hơn do xu hướng toàn cầu chuyển từ toàn cầu hóa sang chủ nghĩa bảo hộ sản xuất nội địa. Hiện tại, cơ cấu tiêu thụ của HSG khoảng 60–65% nội địa và 40–45% xuất khẩu.

Tổng công suất sản xuất thép mạ trong nước hiện gấp 3 lần nhu cầu tiêu thụ nội địa, dẫn đến cạnh tranh gay gắt hơn khi các doanh nghiệp tập trung nhiều hơn vào thị trường trong nước. Tuy nhiên, HSG có lợi thế nhờ mạng lưới phân phối mạnh với hơn 406 cửa hàng trên toàn quốc, thương hiệu đã được khẳng định và đội ngũ bán hàng giàu kinh nghiệm. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản khởi sắc đã đẩy sản lượng tiêu thụ nội địa từ 70–75 nghìn tấn/tháng lên 80–85 nghìn tấn/tháng trong đầu năm 2025.

Giá thép mạ trong nước đã tăng nhờ Việt Nam áp thuế đối với một số mặt hàng HRC nhập khẩu. Trong khi đó, việc áp thuế lên thép mạ nhập khẩu không ảnh hưởng đến giá trong nước do nguồn cung thép mạ tại Việt Nam không thiếu hụt.

Giá HRC hiện được chào bán quanh mức 500–518 USD/tấn. Đây đã là mức rất thấp và nếu giá giảm sâu hơn, một số doanh nghiệp có thể buộc phải dừng hoạt động. Tuy nhiên, do thị trường Trung Quốc vẫn yếu, áp lực tăng giá trong 2–3 tháng tới là không nhiều. Giá HRC dự kiến sẽ duy trì ổn định quanh mức này trong Q3/25, còn triển vọng dài hạn vẫn còn nhiều yếu tố bất định.

Biên lợi nhuận gộp của mảng phân phối thương mại hiện ở mức: thép xây dựng 2–3%, sơn 15–20%, gạch ốp lát và thiết bị vệ sinh 25–30%. Tuy nhiên, mảng này hiện chỉ chiếm khoảng 10% tổng doanh thu. Tính chung cả mảng thép mạ, biên lợi nhuận gộp toàn công ty duy trì khoảng 11–12%.

HSG hiện lấy 40% nguồn HRC từ nhập khẩu và 60% từ các nhà cung cấp trong nước (HPG và FMS).

KQKD Q2/25 tích cực, với lợi nhuận ròng bình quân đạt khoảng 80 tỷ / tháng.

Trong thời gian tới, công ty sẽ tiếp tục đầu tư mở rộng số lượng cửa hàng Hoa Sen Home với mục tiêu khai trương thêm 30 cửa hàng mỗi năm, đồng thời mở rộng và nâng cấp hệ thống kho trung tâm thông qua tự động hóa.

Tóm tắt KQKD Q1/25 NKG: Giá thép tiếp tục xu hướng giảm

Hình 7: Lợi nhuận ròng Q1/25 giảm 56% svck

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/24	svck	Dự phóng 2025	KQKD Q1/25 sv dự phóng
Doanh thu thuần	4.090	5.291	-23%	23.525	17,4%
LN gộp	263	567	-54%	2.164	12,2%
Chi phí BH&QLDN	(169)	(324)	-48%	(1.432)	11,8%
TN tài chính ròng	(18)	(55)	-68%	(283)	6,3%
LNTT	81	188	-57%	449	18,1%
LN Ròng	65	150	-56%	359	18,2%
Biên LN gộp	6,4%	10,7%	-4,3 điểm %	9,2%	
Biên LN ròng	1,6%	2,8%	-1,2 điểm %	1,5%	

Nguồn: VNDIRECT Research

Sản lượng bán hàng ước tính giảm 4% do sản lượng xuất khẩu Q1/25

Sản lượng tiêu thụ Q1/25 giảm khoảng 4% svck, đạt hơn 204.000 tấn, trong đó thị trường nội địa ghi nhận sản lượng thép mạ tăng 96% svck lên 108.000 tấn, còn xuất khẩu giảm 44% svck xuống còn 97.000 tấn.

Biên lợi nhuận gộp Q1/25 giảm svck

Giá bán bình quân thép mạ trong Q1/25 giảm mạnh 21% svck (-2% sv quý trước), xuống còn khoảng 16,8 triệu đồng/tấn, trong khi giá đầu vào HRC của NKG giảm 20% svck còn 475 USD/tấn (-3% sv quý trước). Diễn biến này khiến biên lợi nhuận gộp giảm cả svck và sv quý trước, xuống mức 6,4% trong Q1/25.

LNTT Q1/25 giảm mạnh svck

LNTT Q1/25 giảm 57% svck, còn 81 tỷ đồng. LNTT tăng 418% từ mức nền thấp của Q4/24 chỉ đạt 16 tỷ đồng sv quý trước.

Tỷ lệ đòn bẩy ròng giảm

Đến cuối Q1/25, tỷ lệ nợ ròng/VCSH giảm xuống còn 0,6 lần nhờ lượng tiền mặt tăng mạnh từ đợt phát hành quyền mua cổ phiếu vừa qua

Hình 8: Các tỷ lệ bảng cân đối kế toán của NKG

Tỷ đồng (ghi chú khác)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Tiền + Đầu tư ngắn hạn	933	1.480	1.090	1.075	777	773	959	639	1.541
Số ngày phải thu	28	34	37	39	44	51	47	40	35
Số ngày tồn kho	126	117	112	119	117	117	120	129	128
Số ngày phải trả	37	31	35	35	31	33	30	21	15
Vốn	-103	-10	-14	-3	-65	-484	-274	-563	-535
Khấu hao	94	93	94	95	94	94	92	91	90
TSCĐ	2.582	2.496	2.450	2.359	2.268	2.181	2.107	2.021	1.937
Nợ ròng/VCSH	0,89	0,57	0,64	0,68	0,84	0,69	0,87	0,97	0,56

Nguồn: VNDIRECT Research

Triển vọng năm 2025-26: HSG - Thiếu động lực thúc đẩy chính

Hình 9: Dự báo lợi nhuận HSG và các giả định chính

	Thực tế	Cũ		Mới		% Thay đổi	
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Tỷ đồng, ghi chú khác							
Tổng doanh thu	41.098	41.983	43.080	38.408	42.560	-8,5%	-1,2%
Tăng trưởng svck	23%	4%	3%	-7%	11%		
Lợi nhuận gộp	4.508	4.754	4.855	4.582	4.811	-3,6%	-0,9%
Biên LN gộp	11,0%	11,3%	11,3%	11,9%	11,3%	0,6 điểm %	0,0 điểm %
Chi phí BH&QLDN	(3.458)	(3.988)	(4.093)	(3.564)	(4.043)	-10,6%	-1,2%
%Chi phí BH&QLDN với doanh thu	8%	9,5%	9,5%	9,3%	9,5%		
LN ròng	1.516	1.743	2.030	1.835	2.022	5,2%	-0,3%
Biên LN ròng	4%	4,2%	4,7%	4,8%	4,8%	0,6 điểm %	0,0 điểm %
Chi phí lãi vay	-157	-142	-127	-181	-110	27,8%	-13,6%
LN trước thuế	614	769	1.040	1.045	1.150	35,8%	10,6%
LNST công ty mẹ	572	677	915	926	1.012	36,8%	10,6%
Biên LN ròng	1,4%	1,6%	2,1%	2,4%	2,4%	0,8 điểm %	0,3 điểm %
Tăng trưởng svck	-29%	13%	35%	62%	9%		
Sản lượng thép (tấn)	1.959.670	1.985.000	2.040.000	1.815.725	1.960.000	-8,5 điểm %	-3,9 điểm %
Ổng thép	375.470	375.000	400.000	401.725	400.000	7,1 điểm %	0,0 điểm %
Tổng thép mạ	1.584.200	1.610.000	1.640.000	1.414.000	1.560.000	-12,2 điểm %	-4,9 điểm %
Thép mạ - nội địa	646.200	760.000	800.000	714.500	840.000	-6,0 điểm %	5,0 điểm %
Thép mạ - xuất khẩu	938.000	850.000	840.000	699.500	720.000	-17,7 điểm %	-14,3 điểm %
HRC (USD/tấn)	585	590	590	561	572	-4,9 điểm %	-3,1 điểm %
Tăng trưởng svck	-8%	1%	0%	-4%	2%		
Thép mạ kẽm (triệu đồng/tấn)	21.800	22.000	22.000	22.800	22.500	3,6 điểm %	2,3 điểm %
Tăng trưởng svck	-6%	1%	0%	4%	-1%		

Nguồn: VNDIRECT Research

2025-26: LN của NKG có thể chạm đáy trong 2025 dù ROE duy trì ở mức thấp

Hình 10: Dự báo lợi nhuận NKG và các giả định chính

	Thực tế	Cũ		Mới		% Thay đổi	
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Tỷ đồng, ghi chú khác							
Tổng doanh thu	20.609	21.858	27.310	18.940	25.730	-13,3%	-5,8%
Tăng trưởng svck	11%	6%	25%	-8%	36%		
Lợi nhuận gộp	1.832	2.144	2.806	1.430	2.423	-33,3%	-13,7%
Biên LN gộp	8,9%	9,8%	10,3%	7,5%	9,4%	-2,3 điểm %	-0,9 điểm %
Chi phí BH&QLDN	(1.138)	(1.412)	(1.708)	(875)	(1.348)	-38,0%	-21,1%
%Chi phí BH&QLDN với doanh thu	6%	6,5%	6,3%	4,6%	5,2%	0,0%	0,0%
LN ròng	1.065	1.137	1.766	965	1.702	-15,1%	-3,6%
Biên LN ròng	5%	5,2%	6,5%	5,1%	6,6%	-0,1 điểm %	0,1 điểm %
Chi phí lãi vay	-208	-198	-280	-172	-229	-13,0%	-18,3%
LN trước thuế	558	449	623	394	598	-12,1%	-3,9%
LNST công ty mẹ	453	359	498	315	479	-12,2%	-3,9%
Biên LN ròng	2,2%	1,6%	1,8%	1,7%	1,9%	0,0 điểm %	0,0 điểm %
Tăng trưởng svck	286%	-21%	39%	-30%	52%	0,0% pts	0,0% pts
Sản lượng thép (tấn)	1.046.533	1.095.000	1.380.000	1.045.000	1.380.000	-4,6 điểm %	0,0 điểm %
Ổng thép	127.500	160.000	160.000	150.000	160.000	-6,3 điểm %	0,0 điểm %
Tổng thép mạ	919.033	935.000	1.220.000	895.000	1.220.000	-4,3 điểm %	0,0 điểm %
Thép mạ - nội địa	249.330	270.000	380.000	468.300	580.000	73,4 điểm %	52,6 điểm %
Thép mạ - xuất khẩu	669.703	665.000	840.000	426.700	640.000	-35,8 điểm %	-23,8 điểm %
HRC (USD/tấn)	580	570	570	507	510	-11,0 điểm %	-10,5 điểm %
Tăng trưởng svck	-13%	-2%	0%	-10%	1%		
Thép mạ kẽm (triệu đồng/tấn)	20.209	20.468	20.156	18.350	18.861	-10,3 điểm %	-6,4 điểm %
Tăng trưởng svck	-8%	1%	-2%	-9%	3%		

Nguồn: VNDIRECT Research

Giá thép Trung Quốc sẽ tiếp tục gặp khó khăn

Theo nguồn tin từ Bloomberg, tại Trung Quốc, tăng trưởng svck của sản lượng thép thô/tổng tiêu thụ thép lần lượt đạt -3,0%/-4,3% trong năm 2021, -1,9%/-2,5% năm 2022, +0,6%/-2,6% năm 2023, -1,0%/-3,1% năm 2024 và -1%/-2% trong 3T25. Việc sản lượng thép thô giảm chậm hơn mức suy giảm nhu cầu nội địa đã khiến giá thép liên tục lao dốc kể từ đỉnh năm 2021 đến nay.

Diễn biến ngành thép Trung Quốc từ đầu năm đến nay đúng như kỳ vọng của chúng tôi rằng nguồn cung giảm chậm hơn so với nhu cầu, như đã phân tích chi tiết trong báo cáo trước và ấn phẩm 1H25 BCCL:

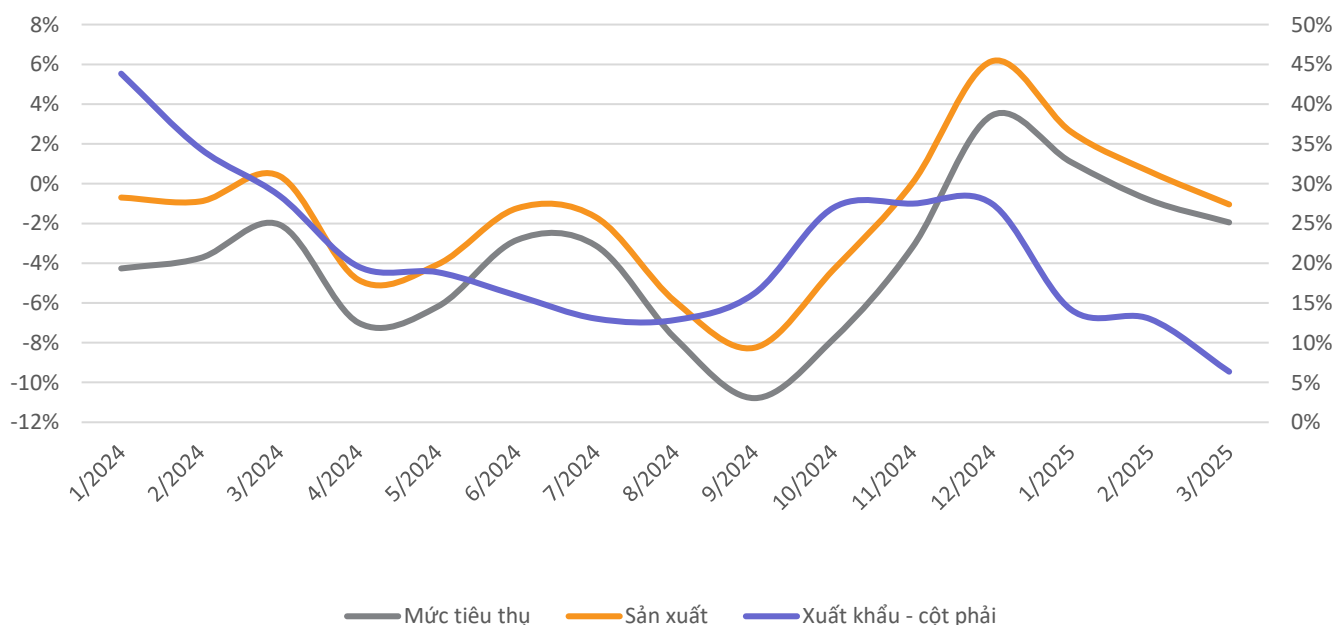
- 1) Nhu cầu thép nội địa tại Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm
- 2) Xuất khẩu thép của Trung Quốc ra toàn cầu sẽ giảm từ năm 2025
- 3) Tuy nhiên, tiến độ cắt giảm sản lượng vẫn chậm dù nhu cầu yếu

Chúng tôi không kỳ vọng xu hướng này thay đổi ít nhất trong nửa cuối năm 2025. Để giá thép Trung Quốc đảo chiều tăng trở lại, các nhà sản xuất sẽ cần cắt giảm sản lượng với tốc độ vượt mức suy giảm của nhu cầu – tuy nhiên, kịch bản này khó xảy ra do thiếu động lực từ cả phía Chính phủ lẫn khu vực tư nhân.

Từ góc độ của Chính phủ, việc đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 5% trong năm nay vốn đã là một thách thức, và việc cắt giảm sản lượng thép sẽ chỉ khiến mục tiêu này càng khó hoàn thành. Trên thực tế, các đợt cắt giảm sản lượng đáng kể chỉ diễn ra vào năm 2021, khi Trung Quốc đã có dư địa vượt mục tiêu GDP. Khi đó, Chính phủ đã chuyển trọng tâm sang ưu tiên tiếp theo sau khi hoàn thành mục tiêu GDP – đó là bảo vệ môi trường – và áp dụng chính sách siết giảm sản lượng thép một cách quyết liệt.

Về phía khu vực tư nhân, kỳ vọng biên lợi nhuận ngành thép cải thiện nhờ giá than cốc và quặng sắt giảm, cùng với khả năng xuất hiện gói kích thích kinh tế trong nửa cuối năm 2025, nhiều khả năng sẽ khuyến khích các doanh nghiệp tăng sản lượng thay vì cắt giảm.

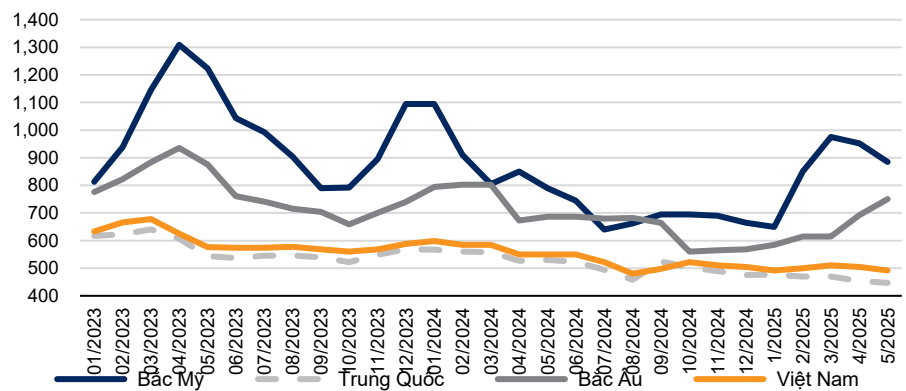
Hình 11: Tăng trưởng svck của nhu cầu, nguồn cung và xuất khẩu thép Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg

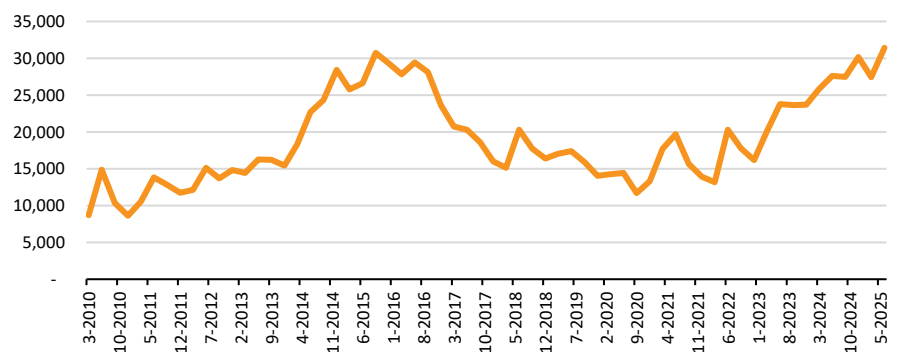
Việc Tổng thống Trump nâng mức thuế nhập khẩu thép và nhôm từ 25% lên 50% đã đẩy giá HRC nội địa tại Mỹ tăng cao, mang lại lợi ích cho các nhà sản xuất trong nước nhưng cũng làm gia tăng chi phí cho các ngành phụ thuộc vào nhập khẩu. Trong khi đó, giá thép toàn cầu bên ngoài nước Mỹ chịu áp lực do mất thị trường Mỹ và những bất ổn thương mại kéo dài, có thể làm tăng trưởng kinh tế chậm lại và nhu cầu thép suy yếu. Tuy nhiên, chi phí đầu vào thấp hơn (quặng sắt và than cốc) giúp cải thiện biên lợi nhuận cho các nhà máy thép, hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất thép Trung Quốc và làm chậm quá trình tái cấu trúc ngành.

Hình 12: Diễn biến giá HRC



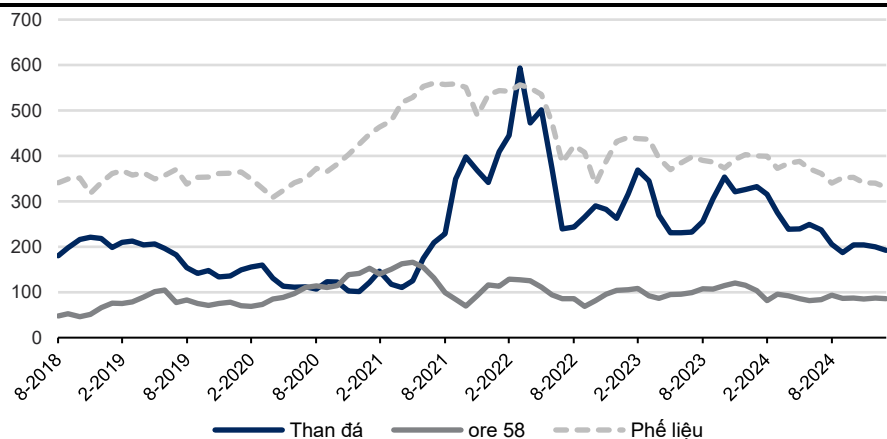
Nguồn: Bloomberg

Hình 13: Sản lượng xuất khẩu thép hàng quý của Trung Quốc (nghìn tấn)



Nguồn: Bloomberg

Hình 14: Giá nguyên liệu đầu vào chủ chốt (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Các biện pháp áp thuế mới của Bộ Công Thương Việt Nam phản nào hỗ trợ ngành thép trong nước trước áp lực giá thấp từ thép Trung Quốc nhập khẩu

Hình 15: Các cuộc điều tra trước đây đối với ngành thép do Cơ quan Quản lý Thương mại Việt Nam thực hiện

STT	Mã	Sản phẩm	Bên khởi xướng	Quốc gia bị điều tra	Trạng thái hiện tại	Ngày bắt đầu điều tra	Biện pháp tạm thời	Biện pháp chính thức	Số ngày chờ 1	Số ngày chờ 2	Số năm áp dụng biện pháp	Thuế nhập khẩu	Thuế AD/SG cuối cùng
1	AD01	Thép CRC	Posco VST, Inox Hòa Bình	Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan	Hết hiệu lực	07/02/2013	25/12/2013	09/05/2014	176	254	5	0–10%	3%–37%
	ER01A D01			Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan	Còn hiệu lực	10/02/2018		10/21/2019			5		
2	AD02	Thép mạ	NKG, GDA, Tôn Phương Nam, China Steel, Sumikin	Trung Quốc, Hàn Quốc	Hết hiệu lực	30/03/2016	09/01/2016	30/03/2017	182	210	5		3%–38%
3	AD03	Thép hình		Trung Quốc	Hết hiệu lực	10/05/2016	03/02/2017	8/21/2017	167	153	5		20%–29%
	ER01A D03			Trung Quốc	Còn hiệu lực	13/10/2021		19/08/2022			5		
4	AD04	Một số sản phẩm CGLs	NKG, Tôn Phương Nam, Đại Thiên Lộc, TVP	Trung Quốc, Hàn Quốc	Còn hiệu lực	15/10/2018	6/18/2019	24/10/2019	246	128	5		2.5%–34%
	AR01A D04			Trung Quốc, Hàn Quốc	Còn hiệu lực	20/04/2021					Đến khi có thông báo mới		
5	AD08	Thép CRC		Trung Quốc	Còn hiệu lực	30/09/2019		22/12/2020	475		5		4%–25%
6	AD12	Thép hình		Malaysia	Còn hiệu lực	24/08/2020	02/02/2021	18/08/2021	221	138	5		10.64%
7	SG04	Phôi thép và thép dài		Toàn cầu	Hết hiệu lực	25/12/2015	07/03/2016	18/07/2016	73	133	4		Phôi: 23.3%, Thép dài: 14.2%, giảm dần 2%/năm, kết thúc sau 2020
8	ER02.S G0	Thép dài		Toàn cầu	Còn hiệu lực	04/11/2022		21/12/2023			3		15%
9	SC05	Thép mạ		Toàn cầu	Hết hiệu lực	07/06/2016		15/06/2017			3		Tối đa 42.000 tấn/năm, vượt mức áp thuế 19%
10	AD17	Thép thanh PC		Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Đang chờ xử lý	07/05/2023							
11	AD19	Thép mạ	HSG, NKG, GDA, Tôn Phương Nam, China Steel, Nippon Steel	Trung Quốc, Hàn Quốc	Đang chờ xử lý	14/06/2024	01/04/2025		291				0%–37,13%, áp dụng cho hầu hết các nhà sản xuất thép mạ của Trung Quốc, ngoại trừ Boxing Hengrui và Yieh Phui (China) Technomaterial. Đối với thép Hàn Quốc: POSCO, KG Dongbu Steel, Dongkuk Coated Metal: 0%; Hyundai Steel: 13,7%; các nhà sản xuất khác: 15,67% 19,38%–27,83% (Trung Quốc)
12	AD20	Thép cuộn cán nóng (HRC)	HPG, Formosa	Ấn Độ, Trung Quốc	Đang chờ xử lý	26/07/2024	21/02/2025		210				

Nguồn: VNDIRECT research, Cơ quan Quản lý Thương mại Việt Nam

Bộ Công Thương áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với thép cuộn cán nóng nhập khẩu từ Trung Quốc

Ngày 21/2/2025, Bộ Công Thương Việt Nam ban hành Quyết định số 460/QĐ-BCT, áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời đối với một số sản phẩm thép cuộn cán nóng có xuất xứ từ Trung Quốc trong 120 ngày, bắt đầu hiệu lực từ 8/3/2025. Mức thuế áp dụng dao động từ 19,38% đến 27,83%.

Nhờ các biện pháp này, HPG và Formosa có thể từng bước nâng giá bán HRC nội địa thêm khoảng 1–1,5 triệu đồng/tấn trong năm 2025. Tuy nhiên, do giá thép Trung Quốc được dự báo tiếp tục suy yếu, chúng tôi cho rằng giá HRC của HPG nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì ở mức thấp, khoảng 13,5 triệu đồng/tấn trong năm nay.

Thuế chống bán phá giá đối với thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc:

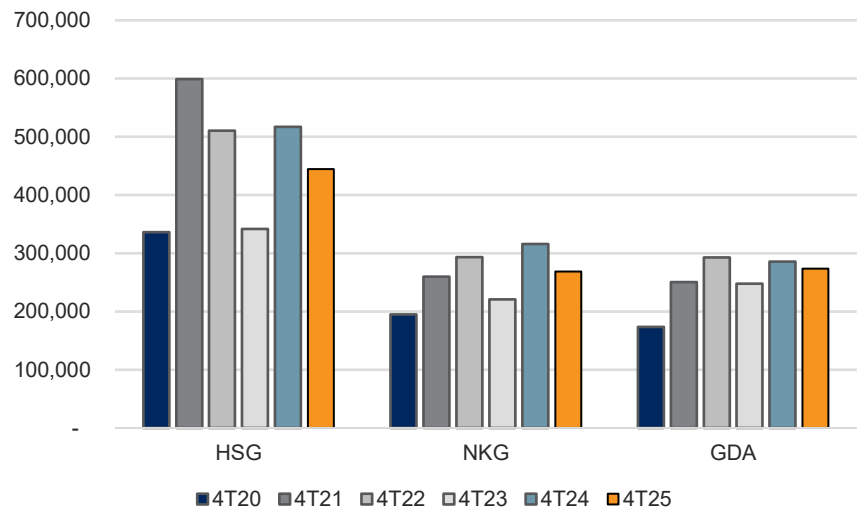
Bộ Công Thương đã công bố áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Mức thuế dao động từ 0% đến 37,13%, trong đó phần lớn các nhà sản xuất thép mạ lớn của Trung Quốc như

Baosteel Zhanjiang, Baoshan Iron & Steel và Wuhan Iron & Steel chịu mức thuế này. Chúng tôi lưu ý rằng Baosteel và Baoshan là những nhà sản xuất thép lớn nhất Trung Quốc. Hai doanh nghiệp nhỏ hơn là Boxing Hengrui New Material và Yieh Phui (China) Technomaterial được miễn thuế (0%), nhiều khả năng do quy mô nhỏ và sản lượng xuất khẩu sang Việt Nam không đáng kể. Đối với thép mạ nhập khẩu từ Hàn Quốc, mức thuế chống bán phá giá là 0% đối với POSCO, KG Dongbu Steel và Dongkuk Coated Metal; 13,7% đối với Hyundai Steel và 15,67% đối với các nhà sản xuất còn lại.

Giá thép mạ trong nước đã tăng nhờ Việt Nam áp thuế đối với một số mặt hàng HRC nhập khẩu. Trong khi đó, việc áp thuế lên thép mạ nhập khẩu không tác động đến giá trong nước do nguồn cung thép mạ tại Việt Nam vẫn dồi dào, không thiếu hụt.

Tăng trưởng sản lượng năm 2025 chậm lại so với mức nền cao của năm 2024

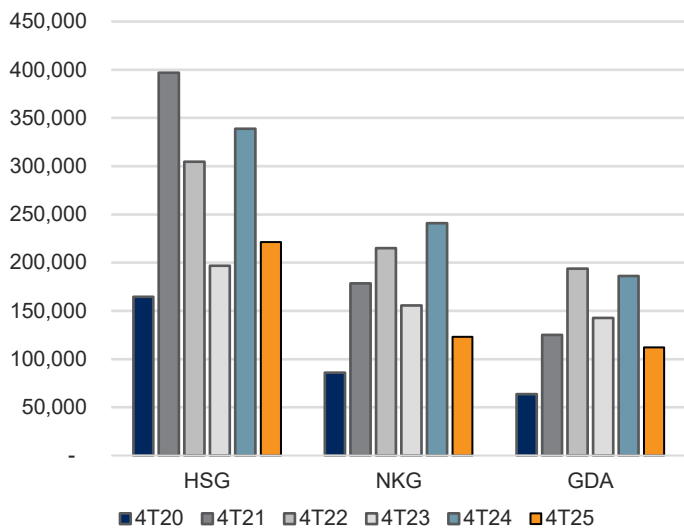
Hình 16: Sản lượng bán hàng thép mạ 4 tháng đầu năm trong 6 năm qua (tấn)



Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

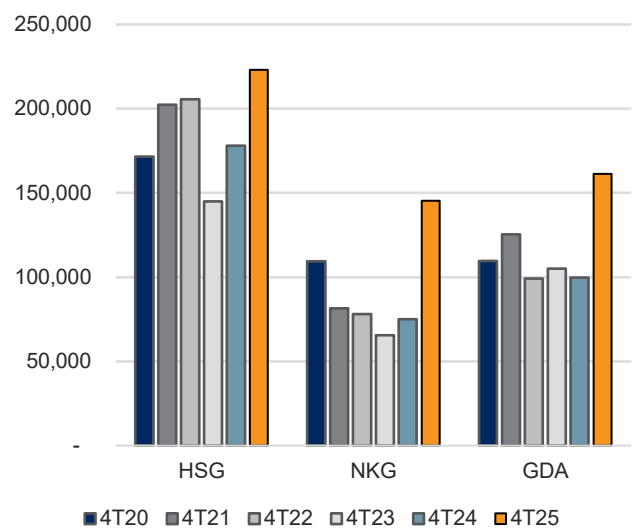
Đúng như dự phóng của chúng tôi, sản lượng bán hàng 4T25 của ba doanh nghiệp thép mạ lớn nhất ghi nhận kết quả kém khả quan hơn svck: toàn ngành giảm 10% svck, sản lượng của HSG giảm 14% svck, NKG giảm 15% svck và GDA giảm 4% svck. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng đầu năm 2025, khi mức tăng tiêu thụ nội địa không đủ bù đắp cho đà giảm của xuất khẩu.

Hình 17: Sản lượng bán hàng xuất khẩu thép mạ trong sáu năm qua (tấn)



Nguồn: Fiigroup, VNDIRECT Research

Hình 18: Sản lượng bán hàng thép mạ nội địa trong sáu năm qua (tấn)

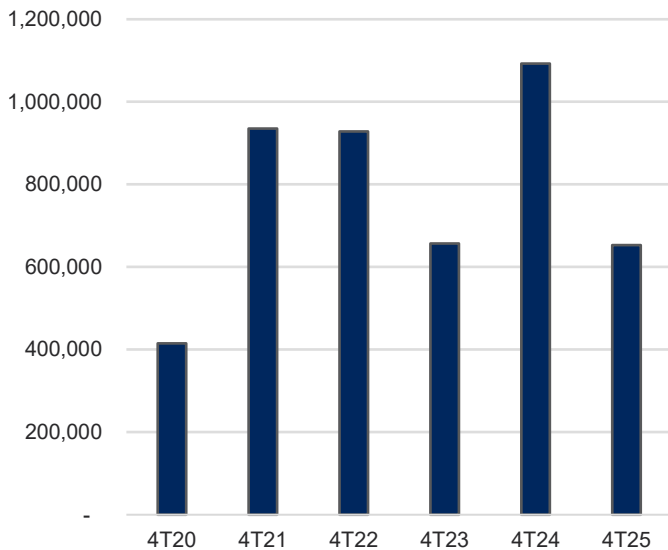


Nguồn: Fiigroup, VNDIRECT Research

Cụ thể, về xuất khẩu, trong khi xuất khẩu toàn ngành giảm 40% svck, sản lượng của HSG giảm 35% svck, NKG giảm 49% svck và GDA giảm 40% svck, chủ yếu do nền cao của năm ngoái và các biện pháp bảo hộ thương mại gia tăng từ các thị trường xuất khẩu.

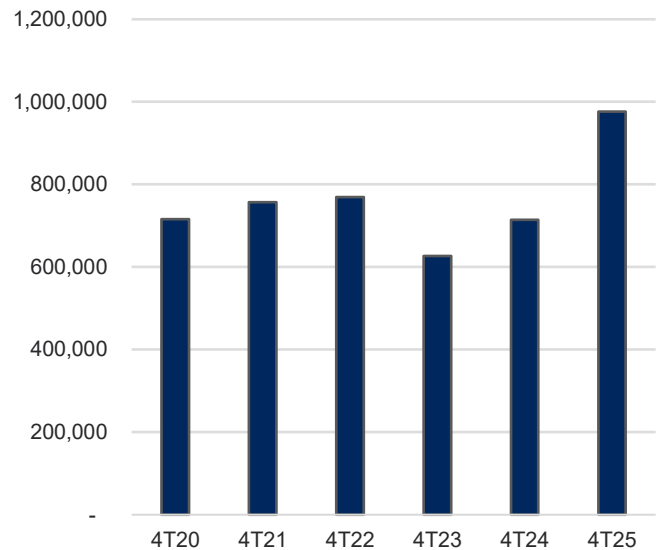
Về thị trường nội địa, trong khi toàn ngành ghi nhận xuất khẩu tăng 37% svck, sản lượng của NKG tăng vượt trội 94% svck, HSG tăng 25% svck và GDA tăng 62% svck.

Hình 19: Sản lượng xuất khẩu toàn ngành 4 tháng đầu năm trong sáu năm qua (tấn)



Nguồn: Fiigroup, VNDIRECT Research

Hình 20: Sản lượng tiêu thụ nội địa toàn ngành 4 tháng đầu năm trong sáu năm qua (tấn)



Nguồn: Fiigroup, VNDIRECT Research

Hình 21: Các giả định về sản lượng bán hàng

HSG	2024	2025	2026	svck	2025	2026
Sản lượng thép (tấn)	1.959.670	1.815.725	1.960.000		-7%	8%
Ống thép	375.470	401.725	400.000		7%	0%
Tổng tôn mạ	1.584.200	1.414.000	1.560.000		-11%	10%
Tôn mạ - Nội địa	646.200	714.500	840.000		11%	18%
Tôn mạ - Xuất khẩu	938.000	699.500	720.000		-25%	3%
NKG	2024	2025	2026		2025	2026
Sản lượng thép (tấn)	1.046.533	1.045.000	1.380.000		0%	32%
Ống thép	127.500	150.000	160.000		18%	7%
Tổng tôn mạ	919.033	895.000	1.220.000		-3%	36%
Tôn mạ - Nội địa	249.330	468.300	580.000		88%	24%
Tôn mạ - Xuất khẩu	669.703	426.700	640.000		-36%	50%

Nguồn: Fiigroup, VNDIRECT Research

Chúng tôi dự phóng sản lượng bán hàng của HSG sẽ giảm 7% trong năm 2025, chủ yếu do xuất khẩu giảm 25% khi HSG chuyển hướng tiêu thụ trở lại thị trường nội địa để tránh rủi ro gia tăng từ các cuộc điều tra thương mại ở các thị trường xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng xuất khẩu sẽ chiếm khoảng 40% tổng sản lượng tiêu thụ, so với gần 50% trong năm 2024, đúng như kế hoạch của ban lãnh đạo.

Chúng tôi dự phóng NKG cũng sẽ phải đẩy mạnh tiêu thụ nội địa trong năm 2025, với mức tăng 88% svck, nhằm duy trì sản lượng tổng gần như đi ngang. Theo đó, tỷ trọng xuất khẩu trong tổng sản lượng sẽ giảm xuống còn 41% so với mức 64% của năm 2024, trước khi tăng nhẹ trở lại lên 46% trong năm 2025. Sang năm 2026, chúng tôi giữ quan điểm rằng sản lượng bổ sung mới khoảng 300 nghìn tấn để phục vụ ngành sản xuất sẽ giúp tổng sản lượng thép tăng 32% svck. Ban lãnh đạo cho biết nhà máy mới đang triển khai đúng tiến độ và dự kiến chạy thử vào tháng 12/2025, phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Định giá: Giữ khuyến nghị trung lập cho HSG, giá mục tiêu 18.100 đồng/cp

Chúng tôi giữ khuyến nghị trung lập cho HSG với giá mục tiêu 18.100 đồng/cp, dựa trên ba phương pháp định giá: P/E, P/B và DCF.

Hình 4: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	10,0x	17.000	33%	5.667
P/B	0,9x	18.990	33%	6.330
DCF		18.100	33%	6.033
Giá mục tiêu				18.100
Tiềm năng tăng giá				8,1%

	2024	2025	2026
P/E dự phóng	16,8x	11,2x	9,9x
P/B dự phóng	0,9x	0,8x	0,8x

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 5: Định giá P/B

P/B	2025F	2026F
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	12.241	13.059
Giá trị sổ sách/cp (đồng)	19.800	21.100
ROE	8,3%	8,3%
Hệ số mục tiêu	0,8x	0,9x
Cổ phiếu đang lưu hành (Triệu)	621	621
Giá mục tiêu (đồng)	15.840	18.990

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Định giá P/E

P/E	2025	2026
LN ròng tập đoàn (tỷ đồng)	926	1.012
EPS (đồng)	1.500	1.700
Tăng trưởng EPS	61%	13%
Hệ số mục tiêu	11,0x	10,0x
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	621	621
Giá mục tiêu (đồng)	16.500	17.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ngay cả khi dời mốc định giá sang cuối năm 2026, cổ phiếu HSG vẫn chưa thực sự hấp dẫn xét theo phương pháp P/E, khi đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026F là 10x với mức tăng trưởng EPS dự kiến chỉ 13% trong năm 2026. Xét theo P/B, với ROE dự phóng duy trì thấp ở mức 8,3% trong 2025/2026, cổ phiếu HSG hiện đang giao dịch quanh mức P/B 0,8x cho cả 2025 và 2026, mà theo đánh giá của chúng tôi cũng chỉ ở mức hợp lý.

HSG giữ nguyên đề xuất mua lại 50–100 triệu cổ phiếu, tương đương 10 đến 20 ngày khối lượng giao dịch trung bình 10 ngày trong năm 2025. Động thái này giúp ngăn định giá của HSG giảm xuống mức quá thấp.

Hình 6: Chi phí VCSH và WACC

Chi phí VCSH và WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Bảo hiểm rủi ro	8,3%
Beta	1,20
Chi phí VCSH	13,0%
Chi phí nợ (sau thuế)	6,4%
VCSH (tỷ đồng)	10.401
Nợ ròng (tỷ đồng)	3.110
VCSH/(Nợ + VCSH)	77,0%
Nợ/(Nợ + VCSH)	23,0%
WACC	11,5%
Tỷ lệ tăng trưởng liên tục	2,5%

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 26: Định giá DCF (tỷ VNĐ hoặc ghi chú)

Dòng tiền tự do không đòn bẩy							
	Thực tế	Thực tế	Dự phóng				
Năm	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27	12/31/28	12/31/29
Doanh thu	32.806	40.420	38.408	42.560	44.688	46.922	49.269
% tăng trưởng			(5,0%)	10,8%	5,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	1.751	1.516	1.835	2.022	2.124	2.230	2.341
% biên lợi nhuận	5%	4%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
EBIT	934	564	879	937	1.028	1.079	1.133
% biên lợi nhuận	3%	1%	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
Thuế	187	113	176	187	206	216	227
Thuế suất	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Lợi nhuận hoạt động sau thuế	747	451	703	749	822	863	907
Khấu hao tài sản hữu hình + vô hình	817	952	956	1.086	1.117	1.173	1.232
Thay đổi vốn lưu động	0	(2.670)	1.490	(1.085)	1.347	(447)	(469)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(244)	(937)	(520)	(567)	(470)	(493)	(518)
% doanh thu	0,7%	2,3%	1,4%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Dòng tiền tự do không có đòn bẩy (UFCF)			2.629	183	2.817	1.097	1.151
Vốn lưu động	8.020	10.690	9.199	10.285	8.938	9.384	9.854
% doanh thu	24,4%	26,4%	24,0%	24,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Giá trị hiện tại của UFCF (Tính theo ngày 29/06/2025)							
	Ngày định giá	Năm 1 (còn lại)	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	
Ngày phân bổ dòng tiền	01/07/2025	30/09/2025	01/07/2026	01/07/2027	01/07/2028	01/07/2029	
UFCF còn lại của năm	50,0%	1.315	183	2.817	1.097	1.151	
Giá trị hiện tại của UFCF		1.279	164	2.268	792	746	
Giá trị cuối cùng - Theo phương pháp dòng tiền đều vô hạn							
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%						
Dòng tiền tự do năm 2030	1.186						
Giá trị cuối cùng tại năm 2029	14.034						
Giá trị cuối cùng chiết khấu về hiện tại	9.094						
Giá trị hiện tại của dòng tiền	5.250						
Giá trị doanh nghiệp	14.344						
Giá trị cuối cùng theo % của TEV	63,4%						
Dòng tiền giai đoạn 1 theo % của TEV	36,6%						
Bội số EBITDA theo TV	6,0x						
Định giá							
	Dòng tiền đều vô cực						
Giá trị doanh nghiệp	14.344						
Nợ ròng	3.110						
Giá trị VCSH	11.234						
Số lượng CP lưu hành	621						
Giá trị VCSH/ Cổ phiếu (đồng)	18.100						

Nguồn: Fiingroup, VNDIRECT Research

Hình 27: Phân tích độ nhạy

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g):				
	18.100	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC:	12,5%	14.700	15.300	16.000	16.800	17.600
	12,0%	15.500	16.200	17.000	17.900	18.900
	11,5%	16.500	17.300	18.100	19.100	20.300
	11,0%	17.500	18.400	19.400	20.600	21.900
	10,5%	18.700	19.700	20.900	22.200	23.700

Nguồn: VNDIRECT Research

Định giá: Giữ khuyến nghị trung lập cho NKG, giá mục tiêu 13.100 đồng/cp

Chúng tôi giữ khuyến nghị trung lập cho NKG với giá mục tiêu 13.100 đồng/cp, dựa trên ba phương pháp định giá: P/E, P/B và DCF.

Hình 28: Giá mục tiêu

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
P/E	10,0x	10.700	33%	3.567
P/B	0,8x	14.800	33%	4.933
DCF		13.700	33%	4.567
Giá mục tiêu				13.100
Tiềm năng tăng giá				-1,5%

	2024	2025	2026
P/E dự phóng	9,2x	18,7x	12,4x
P/B dự phóng	0,7x	0,8x	0,7x

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 29: Định giá theo P/B

P/B	2025	2026
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	7.766	8.245
Giá trị sổ sách/cp (đồng)	17.400	18.500
ROE	5%	6%
Hệ số mục tiêu	448	448
Cổ phiếu đang lưu hành (Triệu)	0,7x	0,8x
Giá mục tiêu (đồng)	12.180	14.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Định giá theo P/E

P/E	2025	2026
LN ròng tập đoàn (tỷ đồng)	315	479
EPS (đồng)	710	1.070
Tăng trưởng EPS	-50%	51%
Hệ số mục tiêu	448	448
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	10,0x	10,0x
Giá mục tiêu (đồng)	7.100	10.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Xét theo phương pháp P/E, định giá cổ phiếu NKG hiện khá đắt khi đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2025/26 lần lượt là 18,7x và 12,4x, trong bối cảnh EPS được dự báo sẽ giảm 50% trong năm 2025 do pha loãng cổ phiếu, trước khi phục hồi 51% vào năm 2026 nhờ nhà máy mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, ngay cả với công suất mới này, ROE dự phóng 2026 vẫn chỉ quanh mức 6%, thấp hơn các doanh nghiệp thép cùng ngành và nhiều ngành khác.

Hình 31: Chi phí VCSH và WACC

Chi phí VCSH và WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Bảo hiểm rủi ro	8,3%
Beta	1,40
Chi phí VCSH	14,6%
Chi phí nợ (sau thuế)	6,4%
VCSH (tỷ đồng)	5.953
Nợ ròng (tỷ đồng)	4.209
VCSH/(Nợ + VCSH)	58,6%
Nợ/(Nợ + VCSH)	41,4%
WACC	11,2%
Tỷ lệ tăng trưởng liên tục	3,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Định giá DCF (tỷ VNĐ hoặc ghi chú)

Dòng tiền tự do không đòn bẩy							
	Thực tế	Thực tế	Dự phóng				
Năm	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029
Doanh thu	18.596	20.609	18.940	25.730	28.303	31.133	34.247
% tăng trưởng			(8,1%)	35,8%	10,0%	10,0%	10,0%
EBITDA	749	1.065	965	1.702	1.415	1.557	1.712
% biên lợi nhuận	4%	5%	5,1%	6,6%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	373	695	554	1.074	991	1.090	1.199
% biên lợi nhuận	2%	3%	2,9%	4,2%	3,5%	3,5%	3,5%
Thuế	75	139	111	215	198	218	240
Thuế suất	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Lợi nhuận hoạt động sau thuế	298	556	443	859	792	872	959
Khấu hao tài sản hữu hình + vô hình	376	370	411	628	628	628	628
Thay đổi vốn lưu động	0	(71)	(2.023)	1.310	(698)	(764)	(498)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(211)	(130)	(901)	(1.000)	(100)	(100)	(100)
% doanh thu	1,1%	0,6%	4,8%	3,9%	0,4%	0,3%	0,3%
Dòng tiền tự do không có đòn bẩy (UFCF)			(2.070)	1.798	623	636	989
Vốn lưu động	6.160	6.231	8.254	6.944	7.642	8.406	8.904
% doanh thu	33,1%	30,2%	43,6%	27,0%	27,0%	27,0%	26,0%
Giá trị hiện tại của UFCF (Tính theo ngày 29/06/2025)							
	Ngày định giá	Năm 1 (còn lại)	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	
Ngày phân bổ dòng tiền	02/07/2025	01/10/2025	01/07/2026	01/07/2027	01/07/2028	01/07/2029	
UFCF còn lại của năm	49,7%	(1.029)	1.798	623	636	989	
Giá trị hiện tại của UFCF		(1.002)	1.617	504	462	646	
Giá trị cuối cùng - Theo phương pháp dòng tiền đều vô hạn							
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%						
Dòng tiền tự do năm 2030	1.019						
Giá trị cuối cùng tại năm 2029	12.399						
Giá trị cuối cùng chiết khấu về hiện tại	8.105						
Giá trị hiện tại của dòng tiền	2.227						
Giá trị doanh nghiệp	10.332						
Giá trị cuối cùng theo % của TEV	78,4%						
Dòng tiền giai đoạn 1 theo % của TEV	21,6%						
Bội số EBITDA theo TV	7,2x						
Định giá							
	Dòng tiền đều vô cực						
Giá trị doanh nghiệp	10.332						
Nợ ròng	4.209						
Giá trị VCSH	6.123						
Số lượng CP lưu hành	448						
Giá trị VCSH/ Cổ phiếu (đồng)	13.700						

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Phân tích độ nhạy

		Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g)				
WACC		2,0%	2,5%	3%	3,5%	4,0%
	12,2%	9.400	10.200	11.100	12.000	13.100
	11,7%	10.500	11.300	12.300	13.400	14.700
	11,2%	11.600	12.600	13.700	15.000	16.400
	10,7%	12.900	14.000	15.300	16.800	18.500
	10,2%	14.300	15.600	17.100	18.800	20.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá:

- Các chính sách cắt giảm nguồn cung nghiêm ngặt hơn tại Trung Quốc.
- Giá thép Trung Quốc tăng do tác động tích cực vượt kỳ vọng từ các biện pháp kích thích kinh tế của Chính phủ Trung Quốc.

Rủi ro giảm giá:

- Giá bán thép giảm và các cuộc điều tra chống bán phá giá (AD) liên tục tại các thị trường xuất khẩu làm suy yếu tâm lý thị trường.
- Nhu cầu thép thấp hơn kỳ vọng do thị trường bất động sản phục hồi chậm kéo dài.
- Chi phí đầu vào cao hơn kỳ vọng do căng thẳng địa chính trị leo thang và thời tiết khắc nghiệt gây gián đoạn chuỗi cung ứng.

Báo cáo tài chính của HSG

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu	27.074	30.054	56.561	40.695	32.806	40.420	38.408	42.560
Chi phí hàng bán	-23.530	-24.882	-47.056	-37.741	-28.956	-35.901	-33.615	-37.749
Lợi nhuận gộp	3.545	5.172	9.505	2.954	3.850	4.519	4.793	4.811
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-2.349	-3.976	-3.272	-2.543	-3.458	-3.734	-4.043	0
Chi phí bán hàng	-447	-455	-488	-412	-534	0	0	0
EBIT	749	741	5.745	-1	-142	785	750	4.811
EBITDA	1.968	1.965	6.922	1.159	675	1.737	1.706	5.897
Khấu hao tài sản hữu hình + vô hình	1.220	1.223	1.177	1.160	817	952	956	1.086
Lợi nhuận tài chính	46	85	503	252	245	341	482	413
Chi phí tài chính	-778	-608	-598	-572	-250	-280	-315	-200
Thu nhập ròng khác	11	-8	1	65	38	-5	30	30
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	588	1.846	4.980	-1.061	929	625	1.045	1.150
Thuế	-99	-302	-601	-7	-115	38	-119	-138
Lợi nhuận sau thuế	490	1.543	4.379	-1.068	814	577	926	1.012
LNST cho công ty mẹ	490	1.543	4.379	-1.068	814	577	926	1.012

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	432	491	1.018	647	1.686	1.497	1.813	2.498
Đầu tư ngắn hạn	76	6	13	26	24	31	31	31
Phải thu ngắn hạn	1.318	2.795	2.678	1.655	2.415	2.360	2.315	2.565
Hàng tồn kho	4.271	4.775	10.212	5.981	8.025	9.749	8.289	9.308
Tài sản ngắn hạn khác	1.002	811	1.193	728	807	835	793	879
Tổng tài sản ngắn hạn	7.099	8.878	15.114	9.037	12.957	14.472	13.240	15.282
Tài sản cố định	8.334	7.380	6.408	5.716	4.764	3.971	3.215	4.129
Tổng đầu tư	671	586	759	600	538	719	1.040	-394
Tài sản dài hạn khác	621	508	651	611	539	639	639	639
Tổng tài sản	16.725	17.351	22.932	15.964	18.798	19.800	18.134	19.656
Vay & nợ ngắn hạn	6.625	5.437	4.956	2.694	4.684	6.410	3.680	4.114
Phải trả người bán	822	1.038	3.260	1.759	2.225	1.368	1.368	1.536
Nợ ngắn hạn khác	877	1.798	2.401	1.324	1.002	886	829	931
Tổng nợ ngắn hạn	8.325	8.273	10.617	5.777	7.912	8.664	5.877	6.581
Vay & nợ dài hạn	2.754	1.982	1.012	0	0	0	0	0
Các khoản phải trả khác	4	11	15	16	16	16	16	16
Vốn điều lệ	4.386	4.598	5.092	6.138	6.317	6.367	6.367	6.367
LN giữ lại	1.252	2.473	6.183	4.019	4.540	4.756	5.682	6.694
Vốn chủ sở hữu	5.643	7.085	11.289	10.170	10.871	11.120	12.241	13.059
LN cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả và VCSH	16.725	17.351	22.932	15.964	18.798	19.800	18.134	19.656

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	573	1.848	4.980	-1.058	631	626	1.045	1.150
Khấu hao	1.220	1.223	1.177	1.160	817	952	956	1.086
Chi phí lãi vay	719	494	339	233	116	157	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	25	42	14	428	-11	182	0	0
Thay đổi vốn lưu động	885	-1.287	-4.403	2.435	-1.026	-2.679	1.566	-1.417
LC tiền thuần HĐKD	3.422	2.320	2.107	3.197	527	-762	3.566	819
Đầu tư TSCĐ	-705	-387	-391	-379	-244	-937	-520	-567
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	69	7	1	24	20	45	0	0
Các khoản khác	-18	85	188	11	3	-4	-1	0
LC tiền thuần HĐĐT	-653	-295	-202	-345	-220	-896	-521	-567
Thu từ PH CP, nhận góp VC	0	0	53	49	0	50	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	-1	-1	0	0	0	0	0	0
Vay nợ ròng	-2.696	-1.911	-1.401	-3.324	1.107	1.726	-2.730	434
Cổ tức, LN trả cho CSH	0	0	0	0	0	-308	0	0
LC tiền thuần HĐTC	-2.769	-1.966	-1.400	-3.275	1.107	1.468	-2.730	434
Tiền & tương đương tiền	424	432	491	1.018	325	1.686	1.497	1.813
LC tiền thuần trong năm	8	59	528	-371	1.360	-188	315	686
Tiền & tương đương tiền	432	491	1.018	647	1.686	1.497	1.813	2.498

Chỉ số tài chính

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nhóm chỉ số tăng trưởng								
Doanh thu	-20,6%	11,0%	88,2%	-28,1%	-19,4%	23,2%	-5,0%	10,8%
Chi phí hàng bán	4,2%	45,9%	83,8%	-68,9%	30,3%	17,4%	6,1%	0,4%
Lợi nhuận hoạt động	-3116,6%	221,1%	168,6%	-122,6%	-179,1%	-33,9%	108,3%	-20,0%
EBIT	29,3%	79,3%	114,3%	-114,6%	-226,0%	-39,6%	55,9%	6,6%
EBITDA	21,0%	41,4%	74,1%	-93,3%	318,1%	-13,4%	21,0%	10,2%
EBT	157,1%	213,6%	169,8%	-121,3%	-187,5%	-32,7%	67,2%	10,1%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	258,9%	215,1%	183,7%	-124,4%	-176,2%	-29,1%	60,6%	9,3%
Nhóm chỉ số biến lợi nhuận								
Biên lợi nhuận gộp	13,1%	17,2%	16,8%	7,3%	11,7%	11,2%	12,5%	11,3%
Biên lợi nhuận hoạt động	2,1%	6,2%	8,8%	-2,8%	2,7%	1,5%	3,2%	2,3%
Biên EBITDA	9,4%	11,9%	11,1%	1,0%	5,3%	3,7%	4,8%	4,8%
Biên EBITDA	4,9%	7,9%	9,0%	-1,8%	2,8%	1,4%	2,3%	2,2%
Biên lợi nhuận ròng	1,8%	5,1%	7,7%	-2,6%	2,5%	1,4%	2,4%	2,4%
Biên LNST công ty mẹ	1,8%	5,1%	7,7%	-2,6%	2,5%	1,4%	2,4%	2,4%
Thuế suất	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Biên chi phí bán hàng	6,5%	7,8%	7,0%	8,0%	7,8%	8,6%	9,7%	9,5%
Biên chi phí QLDN	1,7%	1,5%	0,8%	1,2%	1,3%	1,3%	0,0%	0,0%
Nhóm chỉ số lợi nhuận								
ROE	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gánh nặng thuế	83,6%	87,9%	100,7%	87,6%	92,3%	88,7%	88,0%	0,0%
ROA	9,1%	21,7%	-5,5%	4,7%	3,0%	4,9%	5,4%	0,0%
Nhóm chỉ số hiệu quả hoạt động								
Thời gian thu hồi khoản phải thu	22	25	18	19	23	22	22	22
Thời gian xử lý hàng tồn kho	77	66	58	78	88	90	90	90
Thời gian thanh toán khoản phải trả	21	13	15	27	23	17	15	15

Báo cáo tài chính của NKG

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu	12.177	11.560	28.173	23.071	18.596	20.609	18.940	25.730
Chi phí hàng bán	-11.835	-10.690	-23.904	-21.590	-17.484	-18.777	-17.510	-23.307
Lợi nhuận gộp	342	869	4.270	1.481	1.112	1.832	1.430	2.423
Chi phí QLDN	-268	-1.398	-1.202	-609	-1.018	-734	-1.157	0
Chi phí BH	-92	-123	-186	-130	-120	-141	-191	0
EBIT	-18	-651	2.882	742	-26	956	82	2.423
EBITDA	1.206	525	4.042	1.559	930	1.925	1.180	3.522
Khấu hao tài sản hữu hình	1.223	1.177	1.160	817	956	969	1.099	1.100
Lợi nhuận tài chính	107	89	199	303	230	341	186	264
Chi phí tài chính	-275	-281	-397	-503	-426	-477	-346	-740
Thu nhập ròng khác	195	4	11	0	0	-1	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	90	321	2.562	-107	177	558	394	598
Thuế	-43	-26	-337	-18	-60	-105	-79	-120
Lợi nhuận sau thuế	47	295	2.225	-125	117	453	315	479
LNST cho công ty mẹ	47	295	2.225	-125	117	453	315	479

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	76	219	751	1.005	785	392	1.111	762
Đầu tư ngắn hạn	702	370	448	252	290	247	247	247
Phải thu ngắn hạn	877	1.438	1.902	1.517	1.927	1.943	1.778	2.339
Hàng tồn kho	2.589	2.371	8.281	7.000	5.719	6.690	5.837	9.323
Tài sản ngắn hạn khác	191	95	833	641	602	930	855	1.161
Tổng tài sản ngắn hạn	4.435	4.492	12.216	10.415	9.323	10.202	9.827	13.832
Tài sản cố định	3.458	3.127	2.771	2.588	2.359	2.021	1.611	3.883
Tổng đầu tư	97	82	184	228	315	1.056	3.401	1.500
Tài sản dài hạn khác	74	63	227	230	239	240	240	240
Tổng tài sản	8.064	7.763	15.398	13.461	12.235	13.519	15.078	19.455
Vay & nợ ngắn hạn	2.389	2.520	3.773	5.111	4.768	6.312	5.310	8.253
Phải trả người bán	1.819	1.070	4.879	2.544	1.631	856	1.103	1.468
Nợ ngắn hạn khác	135	507	946	453	385	453	423	563
Tổng nợ ngắn hạn	4.342	4.098	9.598	8.109	6.784	7.621	6.835	10.283
Vay & nợ dài hạn	703	482	46	3	-	-	450	900
Các khoản phải trả khác	2	2	30	29	28	27	27	27
Vốn điều lệ	2.586	2.586	2.970	3.419	3.419	3.419	4.998	4.998
LN giữ lại	431	673	2.753	1.901	2.004	2.453	2.768	3.247
Vốn chủ sở hữu	3.017	3.181	5.723	5.320	5.423	5.871	7.766	8.245
Lãi cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ phải trả và VCSH	8.064	7.763	15.398	13.461	12.235	13.519	15.078	19.455

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
LN trước thuế	90	321	2562	-107	177	558	394	598
Khấu hao	442	376	379	378	376	370	411	628
Chi phí lãi vay	237	222	244	262	293	208	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	-252	-13	429	-111	-224	9	0	0
Thay đổi vốn lưu động	664	-891	-3922	-1250	-353	-1686	1231	-3968
LC tiền thuần HĐKD	1181	16	-308	-828	269	-541	2036	-2742
Đầu tư TSCĐ	-96	-54	-145	-211	-130	-901	-2345	-1000
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	252	0	0	13	0	1	0	0
Các khoản khác	-386	400	-164	231	-15	-460	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	-230	346	-309	33	-146	-1360	-2345	-1000
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	334	10	0	0	1580	0
Trả vốn góp CSH, mua Cf	0	-78	0	0	0	0	0	0
Vay nợ ròng	-1315	-67	862	1268	-309	1510	-552	3393
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0	-219	0	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	-1336	-218	1150	1049	-342	1507	1028	3393
Tiền & tương đương tiền đầu kì	-385	143	533	254	-220	-393	392	1111
LC tiền thuần trong năm	461	76	219	751	1005	785	719	-349
Tiền & tương đương tiền cuối kì	76	219	751	1005	785	392	1111	762

Chỉ số tài chính

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu	-17,8%	-5,1%	143,7%	-18,1%	-19,4%	10,8%	-8,1%	35,8%
Chi phí hàng bán	-56,9%	154,2%	391,2%	-65,3%	-24,9%	64,7%	-21,9%	69,4%
Lợi nhuận hoạt động	-284,2%	-402,1%	704,2%	-104,2%	-265,7%	214,8%	-29,2%	51,5%
EBIT	-34,5%	98,8%	438,1%	-96,6%	300,4%	86,2%	-20,2%	93,9%
EBITDA	-14,2%	27,1%	253,0%	-85,0%	59,0%	42,2%	-9,4%	76,5%
EBT	45,2%	256,5%	698,6%	-104,2%	-265,8%	214,8%	-29,3%	51,7%
LNST công ty mẹ	-17,5%	528,2%	653,6%	-105,6%	-194,2%	285,8%	-30,4%	51,9%
Nhóm chỉ số biên lợi nhuận								
Biên lợi nhuận gộp	2,8%	7,5%	15,2%	6,4%	6,0%	8,9%	7,5%	9,4%
Biên lợi nhuận hoạt động	-0,9%	2,7%	9,1%	-0,5%	1,0%	2,7%	2,1%	2,3%
Biên EBITDA	5,7%	7,7%	11,1%	2,0%	4,0%	5,2%	5,1%	6,6%
Biên EBITDA	2,1%	4,4%	9,8%	0,4%	2,0%	3,4%	2,9%	4,2%
Biên lợi nhuận ròng	0,4%	2,6%	7,9%	-0,5%	0,6%	2,2%	1,7%	1,9%
Biên LNST công ty mẹ	0,4%	2,6%	7,9%	-0,5%	0,6%	2,2%	1,7%	1,9%
Thuế suất	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Biên chi phí bán hàng	1,7%	2,3%	5,0%	5,2%	3,3%	4,9%	3,9%	4,5%
Biên chi phí QLDN	0,6%	0,8%	0,4%	0,8%	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%
Nhóm chỉ số lợi nhuận								
ROE	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gánh nặng thuế	92,0%	86,9%	116,6%	66,2%	81,2%	79,9%	80,0%	0,0%
ROA	3,7%	19,2%	-0,9%	0,9%	3,5%	2,2%	2,8%	0,0%
Nhóm chỉ số hiệu quả hoạt động								
Thời gian thu hồi khoản phải thu	24	37	22	27	34	34	34	33
Thời gian xử lý hàng tồn	77	85	81	129	133	121	122	146
Thời gian thanh toán khoản phải trả	36	50	36	67	47	23	23	23

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.
Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.	
Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Steven Woo – Trưởng phòng

Email: le.canthu@vndirect.com.vn

Nguyễn Quỳnh Phương – Chuyên viên phân tích

Email: phuong.nguyenquynh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>