

CTCP TÔN HOA SEN (HSX: HSG)

Kết quả kinh doanh kỳ vọng bút phá

Chỉ tiêu (tỷ VND)	Q2-FY26	Q1-FY26	+/- qoq	Q2-FY26	+/- yoy
Doanh thu thuần	8.967	8.383	7%	8.452	6%
Lợi nhuận sau thuế	119	62	90%	205	-42%
EBIT	236	112	112%	168	41%
Tỷ suất EBIT	2,6%	1,3%	130 bps	2,0%	65 bps

Nguồn: HSG, CTCK Rống Việt

KQKD Q2-FY2026: Chưa quá khả quan do xuất khẩu còn khó khăn và nội địa còn yếu

- Doanh thu thuần đạt 8.967 tỷ VND (+7% QoQ; +6% YoY), tăng nhẹ nhờ mảng Hoa Sen Home bù đắp cho tôn mạ trong mùa thấp điểm xây dựng. Tiêu thụ tôn mạ đạt 289 nghìn tấn (-2% QoQ); xuất khẩu giảm sâu (-32% YoY) dù nội địa tăng khá (+11% YoY).
- Lợi nhuận gộp đạt 1.052 tỷ VND (+12% QoQ; -2% YoY), biên gộp đạt 11,7% (+0,5 pps QoQ) nhờ hồi phục từ nền thấp, dù bị kìm hãm bởi khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho 45 tỷ VND.
- LNST công ty mẹ đạt 118 tỷ VND (+90% QoQ; -42% YoY), thấp hơn 13% so với kỳ vọng do chi phí lãi vay tăng mạnh lên 108 tỷ VND vì áp lực nợ vay. Điểm sáng là chi phí bán hàng giảm về 7,3% nhờ chuyển dịch đơn hàng về nội địa.
- Về tài sản, HSG tăng thêm 700 tỷ VND hàng tồn kho (gần 110 ngày bình quân) để đón đầu chu kỳ tăng giá HRC, trong bối cảnh thị trường nội địa yếu và xuất khẩu gặp rào cản bảo hộ.

Dự phóng KQKD Q3-FY2026: Cải thiện rõ nét nhờ cao điểm xây dựng, bảo hộ thương mại tại nội địa và chu kỳ hồi phục của giá thép

- Doanh thu thuần dự phóng đạt 10.600 tỷ VND (+16% QoQ; +11% YoY) nhờ tăng giá bán và sản lượng vào mùa cao điểm. Sản lượng tôn mạ dự kiến đạt 325.811 tấn (+13% QoQ), trong đó nội địa bút phá (+20% QoQ) nhờ cao điểm xây dựng, bảo hộ thương mại tại nội địa và chu kỳ hồi phục của giá thép.
- Lợi nhuận gộp ước đạt 1.407 tỷ VND (+34% QoQ; +16% YoY), biên gộp mở rộng lên 12,6% (+91 bps QoQ; -12 bps YoY) nhờ lượng tồn kho giá thấp từ quý trước và giá bán nội địa dự kiến tăng 6% QoQ (theo đà tăng của giá HRC).
- LNST công ty mẹ dự phóng tăng mạnh lên 309 tỷ VND (+160% QoQ; +13% YoY) nhờ doanh thu và biên gộp cải thiện, cùng với chi phí lãi vay được tiết giảm (-54% QoQ) do doanh nghiệp chủ động giảm nợ vay ngắn hạn.

Quan điểm và khuyến nghị

Sở hữu lợi thế vượt trội về thương hiệu lâu đời, công suất sản xuất quy mô lớn cùng hệ thống phân phối phủ khắp cả nước, HSG tiếp tục khẳng định thị phần số một trong mảng tôn mạ. Doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ đón đầu và bút phá mạnh mẽ trong chu kỳ phục hồi của ngành từ nửa sau NĐT 2026 nhờ lực đỡ lớn từ các chính sách phòng vệ thương mại nội địa và điểm rơi của mùa cao điểm xây dựng.

Áp dụng phương pháp định giá thành phần (SOTP), chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho cổ phiếu HSG là **16.000 VND/cổ phiếu** (+33%, MUA). Mức định giá này đã phản ánh việc điều chỉnh số lượng cổ phiếu lưu hành sau đợt chia cổ phiếu thường tỷ lệ 30% và giả định không chi trả cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới.

MUA +36%

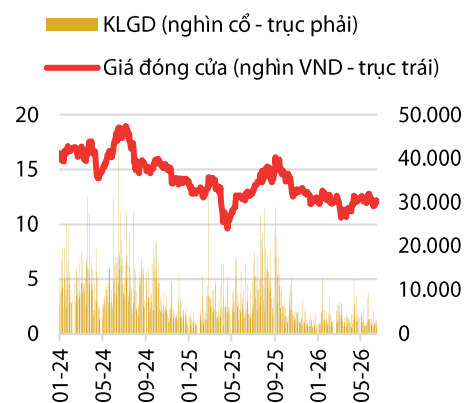
Giá mục tiêu (VND)	16.000
Giá thị trường (VND)	11.750
Cổ tức tiền mặt dự kiến 12 tháng tới (VND)	-

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hoá (tỷ VND)	9.728
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	807
Khối lượng BQ 3 tháng (nghìn CP)	3.641
Giá trị GDBQ 3 tháng (tỷ VND)	51
Sở hữu nước ngoài (%)	3,58
Biến động giá 52 tuần (VND)	10.615 – 16.115

	FY2025	Hiện tại
EPS	1.012	875
Tăng trưởng EPS (%)	8,9	-14,1
P/E	15,9	18,0
P/B	0,9	0,9
EV/EBITDA	9,9	10,5
ROE (%)	5,6	4,8

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Lê Phước Vũ	16,96
Khác	83,04
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	45,47

Phòng Phân tích Ngành Vật liệu xây dựng

(084) 028- 6299 2006

phantich@vdsc.com.vn

KQKD Q2-FY2026 (01/01/2025-31/3/2026): Chưa quá khả quan do xuất khẩu còn khó khăn và nội địa còn yếu

Doanh thu thuần tăng trưởng nhẹ, đạt 8.967 tỷ VND (+7% QoQ; +6% YoY). Chúng tôi cho rằng đóng góp tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ Hoa Sen Home trong bối cảnh hoạt động kinh doanh của mảng thép mạ trong quý không có nhiều thay đổi trong mùa thấp điểm xây dựng. Cụ thể, tổng tiêu thụ tôn mạ và ống thép đạt lần lượt 289 nghìn tấn (-10% YoY; -2% QoQ) và 100 nghìn tấn (+3% YoY; -5% QoQ), trong đó tôn mạ xuất khẩu đạt 107 nghìn tấn (-32% YoY; +7% QoQ), tôn mạ nội địa đạt 182 nghìn tấn (+11% YoY; -6% QoQ). Về giá bán, giá bán các loại tôn mạ, ống thép nhìn chung có xu hướng tăng dần trong quý, đặc biệt vào giữa tháng 3 do áp lực từ chi phí đẩy. Tuy nhiên, nhìn chung giá bán trung bình của cả quý chưa ghi nhận sự hồi phục đáng kể.

Lợi nhuận gộp tăng tương ứng, đạt 1.052 tỷ VND (+12% QoQ; -2% YoY), tương ứng với biên gộp 11,7% (+0,5 pps QoQ; -1 pps YoY) – hồi phục nhẹ so với mức nền thấp của quý liền trước. Sự phục hồi biên gộp bị kìm hãm một phần do khoản trích lập thêm 45 tỷ VND dự phòng giảm giá hàng tồn kho (đưa số dư dự phòng giảm giá hàng tồn kho cuối quý lên 195 tỷ VND).

Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần tiếp tục giảm về mức 7,3% (-0,6 pps QoQ; -1,6 pps YoY), được hỗ trợ chủ yếu bởi tiết giảm chi phí xuất khẩu (vận chuyển, lưu kho...) nhờ chuyển dịch đơn hàng về thị trường nội địa (tỷ trọng xuất khẩu của HSG đang tiếp tục giảm). Tuy nhiên, doanh thu từ hoạt động tài chính, trong đó đóng góp phần lớn bởi lãi chênh lệch tỷ giá, cũng giảm so với các quý trước, đạt 26 tỷ VND (-33% QoQ; -78% YoY). Ngoài ra, do mặt bằng lãi suất cao và Công ty tăng nợ vay (dư cuối kỳ đạt 8,267 tỷ VND; +35% QoQ; +134% YoY) để tài trợ vốn lưu động, chi phí lãi vay của HSG trong quý tăng lên mức khá cao trong giai đoạn 2021-2026 và đạt 108 tỷ VND.

Lợi nhuận thuần sau thuế của công ty mẹ đạt 118 tỷ VND (+90% QoQ; -42% YoY), thấp hơn 13% so với kỳ vọng. Mặc dù lợi nhuận hoạt động (EBIT) cao hơn ước tính nhờ tiết kiệm chi phí bán hàng, chi phí lãi vay trong kỳ của HSG cao hơn ước tính của chúng tôi.

Về tài sản, HSG tiếp tục tăng thêm 700 tỷ VND cho hàng tồn kho trong quý, nâng số ngày tồn kho bình quân lên trên 110 ngày trong bối cảnh giá HRC có xu hướng tăng trở lại.

Nhìn chung, trong bối cảnh bảo hộ thương mại tại các thị trường còn tiêu cực và tiêu thụ thép tại nội địa nhìn chung vẫn còn yếu, kết quả kinh doanh của HSG trong Q2-NTC 2026 vẫn chưa hồi phục mạnh.

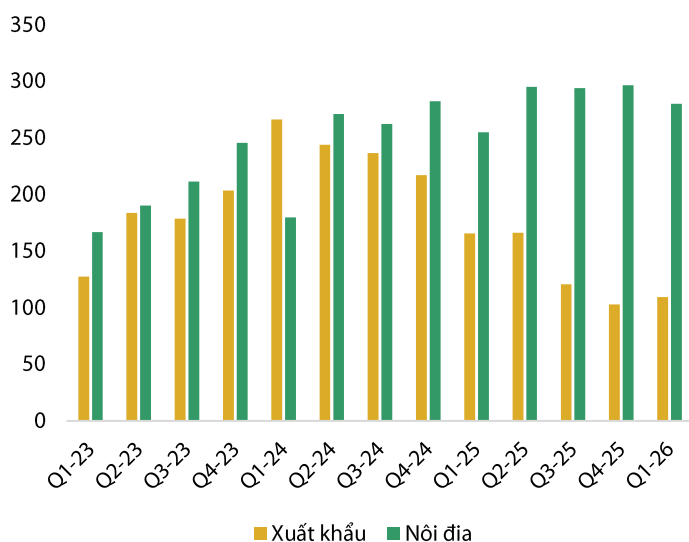
Bảng 1: KQKD Q2-FY26 của HSG

Đơn vị: Tỷ VND	Q2/2026	Q1/2026	+/- (qoq)	Q2/2025	+/- (yoy)	% Kế hoạch	% Dự phóng VDS
Doanh thu thuần	8.967	8.383	7%	8.452	6%	47%	46%
Tổng sản lượng tôn mạ (tấn)	289.420	293.946	-2%	323.929	-11%		
Xuất khẩu	107.466	99.934	8%	159.483	-33%		
Nội địa	181.954	194.012	-6%	164.446	11%		
Tổng sản lượng ống thép (tấn)	100.077	105.448	-5%	96.725	3%		
Xuất khẩu	1.874	2.940	-36%	6.212	-70%		
Nội địa	98.203	102.508	-4%	90.513	8%		
Giá xuất khẩu TB (USD/tấn)	727	725	0%	760	-4%		
Giá tôn mạ đại lý nội địa (VND/kg)	25.275	25.167	0%	25.233	0%		
Giá ống thép đại lý nội địa (VND/kg)	19.867	19.733	1%	19.292	3%		
Giá bán HRC trung bình kho Hà Nội (USD/tấn)	543	527	3%	560	-3%		
Lợi nhuận gộp	1.052	939	12%	1.076	-2%		
Chi phí bán hàng	652	658	-1%	738	-12%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	164	169	-3%	170	-4%		
Lợi nhuận hoạt động	236	112	112%	168	41%		
Doanh thu tài chính	26	39	-33%	120	-78%		
Chi phí tài chính	115	69	66%	68	68%		
Trong đó: Chi phí lãi vay	108	52	107%	45	139%		

Thu nhập/lỗ khác	9	15	-39%	8	22%		
LN trước thuế	156	96	62%	227	-31%		
Thuế TNDN	38	34	11%	22	73%		
LNST công ty mẹ	119	62	90%	205	-42%	30%	24%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>11,73%</i>	<i>11,20%</i>	<i>54 đpt</i>	<i>12,73%</i>	<i>-100 đpt</i>		
<i>Chi phí bán hàng/Dthu thuần</i>	<i>7,27%</i>	<i>7,85%</i>	<i>-58 đpt</i>	<i>8,73%</i>	<i>-146 đpt</i>		
<i>Chi phí qldn/Dthu thuần</i>	<i>1,83%</i>	<i>2,02%</i>	<i>-19 đpt</i>	<i>2,01%</i>	<i>-19 đpt</i>		
<i>Biên LN hoạt động (%)</i>	<i>2,63%</i>	<i>1,33%</i>	<i>130 đpt</i>	<i>1,98%</i>	<i>65 đpt</i>		
<i>Biên LN ròng (%)</i>	<i>1,32%</i>	<i>0,74%</i>	<i>58 đpt</i>	<i>2,43%</i>	<i>-111 đpt</i>		

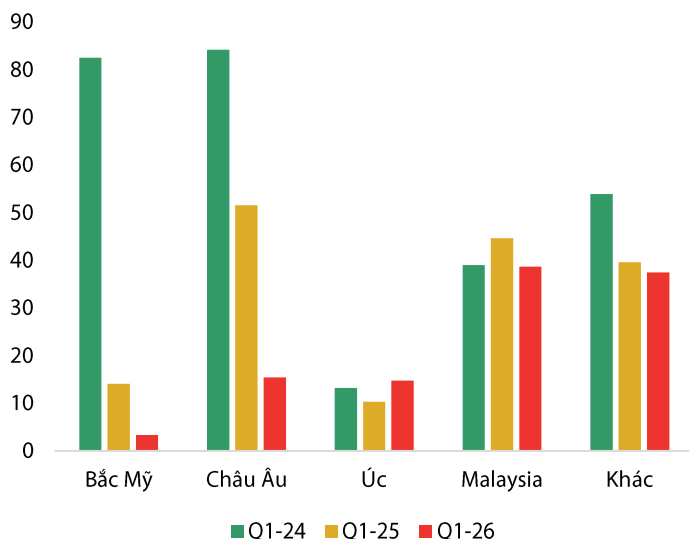
Nguồn: HSG, VSA, Bloomberg, thitruongthep, Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt tổng hợp

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



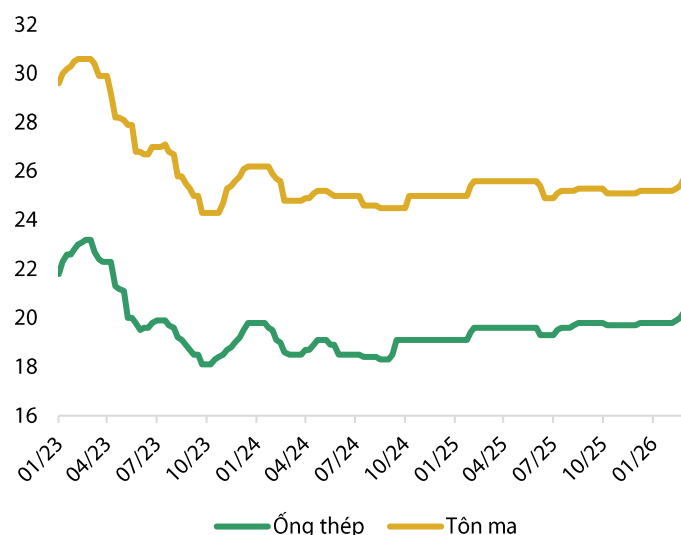
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng xuất khẩu của HSG trong quý 1 giai đoạn 2024-26 (năm dương lịch) theo thị trường (nghìn tấn)



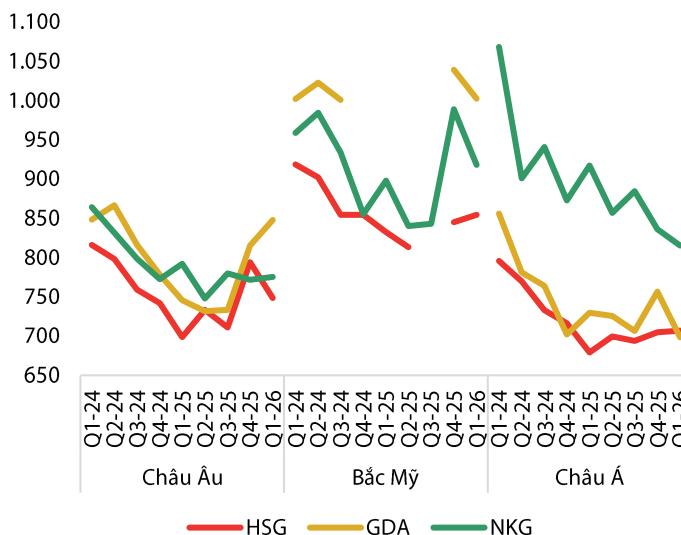
Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Diễn biến giá bán tôn mạ và ống thép đại lý của Hoa Sen đến cuối Q2-FY2026 (nghìn VND/kg)



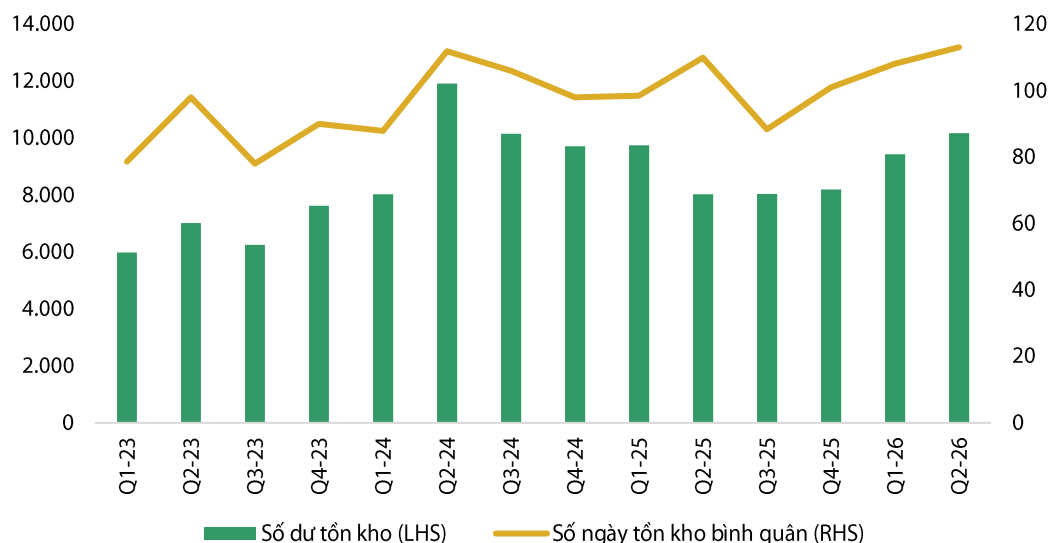
Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

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



Nguồn: Dữ liệu hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Số dư tồn kho (tỷ VND) và số ngày tồn kho bình quân của HSG



Dự phóng KQKD Q3-FY26: Cải thiện rõ nét nhờ cao điểm xây dựng, bảo hộ thương mại tại nội địa và chu kỳ hồi phục của giá thép

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của HSG sẽ được cải thiện rõ nét trong Q3-FY2026, được hỗ trợ bởi (1) điểm rơi nhu cầu xây dựng hàng năm, (2) các biện pháp bảo hộ ngành thép trong nước và (3) sự hồi phục mạnh của giá bán thép mạ tại nội địa.

Về cuộc điều tra thép khổ rộng từ Trung Quốc, trong tháng 4/2026, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 612/QĐ-BCT áp dụng biện pháp chống lẩn tránh phòng vệ thương mại đối với thép có chiều rộng từ 1.880 - 2.300 mm xuất xứ từ Trung Quốc (vụ việc AC03.AD20), với mức thuế tạm thời là 27,83%. Cùng với việc một số sản phẩm thép mạ, cán nguội có xuất xứ từ Trung Quốc và Hàn Quốc đã bị áp thuế từ tháng 8/2025 (vụ việc AD19), chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh từ thép nhập khẩu trong thời gian tới sẽ được giảm bớt, qua đó tạo dư địa tăng trưởng cho các nhà sản xuất thép nội địa.

Tính đến cuối tháng 5/2026, giá HRC nội địa và giá bán thép mạ của HSG đã tăng lần lượt khoảng 12-15% và 6-8% so với đầu năm. Cao điểm tăng giá bán diễn ra từ nửa cuối tháng 3 khi (1) xung đột tại Trung Đông đẩy chi phí năng lượng tăng mạnh và (2) mặt bằng chi phí các loại nguyên liệu chính cho sản xuất thép từ lò BOF như quặng sắt, than cốc đã tăng từ quý 1 (năm dương lịch). Chúng tôi kỳ vọng việc giá bán tăng kết hợp với lượng hàng tồn kho đã được HSG tích trữ từ quý trước sẽ giúp cho doanh thu và biên lợi nhuận của HSG trong quý 3-NTC 2026 hồi phục mạnh. Chi tiết về dự phóng và giả định được trình bày trong Bảng 2.

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q3-FY26 của HSG

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Q3-FY26	+/- (qoq)	+/- (yoy)	Giả định
Doanh thu thuần	10.600	18%	11%	Cải thiện rõ nét từ mặt bằng giá bán mới và sản lượng tiêu thụ trong mùa cao điểm xây dựng.
Tổng sản lượng tôn mạ (tấn)	325.811	13%	-8%	
<i>Xuất khẩu</i>	107.466	0%	-34%	Xuất khẩu dự kiến đi ngang so với mức nền thấp của quý trước, tiếp tục chịu ảnh hưởng của bảo hộ thương mại.
<i>Nội địa</i>	218.345	20%	15%	Diễn biến bán hàng kỳ vọng cải thiện khi: (1) Quý 2 hàng năm (năm dương lịch) thường là cao điểm của hoạt động xây dựng và tiêu thụ thép mạ; và (2) Ngành tôn mạ được hỗ trợ thêm khi thép khổ rộng từ Trung Quốc chính thức bị áp thuế.

Tổng sản lượng ống thép (tấn)	107.933	8%	-1%	Các luận điểm tương tự tôn mạ (tỷ trọng của ống thép phần lớn từ nội địa).
<i>Xuất khẩu</i>	1.874	0%	-59%	
<i>Nội địa</i>	106.059	8%	1%	
Giá xuất khẩu trung bình (USD/tấn)	742	2%	2%	Giá xuất khẩu ước tính sẽ tăng nhẹ theo diễn biến của giá thép trong khu vực. Mức tăng dự phóng thấp hơn tại nội địa do (1) các hợp đồng thương mại thường được ký kết (và chốt giá trước vài tháng) và (2) áp lực tại các thị trường xuất khẩu còn lớn.
Giá bán nội địa trung bình (tham khảo giá tôn mạ, VND/kg)	26.792	6%	5%	Mặt bằng giá thép mạ tại nội địa kỳ vọng sẽ hồi phục đáng kể khi (1) giá HRC tăng do chi phí đẩy và (2) HSG có khả năng tăng giá bán thép mạ tương ứng nhờ vị thế lớn và nhu cầu tiêu thụ tốt.
Giá HRC trung bình (USD/tấn)	581	7%	9%	Giá HRC nội địa (trong đó đáng chú ý là giá HRC của Hòa Phát) chịu áp lực lớn từ chi phí đẩy trong nửa đầu năm dương lịch 2026. Nhờ sự hỗ trợ của bảo hộ thương mại và nhu cầu tốt từ hạ nguồn, giá HRC nội địa trong quý 2 kỳ vọng sẽ tiếp tục hồi phục.
Lợi nhuận gộp	1.407	34%	16%	Từ việc tăng giá bán, biên gộp kỳ vọng được cải thiện lên mức 13% nhờ lượng hàng tồn kho giá thấp đã được HSG tích trữ từ cuối quý trước.
Chi phí bán hàng	771	18%	-3%	Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu kỳ vọng duy trì ở mức thấp nhờ giảm chi phí vận chuyển từ việc chuyển đơn hàng về nội địa.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	194	18%	15%	
Lợi nhuận hoạt động	375	59%	48%	
Doanh thu tài chính	50	92%	-18%	Doanh thu tài chính kỳ vọng cải thiện nhờ lãi suất tiền gửi tăng,
Chi phí tài chính	58	-49%	-3%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	50	-54%	17%	Chi phí lãi vay giảm với giả định HSG giảm quy mô nợ vay ngắn hạn (và vốn lưu động tương ứng) khi (1) số dư tồn kho từ quý trước còn khá lớn và đáp ứng đủ cho hoạt động kinh doanh trong quý và (2) áp lực lãi vay cao.
Thu nhập/lỗ khác	-4	-141%	-111%	
LN trước thuế	363	132%	25%	
Thuế	54	45%	229%	Giả định thuế suất hiệu dụng quay về 15%.
LNST công ty mẹ	309	160%	13%	Lợi nhuận thuần hồi phục nhờ (1) tăng doanh thu, (2) mở rộng biên gộp và (3) giảm áp lực nợ vay tài chính.
<i>Biên LN gộp</i>	12,6%	91 bps	-12 bps	
<i>Chi phí bán hàng/D.thu thuần</i>	7,3%	0 bps	-104 bps	

Chi phí qldn/D.thu thuần	1,8%	0 bps	5 bps
Biên LN hoạt động	3,5%	91 bps	87 bps
Biên LN ròng	2,9%	159 bps	3 bps

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Cho cả năm tài chính 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng kết quả kinh doanh của HSG do thị trường xuất khẩu phục hồi yếu hơn ước tính ban đầu. Doanh thu và LNST-CĐM qua đó kỳ vọng giảm lần lượt từ 40,7 nghìn tỷ VND (+12% YoY) và 898 tỷ VND (+23% YoY) về mức 38.039 tỷ VND (+4% YoY) và 751 tỷ VND (+3% YoY, trong đó dự kiến 9 tháng NTC 2026 sẽ đạt 65% lợi nhuận).

Bảng 3: Thay đổi giả định KQKD năm tài chính 2026 của HSG

Đơn vị: Tỷ VND	Dự phóng cũ	+/(yoy)	Dự phóng mới	+/(yoy)	Giả định
Doanh thu thuần	40.697	10%	38.039	4%	
Tổng sản lượng tôn mạ (nghìn tấn)	1.467	12%	1.323	-4%	
Xuất khẩu	648	0%	519	-20%	Hoạt động xuất khẩu dự phóng sụt giảm do khó khăn của các hoạt động thương mại.
Nội địa	815	12%	804	10%	
Tổng sản lượng ống thép (tấn)	438	5%	459	10%	
Giá bán tôn mạ (nghìn VND/kg)					
Xuất khẩu	19,3	2,7%	19,4	2,8%	Giá bán tại thị trường xuất khẩu tăng chậm hơn.
Nội địa	18,1	2,7%	18,5	4,8%	Giá bán tại nội địa hồi phục tốt hơn kỳ vọng.
Chi phí sản xuất tôn mạ (nghìn VND/kg)					Chi phí HRC tăng nhiều hơn ước tính.
Xuất khẩu	17,3	2,2%	17,7	4,8%	
Nội địa	17,3	2,2%	16,5	4,8%	
LNST công ty mẹ	898	23%	751	3%	
Biên LN gộp	12,9%	50 bps	12,1%	-30 bps	Biên gộp thu hẹp so với giả định ban đầu do chi phí sản xuất tăng cao hơn, trong khi giá xuất khẩu ước tính chỉ tăng nhẹ.
Biên LN ròng	2,2%	20 bps	2%	0 bps	

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Cho giai đoạn 2026-2030, mức tăng trưởng CAGR doanh thu thuần của HSG ước tính đạt 13% (thấp hơn 1 pps so với [Báo cáo Cập nhật KQKD tháng 4-2026](#) do giảm dự phóng doanh thu năm 2026). Đồng thời, tăng trưởng lợi nhuận dự phóng đạt trung bình 26% (so với 33% trong báo cáo trước), chủ yếu do mức nền thấp hơn của đầu kỳ so với ước tính.

Định giá

Sử dụng phương pháp SOTP, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu **16.000 VND/cổ phiếu** cho HSG. Đối với phương pháp FCFF (sử dụng cho mảng kinh doanh truyền thống), chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí phi rủi ro lên 4% (tăng nhẹ) và mức độ đòn bẩy đến cuối năm 2026 (tăng 12 pps), qua đó chi phí sử dụng vốn WACC giảm nhẹ xuống 13,1% (chi tiết trong Bảng 4). Các giả định còn lại được duy trì như báo cáo trước. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh số lượng cổ phiếu lưu hành sau khi HSG chia cổ phiếu thưởng (tỷ lệ 30%), đồng thời không trả cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng tới theo kế hoạch của Công ty. Qua đó, tổng mức sinh lời kỳ vọng đạt 33% dựa trên giá đóng cửa ngày 18/06/2026.

Bảng 4: Thay đổi giả định phương pháp FCFF đối với mảng truyền thống của HSG

Giả định mô hình	T6/2026	Thay đổi so với T4/2026	Giả định mô hình	T6/2026	Thay đổi so với T4/2026
WACC 2026	13,1%	-0,5 pps	Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10,35%	-
Thuế suất hiệu dụng	14%	+3 pps	Beta đòn bẩy	1,3	-
Chi phí nợ vay	5,5%	-	Exit EV/EBITDA	6x	-
Chi phí vốn chủ sở hữu	17,1%	+1,4 pps	Thời gian dự phóng	5 năm	-
Lãi suất phi rủi ro	4%	+0,5 pps			
Nợ/VCSH cuối năm 2026	48%	+12 pps			

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Định giá HSG bằng phương pháp SOTP

Hạng mục	Phương pháp	Chỉ số	Giá trị (tỷ đồng)
Mảng truyền thống (Tôn mạ, ống thép, ống nhựa)	Chiết khấu dòng tiền	FCFF	
Giá trị hiện tại			12.341
Tiền, tương đương tiền & đầu tư tài chính			2.346
Nợ vay			5.395
Giá trị ròng			9.292
Hoa Sen Home	Định giá so sánh	P/S	
Doanh thu 2026F			2.400
P/S (lần)			1,5
Giá trị ròng			3.600
Tổng giá trị ròng			12.862
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)			807
Giá mục tiêu (VND/cp)			16.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Độ nhạy giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu của HSG cho chi phí vốn và chỉ số P/S (VND/cp)

		WACC 2030 mảng truyền thống				
		11,35%	12,35%	13,35%	14,35%	15,35%
P/S Hoa Sen Home (lần)	0,5	13.785	13.382	12.997	12.630	12.279
	1	15.272	14.868	14.484	14.116	13.765
	1,5	16.758	16.355	15.970	15.603	15.252
	2	18.245	17.841	17.456	17.089	16.738
	2,5	19.731	19.328	18.943	18.576	18.225

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Úc khởi xướng điều tra đối với tôn mạ kẽm của Việt Nam: 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%. Quá trình điều tra mới ở giai đoạn đầu, các doanh nghiệp có thời hạn đến đầu tháng 06/2026 để nộp bản trả lời câu hỏi và ADC dự kiến sẽ có báo cáo kết luận sơ bộ vào tháng 10/2026.

Trong cơ cấu xuất khẩu của HSG và NKG năm 2025, thị trường Úc lần lượt chiếm khoảng 7% và 18% - nằm trong nhóm 3 thị trường có tỷ trọng lớn nhất. Trong bối cảnh ngành thép toàn cầu đang chịu áp lực bảo hộ, vụ điều tra mới của Úc (nhiều khả năng sẽ có áp thuế tạm thời trong vòng 60 ngày kể từ khi công bố) cho thấy thị trường xuất khẩu tôn mạ năm 2026 của Việt Nam vẫn đối mặt với nhiều khó khăn. Tuy nhiên, nếu xét trên tổng lượng tiêu thụ (bao gồm cả nội địa), tỷ trọng của thị trường Úc trong cơ cấu tiêu thụ của HSG và NKG chỉ lần lượt khoảng 3% và 7% do hai doanh nghiệp này đã chuyển phần lớn thị trường tiêu thụ về nội địa từ đầu năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động của vụ việc mới (trong trường hợp có áp thuế) đến triển vọng kết quả kinh doanh của HSG và NKG trong năm 2026 sẽ không lớn. Ngoài ra, theo chia sẻ từ HSG, Công ty hiện vẫn đang khá lạc quan với kịch bản **có thể kháng cáo thành công**.

Về vụ cháy tại Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ: Ngày 25 tháng 5 năm 2026 đã xảy ra vụ cháy ở phần tháp của dây chuyền tái sinh axit tại Nhà máy Tôn Hoa Sen Phú Mỹ, địa chỉ ở đường 1B, Khu công nghiệp Phú Mỹ, Phường Phú Mỹ, Thành phố Hồ Chí Minh. Khi xảy ra vụ cháy, Tập đoàn và lực lượng chức năng đã phối hợp để ngăn chặn vụ cháy. Sau đó, vụ cháy đã được dập tắt hoàn toàn. Theo công bố thông tin, Công ty sẽ tiếp tục thống kê và đánh giá thiệt hại cuối cùng. Tuy nhiên, ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh nhiều khả năng là không đáng kể.

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q2-FY26

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Q2-FY26	Q1-FY25	+/- (qoq)	Q2-FY25	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	8.967	8.383	7,0%	8.452	6,1%
Lợi nhuận gộp	1.052	939	12,1%	1.076	-2,2%
Chi phí bán hàng	652	658	-0,9%	738	-11,7%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	164	169	-3,2%	170	-3,8%
EBITDA	467	344	35,7%	393	18,9%
EBIT	236	112	111,8%	168	40,9%
Doanh thu tài chính	26	39	-33,5%	120	-78,4%
Chi phí tài chính	115	69	66,0%	68	68,4%
Chi phí lãi vay	108	52	107,3%	45	139,0%
Khấu hao	231	233	-0,7%	225	2,6%
Thu nhập khác ròng	9	15	-38,7%	8	22,0%
LNTT	156	96	62,2%	227	-31,2%
LNST Cty mẹ	119	62	90,2%	205	-42,2%

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q1-FY26

	Q2-FY26	Q1-FY25	+/- (qoq)	Q2-FY25	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	11,7%	11,2%	54 bps	12,7%	-100 bps
EBITDA/Doanh thu	5,2%	4,1%	110 bps	4,7%	56 bps
EBIT/Doanh thu	2,6%	1,3%	130 bps	2,0%	65 bps
TS lợi nhuận ròng	1,3%	0,7%	58 bps	2,4%	-111 bps
Hiệu quả hoạt động (ngày)					
Số ngày tồn kho	113,1	108,1	5,0	110,0	3,1
Số ngày khoản phải thu	18,9	17,4	1,5	19,8	-0,9
Số ngày phải trả	28,2	27,3	1,0	19,2	9,0
Đòn bẩy					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	51%	46%	459 bps	36%	1503 bps

Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

	Tỷ VND			
KQ HKKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	39.272	36.539	38.040	44.296
Giá vốn	35.008	32.024	33.428	38.774
Lãi gộp	4.264	4.515	4.611	5.522
Chi phí bán hàng	3.345	3.111	2.913	3.417
Chi phí quản lý	496	665	686	790
Thu nhập từ HĐTC	342	281	162	192
Chi phí tài chính	133	184	280	335
Lợi nhuận khác	41	70	70	69
Lợi nhuận trước thuế	551	818	873	1.135
Thuế TNDN	37	88	122	159
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	515	729	751	976
EBIT	423	739	1.012	1.315
EBITDA	1.420	1.653	1.952	2.315

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	24,1%	-7,0%	4,1%	16,4%
Lợi nhuận HKKD	7,6%	16,4%	18,1%	18,6%
EBITDA	139,5%	74,5%	37,0%	29,9%
Lợi nhuận sau thuế	1615,0%	41,7%	2,9%	30,1%
Tổng tài sản	12,7%	-3,1%	13,7%	10,9%
Vốn chủ sở hữu	1,3%	3,8%	6,1%	4,3%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp/Doanh thu	10,9%	12,4%	12,1%	12,5%
EBITDA/Doanh thu	3,6%	4,5%	5,1%	5,2%
EBI/Doanh thu	1,1%	2,0%	2,7%	3,0%
LNST/Doanh thu	1,3%	2,0%	2,0%	2,2%
ROA	2,8%	3,8%	4,2%	4,3%
ROE	4,8%	6,6%	7,3%	8,0%

Hiệu quả hoạt động				
Số ngày kh, phải thu	18,9	19,1	15,4	14,4
Số ngày HTK	89,2	100,7	87,6	82,0
Số ngày kh, phải trả	26,8	24,6	24,6	27,8

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,6	1,5	1,5	1,4
Nhanh	0,4	0,4	0,6	0,5

Cấu trúc tài chính				
Tổng Nợ / VCSH	79,3%	67,3%	79,3%	90,6%
Vay ngắn hạn/VCSH	49,2%	38,9%	48,0%	51,2%
Nợ dài hạn / VCSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	Tỷ VND			
Bảng CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	602	428	2.948	3.016
Đầu tư ngắn hạn	31	81	85	89
Khoản phải thu	2.272	1.603	1.651	1.898
Hàng tồn kho	9.712	8.199	8.075	9.594
Tài sản ngắn hạn khác	3.915	3.900	3.261	3.240
Tài sản cố định hữu hình	196	220	212	204
Tài sản cố định vô hình	1	7	7	7
Đầu tư dài hạn	401	420	438	510
Tài sản dài hạn khác	602	428	2.948	3.016
Tổng tài sản	19.566	18.950	21.550	23.899
Khoản phải trả	2.328	2.050	2.520	3.472
Vay và nợ ngắn hạn	5.364	4.404	5.765	6.416
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	16	16	16	20
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	8.649	7.614	9.521	11.350
Vốn đầu tư của CSH	6.160	6.210	8.073	8.073
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.533	4.910	3.739	4.251
Thu nhập khác	51	42	44	51
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn	19.566	18.950	21.550	23.899
Lợi ích cổ đông thiểu số	16	16	16	16

Chỉ số định giá	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS	835	1.175	1.053	1.209
P/E (x)	13,2	17,6	15,2	13,2
BV (đồng/cp)	17.697	18.228	14.881	15.525
P/B (x)	1,0	0,9	1,1	0,8
DPS (đồng/cp)	679	499	0	500
Tỷ suất cổ tức (%)				3

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SOTP	16.000	100%	16.000
Giá mục tiêu (VND/cp)			16.000

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời hạn
07/2026	16.000	MUA	DÀI HẠN
04/2026	20.200	MUA	DÀI HẠN

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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.**