

## Mua vào (giữ nguyên)

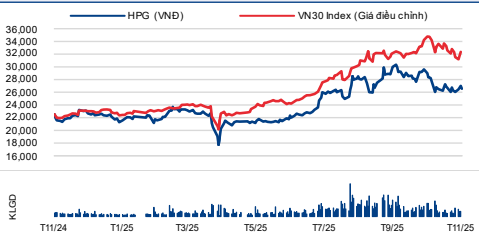
Giá mục tiêu: VNĐ36,800 (từ VNĐ37,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 38.6%

| Giá cổ phiếu (đồng) (13/11/2025) | 26,550                 |
|----------------------------------|------------------------|
| Mã Bloomberg                     | HPG VN                 |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)         | 17,749-30,350          |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)         | 26,650                 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)        | 203,784                |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)      | 7,732                  |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)          | 7,675                  |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)    | 3,761                  |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)       | 2,300                  |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN         | 49.0%                  |
| Tỷ lệ sở hữu của NN              | 19.0%                  |
| Tỷ lệ freefloat                  | 54.1%                  |
| Cổ đông lớn                      | Trần Đình Long (26.1%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | (8.45) | (5.52) | 17.8    |
| So với chỉ số    | (1.18) | (11.1) | (17.6)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F         | 2,055 | 2,081      | (1.3)     |
| 2026F         | 2,843 | 2,746      | 3.5       |
| 2027F         | 3,522 | 3,645      | (3.4)     |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

## Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Vượt qua trở ngại nhờ sức mạnh cốt lõi; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới và thấp hơn một chút ở mức 36.800đ (tiềm năng tăng giá 39%), do tác động từ việc điều chỉnh giảm nhẹ dự báo lợi nhuận được bù đắp từ tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi giảm nhẹ 6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu dựa trên tác động tổng hợp từ việc giảm giá định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và tăng giá định chi phí đầu vào. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 39%/38%/24% trong năm 2025/2026/2027, tương đương tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm 33,3%.
- Sau khi giảm 6% trong 3 tháng qua, cổ phiếu HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần. KQKD của HPG sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi sản phẩm HRC, với lợi thế càng được khuếch đại từ việc bổ sung thêm công suất mới và chính sách bảo hộ thương mại.

## Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025 và tình hình cạnh tranh

HSC nhận thấy việc thành lập Vinmetal, một công ty con do VIC (Giảm tỷ trọng; Giá mục tiêu 105.000đ) sở hữu 98%, tập trung sản xuất các sản phẩm thép bao gồm thép xây dựng, thép dùng trong các dự án hạ tầng và thép dùng để sản xuất ô tô là động thái có khả năng làm tăng mức độ cạnh tranh trong nước đối với HPG. Tuy nhiên, do sáng kiến này đang ở giai đoạn đầu và lộ trình triển khai chưa được công bố cụ thể, chúng tôi tin rằng vị thế thị trường của HPG sẽ không bị ảnh hưởng đáng kể trong ngắn hạn.

Hơn nữa, việc HRC thay thế thép xây dựng để trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính của HPG trong thời gian tới, cùng với việc Chính phủ tiếp tục thực hiện các chính sách bảo hộ đối với HRC, được kỳ vọng sẽ củng cố hơn nữa lợi thế thị trường của HPG trong tương lai.

## Tác động: Giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh những lo ngại về áp lực cạnh tranh ngày càng tăng ở phân khúc thép xây dựng và việc tăng giá định chi phí nguyên vật liệu đầu vào, HSC giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 38%/38%/24% lần lượt trong năm 2025/2026/2027, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là 33,3% (thấp hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi là 36,9%).

Dự báo mới, với lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 16,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 38%) cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 5 nghìn tỷ đồng (tăng 79% so với cùng kỳ và tăng 26% so với quý trước). Dự báo của chúng tôi chưa phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên có thể đến từ mảng BĐS KCN/bất động sản nhà ở.

## Định giá và khuyến nghị

HSC giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 36.800đ (tiềm năng tăng giá 39%) do tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm nhẹ dự báo lợi nhuận nhỏ hơn tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần.

HPG đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ nhiều yếu tố thuận lợi, bao gồm nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng đang tăng cao, các biện pháp bảo hộ thương mại thuận lợi và việc bổ sung thêm công suất mới. Quan trọng hơn hết là HPG đã đáp ứng tất cả các tiêu chí để thu hút dòng vốn lớn từ nước ngoài khi thị trường Việt Nam được nâng hạng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/11.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F   | 12-26F | 12-27F   |
|---------------------------|--------|--------|----------|--------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 16,431 | 21,543 | 28,865 ▼ | 39,591 | 45,835   |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 6,835  | 12,021 | 16,602   | 22,968 | 28,456 ▼ |
| EPS ĐC (đồng)             | 846    | 1,488  | 2,055    | 2,843  | 3,522 ▼  |
| DPS (đồng)                | 0      | 0      | 1,000    | 1,000  | 1,000    |
| BVPS (đồng)               | 17,674 | 17,879 | 17,057   | 18,910 | 21,443   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 11.3   | 10.5   | 9.56     | 6.97   | 5.78     |
| P/E ĐC (lần)              | 31.4   | 17.8   | 12.9     | 9.34   | 7.54     |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 0      | 3.77     | 3.77   | 3.77     |
| P/B (lần)                 | 1.50   | 1.49   | 1.56     | 1.40   | 1.24     |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (19.4) | 75.9   | 38.1     | 38.3   | 23.9     |
| ROAE (%)                  | 6.88   | 11.1   | 13.5     | 16.6   | 18.4     |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Sản phẩm đa dạng giữ vững đà tăng trưởng

Chúng tôi nhận thấy thị trường lo ngại về đối thủ cạnh tranh mới là Vinmetal. Tuy nhiên, việc thành lập một công ty chuyên sản xuất thép đủ sức cạnh tranh đòi hỏi phải có vốn lớn, chuyên môn cao và thời gian. Điều này giúp giảm đáng kể tác động tiêu cực đến vị thế của HPG trong 3 năm tới. Điều quan trọng hơn là mức đóng góp ngày càng tăng của HRC (đang được hỗ trợ từ chính sách bảo hộ của Chính phủ) đang giúp cải thiện mức cân bằng lợi nhuận của HPG. Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 33,3%. Cổ phiếu đang được định giá thấp và giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu mới là 36.800đ (tiềm năng tăng giá 39%).

## Phân tích KQKD Q3/2025

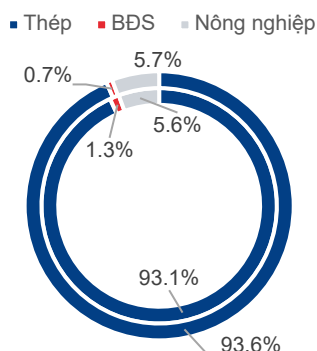
KQKD Q3/2025 tương đối tích cực, với lợi nhuận thuần tăng 32% so với cùng kỳ lên 4 nghìn tỷ đồng (nhưng giảm 6% so với quý trước do yếu tố mùa vụ), nhờ sản lượng tiêu thụ thép tăng 18% so với cùng kỳ và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Mặc dù kết quả này thấp hơn 10% so với kỳ vọng của chúng tôi do đóng góp từ lò cao số 1 của Khu liên hợp gang thép Dung Quất Giai đoạn 2 (DQSC Giai đoạn 2) thấp hơn dự kiến. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần tăng mạnh 26% so với cùng kỳ, đạt 11,6 nghìn tỷ đồng và hoàn thành 67% dự báo lợi nhuận thuần trước đó cho cả năm 2025 của chúng tôi. [Nội dung chi tiết được thảo luận trong báo cáo chúng tôi phát hành ngày 02/11/2025.](#)

Như được thể hiện trong Biểu đồ 1 & 2, mảng thép tiếp tục có mức đóng góp cao nhất vào doanh thu và LNST của HPG trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025. Theo đó, thép đóng góp 93%/81% doanh thu thuần và LNST Q3/2025 của HPG, trong khi mảng nông nghiệp đóng góp 6%/9% doanh thu và LNST của HPG trong Q3/2025. Kể đến là mảng bất động sản, đóng góp 1% vào doanh thu thuần và 10% vào lợi nhuận thuần.

Quan trọng hơn hết, trong mảng thép, phân khúc HRC đã vượt qua thép xây dựng để trở thành sản phẩm đóng góp cao nhất, với tỷ trọng 45,2% trong Q3/2025 (Q3/2024: 31,3%) (Bảng 4) nhờ công suất mới được bổ sung là 6 triệu tấn/năm, nâng tổng công suất HRC lên 9 triệu tấn/năm kể từ cuối năm 2025.

**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, HPG**

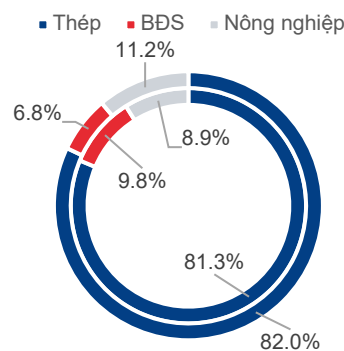
Trong Q3/2025, mảng thép đóng góp 93% vào doanh thu



Hình tròn trong: Q3/2025; hình tròn ngoài: 9T2025  
Nguồn: HPG, HSC

**Biểu đồ 2: LNST theo mảng kinh doanh, HPG**

...và 81% vào LNST của HPG



Hình tròn trong: Q3/2025; hình tròn ngoài: 9T2025  
Nguồn: HPG, HSC

**Bảng 3: Cơ cấu sản lượng thép tiêu thụ theo dòng sản phẩm, HPG**

Sản lượng tiêu thụ Q3/2025 tăng 18,8% so với cùng kỳ nhưng giảm 3,8% so với quý trước, được dẫn dắt bởi HRC

| Tấn                            | T9-25            | So với cùng kỳ | So với quý trước | Q3/25            | So với cùng kỳ | So với quý trước | 9T25             | So với cùng kỳ |
|--------------------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|----------------|
| Sản phẩm thượng nguồn          | 962,757          | 40.9%          | 25.4%            | 2,457,974        | 19.8%          | -5.0%            | 7,429,928        | 21.8%          |
| Thép xây dựng                  | 373,370          | 0.9%           | 17.1%            | 1,062,729        | -3.0%          | -16.8%           | 3,531,461        | 6.3%           |
| Billet/Slab                    | 111,670          | 64.0%          | 529.2%           | 129,419          | -40.3%         | -5.2%            | 464,508          | -8.2%          |
| HRC                            | 477,717          | 95.0%          | 10.8%            | 1,265,826        | 71.3%          | 7.8%             | 3,433,959        | 51.4%          |
| Ống thép                       | 70,899           | 18.7%          | 0.3%             | 225,263          | 21.8%          | 4.0%             | 627,612          | 24.9%          |
| Tôn mạ                         | 39,117           | 27.6%          | 40.5%            | 120,219          | -2.0%          | 8.5%             | 320,045          | -7.2%          |
| <b>Tổng sản lượng tiêu thụ</b> | <b>1,072,773</b> | <b>38.7%</b>   | <b>23.8%</b>     | <b>2,803,456</b> | <b>18.8%</b>   | <b>-3.8%</b>     | <b>8,377,585</b> | <b>20.6%</b>   |
| <b>Sản lượng thép thô</b>      | <b>1,018,516</b> | <b>59.8%</b>   | <b>6.8%</b>      | <b>2,797,156</b> | <b>34.7%</b>   | <b>13.6%</b>     | <b>7,923,310</b> | <b>22.9%</b>   |

Nguồn: VSA, HSC

**Bảng 4: Tỷ trọng của các dòng sản phẩm thuộc mảng thép, HPG**

HRC vượt thép xây dựng trở thành dòng sản phẩm đóng góp lớn nhất vào mảng thép Q3/25

| %                        | T9-24         | T9-25         | Q3/24         | Q3/25         | 9T24          | 9T25          |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Thép xây dựng            | 47.8%         | 34.8%         | 46.4%         | 37.9%         | 47.9%         | 42.2%         |
| Phôi thép/ phôi tấm slab | 8.8%          | 10.4%         | 9.2%          | 4.6%          | 7.3%          | 5.5%          |
| HRC                      | 31.7%         | 44.5%         | 31.3%         | 45.2%         | 32.7%         | 41.0%         |
| Ống thép                 | 7.7%          | 6.6%          | 7.8%          | 8.0%          | 7.2%          | 7.5%          |
| Tôn mạ                   | 4.0%          | 3.6%          | 5.2%          | 4.3%          | 5.0%          | 3.8%          |
| <b>Tỷ trọng đóng góp</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |

Nguồn: VSA, HPG, HSC

## Dự báo lợi nhuận Q4/2025

Đối với Q4/2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng mạnh 79% so với cùng kỳ và 26% so với quý trước lên 5 nghìn tỷ đồng, nhờ lờ cao số 1 của DQSC Giai đoạn 2 bắt đầu đóng góp đầy đủ (tác động đến kết quả so với cùng kỳ và so với quý trước) và tỷ suất lợi nhuận tiếp tục mở rộng (so với cùng kỳ). Chi tiết như sau:

- Như được thể hiện trong Bảng 5, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thép Q4/2025 đạt 3,33 triệu tấn, tăng 43% so với cùng kỳ và 19% so với quý trước, nhờ:

Sản lượng tiêu thụ HRC tăng 143% so với cùng kỳ và 26% so với quý trước.

Đối với phôi thép (phôi tấm slab), do vừa mới bổ sung công suất HRC mới, chúng tôi tin rằng HPG sẽ tăng cường xuất khẩu phôi thép khi nhu cầu đối với HRC được lấp đầy. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phôi thép sẽ tăng mạnh 67% so với cùng kỳ và 159% so với quý trước lên 335.492 tấn trong Q4/2025.

Đối với các sản phẩm truyền thống như thép xây dựng, ống thép và tôn mạ, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ giảm so với cùng kỳ, do xuất khẩu suy yếu (phân khúc tôn mạ) và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt tại thị trường trong nước (phân khúc thép xây dựng).

- Chúng tôi giả định giá bán bình quân của HRC và thép xây dựng trong Q4/2025 lần lượt là 13,808 triệu đồng/tấn (tăng 5% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước) và 13,750 triệu đồng/tấn, đi ngang so với cùng kỳ và so với quý trước. Quý này đánh dấu một cột mốc quan trọng: Giá HRC của HPG lần đầu tiên cao hơn giá thép xây dựng từ Q4/2024. Sự đảo ngược về giá bán như thế này chứng tỏ hiệu quả của các chính sách bảo hộ được áp dụng cho thị trường trong nước.
- Dựa trên các giả định này, HSC dự báo doanh thu thuần/lợi nhuận thuần Q4/2025 sẽ đạt 55,7 nghìn tỷ đồng, tăng 62% so với cùng kỳ và 53% so với quý trước và 5 nghìn tỷ đồng, tăng 79% so với cùng kỳ và 26% so với quý trước.
- Lưu ý rằng dự báo lợi nhuận cho Q4/2025 hoàn toàn dựa trên HĐKD cốt lõi và chưa phản ánh bất kỳ khoản lợi nhuận không thường xuyên nào từ mảng bất động sản nhà ở/BDS KCN (nếu có).

Nếu HPG đạt được kết quả trên, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ ở mức 166 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 19%) và 16,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 38%).

**Bảng 5: Ước tính sản lượng tiêu thụ Q4/25, HPG**

Chúng tôi dự báo sản lượng thép tiêu thụ trong Q4/2025 đạt 3,3 triệu tấn, tăng 43% so với cùng kỳ và 19% so với quý trước

| Tấn                            | 4/24             | Q4/25F           | So với cùng kỳ | So với quý trước | 2024             | 2025F             | So với cùng kỳ |
|--------------------------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|-------------------|----------------|
| Sản phẩm thượng nguồn          | 2,017,011        | 3,048,933        | 51.2%          | 24.0%            | 8,114,755        | 10,478,861        | 29.1%          |
| Thép xây dựng                  | 1,159,301        | 1,116,165        | -3.7%          | 5.0%             | 4,482,719        | 4,647,626         | 3.7%           |
| Phôi thép/ phôi tấm slab       | 201,099          | 335,492          | 66.8%          | 159.2%           | 706,899          | 800,000           | 13.2%          |
| HRC                            | 656,611          | 1,597,277        | 143.3%         | 26.2%            | 2,925,137        | 5,031,236         | 72.0%          |
| Ông thép                       | 204,585          | 199,505          | -2.5%          | -11.4%           | 706,938          | 827,117           | 17.0%          |
| Tôn mạ                         | 101,654          | 81,725           | -19.6%         | -32.0%           | 446,411          | 401,770           | -10.0%         |
| <b>Tổng sản lượng tiêu thụ</b> | <b>2,323,250</b> | <b>3,330,164</b> | <b>43.3%</b>   | <b>18.8%</b>     | <b>9,268,104</b> | <b>11,707,749</b> | <b>26.3%</b>   |

Nguồn: HSC

**Bảng 6: Giá bán bình quân theo dòng sản phẩm, HPG**

Chúng tôi ước tính giá HRC Q4/25 sẽ tăng 5% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước trong khi giá thép xây dựng đi ngang

| Triệu đồng/tấn | Q4/24  | Q3/25  | Q4/25F | So với cùng kỳ | So với quý trước |
|----------------|--------|--------|--------|----------------|------------------|
| Thép xây dựng  | 13,750 | 13,756 | 13,750 | 0.0%           | 0.0%             |
| HRC            | 13,184 | 13,260 | 13,808 | 4.7%           | 4.1%             |

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Ước tính lợi nhuận Q4/25, HPG**

Chúng tôi dự báo lợi nhuận Q4/25 sẽ tăng mạnh cả so với cùng kỳ và so với quý trước nhờ Lò cao số 1 thuộc DQSC giai đoạn 2 hoạt động hết công suất

| Tỷ đồng                 | Q4/24  | Q3/25  | Q4/25F | So với cùng kỳ | So với quý trước | 2024    | 2025F   | So với cùng kỳ |
|-------------------------|--------|--------|--------|----------------|------------------|---------|---------|----------------|
| Doanh thu thuần         | 34,491 | 36,407 | 55,749 | 61.6%          | 53.1%            | 138,855 | 165,688 | 19.3%          |
| Lợi nhuận thuần         | 2,809  | 3,988  | 5,012  | 78.5%          | 25.7%            | 12,021  | 16,602  | 38.1%          |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 8.1%   | 11.0%  | 9.0%   | +0.9 pts       | -2.0 pts         | 8.7%    | 10.0%   | +1.3 pts       |

Nguồn: HSC

## Vinmetal gia nhập thị trường và khả năng thâm tóm Pomina: Phân tích sơ

### Đánh giá ban đầu về cạnh tranh từ Vinmetal

Vingroup gần đây đã thành lập Vinmetal (VIC sở hữu 98% cổ phần), với vốn điều lệ được ấn định ở mức 15 nghìn tỷ đồng tính đến thời điểm hiện tại, cao hơn so với công bố ban đầu là 10 nghìn tỷ đồng cách đây một tháng. Công bố ban đầu của Vinmetal đề ra mục tiêu đầy tham vọng: Xây dựng nhà máy với công suất 5 triệu tấn/năm, sản xuất đầy đủ các loại sản phẩm thép, bao gồm thép xây dựng, thép dùng trong xây dựng hạ tầng và thép dùng để sản xuất ô tô.

Mặc dù hiện tại chưa có thông tin chi tiết về công nghệ sẽ được ứng dụng và thời gian chính thức tham gia thị trường của Vinmetal, chúng tôi tin rằng sức ép cạnh tranh đối với HPG vẫn còn hạn chế trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ các diễn biến trong thời gian tới, vì để trở thành đối thủ cạnh tranh trong ngành thép đòi hỏi phải có vốn lớn, chuyên môn kỹ thuật sâu rộng và quy mô kinh doanh, điều này cần có thời gian để đạt được.

### Khả năng thâm tóm Pomina

Vinmetal gần đây đã công bố việc bổ nhiệm ông Đỗ Tiến Sỹ (hiện là Phó Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc công ty Thép Pomina) làm Tổng Giám đốc mới. Động thái này cho thấy Vinmetal có thể đang lên kế hoạch mua lại Pomina, việc này sẽ giúp Vinmetal nhanh chóng tham gia vào lĩnh vực sản xuất thép xây dựng. Chúng tôi cho rằng đây là một bước đi có tính chiến thuật, giúp Vinmetal có được chỗ đứng nhanh hơn trong ngành thép bằng cách sử dụng công suất thép xây dựng sẵn có của Pomina để cung cấp nội bộ cho Vinhomes.

**Tài sản và thách thức hiện có của Pomina:** Sau khi tiến hành khảo sát, HSC nhận thấy các cơ sở sản xuất của Pomina có thể sử dụng được bao gồm một nhà máy cán thép xây dựng (công suất thiết kế 1,5 triệu tấn/năm) và một lò cao (1 triệu tấn/năm) dự định làm nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, kể từ khi được đưa vào vận hành vào năm 2019, lò cao này đã tạo ra gánh nặng vốn đầu tư lớn (5,9 nghìn tỷ đồng) cho Pomina và mang lại khó khăn lớn trong vận hành và tình hình tài chính do chuyên môn về lò cao còn hạn chế nên lò cao này phải ngừng hoạt động trong thời gian dài. Năm ngoái THACO đã có nỗ lực nhằm khôi phục hoạt động của lò cao này thông qua việc hỗ trợ về mặt thanh khoản nhưng không thành công. Trong năm 2023, 2024 và 9 tháng đầu năm 2025, POM đã ghi nhận lỗ thuần lần lượt là 960 tỷ đồng/990 tỷ đồng/512 tỷ đồng. Tổng dư nợ của POM tính đến cuối tháng 9/2025 ở mức 6 nghìn tỷ đồng và vốn chủ sở hữu âm 187 tỷ đồng.

### **Thị trường thép xây dựng: Sự thống trị của HPG và tác động tiềm tàng của Vinmetal**

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), thị trường hiện đang được dẫn dắt bởi HPG và VAS (một công ty tư nhân, không phải thành viên của VSA), nắm giữ thị phần lần lượt 36% và 15% (theo ước tính của HSC). Kế đến là VNSteel (12%) và Vinakyoei (8%).

Theo kết quả khảo sát của chúng tôi đối với mảng thép xây dựng, Pomina hiện đang ở vị thế yếu trên thị trường. Sự hiện diện trên thị trường của Pomina hiện không đáng kể. Trong khi dữ liệu của VSA cho thấy sản lượng tiêu thụ bằng 0, chúng tôi ước tính doanh thu hằng năm của công ty chỉ đạt 140.000 tấn (1,1% thị phần), cho thấy tỷ lệ sử dụng nhà máy cán thép chỉ ở mức 10% và lò cao vẫn không hoạt động. Hơn nữa, các đơn vị phân phối thép cho chúng tôi biết giá bán của POM không cạnh tranh. Điều này chứng tỏ công ty thiếu hụt nghiêm trọng về năng lực vận hành nhà máy và khả năng tạo ra lợi thế về giá bán. Tuy nhiên, nếu Vinmetal mua lại Pomina thành công và khôi phục các cơ sở sản xuất hiện có, công suất thép xây dựng 1,5 triệu tấn/năm có thể được đưa vào thị trường. Sản lượng này tương đương với khoảng 10-11% tổng nhu cầu dự kiến hằng năm của thị trường (trên 13 triệu tấn). Nếu vị thế của Pomina cải thiện mạnh sau khi được Vinmetal thu tóm, áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng và có tiềm năng lấy đi thị phần của các công ty dẫn đầu hiện tại, trong đó có HPG.

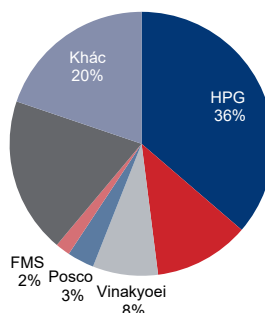
Ban đầu Vinmetal nhấn mạnh chiến lược gia nhập thị trường thông qua công nghệ hiện đại, các sản phẩm thay thế nhập khẩu (ví dụ: thép làm đường ray và thép dùng để sản xuất ô tô), và tầm nhìn dài hạn hướng đến sản xuất thép xanh. Theo quan điểm của chúng tôi, các cơ sở sản xuất và công nghệ hiện tại của Pomina đã lỗi thời và không phù hợp với các mục tiêu này.

Tóm lại, nếu việc tiếp quản Pomina được thực hiện, chúng tôi tin rằng Vingroup sẽ cần tái cơ cấu POM một cách toàn diện. Điều này có nghĩa là VIC sẽ phải đầu tư một khoản vốn lớn để nâng cấp các cơ sở sản xuất lỗi thời và đầu tư chuyên biệt hơn vào năng lực sản xuất thép dẹt và thép hình để đáp ứng các mục tiêu về thép dùng để sản xuất ô tô và thép làm đường ray. Theo quan điểm của chúng tôi, nếu không có những bước đi quan trọng và tốn kém này, việc mua lại Pomina không phải là cách làm tối ưu hoặc hiệu quả cho chiến lược thép dài hạn của Vingroup.

Do đó, chúng tôi đánh giá rằng việc VIC tham gia sản xuất thép vẫn có rủi ro cạnh tranh đối với HPG trong ngắn hạn nhưng vẫn còn hạn chế. Điều này chủ yếu là nhờ HPG chứng minh được hiệu quả kinh tế lớn và năng lực vận hành đã được kiểm chứng. Trong dài hạn, chúng tôi cần có thêm thông tin về việc thực hiện chiến lược và cam kết đầu tư của Vinmetal để tiến hành phân tích sâu hơn về mức độ cạnh tranh.

### Biểu đồ 8: Thị phần, ngành thép xây dựng tại Việt Nam

HPG nắm giữ 36% thị phần, tiếp đến là VAS với khoảng 15% thị phần



Nguồn: VSA, HSC

### Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh KQKD Q3/2025 kém hơn kỳ vọng, cộng với rủi ro gia tăng áp lực cạnh tranh ở phân khúc thép xây dựng trong ngắn hạn như đã thảo luận ở phần trên, HSC giảm giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng cho giai đoạn 2025-2027 và tăng nhẹ giả định giá nguyên vật liệu đầu vào. Theo đó, chúng tôi giảm lần lượt 4% và 6% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Các giả định chính của chúng tôi như sau:

#### Bảng 9: Dự báo mới so với dự báo cũ về lợi nhuận, HPG

Hạ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 6% do sản lượng tiêu thụ thép xây dựng giảm và giả định chi phí đầu vào tăng

| Tỷ đồng         | Dự báo cũ |         |         | Dự báo mới |         |         | % điều chỉnh |       |       | Tăng trưởng |       |       |
|-----------------|-----------|---------|---------|------------|---------|---------|--------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| Chỉ tiêu        | 2025F     | 2026F   | 2027F   | 2025F      | 2026F   | 2027F   | 2025F        | 2026F | 2027F | 2025F       | 2026F | 2027F |
| Doanh thu thuần | 173,234   | 229,104 | 254,976 | 165,688    | 224,889 | 241,206 | -4.4%        | -1.8% | -5.4% | 19.3%       | 35.7% | 7.3%  |
| Lợi nhuận thuần | 17,398    | 24,083  | 31,197  | 16,602     | 22,968  | 28,456  | -4.6%        | -4.6% | -8.8% | 38.1%       | 38.3% | 23.9% |

Nguồn: HSC

#### Bảng 10: Giả định sản lượng thép tiêu thụ, HPG

HRC vượt qua thép xây dựng để đóng góp lớn nhất vào sản lượng tiêu thụ...

| (tấn)                    | 2024      | 2025F     | 2026F     | 2027F     |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Thép xây dựng            | 4,482,719 | 4,647,626 | 5,170,657 | 5,757,134 |
| Phôi thép/ phôi tấm slab | 706,899   | 800,000   | 2,000,000 | 300,000   |
| HRC                      | 2,925,137 | 5,031,236 | 7,295,292 | 8,754,350 |
| Ống thép                 | 706,938   | 827,117   | 909,829   | 1,000,812 |
| Tôn mạ                   | 446,411   | 401,770   | 421,858   | 442,951   |

Nguồn: HSC

#### Bảng 11: Giả định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, HPG

Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2025/26/27 lần lượt là 72%/45%/20%

| %                        | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Thép xây dựng            | 18.3%  | 3.7%   | 11.3%  | 11.3%  |
| Phôi thép/ phôi tấm slab | 409.8% | 13.2%  | 150.0% | -85.0% |
| HRC                      | 4.6%   | 72.0%  | 45.0%  | 20.0%  |
| Ống thép                 | 3.3%   | 17.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| Tôn mạ                   | 35.6%  | -10.0% | 5.0%   | 5.0%   |

Nguồn: HSC

#### Bảng 12: Giả định giá bán bình quân, HPG

Giả định giá bán bình quân tăng trong giai đoạn 2026-27...

| (triệu đồng/tấn) | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| Thép xây dựng    | 14.1 | 13.7  | 14.0  | 14.4  |
| HRC              | 14.9 | 13.5  | 13.7  | 14.1  |

Nguồn: HSC

#### Bảng 13: Giả định mức tăng trưởng giá bán bình quân, HPG

...nhờ chính sách bảo hộ sản xuất trong nước

| Tăng trưởng giá bán bình quân | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Thép xây dựng                 | -3.5% | -2.8% | 2.0%  | 3.0%  |
| HRC                           | -5.9% | -9.7% | 2.0%  | 3.0%  |

Nguồn: HSC

**Bảng 14: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HPG**

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ thu hẹp nhẹ trong năm 2026, do việc hạch toán khấu hao của nhà máy HRC mới

| Tỷ suất lợi nhuận (%)                 | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                 | 13.3% | 15.7% | 15.5% | 16.9% |
| Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu thuần | 2.8%  | 2.9%  | 2.9%  | 2.9%  |
| Tỷ suất LNTT                          | 9.9%  | 11.6% | 11.1% | 12.7% |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần               | 8.7%  | 10.0% | 10.2% | 11.8% |

Nguồn: HSC

**Giả định về sản lượng tiêu thụ:** HSC giảm bình quân 4% giả định sản lượng tiêu thụ thép cho giai đoạn 2025-2027, chủ yếu là do giảm 7% giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, trong khi đa phần giữ nguyên giả định cho các phân khúc sản phẩm khác (Bảng 10-11). Theo đó, chúng tôi dự báo:

- Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 11%/năm trong năm 2026/2027 (cao hơn so với mức tăng 4% trong năm nay) nhờ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công.
- Sản lượng tiêu thụ HRC tăng 45%/20% so với cùng kỳ trong năm 2026/2027 (thấp hơn so với mức tăng 72% trong năm nay) nhờ công suất mới bổ sung 6 triệu tấn/năm trong năm 2025, nâng tổng công suất HRC lên 9 triệu tấn/năm tính đến thời điểm hiện tại.
- Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ ống thép và tôn mạ tăng lần lượt 10% và 5% mỗi năm trong năm 2026/2027 (so với mức tăng 17% và giảm 10% trong năm nay).

**Giả định giá bán bình quân:** HSC đa phần giữ nguyên giả định giá bán bình quân ở mức 13,7/14/14,4 triệu đồng/tấn đối với thép xây dựng và 13,5/13,7/14,1 triệu đồng/tấn đối với HRC.

**Giả định tỷ suất lợi nhuận:** Chúng tôi giảm nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2025-2027 xuống 15,7%/15,5%/16,9% (từ giả định trước đó là 15,9%/16%/17,3%) sau khi giảm giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và tăng giả định chi phí đầu vào.

Năm 2025: tỷ suất lợi nhuận mở rộng - Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025 sẽ cải thiện (so với tỷ suất lợi nhuận năm 2024 là 13,3%). Sự cải thiện này có được là nhờ tác động tổng hợp của sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và chi phí đầu vào thấp hơn (giảm mạnh hơn giá bán bình quân).

Năm 2026: Tỷ suất lợi nhuận thu hẹp do khấu hao - Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ do HPG ghi nhận đầy đủ cả năm chi phí khấu hao cho DQSC Giai đoạn 2 mới (bao gồm cả hai lò cao mới), so với chỉ 5 tháng khấu hao cho một lò cao duy nhất trong năm 2025.

Theo đó, HSC dự kiến chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh từ 6,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 lên 7,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, 11,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 và 12,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2027.

Năm 2027: Tỷ suất lợi nhuận phục hồi mạnh - Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện mạnh lên 16,9% trong năm 2027, nhờ khai thác hết công suất hoạt động của DQSC Giai đoạn 2 mới được bổ sung.

Đối với giả định tỷ suất lợi nhuận gộp, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025/2026/2027 sẽ cải thiện lên 10%/10,2%/11,8% so với 8,7% trong năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận năm 2026/2027 cải thiện, một phần là nhờ hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp cho DQSC Giai đoạn 2.

**Cập nhật tình hình triển khai dự án mới**

Sau khi hoàn thành DQSC Giai đoạn 2, chúng tôi tin rằng HPG sẽ tiếp tục tiến hành đầu tư 14 nghìn tỷ đồng để thành lập cơ sở sản xuất thép làm đường ray và thép đặc biệt có công suất 1,2 triệu tấn/năm. Đây được xem là định vị chiến lược của công ty nhằm đáp ứng nhu cầu thép từ dự án Đường sắt cao tốc Bắc-Nam cũng như dần dần thay thế thép nhập khẩu trong những năm tới.

Dự án sẽ có đóng góp tài chính vào báo cáo lãi lỗ từ năm 2027 trở đi, cuối cùng sẽ đóng góp tối đa 5% vào doanh thu của HPG. Quan trọng hơn hết là HPG vẫn linh hoạt trong việc thay đổi khuôn sản phẩm để sản xuất các loại sản phẩm thép đúc/thép hình thay thế. Điều này cho phép công ty thích ứng với nhu cầu thị trường trong nước nếu dự án Đường sắt cao tốc Bắc-Nam không sử dụng thép làm đường ray từ HPG.

Ngoài dự án sản xuất thép làm đường ray và thép đặc biệt, HPG có kế hoạch dài hạn đầu tư khoảng 4 tỷ USD vào một nhà máy mới tại Đắk Lắk sau khi sáp nhập tỉnh (tỉnh Phú Yên trước đây), bổ sung thêm 6 triệu tấn/năm công suất thép thô, nâng tổng công suất thiết kế của công ty lên 22 triệu tấn/năm, tương đương mức tăng 38%. Mặc dù ban đầu HPG đặt mục tiêu khởi công xây dựng trong giai đoạn 2026–2027, thông tin chi tiết về các phân khúc sản phẩm thép cụ thể vẫn chưa được công bố. Với sự cạnh tranh ngày càng tăng từ Vinmetal, HSC dự báo tiến độ đầu tư cho nhà máy thép mới này có thể sẽ bị chậm lại vì HPG phải tìm ra lộ trình chiến lược phù hợp nhất cho khoản đầu tư này.

## Định giá và khuyến nghị

Nhằm phản ánh dự báo lợi nhuận thuần mới và việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026, chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 36.800đ (so với 37.900đ trước đó), cho thấy tiềm năng tăng giá là 39%. Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Giả định WACC giảm xuống 11,7% (từ 12,4%); do giảm giả định chi phí vốn CSH xuống 14,5% (từ 15,4%) khi hệ số beta được điều chỉnh giảm xuống 1,2 lần, so với 1,3 lần trước đó (theo dữ liệu Bloomberg cho 3 năm).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 2%, với lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%.

**Bảng 15: Tính toán FCFF, HPG**

| Tỷ đồng                                        | 2025F           | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|------------------------------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| Lợi nhuận thuần                                | 16,602          | 22,968        | 28,456        | 31,925        |
| + Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)            | 2,479           | 3,857         | 3,578         | 3,289         |
| + Khấu hao                                     | 7,589           | 11,103        | 12,056        | 12,178        |
| - Thay đổi vốn lưu động                        | (16,955)        | (21,166)      | (9,359)       | (10,514)      |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định               | (20,983)        | (2,271)       | (10,712)      | (2,313)       |
| <b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)</b> | <b>(11,268)</b> | <b>14,491</b> | <b>24,020</b> | <b>34,564</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 16: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HPG**

Chi phí vốn CSH là 14,5% so với mức 15,4% trước đây do hệ số beta thấp hơn

| CAPM                        | %            |
|-----------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro         | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro vốn CSH      | 8.8%         |
| Beta                        | 1.2          |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>      | <b>14.5%</b> |
| <b>Tính toán chi phí nợ</b> |              |
| Chi phí nợ                  | 7.0%         |
| Thuế suất                   | 12.8%        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b>  | <b>6.1%</b>  |

Nguồn: HSC

**Bảng 17: WACC, HPG**

WACC giảm từ 12,4% xuống 11,7%

| Cơ cấu nguồn vốn         |              |
|--------------------------|--------------|
| Vốn CSH / Tổng nguồn vốn | 66.8%        |
| Nợ / Tổng nguồn vốn      | 33.2%        |
| <b>WACC</b>              | <b>11.7%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 18: Định giá DCF, HPG**

Giá mục tiêu mới hạ xuống 36.800 từ mức 37.900đ

| Năm                                                        | 2025F    | 2026F          | 2027F  | 2028F   |
|------------------------------------------------------------|----------|----------------|--------|---------|
| Dòng tiền tự do của doanh nghiệp                           | (11,268) | 14,491         | 24,020 | 34,564  |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)                         |          |                |        | 2%      |
| Giá trị dài hạn                                            |          |                |        | 363,072 |
| Dòng tiền tương lai                                        | (11,268) | 14,491         | 24,020 | 397,636 |
| <b>Giá trị hiện tại</b>                                    |          | 14,491         | 21,502 | 318,639 |
| <b>Giá trị của doanh nghiệp</b>                            |          | <b>354,632</b> |        |         |
| Trừ: Tổng nợ                                               |          | (94,991)       |        |         |
| Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn   |          | 23,020         |        |         |
| <b>Giá trị của vốn CSH</b>                                 |          | <b>282,661</b> |        |         |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)           |          | 7,675          |        |         |
| <b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp) cuối năm 2026</b> |          | <b>36,826</b>  |        |         |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 19: Phân tích độ nhạy, HPG**

Giá mục tiêu được tính toán dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | Lãi suất phi rủi ro |        |        |               |        |        |
|----------------------------|---------------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
|                            |                     | 3.0%   | 3.5%   | 4.0%          | 4.5%   | 5.0%   |
|                            | 1.0%                | 35,711 | 34,286 | 32,950        | 31,695 | 30,514 |
|                            | 1.5%                | 37,827 | 36,259 | 34,794        | 33,421 | 32,133 |
|                            | 2.0%                | 40,177 | 38,442 | <b>36,826</b> | 35,319 | 33,908 |
|                            | 2.5%                | 42,802 | 40,871 | 39,080        | 37,415 | 35,862 |
|                            | 3.0%                | 45,754 | 43,590 | 41,593        | 39,743 | 38,025 |

*Nguồn: HSC*

### Bối cảnh định giá

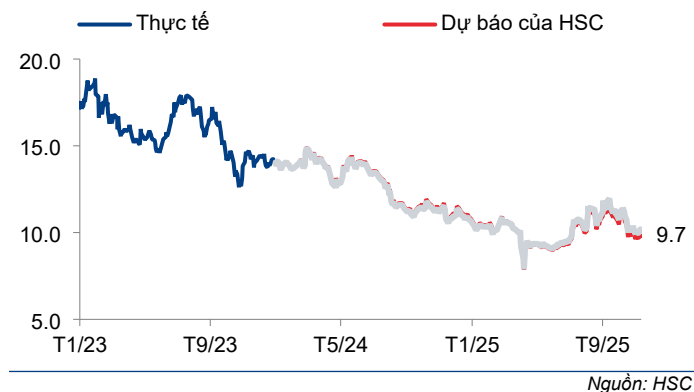
Mặc dù giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, HPG hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm 9,7 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 13 lần.

Mặc dù thị trường có lo ngại về việc Vinmetal tham gia vào ngành thép và tiềm năng cạnh tranh trong nước, HSC cho rằng vị thế của HPG vẫn vững chắc và được giữ vững trong ngắn và trung hạn. Công ty sẽ tiếp tục hưởng lợi từ bối cảnh vĩ mô tích cực của Việt Nam. Quan trọng hơn hết là HPG đã đáp ứng tất cả các tiêu chí để thu hút dòng vốn lớn từ nước ngoài khi thị trường Việt Nam được nâng hạng.

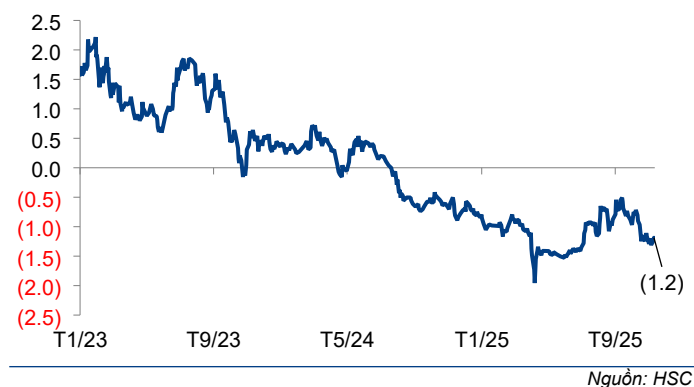
Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG nhờ công ty có vị thế chiến lược tốt để tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới, dựa trên môi trường kinh doanh thuận lợi, bao gồm việc đẩy mạnh đầu tư công, sự phục hồi của ngành bất động sản và các chính sách bảo hộ thương mại.

**Biểu đồ 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG**

HPG hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn với P/E trượt dự phóng 1 năm 9,7 lần...


**Biểu đồ 21: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG**

...thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 13 lần



## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu                           | 118,953       | 138,855       | 165,688       | 224,889       | 241,206       |
| Lợi nhuận gộp                       | 12,938        | 18,498        | 26,002        | 34,909        | 40,666        |
| Chi phí BH&QL                       | (3,269)       | (3,883)       | (4,755)       | (6,454)       | (6,923)       |
| Thu nhập khác                       | -             | -             | -             | -             | -             |
| Chi phí khác                        | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>EBIT</b>                         | <b>9,669</b>  | <b>14,615</b> | <b>21,247</b> | <b>28,455</b> | <b>33,743</b> |
| Lãi vay thuần                       | (2,018)       | (1,348)       | (2,172)       | (3,538)       | (3,197)       |
| Lãi/nỗ trong Cty LD,LK              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Lợi nhuận khác                      | -             | -             | -             | -             | -             |
| LN không thường xuyên               | 142           | 426           | 116           | 45.0          | 48.2          |
| <b>LNTT</b>                         | <b>7,793</b>  | <b>13,693</b> | <b>19,190</b> | <b>24,962</b> | <b>30,595</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (992)         | (1,673)       | (2,591)       | (1,997)       | (2,142)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 34.7          | 1.42          | 1.96          | 2.71          | 3.36          |
| LNST không thường xuyên             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>6,835</b>  | <b>12,021</b> | <b>16,602</b> | <b>22,968</b> | <b>28,456</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>6,493</b>  | <b>11,420</b> | <b>15,772</b> | <b>21,819</b> | <b>27,034</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>16,431</b> | <b>21,543</b> | <b>28,865</b> | <b>39,591</b> | <b>45,835</b> |
| EPS (đồng)                          | 1,175         | 1,879         | 2,163         | 2,992         | 3,707         |
| EPS ĐC (đồng)                       | 846           | 1,488         | 2,055         | 2,843         | 3,522         |
| DPS (đồng)                          | 0             | 0             | 1,000         | 1,000         | 1,000         |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 5,815         | 6,396         | 7,675         | 7,675         | 7,675         |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 5,815         | 6,396         | 7,675         | 7,675         | 7,675         |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 5,815         | 6,396         | 7,675         | 7,675         | 7,675         |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A         | 12-24A         | 12-25F         | 12-26F         | 12-27F         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 12,252         | 6,888          | 6,630          | 5,028          | 4,245          |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 22,177         | 18,975         | 19,883         | 17,991         | 19,296         |
| Phải thu khách hàng             | 10,702         | 7,648          | 14,912         | 22,489         | 25,327         |
| Hàng tồn kho                    | 34,504         | 46,091         | 49,706         | 65,218         | 69,950         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 3,081          | 7,073          | 8,284          | 11,244         | 14,472         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>82,716</b>  | <b>86,674</b>  | <b>99,416</b>  | <b>121,971</b> | <b>133,290</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 97,886         | 130,995        | 144,370        | 135,518        | 134,152        |
| TSCĐ vô hình                    | 211            | 184            | 203            | 223            | 245            |
| Bất động sản đầu tư             | 594            | 560            | 530            | 496            | 460            |
| Đầu tư dài hạn                  | 40.0           | 137            | 0              | 0              | 0              |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tài sản dài hạn khác            | 6,335          | 5,940          | 6,295          | 8,519          | 9,128          |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>105,066</b> | <b>137,815</b> | <b>151,398</b> | <b>144,756</b> | <b>143,985</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>187,783</b> | <b>224,490</b> | <b>250,814</b> | <b>266,727</b> | <b>277,275</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 54,982         | 55,883         | 66,275         | 71,964         | 65,126         |
| Phải trả người bán              | 12,387         | 14,047         | 8,284          | 11,244         | 12,060         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 2,457          | 2,813          | 3,231          | 4,095          | 4,427          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>71,513</b>  | <b>75,225</b>  | <b>80,753</b>  | <b>91,325</b>  | <b>85,925</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 10,399         | 27,080         | 32,237         | 23,026         | 19,189         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 30.0           | 29.3           | 0              | 0              | 0              |
| Nợ dài hạn khác                 | 2,948          | 7,440          | 6,612          | 6,943          | 7,291          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>13,378</b>  | <b>34,550</b>  | <b>38,848</b>  | <b>29,969</b>  | <b>26,479</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>84,946</b>  | <b>109,842</b> | <b>119,602</b> | <b>121,294</b> | <b>112,404</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 102,771        | 114,356        | 130,923        | 145,146        | 164,588        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 65.8           | 291            | 289            | 286            | 283            |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>102,836</b> | <b>114,647</b> | <b>131,212</b> | <b>145,433</b> | <b>164,871</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>187,783</b> | <b>224,490</b> | <b>250,814</b> | <b>266,727</b> | <b>277,275</b> |
| BVPS (đ)                        | 17,674         | 17,879         | 17,057         | 18,910         | 21,443         |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 53,129         | 76,075         | 91,882         | 89,962         | 80,069         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A          | 12-24A          | 12-25F          | 12-26F         | 12-27F          |
|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| EBIT                                       | 9,669           | 14,615          | 21,247          | 28,455         | 33,743          |
| Khấu hao                                   | (6,762)         | (6,928)         | (7,619)         | (11,136)       | (12,092)        |
| Lãi vay thuần                              | (2,018)         | (1,348)         | (2,172)         | (3,538)        | (3,197)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (560)           | (937)           | (2,591)         | (1,997)        | (2,142)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (6,218)         | (13,927)        | (10,220)        | (33,892)       | (14,990)        |
| Khác                                       | (4,595)         | (2,358)         | (3,169)         | (4,561)        | (4,209)         |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>8,643</b>    | <b>6,608</b>    | <b>15,753</b>   | <b>3,333</b>   | <b>28,343</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (17,374)        | (35,495)        | (20,983)        | (2,271)        | (10,712)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | (37,581)        | (27,166)        | (937)           | 1,832          | (1,322)         |
| Thanh lý                                   | 42,960          | 32,872          | 730             | 992            | 861             |
| Khác                                       | 0               | 0               | 0               | 0              | 0               |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(11,995)</b> | <b>(29,788)</b> | <b>(21,190)</b> | <b>553</b>     | <b>(11,173)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (8.01)          | (4.97)          | 0               | (7,675)        | (7,675)         |
| Thu từ phát hành CP                        | (1.64)          | 233             | 0               | 0              | 0               |
| Tăng/giảm nợ                               | 7,285           | 17,587          | 5,180           | 2,188          | (10,278)        |
| Khác                                       | 0               | 0               | 0               | 0              | 0               |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>7,276</b>    | <b>17,815</b>   | <b>5,180</b>    | <b>(5,488)</b> | <b>(17,953)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 8,325           | 12,252          | 6,888           | 6,630          | 5,028           |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>3,924</b>    | <b>(5,365)</b>  | <b>(257)</b>    | <b>(1,602)</b> | <b>(783)</b>    |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 3.86            | 0.76            | 0               | 0              | 0               |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>12,252</b>   | <b>6,888</b>    | <b>6,630</b>    | <b>5,028</b>   | <b>4,245</b>    |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(8,731)</b>  | <b>(28,887)</b> | <b>(5,230)</b>  | <b>1,062</b>   | <b>17,631</b>   |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 10.9   | 13.3   | 15.7   | 15.5   | 16.9   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 13.8   | 15.5   | 17.4   | 17.6   | 19.0   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 5.75   | 8.66   | 10.0   | 10.2   | 11.8   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 12.7   | 12.2   | 13.5   | 8.00   | 7.00   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (15.9) | 16.7   | 19.3   | 35.7   | 7.26   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (17.4) | 31.1   | 34.0   | 37.2   | 15.8   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (19.4) | 75.9   | 38.1   | 38.3   | 23.9   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (19.4) | 59.9   | 15.1   | 38.3   | 23.9   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (19.4) | 75.9   | 38.1   | 38.3   | 23.9   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | nm     | nm     | nm     | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 0      | 0      | 46.2   | 33.4   | 27.0   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 6.88   | 11.1   | 13.5   | 16.6   | 18.4   |
| ROACE (%)                 | 8.62   | 11.0   | 13.3   | 16.5   | 18.4   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.66   | 0.67   | 0.70   | 0.87   | 0.89   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 0.89   | 0.45   | 0.74   | 0.12   | 0.84   |
| Số ngày tồn kho           | 119    | 140    | 130    | 125    | 127    |
| Số ngày phải thu          | 36.8   | 23.2   | 39.0   | 43.2   | 46.1   |
| Số ngày phải trả          | 42.6   | 42.6   | 21.6   | 21.6   | 22.0   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 52.4   | 67.2   | 70.9   | 62.8   | 49.4   |
| Nợ/tài sản (%)            | 35.2   | 37.3   | 39.6   | 36.1   | 30.9   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 4.79   | 10.8   | 9.78   | 8.04   | 10.6   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 4.02   | 3.89   | 3.44   | 2.43   | 1.87   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.16   | 1.15   | 1.23   | 1.34   | 1.55   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.56   | 1.64   | 1.67   | 1.23   | 1.10   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 11.3   | 10.5   | 9.56   | 6.97   | 5.78   |
| P/E (lần)                 | 22.6   | 14.1   | 12.3   | 8.87   | 7.16   |
| P/E ĐC (lần)              | 31.4   | 17.8   | 12.9   | 9.34   | 7.54   |
| P/B (lần)                 | 1.50   | 1.49   | 1.56   | 1.40   | 1.24   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 0      | 3.77   | 3.77   | 3.77   |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)