

(Cập nhật)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	▼ 35,000
Thị giá (23/02/2026, VND)	25,700
Lợi nhuận kỳ vọng	27.3%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	28,366
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	41.6%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	12.5
P/E thị trường (x)	15.0
VNIndex	1,824
Vốn hóa (tỷ đồng)	211,075
SLCP đang lưu hành (triệu)	7,675
% tự do chuyển nhượng (%)	59.0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	20.7
Beta (12T)	1.0
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	30,850

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	0.4	-1.3	21.8
Tương đối	2.9	-10.7	-18.9



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraeasset.com.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Năm mới, mốc tăng trưởng mới

Duy trì tiến độ đẩy nhanh công suất là yếu tố then chốt trong 2026

Sau khi hai lò cao tại Dung Quất 2 đã được đưa vào vận hành trong Q3/2025, động lực tăng trưởng thời gian tới sẽ phụ thuộc vào tốc độ đẩy nhanh hiệu suất và diễn biến Q4/2025 cho thấy những tín hiệu khá tích cực. Giả định công suất HRC hiện hữu đang hoạt động tối đa, sản lượng tiêu thụ trong Q4 cho thấy Dung Quất 2 đang vận hành khoảng 64% công suất thiết kế, trong khi lò cao mới đạt khoảng 28%.

Giá thép duy trì ở mức thấp trong phần lớn năm 2025, bất chấp các biện pháp chống bán phá giá, phản ánh nhu cầu còn yếu và áp lực cạnh tranh cao. Tuy nhiên, động lực về sản lượng đang dần cải thiện nhờ điều kiện thị trường tích cực hơn. Chúng tôi kỳ vọng quá trình đẩy nhanh công suất sẽ tiếp tục được thúc đẩy bởi sự phục hồi của nhu cầu xây dựng dân dụng và giải ngân đầu tư công trong các năm tới.

Giả định mức vận hành của Dung Quất 2 được điều chỉnh lên 70% trong 2026 từ dự phóng 60% trước đó, hỗ trợ dự báo sản lượng thép tăng 16.8% CK, tương ứng doanh thu thép khoảng 193.5 nghìn tỷ đồng (+32.3% CK), tương ứng 95% tổng doanh thu.

Triển vọng và dự phóng

Kết quả FY25 nhìn chung phù hợp với dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro ngắn hạn đối với giả định giá bán bình quân do yếu tố mùa vụ khiến giá HRC đang suy yếu trong giai đoạn T1-T3/2026.

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 203.7 nghìn tỷ đồng (+31% CK) và lợi nhuận hoạt động đạt 28.4 nghìn tỷ đồng (+39% CK). Biên lợi nhuận hoạt động dự kiến cải thiện lên 13.9% (so với 13.1% năm 2025), nhờ kỳ vọng giá bán phục hồi từ mức đáy 12.5 triệu đồng/tấn lên khoảng 14 triệu đồng/tấn (+12.9% CK). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 21.9 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 41.6% CK.

Duy trì khuyến nghị Mua, giá mục tiêu mới 35,000 đồng

Sau điều chỉnh dự báo, chúng tôi hạ giá mục tiêu cho HPG xuống 35,000 đồng (từ 35,750 đồng) với mức định giá P/B dự phóng FY26 1.8x lần, tương ứng mức chiết khấu 20% so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực trên cơ sở định giá P/B-ROE.

Rủi ro: (1) công suất thực tế tại Dung Quất 2 thấp hơn kỳ vọng do các vấn đề kỹ thuật hoặc tiến độ tối ưu hóa chậm hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến sản lượng và hiệu quả chi phí; (2) Biến động giá nguyên liệu đầu vào (quặng sắt, than luyện cốc) có thể gây áp lực lên chênh lệch giá thép và nguyên liệu, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận nếu HPG không kịp thời chuyển phần tăng chi phí vào giá bán.

FY (31/12)	12/31/2024	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027	12/31/2028
Doanh thu (tỷ đồng)	138,855	156,116	203,747	223,719	257,277
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	14,615	20,428	28,366	31,652	37,905
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	10.5	13.1	13.9	14.1	14.7
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	12,020	15,450	21,881	25,462	31,444
EPS (VND)	1,879	2,013	2,851	3,317	4,097
ROE (%)	11.1	12.6	15.6	16.1	17.6
P/E (x)	19.0	17.8	12.5	10.8	8.7
P/B (x)	2.0	2.1	1.8	1.6	1.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.4	2.9	2.9

Ghi chú: lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ
Nguồn: dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Cập nhật dự báo

Hình 1. Dự phóng KQKD 2026

	Đơn vị	2025	2026F		2026F	
			Mới	% CK	Cũ	% +/-
Công suất Dung Quất 2	(%)	39.8	70		60	+10%
Tổng công suất	(%)	73.5	86.9		82.0	+4.7%
Sản lượng	Triệu tấn	11.8	13.8	16.8	13.2	4.7
Giá bán bình quân	Triệu đồng/tấn	12.4	14.0	12.9	14.0	0.0
Doanh thu mảng thép	Tỷ đồng	146,296	193,480	32.3	184,442	4.9
Doanh thu các mảng khác	Tỷ đồng	9,820	10,267	4.6	10,267	0.0
Tổng doanh thu	Tỷ đồng	156,116	203,747	30.5	194,882	4.5
Lợi nhuận hoạt động	Tỷ đồng	20,428	28,366	38.9	29,748	-4.6
EBITDA	Tỷ đồng	28,896	40,105	38.8	40,967	-2.1
LNST sau cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	15,450	21,881	41.6	21,287	2.8
<i>Biên LN hoạt động</i>	<i>(%)</i>	<i>13.1</i>	<i>13.9</i>	<i>+0.8</i>	<i>15.3</i>	<i>-134bps</i>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>(%)</i>	<i>9.9</i>	<i>10.7</i>	<i>+0.0</i>	<i>10.9</i>	<i>-18bps</i>

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 2. Tóm tắt định giá

2026F	Giá trị	
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	21,933	
Tăng trưởng cùng kỳ (%)	41.4	
GTSS (VND)	19,454	
P/B mục tiêu (x)	1.8x	So sánh với các DN cùng ngành, áp dụng mức chiết khấu 20%
Giá mục tiêu (VND)	35,000	Thay đổi so với GMT cũ 35,750
Giá thị trường (VND)	27,500	Giá đóng cửa vào 2/23/2026
Lợi nhuận kỳ vọng (%)	27.3	

Nguồn: Mirae Asset Research

Kết quả kinh doanh Q4/2025

Doanh thu tăng trưởng 36% CK với sản lượng đạt kỷ lục

Trong 2025, HPG ghi nhận 156.1 nghìn tỷ doanh thu (+12% CK) và 15.5 nghìn tỷ đồng LNST (+29% CK, gần tương đương kỳ vọng thị trường 16.2 nghìn tỷ), trong đó mảng thép đóng góp tăng trưởng sản lượng và lợi nhuận lần lượt 13% và 38%. Chi tiết KQKD Q4/2025, doanh thu/LNR HPG đạt lần lượt 46.2/3.86 nghìn tỷ đồng, tăng 36%/38% CK và tương đương 101%/106% dự phóng của chúng tôi.

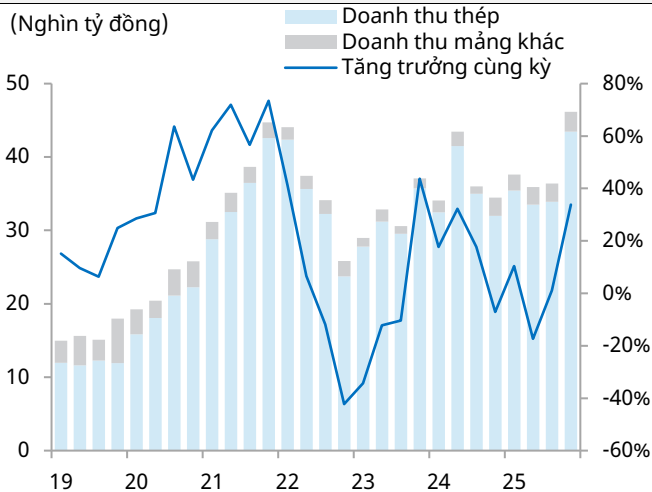
- Mức tăng đến từ mảng thép với sản lượng bán hàng tăng lên mức 3.47 triệu tấn (+49% CK), đóng góp bởi thép xây dựng (38% tổng sản lượng, +14% CK) và HRC (47% tổng sản lượng, +150% cùng kỳ). Dù giá thép chịu áp lực giảm so với Q3, giá bán ghi nhận vẫn duy trì tốt hơn kỳ vọng, đạt 12.5 triệu đồng/tấn (-0.7% sv. Q3/-9% CK).
- Trong tháng 9/2025, HPG đã đưa lò cao 2 của Dung Quất 2 vào vận hành. Giả định công suất hiện hữu đã được khai thác tối đa và không tồn kho đáng kể, sản lượng HRC trong Q4 tương đương 28% công suất lò cao mới.

Hình 3. Tổng quan KQKD Q4/2025

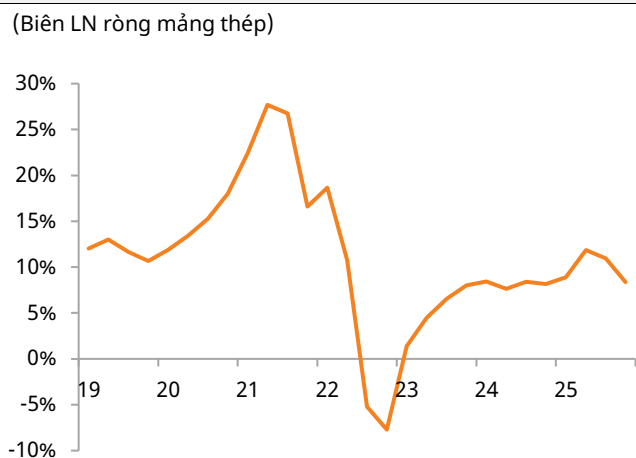
Tỷ đồng	Thực tế			Tăng trưởng (%)		Dự báo	Chênh lệch (%)	Kỳ vọng thị trường	Chênh lệch (%)
	4Q24	3Q25	4Q25	Sv. Q3	CK				
Doanh thu	34,491	36,407	46,176	26.8	33.9	45,703	1	58,293	-20.8
LN hoạt động	3,303	4,571	5,174	13.2	56.6	4,533	14.2	7,740	-33.2
Lợi nhuận ròng	2,807	3,988	3,861	-3.2	37.5	3,890	-0.7	4,222	-8.6
Biên LNHD (%)	9.6	12.6	11.2	-1.4	+1.6	9.9		13.3	
Biên LNR (%)	8.1	11	8.4	-2.6	+0.3	8.5		7.2	

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

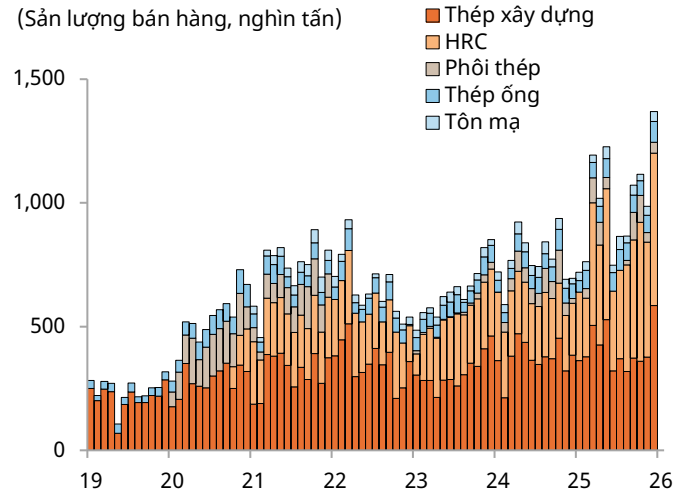
Hình 4. Doanh thu Q4/2025 đạt mức cao kỷ lục, vượt cả giai đoạn đỉnh 2021-2022 nhờ tăng trưởng sản lượng



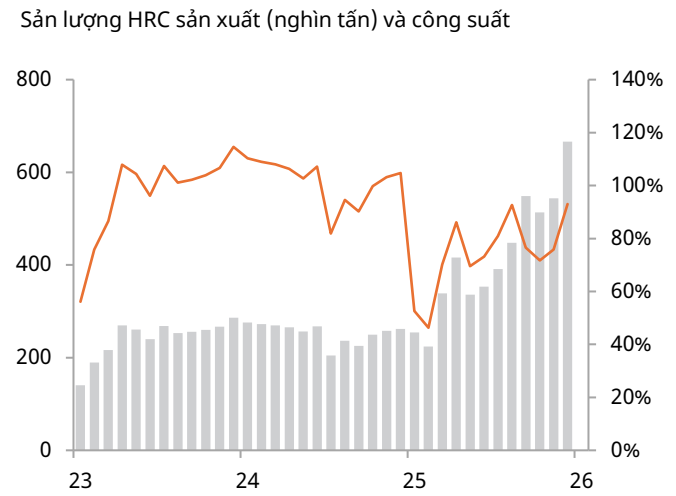
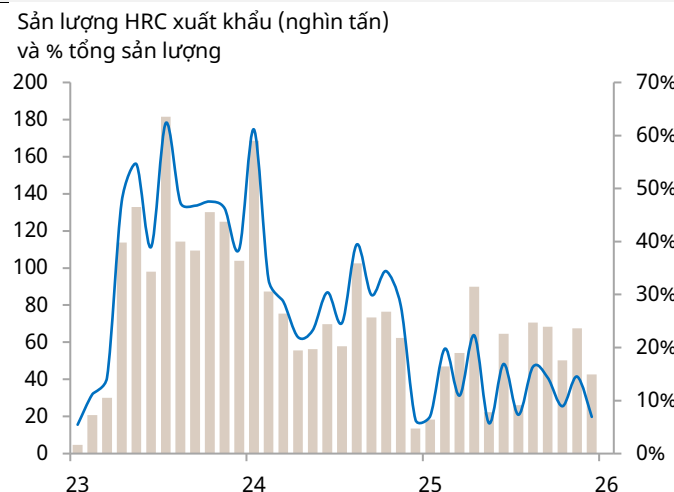
Hình 5. Biên lợi nhuận ròng hợp nhất giảm trong Q4/2025, nhưng vẫn duy trì ở mức gần 10%



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Hình 6. Sản lượng tiêu thụ thép Q4/2025 tăng 49% CK, dẫn dắt bởi HRC (+64% CK), hiện chiếm 47% tổng sản lượng (sv 28% ck)

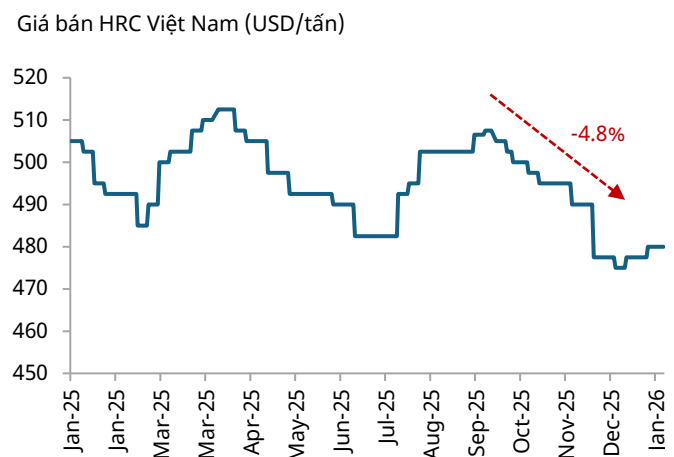
Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Hình 7. Công suất bổ sung trong năm 2025 đang vận hành tích cực với hiệu suất DQ2 đạt khoảng 64% trong Q4/2025**Hình 8. Nhu cầu trong nước là động lực tăng trưởng HRC, khi tỷ trọng xuất khẩu ở dưới 15% tổng sản lượng HPG năm 2025**

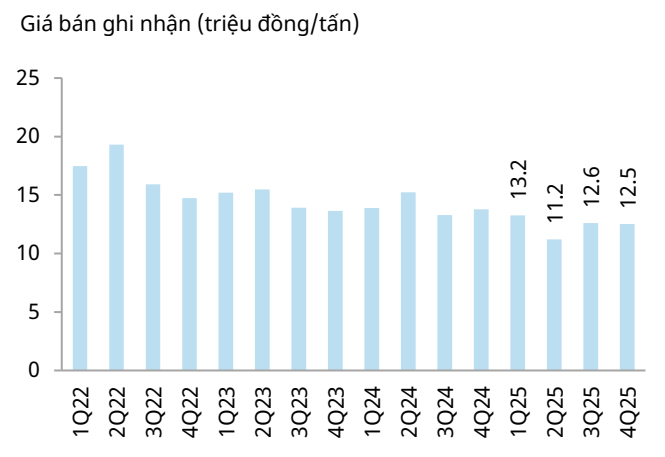
Nguồn: Dữ liệu công ty, VSA, Mirae Asset Research.

Hình 9. Tại thị trường nội địa, HPG đang từng bước lấy lại thị phần từ thép nhập khẩu Trung Quốc

(HRC, triệu tấn)	2023	2024	10T2025
Nhập khẩu (a)	8.94	11.88	6.83
Trung Quốc	6.27	8.63	4.06
Các nước khác	2.67	3.26	2.77
Sản lượng nội địa (b)	3.40	4.41	6.09
Hoà Phát	1.63	2.03	3.48
Formosa	1.77	2.39	2.53
Xuất khẩu (c)	3.41	2.18	0.73
Hòa Phát	1.16	0.90	0.51
Formosa	2.24	1.29	0.25
Tổng tiêu thụ nội địa (a+b-c)	8.93	14.11	12.19
Thị phần Hoà Phát	18%	14%	29%
Thị phần HRC TQ nhập khẩu	70%	61%	33%

Hình 10. Giá HRC có diễn biến suy yếu trong Q4/2025 do ảnh hưởng của thời tiết bất lợi và yếu tố mùa vụ

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Research.

Hình 11. Tuy vậy, giá bán của HPG vẫn duy trì ổn định nhờ cơ chế bán hàng thép theo hợp đồng kỳ hạn

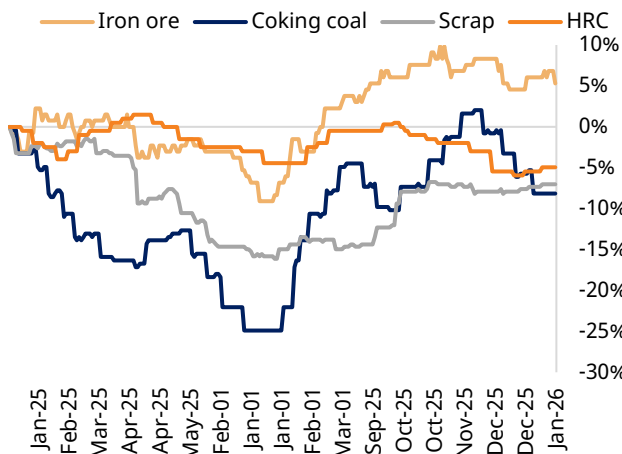
Diễn biến giá hàng hoá và tỷ suất lợi nhuận gộp áp lực trong Q4/2025

Biên lợi nhuận HĐ mangan thép ghi nhận giảm, đạt 8.4% sv. mức 11.0% trong Q3, chủ yếu do HPG bắt đầu ghi nhận khấu hao từ dự án Dung Quất 2 và chi phí lãi vay không còn được vốn hóa. Đây đều là các yếu tố đã được dự báo từ trước.

Thực tế nhờ sản lượng bán ra tăng, lợi nhuận hoạt động chỉ giảm nhẹ 1.6% sv. Q3, trong khi EBIT và EBITDA lần lượt tăng 18.0% và 31.1%. Điều này cho thấy HPG vẫn kiểm soát tốt giá bán và chi phí, đồng thời ưu tiên tăng trưởng sản lượng trong bối cảnh giá hàng hóa biến động mạnh. Theo quan sát, nếu tính theo giá spot nhập khẩu, mức chênh giữa giá thép và nguyên liệu đầu vào đã giảm mạnh 43% trong Q4, do giá quặng sắt tăng.

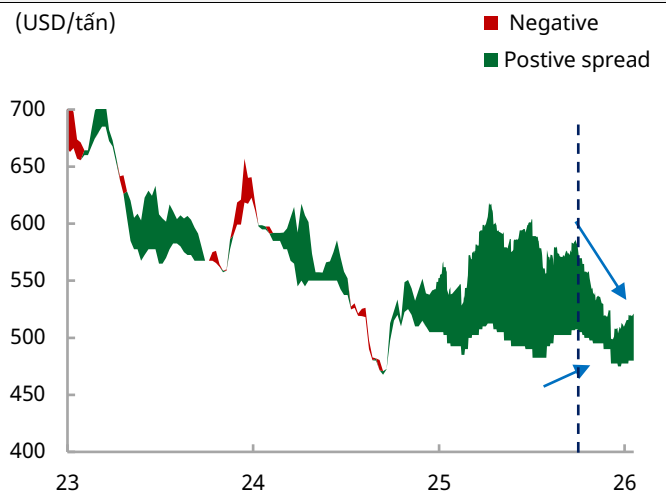
Hình 12. Diễn biến giá bán thép và chi phí nguyên liệu

(Diễn biến giá từ 01/2025)



Hình 13. Mức chênh giữa giá bán và cơ cấu chi phí

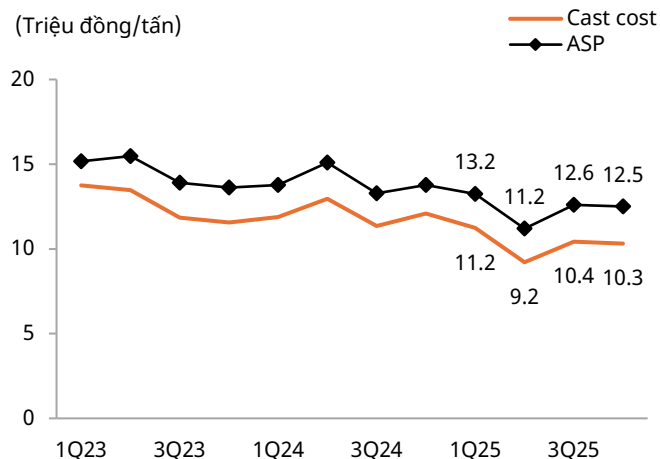
(USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

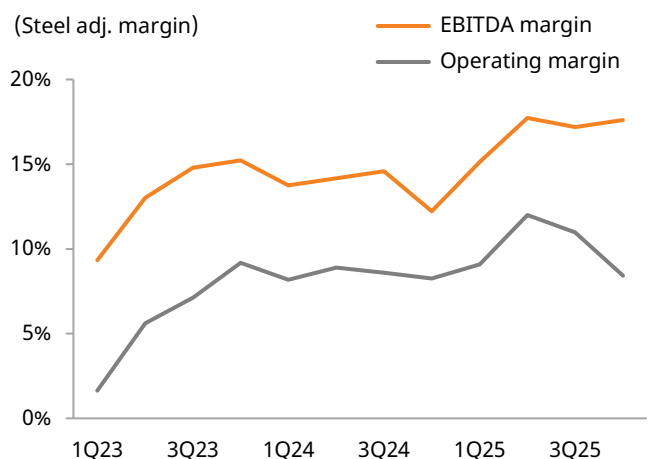
Hình 14. HPG quản lý hàng tồn kho hiệu quả trong Q4/2025, qua đó giúp biên EBITDA tương đối ít chịu tác động từ biến động giá hàng hóa

(Triệu đồng/tấn)



Hình 15. Biên lợi nhuận có vẻ suy yếu ở cấp độ tổng thể (biên lợi nhuận hoạt động), nhưng vẫn tương đối tích cực hơn nhìn vào EBITDA

(Steel adj. margin)



Ghi chú: Cash cost bao gồm chi phí nguyên vật liệu và chi phí bán hàng, không bao gồm khấu hao và chi phí lãi vay. Biên lợi nhuận hoạt động trong Hình 15 là theo số liệu mangan thép theo báo cáo tài chính, trong đó đã bao gồm chi phí lãi vay.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Research

Hướng tới dòng tiền tự do dương từ 2026

HPG duy trì dòng tiền hoạt động kinh doanh (HĐKD) ở mức cao, trung bình tương đương khoảng 95% LNHD (sau thuế) trong 4 năm gần nhất. Dù vốn lưu động tăng lên trong 2025 do nhu cầu tồn kho cho công suất mới (+14% CK) và tăng các khoản phải thu khi đẩy mạnh bán hàng trong nước và tham gia các dự án công (+96% CK), dòng tiền HĐKD đạt 17.2 nghìn tỷ đồng tương đương gần 100% lợi nhuận hoạt động cho thấy sự chuyển đổi tốt từ lợi nhuận sang dòng tiền.

Tuy nhiên do chi phí đầu tư lớn trong giai đoạn phát triển tổ hợp Dung Quất 2, dòng tiền tự do hiện vẫn đang âm năm thứ tư liên tiếp (-10 nghìn tỷ, thu hẹp 65% CK). Khi dự án đã qua giai đoạn cao điểm, chúng tôi kỳ vọng capex giảm mạnh xuống 5.8-7.6 nghìn tỷ đồng/năm trong 2026-28F (2024/25: 35.5/25.7 nghìn tỷ). Kết hợp với dòng tiền HĐKD tăng dần khi công suất mới vận hành ổn định, HPG kỳ vọng sẽ đạt dòng tiền tự do dương từ năm 2026, làm cơ sở để giảm đòn bẩy nợ vay và tiếp tục chính sách chia cổ tức tiền mặt.

Hình 16. Tóm tắt bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,953	138,855	156,116	203,747	223,719	257,277
Lợi nhuận hoạt động	37,664	13,078	9,669	14,615	20,428	28,366	31,652	37,905
Biên LNHD (%)	25.2	9.2	8.1	10.5	13.1	13.9	14.1	14.7
LNHD sau thuế	35,087	11,130	8,438	12,829	17,568	24,395	27,221	32,598
Khấu hao	6,077	6,759	6,762	6,916	8,468	11,739	12,332	12,158
Chi phí không thành tiền	-1,491	-452	-2,781	-1,469	-754	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-12,178	-2,706	-2,571	-11,595	-8,066	-7,668	-3,546	-11,205
Dòng tiền sau vốn lưu động	27,494	14,731	9,848	6,680	17,216	28,466	36,008	33,551
Chi phí đầu tư tài sản cố định	-11,572	-17,866	-17,167	-34,241	-25,692	-5,913	-6,684	-7,681
Đầu tư/ thoái vốn	834	-365	-526	31	1,818	0	0	0
Dòng tiền tự do	16,756	-3,500	-7,845	-27,530	-6,659	22,553	29,323	25,870
Dòng tiền ngoài HĐKD	-789	-2,473	-1,209	-76	-1,549	-2,514	-1,759	-1,154
Cổ tức/lợi nhuận cho vay	-8,931	-6,395	5,698	4,422	-1,297	0	0	0
Tăng/giảm nợ vay	3,423	479	7,285	17,587	9,211	-10,690	-10,661	-4,284
Cổ tức chi trả	-1,693	-2,261	0	0	0	-3,838	-7,675	-7,675
Phát hành/mua lại cổ phiếu	11	4	-2	233	1,707	0	0	0
Thay đổi tiền thuần	8,775	-14,147	3,927	-5,364	1,413	5,511	9,228	12,756
Tiền mặt đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	12,252	6,888	8,301	13,812	23,040
Tiền mặt cuối kỳ	22,471	8,325	12,252	6,888	8,301	13,812	23,040	35,796
Nợ vay	57,213	57,900	65,381	82,963	92,174	81,484	70,823	66,539
Nợ vay ròng	16,505	23,307	30,952	57,101	64,389	48,135	28,178	11,055
Đòn bẩy nợ vay ròng/vốn chủ	0.2x	0.2x	0.3x	0.5x	0.5x	0.3x	0.2x	0.1x

Nguồn: Mirae Asset Research

Các cập nhật khác

Kế hoạch đầu tư và các dự án sắp tới

Mảng thép: Sau khi hoàn tất đưa vào vận hành hai lò cao tại Dung Quất 2, phần capex còn lại chủ yếu liên quan đến nhà máy thép cuộn công suất 0.5 triệu tấn/năm, dự kiến triển khai vào khoảng năm 2028, qua đó có thể nâng công suất thép xây dựng thêm khoảng 9% so với mức hiện tại 5.8 triệu tấn/năm.

Ngoài ra, theo báo cáo đánh giá tác động môi trường công bố tháng 02/2026, HPG dự kiến đầu tư khoảng 2.45 nghìn tỷ đồng xây dựng tổ hợp luyện và cán thép sử dụng phế liệu tại Tây Ninh với công suất 700 nghìn tấn/năm. Dự án sẽ sản xuất phôi thép và thép xây dựng dài, tương đương khoảng 5% công suất thép thô hiện tại. Các thủ tục pháp lý dự kiến hoàn tất trong giai đoạn tháng 1-3/2026, xây dựng từ tháng 4-12/2026 và bắt đầu vận hành thương mại từ tháng 8/2027. Dự án này hiện chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi.

Khu công nghiệp (KCN) và bất động sản: HPG tiếp tục mở rộng quỹ đất khu công nghiệp, với dự án KCN Đồng Phúc (Bắc Ninh; 355ha; vốn đầu tư 3.7 nghìn tỷ đồng) đang được triển khai xây dựng. Dự án bao gồm khu đô thị và dịch vụ liền kề nhằm phục vụ nhu cầu nhà ở cho người lao động. Song song, công ty con Hòa Phát Yên Mỹ đang hoàn thiện pháp lý để đầu tư dự án nhà ở tại KCN Yên Mỹ II, bao gồm nhà ở xã hội, nhà liền kề và các hạng mục thương mại.

Tính đến hiện tại, danh mục dự án đã được phê duyệt của HPG gồm: KCN Hoàng Diệu (245ha; vốn đầu tư 3.4 nghìn tỷ đồng) tại Hải Phòng; KCN Đồng Phúc (333ha; 3.7 nghìn tỷ đồng) tại Bắc Ninh; KCN số 6 (230ha; 2.8 nghìn tỷ đồng) và KCN Lý Thường Kiệt (235ha; 2.8 nghìn tỷ đồng) tại Hưng Yên; cùng KCN Hòa Tâm (492ha; 4.2 nghìn tỷ đồng) tại Đắk Lắk. Tổng danh mục KCN được phê duyệt dự kiến giúp quỹ đất KCN của HPG tăng thêm khoảng 1,535ha (+134%). Dù chưa được phản ánh trong dự báo hiện tại, dựa trên các mức định giá thị trường và vốn đầu tư công bố, chúng tôi ước tính danh mục này có tổng giá trị phát triển khoảng 31-35 nghìn tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp khoảng 38-55%.

Hình 17. Danh mục các khu công nghiệp đang trong quá trình đầu tư

Khu công nghiệp	Vị trí	Diện tích	Diện tích thương mại	Khoảng giá ước tính (USD/m ²)		Giá trị phát triển (tỷ đồng)	
		ha	nghìn m ²	Thấp nhất	Cao nhất	Thấp nhất	Cao nhất
Hoàng Diệu	Hải Phòng	245	1,715	120	140	5,557	6,483
Đồng Phúc	Bắc Ninh	333	2,331	140	160	8,811	10,070
KCN số 6	Hưng Yên	230	1,610	120	130	5,216	5,651
Lý Thường Kiệt	Hưng Yên	235	1,645	120	130	5,330	5,774
Hòa Tâm	Đắk Lắk	492	3,444	70	80	6,509	7,439
Tổng cộng		1,535	10,745			31,423	35,417

Nguồn: Mirae Asset Research

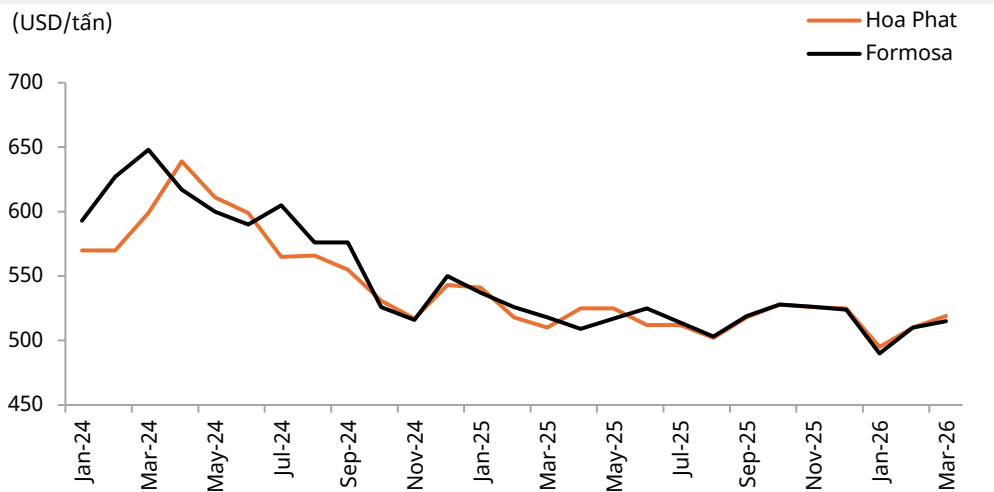
Hòa Phát tăng giá hợp đồng HRC tháng 03/2026

Sau lần điều chỉnh mới nhất, giá bán HRC của HPG đã tăng lên mức 519 USD/tấn (+1.7% sv. tháng 2), phục hồi từ mức đáy 508 USD/tấn ghi nhận trong tháng 01/2026. Formosa Hà Tĩnh cũng điều chỉnh tăng giá, nâng giá hợp đồng tháng 03/2026 lên khoảng 520 USD/tấn, qua đó củng cố xu hướng cải thiện của giá thép trong nước.

Đối với HRC nhập khẩu, giá chào HRC từ Trung Quốc hiện đạt khoảng 490 USD/tấn, tăng 0.6% so với tháng trước. Trong tháng 12, khối lượng nhập khẩu HRC giảm xuống 0.85 triệu tấn so với mức 0.9 cùng kỳ năm trước, phản ánh tác động của các biện pháp chống

bán phá giá. Dù xu hướng giá ngắn hạn có sự cải thiện, các tín hiệu từ thị trường kỳ hạn vẫn cho thấy yếu tố biến động cao đối với giá thép khi hợp đồng tương lai HRC tháng 05/2026 trên Sàn giao dịch tương lai Thượng Hải (SHFE) đã giảm xuống 469 USD/tấn.

Hình 19. Xu hướng giá HRC nội địa



Nguồn: Media reports, Mirae Asset Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	156,116	203,747	223,719	257,277
Giá vốn hàng bán	-131,618	-170,019	-186,167	-212,574
Lợi nhuận gộp	24,498	33,729	37,552	44,702
Chi phí bán hàng & quản lý	-4,070	-5,363	-5,900	-6,798
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	20,428	28,366	31,652	37,905
Lợi nhuận hoạt động	17,906	25,503	29,687	36,658
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-2,522	-2,862	-1,965	-1,246
Thu nhập tài chính thuần	-2,522	-2,862	-1,965	-1,246
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	135	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	18,041	25,503	29,687	36,658
Thuế TNDN	-2,526	-3,570	-4,156	-5,132
Lợi nhuận sau thuế	15,515	21,933	25,531	31,526
LNST cổ đông công ty mẹ	15,450	21,881	25,462	31,444
Lợi ích cổ đông thiểu số	65	52	69	82
EBITDA	28,896	40,105	43,985	50,063
Dòng tiền tự do	-6,659	22,553	29,323	25,870
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.7	16.6	16.8	17.4
Biên EBITDA (%)	18.5	19.7	19.7	19.5
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	13.1	12.0	14.1	14.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	9.9	10.7	11.4	12.2

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

	2025	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn	103,682	114,143	129,585	156,421
Tiền và các khoản tương đương tiền	8,301	13,864	23,161	35,999
Phải thu và các khoản phải thu khác	15,065	11,657	13,754	17,860
Hàng tồn kho	52,828	58,691	61,716	69,887
Tài sản ngắn hạn khác	27,488	29,930	30,954	32,675
Tài sản dài hạn	154,240	148,413	142,765	138,288
Tài sản cố định hữu hình	145,006	139,180	133,532	129,055
Đầu tư liên doanh	2,300	2,300	2,300	2,300
Tài sản dài hạn khác	6,934	6,934	6,934	6,934
Tổng tài sản	257,922	262,556	272,350	294,709
Nợ ngắn hạn	94,209	84,101	80,202	80,568
Phải trả người bán	27,334	23,839	25,482	28,327
Nợ vay ngắn hạn	64,695	57,446	51,636	48,721
Nợ ngắn hạn khác	2,180	2,816	3,083	3,520
Nợ dài hạn	32,493	29,140	24,978	23,120
Nợ vay dài hạn	27,479	24,038	19,187	17,818
Nợ dài hạn khác	5,014	5,102	5,791	5,302
Tổng nợ phải trả	126,702	113,241	105,179	103,688
Vốn chủ sở hữu	129,178	147,221	165,007	188,776
Vốn cổ phần	76,755	76,755	76,755	76,755
Lợi nhuận giữ lại	51,035	69,078	86,864	110,633
Thặng dư vốn và các khoản khác	1,388	1,388	1,388	1,388
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,042	2,094	2,163	2,245
Tổng cộng nguồn vốn	131,220	149,315	167,170	191,021

Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

	2025	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	15,694	25,952	34,249	32,397
Lợi nhuận sau thuế	15,450	21,881	25,462	31,444
Các khoản điều chỉnh trước VDL	7,714	11,739	12,332	12,158
Khấu hao và khấu trừ	8,468	11,739	12,332	12,158
Khác	-754	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	-8,066	-7,668	-3,546	-11,205
Thay đổi khoản phải thu	-7,542	3,351	-2,327	-3,934
Thay đổi hàng tồn kho	-7,245	-5,863	-3,024	-8,172
Thay đổi khoản phải trả	8,947	-2,184	1,397	2,486
Các thay đổi Khác	-2,227	-2,973	408	-1,585
Các khoản mục khác	596	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-25,172	-5,913	-6,684	-7,681
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-25,692	-5,913	-6,684	-7,681
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-2,534	0	0	0
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	1,818	0	0	0
Các khoản mục khác	1,237	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	10,891	-14,476	-18,268	-11,878
Nợ vay	9,211	-10,690	-10,661	-4,284
Vốn và các quỹ	1,680	-3,838	-7,675	-7,675
Cổ tức tiền mặt	0	-3,838	-7,675	-7,675
Các khoản mục khác	-27	-3,838	-7,675	-7,675
Lưu chuyển tiền thuần	1,413	5,563	9,296	12,838
Số dư đầu kỳ	6,888	8,301	13,864	23,161
Số dư cuối kỳ	8,301	13,864	23,161	35,999

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

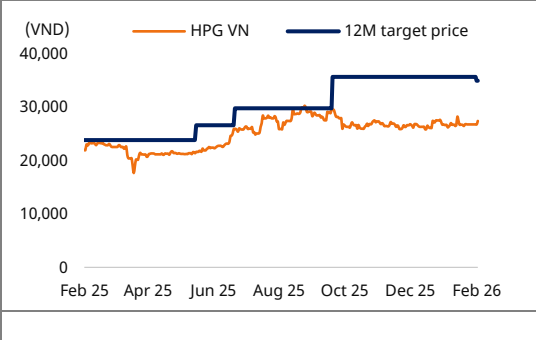
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	17.4	12.3	10.6	8.5
P/CF (x)	-40.3	11.9	9.2	10.4
P/B (x)	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	9.3	6.7	6.1	5.4
EPS (VND)	2,013	2,851	3,317	4,097
CFPS (VND)	-868	2,938	3,820	3,370
BPS (VND)	17,096	19,454	21,780	24,887
DPS (VND)	0	-500	-1,000	-1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	0.0	17.5	30.1	24.4
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	0.0	1.4	2.9	2.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	12.4	30.5	9.8	15.0
Tăng trưởng EBITDA (%)	34.2	38.8	9.7	13.8
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	39.8	38.9	11.6	19.8
Tăng trưởng EPS (%)	7.1	41.6	16.4	23.5
Vòng quay phải thu (x)	30.1	25.3	21.3	17.7
Vòng quay tồn kho (x)	2.6	2.9	3.0	3.0
Vòng quay phải trả (x)	8.5	8.9	9.1	9.3
ROE (%)	12.7	15.8	16.3	17.8
ROA (%)	6.4	8.4	9.5	11.1
ROIC (%)	8.4	11.1	12.4	14.4
Nợ vay ròng trên vốn chủ (x)	49.1	32.2	16.9	5.8
Tiền mặt trên nợ ngắn hạn (%)	42.9	58.1	82.6	113.9
Chỉ số thanh khoản hiện hành (x)	1.1	1.4	1.6	1.9
Chỉ số thanh khoản nhanh (x)	0.4	0.5	0.7	0.9

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	2/23/2026	Mua	35,000
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	10/10/2025	Mua	35,750
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	7/10/2025	Mua	29,850
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	5/6/2025	Mua	26,667
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	12/2/2024	Tăng tỷ trọng	23,917
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	8/30/2024	Tăng tỷ trọng	27,083
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	8/9/2024	Mua	27,083
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	6/3/2024	Tăng tỷ trọng	27,576



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nằm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336