

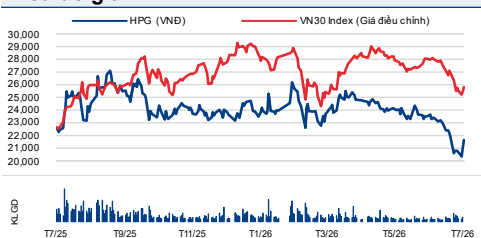
## Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ37,300  
Tiềm năng tăng/giảm: 72.3%

|                                        |                        |
|----------------------------------------|------------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (29/7/2026)</b> | <b>21,650</b>          |
| Mã Bloomberg                           | HPG VN                 |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)               | 20,350-27,095          |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)               | 21,000                 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)              | 182,791                |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)            | 6,944                  |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)                | 8,443                  |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)          | 4,137                  |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)             | 2,102                  |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN               | 49.0%                  |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                    | 24.1%                  |
| Tỷ lệ freefloat                        | 54.8%                  |
| Cổ đông lớn                            | Trần Đình Long (25.8%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

| Cuối năm: Thg12       | 12-25A   | 12-26F  | 12-27F  |
|-----------------------|----------|---------|---------|
| DT thuần (tỷ đồng)    | 156,116  | 214,333 | 259,136 |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 28,896   | 41,270  | 50,881  |
| LNTT (tỷ đồng)        | 18,041   | 30,117  | 33,033  |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 14,678   | 25,654  | 29,063  |
| FCF (tỷ đồng)         | (10,056) | 5,702   | 13,038  |
| EPS ĐC (đồng)         | 1,738    | 3,038   | 3,442   |
| DPS (đồng)            | 500      | 500     | 500     |
| BVPS (đồng)           | 15,300   | 18,801  | 21,752  |
| T.trưởng EBITDA (%)   | 34.1     | 42.8    | 23.3    |
| T.trưởng EPS ĐC (%)   | (2.64)   | 74.8    | 13.3    |
| Tăng trưởng DPS (%)   | nm       | 0       | 0       |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 18.5     | 19.3    | 19.6    |
| Tỷ suất LNTT (%)      | 11.6     | 14.1    | 12.7    |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 9.90     | 12.6    | 11.8    |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | 27.3     | 15.6    | 13.8    |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 65.6     | 39.2    | 26.8    |
| ROAE (%)              | 12.7     | 18.8    | 17.9    |
| ROACE (%)             | 13.1     | 16.5    | 17.9    |
| EV/doanh thu (lần)    | 1.60     | 1.05    | 0.78    |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 8.62     | 5.44    | 3.97    |
| P/E ĐC (lần)          | 12.5     | 7.13    | 6.29    |
| P/B (lần)             | 1.42     | 1.15    | 1.00    |
| Lợi suất cổ tức (%)   | 2.31     | 2.31    | 2.31    |

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

### Chế Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ  
trang.ctmai@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

## Q2/2026: Lợi nhuận thuần tăng 51% svck, sát với dự báo

- KQKD Q2/2026 tích cực và sát với kỳ vọng, với doanh thu thuần đạt 55,5 nghìn tỷ đồng (+53% svck) và lợi nhuận thuần đạt 6,4 nghìn tỷ đồng (+51% svck). Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi nửa đầu năm 2026 lần lượt hoàn thành 51% và 50% dự báo cho cả năm 2026 của HSC.
- Lợi nhuận Q2/2026 tăng vọt nhờ sản lượng tiêu thụ thép đạt 3,8 triệu tấn (+30% svck; +11% svqt), cùng với sự cải thiện tích cực của tỷ suất lợi nhuận. Kết quả này đến từ việc mở rộng công suất hoạt động tại Khu liên hợp Gang thép Dung Quất Giai đoạn 2, cộng hưởng với tác động tích cực từ chính sách thuế CBPG đối với sản phẩm HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.
- Trong bối cảnh thị trường điều chỉnh trong thời gian gần đây, HPG đang được giao dịch ở mức rất rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 12,4 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 37.300đ (tiềm năng tăng giá là 72%).

## Sự kiện: Công bố KQKD Q2/2026

HPG công bố KQKD Q2/2026, với doanh thu thuần đạt 55,5 nghìn tỷ đồng (+53% svck; +5% svqt) và lợi nhuận thuần đạt 6,4 nghìn tỷ đồng (+51% svck; -29% svqt). Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên 3,9 nghìn tỷ đồng từ hoạt động thoái vốn dự án BĐS trong Q1/2026, lợi nhuận thuần tăng 26% so với quý trước. Lũy kế nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi lần lượt đạt 108,5 nghìn tỷ đồng (+47% svck) và 11,5 nghìn tỷ đồng (+48% svck), lần lượt hoàn thành 51% và 50% dự báo cho cả năm 2026 của chúng tôi – gần như sát với kỳ vọng.

## Sản lượng tiêu thụ thép tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Lợi nhuận Q2/2026 tăng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ thép đạt 3,8 triệu tấn (+30% svck; +11% svqt), đi kèm với sự cải thiện của sản lượng tiêu thụ HRC khi công suất hoạt động tại Khu liên hợp Gang thép Dung Quất Giai đoạn 2 được mở rộng, cùng với tác động tích cực từ chính sách thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc. Chi tiết như sau:

- HPG bán 1,9 triệu tấn HRC trong Q2/2026, tăng 64% so với cùng kỳ và tăng 31% so với quý trước. Thị phần của công ty tiếp tục mở rộng lên 40% (từ 26% trong Q2/2025 và 30% trong Q1/2026).
- Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ các biện pháp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc. Chính sách này kéo sản lượng HRC Trung Quốc nhập khẩu Việt Nam trong Q2/2026 xuống còn 1,6 triệu tấn (-25% svck; -16% svqt).

Theo đó, tổng sản lượng tiêu thụ thép trong nửa đầu năm 2026 đạt 7,2 triệu tấn (+29% svck), trong đó sản lượng tiêu thụ HRC đạt 3,4 triệu tấn (+57% svck).

Thị trường trong nước tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất, lần lượt đóng góp 83% và 82% tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG trong Q2/2026 và nửa đầu năm 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/7.

(Xem tiếp trang 2)

## Bảng 1: KQKD Q2/2026, HPG

Lợi nhuận thuần Q2/2026 tăng mạnh 51% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận tăng tích cực

| Tỷ đồng                 | Q2/26  | svck | svqt | 6T26    | svck | % dự báo 2026 |
|-------------------------|--------|------|------|---------|------|---------------|
| Doanh thu thuần         | 55,557 | 55%  | 5%   | 108,458 | 47%  | 51%           |
| Lợi nhuận thuần         | 6,424  | 51%  | -29% | 15,418  | 103% | 57%           |
| Lợi nhuận thuần cốt lõi | 6,424  | 51%  | 26%  | 11,538  | 48%  | 50%           |

Nguồn: HPG, HSC

## Cập nhật tình hình các dự án mở rộng khác

### Các dự án liên quan đến Red River Landscape Boulevard

Ngày 23/7/2026, HĐQT thông qua nghị quyết góp vốn bằng tài sản để mua 799,5 triệu cổ phiếu phát hành mới của Tập đoàn Tương lai Sông Hồng (chưa niêm yết), tương ứng tổng giá trị đầu tư 7.995 tỷ đồng. Thay vì sử dụng tiền mặt, HPG sẽ góp 249,86 triệu cổ phiếu (được định giá ở mức 32.000đ/cp) tại CTCP Phát triển Bất động sản Hòa Phát (HPRE, chưa niêm yết). Sau giao dịch, HPG sẽ nắm giữ 20,27% cổ phần của Tập đoàn Tương lai Sông Hồng, trong khi tỷ lệ sở hữu tại HPRE sẽ giảm từ 99,98% xuống còn 76,41%.

Tập đoàn Tương lai Sông Hồng là chủ đầu tư dự án Khu đô thị đa năng Thủ Lâm - Đồng Anh, dự án có quy mô 696 ha với tổng vốn đầu tư khoảng 60,6 nghìn tỷ đồng. Đây là dự án thành phần thuộc nhóm tái định cư và phát triển đô thị của Dự án Trục đại lộ cảnh quan Sông Hồng.

Chúng tôi đánh giá tích cực về đợt tái cấu trúc sở hữu này. Dù vậy, các dự báo hiện tại của HSC vẫn chưa phản ánh đóng góp từ Dự án Đại lộ Cảnh quan Sông Hồng cùng các dự án liên quan. Do đó, dự án này được kỳ vọng sẽ dẫn đến lợi nhuận và định giá thực tế cao hơn dự báo của chúng tôi từ năm 2028 trở đi.

### Mở rộng đầu tư vào các dự án điện gió

Ngày 23/6, HPG công bố góp vốn thành lập CTCP Điện gió Ngoài khơi Sông Hậu (SHW), qua đó chính thức tham gia vào lĩnh vực năng lượng tái tạo (bao gồm điện gió và điện mặt trời). Công ty có vốn điều lệ 2 nghìn tỷ đồng, trong đó HPG góp 600 tỷ đồng tương ứng với 30% tỷ lệ sở hữu, còn ông Trần Đình Long, Chủ tịch HĐQT HPG, nắm giữ 20% cổ phần. SHW đã đề xuất với các cơ quan chức năng cho phép nghiên cứu dự án điện gió ngoài khơi quy mô 20.000 MW tại Cần Thơ, bao gồm hai giai đoạn với công suất 10.000 MW mỗi giai đoạn và tổng vốn đầu tư lên đến 1.500 nghìn tỷ đồng. Giai đoạn 1 sẽ bao gồm 3 phân kỳ với công suất lần lượt là 2.000/4.000/4.000 MW, dự kiến hoàn thành trong các năm 2028/2029/2030; trong khi Giai đoạn 2 (công suất 10.000 MW) dự kiến sẽ hoàn thành trước năm 2035.

Nếu được phê chúng tôi xem đây là động lực tăng trưởng tích cực cho HPG. Đáng chú ý, đây không phải là lần đầu tiên HPG mở rộng sang một lĩnh vực kinh doanh mới. Công ty đã gia nhập ngành nông nghiệp vào năm 2015 và từ đó đến nay đã trở thành một trong những doanh nghiệp nông nghiệp hàng đầu Việt Nam, nhờ quản lý chi phí sản xuất hiệu quả, chuỗi giá trị tích hợp và chiến lược đầu tư dài hạn chú trọng vào tính bền vững. Bên cạnh đó, việc HPG mở rộng sang lĩnh vực năng lượng cũng phù hợp với xu hướng của các nhà sản xuất thép toàn cầu trong việc đầu tư vào năng lượng tái tạo nhằm giảm lượng phát thải carbon.

Lưu ý rằng chúng tôi vẫn chưa phản ánh dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận. Đây cũng sẽ là yếu tố tạo ra lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng từ năm 2028 trở đi nếu dự án được chấp thuận.

### Duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 3 tháng qua trong bối cảnh thị trường điều chỉnh trong thời gian gần đây, HPG đang ở mức rất rẻ với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,6 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm từ tháng 1/2023 ở mức 12,4 lần – đặc biệt khi đã tăng trưởng lợi nhuận thuần được dự báo rất tích cực (năm 2026: lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi dự kiến tăng 48%). Duy trì khuyến nghị Mua vào và giữ nguyên giá mục tiêu 37.300đ (tiềm năng tăng giá 72%).

**Bảng 2: Sản lượng thép tiêu thụ, HPG**

Sản lượng tiêu thụ thép Q2 tăng 30% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sản lượng HRC trong khi sản lượng xuất khẩu chỉ đóng góp 17% tổng sản lượng tiêu thụ

| Tấn                             | T6-26            | So với cùng kỳ | So với tháng trước | Q2/26            | So với cùng kỳ | 6T26             | So với cùng kỳ |
|---------------------------------|------------------|----------------|--------------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| <b>Thép xây dựng</b>            | <b>407,834</b>   | <b>27%</b>     | <b>-5%</b>         | <b>1,308,046</b> | <b>2%</b>      | <b>2,739,201</b> | <b>11%</b>     |
| Xuất khẩu                       | 56,077           | 791%           | 30%                | 149,801          | 2%             | 275,897          | -29%           |
| Trong nước                      | 351,757          | 11%            | -9%                | 1,158,245        | 3%             | 2,463,304        | 18%            |
| <b>HRC</b>                      | <b>702,586</b>   | <b>84%</b>     | <b>13%</b>         | <b>1,925,458</b> | <b>64%</b>     | <b>3,396,174</b> | <b>57%</b>     |
| Xuất khẩu                       | 73,325           | 13%            | 233%               | 232,281          | 31%            | 575,894          | 94%            |
| Trong nước                      | 629,261          | 98%            | 5%                 | 1,693,177        | 70%            | 2,820,280        | 51%            |
| <b>Tôn mạ</b>                   | <b>12,830</b>    | <b>-58%</b>    | <b>-60%</b>        | <b>83,341</b>    | <b>-25%</b>    | <b>189,563</b>   | <b>-5%</b>     |
| Xuất khẩu                       | 276              | -93%           | -89%               | 12,998           | -61%           | 33,441           | -30%           |
| Trong nước                      | 12,554           | -53%           | -57%               | 70,343           | -9%            | 156,122          | 3%             |
| <b>Ống thép</b>                 | <b>54,832</b>    | <b>-27%</b>    | <b>-27%</b>        | <b>212,068</b>   | <b>-2%</b>     | <b>453,498</b>   | <b>13%</b>     |
| Xuất khẩu                       | 5,880            | 12%            | -43%               | 20,714           | 11%            | 43,980           | 60%            |
| Trong nước                      | 48,952           | -30%           | -24%               | 191,354          | -3%            | 409,518          | 9%             |
| <b>Phôi thép &amp; tấm slab</b> | <b>139,810</b>   | <b>N/m</b>     | <b>40%</b>         | <b>269,804</b>   | <b>98%</b>     | <b>427,798</b>   | <b>28%</b>     |
| Xuất khẩu                       | 139,810          | N/m            | 40%                | 239,810          | 85%            | 333,663          | 7%             |
| Trong nước                      | -                | N/m            | N/m                | 29,994           | 356%           | 94,135           | 322%           |
| <b>Tổng sản lượng tiêu thụ</b>  | <b>1,317,892</b> | <b>63%</b>     | <b>5%</b>          | <b>3,798,717</b> | <b>30%</b>     | <b>7,206,234</b> | <b>29%</b>     |
| Xuất khẩu                       | 275,368          | 245%           | 55%                | 655,604          | 29%            | 1,262,875        | 18%            |
| Trong nước                      | 1,042,524        | 43%            | -3%                | 3,143,113        | 30%            | 5,943,359        | 32%            |

Nguồn: HSC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-24A        | 12-25A        | 12-26F        | 12-27F        | 12-28F        |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu                           | 138,855       | 156,116       | 214,333       | 259,136       | 299,253       |
| Lợi nhuận gộp                       | 18,498        | 24,498        | 34,808        | 42,879        | 49,294        |
| Chi phí BH&QL                       | (3,883)       | (4,070)       | (5,787)       | (6,997)       | (8,080)       |
| Thu nhập khác                       | -             | -             | -             | -             | -             |
| Chi phí khác                        | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>EBIT</b>                         | <b>14,615</b> | <b>20,428</b> | <b>29,021</b> | <b>35,883</b> | <b>41,214</b> |
| Lãi vay thuần                       | (1,348)       | (2,522)       | 881           | (3,109)       | (2,603)       |
| Lãi/nỗ trong Cty LD,LK              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Lợi nhuận khác                      | -             | -             | -             | -             | -             |
| LN không thường xuyên               | 426           | 135           | 214           | 259           | 299           |
| <b>LN TT</b>                        | <b>13,693</b> | <b>18,041</b> | <b>30,117</b> | <b>33,033</b> | <b>38,911</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (1,673)       | (2,526)       | (2,999)       | (2,312)       | (2,724)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 1.42          | (64.8)        | (113)         | (128)         | (151)         |
| LNST không thường xuyên             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>12,021</b> | <b>15,450</b> | <b>27,004</b> | <b>30,592</b> | <b>36,036</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>11,420</b> | <b>14,678</b> | <b>25,654</b> | <b>29,063</b> | <b>34,234</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>21,543</b> | <b>28,896</b> | <b>41,270</b> | <b>50,881</b> | <b>54,221</b> |
| EPS (đồng)                          | 1,879         | 1,830         | 3,198         | 3,623         | 4,268         |
| EPS ĐC (đồng)                       | 1,488         | 1,738         | 3,038         | 3,442         | 4,055         |
| DPS (đồng)                          | 0             | 500           | 500           | 500           | 500           |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 6,396         | 8,443         | 8,443         | 8,443         | 8,443         |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 6,396         | 8,443         | 8,443         | 8,443         | 8,443         |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 6,396         | 8,443         | 8,443         | 8,443         | 8,443         |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-24A         | 12-25A         | 12-26F         | 12-27F         | 12-28F         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 6,888          | 8,301          | 28,963         | 43,201         | 60,873         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 18,975         | 19,484         | 21,433         | 31,096         | 38,903         |
| Phải thu khách hàng             | 7,648          | 15,065         | 17,147         | 20,731         | 23,940         |
| Hàng tồn kho                    | 46,091         | 52,828         | 64,300         | 72,558         | 92,769         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 7,073          | 8,004          | 11,145         | 14,252         | 17,357         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>86,674</b>  | <b>103,682</b> | <b>142,988</b> | <b>181,839</b> | <b>233,841</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 130,995        | 144,291        | 138,199        | 130,941        | 120,809        |
| TSCĐ vô hình                    | 184            | 187            | 206            | 227            | 249            |
| Bất động sản đầu tư             | 560            | 528            | 478            | 420            | 353            |
| Đầu tư dài hạn                  | 137            | 2,248          | 0              | 0              | 0              |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tài sản dài hạn khác            | 5,940          | 6,985          | 12,233         | 14,776         | 17,053         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>137,815</b> | <b>154,240</b> | <b>151,117</b> | <b>146,363</b> | <b>138,465</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>224,490</b> | <b>257,922</b> | <b>294,104</b> | <b>328,202</b> | <b>372,306</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 55,883         | 64,695         | 66,443         | 69,967         | 80,798         |
| Phải trả người bán              | 14,047         | 21,183         | 27,863         | 33,688         | 38,903         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 2,813          | 5,091          | 6,346          | 7,432          | 8,402          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>75,225</b>  | <b>94,209</b>  | <b>105,100</b> | <b>116,464</b> | <b>134,313</b> |
| Nợ dài hạn                      | 27,080         | 27,479         | 23,640         | 21,108         | 16,886         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 29.3           | 31.0           | 0              | 0              | 0              |
| Nợ dài hạn khác                 | 7,440          | 4,906          | 4,470          | 4,694          | 4,930          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>34,550</b>  | <b>32,416</b>  | <b>28,110</b>  | <b>25,802</b>  | <b>21,816</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>109,842</b> | <b>126,702</b> | <b>133,210</b> | <b>142,266</b> | <b>156,129</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 114,356        | 129,178        | 158,739        | 183,653        | 213,742        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 291            | 2,042          | 2,155          | 2,284          | 2,435          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>114,647</b> | <b>131,220</b> | <b>160,894</b> | <b>185,937</b> | <b>216,177</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>224,490</b> | <b>257,922</b> | <b>294,104</b> | <b>328,202</b> | <b>372,306</b> |
| BVPS (đ)                        | 17,879         | 15,300         | 18,801         | 21,752         | 25,316         |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 76,075         | 83,873         | 61,121         | 47,873         | 36,812         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-24A          | 12-25A          | 12-26F         | 12-27F          | 12-28F          |
|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| EBIT                                       | 14,615          | 20,428          | 29,021         | 35,883          | 41,214          |
| Khấu hao                                   | (6,928)         | (8,468)         | (12,249)       | (14,999)        | (13,007)        |
| Lãi vay thuần                              | (1,348)         | (2,522)         | 881            | (3,109)         | (2,603)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (937)           | (1,995)         | (2,999)        | (2,312)         | (2,724)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (13,927)        | (10,949)        | (31,364)       | (27,940)        | (39,454)        |
| Khác                                       | (2,358)         | (3,373)         | (395)          | (4,736)         | (4,809)         |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>6,608</b>    | <b>15,694</b>   | <b>11,245</b>  | <b>20,026</b>   | <b>11,403</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (35,495)        | (25,750)        | (5,543)        | (6,988)         | (2,213)         |
| Góp vốn & đầu tư                           | (27,166)        | (29,083)        | (2,916)        | (10,335)        | (8,408)         |
| Thanh lý                                   | 32,872          | 29,661          | 656            | 356             | 506             |
| Khác                                       | 0               | 0               | 0              | 0               | 0               |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(29,788)</b> | <b>(25,172)</b> | <b>(7,803)</b> | <b>(16,967)</b> | <b>(10,115)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (4,97)          | (27,0)          | (3,838)        | (4,222)         | (4,222)         |
| Thu từ phát hành CP                        | 233             | 1,707           | 0              | 0               | 0               |
| Tăng/giảm nợ                               | 17,587          | 9,211           | 21,058         | 15,401          | 20,605          |
| Khác                                       | 0               | 0               | 0              | 0               | 0               |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>17,815</b>   | <b>10,891</b>   | <b>17,220</b>  | <b>11,179</b>   | <b>16,384</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 12,252          | 6,888           | 8,301          | 28,963          | 43,201          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(5,365)</b>  | <b>1,413</b>    | <b>20,662</b>  | <b>14,238</b>   | <b>17,672</b>   |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0.76            | (0.15)          | 0              | 0               | 0               |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>6,888</b>    | <b>8,301</b>    | <b>28,963</b>  | <b>43,201</b>   | <b>60,873</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(28,887)</b> | <b>(10,056)</b> | <b>5,702</b>   | <b>13,038</b>   | <b>9,190</b>    |

| Các chỉ số tài chính      | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 13.3   | 15.7   | 16.2   | 16.5   | 16.5   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 15.5   | 18.5   | 19.3   | 19.6   | 18.1   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 8.66   | 9.90   | 12.6   | 11.8   | 12.0   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 12.2   | 14.0   | 9.96   | 7.00   | 7.00   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 16.7   | 12.4   | 37.3   | 20.9   | 15.5   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 31.1   | 34.1   | 42.8   | 23.3   | 6.56   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 75.9   | 28.5   | 74.8   | 13.3   | 17.8   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 59.9   | (2.64) | 74.8   | 13.3   | 17.8   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 75.9   | 16.8   | 74.8   | 13.3   | 17.8   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | nm     | nm     | 0      | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 0      | 27.3   | 15.6   | 13.8   | 11.7   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 11.1   | 12.7   | 18.8   | 17.9   | 18.1   |
| ROACE (%)                 | 11.0   | 13.1   | 16.5   | 17.9   | 18.3   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.67   | 0.65   | 0.78   | 0.83   | 0.85   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 0.45   | 0.77   | 0.39   | 0.56   | 0.28   |
| Số ngày tồn kho           | 140    | 147    | 131    | 122    | 135    |
| Số ngày phải thu          | 23.2   | 41.8   | 34.9   | 35.0   | 35.0   |
| Số ngày phải trả          | 42.6   | 58.7   | 56.6   | 56.9   | 56.8   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 67.2   | 65.6   | 39.2   | 26.8   | 18.0   |
| Nợ/tài sản (%)            | 37.3   | 36.1   | 31.0   | 28.2   | 26.7   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 10.8   | 8.10   | N/a    | 11.5   | 15.8   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 3.89   | 3.22   | 2.21   | 1.82   | 1.83   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.15   | 1.10   | 1.36   | 1.56   | 1.74   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.41   | 1.60   | 1.05   | 0.78   | 0.61   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 9.09   | 8.62   | 5.44   | 3.97   | 3.38   |
| P/E (lần)                 | 11.5   | 11.8   | 6.77   | 5.98   | 5.07   |
| P/E ĐC (lần)              | 14.6   | 12.5   | 7.13   | 6.29   | 5.34   |
| P/B (lần)                 | 1.21   | 1.42   | 1.15   | 1.00   | 0.86   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 0      | 2.31   | 2.31   | 2.31   | 2.31   |

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)