TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)

CONSTRUCTION MATERIALS

KHẢ QUAN (+58,8%)

Giá hiện tại	VND20.400
Cao/ thấp nhất 52T	26.246 / 20.050
Giá mục tiêu	VND32.400
Giá mục tiêu trước đó	VND36.600
Concensus	N/A
Tiềm năng tăng giá	58,8%
Tỷ suất cổ tức	2,3%
Tổng tỷ suất sinh lời	61,1%

Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	N/A

Thị giá vốn (tr USD)	6.719
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	16,1
Sở hữu NN (tr USD)	1.459
SLCP lưu hành (tr)	8.443
SLCP pha loãng (tr)	8.443

	HPG	VNI
P/E trượt 12T	6,3x	12,0x
P/B hiện tại	1,16x	1,96x
ROA 2026F	10,1%	2,5%
ROE 2026F	19,1%	15,7%

**dữ liệu ngày 2/11/2026*

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến (%)	1T	3T	12T
HPG	1,7%	-6,0%	-14,4%
VNIndex	-1,6%	-1,4%	4,3%

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	25,8%
Vũ Thị Hiền	6,9%
Khác	67,3%

Tổng quan doanh nghiệp

HPG là NSX thép lớn nhất tại Việt Nam với danh mục sản phẩm thép chất lượng cao bao gồm thép xây dựng, HRC và ống thép, nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô và vị trí gần cảng tại Dung Quất. Bên cạnh mảng thép, HPG còn hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và nông nghiệp - các mảng được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

Chuyên viên phân tích:



Vũ Quang Minh

minh.vuquang@vndirect.com.vn

Định giá hấp dẫn, lợi nhuận tăng trưởng mạnh

- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với HPG với giá mục tiêu 32.400 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá 58,8% so với thị giá 20.400 đồng/cp.
- P/B hiện ở mức 1,16 lần, thuộc nhóm định giá thấp nhất trong lịch sử, trong khi LNST cốt lõi dự kiến tăng lần lượt 78%/15%/23% trong giai đoạn 2026–2028.

Tiêu điểm tài chính

- HPG tiêu thụ hơn 10,3 triệu tấn thép trong 9T26, tăng 39% svck. Riêng Q3/26, sản lượng đạt 3,8 triệu tấn (+8% so với quý trước; +54% svck), tăng trưởng tích cực bất chấp mùa mưa nhờ HRC (+64% svck) và phôi thép.
- Chúng tôi dự phóng LNST cốt lõi năm 2026 tăng 78% svck lên 27.527 tỷ đồng, nhờ sản lượng tăng 33,9% lên 14,2 triệu tấn, chủ yếu từ HRC. LNST cốt lõi dự kiến tiếp tục tăng 15% năm 2027 và 23% năm 2028, lần lượt đạt 31.532 tỷ đồng và 38.775 tỷ đồng, nhờ công suất tăng và giá than cốc hạ nhiệt từ giữa năm 2027.

Luận điểm đầu tư

Nhu cầu thép tăng trưởng dài hạn nhờ làn sóng đầu tư hạ tầng

Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam mới đạt 38,8% năm 2025, cho thấy dư địa tăng trưởng còn lớn. Cùng với kế hoạch đầu tư phát triển giai đoạn 2026–2030 lên tới 8,51 triệu tỷ đồng, nhu cầu thép thượng nguồn dự kiến tăng khoảng 6,5%/năm đến năm 2030. Nhu cầu tăng thêm có thể hấp thụ phần lớn công suất mới, bao gồm công suất 18 triệu tấn/năm của HPG dự kiến từ năm 2027 và nguồn cung bổ sung từ các đối thủ.

Giá thép ổn định hỗ trợ biên lợi nhuận; than cốc hạ nhiệt tạo dư địa cải thiện

Giá thép trong nước nhiều khả năng đi ngang theo xu hướng Trung Quốc, nơi nhu cầu xây dựng còn yếu nhưng các nhà sản xuất chủ động giảm sản lượng. Trong kịch bản giá bán ổn định, biên lợi nhuận gộp của HPG dự kiến duy trì quanh mức 17,4–17,9% trong năm 2026–2027. Giá than cốc hiện ở vùng cao nhưng có thể giảm từ giữa năm 2027 khi nguồn cung Trung Quốc phục hồi, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận gộp tăng lên 18,6% năm 2028.

Định giá thấp chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận

HPG đang giao dịch ở mức P/B 1,16 lần, thuộc nhóm định giá thấp nhất kể từ năm 2009, trong khi ROE dự kiến duy trì ở mức 18–19% đến năm 2028. P/E dự phóng giai đoạn 2026–2028 lần lượt là 6,3x, 5,5x và 4,4x, tương ứng CAGR LNST cốt lõi 35,9%. Chúng tôi cho rằng thị giá hiện tại chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và hiệu quả sinh lời của HPG.

Tóm tắt tài chính	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng doanh thu	12,4%	48,3%	11,6%	8,9%
Tăng trưởng EPS	14,2%	55,5%	9,3%	23,0%
Biên lợi nhuận gộp	15,7%	17,9%	17,4%	18,6%
Biên EBITDA	18,5%	19,8%	18,8%	19,8%
Biên lợi nhuận ròng	9,9%	11,9%	12,2%	13,8%
P/E (x)	13,1	6,3	5,5	4,4
P/B (x)	1,57	1,10	0,93	0,78
ROE	12,6%	19,1%	18,4%	19,0%
Nợ ròng/VCSH	49,1%	34,6%	22,3%	8,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KQKD 9T26: Sản lượng tăng 39% nhờ HRC

Sản lượng quý 3 tăng tốc bất chấp yếu tố mùa vụ

Trong Q3/2026, HPG sản xuất 3,7 triệu tấn thép thô (+3% so với quý trước) và tiêu thụ 3,8 triệu tấn thép các loại, tăng 8% so với quý trước và 54% svck. Sản lượng tăng so với quý 2, trái với xu hướng thường thấy trong mùa mưa, cho thấy đà tăng trưởng tích cực của hoạt động tiêu thụ.

HRC và phôi thép là hai động lực tăng trưởng chính, trong khi thép xây dựng tăng nhẹ:

- **HRC:** sản lượng tiêu thụ đạt hơn 2 triệu tấn, tăng 8% so với quý trước và 64% svck. Xuất khẩu chiếm 24,6% sản lượng, với thị trường tại 26 quốc gia và vùng lãnh thổ.
- **Phôi thép:** sản lượng đạt 383 nghìn tấn, tăng 42% so với quý trước.
- **Thép xây dựng và thép cuộn chất lượng cao:** sản lượng đạt hơn 1,3 triệu tấn, tăng 2% so với quý trước và 26% svck.
- **Sản phẩm hạ nguồn:** sản lượng ống thép đạt 228 nghìn tấn, tôn mạ đạt 118 nghìn tấn và thép dự ứng lực đạt gần 64,5 nghìn tấn.

Lũy kế 9T26, HPG sản xuất 10,7 triệu tấn thép thô (+35% svck) và tiêu thụ 10,3 triệu tấn thép (+39% svck).

Hình 1: Sản lượng thép tiêu thụ của HPG trong 9T26

Sản phẩm (9T2026)	Sản lượng tiêu thụ	So với cùng kỳ
HRC	5,47 triệu tấn	+59%
Thép xây dựng + thép cuộn chất lượng cao	>4 triệu tấn	+15%
Phôi thép	811 nghìn tấn	+69%
Tổng thép thượng nguồn	**10,3 triệu tấn**	**+39%**
Ống thép	681 nghìn tấn	+9%
Thép dự ứng lực	192 nghìn tấn	+66%
Tôn mạ	307 nghìn tấn	-4%
Tổng thép hạ nguồn	**~1,18 triệu tấn**	**~+11%**

Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

HPG gia tăng thị phần HRC, khẳng định lợi thế cạnh tranh trước hàng nhập khẩu

HRC là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng sản lượng của HPG trong 9T26. Theo ước tính của chúng tôi, thị phần HRC của HPG tăng từ 16% năm 2024 lên 29% năm 2025 và 39% trong 6T26. Sản lượng HRC tiêu thụ trong 6T26 đạt khoảng 3,4 triệu tấn (+57% svck), trong khi tổng tiêu thụ HRC toàn thị trường chỉ tăng 8%.

Tăng trưởng sản lượng của HPG chủ yếu đến từ việc thay thế HRC nhập khẩu. Trong 6T26, sản lượng HRC của HPG tăng khoảng 1,23 triệu tấn, trong khi nhập khẩu HRC giảm khoảng 0,73 triệu tấn (-18% svck). Tỷ trọng HRC nhập khẩu trong tổng thị trường giảm từ 64% năm 2024 xuống 51% năm 2025 và 39% trong 6T26.

Hình 2: HPG mở rộng thị phần HRC trong khi tỷ trọng hàng nhập khẩu thu hẹp

Thị phần HRC	2024	2025	6T2026
HPG	**16%**	**29%**	**39%**
Formosa	20%	20%	22%
Nhập khẩu	64%	51%	39%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH ước tính

Diễn biến này cho thấy hiệu quả của các biện pháp phòng vệ thương mại đối với HRC. Thuế chống bán phá giá (CBPG) chính thức áp dụng với HRC Trung Quốc từ tháng 7/2025, ở mức 23,10–27,83% tùy nhà sản xuất, đối với sản phẩm có khổ không quá 1.880 mm. Sau đó, Bộ Công Thương tiếp tục áp thuế chống lẩn tránh đối với HRC Trung Quốc khổ 1.880–2.300 mm. Thuế được áp dụng tạm thời từ ngày 2/4/2026 và chính thức từ ngày 12/8/2026, ở mức 27,83%. Biện pháp này khép lại khoảng trống về khổ rộng, hạn chế nguy cơ hàng nhập khẩu né thuế và hỗ trợ HPG duy trì thị phần dài hạn. Cả hai biện pháp đều có hiệu lực đến ngày 5/7/2030.

Hình 3: Các biện pháp thuế phòng vệ thương mại đối với HRC Trung Quốc

	Thuế CBPG	Thuế chống lẩn tránh
Văn bản	QĐ 1959/QĐ-BCT	QĐ 1917/QĐ-BCT
Phạm vi	HRC khổ ≤ 1.880 mm	HRC khổ 1.880-2.300 mm
Mức thuế	23,10-27,83%	27,83%
Bắt đầu điều tra	26/07/2024	27/10/2025
Áp thuế tạm thời	21/02/2025	02/04/2026
Quyết định chính thức	04/07/2025	28/07/2026
Hiệu lực	06/07/2025 - 05/07/2030	12/08/2026 - 05/07/2030

Nguồn: Bộ Công Thương, VNDIRECT RESEARCH tổng hợp

Triển vọng 2026–2028: Sản lượng tăng và biên lợi nhuận cải thiện thúc đẩy LNST cốt lõi

Công suất thép thô dự kiến đạt 18 triệu tấn/năm từ năm 2027

Năm 2025, HPG tiêu thụ 10,6 triệu tấn thép. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ năm 2026 đạt hơn 14 triệu tấn (+33,9%), chủ yếu nhờ HRC từ Khu liên hợp Dung Quất 2. Năm 2027, công suất thép thô dự kiến tăng từ 16 lên 18 triệu tấn/năm, gồm 9 triệu tấn HRC và 9 triệu tấn thép dài (thép xây dựng và thép cuộn chất lượng cao). Công suất bổ sung trong giai đoạn cuối năm 2026–2027 chủ yếu đến từ nhà máy thép lò điện 700.000 tấn/năm tại Long An và việc mở rộng các nhà máy thép dài hiện hữu. Việc nâng công suất sẽ tạo dư địa tăng sản lượng trong giai đoạn 2027–2028, khi nhu cầu đầu tư hạ tầng gia tăng. Theo đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ đạt 15,75 triệu tấn (+11,2%) năm 2027 và 17,1 triệu tấn (+8,6%) năm 2028.

Các dự án thép giá trị gia tăng cao cũng sẽ góp phần nâng cấp cơ cấu sản phẩm và cải thiện biên lợi nhuận gộp. Đáng chú ý là Nhà máy sản xuất ray và thép đặc biệt Hòa Phát Dung Quất, công suất 700.000 tấn/năm. Dự án đã hoàn thành hơn 80% tiến độ và dự kiến bắt đầu cung cấp ray từ Q2/2027, phục vụ các dự án hạ tầng trọng điểm trong nước:

Hình 4: Nhà máy ray và thép đặc biệt Hòa Phát Dung Quất

Chỉ tiêu	Nhà máy ray và thép đặc biệt Dung Quất
Công suất thiết kế	700.000 tấn/năm
Tổng vốn đầu tư	>10.000 tỷ đồng
Công nghệ	SMS group (Đức)
Tiến độ (10/2026)	>80%
Sản phẩm đầu tiên	Quý II/2027 (ray)

Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Nhà máy sẽ sản xuất ray đường sắt tốc độ cao, đường sắt đô thị, ray cầu trục và thép hình U, I, H, V – các sản phẩm có giá bán và yêu cầu kỹ thuật cao hơn thép xây dựng và HRC thông thường.

Triển vọng tiêu thụ được hỗ trợ bởi quy hoạch phát triển đường sắt Việt Nam đến năm 2050 với 25 tuyến, tổng chiều dài hơn 6.300 km. Trong đó, đường sắt tốc độ cao Bắc–Nam dự kiến cần 58–64 tỷ USD vốn đầu tư trong 20 năm tới, còn đường sắt đô thị tại Hà Nội, TP.HCM và các đô thị loại I cần khoảng 40 tỷ USD trong giai đoạn 2030–2050. Với năng lực sản xuất thép chất lượng cao, HPG được kỳ vọng hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng đối với các sản phẩm thép đường sắt trong dài hạn.

Nhu cầu thép dài hạn có thể hấp thụ phần lớn công suất mới đến năm 2030

Theo thông tin công bố gần đây, HPG đề xuất dừng nghiên cứu dự án Khu liên hợp gang thép tại Khu kinh tế Nam Phú Yên (Đắk Lắk) theo phương án trước đây. Dự án có vốn đầu tư khoảng 86.000 tỷ đồng, công suất thiết kế 6 triệu tấn/năm, trong đó giai đoạn 1 là 3 triệu tấn/năm. Sau khi nghiên cứu địa điểm từ đầu năm 2022 và chi khoảng 200 tỷ đồng, HPG đề xuất chuyển nguồn lực sang các phương án khả thi, linh hoạt hơn. Theo chúng tôi, đây là bước đi thận trọng, giúp doanh nghiệp có thêm thời gian đánh giá mức độ cạnh tranh từ các đối thủ mới trước khi quyết định đầu tư giai đoạn tiếp theo.

Hai dự án cạnh tranh đáng chú ý là VinMetal của Vingroup tại Hà Tĩnh và dự án Xuân Thiện tại Nam Định:

Hình 5: Các dự án thép tích hợp quy mô lớn của đối thủ mới và dự án Phú Yên của HPG

Chỉ tiêu	VinMetal Hà Tĩnh	Xuân Thiện Nam Định	HPG Phú Yên (đề xuất dừng)
Vốn đầu tư	~80.000 tỷ đồng	98.000 tỷ đồng	86.000 tỷ đồng
Công suất	5 triệu tấn/năm (3,0 HRC; 1,4 thép thanh, xây dựng; 0,6 thép dây)	9,5 triệu tấn/năm	6 triệu tấn/năm
Suất đầu tư	~16,0 triệu đồng/tấn	~10,3 triệu đồng/tấn	~14,3 triệu đồng/tấn
Sản phẩm chính	HRC, thép dây, thép xây dựng	Thép chất lượng cao (thép kháng thời tiết, thép tấm siêu dày...)	n/a
Tiến độ	Khởi công dự kiến Q4/2026; sản phẩm đầu tiên dự kiến đầu 2027; vận hành thương mại dự kiến Q1/2031	Khởi công 06/2025; chưa có thêm cập nhật	n/a

Nguồn: VinMetal, Xuân Thiện, HPG, VNDIRECT RESEARCH tính toán. Suất đầu tư = vốn đầu tư/công suất thiết kế

VinMetal có vị trí thuận lợi tại Khu công nghiệp Vinhomes Vũng Áng, cạnh nhà máy VinFast Hà Tĩnh và gần cảng biển—những lợi thế tương tự khu liên hợp Dung Quất của HPG. Dự án cũng có thể tận dụng nhu cầu từ hệ sinh thái Vingroup, gồm các đại dự án bất động sản, hạ tầng và sản xuất công nghiệp. Dự án dự kiến khởi công trong Q4/2026, có sản phẩm đầu tiên vào đầu năm

2027 và vận hành thương mại từ Q1/2031. Với cơ cấu sản phẩm gồm HRC và thép xây dựng, VinMetal sẽ cạnh tranh trực tiếp với HPG.

Dự án Xuân Thiện được khởi công từ tháng 6/2025, với công suất thiết kế 9,5 triệu tấn/năm. Do chưa có nhiều thông tin cập nhật, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và chưa đưa ra đánh giá tại thời điểm này.

Dù vậy, chúng tôi đánh giá HPG vẫn có lợi thế cạnh tranh nhờ kinh nghiệm sản xuất lâu năm, năng lực quản trị, nền tảng tài chính lành mạnh và chuỗi sản xuất khép kín giúp bảo đảm chất lượng sản phẩm. Trong khi đó, các đối thủ mới vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển các tổ hợp thép tích hợp quy mô lớn.

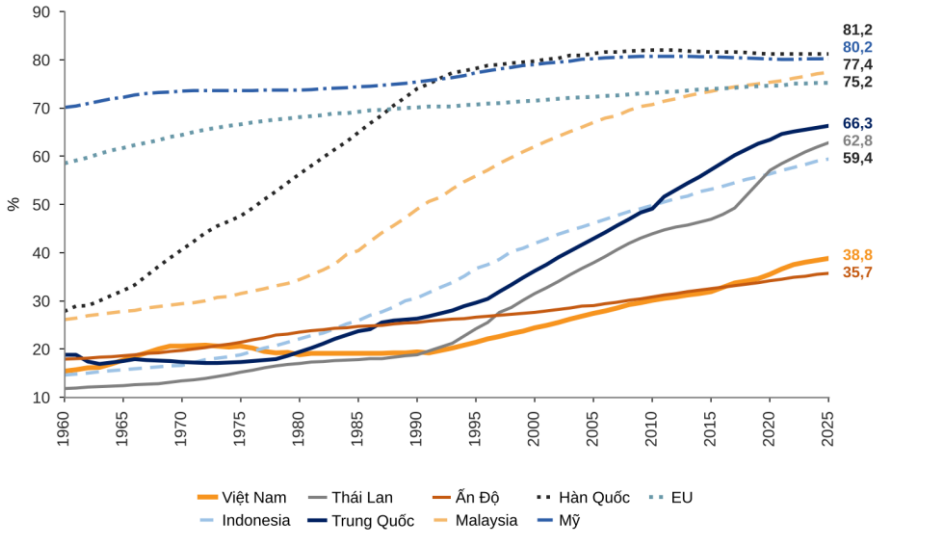
Về dài hạn, nhu cầu thép tại Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ các yếu tố sau:

- **Đô thị hóa còn thấp:** tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam đạt 38,8% năm 2025, chỉ cao hơn Ấn Độ (35,7%) và thấp hơn Indonesia (59,4%), Thái Lan (62,8%), Trung Quốc (66,3%), EU (75,2%), Malaysia (77,4%), Mỹ (80,2%) và Hàn Quốc (81,2%).

- **Tiêu thụ thép bình quân đầu người còn thấp:** Việt Nam ước đạt 267 kg/người, so với Nhật Bản 390 kg, Trung Quốc 562 kg, Đài Loan 751 kg và Hàn Quốc 844 kg.

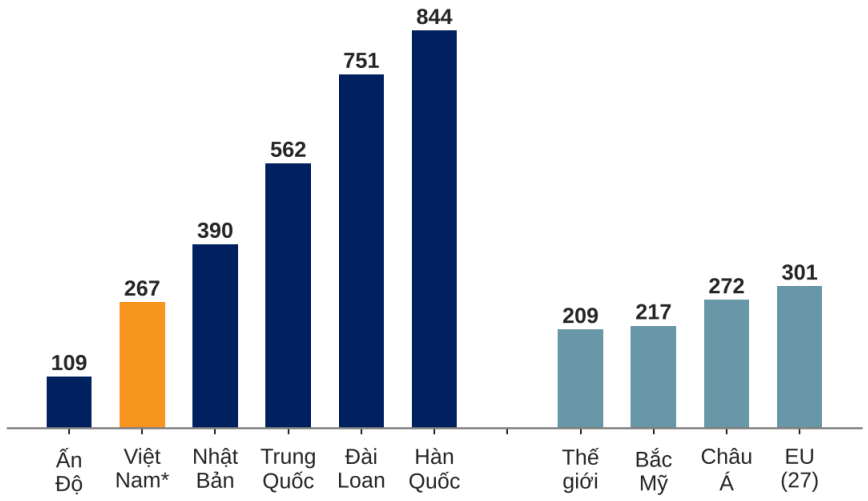
- **Đầu tư hạ tầng tăng mạnh:** ngân sách chi đầu tư phát triển giai đoạn 2026–2030 dự kiến đạt 8,51 triệu tỷ đồng, gấp khoảng 2,5 lần giai đoạn 2020–2025 (3,4 triệu tỷ đồng). Các dự án lớn gồm đường sắt tốc độ cao Bắc–Nam (>67 tỷ USD, dự kiến hoàn thành năm 2035), sân bay Long Thành (16 tỷ USD), metro Hà Nội (~53 tỷ USD), metro TP.HCM (~19,7 tỷ USD) và khoảng 2.000 km đường cao tốc mới.

Hình 6: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam còn thấp so với nhiều quốc gia (%)



Nguồn: World Bank, VNDIRECT RESEARCH

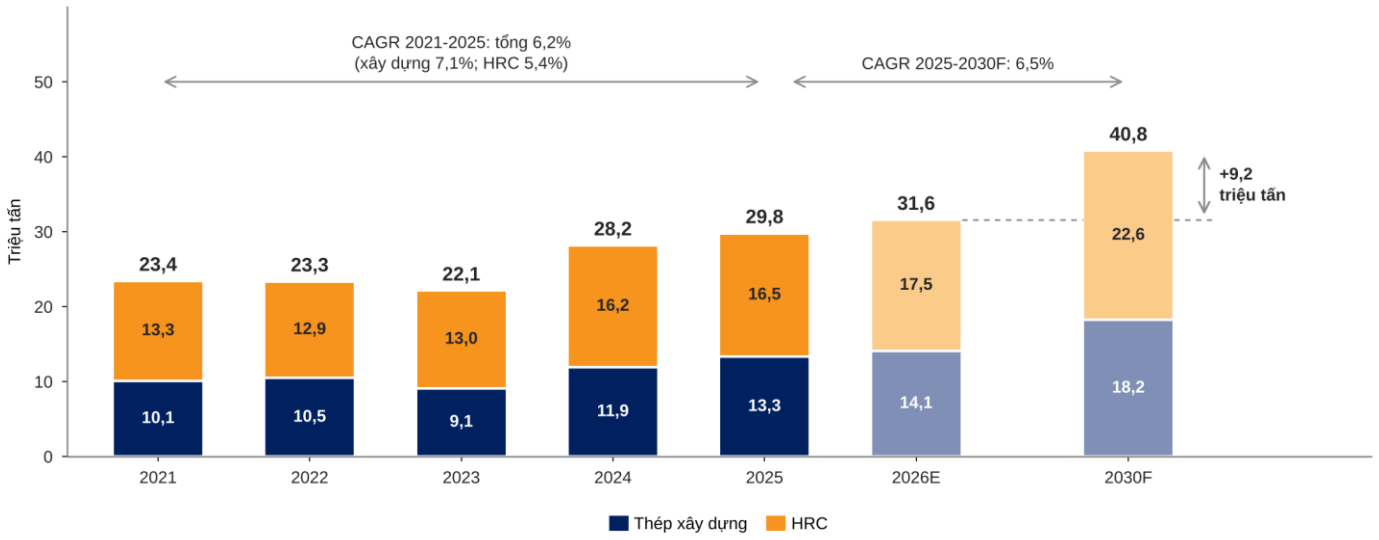
Hình 7: Tiêu thụ thép bình quân đầu người tại Việt Nam còn thấp (2025, kg/người)



Nguồn: World Bank, WSA, VNDIRECT RESEARCH ước tính.

Theo ước tính của chúng tôi, nhu cầu thép thượng nguồn (thép xây dựng và HRC) tăng bình quân 6,2%/năm trong giai đoạn 2021–2025 và dự kiến tiếp tục tăng khoảng 6,5%/năm đến năm 2030. Động lực đến từ kế hoạch đầu tư hạ tầng quy mô lớn hơn giai đoạn trước và sự hình thành các khu đô thị TOD quanh những tuyến hạ tầng mới. Với tốc độ tăng trưởng này, nhu cầu thép có thể tăng thêm khoảng 9 triệu tấn trong giai đoạn 2026–2030, cao hơn tổng công suất dự kiến tăng thêm của HPG (2 triệu tấn) và VinMetal (5 triệu tấn). Theo chúng tôi, nhu cầu tăng sẽ góp phần hấp thụ công suất mới, qua đó hỗ trợ giá thép và biên lợi nhuận của các nhà sản xuất.

Hình 8: Nhu cầu thép thượng nguồn tại Việt Nam dự kiến tăng 6,5%/năm đến 2030 (triệu tấn)



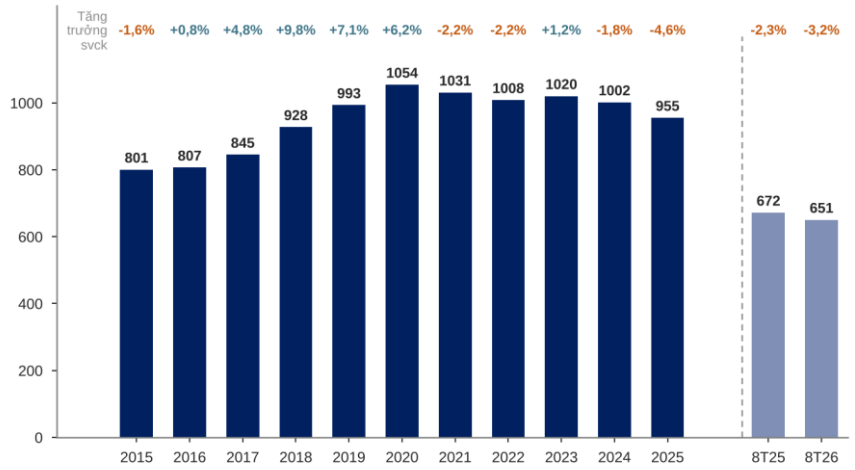
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH ước tính

Chúng tôi cho rằng HPG có thể tiếp tục tăng sản lượng tiêu thụ, từng bước khai thác tối đa công suất và duy trì sản lượng khoảng 18 triệu tấn đến năm 2030. Trong bối cảnh giá thép ổn định, quy mô sản xuất lớn hơn sẽ hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận.

Nguồn cung Trung Quốc thu hẹp, tạo nền tảng cho giá thép ổn định

Nguồn cung: Các nhà sản xuất Trung Quốc chủ động kiềm chế sản lượng. Sản lượng thép thô của Trung Quốc đạt khoảng 955 triệu tấn năm 2025 (-4,6% svck), giảm năm thứ hai liên tiếp và xuống mức thấp nhất kể từ năm 2018. Xu hướng này tiếp diễn trong 8T26, khi sản lượng giảm 3,2% svck xuống 650,6 triệu tấn. Ngày 15/9/2026, Hiệp hội Gang thép Trung Quốc (CISA) cùng hơn 40 nhà sản xuất lớn, gồm Baowu, Shougang và HBIS, kêu gọi toàn ngành hạn chế sản lượng và giảm tồn kho. Chúng tôi cho rằng xu hướng cắt giảm sản lượng sẽ góp phần hạn chế tình trạng dư cung, qua đó hỗ trợ cân bằng cung – cầu và ổn định giá thép trong trung hạn.

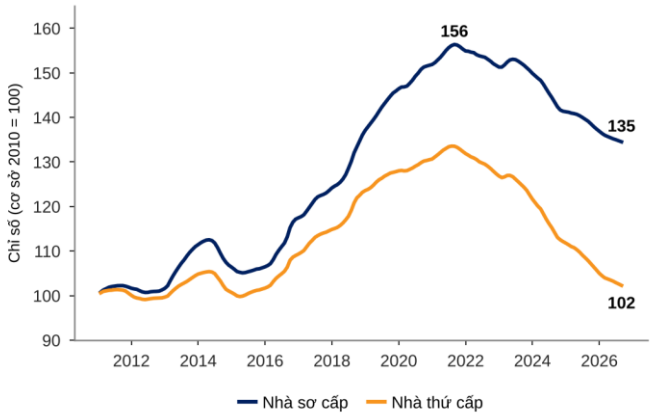
Hình 9: Sản lượng thép thô Trung Quốc giảm năm thứ hai liên tiếp và tiếp tục đi xuống trong 8T26 (triệu tấn)



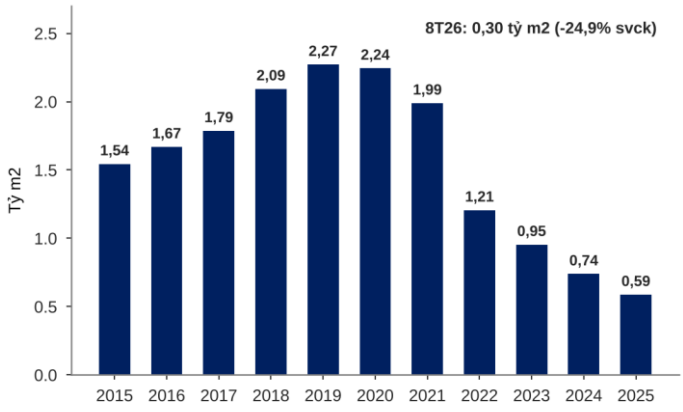
Nguồn: NBS, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Nhu cầu: Bất động sản và xây dựng chưa cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ rệt. Giá nhà sơ cấp bình quân tại 70 thành phố lớn của Trung Quốc giảm khoảng 14% so với đỉnh tháng 8/2021, trong khi giá nhà thứ cấp giảm khoảng 23% so với đỉnh tháng 7/2021. Diện tích khởi công xây dựng mới năm 2025 chỉ đạt khoảng 0,59 tỷ m², giảm 74% so với đỉnh năm 2019 (2,27 tỷ m²); trong 8T26, chỉ tiêu này tiếp tục giảm 24,9% svck.

Hình 10: Giá nhà Trung Quốc vẫn trong xu hướng giảm từ đỉnh 2021 (Top 70 thành phố, chỉ số cơ sở 2010 = 100)



Hình 11: Diện tích xây dựng mới của Trung Quốc giảm khoảng 74% so với đỉnh 2019 (tỷ m2)

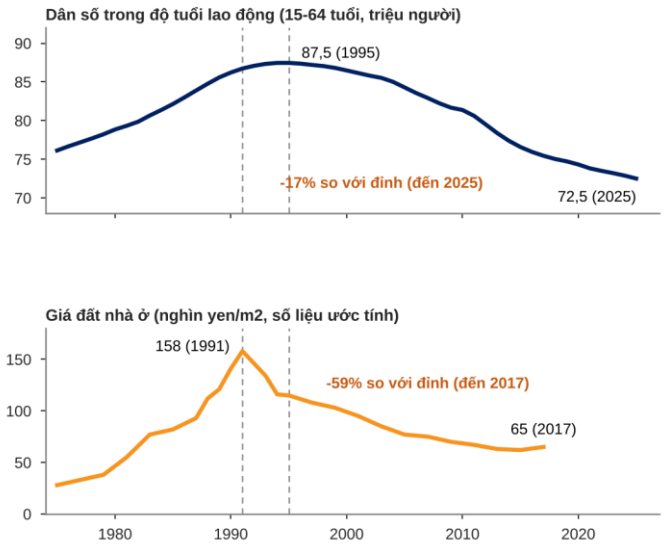


Nguồn: NBS, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

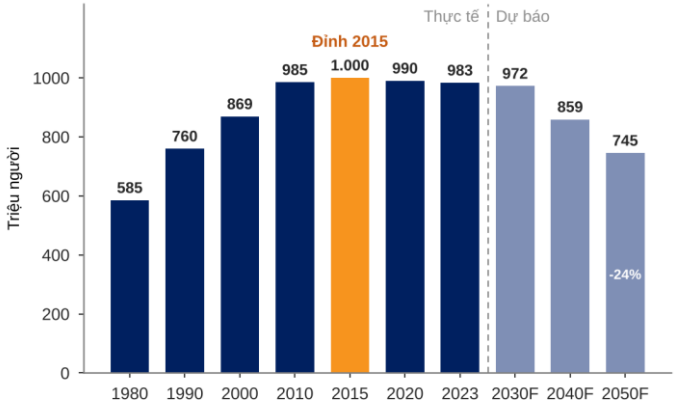
Nhu cầu bất động sản Trung Quốc còn đối mặt với áp lực dài hạn từ xu hướng suy giảm dân số trong độ tuổi lao động. Nhóm dân số 15–64 tuổi đã

đạt đỉnh vào năm 2015 và bắt đầu thu hẹp, tạo sức ép mang tính cấu trúc lên nhu cầu nhà ở, xây dựng và thép. Nhật Bản là trường hợp tham chiếu: dân số trong độ tuổi lao động đạt đỉnh năm 1995 và giảm khoảng 17% trong 30 năm tiếp theo, trong khi giá đất nhà ở đi xuống kéo dài sau đỉnh năm 1991.

Hình 12: Nhật Bản: giá đất nhà ở giảm kéo dài sau khi dân số lao động đạt đỉnh (giá đất là số liệu ước tính)



Hình 13: Dân số trong độ tuổi lao động của Trung Quốc đã qua đỉnh và dự báo giảm mạnh (triệu người, 15-64 tuổi)



Nguồn: Nippon.com, World Bank, Liên hợp quốc (UN WPP 2024), VNDIRECT RESEARCH

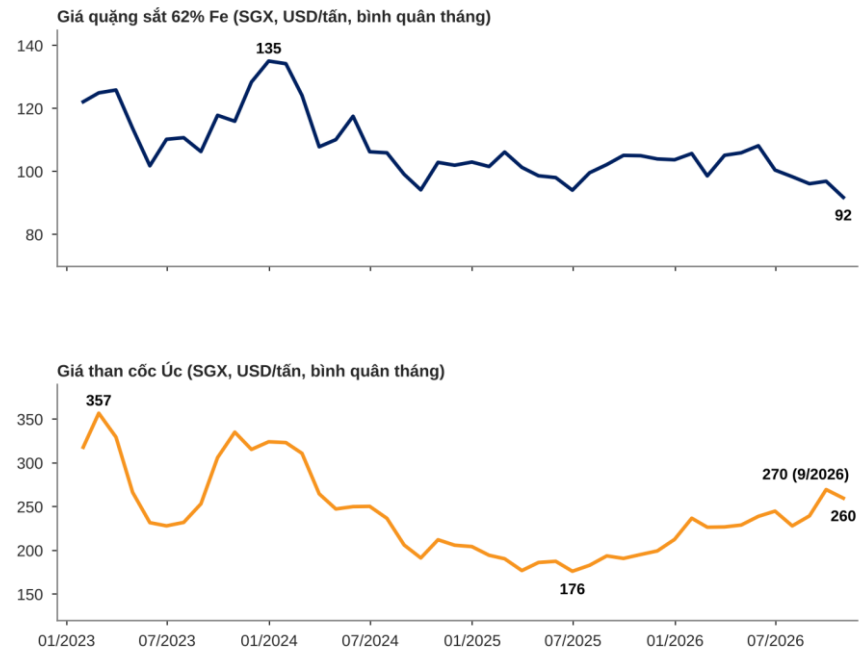
Tổng hợp lại, nhu cầu yếu khiến khả năng giá thép Trung Quốc tăng mạnh trong ngắn hạn là không cao. Tuy nhiên, nếu các nhà sản xuất tiếp tục cắt giảm nguồn cung, chúng tôi cho rằng giá thép có thể đi ngang quanh mặt bằng hiện tại và ít chịu áp lực giảm sâu hơn. Tại Việt Nam, giá thép nhiều khả năng diễn biến tương đồng với Trung Quốc; nhu cầu nội địa tích cực có thể hỗ trợ mức tăng nhẹ, nhưng khó tách rời xu hướng chung của thị trường khu vực và thế giới.

Quặng sắt đi ngang; than cốc có thể hạ nhiệt khi nguồn cung Trung Quốc phục hồi

Than cốc: Giá tăng mạnh do gián đoạn nguồn cung tại Trung Quốc. Giá than cốc Úc (SGX) đạt 270 USD/tấn trong tháng 9/2026, cao nhất kể từ tháng 2/2024; bình quân 10T26 đạt khoảng 240 USD/tấn, tăng 26% so với bình quân năm 2025. Giá neo cao một phần do vụ nổ mỏ than ngày 22/5/2026 tại tỉnh Sơn Tây, sau đó Trung Quốc tăng cường kiểm tra an toàn hầm lò, khiến khoảng 73 triệu tấn công suất/năm vẫn tạm ngừng hoạt động theo khảo sát ngày 16/9. Một số tổ chức, trong đó có Bloomberg Intelligence, nhận định tình trạng thiếu hụt than cốc có thể kéo dài đến giữa năm 2027. Vì vậy, chúng tôi dự báo giá than cốc duy trì ở vùng cao đến khoảng giữa năm 2027, trước khi giảm dần về mức trước vụ nổ mỏ (khoảng 230 USD/tấn trong 4T26) khi nguồn cung ổn định trở lại.

Quặng sắt: Giá duy trì quanh 100 USD/tấn, với mức bình quân 102 USD/tấn năm 2025 và 101 USD/tấn trong 10T26. Chúng tôi cho rằng xu hướng đi ngang sẽ tiếp diễn do nhu cầu thép Trung Quốc còn yếu.

Hình 14: Giá quặng sắt đi ngang, giá than cốc đã tăng mạnh từ cuối 2025 (SGX, USD/tấn, bình quân tháng)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

LNST cốt lõi dự kiến tăng 78%/15%/23% trong giai đoạn 2026–2028

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 231.461 tỷ đồng năm 2026 (+48,3% svck), 258.291 tỷ đồng năm 2027 (+11,6%) và 281.165 tỷ đồng năm 2028 (+8,9%), chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng và giá bán thép cải thiện nhẹ. LNST cốt lõi dự kiến đạt lần lượt 27.527 tỷ đồng (+78%), 31.532 tỷ đồng (+15%) và 38.775 tỷ đồng (+23%) trong giai đoạn 2026–2028.

Hình 15: Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2026–2028

		Dự phóng			% svck		
(tỷ đồng)	**FY25A**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
Doanh thu thuần	**156.116**	**231.461**	**258.291**	**281.165**	**48,3%**	**11,6%**	**8,9%**
Sản lượng bán hàng (tấn)	10.574.000	14.159.360	15.750.000	17.100.000	33,9%	11,2%	8,6%
Thép xây dựng	4.848.000	5.414.982	6.004.326	6.904.326	11,7%	10,9%	15,0%
Thép HRC (gồm tôn, ống thép)	5.073.000	7.548.704	8.550.000	9.000.000	48,8%	13,3%	5,3%
Lợi nhuận gộp	**24.498**	**41.434**	**44.837**	**52.180**	**69,1%**	**8,2%**	**16,4%**
Biên lợi nhuận gộp	15,7%	17,9%	17,4%	18,6%	2,2đ	-0,5đ	1,2đ
Chi phí BH&QLDN	4.071	7.104	7.382	8.089	74,5%	3,9%	9,6%
EBITDA	**28.898**	**45.870**	**48.674**	**55.555**	**58,7%**	**6,1%**	**14,1%**
Biên LN EBITDA	18,5%	19,8%	18,8%	19,8%	1,3đ	-1,0đ	0,9đ
Thu nhập tài chính, ròng	(2.522)	1.195	(1.566)	155	n/a	n/a	n/a
Lợi nhuận trước thuế	**18.041**	**36.003**	**36.445**	**44.829**	**99,6%**	**1,2%**	**23,0%**
LNST của cổ đông công ty mẹ	**15.453**	**31.327**	**31.532**	**38.775**	**102,7%**	**0,7%**	**23,0%**
LNST cốt lõi	**15.453**	**27.527**	**31.532**	**38.775**	**78,1%**	**14,5%**	**23,0%**

Ghi chú: LNST cốt lõi là LNST của cổ đông công ty mẹ sau khi loại trừ các khoản thu nhập bất thường; tổng sản lượng bao gồm cả phôi thép; n/a: không có ý nghĩa do đổi dấu; đ: điểm %.

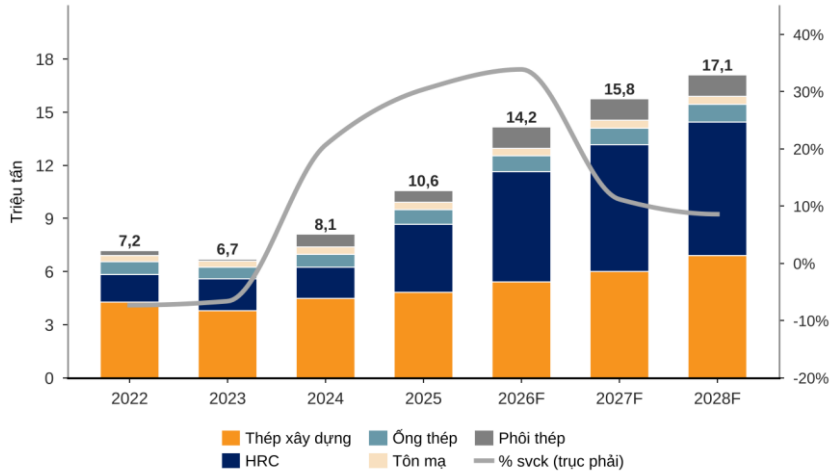
Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH ước tính

HRC dẫn dắt tăng trưởng sản lượng, công suất tiến dần tới mức tối đa

Chúng tôi dự phóng sản lượng thép tiêu thụ đạt 14,2 triệu tấn năm 2026 (+33,9% svck), 15,75 triệu tấn năm 2027 (+11,2%) và 17,1 triệu tấn năm 2028 (+8,6%). Nhóm sản phẩm liên quan đến HRC (HRC bán ngoài, tôn mạ và ống thép) sẽ là

động lực tăng trưởng chính, với sản lượng dự kiến đạt 7,5 triệu tấn năm 2026 (+48,8% svck) khi Dung Quất 2 đóng góp đủ cả năm, tăng lên 8,55 triệu tấn năm 2027 và 9,0 triệu tấn năm 2028. Sản lượng thép xây dựng dự kiến lần lượt đạt 5,4 triệu, 6,0 triệu và 6,9 triệu tấn trong giai đoạn 2026–2028.

Hình 16: Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ thép tăng 33,9% svck năm 2026, với các sản phẩm liên quan đến HRC là động lực chính (triệu tấn, % svck)

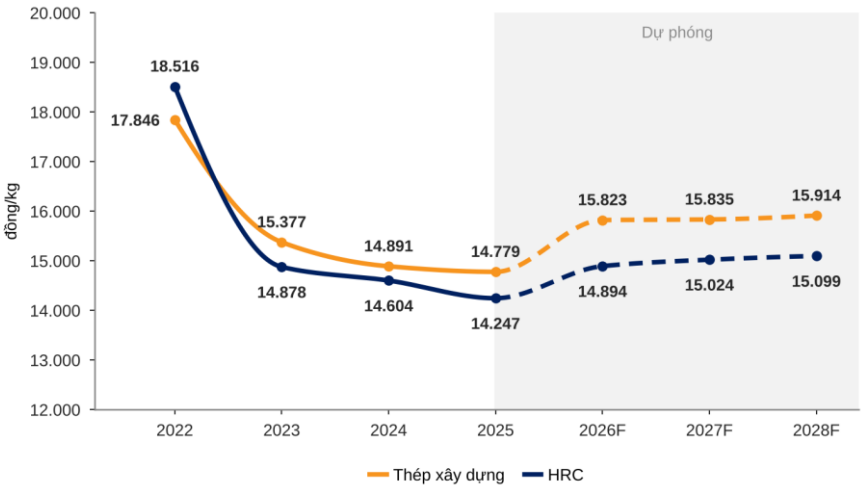


Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH ước tính

Giá bán thép dự kiến đi ngang quanh mặt bằng hiện tại

Phù hợp với kịch bản giá thép Trung Quốc đi ngang, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân thép xây dựng của HPG đạt 15.823 đồng/kg năm 2026 (+7,1% svck), sau đó gần như ổn định ở mức 15.835 đồng/kg năm 2027 và 15.914 đồng/kg năm 2028. Giá bán bình quân HRC dự kiến đạt 14.894 đồng/kg năm 2026 (+4,5% svck), 15.024 đồng/kg năm 2027 và 15.099 đồng/kg năm 2028.

Hình 17: Giá bán bình quân thép xây dựng và HRC của HPG, 2022-2028F (đồng/kg)

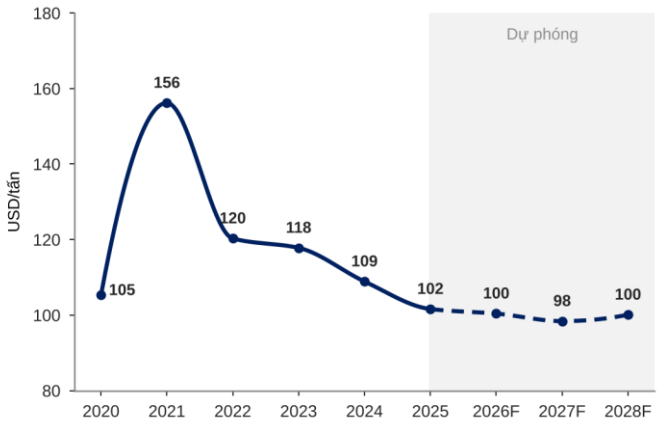


Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH ước tính

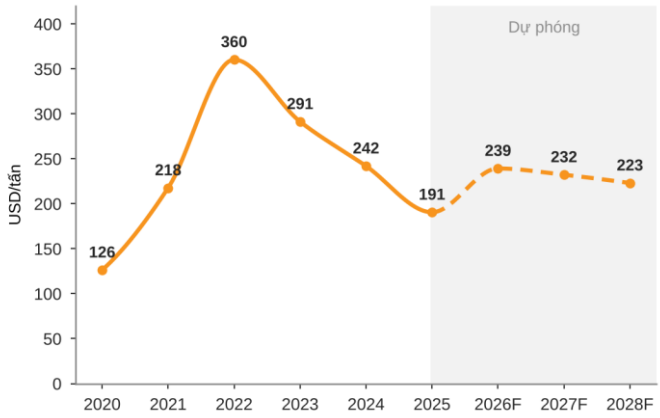
Quặng sắt ổn định, giá than cốc duy trì cao trước khi hạ nhiệt

Chúng tôi giả định giá quặng sắt duy trì quanh 100 USD/tấn trong giai đoạn 2026–2028. Giá than cốc dự kiến đạt 239 USD/tấn năm 2026 (+26% so với năm 2025), trước khi giảm xuống 232 USD/tấn năm 2027 và 223 USD/tấn năm 2028 khi nguồn cung Trung Quốc dần ổn định.

Hình 18: Giá quặng sắt giả định của HPG (62% Fe, USD/tấn)



Hình 19: Giá than cốc giả định của HPG (USD/tấn)

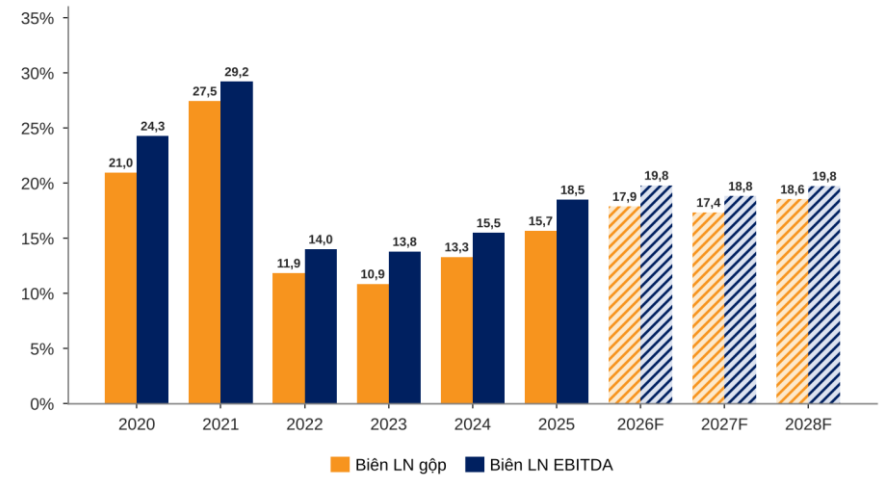


Nguồn: Bloomberg, HPG, VNDIRECT RESEARCH ước tính

Biên lợi nhuận mở rộng khi công suất được khai thác hiệu quả

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp đạt 17,9% trong năm 2026 (+2,2 điểm phần trăm svck), giảm nhẹ về 17,4% năm 2027 và tăng lên 18,6% năm 2028 (+1,2 điểm phần trăm), nhờ sản lượng tăng, các nhà máy vận hành ở công suất cao và giá than cốc hạ nhiệt. Biên EBITDA dự kiến lần lượt đạt 19,8%, 18,8% và 19,8% trong giai đoạn 2026–2028.

Hình 20: Dự phóng biên lợi nhuận gộp và EBITDA của HPG, 2020–2028F



Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH ước tính

Cập nhật khác: Mỏ Quý Xa tái hoạt động; HPG tăng vốn đầu tư vào Tương lai Sông Hồng

Mỏ sắt Quý Xa (Lào Cai) hoạt động trở lại sau khi đổi chủ. Ngày 10/9/2026, mỏ chính thức khai thác trở lại dưới sự điều hành của CTCP Khai thác và Chế biến Kim loại Thủ Đô, thành lập tháng 12/2025. Doanh nghiệp này đã nhận chuyển nhượng 99,85% vốn tại Công ty TNHH Khoáng sản và Luyện kim Việt–Trung, đơn vị được cấp phép khai thác mỏ, từ các cổ đông cũ gồm VNSTEEL, Công ty Khoáng sản Lào Cai và Gang thép Côn Minh (Trung Quốc). Khi thành lập, CTCP Gang thép Hòa Phát góp 40% vốn và ông Trần Đình Long góp 10%; cơ cấu cổ đông hiện tại chưa được công bố. Theo giấy phép, mỏ có trữ lượng được phép khai thác hơn 73 triệu tấn quặng sắt, công suất tối đa 5 triệu tấn/năm trong khoảng 15 năm 8 tháng; mục tiêu đến cuối năm 2026 là khai thác hơn 1 triệu tấn. HPG có thể hưởng lợi từ nguồn quặng trong nước, nhưng do mỏ mới

hoạt động trở lại và doanh nghiệp chưa công bố tỷ lệ sở hữu cũng như giá vốn quặng, chúng tôi chưa định lượng lợi ích và chưa đưa vào dự phóng.

HPG góp vốn vào Tập đoàn Tương lai Sông Hồng thông qua hoán đổi cổ phần bất động sản. Ngày 30/9/2026, HĐQT HPG thông qua việc mua 799,5 triệu cổ phần phát hành thêm của CTCP Tập đoàn Tương lai Sông Hồng, với tổng giá trị 7.995 tỷ đồng. HPG thanh toán bằng 778,4 triệu cổ phần đang sở hữu tại CTCP Phát triển Bất động sản Hòa Phát. Sau giao dịch, vốn góp của HPG tại Tương lai Sông Hồng đạt 9.915 tỷ đồng, tương đương 25,13% vốn điều lệ; tỷ lệ sở hữu tại Bất động sản Hòa Phát giảm còn 26,55% (281,4 triệu cổ phần). Tương lai Sông Hồng là chủ đầu tư khu đô thị đa mục tiêu Thư Lâm–Đông Anh tại Hà Nội, quy mô khoảng 696 ha, vốn đầu tư ban đầu khoảng 60.600 tỷ đồng, khởi công từ tháng 2/2026. Dự án thuộc hợp phần tái định cư và phát triển đô thị của Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng (tổng vốn đầu tư khoảng 737.000 tỷ đồng, triển khai giai đoạn 2026–2038), trong đó HPG tham gia liên danh cùng Đại Quang Minh và THACO. Do HPG chưa công bố hiệu quả kinh tế dự kiến, chúng tôi chưa đưa các dự án này vào dự phóng.

Định giá: Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 32.400 đồng/cp

Định giá thấp so với lịch sử, trong khi lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng mạnh

P/B đang ở vùng thấp so với lịch sử. HPG hiện giao dịch ở mức P/B khoảng 1,16 lần, thuộc nhóm 9,9% mức thấp nhất kể từ năm 2009 và tiệm cận ngưỡng trung bình lịch sử trừ một độ lệch chuẩn (1,22 lần, so với mức trung bình 1,78 lần). Trong khi đó, ROE dự kiến duy trì ở mức 18–19% đến năm 2028, cho thấy mức định giá hiện tại tương đối hấp dẫn so với khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

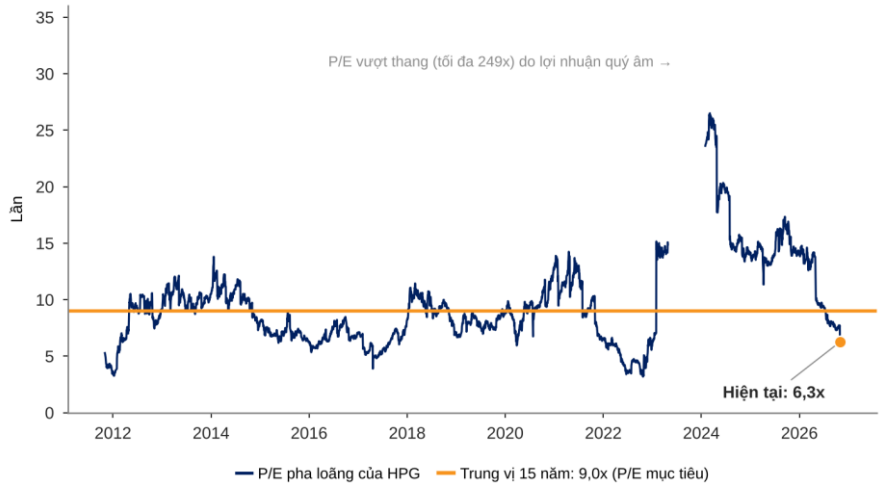
Hình 21: P/B của HPG đang ở vùng thấp trong lịch sử kể từ năm 2009 (lần)



Nguồn: FiinPro-X, VNDIRECT RESEARCH

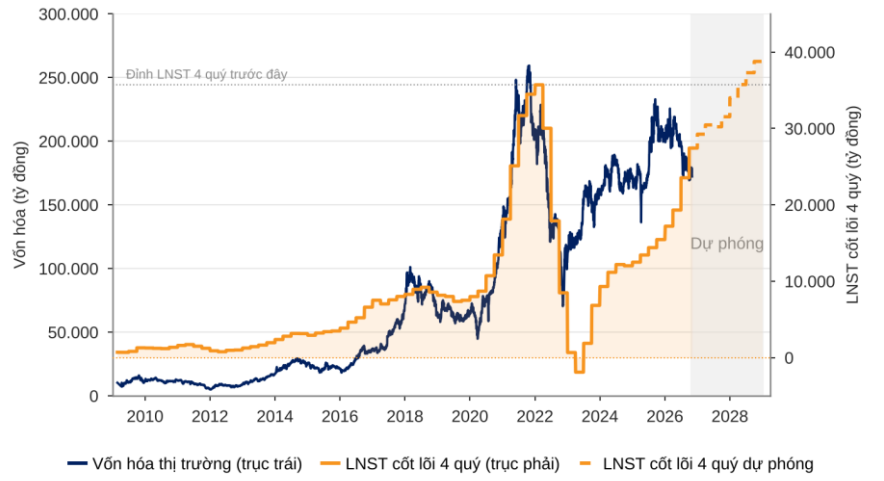
P/E dự phóng 2027–2028 thấp hơn đáng kể trung vị 15 năm, trong khi lợi nhuận tăng trưởng cao. Trung vị P/E 15 năm của HPG là 9,0 lần. Chúng tôi dự phóng LNST cốt lõi tăng 78% năm 2026, 15% năm 2027 và 23% năm 2028, tương ứng CAGR 35,9% trong giai đoạn 2026–2028. Tăng trưởng đến từ sản lượng mở rộng, biên lợi nhuận cải thiện khi các nhà máy vận hành ở công suất cao và giá than cốc hạ nhiệt từ giữa năm 2027. Theo đó, P/E dự phóng năm 2027 và 2028 lần lượt chỉ ở mức 5,5 lần và 4,4 lần, thấp hơn đáng kể trung vị lịch sử và hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận.

Hình 22: P/E của HPG thấp hơn trung vị 15 năm, cơ sở xác định P/E mục tiêu (lần)



Nguồn: FiinPro-X, VNDIRECT RESEARCH.
Ghi chú: Trung vị P/E 15 năm được chọn làm P/E mục tiêu nhằm phản ánh định giá qua nhiều chu kỳ thép và lãi suất, đồng thời hạn chế nhiễu từ các quý lợi nhuận âm giai đoạn 2022–2023.

Hình 23: Vốn hóa thị trường và LNST cốt lõi 4 quý của HPG, 2009-Q4/2028F (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro-X, VNDIRECT RESEARCH ước tính. Ghi chú: dữ liệu thực tế đến 2/11/2026

Nhìn lại lịch sử, xu hướng tăng trưởng vốn hóa của HPG thường gắn liền với việc lợi nhuận sau thuế (LNST) liên tục tăng trưởng và thiết lập đỉnh mới. Chúng tôi cho rằng đà giảm giá cổ phiếu HPG gần đây chủ yếu phản ánh các yếu tố thị trường chung, bao gồm bất ổn địa chính trị toàn cầu, đặc biệt là xung đột tại Trung Đông, cùng việc dòng tiền suy yếu trong bối cảnh lãi suất trong nước tăng. Về dài hạn, trong bối cảnh Việt Nam đẩy mạnh đầu tư hạ tầng quy mô lớn, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ là động lực hỗ trợ vốn hóa HPG phục hồi và hướng tới các đỉnh cao mới. Với mức định giá hiện tại, chúng tôi đánh giá HPG có tỷ lệ sinh lời/rủi ro hấp dẫn.

Giá mục tiêu 32.400 đồng/cp là bình quân của hai phương pháp: chiết khấu dòng tiền (32.439 đồng/cp, WACC 11,6%) và P/E mục tiêu 9,0 lần—bằng trung vị 15 năm—áp dụng cho EPS 4 quý tới (Q4/26–Q3/27) là 3.579 đồng (tương ứng 32.284 đồng/cp). Mỗi phương pháp chiếm tỷ trọng 50%, đưa tiềm năng tăng giá lên 58,8% so với giá hiện tại 20.400 đồng/cp.

Hình 24: Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp	Giá cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá bình quân (đồng/cp)
Chiết khấu dòng tiền	32.439	50%	16.219
P/E (9,0)	32.284	50%	16.142
Giá bình quân			32.362
Giá mục tiêu (làm tròn)			**32.400**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Giả định WACC

Giả định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3,60%
Phần bù rủi ro	8,34%
Beta	1,3
Chi phí vay nợ	10,0%
Chi phí vốn	14,4%
Thuế	14,0%
Tỷ trọng VCSH/(VCSH + Nợ)	50,9%
WACC	**11,6%**

Hình 26: Tóm tắt định giá CKDT

Phương pháp CKDT	Tỷ đồng
PV dòng tiền tự do (tỷ đồng)	102.203
PV dòng tiền cuối kỳ (tỷ đồng)	218.840
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	321.042
Cộng: Tiền & ĐT ngắn hạn (tỷ đồng)	46.127
Trừ: Nợ vay (tỷ đồng)	105.737
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	261.432
Số CP lưu hành (cp)	8.059.215.188
Giá mục tiêu (VND/ cp)	**32.439**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá:

- Giá thép tăng vượt dự phóng nếu Trung Quốc cắt giảm sản lượng mạnh hơn kỳ vọng
- HPG hoàn tất mở rộng công suất sớm và đạt công suất 18 triệu tấn ngay trong năm 2027
- Giá than cốc hạ nhiệt sớm hơn dự kiến khi nguồn cung Trung Quốc phục hồi

Rủi ro giảm giá:

- Thị trường bất động sản suy yếu nghiêm trọng, kéo giảm nhu cầu thép trong nước
- Cạnh tranh gia tăng từ các dự án thép quy mô lớn mới như VinMetal và Thép Xanh Xuân Thiện
- Giá than cốc duy trì ở mức cao lâu hơn dự kiến

Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

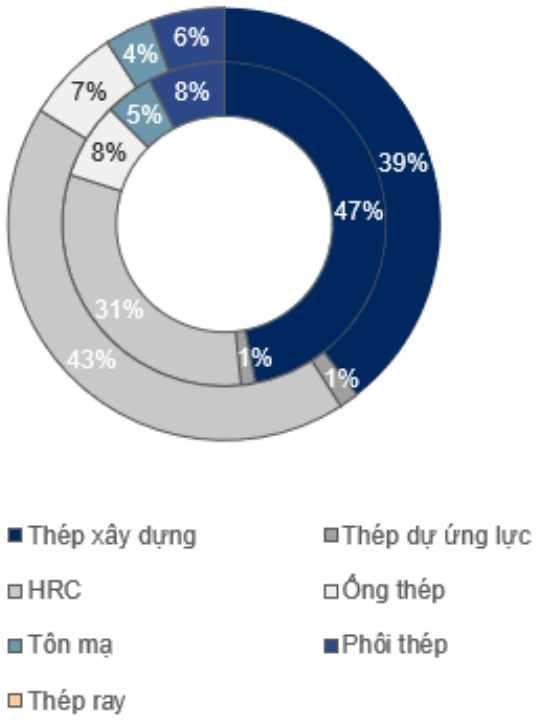
Thép đóng góp khoảng 90% doanh thu và lợi nhuận của HPG

Thành lập năm 1992, Tập đoàn Hòa Phát (HPG) khởi đầu với hoạt động phân phối máy móc, thiết bị xây dựng trước khi mở rộng sang nhiều lĩnh vực công nghiệp: nội thất (1995), ống thép (1996), thép xây dựng (2000), điện lạnh (2001) và bất động sản (2001). Sau hơn ba thập kỷ phát triển, Hòa Phát đã trở thành một trong những tập đoàn công nghiệp hàng đầu Việt Nam, với thép là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi.

Sản xuất và kinh doanh thép hiện đóng góp khoảng 90% doanh thu và lợi nhuận của HPG. Việc tham gia mảng thép cuộn cán nóng (HRC) đã đưa HPG trở thành một trong hai nhà sản xuất HRC nội địa lớn nhất Việt Nam. Khi Khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 đi vào hoạt động, tổng công suất thép thô dự kiến đạt 16 triệu tấn/năm, củng cố vị thế nhà sản xuất thép lớn nhất Đông Nam Á và đưa Hòa Phát vào nhóm 30 doanh nghiệp thép lớn nhất thế giới. HPG hiện dẫn đầu thị phần thép xây dựng và ống thép, đồng thời nằm trong nhóm 5 nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam.

Ngoài thép, HPG hoạt động trong lĩnh vực nông nghiệp theo mô hình tích hợp Feed–Farm, tập trung vào sản xuất thức ăn chăn nuôi và chăn nuôi heo, bò, gia cầm. Tháng 1/2026, Hoa Phát Agriculture (HPA) chính thức niêm yết trên HoSE với 285 triệu cổ phiếu lưu hành, đánh dấu bước tiến trong chiến lược phát triển các mảng kinh doanh ngoài thép.

Hình 27: Thép HRC và thép xây dựng là hai dòng thép chủ lực của HPG



*Outer circle is 2025
Inner circle is 2024
Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: KQKD Q1/26 của HPG



*Vòng ngoài là doanh thu
Vòng trong là LNST
Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**138.855**	**156.116**	**231.461**	**258.291**	**281.165**
Giá vốn hàng bán	(120.358)	(131.618)	(190.026)	(213.454)	(228.984)
Lợi nhuận gộp	**18.498**	**24.498**	**41.434**	**44.837**	**52.180**
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1.546)	(1.437)	(1.876)	(2.444)	(2.503)
Chi phí bán hàng	(2.337)	(2.634)	(5.228)	(4.938)	(5.586)
Lợi nhuận hoạt động	**14.615**	**20.428**	**34.330**	**37.454**	**44.092**
EBITDA	**21.530**	**28.898**	**45.870**	**48.674**	**55.555**
Khấu hao	6.916	8.471	11.541	11.220	11.464
EBIT	**14.615**	**20.428**	**34.330**	**37.454**	**44.092**
Thu nhập tài chính	2.619	2.082	9.789	8.528	9.490
Chi phí tài chính	(3.967)	(4.604)	(8.594)	(10.094)	(9.335)
Thu nhập khác, ròng	426	135	476	543	553
Thu nhập từ công ty liên kết	-	-	1	14	30
Lợi nhuận trước thuế	**13.694**	**18.041**	**36.003**	**36.445**	**44.829**
Chi phí thuế	(1.673)	(2.526)	(4.460)	(4.682)	(5.758)
Lợi nhuận ròng	**12.020**	**15.515**	**31.544**	**31.749**	**39.042**
LNST công ty mẹ	**12.021**	**15.453**	**31.327**	**31.532**	**38.775**
LNST cốt lõi	**12.021**	**15.453**	**27.527**	**31.532**	**38.775**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	6.888	8.301	8.330	11.460	23.020
Đầu tư ngắn hạn	18.975	19.484	39.276	39.276	39.276
Khoản phải thu	7.648	15.042	17.288	19.660	22.942
Hàng tồn kho	46.091	52.828	48.831	57.944	65.360
Tài sản ngắn hạn khác	7.073	8.004	4.158	4.158	4.158
Tổng tài sản ngắn hạn	**86.674**	**103.659**	**117.883**	**132.498**	**154.755**
TSCĐ	131.554	144.819	149.837	154.637	160.428
Đầu tư dài hạn	136	2.248	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	6.124	7.173	20.709	20.688	20.668
Tổng tài sản	**224.490**	**257.899**	**288.428**	**307.823**	**335.851**
Vay ngắn hạn	55.883	64.695	75.000	65.000	55.000
Khoản phải trả	14.047	21.183	16.852	17.602	19.092
Nợ ngắn hạn khác	5.296	8.308	8.134	8.135	8.724
Tổng nợ ngắn hạn	**75.225**	**94.186**	**99.986**	**90.736**	**82.816**
Vay dài hạn	27.080	27.479	27.122	27.122	27.122
Nợ khác	7.537	5.014	3.952	3.952	3.952
Vốn cổ phần	63.963	76.755	84.430	84.430	84.430
Lợi nhuận chưa phân phối	49.599	51.038	70.722	99.122	134.744
Vốn chủ sở hữu	**114.647**	**131.220**	**157.366**	**185.983**	**221.872**
Lợi ích cổ đông thiểu số	291	2.039	826	1.043	1.310
Tổng nợ và VCSH	**224.490**	**257.899**	**288.426**	**307.793**	**335.761**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận trước thuế	13.694	18.041	36.004	36.431	44.799
Khấu hao	6.916	8.471	11.541	11.220	11.464
Thuế đã trả	(937)	(1.995)	(3.604)	(4.682)	(5.758)
Điều chỉnh khác	863	2.116	(218)	3.852	2.536
Thay đổi vốn lưu động	(13.927)	(9.266)	(12.566)	(10.735)	(8.618)
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	**6.608**	**17.366**	**31.156**	**36.087**	**44.423**
Capex	(34.241)	(25.680)	(18.577)	(16.000)	(17.234)
Thu từ thanh lý tài sản	1.254	69	-	-	-
Khác	3.200	(204)	(19.970)	(3.838)	(2.506)
Lưu chuyển tiền từ HĐĐT	**(29.788)**	**(25.814)**	**(38.547)**	**(19.838)**	**(19.740)**
Phát hành cổ phiếu	233	688	926	-	-
Vay ròng	17.587	9.211	10.541	(10.000)	(10.000)
Dòng tiền tài chính khác	-	-	(133)	-	-
Cổ tức đã trả	(5)	(37)	(3.937)	(3.133)	(3.153)
Lưu chuyển tiền từ HĐTC	**17.815**	**9.862**	**7.397**	**(13.133)**	**(13.153)**
Tiền đầu kỳ	12.252	6.888	8.301	8.330	11.460
Lưu chuyển tiền thuần	(5.365)	1.413	5	3.116	11.530
Tiền cuối kỳ	**6.888**	**8.301**	**8.330**	**11.460**	**23.020**

Các chỉ số tài chính chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Chỉ số định giá					
EPS (đồng)	1.923	2.196	3.416	3.735	4.593
P/E (x)	14,2	13,1	6,3	5,5	4,4
P/B (x)	1,49	1,57	1,10	0,93	0,78
EV/EBITDA (x)	10,6	9,3	5,0	4,4	3,5
Tăng trưởng					
Doanh thu thuần	16,7%	12,4%	48,3%	11,6%	8,9%
Lợi nhuận gộp	43,0%	32,4%	69,1%	8,2%	16,4%
LNST cốt lõi	75,9%	28,5%	78,1%	14,5%	23,0%
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	13,3%	15,7%	17,9%	17,4%	18,6%
Biên EBITDA	15,5%	18,5%	19,8%	18,8%	19,8%
Biên lợi nhuận hoạt động	10,5%	13,1%	14,8%	14,5%	15,7%
Biên lợi nhuận ròng (cốt lõi)	8,7%	9,9%	11,9%	12,2%	13,8%
ROA (cốt lõi, bình quân)	5,8%	6,4%	10,1%	10,6%	12,0%
ROE (cốt lõi, bình quân)	11,1%	12,6%	19,1%	18,4%	19,0%
Đòn bẩy tài chính					
EBIT/Chi phí tài chính (x)	3,7	4,4	4,0	3,7	4,7
Tổng nợ vay/VCSH	72,4%	70,2%	64,9%	49,5%	37,0%
Nợ ròng/VCSH	49,8%	49,1%	34,6%	22,3%	8,9%
Thanh khoản và hiệu quả hoạt động					
Hệ số thanh toán hiện hành (x)	1,15	1,10	1,18	1,46	1,87
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0,54	0,54	0,69	0,82	1,08
Số ngày phải thu	24	27	25	26	28
Số ngày tồn kho	122	137	98	91	98
Số ngày phải trả	40	49	37	29	29

KHUYẾN CÁO

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

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư
Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Vũ Quang Minh – Chuyên viên phân tích
Email: minh.vuquang@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn