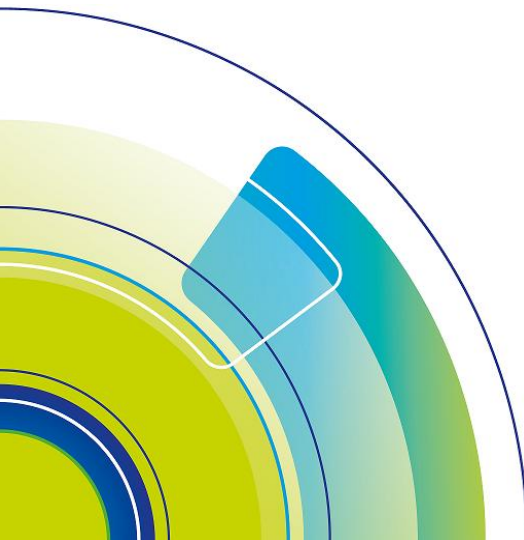




# Cập nhật HPG – MUA

Ngày 25/11/2025

---



### Đỗ Tiến Đạt

(+84 28) 7300 7000 (x1048)

[datdt@acbs.com.vn](mailto:datdt@acbs.com.vn)

### Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

**MUA**

HOSE: HPG

VLXD

**35.700**

Giá mục tiêu (VND)

Giá hiện tại (VND)

Tỷ lệ tăng giá

Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng

Tổng tỷ suất lợi nhuận

**27.100**

31,7%

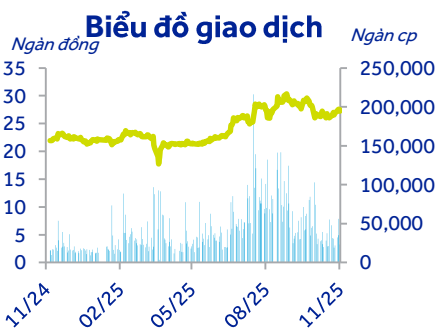
0,0%

**31,7%**

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	8,9	-2,2	-5,9	4,9
Tương đối	-24,9	-1,8	-4,5	-32,2

Nguồn: Bloomberg



### Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long (Chủ tịch)	16,1%
Dragon Capital	7,7%
Vũ Thị Hiền	6,9%

### Thống kê

Mã Bloomberg

Thấp/Cao 52 tuần (VND)

SL lưu hành (triệu cp)

Vốn hóa (tỷ đồng)

Vốn hóa (triệu USD)

Room khối ngoại còn lại (%)

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)

KLGD TB 3 tháng (cp)

VND/USD

Index: VNIndex / HSX

**24/11/25**

**HPG VN**

17.750 –

30.850

7.675

208.005

7.879

29,7

59,0

55.674.230

26.401

1667,98/261,22

### CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)

**KQKD Q3/2025 và 9T2025 tiếp tục tăng trưởng và phù hợp với dự phóng của ACBS. Việc vận hành nhà máy Dung Quất 2 vào Q1/2025 và Q3/2025 sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của HPG từ năm 2025. Chuyển giá mục tiêu sang năm 2026 ở mức 35.700 đồng/cổ phiếu. Khuyến nghị MUA với tổng tỷ suất sinh lợi là 31,7%.**

**Kết quả kinh doanh 9T2025 tích cực:** Lũy kế 9T2025, HPG ghi nhận doanh thu 111.031 tỷ đồng (+5% svck) và LNST công ty mẹ 11.626 tỷ đồng (+26% svck), hoàn thành 65% và 78% kế hoạch năm, tương đương 65% và 71% dự phóng của chúng tôi. Sản lượng thép thô đạt 7,9 triệu tấn (+23% svck) và tiêu thụ thép thành phẩm đạt 7,4 triệu tấn (+22% svck), trong đó thép xây dựng và HRC chiếm hơn 94% tổng sản lượng. Điểm sáng đến từ HRC khi sản lượng 9T2025 tăng trưởng vượt trội đạt 3,4 triệu tấn (+51% svck) nhờ mở rộng công suất và hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá. Triển vọng Q4/2025 và 2026 vẫn tích cực, được hỗ trợ bởi giải ngân đầu tư công và sự hồi phục của thị trường bất động sản.

**Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt.** Trong 9T2025, giá bán bình quân các loại thép dao động quanh mức 13.000 đồng/kg, tương đương cùng kỳ năm 2024 cho thấy áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc vẫn hiện hữu. Điểm sáng đến từ chi phí nguyên liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán (giá quặng sắt giảm 10% svck, than cốc -27% svck, thép phế -11% svck), giúp biên lợi nhuận gộp 9T2025 cải thiện lên 16,5% so với mức 13,5% cùng kỳ năm 2024. Bước sang 2026, giá nguyên vật liệu tiếp tục được dự báo giảm nhẹ, tạo nền tảng hỗ trợ biên lợi nhuận ổn định.

**Nhà máy Dung Quất 2 (DQ2) sẽ là động lực tăng trưởng chủ lực.** Sau khi lò cao số 1 được vận hành từ cuối tháng 3/2025, tháng 9/2025, HPG đã vận hành thành công lò cao số 2. Với ước tính vận hành nhà máy DQ2 50% công suất năm 2025 và 70–80% từ 2026, sản lượng thép thô năm nay dự kiến đạt khoảng 10,4 triệu tấn (+20% svck), đồng thời công suất HRC khi hoàn thiện sẽ tăng gấp đôi lên 8,6 triệu tấn/năm. Thêm vào đó, DQ2 sau điều chỉnh đã được nâng tổng công suất 6,1 triệu tấn, gồm 5,6 triệu HRC (từ 2026) và 0,5 triệu thép dây chất lượng cao (từ 2028) để có thể đa dạng sản phẩm hơn và nâng cao chất lượng. Chúng tôi kỳ vọng DQ2 sẽ là động lực tăng trưởng chính của HPG trong các năm tới, nhờ vừa bổ sung nguồn cung HRC vốn thiếu hụt (khi chỉ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu nội địa), vừa hưởng lợi từ các biện pháp phòng vệ thương mại với thép Trung Quốc.

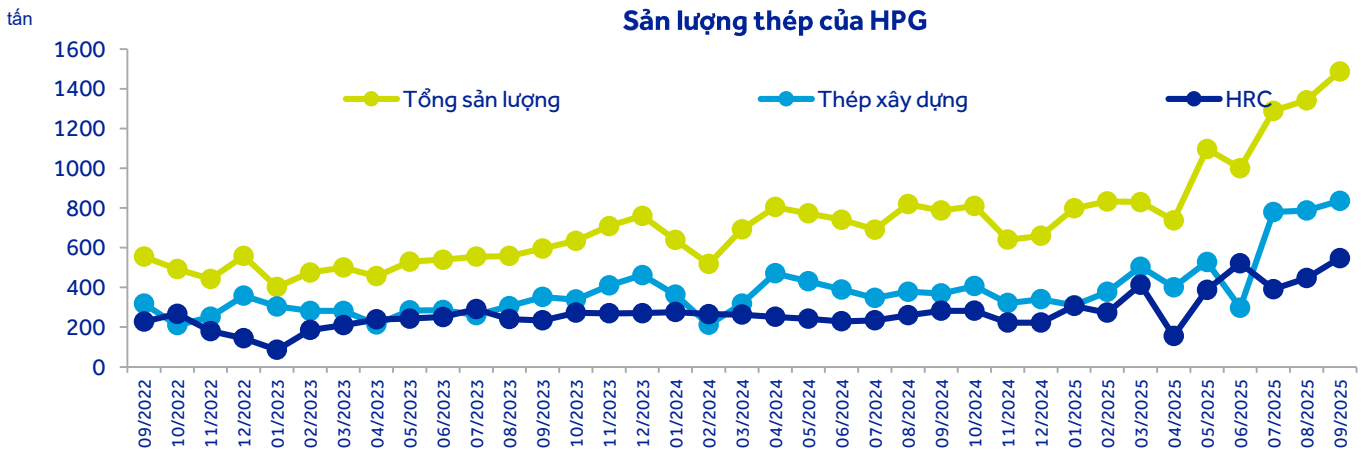
	2022	2023	2024	2025F	2026F
DT Thuần (tỷ đồng)	141.409	118.953	138.855	168.929	205.201
Tăng trưởng	-5,5%	-15,9%	16,7%	21,7%	21,5%
EBITDA (tỷ đồng)	19.850	16.443	21.588	27.550	35.503
Tăng trưởng	-54,6%	-17,2%	31,3%	27,6%	28,9%
LN ròng (tỷ đồng)	8.444	6.800	12.020	16.308	21.841
Tăng trưởng	-75,5%	-19,5%	76,8%	35,7%	33,9%
EPS (hiệu chỉnh; VND)	1.452	1.175	1.488	2.125	2.845
Tăng trưởng	-79,7%	-19,0%	12,6%	13,1%	33,9%
ROE	38,0%	8,8%	6,6%	10,5%	10,8%
ROIC	23,3%	5,5%	4,0%	6,1%	7,7%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,4	1,2	1,9	2,6	1,0
EV/EBITDA (x)	14,4	17,4	13,3	10,5	14,4
P/E (x)	21,3	26,4	16,5	15,9	21,3
P/B (x)	1,9	1,8	1,7	1,7	1,9
Cổ tức (đồng)	500	500	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	2%	2%	0%	0%	0%

### 9T2025: Kết quả kinh doanh tích cực nhờ sản lượng HRC tăng mạnh

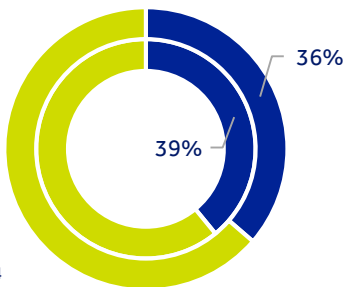
Trong Q3/2025, HPG ghi nhận doanh thu 36.794 tỷ đồng (+1% q/q; +7% svck) và lợi nhuận sau thuế 4.012 tỷ đồng (-6% q/q; +33% svck). Kết quả đi ngang so với quý trước chủ yếu do nhu cầu xây dựng bước vào giai đoạn thấp điểm, khiến sản lượng thép xây dựng giảm còn 1,06 triệu tấn (-17% q/q; -3% svck). Ngược lại, mảng HRC tiếp tục là điểm sáng khi sản lượng tăng mạnh đạt 1,27 triệu tấn (+8% q/q; +71% svck), nhờ (1) Khu liên hợp DQ2 đi vào vận hành giai đoạn 2 từ tháng 9/2025, và (2) hiệu ứng tích cực từ thuế chống bán phá giá áp dụng với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc.

Lũy kế 9T2025, HPG đạt doanh thu 111.031 tỷ đồng (+5% svck) và LNST công ty mẹ 11.626 tỷ đồng (+26% svck), hoàn thành 65% và 78% kế hoạch năm 2025 và tương đương 65% và 76% dự phóng của chúng tôi. Về sản xuất, HPG ghi nhận 7,9 triệu tấn thép thô (+23% svck) và tiêu thụ 7,4 triệu tấn thép thành phẩm (+22% svck), nhờ DQ2 – giai đoạn 1 hoạt động ổn định và nhu cầu xây dựng nội địa phục hồi. Trong đó, thép xây dựng và HRC chiếm hơn 94% tổng sản lượng, với sản lượng lần lượt đạt 3,53 triệu tấn (+6% svck) và 3,43 triệu tấn (+51% svck). Các sản phẩm khác ghi nhận diễn biến trái chiều: ống thép đạt 0,68 triệu tấn (+25% svck) trong khi tôn mạ giảm còn 0,32 triệu tấn (-7% svck). Hết 9T2025, HPG đang chiếm 36% thị phần thép xây dựng (2024: 39%) và 59% thị phần HRC nội địa (2024: 44%).

**Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng rằng triển vọng 3 tháng cuối năm 2025 và năm 2026 của ngành thép sẽ tích cực hơn nhờ vào thị trường nội địa tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu thụ thép gia tăng từ giải ngân đầu tư công và sự phục hồi của thị trường bất động sản đều bước vào giai đoạn cao điểm.**



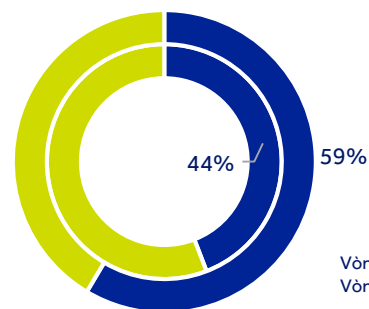
Thị phần thép xây dựng (%)



Vòng trong: 2024  
Vòng ngoài: 9T2025

■ HPG ■ Khác

Thị phần HRC (%)



Vòng trong: 2024  
Vòng ngoài: 9T2025

■ HPG ■ Khác

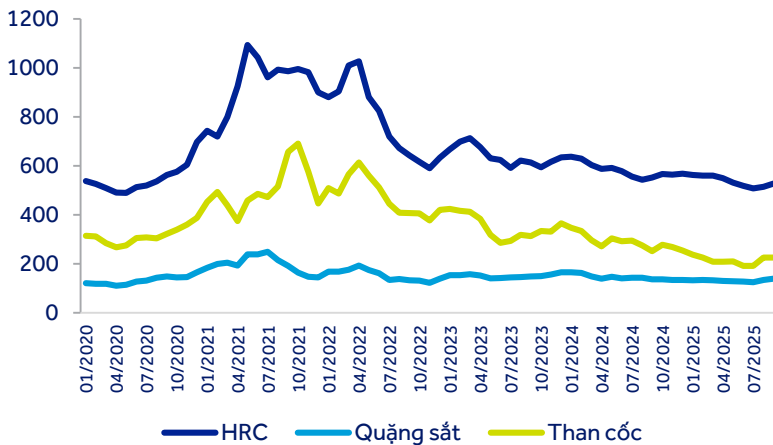
Nguồn: VSA, HPG, ACBS tổng hợp

### Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu hạ nhiệt

Trong 9T2025, biên lợi nhuận gộp của HPG cải thiện đáng kể lên 16,5% so với 13,5% cùng kỳ 2024, chủ yếu nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh hơn so với giá bán thép. Giá bán bình quân các sản phẩm chủ lực duy trì ổn định, với thép thanh ở mức 13.627 VND/kg (+0,1% svck), thép cuộn 13.420 VND/kg (+0% svck) và HRC 12.405 VND/kg (+1,4% svck).

Ngược lại, giá nguyên liệu đầu vào ghi nhận xu hướng giảm rõ rệt do tình trạng dư cung thép tại Trung Quốc kéo dài, căng thẳng thương mại toàn cầu gia tăng và sản lượng khai thác tăng mạnh tại Úc, Brazil nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi. Trong 9T2025, giá quặng sắt bình quân đạt 101 USD/tấn (-10% svck), trong khi giá than cốc giảm mạnh xuống 184 USD/tấn (-27% svck). Cùng với việc HPG kiểm soát chặt chi phí sản xuất, giá thành được duy trì ở mức cạnh tranh. Bước sang 2026, Goldman Sachs dự báo giá quặng sắt trung bình giảm còn 93 USD/tấn (-9% svck) và WB dự báo giá than cốc quanh 180 USD/tấn (-5% svck), qua đó tiếp tục hỗ trợ biên lợi nhuận ổn định trong năm tới.

Giá HRC, quặng sắt và than (USD/tấn)

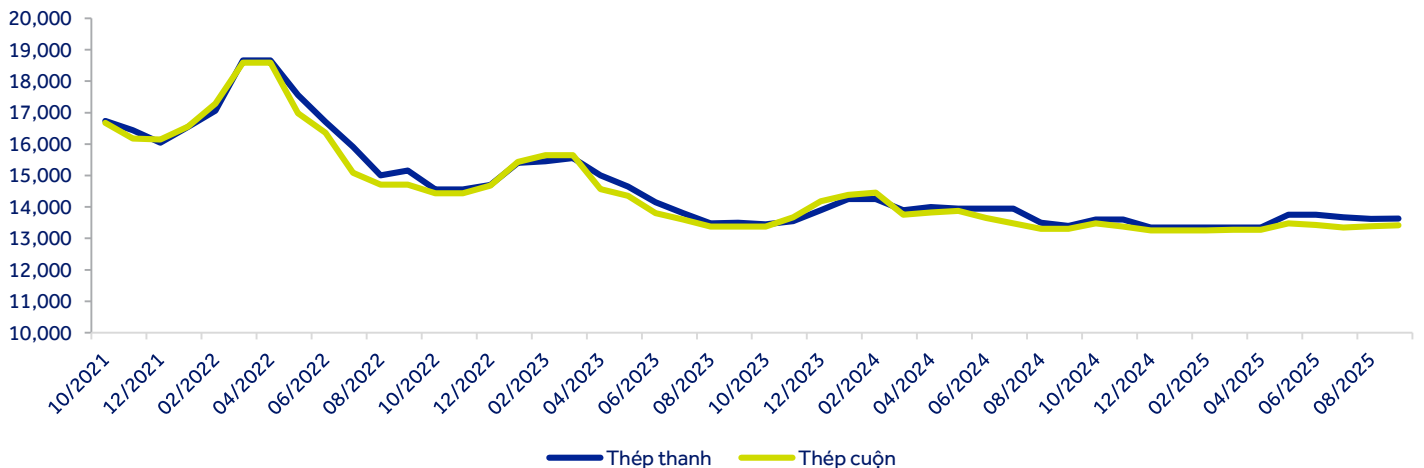


Cơ cấu chi phí sản xuất (%)



■ Quặng sắt ■ Than cốc ■ Thép phế ■ Khác

Giá bán thép cuộn và thép thanh (VND/kg)



Nguồn: VSA, HPG, ACBS tổng hợp

## Cập nhật Dung Quất 2: Vượt tiến độ vận hành

Ngày 4/9/2025, lò cao số 2 Dung Quất 2 xuất xưởng mẻ gang đầu tiên, đánh dấu cột mốc quan trọng cho HPG. Phân kỳ 2 của dự án đồng thời cũng đang được tập trung nguồn lực để hoàn tất trong Q4/2025. Với ước tính vận hành 50% công suất năm 2025 và tăng lên 70–80% năm 2026 cho giai đoạn 2 hai lò cao DQ2 dự kiến nâng sản lượng thép thô năm 2025 lên ~10,4 triệu tấn (+20% svck) và khi chạy hết công suất sẽ đưa sản lượng HRC của HPG lên 8,6 triệu tấn/năm (+86% so với công suất cũ).

Cuối tháng 7/2025, nhà máy Dung Quất 2 đã được chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư và chấp thuận nhà đầu tư. Đây là điều chỉnh lần thứ 4 của dự án, sau khi được cấp phép lần đầu từ tháng 6/2021. Theo đó, sau khi điều chỉnh, dự án DQ2 có tổng vốn đầu tư là 88.400 tỷ đồng, công suất 6,1 triệu tấn/năm, gồm 5,6 triệu HRC (từ 2026) và 0,5 triệu tấn thép dây cuộn chất lượng cao (từ 2028). Việc điều chỉnh này cho phép dự án đáp ứng nhu cầu thị trường về các sản phẩm thép đa dạng hơn và chất lượng cao hơn, đồng thời tăng cường khả năng cạnh tranh. Cùng với việc lò cao số 1 DQ1 đã bảo trì xong và tái vận hành từ 1/8/2025, sản lượng HPG được đảm bảo duy trì ổn định.

Chi tiết điều chỉnh như bảng sau:

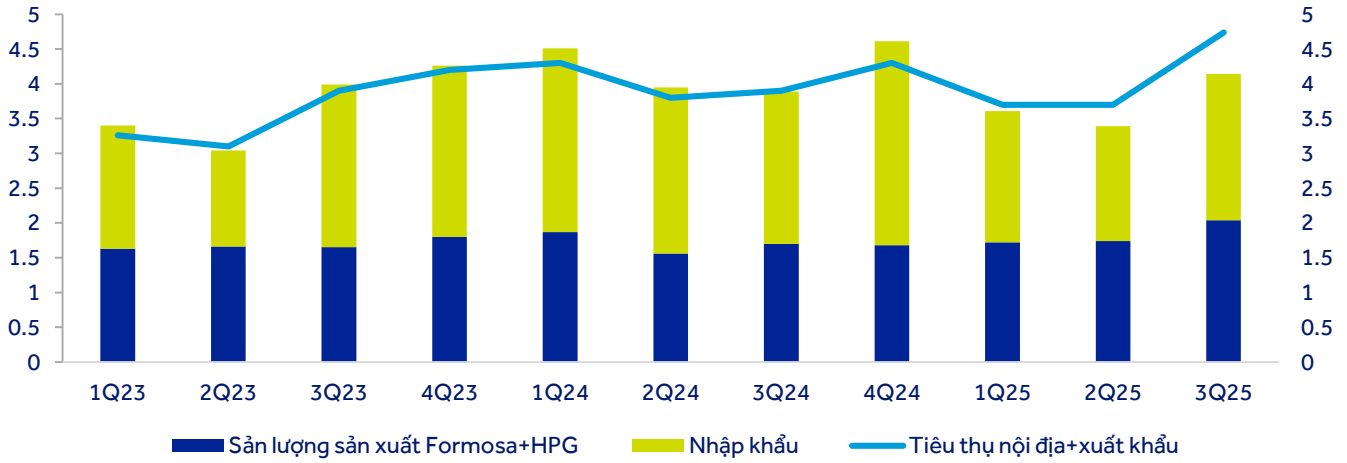
Tiêu chí	Phương án cũ	Phương án mới
<b>Diện tích đất sử dụng</b>	276,33 ha	276,33 ha
<b>Sản phẩm và công suất thiết kế</b>	Thép dẹt: 5,6 triệu tấn/năm	Thép dẹt: 5,6 triệu tấn/năm Thép dây cuộn chất lượng cao: 500.000 tấn/năm
<b>Tổng vốn đầu tư</b>	85.000 tỷ đồng: +Vốn góp NĐT: 40.000 tỷ đồng +Vốn huy động: 45.000 tỷ đồng	88.400 tỷ đồng: +Vốn góp NĐT: 40.800 tỷ đồng +Vốn huy động: 47.600 tỷ đồng
<b>Thời điểm vận hành phần mở rộng</b>	Tiến độ xây dựng cơ bản và đưa vào công trình vận hành thép dẹt: đến Q4/2026.	Tiến độ xây dựng cơ bản và đưa vào công trình vận hành thép dẹt: đến Q4/2026. Thép dây cuộn chất lượng cao dự kiến vận hành vào Q2/2028

Nguồn: HPG, ACBS.

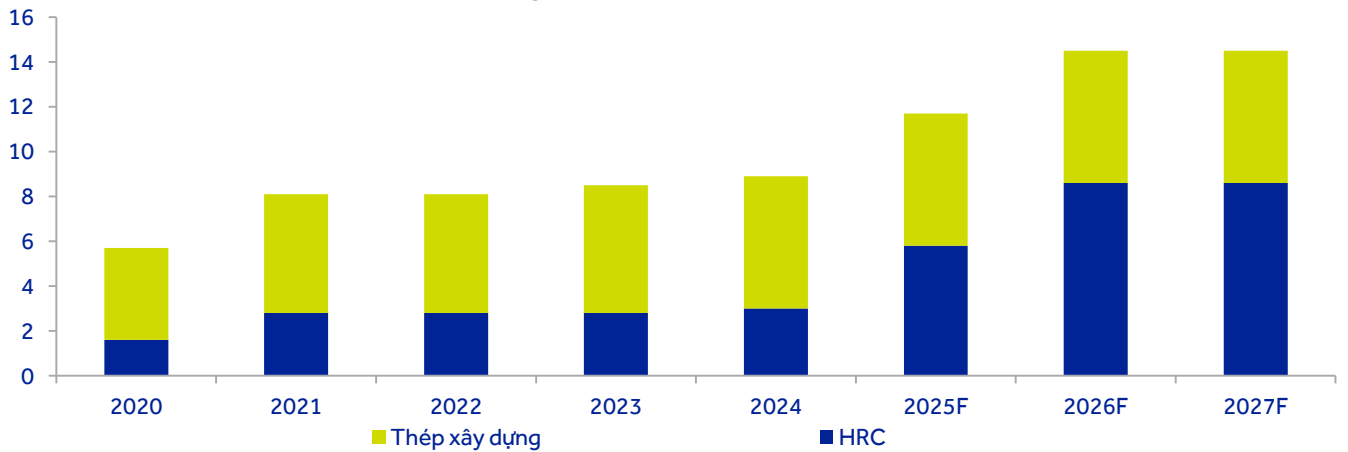
### Chúng tôi cho rằng DQ2 sẽ trở thành động lực tăng trưởng chủ lực của HPG nhờ:

- (1) Nguồn cung HRC nội địa đang thiếu hụt, chỉ đáp ứng ~50% nhu cầu.
- (2) Lợi thế cạnh tranh từ chính sách chống bán phá giá khi thép HRC có độ dày 1,2mm đến 25,4mm, chiều rộng không quá 1.880mm và có nguồn gốc từ Trung Quốc và Ấn Độ đã bị áp thuế chống bán phá giá từ 07/2025. Bên cạnh đó, trong 10/2025, Bộ Công Thương đã khởi xướng điều tra hành vi lẩn tránh thuế chống bán phá giá đối với HRC khổ rộng từ 1.880–2.300 mm có xuất xứ từ Trung Quốc. Quá trình điều tra dự kiến kéo dài tối đa 9 tháng kể từ ngày ban hành quyết định. Trong trường hợp thuế CBPG được mở rộng áp dụng, HPG được kỳ vọng sẽ hưởng lợi kép từ gia tăng sản lượng tiêu thụ và cải thiện biên lợi nhuận nhờ giảm áp lực cạnh tranh từ nguồn hàng giá rẻ nhập khẩu.

**Nguồn cung HRC trong nước (triệu tấn)**



**Công suất HPG (triệu tấn)**



*Nguồn: HPG, ACBS tổng hợp*

### Nhà máy thép ray tàu cao tốc

Dự án thép ray và thép hình đặc biệt tại Dung Quất là bước đi chiến lược của HPG trong việc đa dạng hóa sản phẩm thép chất lượng cao. Dự án được khởi công từ tháng 5/2025 với tổng vốn đầu tư 14.000 tỷ đồng, hợp tác cùng SMS Group (Đức). Nhà máy có công suất 700.000 tấn/năm, dự kiến hoàn thành vào Q1/2027, sẽ sản xuất thép ray cho các dự án hạ tầng đường sắt quốc gia (ước tính nhu cầu khoảng 10 triệu tấn), cùng các sản phẩm thép hình (U, I, H, V) và thép đặc biệt. **Đây sẽ là bước nâng tầm giúp HPG mở rộng sang phân khúc thép cao cấp.**

### Dự án thép chất lượng cao

Hòa Phát vừa khởi động dự án KCN Hòa Tâm giai đoạn 1 và Cảng Bãi Gốc (xã Hòa Xuân, Phú Yên) với tổng vốn đầu tư khoảng 120 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2030. Trọng tâm là Khu liên hợp gang thép với công suất 6 triệu tấn/năm, triển khai từ cuối 2025, và Cảng Bãi Gốc với vốn đầu tư 24 nghìn tỷ đồng, quy mô 26 triệu tấn hàng hóa/năm trước 2030. Cảng gồm 13 bến tàu chuyên dùng (250.000 DWT), 6 bến tổng

hợp (50.000 DWT), 6 bến xuất lỏng/khí (50.000 DWT) và 1 bến SPM, đóng vai trò hạ tầng chiến lược phục vụ KCN Hòa Tâm, lọc dầu, luyện kim và năng lượng khu vực. **Chúng tôi đánh giá dự án này không chỉ mở rộng quy mô sản xuất, giảm thiểu chi phí logistic mà còn nâng tầm HPG trở thành trung tâm công nghiệp, luyện kim tích hợp tại miền Trung.**

### IPO mảng nông nghiệp

CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát (HPA) – công ty con của HPG, dự kiến chào bán tối đa 30 triệu cổ phiếu (11,7 % vốn điều lệ) cho các nhà đầu tư với bán dự kiến không thấp hơn 11.887 đồng/cp và có thể niêm yết trên HOSE sớm nhất vào tháng 12/2025.

Nguồn vốn huy động được sẽ ưu tiên góp vốn vào các trang trại, nhà máy thức ăn chăn nuôi, và bổ sung vốn lưu động cho hoạt động kinh doanh. Vốn từ IPO cũng nhằm mở rộng quy mô sản xuất, tối ưu chuỗi cung ứng, và đầu tư vào khu vực miền Trung.

Trong 9T2025, công ty ghi nhận 6.259 tỷ doanh thu (+28% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1.297 tỷ đồng (+88% svck). Dự kiến, lợi nhuận ròng năm 2025 của HPA đạt khoảng 1.600 tỷ đồng, tương ứng với EPS khoảng 6.274 đồng. Với dự phóng này, HPA đóng góp 11% LNST của HPG trong năm 2025. **Dù tỷ trọng trong cơ cấu HPG chưa lớn, IPO HPA diễn ra trong bối cảnh thị trường sôi động có thể trở thành chất xúc tác hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu HPG ngắn hạn.**

### Dự phóng và định giá

Năm 2025, dự phóng sản lượng thép HPG năm 2025 đạt 12.2 triệu tấn (+30% svck) nhờ bổ sung sản lượng HRC từ DQ2 giai đoạn 2 vào Q4/2025. Từ đó, doanh thu và LNST năm 2025 ước đạt 168.929 tỷ đồng (+22% YoY) và 16.308 tỷ đồng (+36% YoY).

Bước sang 2026, chúng tôi tiếp tục kỳ vọng sự gia tăng nguồn cung từ nhà máy Dung Quất từ nhu cầu tiêu dùng thép đến từ sự sôi động của thị trường bất động sản và chính phủ đẩy mạnh đầu tư công với sản lượng thép có thể đạt được lên 14 triệu tấn (+15% svck). Thêm vào đó, HPG vẫn duy trì được biên lợi nhuận ổn định sẽ tiếp tục giúp HPG ghi nhận sự tăng trưởng ổn định với doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt 205.201 tỷ đồng (+22% svck) và 21.841 tỷ đồng (+31% svck).

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp multiple (P/B và EV/EBITDA), chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho HPG vào cuối năm 2026 là 35.700 đồng/cổ phiếu. **Duy trì khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu HPG.

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu thuần	205.201	238.137	253.825	261.652	269.750
<i>Tăng trưởng</i>	21.5%	16.1%	6.6%	3.1%	3.1%
Lợi nhuận gộp	39.825	53.424	61.785	65.041	66.647
<i>Biên LNG</i>	19.4%	22.4%	24.3%	24.9%	24.7%
EBIT	25.127	37.233	44.510	46.128	44.715
EBITDA	35.503	48.409	56.440	59.531	60.966
LNTT	24.896	37.403	46.702	52.422	64.028
<i>Tăng trưởng</i>	33.9%	50.2%	24.9%	12.2%	22.1%
LNST	21.841	32.813	40.971	45.989	56.171
<i>Tăng trưởng</i>	33.9%	50.2%	24.9%	12.2%	22.1%
Biên LNST của cổ đông công ty mẹ	10.6%	13.8%	16.1%	17.6%	20.8%

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNST cho cổ đông công ty mẹ	21.841	32.813	40.971	45.989	56.171
Tăng: khấu hao	10.416	11.213	11.960	13.428	16.273
Giảm: Capex	16.340	11.727	14.719	17.517	19.532
(tăng) / giảm vốn lưu động	8.911	8.801	4.427	2.094	1.947
Tăng: chi phí lãi vay*(1-thuế suất)	1.976	1.703	1.104	1.316	3.390
Dòng tiền FCFF	8.981	25.202	34.889	41.122	54.356
<b>Giá trị hiện tại của FCFF</b>	7.795	19.271	23.495	24.397	280.245

Lãi suất phi rủi ro	4,5%
Phần bù rủi ro VCSH	10,5%
Beta	1,13
Chi phí VCSH	16,3%
Tỷ trọng VCSH	75%
Chi phí nợ	5,5%
Tỷ trọng nợ	25%
Tốc độ tăng trưởng	2,0%
<b>WACC</b>	<b>13,5%</b>

Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	103.370
Giá trị của năm cuối mô hình	481.801
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	251.834
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>355.204</b>
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	27.995
Trừ: Vay nợ ròng	92.838
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>290.361</b>
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	7.676
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (VNĐ/cp)</b>	<b>37.829</b>

Phương pháp P/B	
BVSP 2026	20.934
PB mục tiêu	1,6
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>33.495</b>

Phương pháp EV/EBITDA	
EBITDA	35.503
EV/EBITDA mục tiêu	8.0
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>33.589</b>

	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF	50%	37.829
PB	25%	32.495
EV/EBITDA	25%	33.589
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>35.686</b>



<b>DỰ PHÓNG KQKD</b>	<b>Giá hiện tại: VND</b>	<b>27.100</b>	<b>Giá mục tiêu: VND</b>	<b>35.700</b>	<b>Vốn hóa: tỷ đồng</b>	<b>208.005</b>
<b>(Đơn vị: tỷ đồng)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>141.409</b>	<b>118.953</b>	<b>138.855</b>	<b>168.929</b>	<b>205.201</b>	
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	<i>-5,5%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>16,7%</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,5%</i>	
GVHB trừ khấu hao	-117.874	-9.241	-113.384	-137.821	-165.376	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23.536</b>	<b>19.712</b>	<b>25.471</b>	<b>31.108</b>	<b>39.825</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,6%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,4%</i>	
Chi phí bán hàng và QLDN	-3.685	-3.269	-3.883	-3.558	-4.322	
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>-2,1%</i>	
Lợi nhuận từ các công ty LDLK	(1)	-	-	-	-	
<b>EBITDA</b>	<b>19.850</b>	<b>16.443</b>	<b>21.588</b>	<b>27.550</b>	<b>35.503</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>14,0%</i>	<i>13,8%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,3%</i>	<i>17,3%</i>	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>13.078</b>	<b>9.669</b>	<b>14.615</b>	<b>19.170</b>	<b>25.127</b>	
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>9,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,2%</i>	
Thu nhập tài chính	1.822	1.953	1.259	1.738	1.683	
Chi phí tài chính	-3.084	-3.585	-2.287	-2.553	-2.264	
Thu nhập khác	129	142	427	519	630	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9.923</b>	<b>7.793</b>	<b>13.694</b>	<b>18.589</b>	<b>24.896</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.444</b>	<b>6.800</b>	<b>12.020</b>	<b>16.308</b>	<b>21.841</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-39	-35	0	0	0	
<b>Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ</b>	<b>8.484</b>	<b>6.835</b>	<b>12.020</b>	<b>16.308</b>	<b>21.841</b>	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,6%</i>	
Tiền & các khoản tương đương tiền	34.593	34.429	25.862	41.659	45.825	
SL cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	5.814,8	5.814,9	6.396,2	7.675,5	7.675,5	
<b>EPS (VND)</b>	<b>1.452</b>	<b>1.175</b>	<b>1.488</b>	<b>2.125</b>	<b>2.845</b>	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1.452</b>	<b>1.175</b>	<b>1.488</b>	<b>2.125</b>	<b>2.845</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-79,7%</i>	<i>-19,0%</i>	<i>59,9%</i>	<i>42,8%</i>	<i>33,9%</i>	

<b>CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Thay đổi vốn lưu động	2.964	1.774	5.011	7.190	8.911
Capex	17.866	21.896	21.896	24.164	16.340
Các khoản mục dòng tiền khác	833	3.885	-1.569	499	282
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-2.302</b>	<b>-9.678</b>	<b>-5.536</b>	<b>-4.400</b>	<b>8.981</b>
Thay đổi nợ ròng	6.802	7.644	-4.740	-2.882	-3.748
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>23.307</b>	<b>30.952</b>	<b>26.212</b>	<b>23.330</b>	<b>19.582</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>96.113</b>	<b>102.836</b>	<b>117.417</b>	<b>142.679</b>	<b>160.682</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.529	17.685	18.357	18.589	20.934
<i>Nợ ròng/VCSH</i>	<i>24,3%</i>	<i>30,1%</i>	<i>22,3%</i>	<i>16,4%</i>	<i>12,2%</i>
<i>Nợ ròng/EBITDA (x)</i>	<i>1,2</i>	<i>1,9</i>	<i>1,2</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>170.336</b>	<b>187.783</b>	<b>203.855</b>	<b>234.840</b>	<b>258.693</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2022	2023	2024	2025F	2026F
ROE	38,03%	8,8%	6,6%	10,5%	10,8%
ROA	19,4%	4,9%	3,6%	5,3%	6,6%
ROIC	23,3%	5,4%	4,0%	6,0%	7,7%
WACC	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
EVA	11,67%	-6,1%	-7,6%	-5,6%	-3,9%
P/E (x)	21,3	26,4	16,5	15,9	11,2
EV/EBITDA (x)	14,4	17,4	13,2	10,5	8,1
EV/FCF (x)	-124,5	-29,6	-48,7	39,1	15,5
P/B (x)	1,9	1,8	1,7	1,7	1,5
P/S (x)	1,3	1,1	1,1	1,0	0,8
EV/sales (x)	2,0	2,4	2,1	1,7	1,4
Suất sinh lợi cổ tức	2,0%	2,0%	0%	0%	0%

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, F. Xuân Hòa, TPHCM  
Tel: (+84 28) 7300 7000

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh, P. Cửa Nam, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395

### PHÒNG PHÂN TÍCH & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

#### Giám Đốc Phòng Phân Tích & Chiến lược thị trường

##### Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

[trangdm@acbs.com.vn](mailto:trangdm@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành

##### Bất động sản

##### Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành

##### Tài chính

##### Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành

##### Hàng tiêu dùng, Công nghệ

##### Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích trái

##### phiếu

##### Võ Diệu Phương Tuyền

(+84 28) 7300 7000 (x1110)

[tuyenvdp@acbs.com.vn](mailto:tuyenvdp@acbs.com.vn)

#### CVPT- Dầu khí

##### Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Ngành Điện, nước

##### Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### CVPT – Xây dựng và vật liệu

##### Đỗ Tiến Đạt

(+84 28) 7300 7000 (x1048)

[datdt@acbs.com.vn](mailto:datdt@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT

##### Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

[huvvp@acbs.com.vn](mailto:huvvp@acbs.com.vn)

### KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Trưởng phòng khối khách hàng định chế

##### Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

[groupis@acbs.com.vn](mailto:groupis@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

[huynhntn@acbs.com.vn](mailto:huynhntn@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 20% so với giá thị trường.

**KHẢ QUAN:** nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) cao hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) trong khoảng -10% và 10% so với giá thị trường.

**KÉM KHẢ QUAN:** nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 10% đến 20% so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu giá mục tiêu (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) thấp hơn 20% so với giá thị trường.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2025). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích. Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.