

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Bước vào chu kỳ mới

15/09/2025

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên

nguyennnd1@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

HPG hoàn thành 51% kế hoạch lợi nhuận trong 1H2025

HPG ghi nhận LNST 2Q2025 đạt 4,256 tỷ VND (+28% YoY) với biên lãi gộp 2Q2025 tăng 508 bps so với cùng kỳ nhờ giá quặng sắt, than cốc trong kỳ giảm 18%/38% YoY.

Điều chỉnh tăng dự phóng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC lên 30%/25%/9% trong 2025/2026/2027

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng nhu cầu tiêu thụ thép sẽ được hưởng lợi từ các yếu tố vĩ mô tích cực liên quan tới sự hồi phục của thị trường Bất động sản và lĩnh vực đầu tư công được ưu tiên thúc đẩy trong trung hạn. Bên cạnh đó, lò cao số 02 tại Dung Quất 2 được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động trong 4Q2025 (sớm hơn kịch bản cơ sở được Ban lãnh đạo chia sẻ đầu năm) sẽ giúp gia tăng đóng góp doanh thu của HRC vào mảng thép trong thời gian tới.

Kỳ vọng giá thép tăng 4%/5% trong 2026/2027

Chiến dịch “chống cạnh tranh tiêu cực” đã có tác động tâm lý tích cực lên các nhà sản xuất thép tại Trung Quốc, phản ánh việc giá HRC, quặng sắt tăng 7%/12% từ đầu 3Q2025 tới nay. Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ dần bước vào chu kỳ tăng mới, tuy nhiên, tốc độ tăng sẽ tương đối chậm do thị trường Bất động sản tại Trung Quốc vẫn chưa có tín hiệu khởi sắc. KBSV kỳ vọng giá thép trung bình của HPG tăng 4%/5% YoY trong 2026/2027, ước tính biên lãi gộp đạt 16.6%/17.0%/16.9% trong 2025/2026/2027.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35,300 VND/cổ phiếu

Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNST của HPG giai đoạn 2025 – 2027 đạt trung bình 18%/năm. Định giá của HPG vẫn đang ở vùng hấp dẫn với PBR forward 2026 đạt 1.7x (tương ứng với vùng trung bình 10 năm). KBSV duy trì khuyến nghị MUA với HPG với giá trị hợp lý đạt 35,300 VND/cổ phiếu (tăng 17% so với định giá kỳ trước sau khi đã điều chỉnh tác động của việc chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 20%)

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 35,300
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (15/09/2025)	VND 30,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 32,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	233.3/8.8

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	59%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	1,790.4/68.2
Sở hữu nước ngoài (%)	27.5%
Cổ đông lớn	
Trần Đình Long và gia đình	34.9%

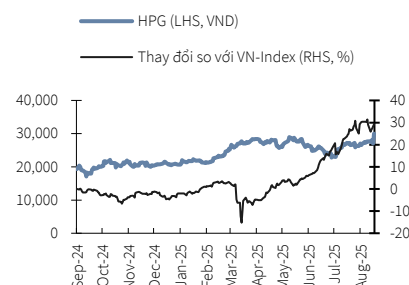
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6	34	30	43
Tương đối	5	8	4	11

Dự phóng KQKD & định giá

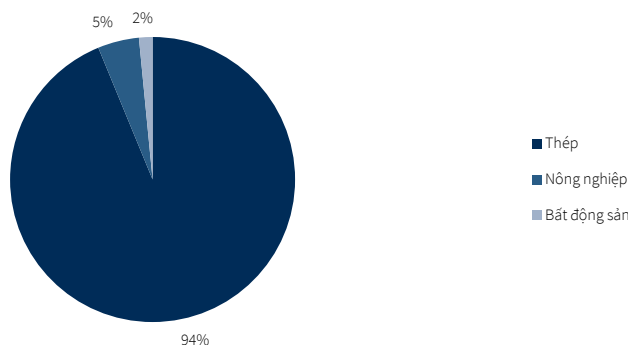
FY-end	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	118,953	138,855	164,749	206,974
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	19,917	27,562
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	6,835	12,020	17,378	24,254
EPS (VND)	1,175	1,879	2,264	3,160
Tăng trưởng EPS (%)	-19	60	20	40
P/E (x)	23.8	14.2	13.4	9.6
P/B (x)	1.6	1.5	1.8	1.5
ROE (%)	6.9	11.1	14.1	16.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

HPG là doanh nghiệp đa ngành, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất gang thép, chiếm thị phần số 1 trong lĩnh vực sản xuất thép xây dựng, thép ống nội địa. HPG cũng là nhà sản xuất thép cuộn cán nóng với công suất lớn nhất tại Việt Nam, ước tính đạt 8.6 triệu tấn/năm vào 2026.

Điểm nhấn đầu tư

Ước tính tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng 30%/25%/9% YoY trong 2025/2026/2027 nhờ (1) các yếu tố vĩ mô tích cực giúp nhu cầu tiêu thụ hồi phục và (2) bổ sung công suất HRC mới từ Dung Quất 2, được hỗ trợ bởi biện pháp CBPG HRC nhập khẩu.

Giá thép trung bình 2025 ước tính giảm 3% YoY trong 2025, kỳ vọng giá thép trung bình tăng 4%/5% trong 2026/2027, biên lãi gộp ước tính đạt lần lượt 16.6%/17%.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

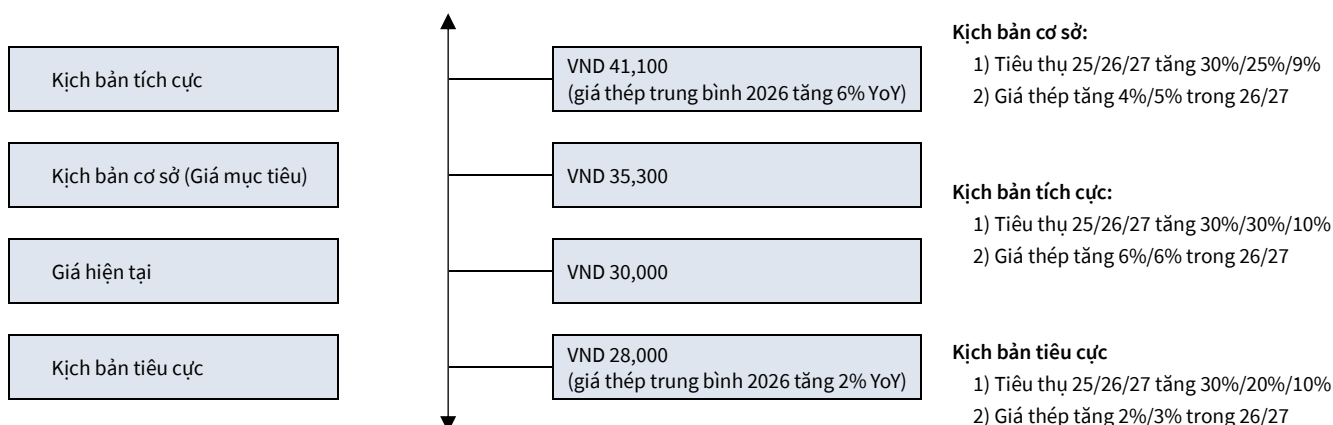
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	164,749	206,974	-3%	1%	164,613	206,032	0%	0%
EBIT	22,319	28,804	7%	7%	21,270	27,574	5%	4%
LNST công ty mẹ	17,378	24,254	5%	9%	16,349	21,694	6%	12%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động Kinh doanh

Bảng 1. Cập nhật Kết quả Kinh doanh

(tỷ VND)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	39,556	35,911	-9%	70,408	73,532	4%	
Thép	37,879	33,531	-11%	66,516	68,964	4%	Giá thép trung bình 2Q2025 giảm 5% so với cùng kỳ. Doanh thu 1H2025 chưa bao gồm sản lượng bán HRC từ lò cao 01 của DQ2
Nông nghiệp	1,542	2,240	45%	3,059	4,227	38%	
Bất động sản	134	139	4%	833	342	-59%	
Lợi nhuận gộp	5,247	6,590	26%	9,401	12,014	28%	
Biên lợi nhuận gộp	13.3%	18.4%	508 bps	13.4%	16.3%	299 bps	Giá quặng sắt và than cốc 2Q2025 giảm lần lượt 18%/38% so với cùng kỳ
Thu nhập tài chính	645	498	-23%	1,397	936	-33%	
Chi phí tài chính	-1,065	-979	-8%	-2,126	-1,950	-8%	HPG ghi nhận 490 tỷ VND do lỗ tỷ giá trong 1H2025, tăng 105% so với cùng kỳ
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		0	0		
SG&A	-1,136	-1,148	1%	-2,094	-2,233	7%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	3,692	4,961	34%	7,651	13,267	73%	
Thu nhập khác	42	12	-72%	415	45	-89%	
Lợi nhuận trước thuế	3,733	4,972	33%	6,994	8,812	26%	
Lợi nhuận sau thuế	3,320	4,265	28%	6,189	7,614	23%	
LNST công ty mẹ	3,319	4,256	28%	6,190	7,601	23%	Hoàn thành 51% kế hoạch năm
Biên LNST	8.4%	11.9%	346 bps	8.8%	10.3%	155 bps	

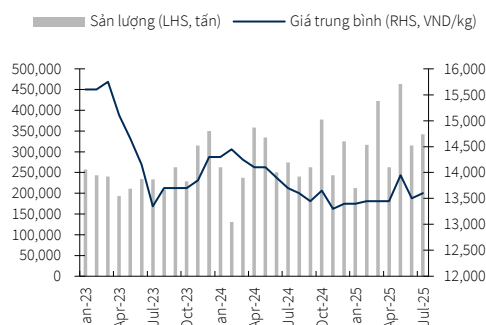
Nguồn: HPG, KBSV

Bảng 2. Sản lượng tiêu thụ của HPG

(tấn)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	1,271,321	1,156,608	-9%	2,227,735	2,348,337	5%	Tiêu thụ nội địa 1H2025 tăng 27% YoY
Thép cuộn cán nóng	724,019	1,174,195	62%	1,529,575	2,168,133	42%	Tiêu thụ nội địa 1H2025 tăng 84% YoY
Tôn mạ	124,126	110,754	-11%	222,089	199,826	-10%	
Thép ống	187,692	216,672	15%	317,374	402,349	27%	
Tổng	2,307,158	2,658,229	15%	4,296,773	5,118,645	19%	

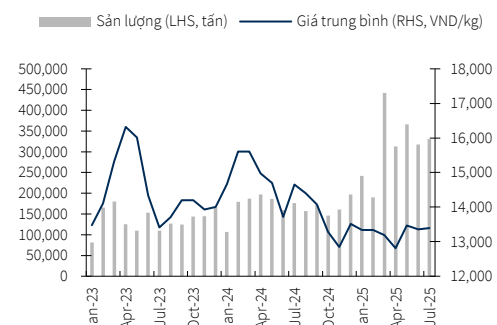
Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

Biểu đồ 3. Sản lượng tiêu thụ và giá thép xây dựng của HPG tại thị trường nội địa



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

Biểu đồ 4. Sản lượng tiêu thụ và giá HRC của HPG tại thị trường nội địa



Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

Các yếu tố vĩ mô tích cực tạo điều kiện thuận lợi giúp kích thích tiêu thụ trong trung hạn

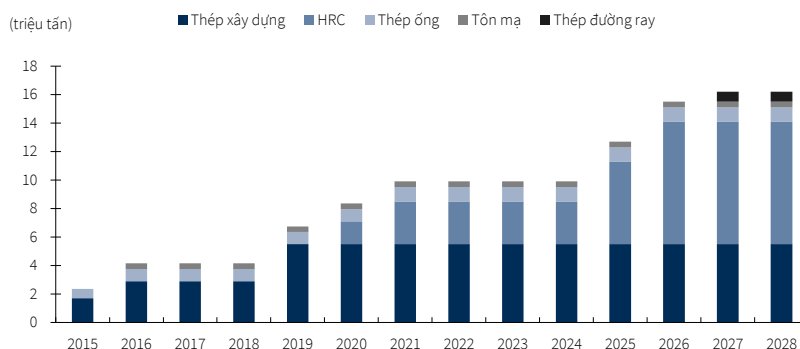
HRC sẽ dần thay thế thép xây dựng, trở thành động lực tăng trưởng mới của HPG từ 2026 trở đi

Khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 có 2 lò cao, sản phẩm chính là thép cuộn cán nóng và thép chất lượng cao với tổng công suất 4.6 triệu tấn/năm. Theo định hướng của Ban lãnh đạo, 70% thép cuộn cán nóng sản xuất sẽ được cung cấp, phục vụ cho nhu cầu tiêu thụ nội địa, 30% còn lại hướng tới các thị trường xuất khẩu.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng nhu cầu tiêu thụ thép trong giai đoạn 2025 – 2027 sẽ được thúc đẩy nhờ (1) thị trường Bất động sản quay trở lại tăng trưởng và (2) giải ngân vốn đầu tư công tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (tham khảo thêm tại [báo cáo kỳ trước](#)).

HPG và FHS đang chuẩn bị đề xuất áp dụng biện pháp CBPG đối với HRC khổ lớn nhập khẩu từ Trung Quốc sau khi sản lượng nhập khẩu sản phẩm này có dấu hiệu tăng đột biến từ tháng 05/2025 tới nay. Với việc AD20 đã được áp dụng chính thức, chúng tôi kỳ vọng đề xuất trên sẽ sớm được thông qua, duy trì sức cạnh tranh cho thép cuộn cán nóng sản xuất nội địa. Bên cạnh đó, theo thông tin từ HPG, lò cao số 02 thuộc Dung Quất 2 đã được đẩy nhanh tiến độ triển khai xây dựng, lắp đặt và kỳ vọng sẽ bắt đầu vận hành từ 4Q2025. KBSV điều chỉnh tăng dự phóng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC của HPG đạt lần lượt 9.6/12.0/13.1 triệu tấn trong 2025/2026/2027, tăng lần lượt 30%/25%/9% so với cùng kỳ. Trong đó, tiêu thụ HRC dự phóng đạt 4.7/6.9/8.0 triệu tấn (tăng 61%/46%/16% YoY), cao hơn trung bình 3% so với kế hoạch mà Ban lãnh đạo đề ra từ đầu năm.

Biểu đồ 5. Công suất sản xuất của HPG



Nguồn: HPG, KBSV

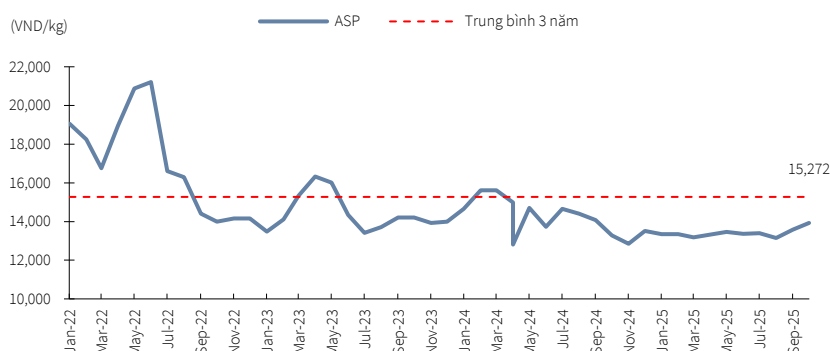
Kỳ vọng giá thép bước vào chu kỳ tăng mới nhưng cần nhiều thời gian để hiện thực hóa

Thông tin về việc Chính phủ Trung Quốc mạnh tay triển khai chiến dịch “Chống cạnh tranh tiêu cực” đã giúp cải thiện tâm lý của các nhà sản xuất, khiến giá HRC và quặng sắt tại Trung Quốc tăng lần lượt 7%/12% từ đầu 3Q2025 tới nay. Chiến dịch trên (1) hướng tới việc yêu cầu cắt giảm sản lượng thép thô và các lò cao sử dụng công nghệ cũ, mức độ phát thải cao nhằm thúc đẩy các công nghệ sản xuất xanh như đã được công bố trước đó. Bên cạnh đó, (2) Chính phủ cũng hướng tới việc kiểm soát cuộc cạnh tranh về giá bán giữa các nhà sản xuất, quản lý chặt chẽ các nhà sản xuất có hiệu suất cao nhưng kết quả kinh doanh thua lỗ. Với động lực mới, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch cắt giảm 50 triệu tấn thép thô (tương ứng với 4% sản lượng sản xuất năm 2024) của Chính phủ Trung Quốc sẽ có những bước cải tiến đáng kể trong thời gian tới. Điều này sẽ có tác động tích cực lên biên lợi nhuận của ngành thép trong trung hạn.

Chúng tôi kỳ vọng đây là điểm đảo chiều giúp giá thép bước vào chu kỳ tăng giá mới. Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng của giá thép sẽ tương đối chậm do còn phụ thuộc vào tiến độ cắt giảm sản lượng sản xuất thép tại Trung Quốc và thị trường Bất động sản tại đây vẫn chưa cho thấy tín hiệu hồi phục. KBSV điều chỉnh dự phóng biên lãi gộp của HPG đạt 16.6%/17.0%/16.9% trong 2025/2026/2027, kỳ vọng giá thép tăng 4%/5% YoY trong 2026/2027.

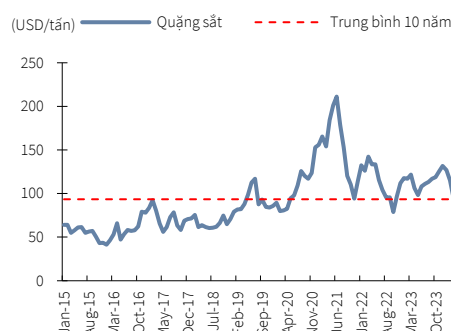
Biểu đồ 6. Giá HRC của HPG

Trong tháng 08-09/2025, HPG tăng giá HRC kỳ hạn lần lượt 430/350 VND/kg (tăng 3.3%/2.6% MoM), phản ánh kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới. Theo thống kê của KBSV, giá HRC của HPG hiện tại vẫn đang thấp hơn 9% so với đường trung bình 5 năm, cho thấy diễn biến tăng giá trong thời gian gần đây vẫn đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng giá mới.



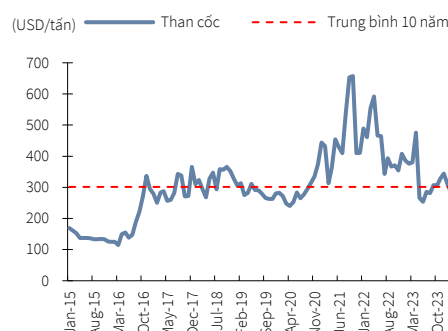
Nguồn: HPG, KBSV

Biểu đồ 7. Diễn biến giá quặng sắt



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Diễn biến giá than cốc



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng Kết quả Kinh doanh

Bảng 9. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2024	2025	+/-%YoY	2026	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	138,855	164,749	19%	206,974	26%	Tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, HRC tăng 30%/25% trong 2025/2026
Lợi nhuận gộp	18,498	27,426	48%	35,220	28%	
Biên lợi nhuận gộp	13.3%	16.6%	333 bps	17.0%	37 bps	Chi phí đầu vào giảm giúp biên lãi gộp tăng 333 bps trong 2025. Sang 2026, kỳ vọng giá thép trung bình tăng 4% YoY
Lãi tiền gửi	1,206	1,261	5%	1,952	55%	
Chi phí lãi vay	-2,287	-2,685	17%	-3,193	19%	Chi phí lãi vay tăng 2025/2026 tăng do dừng vốn hóa chi phí từ Dung Quất 2
Lãi/lỗ tỷ giá, khác	-303	-890	193%	0	-100%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		0		
SG&A	-3,883	-5,107	32%	-6,416	26%	SG&A tăng do Dung Quất 2 đi vào hoạt động
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	13,267	19,917	50%	27,562	38%	
Thu nhập khác	426	45	-89%	0		
Lợi nhuận trước thuế	13,693	19,962	46%	27,562	38%	
Lợi nhuận sau thuế	12,020	17,378	45%	24,254	40%	
LNST công ty mẹ	12,020	17,378	45%	24,254	40%	
Biên LNST	8.7%	10.5%	189 bps	11.7%	117 bps	

Nguồn: HPG, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 35,300 VND/cổ phiếu

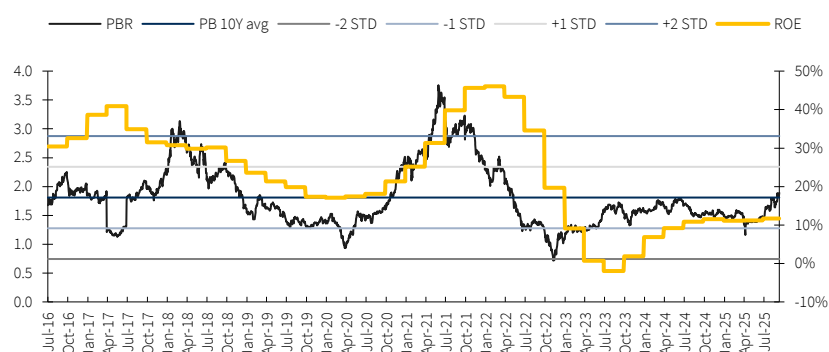
Giá cổ phiếu HPG đã tăng 34% trong 3 tháng trở lại đây, phản ánh một phần tiềm năng tăng trưởng vững vàng nhờ (1) bổ sung công suất HRC từ Dung Quất 2 và (2) giá HRC hồi phục từ tháng 08/2025 tới nay. Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNST của HPG giai đoạn 2025 – 2027 đạt 18%/năm. HPG hiện đang được giao dịch với định giá PBR TTM ở mức 1.9x, tương ứng với PBR forward 2026 là 1.7x (tương ứng với vùng trung bình 10 năm). KBSV duy trì khuyến nghị MUA với HPG và xác định giá trị hợp lý của HPG ở mức 35,300 VND/cổ phiếu (tăng 17% so với giá mục tiêu cũ, đã điều chỉnh sau khi HPG chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 20%). Chúng tôi điều chỉnh, lấy EBITDA và EPS của 2026 để xác định giá trị hợp lý của HPG và sử dụng hệ số EV/EBITDA và PER mục tiêu lần lượt là 8x/12x (giảm so với 9x/12x trong báo cáo kỳ trước do đà tăng gần đây của giá cổ phiếu đã phản ánh một phần tiềm năng tăng trưởng của HPG).

Bảng 10. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
EV/EBITDA	8	32,700	50%	16,350
P/E	12	37,900	50%	18,950
Giá mục tiêu				35,300
P/E forward 2026				11.2x
P/B forward 2026				1.7x
EV/EBITDA forward 2026				6.8x

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 11. Tương quan PBR và ROE của HPG 10 năm gần nhất



Nguồn: HPG, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.