

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

Sản xuất Thép

XẾP HẠNG 1 NĂM

MUA

Giá mục tiêu

34.800 đồng

Lợi nhuận kỳ vọng

23,9%

Giá đóng cửa gần nhất

28.100 đồng/CP

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2025 - 2026

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

- Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ nội địa tiếp tục là động lực dẫn dắt tăng trưởng chính trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu giảm mạnh
- Sức ép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn còn, trong khi sản lượng xuất khẩu vẫn chưa cho thấy tín hiệu tích cực
- Tỷ suất lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện mạnh trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào duy trì ở vùng thấp và giá thép duy trì ổn định

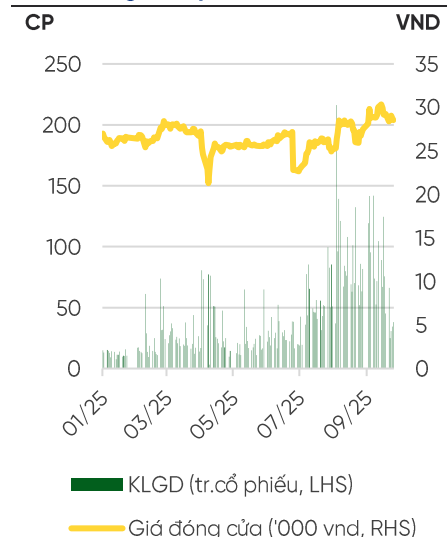
Rủi ro đầu tư

- Mức thuế tự vệ của Việt Nam đối với sản phẩm thép dài sẽ kết thúc vào tháng 3 năm 2026 nếu không được gia hạn thêm
- Cơ chế CBAM bắt đầu bước vào giai đoạn chính thức từ đầu năm 2026 có thể làm giảm lợi nhuận của việc xuất khẩu HRC trong dài hạn
- Lãi suất tăng mạnh trở lại khiến hoạt động tài trợ vốn cho các dự án bất động sản gặp khó khăn, ảnh hưởng gián tiếp tới nhu cầu tiêu thụ thép

Tỷ VND	2023	2024	2025E	2026F
Doanh thu	118.953	138.855	163.516	221.444
- Tăng trưởng DT	-15,9%	16,7%	17,8%	35,4%
Lợi nhuận gộp	12.938	18.498	28.085	38.519
- Tỷ suất LNG	10,9%	13,3%	17,2%	17,4%
LNTT	7.793	13.694	20.204	30.175
- Tỷ suất LNTT	6,6%	9,9%	12,4%	13,6%
Tài sản ngắn hạn	82.716	86.674	119.110	149.568
Tài sản dài hạn	105.066	137.815	149.477	131.520
Tổng tài sản	187.783	224.490	268.587	281.088
Nợ phải trả	84.946	109.842	137.624	125.286
Vốn chủ sở hữu	102.836	114.647	130.963	155.082
-Nợ vay/VCSH	0,6	0,7	0,8	0,5

Vốn hóa (tỷ đồng)	215.680
Số CP lưu hành (tr CP)	7.675
Sở hữu NN còn lại (tr CP)	2.300
KLGD TB 52 tuần (tr CP)	35
Giá cao nhất 52 tuần	30.400
Giá thấp nhất 52 tuần	17.700
Beta (lần)	1,1

Diễn biến giá cổ phiếu



VND	2024	2025F	% YoY
EPS (VND)	1.892	2.385	26,0%
BVPS (VND)	17.879	16.953	-5,2%
P/E	14,2	12,0	-15,5%
P/B	1,5	1,7	12,5%
ROA	5,8%	7,1%	22,4%
ROE	10,6%	13,7%	29,2%

Cơ cấu cổ đông

Gia đình chủ tịch Trần Đình Long	34,8%
Cổ đông nước ngoài	21,0%
Cổ đông khác	44,2%

Tổng quan doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất thép hàng đầu Việt Nam. Tập đoàn hoạt động trong 04 lĩnh vực: Sản xuất gang thép và sản phẩm thép; Nông nghiệp; Bất động sản và Điện máy gia dụng. Sản xuất thép là lĩnh vực cốt lõi chiếm tỷ trọng 90% doanh thu và lợi nhuận toàn Tập đoàn. Tại thị trường nội địa, Hòa Phát giữ thị phần số 1 Việt Nam về thép dài xây dựng, ống thép và nằm trong Top 5 nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, Tập đoàn đang tập trung hoàn thành dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 vào cuối năm 2025. Khi hoàn thành, năng lực sản xuất thép của Hòa Phát sẽ đạt 15 triệu tấn/năm, tương đương Top 30 DN thép lớn nhất thế giới.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Dương Tuấn Minh

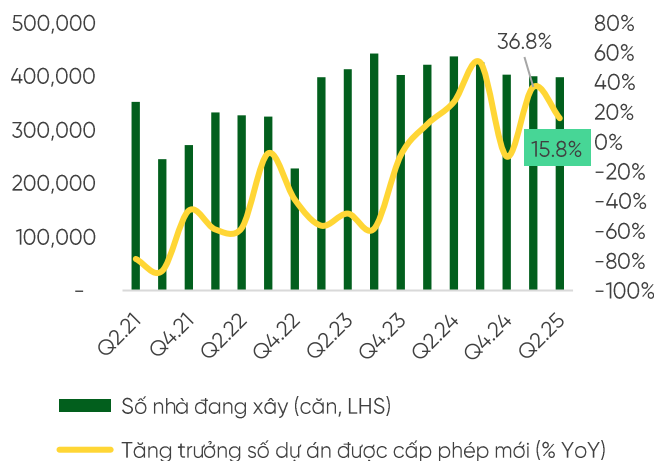
minhndt@vpbanks.com.vn

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong bối cảnh sản lượng xuất khẩu giảm mạnh

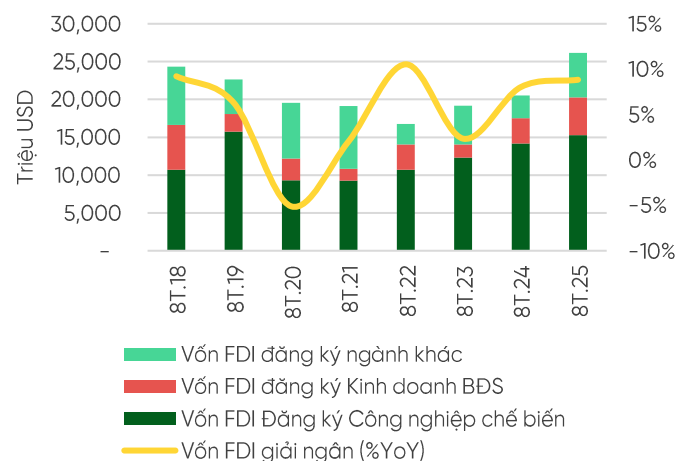
Trong 8 tháng 2025, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ của Hòa Phát đạt 3.158.091 tấn (+6,9% YoY). Thị trường nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 2.723.751 tấn (+30,4% YoY). Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu ghi nhận mức sụt giảm lớn hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, giảm -49,8% YoY và chỉ đạt 434.340 tấn. Trong khi các yếu tố hỗ trợ cho nhu cầu tiêu thụ thép nội địa không thay đổi so với [báo cáo cập nhật gần nhất](#), chúng tôi nhận thấy nguyên nhân khiến sản lượng xuất khẩu suy giảm chủ yếu đến từ việc hoạt động xây dựng tại thị trường Đông Nam Á đang chậm lại, cụ thể: (1) Hoạt động xây dựng tại các thị trường Thái Lan và Indonesia chịu ảnh hưởng tiêu cực từ bất ổn chính trị và (2) Tốc độ tăng trưởng của giá trị hợp đồng xây dựng tại Malaysia cùng diện tích sàn xây dựng được cấp phép tại Philippines đang có dấu hiệu chậm lại.

Hình 1: Số nhà đang xây tại Việt Nam neo ở mức cao trong khi số dự án được cấp phép xây mới tiếp tục tăng trưởng



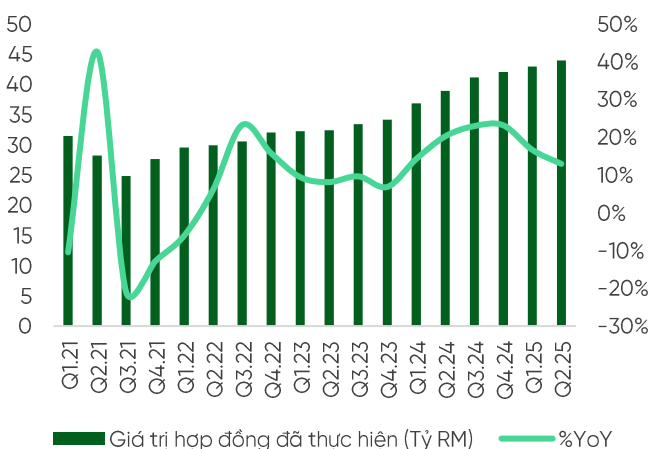
Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Hình 2: Tổng vốn FDI đăng ký ngành Công nghiệp chế biến và Kinh doanh BĐS 8 tháng 2025 tiếp tục tăng



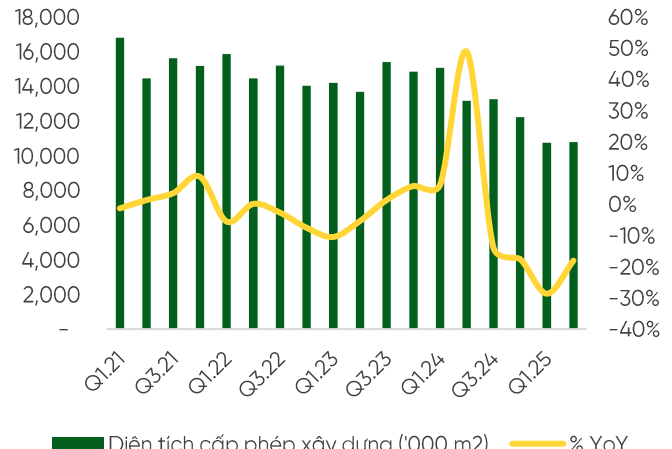
Nguồn: Bộ Tài chính, VPBankS Research

Hình 3: Giá trị hợp đồng xây dựng đã thực hiện tại Malaysia tăng trưởng chậm lại



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 4: Diện tích cấp phép xây dựng tại Thái Lan liên tục sụt giảm



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Để phản ánh tình hình tiêu thụ thép xây dựng tại các thị trường xuất khẩu đang chậm lại, chúng tôi giảm dự phóng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2025 của HPG từ 12% YoY về 9,7% YoY. Cho năm 2026, chúng tôi giữ nguyên dự phóng tăng trưởng

sản lượng ở mức 3% YoY. Chúng tôi lưu ý, với dự phóng tăng trưởng này, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ thép xây dựng của HPG năm 2025 vẫn sẽ đạt mức cao nhất trong 6 năm gần đây. Điều này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về nhu cầu xây dựng các dự án bất động sản dân dụng và công nghiệp duy trì ở mức cao trong 2025 – 2026.

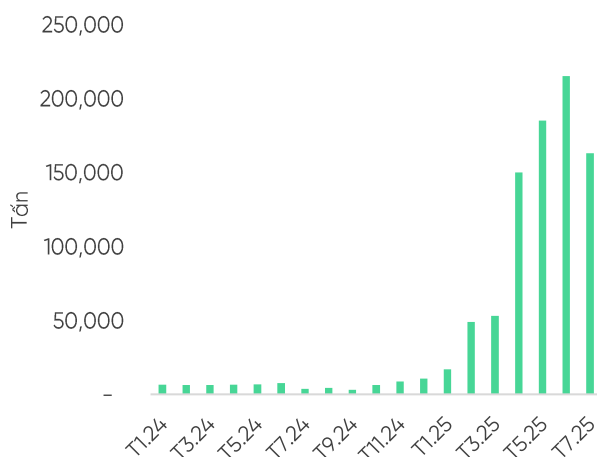
Sức ép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vẫn còn, trong khi sản lượng xuất khẩu vẫn chưa cho thấy tín hiệu tích cực

Sau khi hoàn thiện lò cao số 1 của dự án Dung Quất 2 vào cuối Q1.2025, Hòa Phát ghi nhận sản lượng HRC tiêu thụ tăng mạnh. Cụ thể, sản lượng HRC tiêu thụ trong 8 tháng 2025 đạt 2.956.242 tấn (+46,8% YoY). Thị trường nội địa vẫn là động lực hỗ trợ chính cho mức tăng trưởng trên với sản lượng tiêu thụ nội địa 8T.2025 đạt 2.563.035 tấn (+91,2% YoY) trong khi sản lượng xuất khẩu giảm mạnh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, đạt 393.207 tấn (-41,5% YoY). Chúng tôi ước tính dây chuyền HRC của Hòa Phát hiện đang đạt mức hiệu suất hoạt động khoảng 80 – 90% tại mức sản lượng tiêu thụ 8T.2025 như trên.

Đối với triển vọng 2025-2026, chúng tôi cho rằng thị trường nội địa sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, hỗ trợ bởi thuế chống bán phá giá HRC nhập khẩu từ Trung Quốc chính thức có hiệu lực từ 06/07/2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản phẩm thép HRC nội địa sẽ chưa thể thay thế hoàn toàn nguồn HRC nhập khẩu trong giai đoạn 2025 – 2026 do: (1) Các công ty tiêu thụ HRC khả năng đã tích trữ 1 lượng lớn HRC Trung Quốc trước khi thuế chống bán phá giá được ban hành và (2) Mặc dù việc nhập khẩu HRC khổ rộng trên 1.880 mm để sản xuất không đem lại hiệu quả kinh tế (theo như nhận định của các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ), chúng tôi vẫn nhận thấy lượng HRC khổ rộng nhập khẩu về Việt Nam tăng mạnh ngay khi thuế chống bán phá giá tạm thời đối với HRC theo AD20 được ban hành vào đầu tháng 3 năm 2025. Cụ thể, sản lượng HRC khổ rộng nhập khẩu 7T.2025 đã tăng gấp 18 lần svck 2024 trong bối cảnh giá bán HRC khổ rộng Trung Quốc hiện tại (khoảng \$490/t cfr) thấp hơn so với giá HRC của Hòa Phát (\$526/t cfr) và Formosa (\$519 – 528/t cfr). Nhìn chung, sản lượng HRC nhập khẩu trong 7 tháng 2025 tuy đã giảm -21,7% svck 2024 nhưng vẫn ở mức cao và ngang với mức sản lượng HRC nhập khẩu trong 7 tháng 2023.

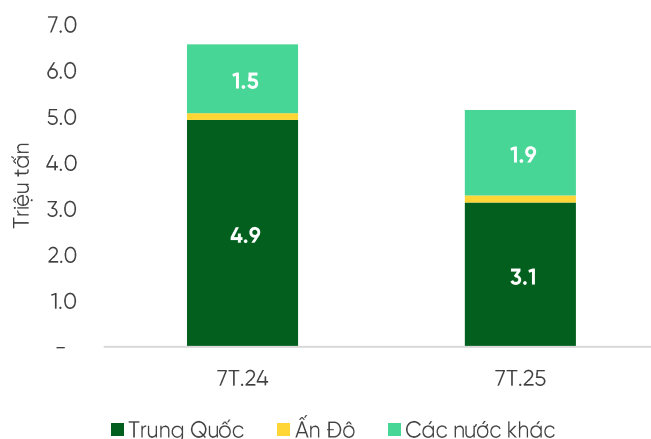
Vào ngày 18/09/2025, Cục Phòng vệ thương mại đã xác nhận tiếp nhận đầy đủ hồ sơ của các nhà sản xuất HRC trong nước (bao gồm HPG và Formosa) về việc đề xuất điều tra hành vi lẫn tránh thuế chống bán phá giá thép HRC (vụ việc AD20) bằng thép HRC khổ rộng trên 1.880mm. Trong vòng 45 ngày tiếp theo, cục phòng vệ sẽ thẩm định chi tiết đề trình Bộ trưởng Bộ Công Thương quyết định có khởi xướng điều tra hay không. Trong trường hợp khởi xướng điều tra, kết quả sơ bộ sớm nhất sẽ có trong khoảng 6 tháng sau, tức vào khoảng tháng 5 năm 2026.

Hình 5: Sản lượng HRC khổ rộng nhập khẩu vào Việt Nam tăng mạnh từ đầu năm 2025



Nguồn: Customs, VPBankS Research

Hình 6: Nhập khẩu HRC từ Trung Quốc đã giảm sau khi thuế chống bán phá giá HRC được áp dụng từ đầu tháng 3/2025



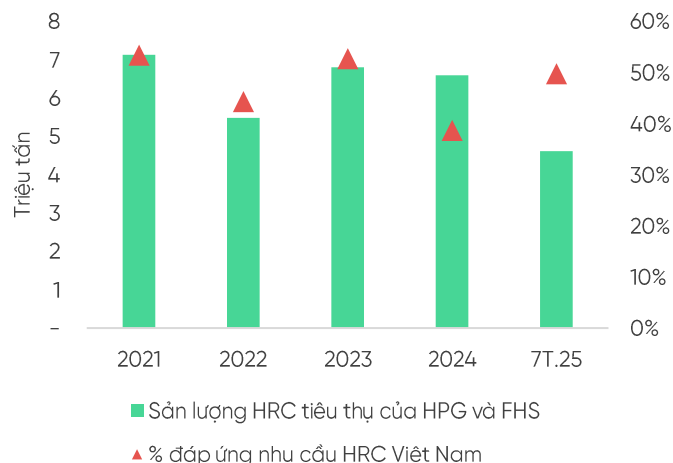
Nguồn: Customs, VSA, VPBankS Research

Bảng 1: Formosa và HPG hiện vẫn chưa sản xuất được HRC khổ lớn hơn 1.880 mm

Nguồn HRC	Chiều rộng
Hòa Phát	900 – 1.650 mm
Formosa	900 – 1.880 mm
HRC nhập khẩu	900 – 2.000 mm

Nguồn: VPBankS Research tổng hợp

Hình 7: Sản lượng HRC tiêu thụ của Hòa Phát và Formosa hiện chiếm 50% nhu cầu HRC tại Việt Nam



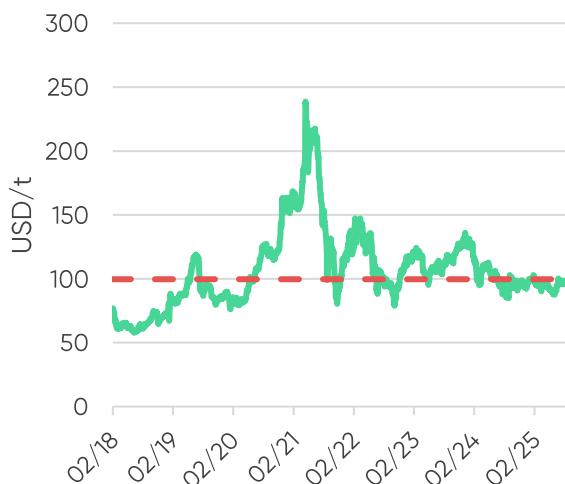
Nguồn: VSA, VPBankS Research tổng hợp

Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ lệ sản lượng tiêu thụ/CSTK của dây chuyền HRC tại cả 2 dự án Dung Quất trong 2025F/2026F từ mức 76%/96% trong dự báo cũ về 74%/85% để phản ánh ảnh hưởng tiêu cực từ HRC nhập khẩu và sản lượng xuất khẩu giảm mạnh hơn kỳ vọng trong bối cảnh các thị trường quan trọng liên tục siết chặt các biện pháp bảo hộ ngành thép nội địa. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng sản lượng HRC tiêu thụ của Hòa Phát sẽ đạt lần lượt 5.079.132/8.130.000 tấn trong lần lượt 2025F/2026F, tương ứng với mức tăng trưởng +74,2%/+60,1% YoY.

Tỷ suất lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện mạnh trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào duy trì ở vùng thấp và giá thép duy trì ổn định

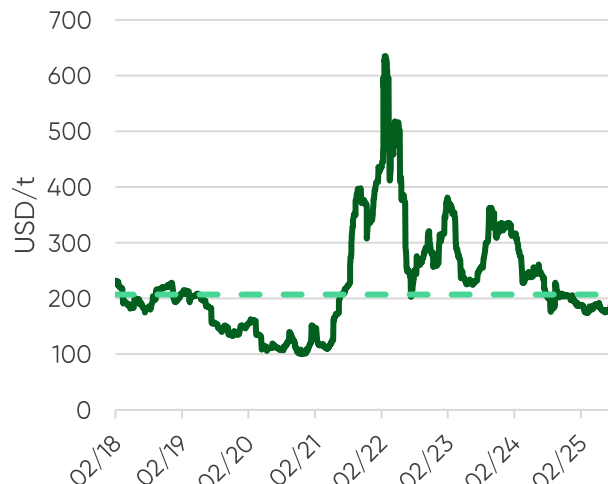
Tính từ thời điểm đầu năm tới hiện tại, giá than coke đã giảm -9% trong khi giá quặng sắt gần như không đổi, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ nguyên vật liệu đầu vào của ngành thép toàn cầu chưa tăng mạnh. Đối với giá bán thép, giá thép xây dựng nội địa Hòa Phát tính từ đầu năm tới hiện tại chỉ giảm -1,2% trong khi giá HRC Hòa Phát nội địa đã tăng 5,3%. Diễn biến giá thép và giá nguyên vật liệu đầu vào trong giai đoạn vừa rồi đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thép của HPG tiếp tục cải thiện và đạt khoảng 16% trong quý 2.2025, cao hơn 3% so với quý 1.2025 và tốt hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

Hình 8: Quặng sắt hiện được giao dịch dưới mức giá trung vị 8 năm



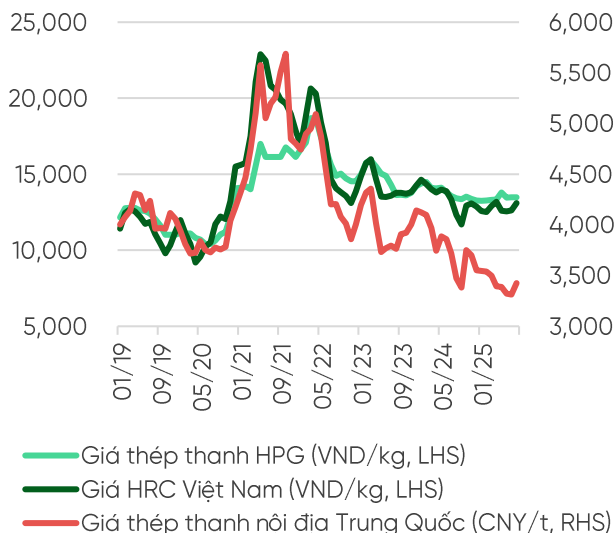
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 9: Giá than coke hiện đang thấp hơn 9% so với mức trung vị 8 năm



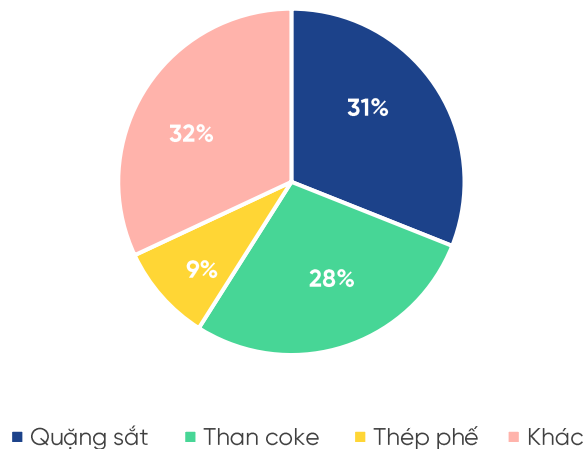
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 10: Giá thép Việt Nam tương đối ổn định trong khi giá thép Trung Quốc giảm mạnh



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 11: Quặng sắt và than coke chiếm gần 60% tỷ trọng giá vốn hàng bán của mảng thép



Nguồn: VPBankS Research ước tính

Chúng tôi duy trì kỳ vọng giá thép Việt Nam tiếp tục xu hướng ổn định và biến động trong biên độ hẹp như dự phóng tại báo cáo cập nhật gần nhất. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thép của HPG hiện được chúng tôi ước tính sẽ đạt mức 15,9%/16,7% trong 2025/2026F, cao hơn so với mức 14,5%/15,4% trong dự phóng cũ. Dự phóng mới của chúng tôi phản ánh thêm kỳ vọng giá quặng sắt và than coke tiếp tục được giao dịch ổn định ở vùng giá thấp nhờ vào nguồn cung các loại nguyên liệu này tiếp tục được bổ sung trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thép tại trung quốc vẫn còn yếu. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp HPG có nhiều thuận lợi hơn trong việc quản trị tồn kho nguyên vật liệu đầu vào và tiếp tục cải thiện mạnh tỷ suất lợi nhuận gộp.

Cập nhật các giả định chính

Cập nhật giả định sản lượng thép tiêu thụ

Đối với dự phóng cho 3 năm 2025/2026F/2027F, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ tăng trưởng 9,7%/3,0%/2,0% svck và sản lượng tiêu thụ ống thép sẽ tăng trưởng 22,5%/2%/2% svck chủ yếu nhờ vào nhu cầu xây dựng các dự án hạ tầng và bất động sản nội địa giữ ở mức cao. Đối với HRC, chúng tôi dự phóng tỷ lệ sản lượng tiêu thụ/CSTK của dây chuyền HRC tại cả 2 dự án Dung Quất sẽ đạt khoảng 74%/85%/98% trong lần lượt 2025/2026F/2027F, tương ứng với mức tăng 74%/60%/16% svck. Như đã phân tích ở trên, chúng tôi tin rằng lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ sụt giảm mạnh bắt đầu từ năm nửa cuối năm 2026 trở đi, sau khi lượng tồn kho HRC nhập khẩu về Việt Nam trước thời điểm thuế CBPG có hiệu lực được sử dụng hết và việc nhập khẩu HRC khổng lồ được kiểm soát.

Bảng 2: Giả định sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát

Tấn	2024	2025E	2026F	2027F
Thép xây dựng	4.397.521	4.822.289	4.966.958	5.066.297
HRC	2.915.288	5.079.132	8.130.000	9.400.500
Tôn mạ	447.010	417.397	417.397	425.745
Ống thép	708.538	867.788	885.144	902.847

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Cập nhật giả định giá thép

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng giá bán thép duy trì ở mức ổn định từ 2H.2025 và giữ nguyên giả định giá thép xây dựng trung bình năm 2025 của HPG sẽ giảm -3,6% so với 2024. Trong

khi đó, chúng tôi giả định giá bán HRC trung bình 2025 giảm -6,8% svck, cao hơn so với giả định giảm - 5,6% svck trong dự phóng cũ do sản lượng HRC xuất khẩu năm 2025 được điều chỉnh giảm (thường các đơn hàng xuất khẩu sẽ có giá bán cao hơn so với thị trường nội địa). Chúng tôi lưu ý rằng ở thời điểm hiện tại, giá thép xây dựng và giá HRC trung bình 9T.25 tại thị trường nội địa đang ghi nhận mức giảm lần lượt -3,6% svck và -8,3% svck. Cho năm 2026/2027, chúng tôi giữ nguyên giả định giá thép xây dựng Hòa Phát điều chỉnh lần lượt 0%/1% svck trong khi giá HRC điều chỉnh tăng 1%/1% svck. Nhìn chung, với các giả định trên, giá bán thép trung bình ước tính của Hòa Phát trong 2025F/2026F/2027F sẽ điều chỉnh lần lượt -5,0%/0,6%/1,0%.

Bảng 3: Giả định giá bán thép trung bình của Hòa Phát

Triệu VND/tấn	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	14,2	13,7	13,7	13,8
HRC	14,4	13,4	13,6	13,7
Giá bán thép trung bình	14,2	13,4	13,5	13,7

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Cập nhật dự phóng Kết quả kinh doanh và Định giá

Cập nhật dự phóng kết quả kinh doanh

Trong 3 năm 2025/2026F/2027F, chúng tôi dự phóng doanh thu của Hòa Phát sẽ tăng trưởng lần lượt 17,8%/35,4%/10,3% svck và đạt 163.516/221.444/244.322 tỷ VND. Doanh thu dự phóng 2025 mới (163.516 tỷ VND) thấp hơn so với mức dự phóng cũ (176.732 tỷ VND) chủ yếu do chúng tôi phản ánh việc doanh thu từ dự án Dung Quất 2 chưa được ghi nhận trong Q2.2025. Trong khi đó, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp trong dự phóng mới sẽ đạt 17,2%/17,4%/17,9%, cao hơn so với dự phóng cũ (15,5%/16,3%/16,3%) nhờ vào việc quản trị tốt vòng quay tồn kho nguyên vật liệu. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của Hòa Phát sẽ tăng trưởng lần lượt 46,0%/50,5%/20,4% svck và đạt 17.548/26.403/31.779 tỷ VND cho các năm 2025/2026F/2027F. Trong khi lợi nhuận dự phóng mới 2025/2026F gần như không đổi so với dự phóng cũ, lợi nhuận dự phóng mới năm 2027F tăng 12% so với dự phóng cũ đã phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về (1) Hiệu suất hoạt động của dây chuyền HRC tại cả 2 dự án Dung Quất sẽ hoạt động ở mức tối đa công suất trong năm 2027, sau khi Việt Nam áp dụng biện pháp bảo hộ thương mại với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc từ nửa cuối năm 2026 và (2) Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh với giả định nguyên liệu đầu vào duy trì ổn định tại vùng giá thấp.

Bảng 4: Tóm tắt KQKD với dự phóng mới

Tỷ VND	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	118.953	138.855	163.516	221.444	244.322
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,9%	13,3%	17,2%	17,4%	17,9%
Lợi nhuận từ HĐKD	9.669	14.615	23.195	32.205	33.110
LNST (dự phóng mới)	6.800	12.020	17.548	26.403	31.779
- %YoY LNST	-19,5%	76,8%	46,0%	50,5%	20,4%
LNST (dự phóng cũ)	6.800	12.020	17.548	26.274	28.288
- %thay đổi (dự báo mới so với dự báo cũ)	N/A	N/A	0%	0,5%	12,3%

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF/FCFE theo tỷ trọng 60/40, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG ở mức 32.990 VND/cp (cao hơn 15,3% so với giá đóng cửa tại ngày 29/09/2025).

Giả định:

Chi phí VCSH	15,0%
Chi phí nợ	7,0%
WACC	12,3%
G – tăng trưởng dài hạn	2,5%

Định giá theo FCFF:

PV dòng tiền tự do	186.987
PV giá trị cuối cùng	130.686
Giá trị doanh nghiệp	317.673
(+) Tiền & Đầu tư	28.272
(-) Nợ	(94.004)
(-) Lợi ích CĐTS	(826)
Giá trị lõi doanh nghiệp	251.115
Số lượng cổ phần	7.675.465.855
Giá trị một cổ phần	32.717

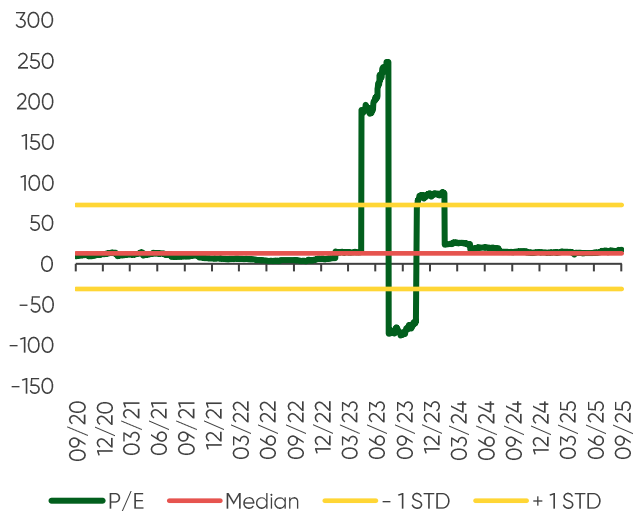
Tổng hợp định giá:

Phương pháp	Tỷ trọng
FCFF	60%
FCFE	40%
Định giá tổng hợp	32.990

Định giá theo FCFE:

PV dòng tiền tự do	154.458
PV giá trị cuối cùng	76.710
(+) Tiền & Đầu tư	28.272
(-) Lợi ích CĐTS	(826)
Giá trị vốn chủ sở hữu	258.615
Số lượng cổ phần	7.675.465.855
Giá trị một cổ phần	33.694

Nguồn: VPBankS ước tính

Hình 12: HPG được giao dịch quanh P/E trung vị 12,9 lần


Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Hình 13: HPG được giao dịch quanh P/B trung vị 1,6 lần


Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Để phản ánh tốt hơn kỳ vọng của thị trường ở thời điểm hiện tại về tăng trưởng lợi nhuận của HPG trong năm 2026, chúng tôi sử dụng thêm P/E để định giá. Với dự phóng lợi nhuận sau thuế năm 2026 đạt 26.403 tỷ VND, HPG đang được giao dịch ở mức P/E forward 2026 8,7 lần. Sử dụng mức P/E trung vị 5 năm 12,9 lần làm P/E mục tiêu, định giá của HPG sẽ là 41.713 VND/cp.

Kết hợp mức định giá từ cả 2 phương pháp với tỷ trọng 80% cho định giá DCF và tỷ trọng 20% cho định giá theo P/E, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của HPG là 34.828 VND/cp, cao hơn 22,9% so với mức giá mục tiêu do chúng tôi xác định tại báo cáo cũ.

Với kết quả định giá và luận điểm như đã trình bày trong các phần trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với HPG. Mức giá mục tiêu là 34.800 VND/cp với tiềm năng tăng giá 23,9% tính từ mức giá đóng cửa ngày 02/10/2025.

Rủi ro đầu tư

Mức thuế tự vệ của Việt Nam đối với sản phẩm thép dài sẽ kết thúc vào tháng 3 năm 2026 nếu không được gia hạn thêm

Sau khi gia hạn áp dụng biện pháp tự vệ đối với phôi thép và thép dài nhập khẩu vào 20/03/2020, Việt Nam tiếp tục áp dụng mức thuế trên 6% đối với tất cả các sản phẩm thép dài nhập khẩu. Tuy nhiên, mức thuế tự vệ này chỉ có hiệu lực đến hết ngày 21/03/2026. Trong trường hợp thuế tự vệ hết hiệu lực và không được gia hạn, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp nội địa sẽ phải chịu rủi ro cạnh tranh về giá với sản phẩm thép xây dựng Trung Quốc nhập khẩu. Chúng tôi đã phản ánh điều này vào trong định giá với việc giả định giá bán thép xây dựng của Hòa Phát trong 2026 không thay đổi so với năm 2025.

Cơ chế CBAM bắt đầu bước vào giai đoạn chính thức từ đầu năm 2026 có thể làm giảm lợi nhuận của đơn hàng xuất khẩu đi EU trong dài hạn

Bắt đầu từ ngày 01/01/2026, nhà nhập khẩu EU sẽ phải mua và xuất trình chứng chỉ CBAM cho lượng phát thải ròng của hàng hóa nhập khẩu tương ứng với mức giá và lộ trình hạn ngạch miễn phí của hệ thống ETS trong nội bộ EU. Trong giai đoạn từ 2026 – 2028, chúng tôi cho rằng lợi nhuận khi xuất khẩu vào thị trường EU của Hòa Phát chưa bị ảnh hưởng nhiều do mức phí mà nhà nhập khẩu phải nộp mới chỉ trong khoảng 2,5% - 10% tổng lượng phát thải ròng của lô hàng nhập khẩu. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2029, khi mức phí phải nộp được nâng lên 22,5% tổng lượng phát thải ròng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ việc xuất khẩu thép sang EU sẽ giảm mạnh do doanh nghiệp sẽ phải chia sẻ phần giá tăng với nhà nhập khẩu. Hiện tại, Hòa Phát có kế hoạch tăng cường sử dụng thép phế liệu và sắt viên nén nóng (HBI) để giảm lượng khí thải carbon. Công ty cũng đang có ý định quy đổi tín chỉ carbon thông qua việc trồng rừng và sử dụng các vật liệu đóng gói có thể tái tạo. Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý nguồn cung HRC tại Việt Nam hiện vẫn chưa đáp ứng hết được nhu cầu nội địa, Hòa Phát có thể sẽ tập trung tiêu thụ HRC tại thị trường nội địa để giảm thiểu rủi ro này.

Lãi suất tăng mạnh trở lại khiến hoạt động tài trợ vốn cho các dự án bất động sản gặp khó khăn, ảnh hưởng gián tiếp tới nhu cầu tiêu thụ thép

Trong trường hợp lãi suất tăng mạnh, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng sẽ bị ảnh hưởng do nhu cầu phát triển các dự án bất động sản sụt giảm khi chi phí vốn tài trợ dự án tăng. Trong trường hợp này, chúng tôi nhận thấy rủi ro sụt giảm lợi nhuận so với dự báo tại các năm 2026/2027.

Phụ lục 1: Báo cáo tài chính (Đơn vị: Tỷ VND)

BÁO CÁO KQKD				
Năm	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	118,953	138,855	163,516	221,444
Giá vốn	106,015	120,358	135,431	182,925
LN gộp	12,938	18,498	28,085	38,519
CP Bán hàng & Quản lý	3,269	3,883	4,634	6,200
EBIT	9,669	14,615	23,450	32,319
DT Tài chính	3,173	2,619	2,042	3,558
CP Tài chính	5,192	3,967	5,398	5,702
<i>Cp Lãi vay</i>	3,585	2,287	3,161	4,115
Lãi lỗ CTLK	0	0	0	0
LN khác	142	426	110	0
LNTT	7,793	13,694	20,204	30,175
Thuế TNDN	992	1,673	2,656	3,772
LNST	6,800	12,020	17,548	26,403
Lợi ích CĐTS	-35	-1	32	0
Khen thưởng phúc lợi	408	469	734	1,584
LNST CĐ Cty mẹ	6,427	11,553	16,782	24,819

TĂNG TRƯỞNG & BIẾN LN				
-	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-15.9%	16.7%	17.8%	35.4%
Tăng trưởng EBIT	-26.1%	51.1%	60.5%	37.8%
Tăng trưởng EBITDA	-17.2%	30.9%	48.3%	53.9%
Tăng trưởng LNST CĐ Cty mẹ	-19.4%	75.9%	45.7%	50.7%
Biên LNG	10.9%	13.3%	17.2%	17.4%
Biên EBIT	8.1%	10.5%	14.3%	14.6%
Biên EBITDA	13.8%	15.5%	19.5%	22.2%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	5.7%	8.7%	10.7%	11.9%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
LNST	6,800	12,020	17,548	26,403
Khấu hao	6,773	6,916	8,482	16,829
Điều chỉnh khác	-3,640	-7,511	-1,513	-3,309
Thay đổi vốn lưu động	-462	-4,816	-18,526	7,494
Phải thu thương mại	-259	2,113	-6,249	-203
Tồn kho	-13	-11,587	-15,462	-6,104
Tài sản khác	-3,433	-2,656	-6,386	6,693
Phải trả thương mại	1,161	1,657	6,047	7,733
Phải trả khác	2,082	5,657	3,524	-626
CFO	9,472	6,608	5,991	47,416
Capex	-17,145	-34,241	-18,082	-262
Đầu tư khác	2,973	3,113	2,343	-5,162
Thu nhập đầu tư	1,371	1,340	441	1,725
CFI	-12,801	-29,788	-15,297	-3,699
Thay đổi vốn	7,283	17,587	18,210	-19,445
Vay ròng	-2	233	-71	19
Cổ tức	-8	-5	-4	0
CFF	7,273	17,815	18,136	-19,425
LCTT Thuần	3,944	-5,365	8,829	24,292
Tiền đầu kỳ	8,325	12,267	6,888	15,703
Điều chỉnh	-1	1	0	0
Tiền cuối kỳ	12,267	6,903	15,717	39,995
FCFF	-4,545	-25,625	-9,346	50,756
FCFE	-391	-10,046	6,119	27,710

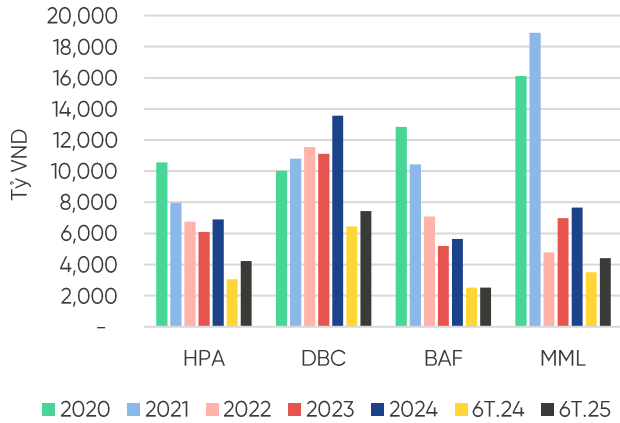
BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	82,716	86,674	119,110	149,568
Tiền & ĐTNH	34,429	25,862	32,703	62,157
Phải thu thương mại	8,583	6,471	12,720	12,923
Tồn kho ròng	34,504	46,091	61,553	67,657
TSNH khác	5,199	8,250	12,135	6,831
Tài sản dài hạn	105,066	137,815	149,477	131,520
TSCĐ hữu hình	71,803	67,244	133,358	119,613
TSCĐ khác	805	744	710	888
XDCBDD	26,083	63,751	6,967	3,967
Đầu tư tài chính	40	137	0	0
Tài sản dài hạn khác	6,335	5,940	8,441	7,052
TỔNG TÀI SẢN	187,783	224,490	268,587	281,088
NỢ PHẢI TRẢ	84,946	109,842	137,624	125,286
Nợ ngắn hạn	71,513	75,225	97,999	88,698
Phải trả thương mại	13,129	14,786	20,833	28,566
Vay ngắn hạn	54,982	55,883	70,518	52,447
Phải trả khác	3,402	4,557	6,648	7,685
Nợ dài hạn	13,433	34,617	39,625	36,588
Vay dài hạn	10,399	27,080	30,656	29,282
Phải trả dài hạn khác	3,034	7,537	8,969	7,306
VCSH	102,836	114,647	130,963	155,802
Vốn góp chủ sở hữu	61,359	63,963	76,755	80,592
Lợi nhuận giữ lại	40,593	49,599	52,566	73,547
Vốn khác	818	795	799	818
Lợi ích CĐTS	66	291	844	844
TỔNG NGUỒN VỐN	187,783	224,490	268,587	281,088

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
-	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số định giá				
P/E	33.6	18.7	12.9	8.7
P/B	2.1	1.9	1.7	1.4
P/FCFE	(552.0)	(21.5)	35.2	7.8
EV/EBITDA	15.0	12.7	8.9	4.8
EV/Sales	2.1	2.0	1.7	1.1
EV/FCFF	(54.3)	(10.6)	(30.4)	4.6
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	6.9%	11.1%	14.3%	18.5%
ROA%	3.8%	5.8%	7.1%	9.6%
ROIC%	5.0%	6.5%	8.8%	11.9%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.2	1.2	1.2	1.7
Vay nợ/Vốn chủ sở hữu	0.6	0.7	0.8	0.5
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	1.0	0.9	0.9	1.3
Đòn bẩy tài chính	1.8	2.0	2.1	1.8
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	26 days	20 days	21 days	21 days
Số ngày tồn kho	119 days	122 days	145 days	129 days
Số ngày phải trả	43 days	42 days	48 days	49 days
Vòng quay tiền	102 days	100 days	118 days	101 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	2.7%	1.9%	1.2%	1.6%
CPTC/DTT	4.4%	2.9%	3.3%	2.6%
SG&A/DTT	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%

Phụ lục 2: Thông tin về sự kiện IPO mảng nông nghiệp

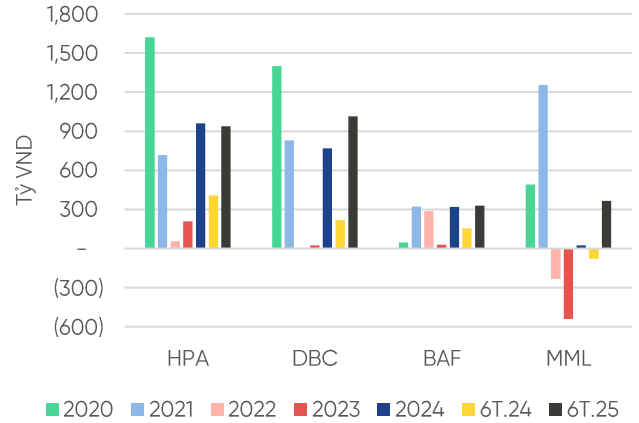
Ngày 17/9/2025, HPG chính thức công bố kế hoạch IPO cho CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát (HPA) cùng mục tiêu niêm yết cổ phiếu trên sàn HSX vào tháng 12/2025. HPA có kế hoạch phát hành 30 triệu cổ phiếu mới (gần 11,8% tổng số cổ phiếu đang lưu hành) thông qua hoạt động IPO. Số tiền thu được sẽ được sử dụng để tài trợ cho việc mở rộng hoạt động kinh doanh của HPA, tập trung vào phân khúc trang trại. Thông tin chi tiết về giá trị IPO hoặc mức định giá kỳ vọng vẫn chưa được công bố.

Hình 14: Doanh thu của HPA so với ngành



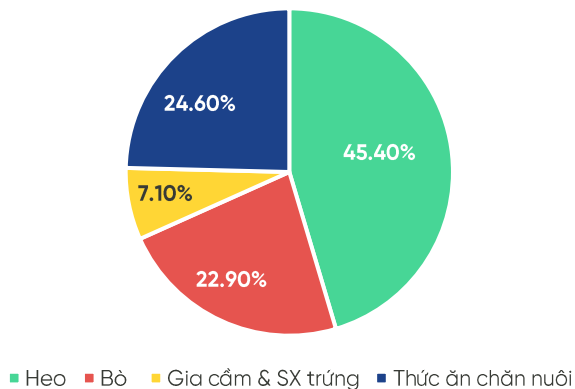
Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Hình 15: Lợi nhuận của HPA vượt trội so với ngành



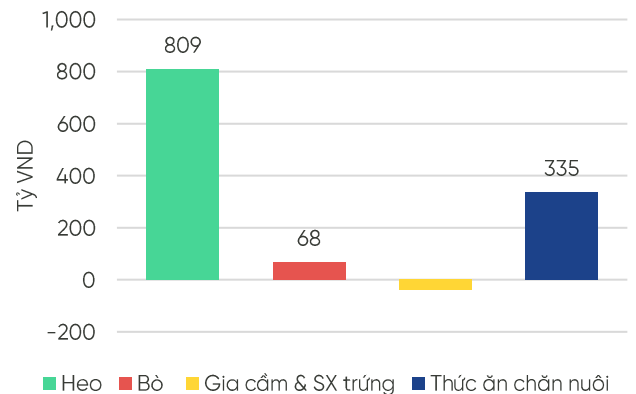
Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Hình 16: Cơ cấu doanh thu 6T.2025 của HPA



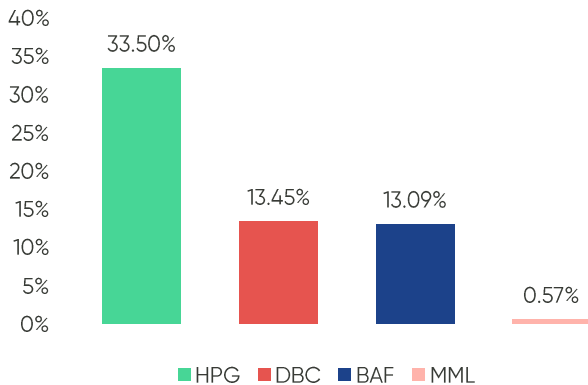
Nguồn: HPA, VPBankS Research tổng hợp

Hình 17: Cơ cấu lợi nhuận 6T.2025 của HPA



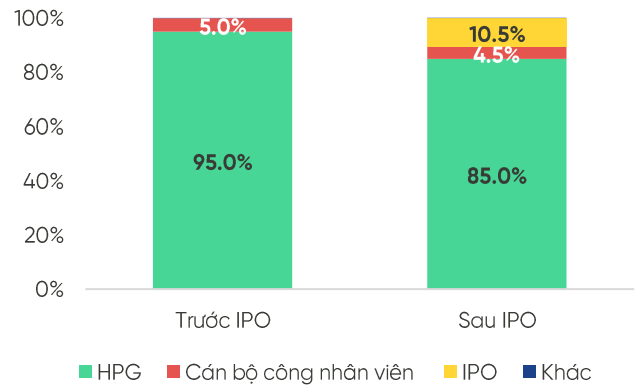
Nguồn: HPA, VPBankS Research tổng hợp

Hình 18: ROE của HPA vượt trội so với ngành



Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Hình 19: Cơ cấu cổ đông của HPA



Nguồn: VPA, VPBankS Research tổng hợp

Mảng nông nghiệp của HPG bao gồm hoạt động sản xuất thức ăn chăn nuôi (600.000 tấn/năm), chăn nuôi lợn (600.000 con/năm), chăn nuôi bò (150.000 con/năm) và trứng gà (330 triệu trứng/năm). Tăng trưởng trong 1H.25 được hỗ trợ bởi việc kiểm soát chặt chẽ quy trình vận hành và điều kiện thị trường thuận lợi đối với giá thịt lợn. Nhờ có lợi nhuận vượt trội, chúng tôi tin rằng mức định giá P/E, P/B của HPA có thể sẽ cao hơn so với các công ty cùng ngành.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, quận Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn