

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

Sản xuất Thép

XẾP HẠNG 1 NĂM
MUA

Giá mục tiêu	30,150 đồng
Lợi nhuận kỳ vọng	29.4%
Giá đóng cửa gần nhất	23,300 đồng/CP

Sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn 2026 – 2028 được hỗ trợ bởi các đại dự án tại thị trường nội địa

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

- Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ giai đoạn 2026 – 2027 khả năng cao vượt mức dự phóng cũ nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ các đại dự án tại thị trường nội địa
- Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ HRC tiếp tục được hỗ trợ bởi biện pháp bảo hộ tại thị trường nội địa và chênh lệch giá tại các thị trường xuất khẩu chính
- Giá thép tăng tạo điều kiện mở rộng biên gộp năm 2026 trong khi giá than coke được kỳ vọng hạ nhiệt sẽ hỗ trợ biên gộp các năm tiếp theo

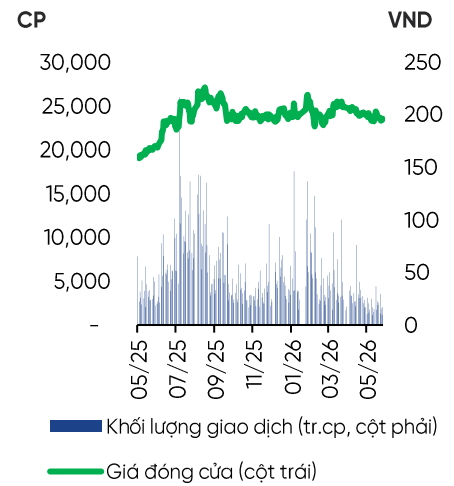
Rủi ro đầu tư

- Mức thuế tự vệ của Việt Nam đối với sản phẩm thép dài nhập khẩu hết hạn làm tăng sức ép cạnh tranh đối với thép nội địa
- Việc mở rộng dự án có thể khiến hiệu quả sử dụng vốn sụt giảm trong trường hợp điều kiện kinh doanh không thuận lợi
- Lãi suất tiếp tục tăng mạnh 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	2024	2025	2026E	2027F
Doanh thu	138,855	156,116	216,739	239,485
- Tăng trưởng DT	16.7%	12.4%	38.8%	10.5%
Lợi nhuận gộp	18,498	24,498	33,792	37,493
- Tỷ suất LNG	13.3%	15.7%	15.6%	15.7%
LNTT	13,694	18,041	28,625	31,248
- Tỷ suất LNTT	9.9%	11.6%	13.2%	13.0%
Tài sản ngắn hạn	86,674	103,659	129,260	155,682
Tài sản dài hạn	137,815	154,240	154,762	147,301
Tổng tài sản	224,490	257,899	284,022	302,983
Nợ phải trả	109,842	126,679	134,142	130,395
Vốn chủ sở hữu	114,647	131,220	149,880	172,588
-Nợ vay/VCSH	0.7	0.7	0.6	0.5

Vốn hóa (tỷ đồng)	199,676
Số CP lưu hành (tr CP)	8,443
Sở hữu NN còn lại (tr CP)	2,318
KLGD TB 52 tuần (tr CP)	45
Giá cao nhất 52 tuần	27,100
Giá thấp nhất 52 tuần	20,200
Beta (lần)	0.8

Diễn biến giá cổ phiếu



VND	2025	2026F	% YoY
EPS (VND)	2,110	2,907	37.7%
BVPS (VND)	16,830	17,642	4.8%
P/E	14.3	8.0	-44.0%
P/B	1.6	1.3	-18.8%
ROA	6.4%	8.9%	38.1%
ROE	12.2%	16.8%	38.1%

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. Sau khi hoàn thành dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 vào cuối năm 2025, năng lực sản xuất thép của Hòa Phát đã đạt 15 triệu tấn/năm, tương đương Top 30 DN thép lớn nhất thế giới.

Chuyên viên phân tích

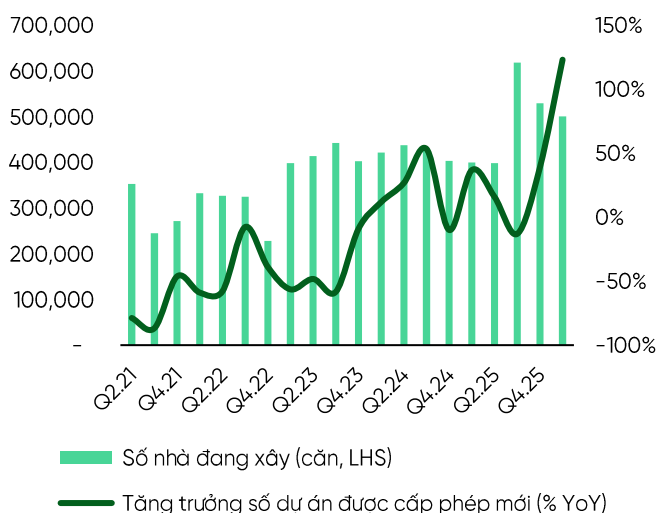
Nguyễn Dương Tuấn Minh
minhndt@vpbanks.com.vn

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ giai đoạn 2026 – 2027 khả năng cao vượt mức dự phóng cũ nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường nội địa

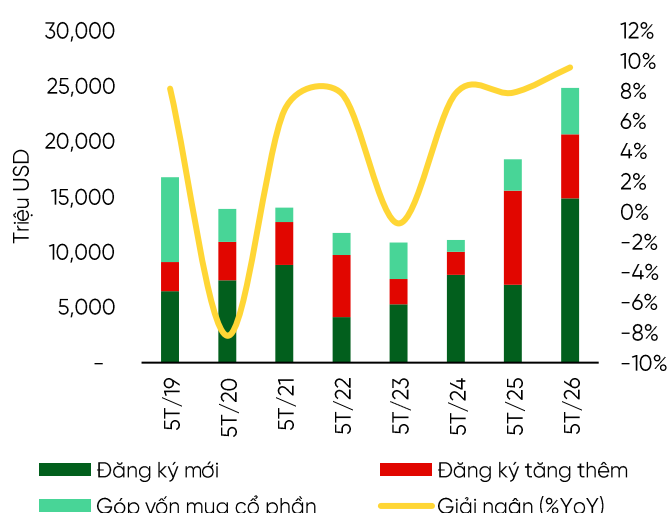
Trong 5 tháng 2026, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ của Hòa Phát đạt 2,331,367 tấn (+8.6% YoY). Thị trường nội địa tiếp tục ghi nhận tín hiệu tích cực với sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 2,111,547 tấn (+19.6% YoY), vượt kỳ vọng của chúng tôi. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu tiếp tục ghi nhận mức sụt giảm lớn hơn so với kỳ vọng của chúng tôi, giảm -42.3% YoY và chỉ đạt 219,820 tấn. Các chênh lệch so với dự phóng cũ đến từ các nguyên nhân: (1) Đối với thị trường nội địa, các chủ đầu tư lớn tiếp tục đẩy mạnh việc triển khai các dự án bất động sản mặc dù lãi suất ghi nhận xu hướng tăng và (2) Đối với thị trường xuất khẩu, hoạt động xây dựng tại Thái Lan và Philippines tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực chủ yếu do tồn kho dự án bất động sản ở mức cao và giá nhà vượt nhiều so với thu nhập trung bình hộ gia đình.

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



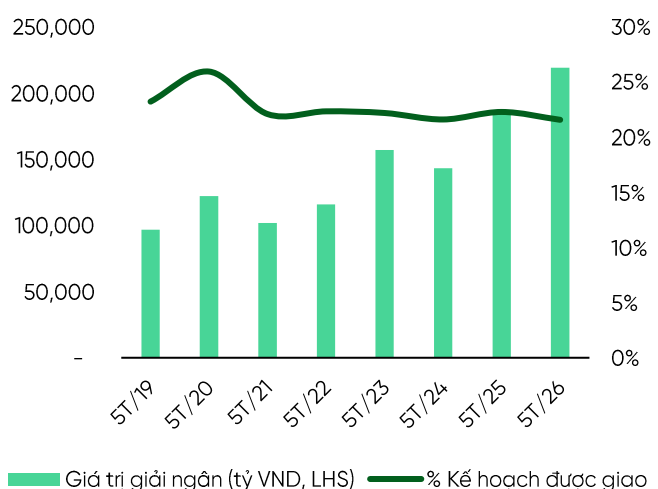
Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Hình 2: Tổng vốn FDI đăng ký và vốn FDI giải ngân trong 5 tháng 2026 tiếp tục tăng mạnh



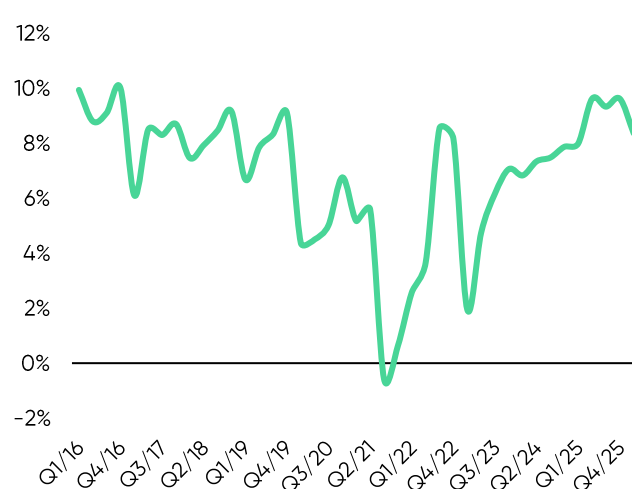
Nguồn: Bộ Tài chính, VPBankS Research

Hình 3: Giá trị giải ngân vốn đầu tư công tăng 19% trong 5T/26 và được đặt kế hoạch tăng 22% trong cả năm 2026



Nguồn: Bộ Tài chính, VPBankS Research

Hình 4: Tăng trưởng GDP ngành xây dựng tiếp tục neo ở mức cao



Nguồn: GSO, VPBankS Research

Đối với triển vọng tại thị trường nội địa trong giai đoạn 2026 – 2027, chúng tôi nâng mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng dự phóng lên +14%/+10% YoY trong lần lượt

2026F/2027F. Mức điều chỉnh tăng của chúng tôi được hỗ trợ bởi (1) Nhu cầu tiêu thụ thép cho lĩnh vực bất động sản dân dụng kỳ vọng tiếp tục neo ở mức cao nhờ các chủ đầu tư lớn đẩy mạnh việc thực hiện các đại dự án như Vinhomes Wonder City, Vinhomes Global Gate Hạ Long, Vinhomes Green Paradise, Vinhomes Olympic Ngọc Hồi, Tổ hợp đô thị – cảng An Tây, Hồng Lạc City, Alluvia City,... (2) Công tác giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh trong bối cảnh kế hoạch vốn đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 được đặt gấp 2.7 lần giai đoạn 2021 – 2025, với các dự án lớn như Tổ hợp dự án phục vụ APEC 2027 Phú Quốc, đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng, đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh, cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ, sân bay Gia Bình và (3) Nhu cầu phát triển hạ tầng điện nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP 2 chữ số và chuyển đổi xanh.

Đối với triển vọng tại các thị trường xuất khẩu, sản lượng thép xây dựng xuất khẩu trong năm 2026 và 2027 được điều chỉnh giảm. Cụ thể, chúng tôi dự phóng sản lượng thép xây dựng xuất khẩu sẽ thay đổi lần lượt -21%/-8% trong lần lượt 2026F/2027F. Chúng tôi cho rằng khối lượng công việc ngành xây dựng bất động sản dân dụng tại Thái Lan và Philippines khả năng cao chưa thể phục hồi ngay trong 2027 trong khi khối lượng công việc ngành xây dựng tại Indonesia và Malaysia sẽ tăng trưởng chậm lại.

Với các dự phóng trên, mảng thép xây dựng của HPG sẽ ghi nhận hiệu suất hoạt động lần lượt 92.3%/90.7% trong lần lượt 2026F/2027F. Chúng tôi lưu ý HPG hiện đang trong giai mở rộng công suất mảng thép xây dựng tại Dung Quất và Long An, công ty dự kiến công suất mảng thép xây dựng sẽ đạt khoảng 7.6 triệu tấn, tăng 29% so với công suất hiện tại. (Chi tiết về các dự án mở rộng công suất thép xây dựng xem tại **Phụ lục 2** của báo cáo).

Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ HRC tiếp tục được hỗ trợ bởi biện pháp bảo hộ tại thị trường nội địa và chênh lệch giá tại các thị trường xuất khẩu

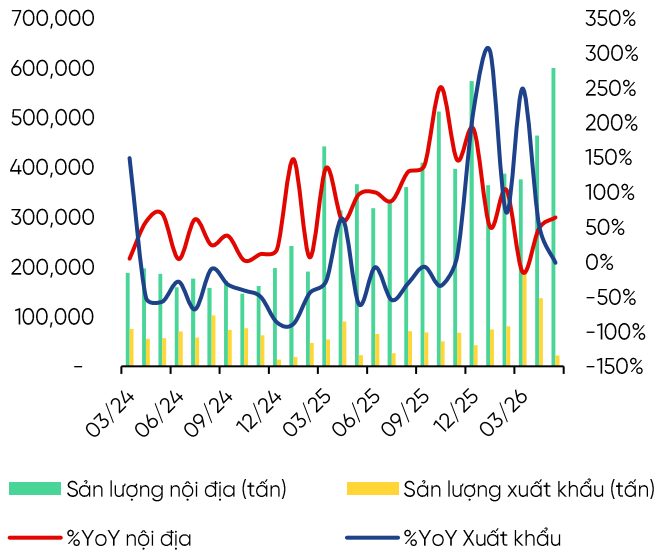
Hòa Phát ghi nhận sản lượng HRC tiêu thụ trong 5 tháng 2026 đạt 2,693,588 tấn (+50.8% YoY). Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi cả thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ HRC nội địa 5T/26 đạt 2,191,019 tấn (+41% YoY) và sản lượng xuất khẩu đạt 502,569 tấn (+117% YoY). Nhìn chung, mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa phù hợp với dự phóng của chúng tôi trong khi sản lượng xuất khẩu đã tăng trưởng tích cực hơn nhiều so với dự phóng. Chúng tôi cho rằng diễn biến tích cực của sản lượng HRC xuất khẩu được hỗ trợ bởi: (1) Mức chênh lệch giá HRC Việt Nam và giá HRC tại thị trường Mỹ được mở rộng do tình trạng thiếu hụt HRC giao ngay tại thị trường này sau khi Mỹ nâng gấp đôi mức thuế áp dụng cho các sản phẩm thép nhập khẩu theo mục 232 và (2) Hòa Phát chiếm thêm thị phần HRC nhập khẩu tại thị trường Châu Âu do không bị áp thuế chống bán phá giá như các nhà sản xuất HRC khác tại Việt Nam, giúp giảm thiểu tác động từ việc Châu Âu áp dụng mức trần hạn ngạch nhập khẩu đối với các sản phẩm thép từ ngày 01/04/2025.

Đối với triển vọng 2026 – 2027, chúng tôi cho rằng thị trường nội địa sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn này với hỗ trợ từ thuế chống bán phá giá HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và thuế chống lẩn tránh biện pháp phòng vệ thương mại đối với HRC khổ rộng (chúng tôi kỳ vọng Bộ Công thương sẽ công bố mức thuế chống lẩn tránh biện pháp phòng vệ thương mại chính thức sau thời gian áp dụng tạm thời). Do vậy, sản lượng tiêu thụ HRC nội địa được dự phóng tăng trưởng lần lượt +51.5%/+30.0% YoY trong 2026F/2027F.

Đối với thị trường xuất khẩu, chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC xuất khẩu sẽ ghi nhận mức tăng trưởng +43% YoY trong năm 2026 nhờ vào: (1) Mức chênh lệch lớn giữa giá HRC thị trường Việt Nam và thị trường Mỹ khả năng cao sẽ được duy trì trong 2026 – 2027 do thiếu hụt HRC giao ngay tại Mỹ. Chúng tôi lưu ý do phương pháp sản xuất thép bằng lò hồ quang điện (EAF) chiếm khoảng 70% công suất sản xuất thép tại Mỹ nên thị trường này vẫn phải nhập khẩu sản phẩm HRC chất lượng cao (ứng dụng trong sản xuất ô tô) hoặc nhập khẩu gang thô sản xuất từ lò cao làm nguyên liệu đầu vào để sản xuất được HRC chất lượng cao; (2) HPG tiếp tục chiếm thêm thị phần xuất khẩu HRC sang EU do không phải chịu thuế chống bán phá giá HRC như các doanh nghiệp thép Việt Nam khác. Tuy

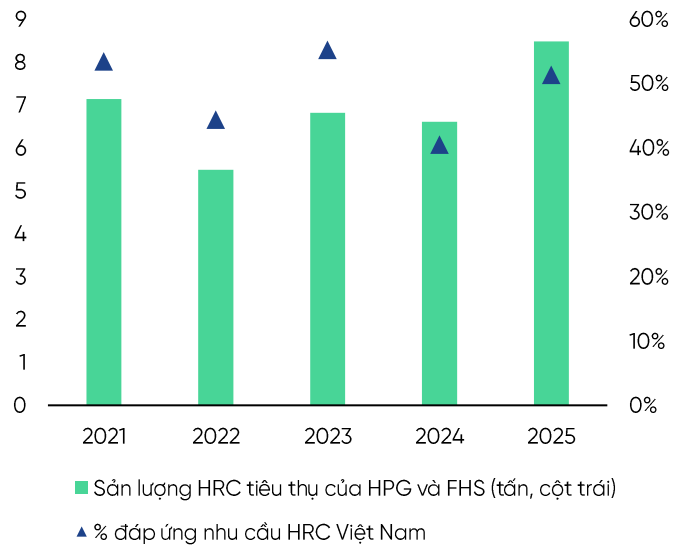
nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng HRC xuất khẩu sẽ giảm -32% YoY trong năm 2027 chủ yếu do tác động tiêu cực từ việc EU giảm một nửa mức hạn ngạch miễn thuế đối với sản phẩm thép và tăng gấp đôi mức thuế bảo hộ đối với sản lượng ngoài hạn ngạch sẽ được phản ánh đầy đủ trong năm 2027. Chúng tôi cũng nhận thấy cơ chế CBAM có tác động tiêu cực tới hoạt động xuất khẩu HRC, tuy nhiên chúng tôi cho rằng tác động trong ngắn hạn là không đáng kể và HPG vẫn có thể chủ động giảm thiểu tác động từ CBAM (chi tiết tham khảo **Phụ lục 3** của báo cáo này).

Hình 5: Sản lượng HRC tiêu thụ trong 5 tháng 2026 của HPG



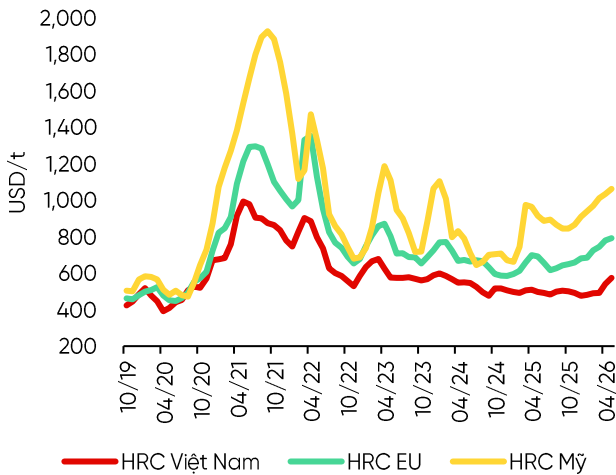
Nguồn: HPG, VPBankS Research

Hình 6: Sản lượng HRC tiêu thụ của Hòa Phát và Formosa hiện chỉ chiếm hơn 50% nhu cầu HRC tại Việt Nam



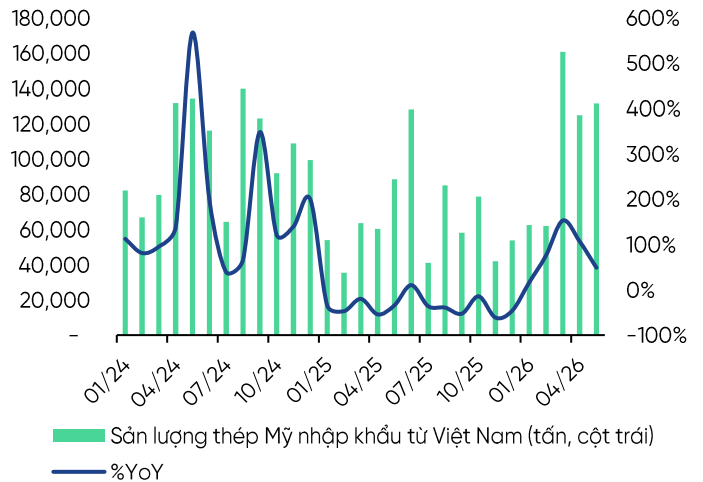
Nguồn: Customs, VSA, VPBankS Research

Hình 7: Mức chênh lệch giữa giá HRC Việt Nam và giá HRC tại Mỹ tăng dần từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research tổng hợp

Hình 8: Sản lượng thép Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh trong 5 tháng 2026



Nguồn: ITC, VPBankS Research tổng hợp

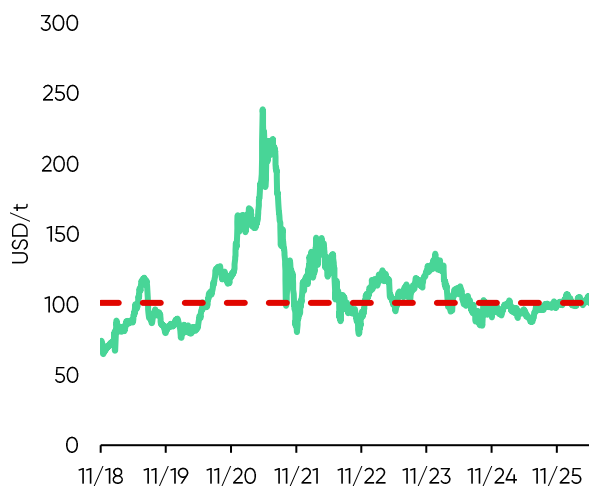
Với các điều chỉnh ở trên, chúng tôi ước tính hiệu suất hoạt động của dây chuyền HRC tại tổ hợp Dung Quất sẽ đạt 80%/98% trong lần lượt 2026F/2027F. Từ năm 2028 đến 2030, chúng tôi ước tính hiệu suất hoạt động của mảng HRC sẽ được duy trì ở mức 96% với sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa đóng góp phần lớn tỷ trọng. Chúng tôi lưu ý sản lượng HRC do HPG và Formosa sản xuất hiện mới chỉ đáp ứng khoảng hơn 52% nhu cầu HRC nội địa. Do vậy, rủi ro dư cung trong trung hạn từ các dự án bổ sung công suất HRC của Xuân Thiện và VinMetal là thấp do các dự án này khả năng cao sẽ không đi vào vận hành trước năm 2030 trong kịch bản cơ sở (chi tiết tham khảo **Phụ lục 4** của báo cáo).

Giá thép tăng tạo điều kiện mở rộng biên gộp năm 2026 trong khi giá than coke được kỳ vọng hạ nhiệt sẽ hỗ trợ biên gộp các năm tiếp theo

Tính từ thời điểm đầu năm tới hiện tại, giá than coke đã ghi nhận mức tăng 8.9%. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nguồn cung than coke từ Úc bị ảnh hưởng tạm thời do mưa lớn kéo dài cùng chi phí khai thác tăng do giá dầu tăng. Trong khi đó, giá quặng sắt đã ghi nhận mức giảm -3.9% tính từ thời điểm đầu năm chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc vẫn còn yếu.

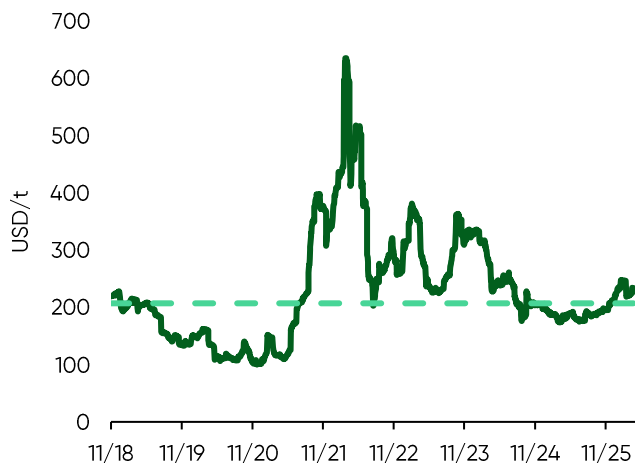
Đối với giá bán thép, giá thép thanh Trung Quốc hiện tại gần như không thay đổi so với thời điểm đầu năm, chủ yếu do thị trường bất động sản Trung Quốc hiện tại chưa cho thấy tín hiệu tích cực. Trong khi đó, giá thép xây dựng nội địa cùng giá HRC Việt Nam đã tăng lần lượt 8% và 18%. Điều này phản ánh nhu cầu sử dụng thép tại Việt Nam hiện tại vẫn tích cực hơn nhiều khi so sánh với nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc.

Hình 9: Quặng sắt hiện được giao dịch tại mức giá trung vị 8 năm



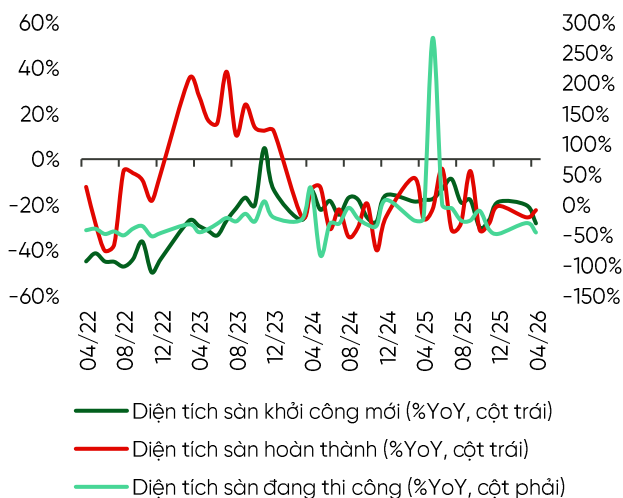
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 10: Giá than coke tăng do thiếu hụt tạm thời nguồn cung từ Úc và chi phí khai thác tăng



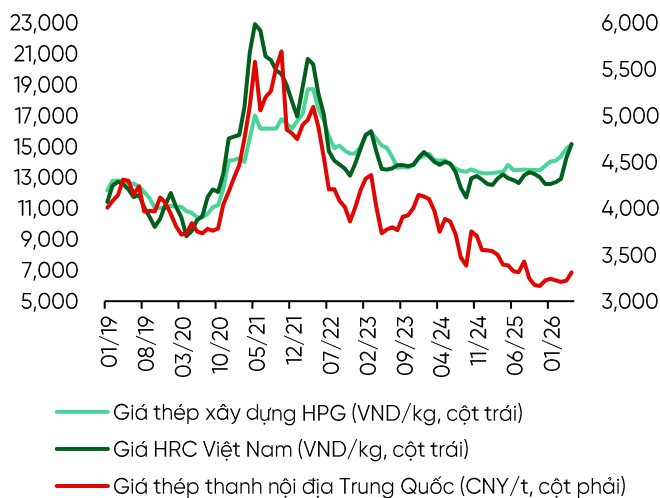
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 11: Thị trường bất động sản Trung Quốc chưa cho thấy tín hiệu tích cực



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 12: Giá thép Việt Nam có mức tăng mạnh hơn so với giá thép Trung Quốc nhờ nhu cầu tích cực từ nội địa



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Chúng tôi kỳ vọng giá thép Việt Nam sẽ có mức điều chỉnh giảm nhẹ trong khoảng thời gian còn lại của năm 2026. Nguyên nhân chính đến từ: (1) Giá thép Trung Quốc khả năng cao sẽ tiếp tục được giao dịch quanh vùng giá thấp, tạo sức ép lên giá thép Việt Nam trong bối cảnh thuế tự vệ đối sản phẩm phi thép và thép dài nhập khẩu từ Trung Quốc

đã hết hạn từ tháng 03/2026; (2) Chúng tôi kỳ vọng giá than coke sẽ hạ nhiệt dần trong nửa cuối 2026 do nguồn cung than coke từ Úc đang hồi phục dần và chi phí khai thác giảm theo giá dầu. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp mangan thép của HPG sẽ đạt mức 15.0%/15.1% trong 2026/2027F, thấp hơn so với mức 16.8%/17.6% trong dự phóng cũ. Dự phóng mới của chúng tôi phản ánh kỳ vọng giá thép điều chỉnh nhẹ trong nửa cuối năm 2026 sau khi đã tăng mạnh kể từ đầu quý 2 do ảnh hưởng từ giá nguyên vật liệu đầu vào tăng trong bối cảnh xung đột Mỹ - Iran.

Cập nhật các giả định chính

Cập nhật giả định sản lượng thép tiêu thụ

Đối với dự phóng cho 3 năm 2026/2027F/2028F, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ tăng trưởng 10%/8%/6% 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 sản lượng tiêu thụ sẽ thay đổi +51.5%/+22.7%/-2.4% svck. Như đã đề cập ở báo cáo cập nhật trước, 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 thuế chống lẩn tránh phòng vệ thương mại được tạm thời áp dụng từ tháng 04.

Bảng 1: Giả định sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát

Tấn	2025	2026E	2027F	2028F
Thép xây dựng	4,864,497	5,352,349	5,801,619	6,131,540
HRC	5,076,446	7,689,200	9,437,707	9,215,422
Tôn mạ	423,486	408,334	416,501	424,831
Ống thép	840,538	911,555	929,786	939,084

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Cập nhật giả định giá thép

Chúng tôi giả định giá thép xây dựng trung bình năm 2026 của HPG sẽ tăng 6.8% so với 2025 và giả định giá bán HRC trung bình 2026 tăng 2.7% svck, cao hơn so với giả định tăng 1.5% trong dự phóng cũ do tỷ trọng đơn hàng xuất khẩu trong 2026 được cải thiện và giá HRC có xu hướng tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm 2026. Cho năm 2027/2028, chúng tôi giả định giá thép xây dựng Hòa Phát điều chỉnh lần lượt -6%/-1% svck trong khi giá HRC điều chỉnh -3%/-1% svck với kỳ vọng giá nguyên vật liệu đầu vào hạ nhiệt như đã trình bày ở trên. Nhìn chung, với các giả định trên, giá bán thép trung bình ước tính của Hòa Phát trong 2026E/2027F/2028F sẽ điều chỉnh lần lượt 7.4%/-3.7%/-0.5%.

Bảng 2: Giả định giá bán thép trung bình của Hòa Phát

Triệu VND/tấn	2025	2026E	2027F	2028F
Giá bán thép trung bình	12.9	13.9	13.3	13.3

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 2026E/2027F/2028F, chúng tôi dự phóng doanh thu của Hòa Phát sẽ tăng trưởng lần lượt 38.8%/10.5%/0.5% svck và đạt 216,739/239,485/240,756 tỷ VND. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp được dự báo sẽ đạt 15.6%/15.7%/16.0%, thấp hơn so với dự phóng cũ (17.4%/17.9%/18.3%) do chúng tôi cho rằng việc giá thép và giá nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh trong năm 2026 sẽ tạo ra nhiều thách thức cho doanh nghiệp trong việc quản trị tồn kho nguyên vật liệu. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của

Hòa Phát sẽ tăng trưởng lần lượt 55.2%/9.0%/2.3% svck và đạt 24,078/26,248/26,860 tỷ VND cho các năm 2026E/2027F/2028F.

Bảng 3: Tóm tắt KQKD với dự phóng mới

Tỷ VND	2024	2025	2026E	2027F	2028F
Doanh thu	138,855	156,116	216,739	239,485	240,756
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.3%	15.7%	15.6%	15.7%	16.0%
Lợi nhuận từ HĐKD	14,615	20,428	27,935	31,027	32,059
LNST	12,020	15,515	24,078	26,248	26,860
- %YoY LNST	76.8%	29.1%	55.2%	9.0%	2.3%

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 30,151 VND/cp. Tại mức định giá này, HPG đang được giao dịch quanh mức P/E 2026 forward 10.9x và mức P/B 2026 forward 1.7x.

Giả định:

Chi phí VCSH	15.0%
Chi phí nợ	7.0%
WACC	12.2%
G – tăng trưởng dài hạn	2.5%

Định giá theo FCFF:

PV dòng tiền tự do	180,669
PV giá trị cuối cùng	136,692
Giá trị doanh nghiệp	317,361
(+) Tiền & Đầu tư	35,723
(-) Nợ	(90,617)
(-) Lợi ích CĐTS	(837)
Giá trị lõi doanh nghiệp	261,629
Số lượng cổ phần	8,442,964,520
Giá trị một cổ phần	30,988

Tổng hợp định giá:

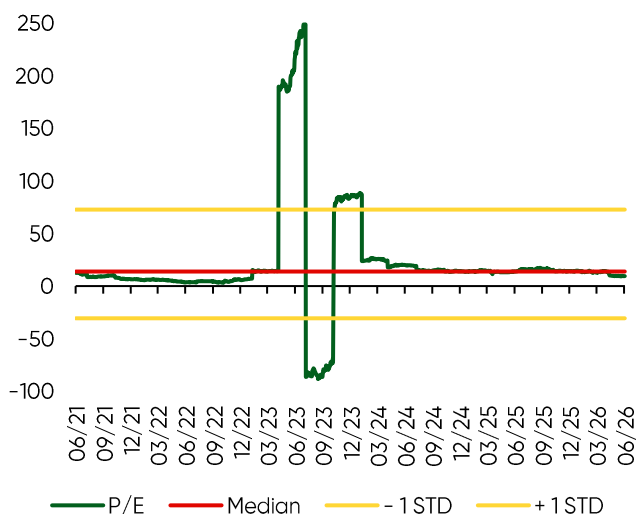
Phương pháp	Tỷ trọng
FCFF	60%
FCFE	40%
Định giá tổng hợp	30,151

Định giá theo FCFE:

PV dòng tiền tự do	126,941
PV giá trị cuối cùng	82,144
(+) Tiền & Đầu tư	35,723
(-) Lợi ích CĐTS	(837)
Giá trị vốn chủ sở hữu	243,970
Số lượng cổ phần	8,442,964,520
Giá trị một cổ phần	28,896

Nguồn: VPBankS ước tính

Hình 13: HPG được giao dịch quanh P/E trung vị 13.8 lần



Hình 14: HPG được giao dịch quanh P/B trung vị 1.6 lần



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 30,150 VND/cp với tiềm năng tăng giá 29.4% tính từ mức giá đóng cửa ngày 30/06/2026.

Rủi ro đầu tư

Mức thuế tự vệ của Việt Nam đối với sản phẩm thép dài nhập khẩu hết hạn làm tăng sức ép cạnh tranh đối với thép nội địa

Thuế tự vệ đối với thép dài nhập khẩu đã hết hiệu lực sau ngày 21/03/2026 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 trong bối cảnh giá thép Trung Quốc vẫn đang giao dịch ở mức thấp nhất 8 năm. Tuy nhiên, theo chia sẻ từ phía HPG, các nhà thầu tại Việt Nam vẫn ưa thích sử dụng thép thanh thương hiệu nội địa hơn nhằm đảm bảo về chất lượng sản phẩm và thời gian giao hàng. HPG cũng cho biết rủi ro cạnh tranh về giá sẽ tập trung nhiều hơn ở sản phẩm thép dây cuộn. Doanh nghiệp hiện đang theo dõi diễn biến giá của sản phẩm này và sẽ đề nghị điều tra chống bán phá giá nếu cần thiết. Chúng tôi đã phản ánh rủi ro này tại giả định giá thép trong mô hình định giá.

Việc mở rộng dự án có thể khiến hiệu quả sử dụng vốn sụt giảm trong trường hợp điều kiện kinh doanh không thuận lợi

Trong trường hợp tốc độ triển khai các dự án bất động sản và đầu tư công chậm lại khiến nhu cầu tiêu thụ thép cho lĩnh vực xây dựng suy giảm. Chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm hiệu quả sử dụng vốn do HPG đang thực hiện mở rộng công suất mảng thép xây dựng thêm 29% trong giai đoạn 2026 – 2030 (thông tin chi tiết tham khảo tại **Phụ lục 2**).

Lãi suất tiếp tục tăng mạnh 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 tiếp tục tăng mạnh như trong giai đoạn Q4/25 – Q1/26, 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	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	138,855	156,116	216,739	239,485
Giá vốn	120,358	131,618	182,946	201,991
LN gộp	18,498	24,498	33,792	37,493
CP Bán hàng & Quản lý	3,883	4,070	5,857	6,466
EBIT	14,615	20,428	27,935	31,027
DT Tài chính	2,619	2,082	8,728	6,413
CP Tài chính	3,967	4,604	8,215	6,192
<i> Cp Lãi vay</i>	2,287	3,115	6,022	4,476
Lãi lỗ CTLK	0	0	0	0
LN khác	426	135	176	0
LNTT	13,694	18,041	28,625	31,248
Thuế TNDN	1,673	2,526	4,546	5,000
LNST	12,020	15,515	24,078	26,248
Lợi ích CDTS	-1	62	165	184
Khen thưởng phúc lợi	469	605	488	1,303
LNST CĐ Cty mẹ	12,021	15,453	23,914	26,065

TĂNG TRƯỞNG & BIẾN LN				
-	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu	16.7%	12.4%	38.8%	10.5%
Tăng trưởng EBIT	51.1%	39.8%	36.8%	11.1%
Tăng trưởng EBITDA	31.0%	34.2%	34.8%	9.8%
Tăng trưởng LNST CĐ Cty mẹ	75.9%	28.5%	54.8%	9.0%
Biên LNG	13.3%	15.7%	15.6%	15.7%
Biên EBIT	10.5%	13.1%	12.9%	13.0%
Biên EBITDA	15.5%	18.5%	18.0%	17.9%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	8.7%	9.9%	11.0%	10.9%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
LNST	12,020	15,515	24,078	26,248
Khấu hao	6,916	8,471	11,013	11,730
Điều chỉnh khác	-7,511	1,862	-8,126	-5,249
Thay đổi vốn lưu động	-4,816	-8,482	-10,302	5,239
Phải trả thương mại	2,113	-6,379	-2,836	-192
Tồn kho	-11,587	-6,737	-9,937	-6,410
Tài sản khác	-2,656	-2,992	-1,866	4,033
Phải trả thương mại	1,657	7,237	3,606	4,808
Phải trả khác	5,657	389	730	3,000
CFO	6,608	17,366	16,663	37,968
Capex	-34,241	-25,680	-13,138	-4,223
Đầu tư khác	3,113	-1,372	-861	-731
Thu nhập đầu tư	1,340	1,237	1,512	3,946
CFI	-29,788	-25,814	-12,488	-1,008
Thay đổi vốn	17,587	9,211	3,146	-11,555
Vay ròng	233	687	184	19
Cổ tức	-5	-37	-3,850	-2,257
CFF	17,815	9,862	-520	-13,792
LCTT Thuần	-5,365	1,413	3,655	23,168
Tiền đầu kỳ	12,252	6,888	8,301	11,921
Điều chỉnh	1	0	0	0
Tiền cuối kỳ	6,888	8,301	11,956	35,089
FCFF	-25,625	-5,635	8,590	37,505
FCFE	-10,046	897	6,671	22,191

BẢNG CĐKT				
(Tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	86,674	103,659	129,260	155,682
Tiền & ĐTNH	25,862	27,785	39,342	63,241
Phải thu thương mại	6,471	12,850	15,686	15,878
Tồn kho ròng	46,091	52,828	62,765	69,175
TSNH khác	8,250	10,196	11,467	7,388
Tài sản dài hạn	137,815	154,240	154,762	147,301
TSCĐ hữu hình	67,244	133,421	127,808	124,109
TSCĐ khác	744	715	735	726
XDCBDD	63,751	10,870	16,770	12,971
Đầu tư tài chính	137	2,248	1,869	1,869
Tài sản dài hạn khác	5,940	6,986	7,580	7,626
TỔNG TÀI SẢN	224,490	257,899	284,022	302,983
NỢ PHẢI TRẢ	109,842	126,679	134,142	130,395
Nợ ngắn hạn	75,225	94,186	104,469	103,457
Phải trả thương mại	14,786	22,023	25,629	30,437
Vay ngắn hạn	55,883	64,695	71,683	64,709
Phải trả khác	4,557	7,468	7,157	8,311
Nợ dài hạn	34,617	32,493	29,673	26,938
Vay dài hạn	27,080	27,479	23,617	19,037
Phải trả dài hạn khác	7,537	5,014	6,056	7,901
VCSH	114,647	131,220	149,880	172,588
Vốn góp chủ sở hữu	63,963	76,755	85,342	85,342
Lợi nhuận giữ lại	49,599	51,038	62,809	85,314
Vốn khác	795	1,388	799	818
Lợi ích CDTS	291	2,039	931	1,115
TỔNG NGUỒN VỐN	224,490	257,899	284,022	302,983

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
-	2024	2025	2026F	2027F
Chỉ số định giá				
P/E	17.3	13.4	8.5	8.1
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2
P/FCFE	(19.9)	222.5	29.9	9.0
EV/EBITDA	11.9	9.1	6.6	5.1
EV/Sales	1.8	1.7	1.2	0.9
EV/FCFF	(10.0)	(46.9)	29.8	5.9
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	11.1%	12.7%	17.2%	16.3%
ROA%	5.8%	6.4%	8.9%	8.9%
ROIC%	6.5%	7.9%	9.6%	10.2%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.2	1.1	1.2	1.5
Vay nợ/Vốn chủ sở hữu	0.7	0.7	0.6	0.5
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	0.9	0.9	1.0	1.3
Đòn bẩy tài chính	2.0	2.0	1.9	1.8
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	20 days	23 days	24 days	24 days
Số ngày tồn kho	122 days	137 days	115 days	119 days
Số ngày phải trả	42 days	51 days	48 days	51 days
Vòng quay tiền	100 days	109 days	92 days	93 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	1.9%	1.3%	4.0%	2.7%
CPTC/DTT	2.9%	2.9%	3.8%	2.6%
SG&A/DTT	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%

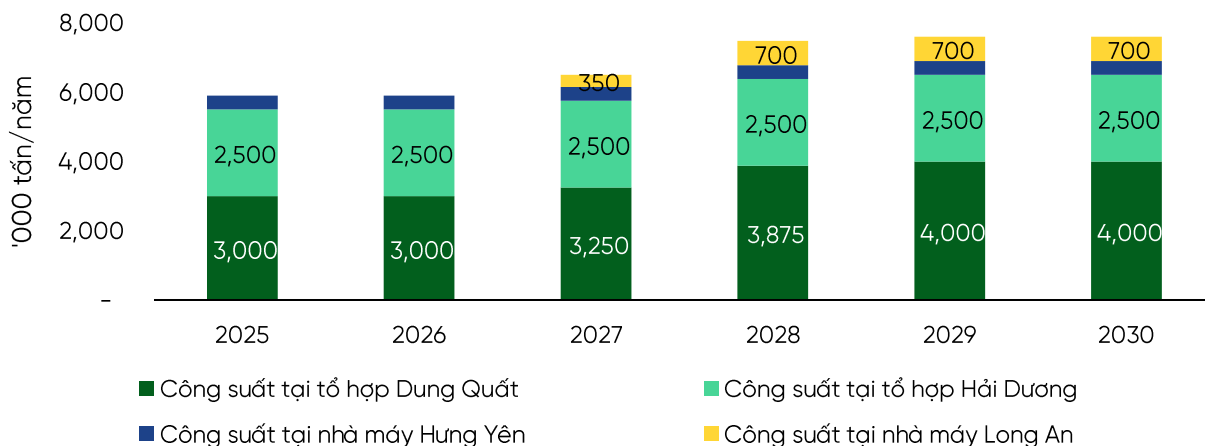
Phụ lục 2: Thông tin về các dự án đầu tư của doanh nghiệp giai đoạn 2026 - 2030

Các dự án mở rộng công suất mangan thép

HPG hiện đang thực hiện các dự án nâng công suất mangan thép xây dựng từ mức 5.9 triệu tấn/năm ở thời điểm hiện tại lên mức 7.6 triệu tấn/năm vào năm 2029, tương ứng với mức tăng 28.8% so với công suất hiện tại. Các dự án mở rộng bao gồm:

- Dự án nhà máy luyện cán thép tại Tây Ninh: Dự án có tổng mức đầu tư là 2,450 tỷ VND, sản phẩm của dự án bao gồm 21,000 tấn phôi thép/năm và 679,000 tấn thép xây dựng/năm. Dự án sử dụng phương pháp lò điện cảm ứng để luyện thép. Doanh nghiệp đặt mục tiêu vận hành chính thức dự án từ tháng 08/2027. Tại cuối Q1/26, HPG đã đầu tư 747 tỷ cho dự án này.
- Nâng công suất dự án Dung Quất 2 từ 5.6 triệu tấn sản phẩm/năm lên 6.1 triệu tấn sản phẩm/năm: Phần công suất tăng thêm bao gồm 500.000 tấn thép dây cuộn chất lượng cao mỗi năm. Doanh nghiệp đặt mục tiêu vận hành chính thức dự án từ Q2/28. Tại cuối Q1/26, HPG vẫn chưa ghi nhận chi phí đầu tư cho dự án này.
- Dự án sản xuất ray đường sắt và thép đặc biệt Hòa Phát Dung Quất: Dự án có tổng mức đầu tư là 10,000 tỷ, sản phẩm của dự án bao gồm 200,000 tấn thép ray/năm và 500,000 tấn thép hình, thép đặc biệt/năm. HPG đã khởi công dự án này từ tháng 12/2025 và đặt mục tiêu có sản phẩm chính thức vào Q2/27. Tuy nhiên, do chưa có hướng dẫn cụ thể quy trình đặt hàng thép ray và quy định ưu tiên nội địa hóa cho dự án đường sắt cao tốc, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ đưa phần công suất sản xuất thép hình, thép đặc biệt (ứng dụng chủ yếu trong ngành xây dựng) đi vào hoạt động trước trong năm 2027.

Hình 15: Công suất thép xây dựng giai đoạn 2025 – 2030 của HPG



Nguồn: HPG, VPBankS Research tổng hợp

Ngoài ra, HPG cũng đang nghiên cứu thực hiện dự án tổ hợp thép tại Phú Yên. Tuy nhiên, do doanh nghiệp vẫn chưa quyết định sản phẩm cụ thể của dự án, chúng tôi hiện chưa đưa dự án này vào mô hình dự phóng.

Các dự án khác mà HPG tham gia

Đối với mảng hạ tầng và bất động sản, lãnh đạo HPG đã bày tỏ quyết tâm tham gia dự án **Trục Đại lộ cảnh quan sông Hồng**. Dự án có tổng mức đầu tư khoảng 736,963 tỷ VND (khoảng 28 tỷ USD). Thời gian thực hiện dự án từ năm 2026 đến năm 2038, trong đó giai đoạn 2026 – 2030 sẽ tập trung hoàn thành đầu tư xây dựng các công trình hạ tầng chính. Dự án được thực hiện theo hợp đồng BT, theo đó liên doanh 3 nhà đầu tư Đại Quang Minh – Thaco – Hòa Phát sẽ phải chuẩn bị mức vốn tự có khoảng 111,000 tỷ VND (tương đương 15% giá trị dự án). Về phía HPG, doanh nghiệp đang chờ thêm quy hoạch 1/500 của dự án để quyết định tỷ lệ góp vốn. Tuy nhiên, doanh nghiệp cho biết dự kiến sẽ góp khoảng 30,000 – 40,000 tỷ VND và kỳ vọng có thể tài trợ cho nhu cầu vốn của dự án bằng nguồn thu từ việc mở bán các bất động sản trong dự án. Hiện tại, liên doanh đã được giao một phần diện tích đất tại xã Thư Lâm để triển khai dự án Khu đô thị đa mục tiêu Thư Lâm nhằm hoàn thiện nơi tái định cư trong năm 2027 cho các hộ dân nằm trong khu vực giải phóng mặt bằng cho dự án Trục Đại lộ cảnh quan sông Hồng. Chúng tôi hiện tại chưa đưa giá trị dự án này vào mô hình dự phóng do chưa có đủ thông tin cần thiết để đánh giá.

Đối với các dự án khai thác quặng, HPG đã thoái hết phần vốn liên quan đến tập đoàn tại CTCP Khai thác và Chế biến Kim loại Thủ đô (doanh nghiệp khai thác mỏ quặng sắt Quý Xa) và đang đề xuất liên doanh với các doanh nghiệp khác để tái cơ cấu và nghiên cứu khai thác mỏ sắt Thạch Khê. Thông tin chi tiết về 2 mỏ quặng như sau:

- **Mỏ quặng sắt Thạch Khê:** Mỏ được phát hiện từ năm 1960, nằm cách thành phố Hà Tĩnh 8 km. Mỏ có khoảng 544 triệu tấn quặng, bao gồm 412 triệu tấn thuộc loại trữ lượng (Việc khai thác, chế biến mang lại hiệu quả kinh tế) và 132 triệu tấn thuộc loại tài nguyên (Việc khai thác, chế biến có tiềm năng hoặc chưa rõ hiệu quả kinh tế).

Hàm lượng quặng sắt trung bình cho toàn mỏ là 58.04%, cao nhất đạt 65.48 %Fe. Mỏ được đánh giá là mỏ sắt lớn nhất Đông Nam Á, chiếm 50% trữ lượng quặng sắt ở Việt Nam.

Dự án khai thác và tuyển quặng sắt Thạch Khê do Công ty CP Sắt Thạch Khê (hiện tại Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam sở hữu 59.5% cổ phần) làm chủ đầu tư và được triển khai từ năm 2009. Dự án có tổng mức đầu tư được phê duyệt điều chỉnh lại tại thời điểm 2016 là 14,517 tỷ VND. Trong đó, vốn góp của các cổ đông chiếm 30%, vốn vay và các nguồn vốn huy động hợp pháp khác 70%. Dự án được triển khai trong 52 năm và được chia thành 2 giai đoạn như sau:

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Tổng mức đầu tư	6,777 tỷ VND	7,740 tỷ VND
Công suất khai thác	5 triệu tấn/năm	10 triệu tấn/năm, kéo dài trong 29 năm, sau đó giảm xuống dưới 10 triệu tấn/năm từ năm thứ 37 đến khi kết thúc
Thời gian thực hiện	7 năm	45 năm

Trong giai đoạn 2009 – 2011, chủ đầu tư dự án đã bóc đất tầng phủ đến độ sâu -34m so với mực nước biển, thu hồi khoảng 3,000 tấn quặng. Sau khi dự án được phê duyệt điều chỉnh tổng mức đầu tư vào năm 2016, chủ đầu tư đã giải ngân được khoảng 2,000 tỷ VND để bồi thường giải phóng mặt bằng cho giai đoạn 1 của dự án. Tuy nhiên, sau khi sự cố Formosa Hà Tĩnh xảy ra vào đầu năm 2016 và các vấn đề về môi trường biển trở thành điểm nóng, việc triển khai dự án bị đình trệ do thay đổi quan điểm từ phía chính quyền địa phương, nhiều văn bản kiến nghị tạm dừng đã được ban hành dựa trên các lo ngại về địa chất và môi trường. Các vấn đề quan ngại về môi trường bao gồm: (1) Ô nhiễm tiếng ồn và ô nhiễm không khí do bụi quặng; (2) Do thân quặng nằm dưới mực nước biển, đòi hỏi phải bơm thoát nước liên tục nên khi khai thác quặng quy mô lớn và xuống sâu sẽ hút nước ngọt và làm giảm mực nước ngầm của Hà Tĩnh, làm tăng rủi ro sa mạc hóa và (3) Rủi ro ảnh hưởng đến hệ sinh thái biển do lượng đất đá thải ra khi khai thác.

Hiện tại, Hòa Phát đang đề xuất cùng các tập đoàn lớn như Vingroup, Thaco, TKV... tham gia tái cơ cấu, mua lại cổ phần của Công ty cổ phần Sắt Thạch Khê. Ngoài việc nhà đầu tư mới của dự án sẽ cần nhiều thời gian để nghiên cứu các phương án khai thác quặng mới không ảnh hưởng tới địa chất và môi trường, chúng tôi cho rằng tổng mức đầu tư dự án cũng sẽ cao hơn nhiều so với thời điểm 2016 do chi phí tái định cư giải phóng mặt bằng cùng chi phí máy móc thiết bị tăng. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng tổng mức đầu tư cho dự án Thạch Khê hoàn toàn có thể vượt trên 30,000 tỷ VND. Vì vậy, chi phí khai thác và tuyển quặng tại Thạch Khê sẽ có rủi ro không cạnh tranh được với chi phí nhập quặng.

- Mỏ quặng sắt Quý Xa:** Mỏ Quý Xa trước đây nằm trong chuỗi khai thác quặng sắt – luyện gang thép của Công ty TNHH Khoáng sản và Luyện kim Việt Trung. Sau khi mua lại dự án thông qua Công ty CP Khai thác và Chế biến Kim loại Thủ đô (nhóm cổ đông liên quan HPG sở hữu 55%), Hòa Phát đã thoái toàn bộ cổ phần tại Công ty CP Khai thác và Chế biến Kim loại Thủ đô. Hiện tại, doanh nghiệp chỉ phối hợp với chủ đầu tư của Việt Trung thực hiện khai thác và tiêu thụ quặng sắt tại mỏ Quý Xa.

Sau quá trình khai thác nhiều năm trước đây, phần trữ lượng địa chất còn lại trong phạm vi khai trường được xác định khoảng 81,84 triệu tấn. Trữ lượng đưa vào khai thác ở thời điểm hiện tại ước đạt hơn 73.2 triệu tấn, với công suất dự kiến 5 triệu tấn quặng mỗi năm và thời gian khai thác khoảng 15 năm 8 tháng. Quặng tại mỏ có hàm lượng Fe trung bình từ 50 – 55%, cao nhất đạt 57.86%. Sản phẩm tinh quặng sau tuyển rửa có hàm lượng Fe bình quân khoảng 53.6%, thấp hơn so với hàm lượng Fe trong quặng nhập và quặng tại mỏ Thạch Khê.

HPG cho biết doanh nghiệp sẽ mua 4 triệu tấn trong tổng 5 triệu tấn quặng được cấp phép mỗi năm để cung cấp cho khu liên hợp gang thép Hòa Phát Hải Dương, tương đương với khoảng 10 – 13% tổng nhu cầu quặng sắt hàng năm của doanh nghiệp. 1 triệu tấn quặng còn lại sẽ được Việt Trung sử dụng cho nhà máy gang thép Lào Cai. Chi phí khai thác tại mỏ này dự kiến thấp hơn quặng nhập khẩu, qua đó góp phần cải thiện biên lợi nhuận của nhà máy thép Hòa Phát Hải Dương. HPG kỳ vọng có thể bắt đầu sử dụng quặng từ Quý Xa từ năm 2027, sau khi dự án nhận được giấy phép khai thác.

Phụ lục 3: Ảnh hưởng từ cơ chế CBAM tới các đơn hàng xuất khẩu thép

Ngày 07/04/2026, Ủy ban Châu Âu công bố mức giá chứng chỉ CBAM áp dụng cho quý I/2026 ở mức 75.36 EUR/chứng chỉ. Đây là cột mốc quan trọng trong lộ trình triển khai đầy đủ cơ chế điều chỉnh biên giới carbon của EU.

Giá CBAM được xác định dựa trên bình quân gia quyền của giá đấu giá giấy phép phát thải trong hệ thống EU ETS. Trong năm 2026, mức giá sẽ được công bố theo quý trước khi chuyển sang cơ chế công bố hàng tuần kể từ năm 2027 nhằm phản ánh sát hơn diễn biến thị trường carbon.

Áp dụng các giả định hiện hành về hệ số phát thải chuẩn của EU, chúng tôi ước tính chi phí CBAM đối với các đơn hàng HRC của HPG xuất khẩu sang EU trong quý I/2026 dao động từ 59.4 EUR/tấn (trong trường hợp sử dụng hệ số phát thải gắn với sản phẩm mà HPG cung cấp tại báo cáo ESG) đến 94.1 EUR/tấn (trong trường hợp sử dụng hệ số phát thải mặc định của EU). Giả định và cách tính của chúng tôi được trình bày cụ thể hơn trong bảng dưới đây.

Chỉ tiêu	Phương pháp tính	Đơn vị	Ký hiệu	2026	2027F	2028F
Giá chứng chỉ CBAM		EUR/tCO ₂	A	75.36	75.36	75.36
Phát thải gắn với sản phẩm	Ước tính dựa trên báo cáo ESG của HPG	tCO ₂ /t thép	B	2.1245	2.1245	2.1245
	Sử dụng hệ số phát thải mặc định của EU			2.585	2.82	3.055
Phát thải chuẩn (Benchmark)		tCO ₂ /t thép	C	1.37	1.28*	1.28*
Tỷ lệ áp dụng theo lộ trình CBAM (free allocation factor)		%	D	97.5%	95%	90%
Giá carbon đã trả tại quốc gia xuất xứ			E			
Chi phí CBAM	Ước tính dựa trên báo cáo ESG của HPG	EUR/t thép	F = A × (B - C × D) - E	59.4	68.1	73.0
	Sử dụng hệ số phát thải mặc định của EU			94.1	120.6	143.1

*Tỷ lệ phát thải chuẩn (CBAM Benchmark) 1.37 chỉ áp dụng đến hết năm 2026. Tỷ lệ phát thải chuẩn từ năm 2027 trở đi hiện đang được ước tính dựa trên ETS benchmark (thường dùng để ước tính CBAM benchmark) được công bố trong dự thảo xây dựng ETS benchmark mới. ETS benchmark giảm phản ánh việc công nghệ sản xuất được nâng cấp theo chiều hướng xanh hóa và làm giảm phát thải.

Nguồn: REGULATION (EU) 2025/2621, REGULATION (EU) 2025/2547, REGULATION (EU) 2025/2620

Với mức chi phí CBAM được tính ở trên, tỷ suất lợi nhuận của các đơn hàng HRC xuất khẩu đi EU sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng trong giai đoạn 2026 – 2028 sẽ không nhiều do nguồn cung HRC chất lượng cao từ các dự án sản xuất thép theo phương pháp EAF vẫn còn hạn chế, tạo điều kiện để HPG chuyển 1 phần chi phí tuân thủ CBAM cho người mua hàng. Tuy nhiên, khi công nghệ luyện sắt xốp (DRI) bằng khí tự nhiên phát triển hơn hỗ trợ lò điện sản xuất được HRC chất lượng cao, chúng tôi cho rằng khả năng chuyển chi phí tuân thủ cho người mua của doanh nghiệp sẽ giảm mạnh.

Hiện tại, với giả định HPG được sử dụng hệ số phát thải do doanh nghiệp cung cấp để tính chi phí CBAM và doanh nghiệp có thể chuyển 40% chi phí CBAM cho người mua, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận của các đơn hàng xuất khẩu năm 2026 có thể giảm từ mức 15 – 20% về mức 10 – 15%. Tuy nhiên, trong trường hợp doanh nghiệp phải tính chi phí CBAM theo hệ số phát thải mặc định của EU, tỷ suất lợi nhuận của đơn hàng xuất khẩu trong 2026 có thể giảm về mức 5 – 10%. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ chứng minh hệ số phát thải của doanh nghiệp cung cấp là đáng tin cậy thông qua các tổ chức giám định uy tín và được phép sử dụng hệ số này để tính chi phí CBAM.

Phụ lục 4: Tác động của từ các dự án thép của VinMetal và Xuân Thiện tới HPG

1. Thông tin về dự án Nhà máy thép VinMetal giai đoạn 1:

Nhà máy dự được đặt tại Khu kinh tế Vũng Ánh, dự kiến sử dụng phương pháp BOF và có tổng mức đầu tư 80,000 tỷ VND. Công suất thiết kế của nhà máy khoảng 5 triệu tấn mỗi năm, bao gồm sản xuất HRC, thép xây dựng, thép cường độ cao và thép hợp kim đặc chủng. VinMetal đã ký MOU hợp tác chiến lược với Primetals Technologies vào 07/05/2026 và khởi công dự án vào cuối 2025, dự kiến có sản phẩm đầu tiên trong 2027.

2. Thông tin về Tổ hợp dự án thép xanh Xuân Thiện:

Dự án được đặt tại huyện Nghĩa Hưng, tỉnh Nam Định và dự kiến sẽ sử dụng công nghệ EAF cùng sắt xộp (DRI) để luyện thép. Tổng mức đầu tư của dự án khoảng 110,000 tỷ, bao gồm: (1) 88,000 tỷ cho Nhà máy Thép xanh số 1 Xuân Thiện Nam Định bao gồm 3 giai đoạn; (2) 21,000 tỷ cho Nhà máy Thép xanh Xuân Thiện Nghĩa Hưng; (3) 900 tỷ cho Nhà máy sản xuất cấu kiện bê tông đúc sẵn Xuân Thiện Nam Định. Công suất thiết kế của dự án sẽ bao gồm: (1) 7.5 triệu tấn bao gồm HRC và thép đặc biệt tại Nhà máy Thép xanh số 1 Xuân thiện Nam Định; (2) 2.5 triệu tấn bao gồm thép xây dựng chất lượng cao và phôi thép tại Nhà máy Thép xanh Xuân Thiện Nghĩa Hưng và (3) 350.000 tấn cấu kiện bê tông đúc sẵn/năm.

Xuân Thiện đã khởi công dự án vào tháng 06/2025 và ký thỏa thuận hợp tác đầu tư với Primetals Technologies vào tháng 12/2025. 2 dự án thép dự kiến hoạt động chính thức năm 2028, dự án cấu kiện bê tông đúc sẵn dự kiến hoạt động chính thức năm Q3/2026.

Chúng tôi đánh giá khả năng đưa 2 dự án trên vào vận hành theo đúng tiến độ mục tiêu là thấp do đây là dự án sản xuất thép đầu tiên của cả 2 chủ đầu tư. Sản xuất thép là 1 ngành không chỉ đòi hỏi về vốn đầu tư lớn ở giai đoạn ban đầu mà còn cần kinh nghiệm vận hành nhà máy tinh gọn trong khi vẫn duy trì được chất lượng thép cùng sản lượng sản xuất nhằm tạo lợi thế cạnh tranh về giá. Chúng tôi lưu ý ngay cả khi Hòa Phát đã có kinh nghiệm vừa triển khai mở rộng dự án Khu liên hợp gang thép ở Hải Dương vừa vận hành trong giai đoạn 2009 – 2016, doanh nghiệp vẫn cần tới 4 năm để thực hiện dự án Hòa Phát Dung Quất (từ 2017 – 2020) và gần 1 năm để chính thức đưa Hòa Phát Dung Quất vào hoạt động.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng dự án Nhà máy thép Vinmetal trong kịch bản tích cực nhất sẽ hoạt động chính thức từ giữa năm 2029.

Đối với dự án thép xanh Xuân Thiện, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ chính thức hoạt động giai đoạn 1 từ năm 2030 trong kịch bản tích cực do dự án sử dụng công nghệ EAF với nguyên liệu đầu vào là sắt xộp (quặng sắt sau khâu xử lý với H₂), là công nghệ sản xuất thép hiện mới được số ít (hoặc gần như không có) các nhà sản xuất thép trên thế giới áp dụng do chi phí sản xuất không cạnh tranh được với các phương pháp sản xuất thép truyền thống.

Trong kịch bản như trên, **chúng tôi nhận thấy rủi ro cạnh tranh từ 2 dự án này đối với HPG trong giai đoạn 2026 – 2028 ở mức thấp. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi nhận thấy rủi ro cạnh tranh đối với dự án thép Phú Yên của HPG trong trường hợp tập đoàn tiếp tục sản xuất HRC tại dự án Phú Yên.** Chúng tôi ước tính công suất sản xuất HRC của Việt Nam tại năm 2030 (chưa tính đến dự án Phú Yên) sẽ đạt khoảng 18 triệu tấn/năm, trong khi nhu cầu HRC nội địa năm 2030 ước tính đạt khoảng 18.3 triệu tấn/năm (với giả định CAGR nhu cầu tiêu thụ thép HRC giai đoạn 2025 – 2030 đạt 5.5%/năm dựa trên CAGR nhu cầu tiêu thụ HRC các năm trong quá khứ).

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