

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	29,300
Giá mục tiêu	39,022
Lợi nhuận kỳ vọng	33.18%

Thông tin giao dịch	
Ngành	Thép
KLGD TB 3 tháng	42,930,574 cp
SLCP lưu hành	7,675 tr cp
Biên độ 52 tuần	17,700 – 30,400
Vốn hoá	210,307 tỷ đồng
Beta	0.65

Biến động giá HPG 1 năm



Cổ đông lớn	
Trần Đình Long	25.80%
Vũ Thị Hiền	8.25%
Trần Vũ Minh	2.76%
Trần Tuấn Dương	2.31%
Nguyễn Mạnh Tuấn	2.27%
Nguyễn Ngọc Quang	1.63%

CÂU CHUYỆN THUẾ QUAN – CÙNG CỐ VỊ THẾ NỘI ĐỊA

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 39,022 VND/CP (+33.18%) dựa trên triển vọng: (1) Biên lợi nhuận mở rộng trong năm 2026 nhờ gia tăng giá bán thép; (2) Hưởng lợi từ thuế CBPG HRC giúp gia tăng sản lượng chiếm lĩnh thị phần nội địa; (3) Bổ sung nguồn cung thép HRC từ Dung Quất 2 đi vào hoạt động chính thức; (4) Giá heo hơi tăng nhờ yếu tố mùa vụ, hỗ trợ cho triển vọng KQKD của HPA.

Luận điểm đầu tư

► Gia tăng quy mô nhờ áp thuế CBPG thép khổ rộng từ Trung Quốc

Chúng tôi ước tính, Bộ Công Thương sẽ áp dụng biện pháp chống bán phá giá tạm thời vào 27/7/2026. Nếu chính sách được thông qua, đây sẽ là đòn bẩy lớn cho Hòa Phát, doanh nghiệp hiện nắm giữ 59% thị phần HRC trong năm 2025, giúp bảo vệ công suất hiện tại và tăng thêm sản lượng từ lò cao số 2 Dung Quất 2. Chúng tôi dự báo, sản lượng tiêu thụ HRC của Hòa Phát đạt 6.43 triệu tấn (+26.79% YoY) trong 2026 động lực chính từ chính sách bảo hộ và nhu cầu nội địa gia tăng.

► Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tăng giá bán

Biên lợi nhuận của HPG năm 2025 đạt 15.7%, tăng 2.4 điểm % so với 2024. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng duy trì xu hướng cải thiện với biên lợi nhuận gộp dự báo lên 16.3%. Dự phóng này dựa trên giả định giá quặng sắt đi ngang quanh mức bình quân 102 USD/tấn (với khoảng 106 cho quý 1/2026 theo ước tính của Deutsche Bank) và giá than luyện cốc chỉ tăng nhẹ do nguồn cung nội địa Trung Quốc giảm 8% xuống khoảng 454 triệu tấn trong 2026, qua đó giữ mặt bằng chi phí đầu vào tương đối ổn định. Ở đầu ra, HPG đã 5 lần tăng giá bán (+4.85% YTD) từ đầu 2026 trong bối cảnh giá thép Trung Quốc vẫn suy giảm, tận dụng được lực cầu từ đầu tư công và các dự án hạ tầng quy mô hàng trăm nghìn tỷ đồng khởi công cuối 2025, nhờ vậy vừa mở rộng biên lợi nhuận vừa có cơ hội gia tăng thị phần trong nước.

► Tiêu thụ nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng

Đầu tư công dự kiến tiếp tục được chú trọng trong năm 2026, năm đầu tiên của giai đoạn đầu tư công 2026 – 2030. Quốc hội và Chính phủ đã đặt mục tiêu tăng trưởng cao từ 10% trở lên với ngân sách đầu tư công lớn, hạ tầng được xem là trụ cột quan trọng để thúc đẩy phát triển kinh tế. Chúng tôi ước tính, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong năm 2026 của HPG đạt 5.4 triệu tấn (+11.41% YoY), nhờ các dự án được triển khai mạnh mẽ trong năm.

► Giá heo tăng, hỗ trợ cho HPA duy trì đà tăng trưởng

Giá heo đã tăng lên khoảng 78,000 đồng/kg trong tháng 1/2026 rồi giảm nhẹ dần cho tới Tết, trong bối cảnh nguồn cung vẫn thiếu hụt do ASF (dịch tả lợn Châu Phi) và ngập lụt gây thiệt hại đàn heo. Kịch bản cơ sở năm 2026 giả định không có đợt bùng phát ASF lớn, nhưng nếu dịch diễn biến nghiêm trọng, giá heo hơi có thể tăng mạnh hơn, tạo thêm dư địa tăng lợi nhuận cho HPA. Chúng tôi ước tính, doanh thu mảng nông nghiệp trong năm 2026 đạt 9,594 tỷ đồng (+18.2% YoY), giảm -4.51% so với dự phóng cũ trong báo cáo trước đây.

Rủi ro đầu tư

- (1) Giá bán thép không tăng như kỳ vọng trong bối cảnh bắt đầu ghi nhận chi phí khấu hao từ DQ2, qua đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.
- (2) Lãi suất gia tăng trong năm 2026.

Tổng quan kết quả kinh doanh

	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	2025	Tăng trưởng
Doanh thu	38,289	52,743	37.75%	30.31%	153,769	172,968	12.49%
<i>Thép và sản phẩm thép</i>	35,785	49,998	39.72%	31.68%	144,737	163,107	12.69%
%/DT	93.46%	94.80%	1.43%		94.13%	94.30%	
<i>Nông nghiệp</i>	2,015	1,857	-7.85%	-8.58%	6,909	8,116	17.48%
%/DT	5.26%	3.52%			4.49%	4.69%	
<i>Bất động sản</i>	489	887.89	81.57%	86.97%	2,123	1,746	-17.77%
%/DT	1.28%	1.68%			1.38%	1.01%	
Lợi nhuận gộp	4,365	6,397	46.55%	5.08%	18,498	24,498	32.44%
Chi phí BH&QLDN	748	683	-8.70%	-40.90%	3,883	4,070	4.82%
Lợi nhuận sau thuế	2,810	3,888	38.40%	-3.09%	12,020	15,515	29.08%
<i>Thép và sản phẩm thép</i>	4,561	9,028	98%	39.20%	20,507	27,166	32.47%
<i>Nông nghiệp</i>	342	303	-11%	-15.36%	1,031	1,600	55.24%
<i>Bất động sản</i>	212	439	107%	11.84%	849	1,229	44.74%
<i>Loại trừ</i>	2,305	5,882	155%	82.44%	10,366	14,480	39.68%

Nguồn: HPG, Kafi Research

Thép và sản phẩm thép: Doanh thu và LNST chưa loại trừ Q4/2025 ghi nhận lần lượt là 49,998 tỷ đồng (+ 39.72% YoY; +31.68% QoQ) và 9,028 tỷ đồng (+98% YoY; +39.20% QoQ). Lũy kế 2025, doanh thu và LNST ghi nhận vượt 3% và 5% dự báo của chúng tôi. Mức tăng trưởng được hỗ trợ bởi (1) đà tăng sản lượng đóng góp từ Nhà máy Dung Quất 2, bao gồm giai đoạn 2 đã đi vào hoạt động từ tháng 9/2025 (2) thuế chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc (3) cải thiện nhẹ về giá thép trung bình trong Q4/2025.

Nông nghiệp: Doanh thu và LNST chưa loại trừ Q4/2025 ghi nhận lần lượt là 1,857 tỷ đồng (-7.80% YoY; -8.57% QoQ) và 303 tỷ đồng (-11.4% YoY; -15.36% QoQ). Do tác động từ dịch tả lợn Châu Phi làm giảm sản lượng tiêu thụ.

Bất động sản: Doanh thu và LNST chưa loại trừ Q4/2025 ghi nhận lần lượt là 879 tỷ đồng (+82.74% YoY; +89.44% QoQ) và 439 tỷ đồng (+107.08%; +11.70% QoQ). Được hỗ trợ bởi diện tích cho thuê tăng từ dự án khu công nghiệp (KCN) Yên Mỹ II (GD2).

	Q4/2024	Q3/2025	Q4/2025	So với quý trước	So với cùng kỳ	2024	2025	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ								
Thép thô								
Thép xây dựng	1,159,301	1,062,729	1,321,830	7.16%	0.45%	4,482,719	4,853,291	8.27%
Thép HRC	656,611	1,265,826	1,642,487	18.14%	62.18%	2,925,137	5,076,446	73.55%
Hạ nguồn								
Ống thép	204,585	225,263	212,926	16.69%	15.44%	706,938	840,538	18.90%
Thép mạ	101,654	120,219	103,441	24.34%	-10.70%	446,411	423,486	-5.14%
Sản lượng sản xuất								
Thép thô								
Thép xây dựng	1,187,243	1,203,206	1,164,297	35.62%	7.76%	4,591,498	4,610,652	0.42%
Thép HRC	769,279	1,387,674	1,723,725	43.76%	39.97%	3,044,133	5,034,447	65.38%
Hạ nguồn								
Ống thép	193,163	224,931	206,497	17.50%	16.90%	681,726	814,285	19.44%
Thép mạ	93,257	105,638	101,210	25.80%	-16.60%	451,673	412,022	-8.78%

Luận điểm đầu tư

▶ Áp thuế CBPG khổ rộng từ Trung Quốc

Vào ngày 27/10/2025, Bộ Công thương đã ban hành Quyết định số 3176/QĐ-BCT về việc khởi xướng điều tra chống lẩn tránh thuế chống bán phá giá đối với HRC có xuất xứ từ Trung Quốc, cụ thể là với loại có khổ rộng lớn hơn 1,880mm và nhỏ hơn hoặc bằng 2,300mm. Nhóm hàng chiếm khoảng 16% tổng kim ngạch nhập khẩu HRC 7 tháng đầu năm. Thời gian điều tra tối đa là 9 tháng, có thể gia hạn thêm tối đa 3 tháng trong trường hợp đặc biệt.

Nếu kết quả điều tra cho thấy diễn biến bất lợi (ghi nhận thêm các hành vi bán phá giá từ sản phẩm HRC Trung Quốc), Bộ có thể nhanh chóng áp dụng biện pháp bảo hộ tạm thời để bảo vệ nhà sản xuất trong nước. Quy trình này sẽ tương tự như giai đoạn áp dụng thuế CBPG tạm thời 120 ngày kể từ 8/3/2025. Tuy nhiên, trong điều kiện bình thường, chúng tôi dự kiến quyết định chính thức sẽ được đưa ra vào 27/7/2026. Nếu chính sách được thông qua, đây sẽ là đòn bẩy lớn cho Hòa Phát, doanh nghiệp hiện nắm giữ 59% thị phần HRC trong năm 2025, giúp bảo vệ công suất hiện tại và tăng thêm sản lượng từ lò cao số 2 Dung Quất 2.

Các mốc thời gian của biện pháp bảo hộ đối với HRC nhập khẩu (mã vụ việc AD20)



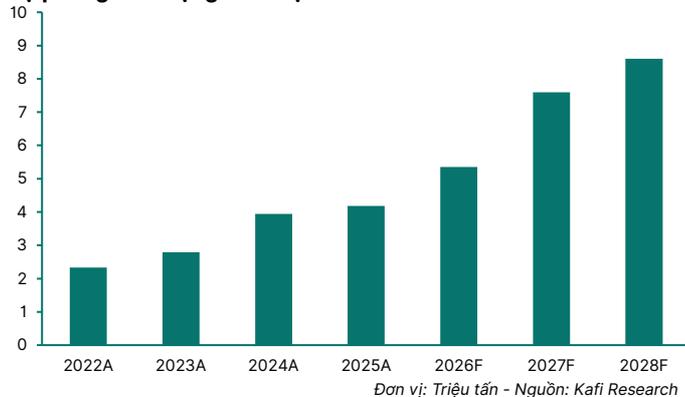
Dự báo của chúng tôi về các mốc thời gian tiếp theo (mã vụ việc AC03.AD20)



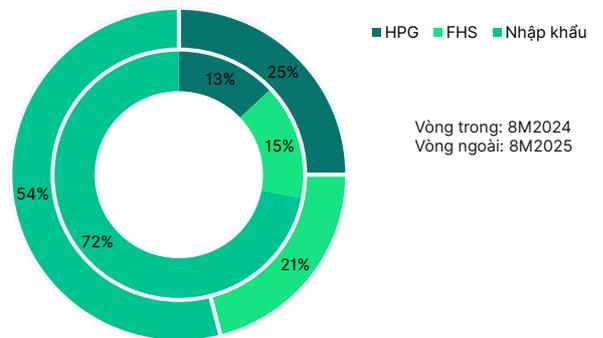
Nguồn: Kafi Research

HPG và FHS là những đơn vị hưởng lợi chính từ quyết định này. Chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện của nhu cầu HRC trong nước sẽ giúp các công ty này tăng mạnh sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận, vì tỷ suất lợi nhuận trong nước thường cao hơn so với các sản phẩm xuất khẩu. Chúng tôi dự báo, sản lượng tiêu thụ HRC của Hòa Phát đạt 6.43 triệu tấn (+26.79% YoY) trong 2026 nhờ chính sách bảo hộ.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ HRC của HPG



Cơ cấu thị phần HRC tại Việt Nam



Nguồn: VSA, Tổng cục Hải quan, Kafi Research

► Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tăng giá bán thép

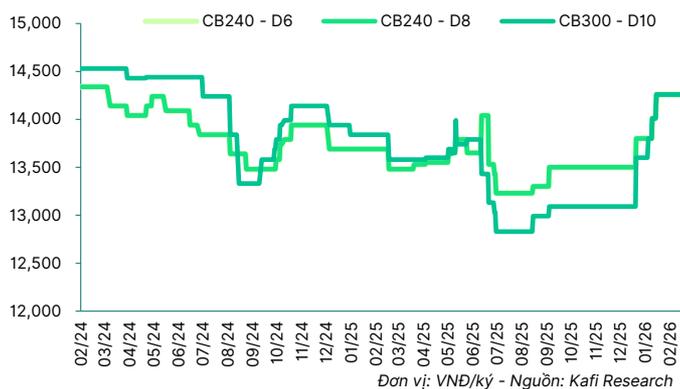
Biên lợi nhuận gộp của HPG trong 2025 ở mức 15.7%, tăng 2.4 điểm phần trăm so với 2024. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của HPG đạt 16.3% nhờ các yếu tố:

Giá nguyên vật liệu đầu vào đi ngang: Chúng tôi dự báo giá quặng sắt tiếp tục được hỗ trợ đi ngang trong nửa đầu 2026, nhưng bình quân cả năm khoảng 102 CNY/tấn, với mức bình quân quý 1/2026 khoảng 106 CNY/tấn trong bối cảnh nhu cầu thép Trung Quốc chưa phục hồi rõ. Đối với Than luyện cốc, chúng tôi nhận định sẽ tăng nhẹ do nhu cầu nhập khẩu từ Ấn Độ và Trung Quốc duy trì mạnh trong khi sản lượng than cốc nội địa Trung Quốc được dự báo giảm 8% xuống khoảng 454 triệu tấn năm 2026

Điều chỉnh tăng giá thép bán ra: kể từ đầu năm 2026, HPG đã 5 lần tăng giá bán (+4.85% YTD) trong bối cảnh giá thép Trung Quốc vẫn tiếp tục suy giảm. Động thái này theo chúng tôi là phù hợp nhờ sự gia tăng mạnh mẽ của đầu tư công và hạ tầng. Loạt các dự án lớn với quy mô hàng trăm nghìn tỷ đồng chính thức khởi công những ngày cuối năm 2025 qua đó tạo lợi thế cho doanh nghiệp gia tăng thị phần.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý về việc chuyển hoàn toàn dự án Dung Quất 2 thành tài sản cố định, phát sinh chi phí khấu hao kể từ Q4/2025. Qua đó có thể gây bào mòn biên lợi nhuận, tuy nhiên mức ảnh hưởng không đáng kể do đã được bù đắp từ đà cải thiện biên lợi nhuận mảng thép. Chi tiết được chúng tôi đề cập trong phần rủi ro đầu tư.

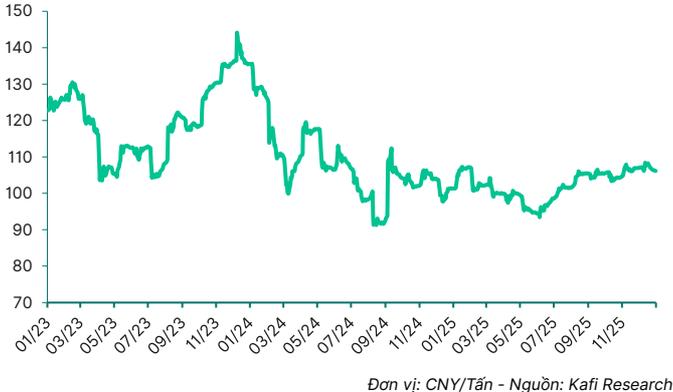
Giá thép nội địa cải thiện từ Q4/2025



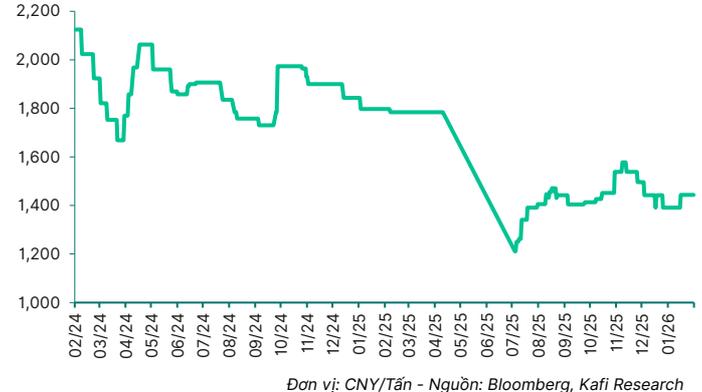
Giá HRC Trung Quốc đi ngang trong tháng 12



Giá quặng sắt 62% Fe đi ngang



... Giá than cốc tăng nhẹ

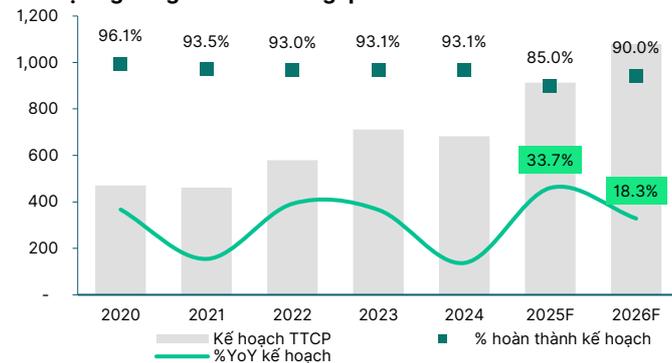


► **Tiêu thụ nội địa tiếp tục là động lực chính trong năm 2026, được thúc đẩy bởi đầu tư công**

Đầu tư công dự kiến tiếp tục được chú trọng trong năm 2026, năm đầu tiên của giai đoạn đầu tư công 2026 – 2030. Quốc hội và Chính phủ đã đặt mục tiêu tăng trưởng cao từ 10% trở lên với ngân sách đầu tư công lớn, hạ tầng được xem là trụ cột quan trọng để thúc đẩy phát triển kinh tế. Hàng loạt các công trình trọng điểm tiếp tục được chuẩn bị triển khai như Đường sắt tốc độ cao Bắc– Nam, Đường sắt Lào Cai– Hà Nội– Hải Phòng, cao tốc Bắc– Nam mở rộng, Sân bay Long Thành, Sân bay Gia Bình, tuyến đường vành đai quanh Hà Nội và TP.HCM, ...Theo đó, nhu cầu về vật liệu xây dựng vẫn rất lớn, đặc biệt là thép.

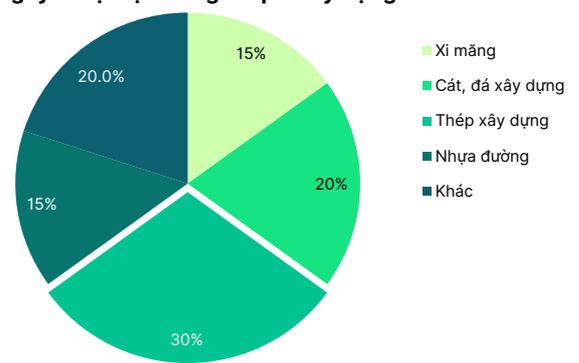
Chúng tôi đánh giá, sản lượng nội địa tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới đến từ yếu tố: (1) ngành xây dựng phục hồi và (2) tiếp tục tập trung giải ngân vốn đầu tư công, còn thị trường xuất khẩu sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn từ làn sóng bảo hộ thương mại trên thế giới và nguồn thép giá rẻ từ Trung Quốc. Chúng tôi ước tính, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong năm 2026 của HPG đạt 5.4 triệu tấn (+11.41% YoY), nhờ các dự án được triển khai mạnh mẽ trong năm.

Kế hoạch giải ngân đầu tư công qua các năm



Đơn vị: Nghìn tỷ - Nguồn: Bộ Tài Chính, Kafi Research

Tỷ trọng nguyên vật liệu trong chi phí xây dựng



Nguồn: Bộ Xây Dựng, Kafi Research

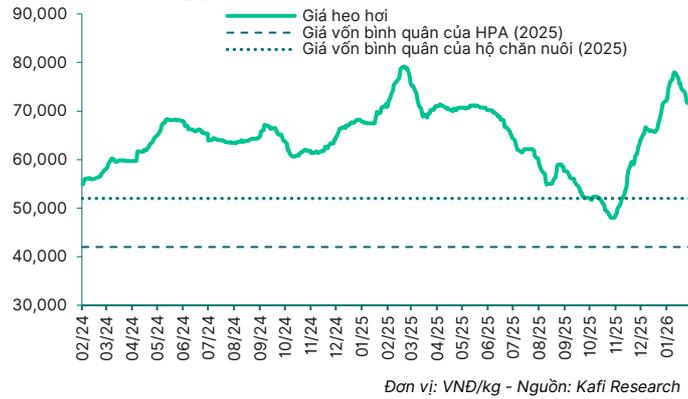
Nhóm	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	Trước 2025	2025	2026	2027	2028	2029
Sân bay								
	Sân bay Quốc tế Chu Lai	0.6						
	Sân bay Quốc tế Gia Bình	5.4						
	Sân bay Quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1)	4.7						
Đường sắt								
	Đường sắt cao tốc Bắc – Nam	67.3						
	Tuyến metro số 3, 4, 6	19						
	Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	8.4						
	Tuyến metro số 5: Văn Cao – Ngọc Khánh – Hòa Lạc	2.5						
	Tuyến metro số 2: Bến Thành – Tham Lương	2						
	Tuyến metro số 2: Nam Thăng Long – Trần Hưng Đạo	1.4						
Đường bộ								
	Đường vành đai 5 Hà Nội	6.5						
	Đường vành đai 4 HCM	4.6						
	Đường vành đai 4 Hà Nội	3.7						
	Đường vành đai 3 HCM	3.2						
	Cao tốc Hà Nội – Hòa Bình – Sơn La	2.5						
	Cao tốc Cao Bằng – Bắc Kạn	2.5						
	Cao tốc Bắc – Đất Mũi	2.2						
	Cao tốc Hà Tiên – Rạch Giá – Bạc Liêu	2.1						
	Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	1.7						
Cảng biển								
	Cảng Quốc tế Cần Giờ	5.5						
	Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	1.8						
	Trung tâm logistics Cái Mép	0.5						
	Cảng Nam Đồ Sơn	1.1						

► Giá heo tăng, hỗ trợ cho HPA duy trì đà tăng trưởng

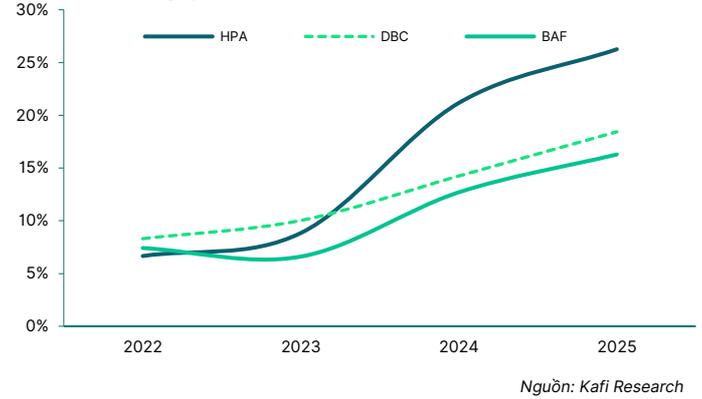
Giá heo chạm mốc 78,000VNĐ/kg trong tháng 1/2026 sau đó duy trì xu hướng giảm nhẹ cho tới dịp Tết. Nguồn cung dự kiến vẫn thấp đến nửa cuối năm 2026, sau thiệt hại do dịch tả heo châu Phi (ASF) và ngập lụt trong năm nay. Trong kịch bản cơ sở năm 2026, chúng tôi giả định không xảy ra đợt bùng phát ASF quy mô lớn; tuy nhiên, nếu có diễn biến nghiêm trọng, đây sẽ là yếu tố đẩy giá heo hơi tăng cao hơn, từ đó tạo dư địa tăng thêm cho lợi nhuận của HPA. Các yêu cầu ngày càng nghiêm ngặt về an toàn sinh học tiếp tục làm hạn chế các kế hoạch mở rộng quá nhanh, khi các doanh nghiệp lớn chủ động tránh các mô hình chăn nuôi mật độ cao.

Biên lợi nhuận của HPA liên tục cao hơn so với các doanh nghiệp trong nước, được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận ròng cao, kiểm soát chi phí vận hành chặt chẽ và chi phí tài chính thấp. Khi so sánh với các doanh nghiệp trong khu vực và quốc tế, lợi nhuận của HPA cũng cho thấy khả năng cạnh tranh tích cực.

Giá heo hơi tương phẩm



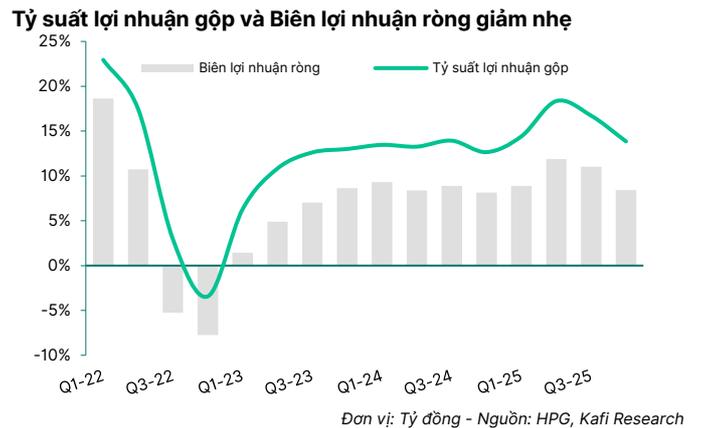
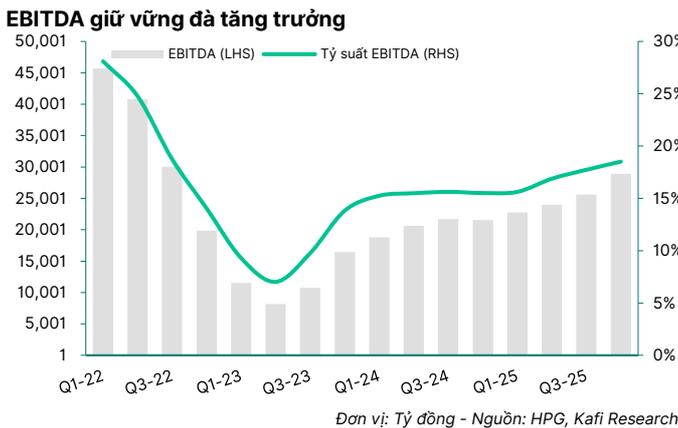
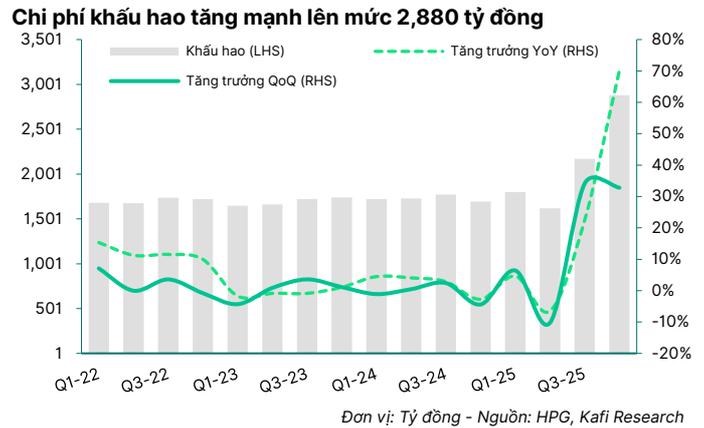
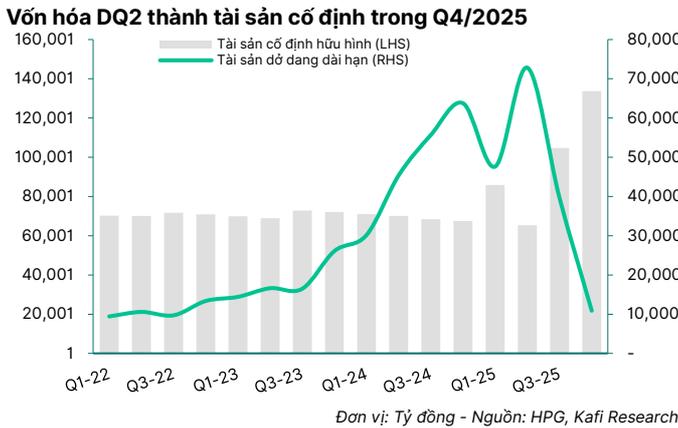
Biên lợi nhuận gộp



Rủi ro đầu tư

► Chuyển hoàn toàn dự án Dung Quất 2 thành tài sản cố định, phát sinh chi phí khấu hao kể từ Q4/2025

Trong Q4/2025, HPG đã hạch toán toàn bộ dự án DQ2 thành tài sản cố định sớm 2 tháng so hơn dự kiến, điều này dẫn đến chi phí khấu hao cao hơn dự kiến khoảng 600 tỷ đồng. Dẫn đến chi phí khấu hao đạt 2,880 nghìn tỷ đồng (+70% so với cùng kỳ năm ngoái; +33% so với quý trước). Qua đó khiến HPG ghi nhận biên lợi nhuận giảm mạnh trong quý 4 năm 2025 (so với quý 3 năm 2025), với tỷ suất lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt là 13.9% (quý 3 năm 2025: 16.7%) và 8.4% (quý 3 năm 2025: 11.0%).

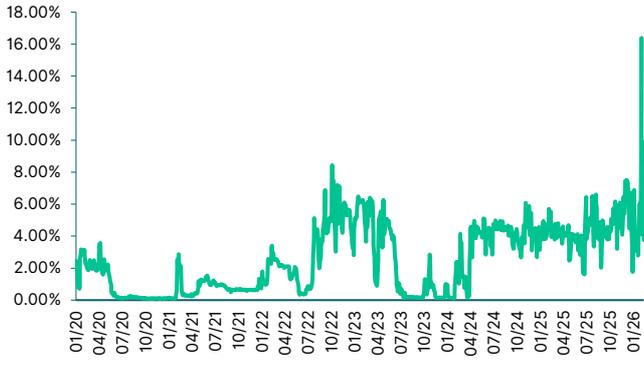


► Lãi suất gia tăng trong năm 2026

Ngân hàng nhà nước đã duy trì mật bằng lãi suất ở mức thấp và tương đối ổn định trong phần lớn năm 2025; điều này góp phần thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đạt 19,4% trong năm, qua đó hỗ trợ quá trình phục hồi của nền kinh tế. Tuy nhiên, lãi suất liên ngân hàng đã tăng mạnh trong tháng 2, trong đó lãi suất qua đêm tăng vọt lên mức kỷ lục 17% vào ngày 3/2, trong bối cảnh nhu cầu vốn cao và giới hạn về tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR).

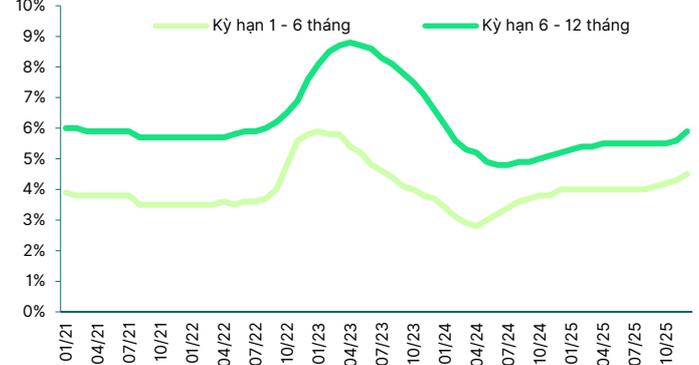
HPG là doanh nghiệp duy trì Tỷ lệ nợ/VCSH khá cao đạt trung bình từ 0.7-0.77 bởi phục vụ đầu tư cho Khu liên hợp Gang thép Hòa Phát Dung Quất giai đoạn 2. Tuy nhiên theo chúng tôi, mức tác động không đáng kể nhờ quy mô hoạt động và cấu trúc chi phí tích hợp của công ty bởi chi phí lãi vay chiếm 2% doanh thu thuần và 12.71% lợi nhuận sau thuế, qua đó nhấn mạnh khả năng chống chịu tốt hơn của bảng cân đối kế toán.

Lãi suất qua đêm Bất ngờ tăng mạnh lên 17% vào ngày 3/2/2026



Nguồn: FiinPro-X, Kafi Research

Lãi suất huy động bắt đầu tăng mạnh từ T1/2026



Nguồn: FiinPro-X, Kafi Research

Tổng quan bảng cân đối của HPG

	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
Nợ vay Ngắn hạn	61,438	53,315	54,181	55,883	61,785	66,692	68,482	64,695
Nợ vay Dài hạn	16,080	19,675	24,518	27,080	27,257	27,312	28,356	27,479
Tổng nợ	77,518	72,990	78,698	82,963	89,041	94,004	96,838	92,174
Tổng nợ/VCSH	0.73	0.67	0.70	0.72	0.75	0.77	0.76	0.70
Tiền mặt & Đầu tư ngắn hạn	34,700	28,347	24,888	25,862	23,672	28,272	27,997	27,785
Nợ thuần	42,818	44,644	53,811	57,101	65,370	65,732	68,842	64,389
Vốn chủ sở hữu	105,625	108,677	111,779	114,647	117,997	122,360	127,516	131,220
Tỷ lệ nợ thuần/VCSH	0.41	0.41	0.48	0.50	0.55	0.54	0.54	0.49

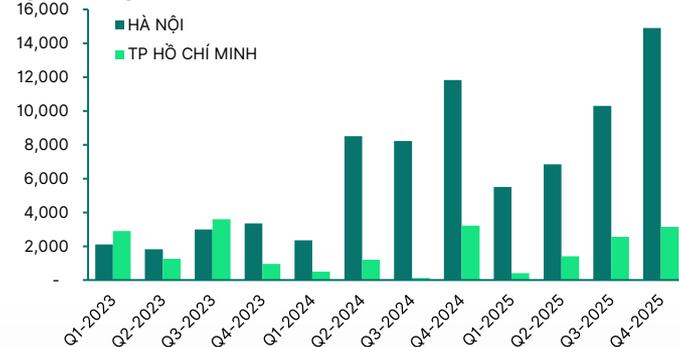
Đơn vị: Tỷ đồng - Nguồn: HPG, Kafi Research

Thị trường bất động sản đối mặt với nút thắt lãi suất trong năm 2026

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ ghi nhận mở bán mới ở Q4/2025 đạt 14,905 căn (+26.04% YoY) tại Hà Nội và 3,135 căn (-2.64% YoY) tại HCM, phần lớn căn hộ đến từ các giai đoạn tiếp theo của dự án hiện hữu. Kéo theo đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản cũng ghi nhận tích cực đạt lợi nhuận 51,880 tỷ đồng (+117% YoY) do thực hiện bàn giao dự án hiện hữu.

Bất động sản đang đối mặt với nút thắt lãi suất khi mặt bằng lãi vay có xu hướng tăng trở lại kể từ đầu năm, khiến chi phí vốn của cả chủ đầu tư lẫn người mua nhà tăng lên, từ đó làm giao dịch trên thị trường có nguy cơ kém sôi động hơn. Trong bối cảnh đó, HPG dù được kỳ vọng hưởng lợi từ triển vọng phục hồi của thị trường BĐS, nhưng nhu cầu thực tế có thể hụt hơi trong năm 2026 nếu lãi suất duy trì ở mức cao, kéo theo tiêu thụ thép xây dựng chậm hơn so với kỳ vọng ban đầu.

Nguồn cung căn hộ mở bán mới



Đơn vị: Căn - Nguồn: CBRE, Kafi Research

Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp ngành bất động sản



Nguồn: FiinPro-X, Kafi Research

Định giá và khuyến nghị

Nhằm phản ánh triển vọng KQKD 2026 và 2027, chúng tôi lần lượt điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Chúng tôi tăng giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng cho giai đoạn 2026-2027 và tăng nhẹ giả định giá nguyên vật liệu đầu vào. Theo đó, chúng tôi tăng lần lượt 7.48% và 2.94% dự báo doanh thu thuần và 12.60% và 7.53% lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2027.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF nhằm cung cấp định giá hợp lý và đồng thời phản ánh kỳ vọng của thị trường. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 39,022 VND/CP (+33.18% so với giá đóng cửa ngày 25/02/2026).

Điều chỉnh tăng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Chênh lệch	
	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	183,229	221,360	196,936	227,877	7.48%	2.94%
Sản xuất và kinh doanh thép	170,508	206,535	185,423	214,425	8.75%	3.82%
Nông nghiệp	10,152	12,000	9,594	11,340	-5.5%	-5.50%
Bất động sản	2,568	2,825	1,976	2,195	-23.07%	-22.30%
Lợi nhuận sau thuế	18,435	23,340	20,757	25,096	12.60%	7.53%

Bảng dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp

Chỉ tiêu	Đơn vị	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	Tỷ đồng	20,428	27,352	33,134	37,454	39,727
Thuế	Tỷ đồng	2,860	3,829	4,639	5,244	5,562
Lợi nhuận hoạt động (NOPAT)	Tỷ đồng	17,568	23,516	28,485	32,199	34,152
Lợi nhuận ròng	Tỷ đồng	15,515	20,763	25,105	28,304	29,881
Khấu hao	Tỷ đồng	8,468	6,801	7,665	8,606	8,606
Vốn lưu động	Tỷ đồng	(7,519)	(12,689)	(6,753)	5,258	(769)
CAPEX	Tỷ đồng	(25,750)	(15,094)	(17,237)	(18,774)	(19,525)
Dòng tiền tự do (FCF)	Tỷ đồng	(7,233)	2,534	12,159	27,288	22,465
Giá trị hiện tại của FCFF (WACC)	Tỷ đồng	(6,585)	2,100	9,173	18,742	14,046
PV của giá trị cuối cùng	Tỷ đồng	304,204				
Nợ ròng	Tỷ đồng	(40,362)				
Giá trị vốn cổ phần	Tỷ đồng	301,318				
Số lượng cổ phiếu lưu hành	CP	7,675,466,000				
Giá hợp lý	VND/CP	39,022				

Phụ lục Báo cáo tài chính

► Bảng kết quả kinh doanh

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	149,680	141,409	118,953	138,855	156,116	196,936	227,877
Giá vốn hàng bán	(108,571)	(124,646)	(106,015)	(120,358)	(131,618)	(164,851)	(189,726)
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	12,938	18,498	24,498	32,085	38,151
Chi phí bán hàng	(2,120)	(2,666)	(1,961)	(2,337)	(2,634)	(3,322)	(3,616)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1,324)	(1,019)	(1,307)	(1,546)	(1,437)	(1,418)	(1,413)
Lợi nhuận từ HĐKD	37,664	13,078	9,669	14,615	20,428	27,344	33,122
Lợi nhuận tài chính	(660)	(3,283)	(2,018)	(1,348)	(2,522)	(3,378)	(4,137)
Chi phí lãi vay	(2,526)	(3,084)	(3,585)	(2,287)	(3,115)	(4,063)	(4,855)
Lợi nhuận trước thuế	37,057	9,923	7,793	13,694	18,041	24,136	29,182
Lợi nhuận sau thuế	34,521	8,444	6,800	12,020	15,515	20,757	25,096

► Bảng cân đối kế toán

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tài Sản Ngắn Hạn	94,155	80,515	82,716	86,674	103,682	135,876	165,422
Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	12,252	6,888	8,301	19,615	34,091
Đầu tư tài chính ngắn hạn	18,236	26,268	22,177	18,975	19,484	21,004	24,303
Phải thu ngắn hạn	7,663	9,893	10,702	7,648	15,065	11,324	13,142
Hàng tồn kho	42,134	34,491	34,504	46,091	52,828	73,909	82,288
Tài sản ngắn hạn khác	3,650	1,538	3,081	7,073	8,004	10,023	11,597
Tài Sản Dài Hạn	83,273	88,927	103,187	136,893	153,950	470,426	1,031,292
Phải thu dài hạn	1	1	2	1	0	1	2
Tài sản cố định	69,281	70,833	71,998	67,428	133,608	82,486	93,451
Bất động sản đầu tư	548	629	594	560	528	528	528
Chi phí xây dựng dở dang	9,699	13,363	26,099	63,751	10,870	380,102	928,855
Đầu tư tài chính dài hạn	7	1	40	137	2,248	194	224
Tài sản dài hạn khác	3,738	4,100	4,454	5,017	6,695	7,115	8,233
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	177,428	169,442	185,904	223,567	257,632	606,302	1,196,715
Nợ phải trả	87,456	74,223	84,946	109,842	126,702	457,383	1,022,905
Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	71,513	75,225	94,209	435,882	1,007,999
Nợ dài hạn	13,996	11,837	13,433	34,617	32,493	21,501	14,906
Vốn chủ sở hữu	90,779	96,113	102,836	114,647	129,470	150,227	175,323
Vốn điều lệ	44,729	58,148	58,148	63,963	76,755	76,755	76,755
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	178,235	170,336	187,783	224,490	256,171	607,610	1,198,229

► Bảng lưu chuyển tiền tệ

Lưu chuyển tiền tệ	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	26,715	12,265	8,631	6,596	15,694	16,214	28,716
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(19,669)	(24,626)	(11,995)	(29,788)	(25,172)	(15,119)	(17,265)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	1,740	(1,778)	7,276	17,815	10,891	10,219	3,025
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8,786	(14,139)	3,911	(5,377)	1,413	11,315	14,476
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	12,252	6,888	8,301	19,615
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	22,465	8,312	12,240	6,875	8,301	19,615	34,091

► Chỉ số tài chính

	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng							
Doanh thu	66.1%	-5.5%	-15.9%	16.7%	12.4%	26.2%	15.7%
Lợi nhuận sau thuế	155.6%	-75.5%	-19.5%	76.8%	29.1%	33.8%	20.9%
Tổng tài sản	35.5%	-4.4%	10.2%	19.5%	14.9%	38.0%	26.9%
Tổng vốn chủ sở hữu	53.3%	5.9%	7.0%	11.5%	12.9%	16.0%	16.7%
Khả năng sinh lời							
Tỷ suất lãi gộp	27.5%	11.9%	10.9%	13.3%	15.7%	16.3%	16.7%
Tỷ suất EBIT	25.2%	9.2%	8.1%	10.5%	13.1%	13.9%	14.5%
Tỷ suất lãi ròng	23.1%	6.0%	5.7%	8.7%	9.9%	10.5%	11.0%
ROA	19.5%	5.0%	3.7%	5.4%	6.0%	5.9%	5.6%
ROE	38.0%	8.8%	6.6%	10.5%	12.0%	13.8%	14.3%
Hiệu quả hoạt động							
Số ngày khoản phải thu	19	25	33	20	35	21	21
Số ngày hàng tồn kho	140	103	118	138	145	162	156
Số ngày khoản phải trả	69	34	43	38	51	49	49
Khả năng thanh toán							
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.28	1.29	1.16	1.15	1.10	0.74	0.63
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.71	0.74	0.67	0.54	0.54	0.34	0.32
Cấu trúc tài chính							
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.49	0.44	0.46	0.49	0.49	0.58	0.61
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.96	0.77	0.83	0.96	0.98	1.37	1.58
Vay ngắn hạn/VCSH	0.81	0.65	0.70	0.66	0.73	1.23	1.49
Vay dài hạn/VCSH	0.15	0.12	0.13	0.30	0.25	0.14	0.09

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Kafi Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.