Vietcap

Cập nhật

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) MUA +45,9%

Ngành	**Thép**
Ngày báo cáo	**12/05/2026**
Giá hiện tại	27.000 VND
Giá mục tiêu	**38.900 VND**
Giá mục tiêu gần nhất	36.600 VND
TL tăng	+44,1%
Lợi suất cổ tức	1,8%
Tổng mức sinh lời	**+45,9%**

GT vốn hóa	215,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	57,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	1,1 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	7,7 tỷ
Pha loãng	7,7 tỷ

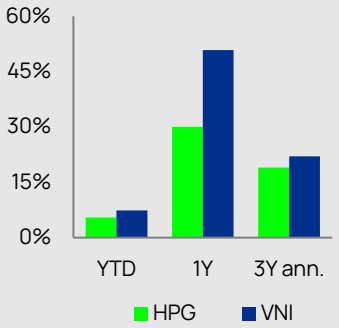
	HPG	VNI
P/E báo cáo (trượt)	10,1x	14,8x
P/B (hiện tại)	1,5x	1,8x
ROE	16,4%	12,8%
ROA	8,4%	2,0%

*Không bao gồm khoản lãi một lần từ thoái vốn BĐS trong quý 1/2026. Chúng tôi áp dụng mức EPS sau khi trừ các quỹ khen thưởng và phúc lợi (B&W), thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

Tổng quan Công ty

HPG là công ty sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các dòng sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng (công suất 5,8 triệu tấn/năm), HRC (công suất dự kiến năm 2025 là 8,4 triệu tấn từ Nhà máy DQ1 và DQ2), tôn mạ (công suất 400.000 tấn/năm), và ống thép (1,2 triệu tấn/năm - bao gồm cả công suất mới từ nhà máy tại Tây Ninh).

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	156.116	209.249	244.410	264.987
% YoY	12%	34%	17%	8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	15.453	25.930	28.593	33.539
% YoY	29%	68%	10%	17%
EPS cốt lõi* % YoY	31%	42%	31%	17%
Biên LN gộp	15,7%	16,8%	17,7%	18,4%
Biên EBITDA	18,5%	19,3%	19,9%	20,6%
Biên LN từ HĐKD	13,1%	13,8%	14,8%	15,6%
Biên LN ròng cốt lõi*	9,9%	10,5%	11,7%	12,7%
DTTD/Doanh thu	-2,9%	2,0%	7,6%	11,1%
EV/EBITDA	9,5x	6,8x	5,6x	5,0x
P/E cốt lõi*	13,7x	9,7x	7,4x	6,3x
P/B	1,6x	1,4x	1,2x	1,1x
ROE cốt lõi*	12,6%	15,4%	17,4%	18,0%

Lợi nhuận năm 2026 dự kiến tăng mạnh nhờ việc ghi nhận khoản lãi một lần và KQKD tích cực của mảng thép

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu lên mức 38.900 đồng/cổ phiếu đối với CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG). Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi (1) cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027, (2) lần lượt điều chỉnh tăng 18%/4%/4%/3%/4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28/29/30, qua đó phản ánh các mức thay đổi -1%/+4%/+4%/+3%/+3% đối với LNST sau lợi ích CĐTS của mảng thép, đồng thời (3) đưa khoản lãi BĐS một lần ghi nhận trong quý 1/2026 (với LNST khoảng 4 nghìn tỷ đồng) vào mô hình định giá của chúng tôi. Điều này giúp nâng dự báo lợi nhuận năm 2026 và lượng tiền mặt cuối quý 1/2026 của HPG, qua đó giúp hỗ trợ một phần cho định giá CKDT.
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng thép giai đoạn 2027–2030 cao hơn của chúng tôi phản ánh mức tăng đối với giả định sản lượng thép xây dựng, do tác động tích cực từ nhu cầu từ đầu tư hạ tầng (từ cả khu vực công và tư nhân) lên sản lượng bán thép đang tốt hơn kỳ vọng. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng các năm 2026/2027 từ mức 12%/5% trước đây lên mức 16%/9%, nhờ được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng sản lượng khả quan 20% YoY trong quý 1 và 30% YoY trong 2 tháng đầu năm (giai đoạn chưa bao gồm mức tăng đột biến trong tháng 3 do ảnh hưởng từ xung đột). Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng giá bán thép trung bình lên thêm 5% nhằm phản ánh mức tăng giá mạnh hơn kỳ vọng do tác động từ xung đột, đồng thời cũng nâng giả định giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng mức tăng chi phí đầu vào sẽ thấp hơn mức tăng giá đầu ra trong năm 2026, nhờ nguồn cung được bổ sung, đặc biệt là quặng sắt từ dự án Simandou, cùng với nhu cầu suy yếu khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép.
- Đối với LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng BĐS lên 18% dựa theo KQKD quý 1, trong khi điều chỉnh giảm 1% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng thép. Đối với mảng thép, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định sản lượng bán thép xây dựng và giá bán trung bình của tất cả các dòng sản phẩm, nhưng tác động tích cực này lại bị lấn át bởi (1) mức chi phí lãi vay cao hơn do mặt bằng lãi suất cao hơn kỳ vọng, (2) chi phí vận chuyển tăng do gián đoạn liên quan đến xung đột tại Trung Đông, và (3) giả định chi phí đầu vào cao hơn. Nhìn chung, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 của chúng tôi.
- Tại mức giá hiện tại, P/E báo cáo/cốt lõi dự phóng năm 2026 lần lượt ở mức 8,2 lần/9,7 lần, tương đối hấp dẫn so với mức P/E trung bình 10 năm của công ty (10,5 lần). Tăng trưởng lợi nhuận báo cáo/cốt lõi dự phóng năm 2026 đạt 68%/42% YoY và tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lợi nhuận cốt lõi giai đoạn 2025–2028 đạt 29%.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Giá thép tăng mạnh hơn và duy trì lâu hơn kỳ vọng.
- **Rủi ro:** Gián đoạn nguồn cung dầu làm suy yếu hoạt động xây dựng, nhu cầu thép giảm.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng lợi nhuận ngắn hạn và trung hạn của HPG, được hỗ trợ bởi các yếu tố thuận lợi cả trong nước và quốc tế. Ở thị trường trong nước, chi tiêu cho hạ tầng ở mức kỷ lục được kỳ vọng sẽ duy trì nhu cầu thép xây dựng, trong khi tăng trưởng mảng HRC sẽ được thúc đẩy nhờ việc tăng công suất của dự án DQSC2 và các biện pháp bảo hộ thuế quan đối với HRC Trung Quốc (bao gồm cả khổ hẹp và khổ rộng). Ở thị trường quốc tế, HPG sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi dần của giá thép Trung Quốc dưới chính sách hạn chế cạnh tranh nội bộ, các biện pháp kiểm soát xuất khẩu thép chặt chẽ hơn của Trung Quốc, cùng với bối cảnh nguyên liệu đầu vào thuận lợi hơn nhờ nguồn cung quặng sắt và than cốc bằng đường biển gia tăng trong năm 2026.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận cốt lõi quý 2 sẽ cải thiện QoQ, nhờ mở rộng sản lượng thép, giá bán trung bình (ASP) và biên lợi nhuận. Sản lượng tiêu thụ sẽ được hưởng lợi từ việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, mức thuế quan mới áp dụng cho thép HRC khổ rộng của Trung Quốc và đà tăng giá tích cực của ngành thép. ASP dự kiến sẽ tăng do áp lực lạm phát chi phí đẩy liên quan đến căng thẳng Trung Đông tiếp tục hỗ trợ mặt bằng giá, với các đợt điều chỉnh tăng giá thường xuyên trên toàn ngành (chủ yếu là thép dẹt) được ghi nhận trong suốt tháng 4 và kéo dài sang tháng 5. Trong khi đó, biên lợi nhuận dự kiến được cải thiện nhờ yếu tố thuận lợi về thời điểm ghi nhận hàng tồn kho, khi ASP điều chỉnh nhanh hơn so với chi phí hàng tồn kho được thu mua ở mức thấp hơn trước đó.

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận dự kiến tăng mạnh nhờ KQKD cốt lõi cải thiện và khoản lãi từ thoái vốn BĐS một lần trong quý 1

Hình 1: Dự báo năm 2026 đối với HPG của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	**156.116**	**196.626**	**209.249**	**34%**	**6%**	
- Thép	146.319	186.423	199.046	36%	7%	
- Thép xây dựng	69.815	82.889	89.897	29%	8%	* Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2026 từ 12% lên 16%, do KQKD quý 1 vượt kỳ vọng nhờ chi tiêu cho hạ tầng từ cả khu vực công và tư nhân mạnh hơn dự kiến. Chúng tôi cũng nâng giả định tăng trưởng ASP từ 6% lên 11% do đợt tăng giá thép cao hơn kỳ vọng.
- HRC	50.026	74.715	77.628	55%	4%	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng sản lượng và nâng giả định tăng trưởng ASP từ 6% lên 11%.
- Các sản phẩm thép khác	26.478	28.818	31.522	19%	9%	* Chúng tôi nâng dự báo sản lượng và ASP dựa trên KQKD quý 1 tích cực hơn so với kỳ vọng và đợt tăng giá thép do ảnh hưởng từ xung đột tại Trung Đông.
- Bất động sản	1.683	1.683	1.683	0%	0%	
- Nông nghiệp	8.114	8.520	8.520	5%	0%	
Lợi nhuận gộp	**24.498**	**33.533**	**35.101**	**43%**	**5%**	
Chi phí SG&A	-4.070	-5.228	-6.215	53%	19%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**20.428**	**28.305**	**28.885**	**41%**	**2%**	
Thu nhập tài chính	2.082	2.794	8.874	326%	218%	* Dự báo mới của chúng tôi đã bao gồm khoản lãi từ thoái vốn BĐS trong quý 1 và khoản lãi tỷ giá cao hơn kỳ vọng trong quý 1/2026. Chúng tôi giữ nguyên dự báo đối với thu nhập từ lãi tiền gửi.
Chi phí tài chính	-4.604	-5.336	-7.265	58%	36%	* Dự báo mới của chúng tôi cũng phản ánh chi phí lãi vay cao hơn do mặt bằng lãi suất trung bình cao hơn kỳ vọng và khoản lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến trong quý 1.
Khác	135	135	135	0%	0%	
LNTT	18.041	25.899	30.629	70%	18%	
LNST	15.515	22.014	26.035	68%	18%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**15.453**	**21.925**	**25.930**	**68%**	**18%**	
- Thép	12.624	20.084	19.978	58%	-1%	* Triển vọng quý 2: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng quý 2 sẽ cao hơn quý 1, nhờ áp lực giải ngân vốn đầu tư hạ tầng, mức thuế quan mới áp dụng cho thép HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc và đà tăng giá thép. Về ASP, trước bối cảnh xung đột Trung Đông vẫn đang tiếp diễn, chúng tôi kỳ vọng ASP quý 2 sẽ tăng QoQ, trong khi triển vọng các quý sau sẽ phụ thuộc vào diễn biến của cuộc xung đột. Theo đó, biên lợi nhuận ngành thép trong quý 2 cũng được kỳ vọng sẽ mở rộng QoQ.
- Bất động sản	1.229	578	4.689	282%	712%	* Trong quý 1/2026, HPG đã ghi nhận khoản lãi một lần từ việc thoái vốn toàn bộ cổ phần tại dự án khu đô thị Phố Nối - Hưng Yên. Khoản lãi trước thuế và sau thuế lần lượt đạt khoảng 4,9 nghìn tỷ đồng và 4,0 nghìn tỷ đồng.
- Nông nghiệp	1.600	1.263	1.263	-21%	0%	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**15.453**	**21.925**	**21.920**	**42%**	**0%**	
- Thép	12.624	20.084	19.978	58%	-1%	
- Bất động sản	1.229	578	679	-45%	18%	* Dự báo năm 2026 cao hơn do KQKD quý 1 tích cực hơn kỳ vọng.
- Nông nghiệp	1.600	1.263	1.263	-21%	0%	
Biên lợi nhuận gộp	15,7%	17,1%	16,8%			* Dự báo thấp hơn do KQKD quý 1/2026 thấp hơn kỳ vọng.
Chi phí SG&A/doanh thu	2,6%	2,7%	3,0%			* Dự báo cao hơn chủ yếu do chi phí vận chuyển trong quý 1 cao hơn kỳ vọng trong bối cảnh giá dầu tăng. Chúng tôi dự kiến chi phí này sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong suốt quý 2.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	13,1%	14,4%	13,8%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	**9,9%**	**11,2%**	**12,4%**			
- Thép	8,6%	10,8%	10,0%			* Dự báo thấp hơn do KQKD quý 1/2026 thấp hơn kỳ vọng, do chịu tác động bởi chi phí vận chuyển và chi phí lãi vay cao hơn dự kiến. * Với dự báo giá thép cao hơn, chúng tôi cũng điều chỉnh tăng dự báo giá đầu vào tương ứng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng biên lợi nhuận ngành thép sẽ mở rộng YoY trong năm 2026 nhờ các động lực thuận lợi giữa giá đầu vào và đầu ra (như được thảo luận tại **trang 11**).
- Bất động sản	73,0%	34,3%	278,6%			
- Nông nghiệp	19,7%	14,8%	14,8%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**9,9%**	**11,2%**	**10,5%**			
- Thép	8,6%	10,8%	10,0%			
- Bất động sản	73,0%	34,3%	40,4%			* Dự báo năm 2026 cao hơn do KQKD quý 1 tích cực hơn so với kỳ vọng.
- Nông nghiệp	19,7%	14,8%	14,8%			

Nguồn: Vietcap. *DISR: Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên của Úc.

Hình 2: Tổng quan sản lượng bán thép HPG và các dự báo cho năm 2026 của Vietcap

Sản lượng bán hàng của HPG (nghìn tấn)	T3 2025	T2 2026	T3 2026	YoY	MoM	Q1 2025	Q4 2025	Q1 2026	QoQ	YoY	Dự báo 2026 mới	Q1 / Dự báo 2026 mới
Thép xây dựng	505	315	544	8%	73%	1.192	1.322	1.431	8%	20%	5.630	25%
HRC	496	468	565	14%	21%	994	1.642	1.471	-10%	48%	6.720	22%
Ống thép	63	67	97	54%	46%	186	213	241	13%	30%	970	25%
Tôn mạ	29	25	38	33%	54%	89	103	106	3%	19%	420	25%

Nguồn: VSA, Vietcap

Cập nhật công suất sản xuất thép của HPG

Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát – Dung Quất 2 (DQSC2) sản xuất HRC:

Giai đoạn 1 đã đi vào vận hành từ tháng 3/2025.

Giai đoạn 2 đã đi vào vận hành từ tháng 9/2025.

DQSC2 – Mở rộng hoạt động sản xuất thép dây cuộn chất lượng cao (DQSC2-HQWR):

Vào ngày 07/08/2025, HPG đã nhận được phê duyệt về việc tăng vốn đầu tư thêm 3,4 nghìn tỷ cho dự án DQSC2, lên mức 88,4 nghìn tỷ đồng (từ mức 85 nghìn tỷ đồng trước đây). Theo đó, cơ cấu vốn được điều chỉnh bao gồm 40,8 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 47,6 nghìn tỷ đồng nợ vay, cao hơn so với kế hoạch ban đầu là 40 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 45 nghìn tỷ đồng nợ vay.

Chúng tôi ước tính 2,8 nghìn tỷ đồng trong số vốn bổ sung sẽ được dành cho vốn đầu tư XDCB, và 600 tỷ đồng sẽ được dành cho vốn lưu động, dựa trên tỷ lệ phân bổ vốn đầu tư XDCB/vốn lưu động ban đầu của DQSC2 là 70 nghìn tỷ đồng/15 nghìn tỷ đồng.

Việc phê duyệt tăng thêm vốn đầu tư sẽ bổ sung thêm 500.000 tấn vào công suất hàng năm, qua đó nâng tổng công suất thiết kế của DQSC2 lên mức 6,1 triệu tấn/năm. Cụ thể, tổng công suất này bao gồm 5,6 triệu tấn HRC — không thay đổi so với kế hoạch ban đầu — và 500.000 tấn thép dây cuộn chất lượng cao, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ quý 2/2028. Cần lưu ý, thép dây cuộn cũng là một loại thép xây dựng.

Theo nghiên cứu của chúng tôi, do sản phẩm thép mới này là thép dây cuộn chất lượng cao, nên chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình cũng như biên lợi nhuận của sản phẩm này sẽ cao hơn so với sản phẩm thép xây dựng thông thường hiện tại của HPG.

Nhà máy sản xuất thép đường ray & thép kết cấu chuyên dụng:

Bắt đầu vận hành từ quý 1/2027: Ban đầu, HPG dự kiến khởi công dự án vào ngày 19/08/2025. Tuy nhiên, vào tháng 10/2025, ban lãnh đạo đã cho biết tiến độ dự án bị hoãn sang đầu năm 2026, điều này khiến chúng tôi dự kiến thời gian bắt đầu vận hành rơi vào giữa quý 3/2027. Dựa trên cập nhật mới nhất từ truyền thông trong nước, tiến độ sau đó đã được đẩy nhanh, theo đó HPG kỳ vọng sẽ bắt đầu đưa dự án vào vận hành từ quý 1/2027. Thông tin này đã được chúng tôi đưa vào dự báo hiện tại (**Hình 5**).

Tổng quan dự án và ước tính đóng góp lợi nhuận:

Theo HPG, nhà máy sẽ có công suất thiết kế là 700.000 tấn/năm, sản xuất thép đường ray và thép kết cấu chuyên dụng (cơ cấu chi tiết chưa được công bố), với tổng vốn đầu tư dự kiến sẽ ở mức 14 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, kế hoạch đầu tư đã được phê duyệt bởi chính quyền địa phương là 10 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định 10 nghìn tỷ đồng sẽ được phân bổ cho vốn đầu tư XDCB, trong khi 4 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được sử dụng cho vốn lưu động.

Vì sản phẩm của dự án được sử dụng để phục vụ hạ tầng giao thông quốc gia, nên chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ duy trì ở mức cao, nhưng sẽ đi kèm với biên lợi nhuận thấp hơn — quan điểm này phù hợp với ước tính sơ bộ của chúng tôi dựa trên dữ liệu được công bố. Theo kế hoạch đầu tư, dự án dự kiến sẽ tạo ra doanh thu khoảng 11,4 nghìn tỷ đồng/năm và đóng góp

khoảng 150 tỷ đồng/năm vào ngân sách nhà nước. Với tư cách là nhà máy sản xuất thép chất lượng cao, dự án sẽ được hưởng mức ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 17% trong 10 năm đầu (theo Luật Thuế TNDN năm 2025), trước khi áp dụng mức thuế tiêu chuẩn 20% cho 40 năm còn lại trong chu kỳ hoạt động 50 năm, tương đương mức thuế suất bình quân gia quyền 19,4%. Dựa trên mức đóng góp thuế dự kiến, chúng tôi ước tính LNTT hằng năm sẽ ở mức 773 tỷ đồng, tương ứng biên LNTT ở mức xấp xỉ 7%. Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi ước tính mức LNTT nêu trên tương đương với biên lợi nhuận gộp khoảng 10%, thấp hơn so với các mảng thép khác (biên lợi nhuận gộp năm 2024 của HPG là 13,3%, mặc dù giá bán thép thấp).

Hình 3: Công suất sản xuất thép hiện tại và trong thời gian tới của HPG

Công suất thiết kế/năm (triệu tấn)	Thép xây dựng	Ống thép	HRC	Thép chuyên dụng	Tôn mạ	Kế hoạch vốn đầu tư XDCB	Tiến độ
Công suất hiện tại (không bao gồm các nhà máy DQ)	2,8	1,2***			0,4		Đang vận hành thương mại
Nhà máy DQ1 – Giai đoạn 1	3,0					50 nghìn tỷ đồng	Vận hành từ tháng 12/2019
Nhà máy DQ1 – Giai đoạn 2			2,8				Vận hành từ tháng 11/2020
Nhà máy DQ2 – HRC giai đoạn 1			2,8			70 nghìn tỷ đồng	Vận hành từ tháng 3/2025
Nhà máy DQ2 – HRC giai đoạn 2			2,8			Cả 2 giai đoạn	Dự kiến vận hành từ tháng 9/2025
Nhà máy DQ2 – TDCCLC	0,5 (thép dây cuộn chất lượng cao)					2,8 nghìn tỷ đồng*	Dự kiến vận hành từ quý 2/2028
Nhà máy thép ray & thép kết cấu				0,7 (bao gồm thép đường ray & thép kết cấu)		10 nghìn tỷ đồng**	Dự kiến vận hành từ quý 1/2027

Nguồn: HPG, truyền thông trong nước, Vietcap. * Ước tính của Vietcap, dựa trên các số liệu: tổng vốn đầu tư dự kiến cho việc mở rộng DQSC2 là 3,4 nghìn tỷ đồng, và cơ cấu vốn đầu tư ban đầu của DQSC2 là 70 nghìn tỷ đồng cho vốn đầu tư XDCB và 15 nghìn tỷ đồng cho vốn lưu động. **Theo HPG, tổng vốn đầu tư được phân bổ cho nhà máy thép đường sắt là 14 nghìn tỷ đồng, trong khi tổng vốn trong kế hoạch đầu tư được chính quyền địa phương phê duyệt là 10 nghìn tỷ đồng. Do vậy, chúng tôi giả định số tiền 10 nghìn tỷ đồng sẽ được sử dụng cho vốn đầu tư XDCB, và 4 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được dành cho vốn lưu động. ***Bao gồm cả công suất từ nhà máy ống thép mới tại Tây Ninh.

Hình 4: Kế hoạch hiệu suất hoạt động Nhà máy DQ2 HRC của HPG và dự báo của Vietcap

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Công suất HRC hàng năm (nghìn tấn)					
Nhà máy DQ1	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Kế hoạch của HPG về hiệu suất hoạt động của Nhà máy DQ2					
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	80%	100%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	50-60%	80%	100%	100%	100%
Dự báo của Vietcap về hiệu suất hoạt động mảng sản xuất HRC					
Nhà máy DQ1	100%	100%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	80%	100%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	60%	80%	100%	100%	100%
Tổng hợp	80%	93%	100%	100%	100%

Dự báo của Vietcap về sản lượng bán HRC (nghìn tấn)					
Nhà máy DQ1	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	2.240	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	1.680	2.240	2.800	2.800	2.800
Tổng cộng	**6.720**	**7.840**	**8.400**	**8.400**	**8.400**
Tăng trưởng YoY	33%	17%	7%	0%	0%

Nguồn: HPG, Vietcap

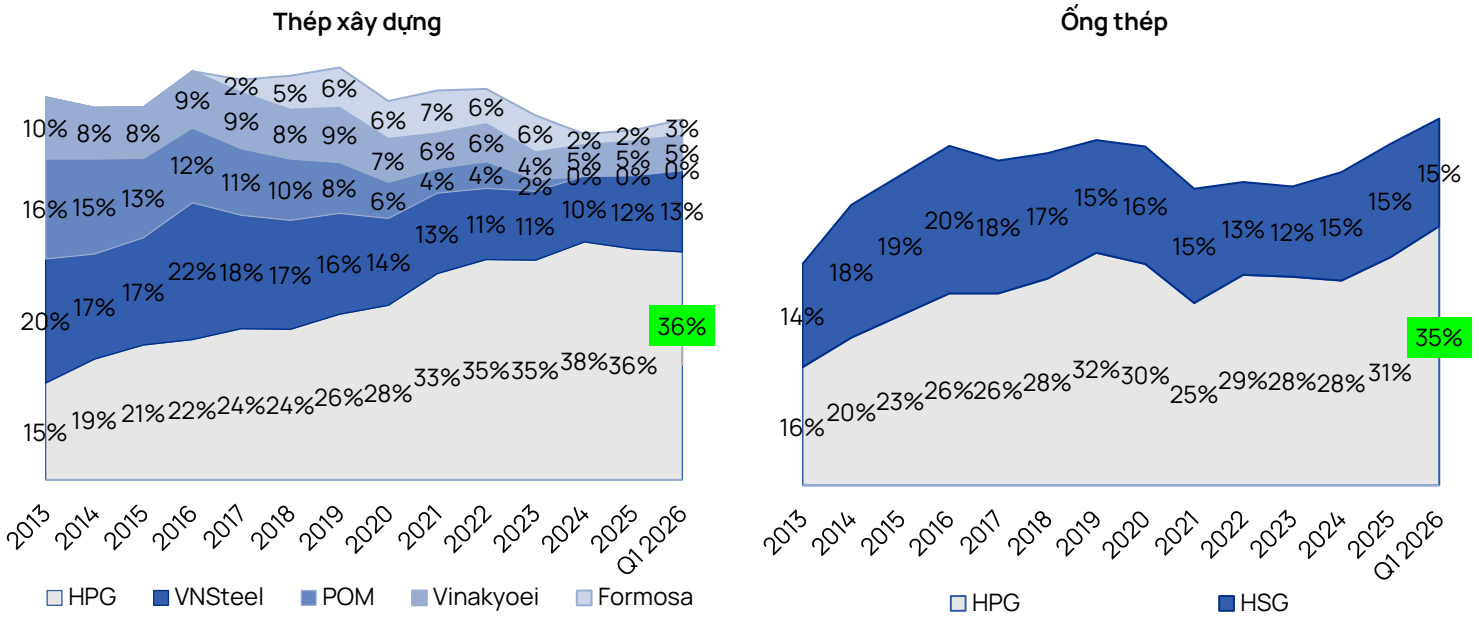
Hình 5: Giả định của Vietcap về đóng góp từ công suất thép mới của HPG

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Nhận định
Nhà máy DQ2-HQWR Mở rộng						
Công suất (nghìn tấn)			375*	500	500	
Hiệu suất hoạt động			50%	60%	70%	
Sản lượng bán (nghìn tấn)			187,5	300	350	
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)			18,0	18,2	18,4	Giả định cao hơn 10% so với thép xây dựng thông thường.
Doanh thu (tỷ đồng)			3.376	5.456	6.429	
Biên lợi nhuận gộp			22,0%	22,0%	22,0%	Giả định cao hơn khoảng 2% so với biên lợi nhuận gộp của thép xây dựng.
Nhà máy sản xuất thép đường sắt & thép kết cấu						
Công suất (nghìn tấn)		583**	700	700	700	
Hiệu suất hoạt động		70%	85%	100%	100%	Giả định hiệu suất hoạt động cao do sản lượng đầu ra được bán cho các dự án quốc gia.
Sản lượng bán (nghìn tấn)		408	595	700	700	
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)		16,3	16,3	16,3	16,3	Ước tính của Vietcap, dựa theo kế hoạch doanh thu và công suất hàng năm được công bố.
Doanh thu (tỷ đồng)		6.650	9.690	11.400	11.400	
Biên lợi nhuận gộp		10%	10%	10%	10%	
% đóng góp vào tổng số						
Sản lượng bán thép						
- DQ2 – TDCCLC			1%	2%	2%	
- Nhà máy thép ray		3%	4%	4%	4%	
Doanh thu						
- DQ2 – TDCCLC			1%	2%	2%	
- Nhà máy thép ray		3%	4%	4%	4%	
LNST						
- DQ2 – TDCCLC			2%	3%	3%	
- Nhà máy thép ray		1%	1%	2%	2%	

Nguồn: HPG, Truyền thông trong nước, Vietcap. * Dự kiến vận hành vào quý 2/2028. **Dự kiến vận hành vào quý 3/2027. Ô màu xám tương ứng giai đoạn các dự án chưa đóng góp vào lợi nhuận.

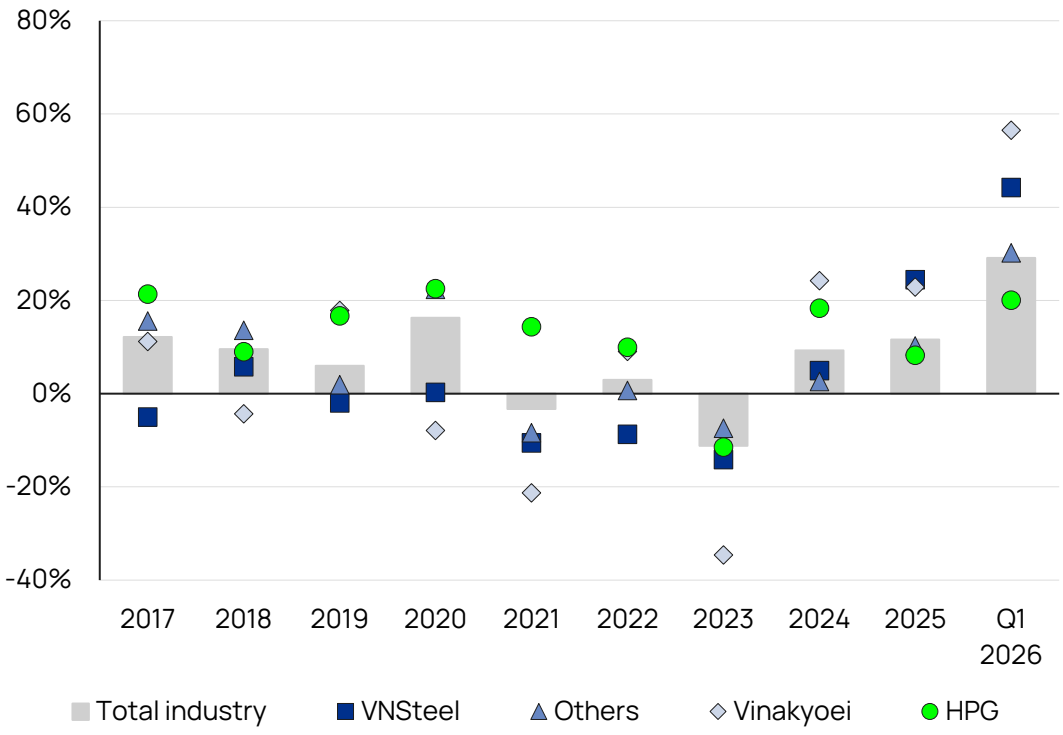
Cập nhật dữ liệu ngành thép

Hình 6: Thị phần thép xây dựng và ống thép của các công ty sản xuất thép lớn



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), Vietcap. Lưu ý: (1) Không có dữ liệu về Formosa cho giai đoạn 2013-2016; Doanh số bán thép xây dựng của Formosa chỉ là dây thép (không bán thép thanh); (2) VSA công bố lại dữ liệu năm 2020 và 2021 bằng cách bổ sung doanh số bán hàng từ các thành viên mới, do đó thị phần của các công ty hàng đầu trong hai năm này đã được cập nhật trong báo cáo này.

Hình 7: Tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng toàn ngành và các công ty sản xuất chính

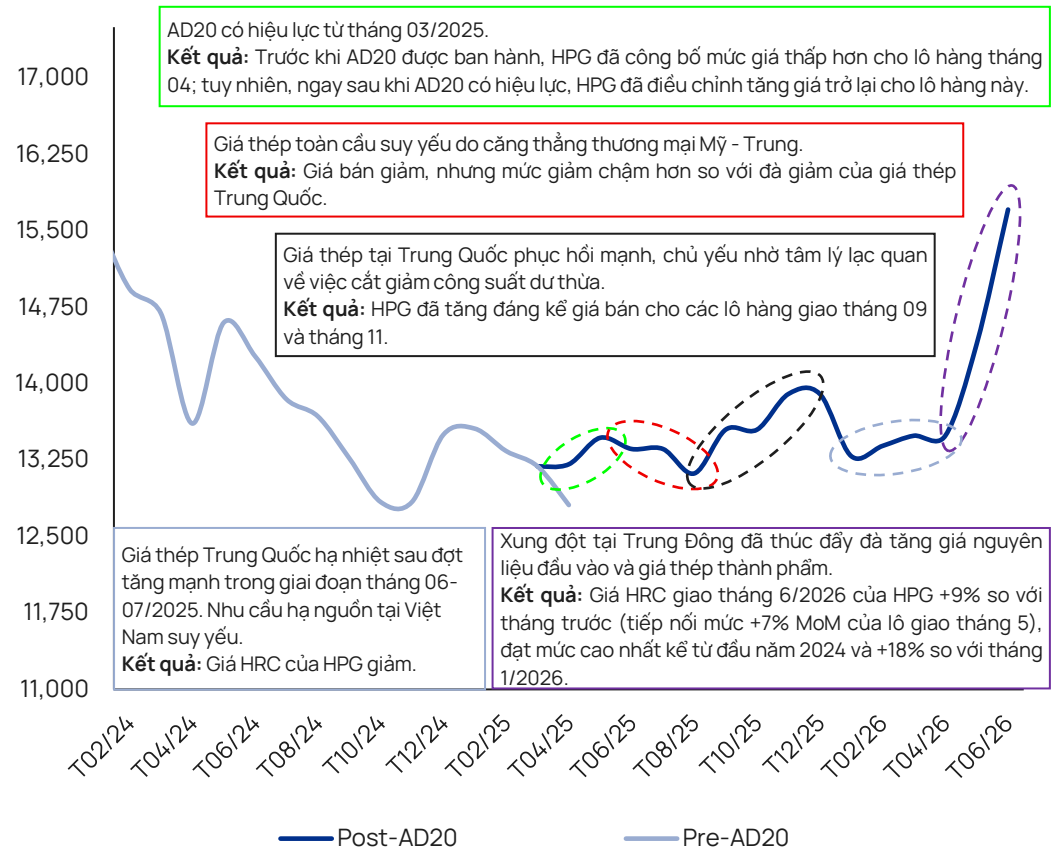


Nguồn: VSA, HPG, ước tính của Vietcap

Hình 8: Diễn biến giá thép xây dựng bình quân của HPG (đồng/kg)

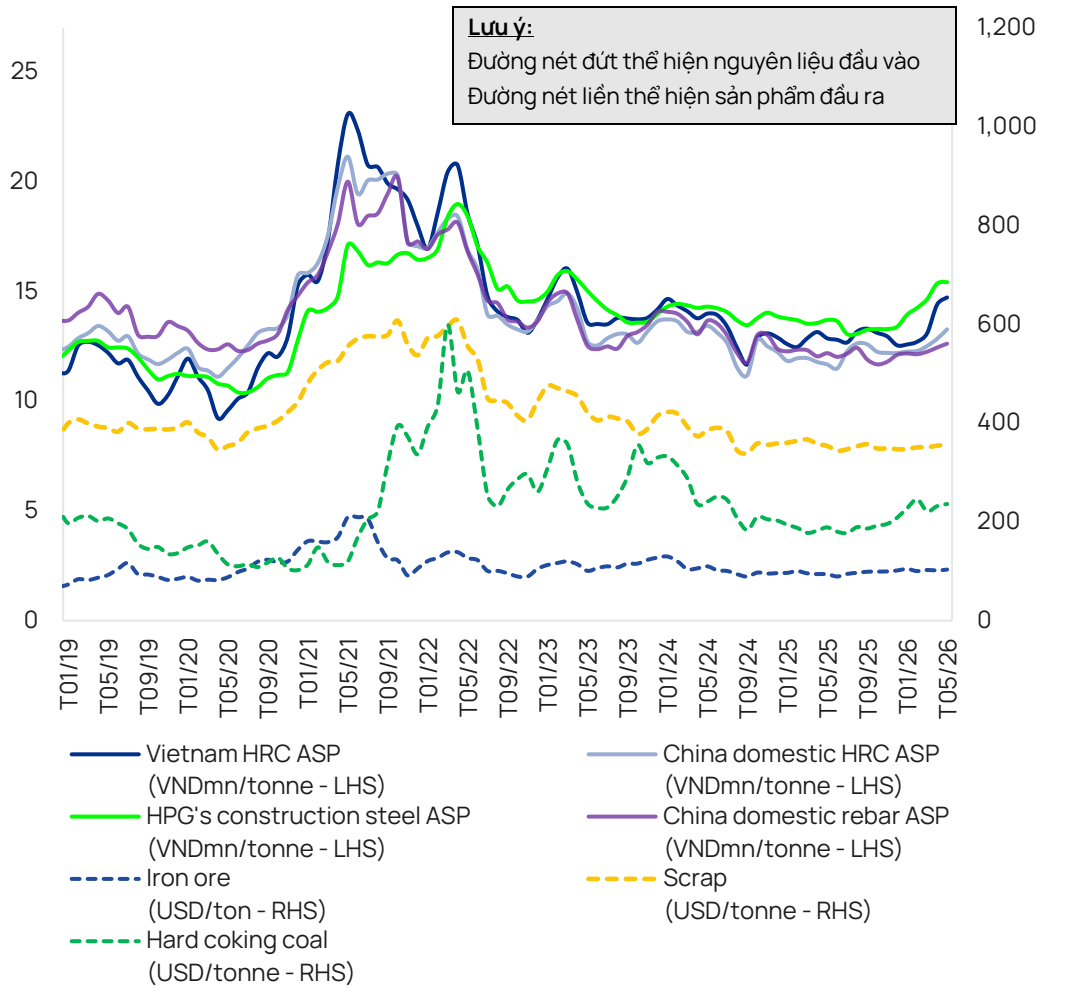
Nguồn: Steelonline.vn, Vietcap (Lưu ý: Mỗi dấu chấm đại diện cho một lần điều chỉnh giá của HPG)

Hình 9: Diễn biến giá HRC bình quân của HPG* (đồng/kg)



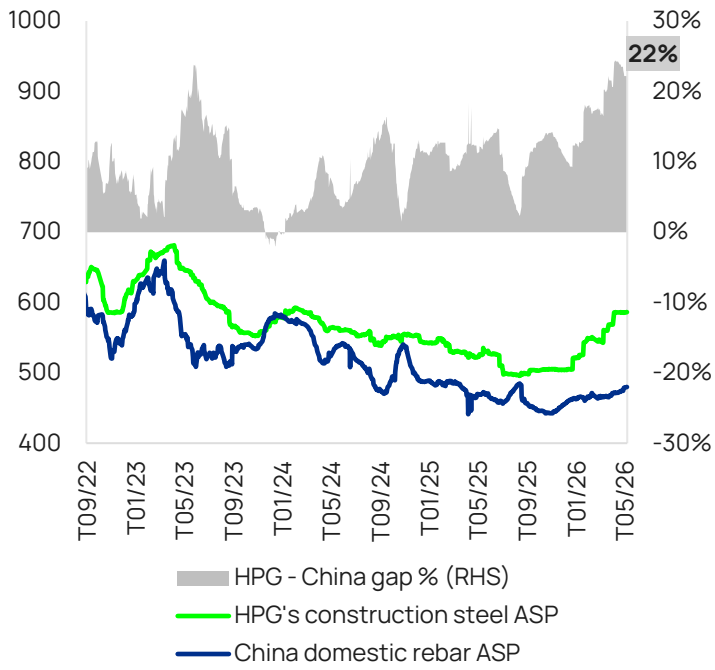
Nguồn: Vietcap tổng hợp. *Lưu ý: HPG thường công bố giá HRC trước 1–2 tháng để hỗ trợ việc lập kế hoạch sản xuất. Các số liệu được trình bày phản ánh giá được báo cho các lô hàng trong tháng, và áp dụng cho HRC giá cơ sở (không bao gồm phụ phí tùy chỉnh). Giá không bao gồm thuế GTGT.

Hình 10: Giá nguyên vật liệu đầu vào và sản phẩm đầu ra chính của HPG



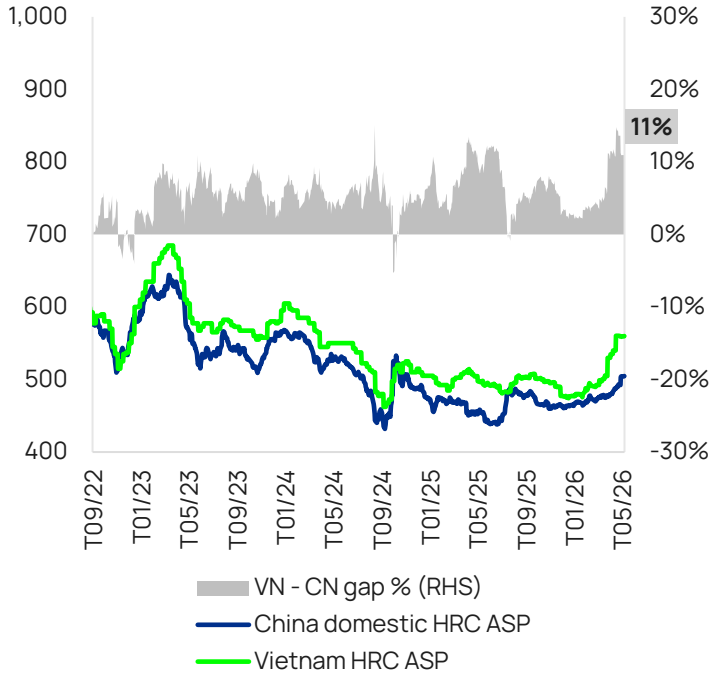
Nguồn: Bloomberg, VSA, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 11/05/2026)

Hình 11: Giá thép xây dựng của Việt Nam, so với Trung Quốc (USD/tấn)



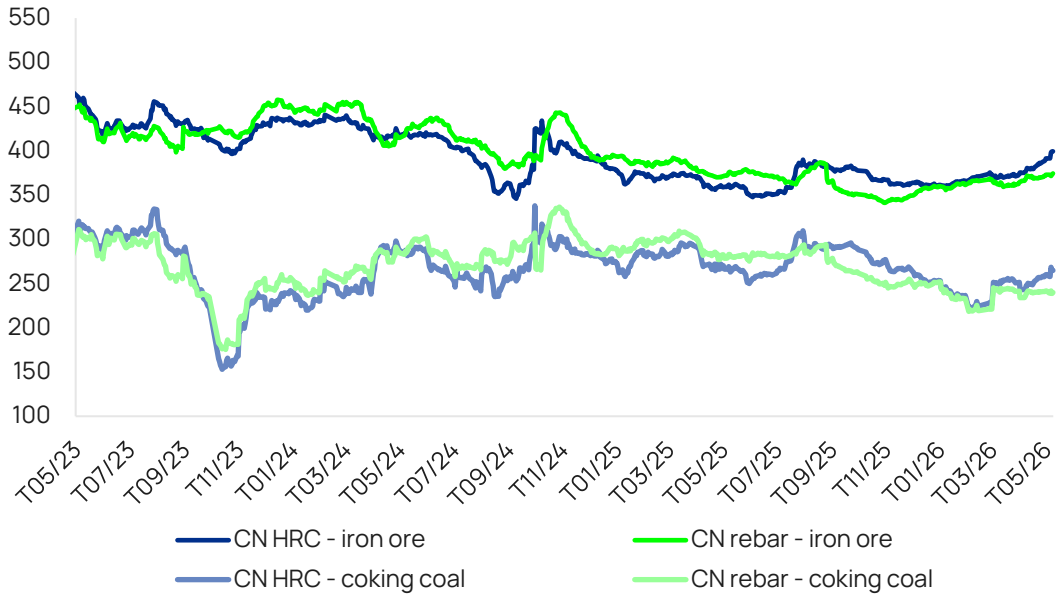
Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 11/05/2026)

Hình 12: Giá HRC của Việt Nam, so với Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 11/05/2026)

Hình 13: Chênh lệch giá thép Trung Quốc đầu ra-đầu vào (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 11/05/2026)

Hình 14: Cập nhật diễn biến giá các mặt hàng liên quan đến ngành thép

% điều chỉnh giá	Trung bình 4T/2026 YoY	YTD
Đầu vào		
Thép phế liệu	-8%	0%
Than cốc cứng	24%	11%
Quặng sắt	6%	-2%
Đầu ra		
HRC Trung Quốc	-3%	4%
HRC Việt Nam	0%	17%
Thép thanh nội địa Trung Quốc	-8%	1%
Thép xây dựng HPG	7%	13%
Tôn mạ Trung Quốc	1%	8%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 11/05/2026)

Nhận định về Hình 14: Chúng tôi ghi nhận giá thép tại Việt Nam đã tăng vượt trội so với Trung Quốc, nhờ (1) nhu cầu xây dựng trong nước tại Việt Nam ở mức cao hơn, qua đó cho phép các nhà sản xuất chuyển phần chi phí đầu vào tăng cao (phát sinh từ xung đột Trung Đông) sang giá bán, trong khi nhu cầu tại Trung Quốc vẫn trầm lắng do thị trường bất động sản yếu; và (2) các biện pháp bảo hộ thuế quan của Việt Nam đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc, giúp hạn chế sự hội tụ giá giữa hai thị trường.

Triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của HPG và các doanh nghiệp thép Việt Nam

Quan điểm của chúng tôi về giá đầu ra - đầu vào của ngành thép trong năm 2026 (quan điểm cả năm):

Đầu ra: Chúng tôi kỳ vọng giá thép tại Việt Nam sẽ dần phục hồi và có biến động trong năm 2026. Các yếu tố thúc đẩy chính bao gồm (1) việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh tiêu cực của Trung Quốc (chi tiết tại **trang** Error! Bookmark not defined.), nhằm siết chặt kỷ luật về công suất, (2) việc Trung Quốc kiểm soát chặt hơn hoạt động xuất khẩu thép, có hiệu lực từ ngày 01/01/2026 (chi tiết tại **trang** Error! Bookmark not defined.), và (3) (đối với HRC) mức độ bảo hộ thuế bổ sung từ "AD20 mở rộng" đối với hàng nhập khẩu HRC khổ rộng từ Trung Quốc, có hiệu lực từ giữa tháng 4/2026. Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi của giá thép Trung Quốc sẽ phục hồi dần dần, do nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc đang ở mức tương đối yếu.

Đầu vào: Chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2026 nhờ sự gia tăng của nguồn cung và sự suy yếu của nhu cầu thép từ Trung Quốc:

1. **Quặng sắt:** Theo báo cáo quý tháng 12/2025 của Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc (DISR), Úc được kỳ vọng sẽ tăng sản lượng xuất khẩu quặng sắt thêm gần 2%/năm trong giai đoạn 2026–27. Tuy nhiên, thay đổi đáng chú ý nhất là nguồn cung mới từ dự án Simandou tại châu Phi. Simandou, một trong những mỏ quặng sắt chất lượng cao (khoảng 65% Fe) lớn nhất thế giới (trước đây chưa được khai thác), với hơn 2,0 tỷ tấn trữ lượng, đã bắt đầu vận hành từ cuối năm 2025. Theo Bloomberg, công suất mới dự kiến đạt khoảng 60 triệu tấn trong năm 2026, tăng lên 120 triệu tấn từ năm 2027 khi vận hành tối đa. Khi đạt công suất tối đa, sản lượng tại Simandou sẽ tương đương khoảng 10% lượng quặng sắt nhập khẩu bằng đường biển hàng năm của Trung Quốc (khoảng 7,5% tổng thương mại đường biển toàn cầu), cho thấy đây là một phần bổ sung nguồn cung đáng kể và mang tính cấu trúc.
2. **Than cốc:** Giá than cốc đã tăng khoảng 17% từ cuối tháng 11/2025 đến tháng 2/2026 (theo Bloomberg), chủ yếu do gián đoạn nguồn cung tạm thời liên quan đến tình trạng thời tiết tại Úc, nước xuất khẩu than cốc lớn nhất thế giới. Giá than bắt đầu hạ nhiệt từ giữa tháng 2 và đến nay đã giảm khoảng 10% so với đỉnh giữa tháng 2 khi mùa bão tại Úc đã đi qua, dù vẫn cao hơn so với đầu năm (YTD) do cuộc xung đột tại Trung Đông. Ngoài các gián đoạn ngắn hạn này, chúng tôi kỳ vọng giá bán cả năm sẽ vẫn ở mức thấp. DISR dự báo kim ngạch xuất khẩu than cốc của Úc sẽ tăng 4,3%/năm trong giai đoạn 2026–27, tức đồng nghĩa với việc nguồn cung bằng đường biển sẽ tăng.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng việc Trung Quốc cắt giảm công suất thép theo định hướng chống cạnh tranh tiêu cực cũng có thể làm giảm nhu cầu đối với quặng sắt và than cốc khi sản lượng thép sụt giảm, từ đó tạo thêm áp lực giảm lên giá đầu vào.

Xung đột Trung Đông: Không tác động đáng kể đến quan điểm cả năm 2026 của chúng tôi, nhưng có thể dẫn đến biến động lợi nhuận ngắn hạn đối với các doanh nghiệp thép

Kể từ đầu tháng 3/2026, chúng tôi ghi nhận các đợt tăng giá diện rộng ở hầu hết sản phẩm thép chính tại Việt Nam, bao gồm thép xây dựng (+9–10% YTD và +5% so với giai đoạn trước xung đột), HRC của HPG (+18% đối với giá giao tháng 6 so với tháng 1, và +17% so với giai đoạn trước xung đột), HRC nhập khẩu không có nguồn gốc từ Trung Quốc (+20% hoặc cao hơn YTD), và tôn mạ, dựa trên các khảo sát kênh phân phối của chúng tôi. Động lực chính là yếu tố chi phí đẩy, đến từ chi phí đầu vào, cước vận chuyển và chi phí năng lượng tăng cao. Ở chiều đầu vào, giá quặng sắt nhìn chung đi ngang trên cơ sở YTD nhưng tăng khoảng 5% so với trước xung đột, trong khi giá than luyện cốc tăng khoảng 5% YTD, dù vẫn thấp hơn khoảng 10% so với mức đỉnh giữa tháng 2, khi gián đoạn nguồn cung từ Úc đã hạ nhiệt.

Chúng tôi kỳ vọng diễn biến này sẽ tích cực trong ngắn hạn đối với lợi nhuận của các doanh nghiệp thép, do giá bán (thường được ghi nhận theo giá giao ngay) điều chỉnh nhanh hơn so với giá vốn

hàng tồn kho (được mua trước đó ở mức giá thấp hơn), qua đó tạo ra lợi ích tạm thời nhờ hiệu ứng độ trễ hàng tồn kho. Tuy nhiên, lợi ích này nhiều khả năng chỉ mang tính tạm thời và có thể đảo chiều khi các gián đoạn địa chính trị hạ nhiệt (ví dụ: nếu eo biển Hormuz trở lại bình thường). Theo giả định kịch bản cơ sở cập nhật mới nhất của nhóm phân tích ngành Năng lượng của chúng tôi về việc tình trạng gián đoạn sẽ bắt đầu hạ nhiệt từ tháng 5 và bình thường hóa hoàn toàn từ tháng 7 (vui lòng tham khảo Báo cáo Ngành Năng lượng của chúng tôi, phát hành ngày 05/05/2026, để biết thêm chi tiết), chúng tôi kỳ vọng tác động lên biên lợi nhuận cả năm sẽ ở mức trung tính hoặc tích cực nhẹ, tùy thuộc vào năng lực quản trị hàng tồn kho của từng doanh nghiệp.

Triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của các doanh nghiệp thép Việt Nam (quan điểm cả năm):

Các doanh nghiệp thép thượng nguồn (ví dụ: HPG): Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp thượng nguồn sẽ được hưởng lợi từ diễn biến thuận lợi giữa giá đầu ra và giá đầu vào trong năm 2026, khi giá nguyên vật liệu đầu vào duy trì ở mức thấp hơn và giá thép phục hồi dần, qua đó ảnh hưởng tích cực tới đà tăng trưởng của biên lợi nhuận.

Các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn (ví dụ: NKG, HSG): Chúng tôi vẫn thận trọng với triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của các doanh nghiệp tôn mạ hạ nguồn, dù kỳ vọng giá thép tại Trung Quốc sẽ phục hồi, do cạnh tranh nội địa vẫn ở mức gay gắt trong bối cảnh triển vọng xuất khẩu còn yếu. Trong năm 2025, kim ngạch xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam, vốn trước đây chiếm khoảng 50% tổng sản lượng bán, bị gián đoạn. Các doanh nghiệp đã chuyển hướng mạnh trở lại thị trường trong nước, vốn đã trong tình trạng dư cung kéo dài. Kết quả là, các nhà sản xuất không thể chuyển hết phần tăng của chi phí HRC sang giá bán, dẫn đến biên lợi nhuận gộp cốt lõi bị thu hẹp trong suốt năm 2025.

Biến động biên lợi nhuận ngắn hạn tiềm ẩn từ xung đột Trung Đông: Các nhận định trên phản ánh quan điểm cả năm của chúng tôi. Trong ngắn hạn, căng thẳng tại Trung Đông có thể tạm thời hỗ trợ lợi nhuận nhờ độ trễ thuận lợi giữa giá đầu ra và giá đầu vào, nhưng lợi ích này có thể đảo chiều nếu căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt, theo như những gì chúng tôi đã thảo luận trước đó.

Triển vọng ngắn hạn: Chúng tôi đã ghi nhận tác động tích cực đối với biên lợi nhuận trong KQKD quý 1 của các doanh nghiệp thép niêm yết thuộc danh mục theo dõi. Sau tháng 3, chúng tôi tiếp tục ghi nhận các đợt tăng giá trong suốt tháng 4 và kéo sang đầu tháng 5, chủ yếu ở HRC và các sản phẩm thép dẹt. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép trong quý 2 sẽ duy trì ở mức cao và biên lợi nhuận tiếp tục mở rộng QoQ. Đối với quý 3 và các quý tiếp theo, kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định giá thép thành phẩm và giá đầu vào sẽ hạ nhiệt khi xung đột giảm leo thang, qua đó cho thấy biên lợi nhuận sẽ thu hẹp lại. Tuy nhiên, nếu tình trạng gián đoạn tiếp tục kéo dài và giá thép vẫn duy trì ở mức cao, chúng tôi sẽ ghi nhận tiềm năng điều chỉnh tăng đối với các dự báo biên lợi nhuận của HPG, dù cần thêm đánh giá toàn diện.

Nhà máy ống thép mới tại Tây Ninh; tác động ở cấp độ tập đoàn ở mức hạn chế

Theo truyền thông trong nước, vào giữa tháng 4, HPG đã khánh thành nhà máy ống thép mới với tổng vốn đầu tư XDCB hơn 2.000 tỷ đồng, đặt tại Tây Ninh (khu vực phía Nam). Nhà máy này có công suất thiết kế 400.000 tấn/năm, qua đó nâng tổng công suất ống thép của HPG lên khoảng 1,2 triệu tấn/năm. Dự án này được kỳ vọng sẽ củng cố thêm vị thế dẫn đầu của HPG trên thị trường ống thép Việt Nam, nơi công ty hiện đang nắm giữ khoảng 35% thị phần.

Quan điểm của chúng tôi:

Theo truyền thông trong nước, dự án này giúp tăng 50% công suất ống thép của HPG. Mặc dù mang ý nghĩa tích cực về mặt chiến lược đối với mảng thép hạ nguồn, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ chỉ mang lại tác động tích cực ở mức khiêm tốn tại cấp độ tập đoàn, do quy mô của mảng này tương đối nhỏ so với các hoạt động cốt lõi mảng thép của HPG (với tổng công suất thép xây dựng và HRC đạt hơn 14 triệu tấn/năm). Do đó, phần đóng góp gia tăng vào lợi nhuận hợp nhất dự kiến

sẽ ở mức hạn chế. Chúng tôi đã đưa dự án này vào mô hình định giá kể từ Báo cáo Cập nhật HPG gần nhất, phát hành ngày 08/04/2026.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục kết hợp phương pháp Chiết khấu dòng tiền (CKDT) (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%) để đưa ra mức giá mục tiêu đối với HPG là 38.900 đồng/cổ phiếu.

Định giá theo phương pháp CKDT của chúng tôi cao hơn 9% so với Báo cáo Cập nhật gần nhất, do (1) chúng tôi cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027, (2) điều chỉnh tăng lần lượt 18%/4%/4%/3%/4% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28/29/30, qua đó phản ánh mức điều chỉnh tương ứng -1%/+4%/+4%/+3%/+3% của LNST sau lợi ích CĐTS mảng thép, và (3) việc đưa khoản lãi thoái vốn BĐS một lần trong quý 1/2026 vào mô hình, với LNST đạt 4 nghìn tỷ đồng. Khoản lãi này giúp tăng kết quả lợi nhuận dự báo năm 2026 và số dư tiền mặt cuối quý 1/2026 của HPG, qua đó góp phần hỗ trợ cho định giá theo phương pháp CKDT.

Định giá theo P/E của chúng tôi nhìn chung không thay đổi so với Báo cáo Cập nhật gần nhất, do chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cốt lõi; theo đó, chúng tôi áp dụng mức EPS cốt lõi để tính toán hệ số P/E.

Hình 15: Tóm tắt định giá

(Đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
CKDT	37.660	70%	26.350
P/E mục tiêu là 15,0 lần	41.825	30%	12.550
Giá mục tiêu			**38.900**
P/E dự báo năm 2026 tại **giá mục tiêu** và (giá đóng cửa)			**11,7x** / (8,2x)
P/E dự báo năm 2027 tại **giá mục tiêu** và (giá đóng cửa)			**10,7x** / (7,4x)
P/E cốt lõi dự báo năm 2026 tại **giá mục tiêu** và (giá đóng cửa)			**14,0x** / (9,7x)
P/E cốt lõi dự báo năm 2027 tại **giá mục tiêu** và (giá đóng cửa)			**10,7x** / (7,4x)

Nguồn: Vietcap. Chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi.

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi sử dụng mô hình CKDT nhiều giai đoạn với chu kỳ 10 năm để phản ánh đà tăng trưởng dài hạn của HPG nhờ đóng góp của DQSC2. Chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng trung hạn 4% cho giai đoạn 2031–35 và áp dụng mức 2% cho các năm cuối kỳ.

Hình 16: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	28.885	36.150	41.218	43.117	44.772
- Thuế	-4.333	-5.422	-6.183	-6.468	-6.716
+ Khấu hao	11.404	12.560	13.411	14.057	14.657
- Vốn XDCB	-15.620	-8.120	-6.280	-6.000	-6.000
- Tăng vốn hoạt động	-16.230	-16.654	-12.849	-10.081	-8.362
Dòng tiền tự do (DTTD)	**4.107**	**18.513**	**29.317**	**34.626**	**38.352**
Giá trị hiện tại của DTTD	**3.881**	**15.618**	**22.083**	**23.287**	**23.029**
Tích lũy GTHT của DTTD	**3.881**	**19.499**	**41.582**	**64.869**	**87.898**

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,6	15,6
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0
Thuế suất hiệu dụng %	12,2	14,0
Nợ/vốn %	42,0	41,3
WACC %	**12,0**	**12,0**
Tốc độ tăng trưởng cuối* %	2,0	2,0

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD**	180.590
Giá trị HT của giá trị cuối**	164.967
GTHT của DTTD và giá trị cuối	**345.557**
Tăng: Tiền mặt & tiền gửi ngắn hạn	35.723
Giảm: Nợ	90.617
Giảm: VCSH thiểu số tại P/B 1,8 lần^	1.590
Giá trị vốn sở hữu	**289.072**
Pha loãng (triệu)	7.676
Giá trị CKDT mỗi cổ phiếu (đồng)	**37.660**

Nguồn: Vietcap (* Đối với những năm cuối sau năm 2035 **CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm). ^ P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu của chúng tôi.

Hình 17: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng cuối, các chỉ số còn lại không đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối %	WACC						
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
0,5%	41.800	40.000	38.300	36.800	35.400	34.100	32.900
1,0%	42.800	40.800	39.000	37.400	35.900	34.600	33.400
1,5%	43.800	41.700	39.800	38.100	36.600	35.200	33.900
2,0%	45.000	42.800	40.700	**38.900**	37.300	35.800	34.400
2,5%	46.400	43.900	41.700	39.800	38.000	36.400	35.000
3,0%	47.900	45.200	42.800	40.700	38.900	37.200	35.600
3,5%	49.600	46.700	44.100	41.800	39.800	38.000	36.300

Nguồn: Vietcap

Hình 18: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng trung hạn của CKDT nhiều giai đoạn 10 năm, các chỉ số còn lại không đổi

Tốc độ tăng trưởng trung bình %	WACC						
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
2,5%	43.500	41.400	39.500	37.700	36.200	34.700	33.400
3,0%	44.000	41.800	39.900	38.100	36.500	35.100	33.800
3,5%	44.500	42.300	40.300	38.500	36.900	35.400	34.100
4,0%	45.000	42.800	40.700	**38.900**	37.300	35.800	34.400
4,5%	45.500	43.200	41.200	39.300	37.600	36.100	34.700
5,0%	46.100	43.700	41.600	39.700	38.000	36.500	35.100
5,5%	46.600	44.200	42.100	40.100	38.400	36.800	35.400

Nguồn: Vietcap

Định giá theo phương pháp hệ số P/E

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tiếp tục duy trì hệ số P/E mục tiêu ở mức 15,0x, tương ứng với P/E cốt lõi dự phóng năm 2026 ở mức 14,0x (tại giá mục tiêu của chúng tôi) – cao hơn khoảng 0,8 độ lệch chuẩn so với mức P/E trung bình 10 năm của HPG. Chúng tôi cho rằng HPG xứng đáng được định giá ở mức cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh của doanh nghiệp vào các năm 2026, 2027 và 2028.

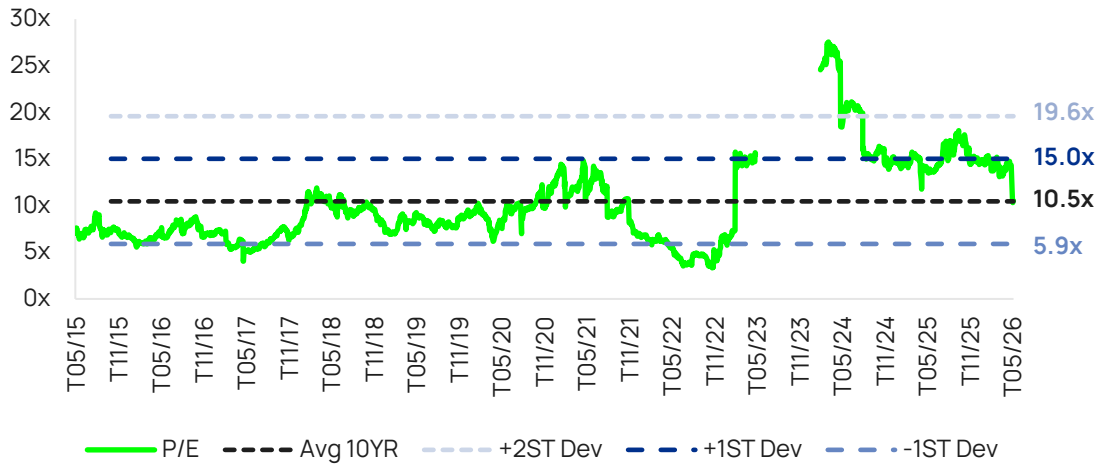
Hình 19: Định giá của HPG dựa trên dự báo 2025-28 của chúng tôi

Năm	EPS cốt lõi	P/E cốt lõi (x)		Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS)	P/B (x)	
	(đồng/cổ phiếu)	Tại giá hiện tại	Tại giá mục tiêu	(đồng/cổ phiếu)	Tại giá hiện tại	Tại giá mục tiêu
2022	1.100	24,6x	35,4x	12.508	2,2x	3,1x
2023	837	32,2x	46,5x	13.389	2,0x	2,9x
2024	1.505	17,9x	25,9x	14.892	1,8x	2,6x
2025	1.970	13,7x	19,7x	16.830	1,6x	2,3x
2026F	2.788	9,7x	14,0x	19.655	1,4x	2,0x
2027F	3.651	7,4x	10,7x	22.520	1,2x	1,7x
2028F	4.282	6,3x	9,1x	25.320	1,1x	1,5x

Giá hiện tại: 27.000 đồng/cổ phiếu. **Giá mục tiêu**: 38.900 đồng/cổ phiếu.

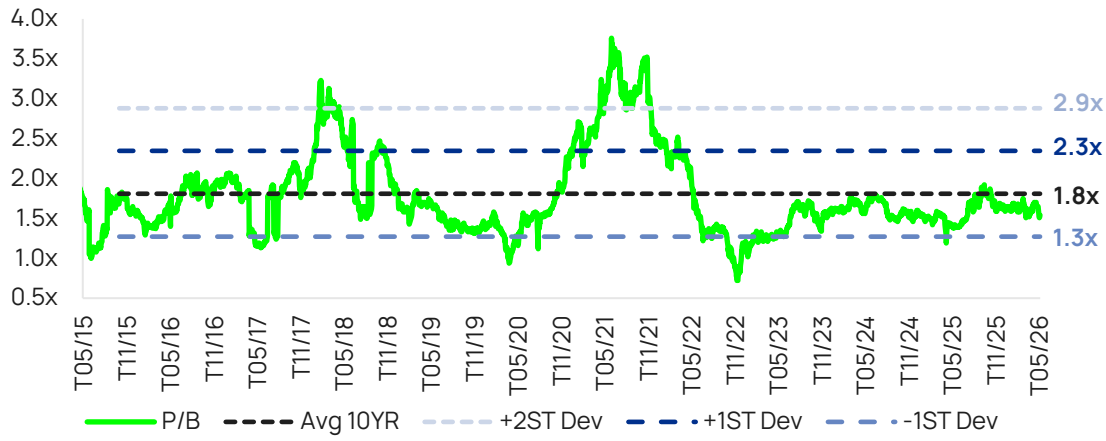
Nguồn: Vietcap. Đối với hệ số P/E, chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi, thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

Hình 20: Diễn biến P/E của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi, thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

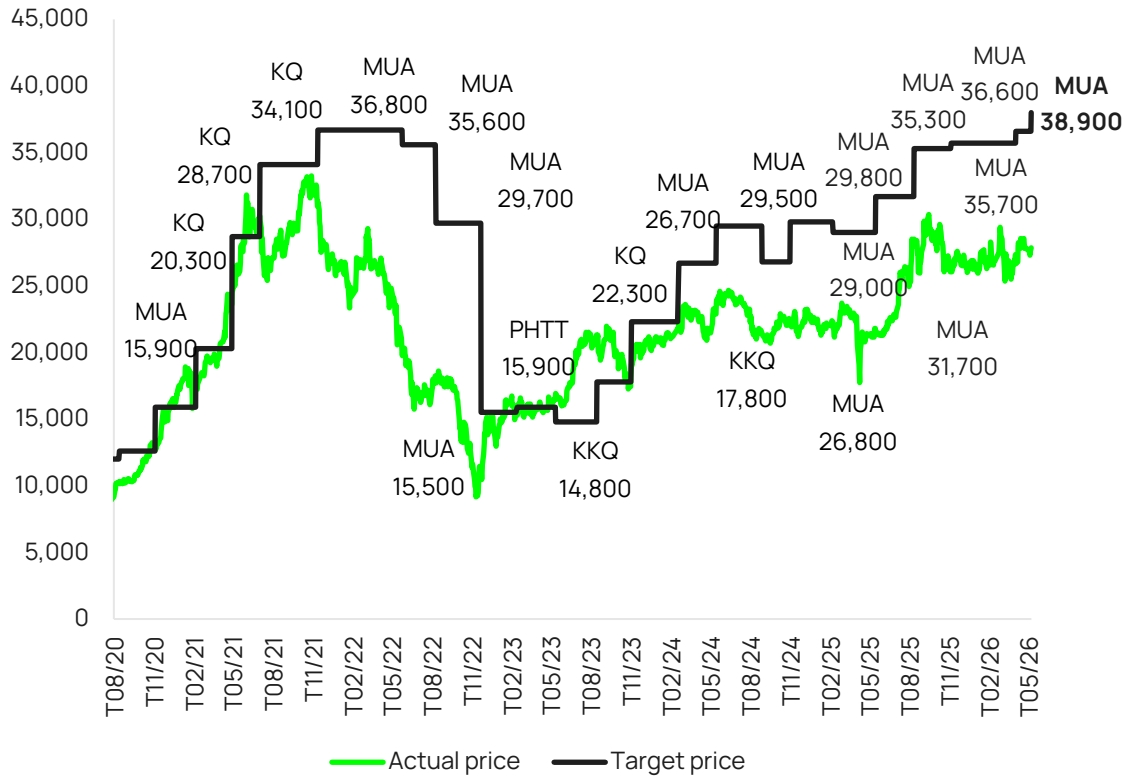
Hình 21: Diễn biến P/B của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 22: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	**156.116**	**209.249**	**244.410**	**264.987**
Giá vốn hàng bán	-131.618	-174.149	-201.219	-216.317
Lợi nhuận gộp	**24.498**	**35.101**	**43.191**	**48.670**
Chi phí bán hàng	-2.634	-4.541	-5.147	-5.464
Chi phí QLDN	-1.437	-1.674	-1.894	-1.987
LN từ HĐKD (EBIT)	**20.428**	**28.885**	**36.150**	**41.218**
Doanh thu tài chính	2.082	8.874	3.649	4.015
Chi phí tài chính	-4.604	-7.265	-6.159	-5.751
- trong đó, chi phí lãi vay	-3.115	-5.228	-4.709	-4.201
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	135	135	135	135
LN trước thuế	**18.041**	**30.629**	**33.775**	**39.617**
Thuế TNDN	-2.526	-4.594	-5.066	-5.943
LNST trước CĐTS	**15.515**	**26.035**	**28.708**	**33.674**
Lợi ích CĐ thiểu số	-62	-105	-116	-136
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	**15.453**	**25.930**	**28.593**	**33.539**
LNST sau lợi ích CĐTS, Cốt lõi*	**15.453**	**21.920**	**28.593**	**33.539**
EBITDA	28.898	40.289	48.709	54.629
EPS báo cáo, VND	1.970	3.311	3.651	4.282
EPS cốt lõi, VND*	1.970	2.788	3.651	4.282
EPS pha loãng, VND	1.970	3.311	3.651	4.282
DPS báo cáo, VND	500	800	1.500	1.700
DPS/EPS báo cáo (%)	25%	24%	41%	40%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
TT Doanh thu	12,4%	34,0%	16,8%	8,4%
TT LN từ HĐKD	39,8%	41,4%	25,1%	14,0%
TT LNTT	31,7%	69,8%	10,3%	17,3%
TT EPS, Cốt lõi*	30,9%	41,5%	30,9%	17,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	15,7%	16,8%	17,7%	18,4%
Biên LN từ HĐKD	13,1%	13,8%	14,8%	15,6%
Biên EBITDA	18,5%	19,3%	19,9%	20,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS, Cốt lõi*	9,9%	10,5%	11,7%	12,7%
ROE, Cốt lõi*	12,6%	15,4%	17,4%	18,0%
ROA, Cốt lõi*	6,4%	8,0%	9,5%	10,7%
Chỉ số hiệu quả				
Số ngày tồn kho	137,8	126,7	135,2	143,6
Số ngày phải thu	17,9	20,0	20,9	24,5
Số ngày phải trả	48,9	50,1	50,8	50,2
Chu kỳ luân chuyển tiền	106,7	96,7	105,2	117,9
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,3	1,4	1,6
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,7	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2	0,2
Nợ vay/ Tài sản	35,7%	33,4%	29,6%	25,0%
Nợ vay/ Vốn	41,3%	38,8%	34,3%	28,9%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	49,1%	40,1%	29,4%	18,0%
CS khả năng thanh toán lãi vay	7,6	6,5	8,7	10,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	8.301	16.084	20.599	25.102
Đầu tư TC ngắn hạn	19.484	19.484	19.484	19.484
Các khoản phải thu	10.972	11.990	16.013	19.539
Hàng tồn kho	52.828	68.112	80.904	89.345
TS ngắn hạn khác	12.074	15.694	18.331	19.874
Tổng TS ngắn hạn	**103.659**	**131.363**	**155.331**	**173.345**
TS cố định (nguyên giá)	194.437	210.057	218.177	224.457
- Khấu hao lũy kế	-49.431	-60.835	-73.394	-86.805
TS cố định (ròng)	145.006	149.222	144.783	137.652
Đầu tư TC dài hạn	2.248	2.248	2.248	2.248
TS dài hạn khác	6.985	6.985	6.985	6.985
Tổng TS dài hạn	**154.240**	**158.456**	**154.016**	**146.885**
Tổng Tài sản	**257.899**	**289.819**	**309.347**	**320.230**
Phải trả ngắn hạn	21.183	26.621	29.421	30.083
Nợ vay ngắn hạn	64.695	69.659	70.427	67.058
Nợ ngắn hạn khác	8.308	8.308	8.308	8.308
Tổng nợ ngắn hạn	**94.186**	**104.589**	**108.155**	**105.449**
Nợ vay dài hạn	27.479	27.213	21.063	13.026
Nợ dài hạn khác	5.014	5.014	5.014	5.014
Tổng nợ	**126.679**	**136.816**	**134.232**	**123.489**
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	76.755	76.755	76.755	76.755
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	51.038	72.716	94.712	116.203
Vốn khác	1.388	1.388	1.388	1.388
Lợi ích CĐTS	2.039	2.144	2.259	2.395
Vốn chủ sở hữu	**131.220**	**153.004**	**175.115**	**196.741**
Tổng nguồn vốn	**257.899**	**289.819**	**309.347**	**320.230**
SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	7.676	7.676	7.676	7.676

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	**6.888**	**8.301**	**16.084**	**20.599**
Thu nhập ròng, Cốt lõi	15.515	21.920	28.708	33.674
Khấu hao	8.471	11.404	12.560	13.411
Thay đổi vốn lưu động	-4.837	-16.230	-16.654	-12.849
Điều chỉnh khác	-1.782	-519	-572	-671
LCTT từ HĐ kinh doanh	**17.366**	**16.681**	**24.042**	**33.566**
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-25.748	-15.620	-8.120	-6.280
Khác	3	5.757	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	**-25.814**	**-9.863**	**-8.120**	**-6.280**
Cổ tức đã trả	-37	-3.838	-6.140	-11.513
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	8.812	4.964	767	-3.368
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	399	-266	-6.150	-8.037
Khác	687	105	116	136
LCTT từ HĐ tài chính	**9.862**	**965**	**-11.408**	**-22.783**
Lưu chuyển tiền thuần	**1.413**	**7.783**	**4.515**	**4.503**
Tiền cuối năm	**8.301**	**16.084**	**20.599**	**25.102**

Nguồn: HPG, dự báo của Vietcap. *Áp dụng lợi nhuận cốt lõi không bao gồm các khoản lãi từ thoái vốn ghi nhận một lần. Đối với hệ số P/E, chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi, thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình
SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn