

Ngành Thép

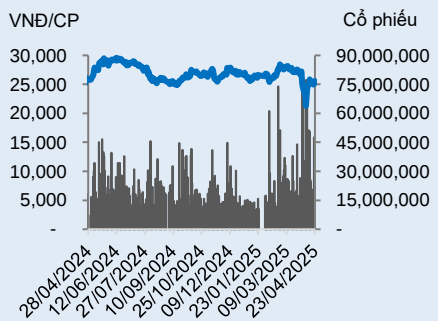
Báo cáo cập nhật
Tháng 04, 2025

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	35.500
Giá thị trường (23/04/2025)	25.550
Lợi nhuận kỳ vọng	+39%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.300-29.600
Vốn hóa	163.424 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	6.396.250.200
KLGD bình quân 10 ngày	33.928.155
% sở hữu nước ngoài	21,8%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,93

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HPG	-5,4%	-7,3%	-2,3%	-5,5%
VN-Index	-4,6%	-8,7%	-2,5%	-4,0%

Chuyên viên phân tích
Tôn Nữ Nhật Minh
(84 28) 3914.6888 ext. 260
minhtnn@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát

Mã giao dịch: HPG Reuters: HPG.HM Bloomberg: HPG VN

Dung Quất 2: Cơ hội đột phá cho Hòa Phát trong chiến lược tăng trưởng nội địa

Kết quả kinh doanh Q1.2025. Trong ĐHCĐ 2025, Ban lãnh đạo HPG cho biết kết quả kinh doanh của Tập đoàn trong quý 1 khá tích cực với DTT và LNST lần lượt đạt hơn 37.900 tỷ (+22%YoY) và 3.300 tỷ (+15%YoY) đồng – bám sát kế hoạch đề ra, động lực tăng trưởng nhờ tăng thị phần trong nước, những dự án đầu tư công từ đầu năm đang được triển khai mạnh và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu.

Điểm nhấn đầu tư

Sản lượng phục hồi, động lực đến từ nhu cầu nội địa. HPG là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần thị trường thép xây dựng và ống thép nội địa, với tỷ trọng doanh thu thép nội địa chiếm gần 80%, sản lượng thép nội địa tăng trưởng dương trong 2025 sẽ là động lực tăng trưởng chính của Tập đoàn trong năm nay.

Biên lợi nhuận cải thiện trong 2025. BVSC ước tính giá nguyên than cốc và quặng sắt lần lượt đạt 200 USD/tấn (-17,6%YoY) và 100 USD/tấn (-10%YoY) trong bối cảnh nhu cầu nội địa phục hồi sẽ hỗ trợ giá thép ổn định, điều này giúp biên lợi nhuận mảng thép của HPG tăng 1 điểm phần trăm so với 2024.

Dung Quất 2 tạo động lực tăng trưởng cho HPG trong dài hạn. Tập đoàn đã hoàn thành giai đoạn 1 của Dung Quất 2 và ghi nhận doanh thu thương mại từ tháng 3.2025. Bên cạnh đó, Ban lãnh đạo HPG cũng cho biết hiện nay công suất lò cao 1 của Dung Quất 2 đã hoạt động được 70-80%. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ bắt đầu chạy thử từ tháng 9.2025 và đầu 2026 sẽ ghi nhận doanh thu thương mại. Ban lãnh đạo HPG tự tin về sản phẩm thép HRC tại Dung Quất 2 sẽ bán hết hàng theo kế hoạch nhờ (1) Tăng cạnh tranh về giá đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc do Bộ Công Thương đã áp thuế chống bán phá giá (AD) tạm thời lên tới 27%; (2) Thép HRC của Hòa Phát được công nhận tại các quốc gia lớn như EU, Ấn Độ, Mỹ,... và tình hình xuất khẩu thép HRC vẫn ổn định khi EU áp thuế HRC của Hòa Phát ở mức 0%, Mỹ vẫn chưa áp thuế AD cho thép HRC Việt Nam và Ấn Độ tạm thời hoãn phiên điều tra thuế AD với thép HRC Việt Nam.

Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng DTT và LNST của HPG trong 2025 từ mức 176 nghìn tỷ đồng và 15,3 nghìn tỷ đồng trong Báo cáo chiến lược 2025 xuống còn 171 nghìn tỷ đồng và 14,3 nghìn tỷ đồng do chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ thép (chưa bao gồm sản lượng từ DQ2) trong 2025 từ mức 9,45 triệu tấn xuống còn gần 9 triệu tấn bởi lo ngại Mỹ vẫn áp thuế 46% sau 90 ngày hoãn thuế. Mặc dù thép không chịu trực tiếp từ thuế đối ứng từ Mỹ, nhưng vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp từ sự sụt giảm của BĐS Khu công nghiệp - chiếm 15-20% nhu cầu tiêu thụ thép nội địa. BVSC hạ giá mục tiêu HPG từ 37.000 đồng/cổ phiếu xuống còn **35.500 đồng/cổ phiếu**, duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HPG, với mức tiềm năng tăng trưởng +39% so với mức giá hiện tại.

Nhận định thị trường thép 2025

Thị trường nội địa

Sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trong 2025. BVSC dự báo sản lượng tiêu thụ thép nội địa hơn 22,5 triệu tấn (+7%YoY) nhờ (1) Bất động sản phục hồi; (2) Áp thuế chống bán phá giá thép cuộn cán nóng và thép mạ; và (3) Trung Quốc có kế hoạch cắt giảm sản lượng xuất khẩu từ 117 triệu tấn trong 2024 xuống còn 97 triệu tấn trong 2025. Tuy nhiên, mức sản lượng tiêu thụ nội địa đã được chúng tôi điều chỉnh giảm 5% so với ước tính trước đây do sự kiện Tổng thống Donald Trump áp thuế 46% hầu hết tới các hàng nhập khẩu từ Việt Nam, mặc dù thép không chịu trực tiếp từ thuế đối ứng từ Mỹ, nhưng việc áp thuế cao khiến Việt Nam không còn là quốc gia có lợi thế để thu hút dòng vốn FDI. Bất động sản Khu công nghiệp (BDS KCN) sụt giảm và kéo theo nhu cầu tiêu thụ thép nội địa giảm vì BDS KCN chiếm 15-20% nhu cầu tiêu thụ thép.

Giá HRC nội địa tăng hỗ trợ giá giá tôn mạ tăng sau khi Bộ Công Thương áp thuế chống bán phá giá tạm thời thép HRC (AD20). Ngày 21.02.2025, Bộ Công Thương đã quyết định áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với các sản phẩm thép cuộn cán nóng của một số công ty sản xuất của Ấn Độ và Trung Quốc với mức thuế từ 19,38%-27,83%, quyết định này có hiệu lực sau 15 ngày kể từ ngày ban hành (tức ngày 07.03.2025). Giá thép HRC Việt Nam tăng khoảng 4,6% từ 490 USD/tấn lên 512,5 USD/tấn.

Dự báo HRC nội địa trong 2025. BVSC dự báo giá HRC Việt Nam có thể tăng đến 530-550 USD/tấn (tăng từ 5-9%YoY) trong 2H2025 nhờ (1) Nhu cầu bất động sản phục hồi trở lại; (2) Trung Quốc đang có kế hoạch cắt giảm sản lượng sản xuất và xuất khẩu; và (3) Bộ Công Thương đã áp thuế chống bán phá giá tạm thời thép HRC. Với mức thuế Việt Nam áp cho các doanh nghiệp Trung Quốc, giá HRC nhập khẩu sau khi áp thuế sẽ dao động 560-600 USD/tấn, điều này sẽ giúp doanh nghiệp sản xuất HRC trong nước cạnh tranh về giá và giá bán có thể tăng từ 14-22% so với mức giá hiện tại khoảng 490 USD/tấn.

Xuất khẩu

Sản lượng xuất khẩu sụt giảm trong 2025. BVSC ước tính sản lượng xuất khẩu thép giảm hơn 43% trong 2025, ở mức 4,5 triệu tấn. Hiện tại, sản phẩm tôn mạ đang bị điều tra chống bán phá giá tại Mỹ, EU và một số quốc gia ở ASEAN (như Malaysia, Indonesia...), trong khi các quốc gia này lần lượt chiếm khoảng 15%, 25% và 26% tổng sản lượng xuất khẩu thép năm 2024. Mỹ là quốc gia áp thuế cao nhất đối với sản phẩm thép Việt Nam. Thời kỳ Trump 1.0, mức thuế chống trợ cấp (CVD) và thuế chống bán phá giá (AD) giai đoạn 2017-2021 cho sản phẩm tôn mạ lần lượt 39,05% và 199,43%, sản lượng nhập khẩu giai đoạn này giảm gần 40% so với giai đoạn chưa áp thuế. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng của thuế quan xuất khẩu tới các doanh nghiệp sản xuất thép sẽ khác nhau do mức áp thuế khác nhau.

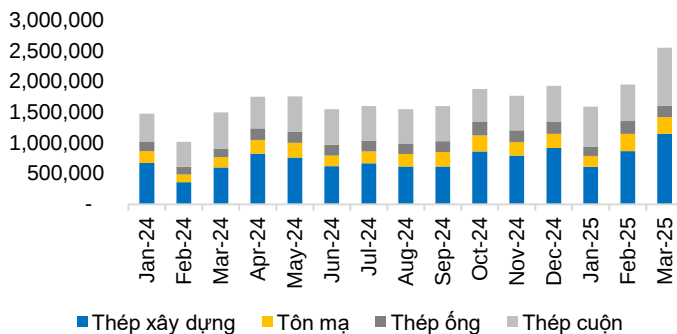
Đối với sự kiện Mỹ áp thuế hàng loạt cho các sản phẩm tôn mạ (gồm thuế nhập khẩu 25% cho tất cả các sản phẩm thép, thuế chống trợ cấp (CVD) cao nhất tới 46% và thuế chống bán phá giá (AD) tôn mạ cao nhất tới 88%). Mức mức thuế AD & CVD khá cao lên tới 49% và 46% được áp cho Hòa Phát (HPG) và Nam Kim (NKG) thì khả năng hai doanh nghiệp tiếp tục xuất khẩu tôn mạ sang thị trường Mỹ là rất thấp. Tuy nhiên, giá trị xuất khẩu của HPG sang Mỹ dưới 5% tổng doanh thu nên việc áp thuế cao ở Mỹ không tác động quá tiêu cực tới HPG nhưng lại tác động

tiêu cực lớn tới NKG khi giá trị xuất khẩu của NKG sang thị trường Mỹ từ 25-30% tổng giá trị xuất khẩu. Tôn Đông Á (GDA) sẽ ít tiêu cực hơn các doanh nghiệp không mạ khác với mức áp thuế AD thấp hơn ở mức 39% và CVD ở mức 0%, GDA có thể xuất khẩu giá bán cao hơn tại Hoa Kỳ và chiếm thêm thị phần tiềm năng của HPG và NKG. Hoa Sen (HSG) chịu mức thuế AD 59% và CVD ở mức 0,13%, hiện tại tỷ trọng giá trị xuất khẩu trên tổng giá trị xuất khẩu của HSG sang Mỹ khoảng 15% (thấp hơn GDA và NKG). Vì vậy, sự kiện này chỉ tác động tiêu cực ở mức trung bình với HSG, Công ty có thể đẩy mạnh tiêu thụ nội địa và xuất khẩu sang các thị trường khác để bù đắp cho việc sụt giảm xuất khẩu từ Mỹ. Từ cuối năm 2024, sau khi Tổng thống Donald Trump tái đắc cử, các doanh nghiệp sản xuất thép Việt Nam đã bắt đầu hạ tỷ trọng xuất khẩu Mỹ, đẩy mạnh xuất khẩu sang một số thị trường mới như Nga, Châu Phi, Tây Ban Nha,...

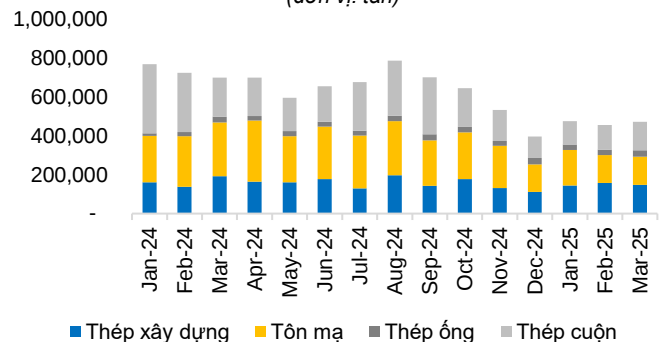
Đối với sự kiện Ủy Ban Châu Âu (EC) áp thuế chống bán phá giá HRC nhập khẩu từ Việt Nam. Mức thuế chống bán phá giá tạm thời được EC áp dụng cho Formosa Hà Tĩnh và các nhà xuất khẩu khác từ Việt Nam là 12,1%, Hòa Phát Dung Quất là mức 0%.

Giá HRC Mỹ và Châu Âu tăng hỗ trợ giá HRC xuất khẩu của Việt Nam. Giá HRC Mỹ và EU đều tăng mạnh từ đầu năm đến nay. Cụ thể, giá HRC của Mỹ tăng 27% chỉ sau một tháng, từ mức 740 USD/tấn từ đầu tháng 2 lên 940 USD/tấn sau khi Tổng thống Donald Trump tuyên bố sẽ áp thuế quan 25% lên toàn bộ thép và nhôm nhập khẩu với tất cả các quốc gia, giá HRC EU cũng tăng 16% từ mức 594 USD/tấn từ đầu tháng 1 lên 690 USD/tấn vào cuối tháng 3 trước lệnh áp thuế/giảm hạn ngạch nhập khẩu từ tháng 4 trở đi. Mức chênh lệch giá HRC của Việt Nam giữa Mỹ và EU càng cao thì giá HRC tại Việt Nam xuất khẩu qua các thị trường này càng tốt. Chúng tôi cho rằng HPG có thể tận dụng cơ hội để có thể xuất khẩu thép HRC sang thị trường Mỹ và EU, nhất là khi khu liên hợp Dung Quất 2 đã đi vào hoạt động.

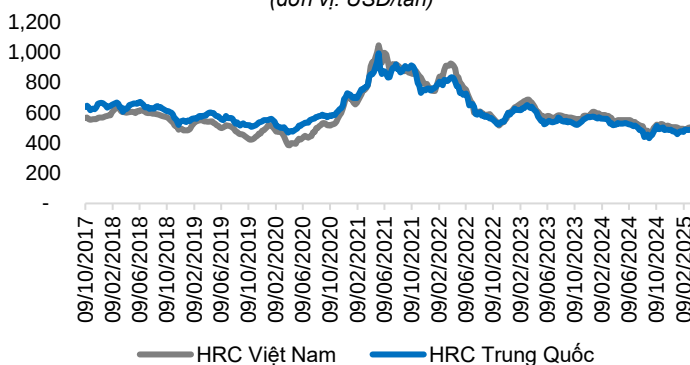
Sản lượng thép tiêu thụ nội địa giai đoạn 2024-2025
(đơn vị: tấn)



Sản lượng xuất khẩu thép giai đoạn 2024-2025
(đơn vị: tấn)



Biến động giá thép HRC Việt Nam và Trung Quốc
(đơn vị: USD/tấn)



Sản lượng xuất khẩu thép Trung Quốc sang Việt Nam
(đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: VSA, Bloomberg, Fiiipro

Mức áp thuế sản phẩm thép nhập khẩu từ Việt Nam của một số quốc gia trong 2025

Quốc gia áp thuế	Sản phẩm	Thuế nhập khẩu	Thuế AD	Thuế CVD
Mỹ	Tôn mạ	25% cho tất cả	- HSG: 59% - GDA: 39% - NKG: 49% - HPG: 49%	- HSG: 0,13% - GDA : 0% - NKG: 46% - HPG: 46%
	HRC	25% cho tất cả	Chưa áp thuế	Chưa áp thuế
EU	Tôn mạ	Chưa áp thuế nhưng giảm 15% hạn ngạch nhập khẩu thép	Chưa áp thuế	Chưa áp thuế
	HRC		- HPG: 0% - Formosa: 12,1%	Chưa áp thuế
Ấn Độ	HRC		Hoãn điều tra	

Dự báo các mốc thời gian về sự kiện áp thuế Chống bán phá giá HRC

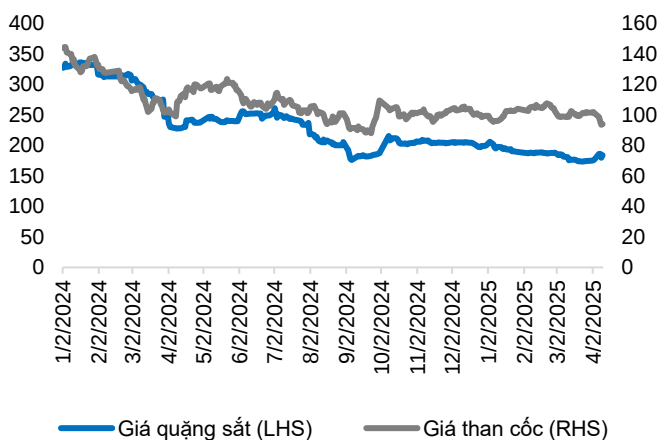
Sự kiện	Số ngày	Tính từ thời điểm	Thuế chống bán phá giá thép HRC	Chú thích
Giai đoạn điều tra				
- Tiếp nhận hồ sơ	0	Ngày tiếp nhận hồ sơ	Ngày 19/03/2024	Điều 30 Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Thông báo hồ sơ hợp lệ	15 ngày	Ngày thông báo hồ sơ hợp lệ	Ngày 14/06/2024	Điều 70 Luật Quản lý ngoại thương 2017.
- Khởi xướng điều tra	45 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	Ngày 26/07/2024	Điều 35 Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Gửi câu hỏi tới các bên liên quan	15 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu hỏi		Điều 57 Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Nhận câu trả lời từ các bên liên quan	30 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu trả lời		Điều 57 Nghị định 10/2018/NĐ-CP.
- Kết luận sơ bộ				Không quy định.
- Áp thuế AD tạm thời	60-120 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	Mức thuế CBPG tạm thời có hiệu lực trong vòng 120 ngày kể từ ngày quyết định áp thuế. 21/02/2025 (sau 7 tháng điều tra) với mức thuế suất 19-27% đối với các công ty thép Trung Quốc.	Điều 37 Nghị định 10/2018/NĐ-CP, số lần áp thuế AD tạm thời không quy định là bao nhiêu lần.
- Kết thúc điều tra, đưa ra kết luận	12 tháng - 18 tháng	Ngày khởi xướng điều tra	Từ tháng 10/2025 đến đầu 2026 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận.	Điều 70 Luật Quản lý ngoại thương 2017.
Giai đoạn rà soát				
- Áp thuế AD	Tối đa 5 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 81 Luật Quản lý ngoại thương 2017.
- Rà soát lần 1	1 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 82 Luật Quản lý ngoại thương 2017.
- Rà soát lần 2	1 năm	Trước khi kết thúc thời hạn áp thuế		Điều 82 Luật Quản lý ngoại thương 2017.

Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh hơn so với giá bán, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép

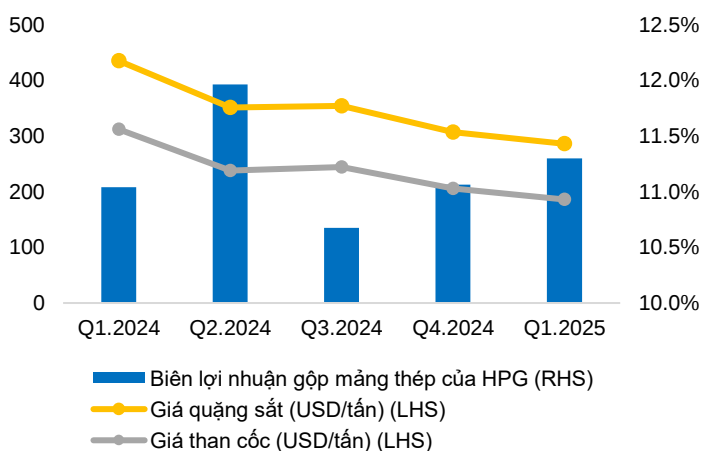
Theo Bloomberg, giá quặng sắt 62% và than cốc liên tục giảm trong 4 tháng đầu năm 2025. Cụ thể, giá than cốc dao động ở mức 186 USD/tấn, giảm hơn 59%YoY và gần 10%QoQ. Tương tự, trong 4M2025, giá quặng sắt ở mức 101 USD/tấn, cũng giảm gần 16%YoY và đi ngang so với quý trước. Trong khi đó, giá thép điều chỉnh giảm nhưng ở biên độ hẹp hơn, giá thép HRC xuất khẩu tại thời điểm 4 tháng đầu năm 2025 ở mức khoảng 500 USD/tấn, giảm nhẹ 2,5%QoQ và giảm 12,2%YoY; giá thép xây dựng ở mức khoảng 520 USD/tấn, đi ngang so với quý trước và giảm 5%YoY. Tận dụng cơ hội giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhanh hơn giá bán thép, các doanh nghiệp sản xuất thép quản trị tốt hàng tồn kho, chủ động tích trữ nguồn nguyên vật liệu đầu vào giá rẻ, điều này tác động tích cực tới biên lợi nhuận gộp vì quặng sắt và than cốc chiếm hơn 70% trong tổng giá thành sản xuất thép.

BVSC dự báo giá than cốc và quặng sắt tiếp tục giảm trong thời gian tới, nguyên nhân chính đến từ việc nhu cầu tiêu thụ quặng sắt, than cốc có thể giảm dần do (1) Trung Quốc đang nỗ lực giảm lượng khí thải carbon trong sản xuất (đặc biệt là sản xuất thép). Chính phủ Trung Quốc mong muốn sản xuất “thép xanh” bằng việc chuyển đổi lò BOF sang lò EAF, đặt mục tiêu sản xuất 15% lượng thép thô sử dụng lò EAF vào 2025 và nâng tỷ lệ lên 20% vào 2030; (2) Nguồn cung quặng sắt trên thế giới hiện đang rất dồi dào, có nhiều sự xuất hiện của những nguồn cung mới hàng trăm nghìn tấn từ các khu vực ở Châu Phi và điều kiện thời tiết bất lợi ở Úc cũng dẫn đến dư cung than toàn cầu, khiến giá than giảm xuống mức thấp nhất trong bốn năm qua; và (3) Tâm lý thị trường bi quan và lượng hàng tồn kho cao đã khiến các nhà máy thép duy trì lượng hàng tồn kho thấp và thận trọng trong việc đặt hàng mới

Biến động giá quặng sắt và than cốc
(đơn vị: USD/tấn)



Tương quan ngược chiều của biên lợi nhuận mảng thép của HPG và giá quặng sắt và than cốc



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, HPG

Cập nhật kết quả kinh doanh 2024

Sản lượng tiêu thụ phục hồi

Doanh thu thuần HPG trong 2024 đạt 138,9 nghìn tỷ đồng (+16,7%YoY). Trong đó, doanh thu thép đạt hơn 118 tỷ đồng (+10,2%YoY), động lực tăng trưởng đến từ sản lượng bán hàng (trừ phôi thép) với mức tăng trưởng 12,8%.

Tiêu thụ nội địa và xuất khẩu đều đạt tăng trưởng dương trong 2024, lần lượt tăng 14,2% và 9,1%. Tại thị trường nội địa, sản lượng thép xây dựng, HRC, ống thép và tôn mạ tăng trưởng lần lượt 10,9%; 23,9%; 3,7% và 19,1%. Tại thị trường xuất khẩu, thép xây dựng, tôn mạ và ống thép đều ghi nhận mức tăng trưởng dương, riêng sản lượng xuất khẩu thép HRC giảm 23% từ quý 4 trở đi do lo ngại Mỹ sẽ áp thuế cao khi Tổng thống Donald Trump tái đắc cử.

Biên lợi nhuận ròng cải thiện trong 2024

Biên lợi nhuận ròng ở mức 8,7%, cao hơn 3 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước nhờ (1) Biên lãi gộp cải thiện từ mức 10,9% lên 13,3% do công ty quản trị tốt hàng tồn kho, chủ động tích trữ nguyên vật liệu đầu giá rẻ; (2) Công ty kiểm soát hiệu quả chi phí hoạt động; tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 2,8%; và (3) Khoản lỗ tài chính giảm do công ty hạn chế tối đa việc vay ngoại tệ và bắt đầu được hưởng lợi từ việc lãi suất cho vay giảm.

Cơ cấu nợ vay ngoại tệ của HPG giảm dần

Dự nợ ngoại tệ chiếm 11% trong cơ cấu dư nợ, giảm rất nhiều so với mức 40-50% của các năm trước đây. Trong tổng đầu tư 70 nghìn tỷ đồng của Dung Quất 2, có 35 nghìn tỷ đồng vay bằng nội tệ từ Vietcombank. Bên cạnh đó, doanh thu xuất khẩu chiếm xuất chiếm hơn 20% tổng doanh thu (khoảng 1,5 tỷ USD), hỗ trợ một phần việc nhập khẩu nguyên vật liệu bằng đồng ngoại tệ.

Cập nhật tiến độ các dự án của Tập đoàn trong 2025

Dự án Dung Quất 2: Tập đoàn đã hoàn thành giai đoạn 1 của Dung Quất 2 và ghi nhận doanh thu thương mại từ tháng 3.2025. Bên cạnh đó, Ban lãnh đạo HPG cũng cho biết hiện nay công suất lò cao 1 của Dung Quất 2 đã hoạt động được 70-80%, kỳ vọng sẽ bán hết hàng trong năm nay. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ bắt đầu chạy thử từ tháng 9.2025 và đầu 2026 sẽ ghi nhận doanh thu thương mại.

Dự án sản xuất thép đường ray cao tốc: sẽ triển khai tại khu liên hiệp Dung Quất, dự kiến sẽ động thổ trong tháng 5/2025 với tổng đầu tư 14.000 tỷ đồng và sản phẩm đầu tiên ra mắt vào tháng 5/2027. Ban lãnh đạo cho biết HPG có thể cung cấp sắt thép đường ray từ phần nền trở xuống còn đầu máy toa xe có thể không làm nhưng có thể cung cấp nguyên vật liệu. Tổng nhu cầu sơ bộ ban đầu của các dự án đường sắt là khoảng 10 triệu tấn thép. Tuy nhiên, dự án này chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu của HPG.

Dự án Hòa Phát Phú Yên: HPG đã hoàn thành thủ tục pháp lý ở Phú Yên, diện tích 500 hecta với tổng vốn hơn 120.000 tỷ đồng (tương đương gần 5 tỷ USD), Tập đoàn vẫn sẽ tập trung 100% sản xuất thép ở dự án này, còn sản phẩm thì vẫn đang nghiên cứu.

Dự phóng KQKD HPG trong 2025

(Đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	Diễn giải
Doanh thu thuần	138.855	171.367	
<i>Thép</i>	<i>129.823</i>	<i>136.181</i>	Động lực tăng trưởng mảng thép trong 2025 chủ yếu vẫn đến từ sản lượng tiêu thụ nội địa. Ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 5,3% trong 2025 – đây là mức tăng trưởng sau khi chúng tôi đã thận trọng đánh giá tác động của các sự kiện áp thuế của Mỹ. Giá thép hiện nay đã hồi từ 0,5-1% qua từng tháng trong 3 tháng đầu năm 2025, nhưng tốc độ phục hồi này vẫn còn thấp hơn so với mức giá của quý trước và cùng kỳ năm ngoái. Đơn cử, giá thép xây dựng của HPG trong quý 1 ở mức 13.500 đồng/kg (-1,5%QoQ và -4%YoY). BVSC cho rằng giá thép sẽ phục hồi dần các quý sau khi nhu cầu trong nước tăng trưởng mạnh mẽ hơn và tình hình vĩ mô ổn định hơn.
- Dung Quất 2		24.111	BVSC dự báo giai đoạn 1 của dự án Dung Quất 2 sẽ ghi nhận thương mại vào cuối quý 1/2025, giả định công suất sản xuất khoảng 75% (khoảng 2,1 triệu tấn thép HRC, trong đó có 1,8 triệu tấn sẽ được bán ra) và giá HRC ở mức 520-530 USD/tấn (tương đương 13.300-3.600 đồng/kg), giảm 5% so với mức giả định trong báo cáo trước. Ước tính doanh thu dự án Dung Quất 2 đóng góp 15% trong tổng doanh thu thép của HPG và biên lợi nhuận gộp ở mức 14%.
<i>Nông nghiệp</i>	<i>6.909</i>	<i>8.740</i>	Mảng nông nghiệp ước tính tăng hơn 26% nhờ giá heo hơi tiếp tục tăng trong 2025, dao động ở mức 60.000-70.000 đồng/kg. Bên cạnh đó, Tập đoàn mở rộng thêm quy mô trang trại gia súc và gia cầm, có thêm giống gà đẻ trứng hồng.
<i>Bất động sản</i>	<i>2.123</i>	<i>2.335</i>	HPG tập trung vào KCN, mở rộng các KCN hiện có tại Hưng Yên và Hà Nam.
Lợi nhuận gộp	18.498	24.370	Ước tính biên lãi gộp của HPG ở mức 14,2% trong 2025, tăng 0,9 điểm phần trăm nhờ (1) giá nguyên liệu đầu vào (than cốc và quặng sắt) giảm mạnh hơn so với giá bán thép; và (2) Giá heo hơi tiếp tục tăng mạnh.
Chi phí hoạt động	(3.882)	(4.798)	Chi phí hoạt động/DTT duy trì ở mức 2,8%.
EBIT	17.241	21.115	
Chi phí lãi vay	(3.974)	(5.056)	Chi phí lãi vay 2025 tăng do giải ngân khoản nợ vay cho dự án Dung Quất 2.
LNST Cổ đông công ty mẹ	12.021	14.335	
EPS (đồng/cp)	1.879	2.241	

Định giá và quan điểm đầu tư

BVSC điều chỉnh giảm dự phóng DTT và LNST của HPG trong 2025 từ mức 176 nghìn tỷ đồng và 15,3 nghìn tỷ đồng trong Báo cáo chiến lược 2025 xuống còn 171 nghìn tỷ đồng và 14,3 nghìn tỷ đồng do chúng tôi thận trọng điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ thép (chưa bao gồm sản lượng từ DQ2) trong 2025 từ mức 9,45 triệu tấn xuống còn gần 9 triệu tấn bởi lo ngại Mỹ vẫn áp thuế 46% sau 90 ngày hoãn thuế. Mặc dù thép không chịu trực tiếp từ thuế đối ứng từ Mỹ, nhưng vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp từ sự sụt giảm của BDS Khu Công Nghiệp - chiếm 15-20% nhu cầu tiêu thụ thép nội địa. Bên cạnh đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán thép xuống tầm 2% do diễn biến phục hồi giá không như kỳ vọng, đồng thời cũng hạ multiple target của HPG trong bối cảnh ngành Thép đang chịu quá nhiều thuế quan từ các quốc gia lớn.

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp multiple (P/E, P/B và EV/EBITDA), chúng tôi hạ giá mục tiêu cho HPG từ 37.000 đồng/cổ phiếu (trong báo cáo chiến lược 2025 của BVSC) xuống còn **35.500 đồng/cổ phiếu**. Tuy nhiên trong dài hạn, BVSC vẫn ưa thích cổ phiếu HPG vì (1) HPG là doanh nghiệp đầu ngành, có năng lực sản xuất vượt trội và sở hữu chuỗi giá trị sản xuất khép kín từ thượng nguồn đến hạ nguồn; (2) Ngành Thép bước vào chu kỳ phục hồi khi sản lượng tiêu thụ bắt đầu tăng trở lại; (3) Chính phủ đưa ra các mức thuế quan nhằm bảo vệ thị trường thép nội địa; và (4) Tiềm tăng trưởng mạnh mẽ từ các dự án dài hạn của HPG như dự án Dung Quất 2 và dự án Dung Quất 3. Ước tính LNST của Tập đoàn cho giai đoạn 2025-2040 từ 14.000-45.000 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS khoảng 8,0%/năm. Ở mức giá hiện tại, ước tính P/B và P/E của HPG trong 2025 khoảng 1,5x và 11,2x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1,6x và 13,8x. BVSC đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu HPG, **với tiềm năng tăng trưởng +39%**.

Định giá (đồng/cp)	Định giá	Tỷ trọng
Phương pháp DCF	43.019	50%
Phương pháp multiple	28.160	50%
Giá mục tiêu của HPG	35.500	

Phương pháp DCF

Tổng hợp định giá FCFF	
Lãi suất chiết khấu	10%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	370.721
(-) Nợ vay ròng (tỷ đồng)	89.031
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	281.690
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	6.396.250.200
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	44.040
Tổng hợp định giá FCFE	
Giá trị dòng tiền hiện tại vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	268.632
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	41.998

Phương pháp multiple

Phương pháp P/B	
Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	14.335
BVPS FW 2025 (đồng/cp)	19.396
P/B target (giảm từ 1,4 xuống còn 1,25x)	1,25x
Giá trị cổ phiếu của HPG (đồng/cổ phiếu)	24.245

Phương pháp P/E	
Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	14.335
EPS 2025 (đồng)	2.241
P/E target (giảm 14x xuống 12,5x)	12,5x
Giá trị cổ phiếu của HPG (đồng/cổ phiếu)	28.015

Phương pháp EV/EBITDA	
Lợi nhuận sau thuế 2025 (tỷ đồng)	14.335
EBITDA 2025 (tỷ đồng)	29.517
EV/EBITDA target (giảm từ 8x xuống 7x)	7,0x
Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	6.396.250.200
Giá trị cổ phiếu của HPG (đồng/cổ phiếu)	32.303

Rủi ro

- Nguyên liệu đầu vào (than cốc và quặng sắt) có thể tăng mạnh trở lại nếu La Nina gây cản trở việc khai thác ở Úc hoặc có sự kiện bất ngờ (chiến tranh,...) làm gián đoạn nguồn cung.
- Biến động khó lường giá thép HRC do phụ thuộc nhập khẩu nhiều từ thị trường Trung Quốc.
- Sản lượng tiêu thụ và giá bán thép không phục hồi như kỳ vọng.
- Những sắc lệnh áp thuế bất ngờ từ các quốc gia lớn đối với thép HRC nhập khẩu từ Việt Nam.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	141.409	118.953	138.855	171.367
Giá vốn	(124.646)	(106.015)	(120.358)	(146.997)
Lợi nhuận gộp	16.763	12.938	18.498	24.370
Doanh thu tài chính	3.744	3.173	2.626	1.543
Chi phí lãi vay	(3.084)	(3.585)	(2.287)	(4.965)
Lợi nhuận sau thuế	8.444	6.800	12.020	14.335

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền, khoản tương đương tiền	8.325	12.267	6.888	1.948
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.893	10.702	7.622	13.461
Hàng tồn kho	34491	34504	46521	48576
Tài sản cố định hữu hình	70.199	71.803	67.244	129.049
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1	40	137	146
Tổng tài sản	170.336	187.783	224.490	244.101
Nợ vay ngắn hạn	46.749	54.982	55.883	67.730
Nợ vay dài hạn	11.152	10.399	27.080	28.189
Vốn chủ sở hữu	96.113	102.836	114.647	124.063
Tổng nguồn vốn	170.336	187.783	224.490	244.101

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-5,5%	-15,9%	16,7%	23,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-76%	-19%	77%	19%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	11,9%	10,9%	13,3%	14,2%
Lợi nhuận thuần biên	6,0%	5,7%	8,7%	8,4%
ROA	5%	4%	5%	6%
ROE	9%	7%	10%	12%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	44%	45%	49%	49%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	77%	83%	96%	97%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.459	1.117	1.879	2.241
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.511	17.674	17.879	19.396

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungpt@bvsc.com.vn	Lưu Văn Lương Phó Giám đốc khối luonglv@bvsc.com.vn	Nguyễn Chí Hồng Ngọc Phó Giám đốc khối ngocnch@bvsc.com.vn
Nguyễn Đức Hoàng, CFA Ngân hàng, Bảo hiểm hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú, CFA Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Khu công nghiệp thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@bvsc.com.vn	Hoàng Thị Minh Huyền Chuyên viên vĩ mô huyenhtm@bvsc.com.vn
Nguyễn Hà Minh Anh Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng anhnhm@bvsc.com.vn	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương, CFA Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhd@bvsc.com.vn
Nguyễn Minh Khôi Vật liệu xây dựng khoim@bvsc.com.vn		



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888