

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

MUA +28,5%

Ngành	Thép
Ngày báo cáo	14/08/2025
Giá hiện tại	28.100 VND
Giá mục tiêu	35.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	31.700 VND
TL tăng	+25,7%
Lợi suất cổ tức	2,8%
Tổng mức sinh lời	+28,5%

GT vốn hóa	223,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	59,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	2 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	7,7 tỷ
Pha loãng	7,7 tỷ

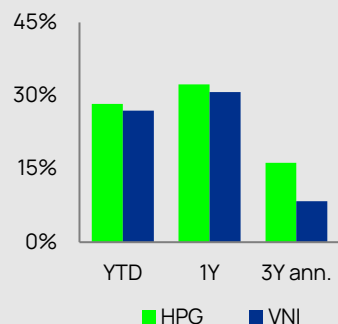
	HPG	VNI
P/E (trượt)	16,3x	14,8x
P/B (hiện tại)	1,8x	1,8x
ROE	11,6%	12,8%
ROA	5,9%	2,0%

*Điều chỉnh theo những thay đổi trong số lượng cổ phiếu lưu hành.

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 (1,0 triệu tấn/năm).

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	138.855	153.688	187.199	215.516
% YoY	17%	11%	22%	15%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	12.020	16.660	22.247	27.814
% YoY	76%	39%	34%	25%
EPS	76%	39%	34%	25%
Biên LN gộp	13,3%	17,2%	18,0%	18,9%
Biên EBITDA	15,5%	20,9%	22,0%	22,7%
Biên LN từ HĐKD	10,5%	14,1%	15,1%	16,3%
Biên LN ròng	8,7%	10,8%	11,9%	12,9%
DTTD/Doanh thu	-18,3%	6,5%	5,3%	10,2%
EV/EBITDA	12,9x	8,7x	6,8x	5,7x
P/E	18,6x	13,4x	10,0x	8,0x
P/B	1,9x	1,7x	1,5x	1,3x
ROE	11,1%	13,6%	16,1%	17,8%

Doanh nghiệp thép đầu ngành hưởng lợi từ yếu tố thuận lợi cả trong nước lẫn quốc tế

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) và điều chỉnh tăng 11% giá mục tiêu lên 35.300 đồng/cổ phiếu.
- Mức tăng của giá mục tiêu phản ánh việc chúng tôi lần lượt điều chỉnh tăng 6%/10%/10%/10% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho từng năm trong giai đoạn 2026–2029, nhờ mức tăng lần lượt 8%/12%/12%/13% đối với LNST sau lợi ích CĐTS của mảng thép. Mức tăng của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận mảng thép giai đoạn 2026–29 chủ yếu đến từ (1) nâng dự phóng biên lợi nhuận, nhờ chu kỳ phục hồi mới của giá thép được thúc đẩy bởi chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực” năm 2025 của Trung Quốc, và nguồn cung quặng sắt đầu vào tăng, cùng với (2) đóng góp từ mức công suất thép mới.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025, được thúc đẩy bởi mức tăng lần lượt 54%/18% của lợi nhuận mảng BĐS/nông nghiệp sau khi ghi nhận KQKD tích cực trong giai đoạn nửa đầu năm 2025 (6T 2025). Bên cạnh đó, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm nhẹ 1% LNST sau lợi ích CĐTS của mảng thép do chúng tôi giảm dự phóng doanh thu, và điều này giảm thiểu tác động tích cực của việc chúng tôi nâng mức biên lợi nhuận dự phóng cao hơn. Chúng tôi điều chỉnh tăng biên LNST sau lợi ích CĐTS của mảng thép nhờ: (1) KQKD quý 2 khả quan hơn dự kiến, với chi phí đầu vào giảm nhanh hơn so với giá bán đầu ra, và (2) triển vọng biên lợi nhuận nửa cuối năm được cải thiện. Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu mảng thép chủ yếu do chúng tôi giảm dự phóng giá bán trung bình cả năm, vì KQKD 6T kém khả quan hơn kỳ vọng do giá thép quý 2 được ghi nhận ở mức thấp; điều này ảnh hưởng nhiều hơn quan điểm lạc quan của chúng tôi đối với triển vọng giá bán trung bình trong nửa cuối năm.
- Xét theo mức giá thị trường hiện tại, HPG hiện đang giao dịch với P/E trung bình giai đoạn 2025–2027 là 10,5 lần, so với mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024–2027 là 32%, từ đó cho thấy HPG hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/E trung bình giai đoạn 2025–2027 là 13,2 lần, ngang với +1 độ lệch chuẩn của P/E trung bình 10 năm của HPG là 13,9 lần. Đây là mức định giá mà chúng tôi cho là hợp lý, dựa theo dự báo của chúng tôi rằng LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt ở mức 39%/34%/25% trong các năm 2025/2026/2027.
- Yếu tố hỗ trợ:** Giá thép phục hồi mạnh hơn dự kiến; HRC khổ rộng bị áp thuế chống bán phá giá.
- Rủi ro:** Cạnh tranh từ HRC khổ rộng Trung Quốc, nhưng điều này có thể bị giảm thiểu nhờ việc giá thép Trung Quốc tăng, qua đó khiến hàng nhập khẩu trở nên kém cạnh tranh hơn so với HRC nội địa về mặt giá bán.

HPG mang đến cơ hội đầu tư tăng trưởng hấp dẫn, với CAGR lợi nhuận giai đoạn 2024–27 là 32%, được thúc đẩy bởi cả các yếu tố thuận lợi trong nước và quốc tế. Về các yếu tố thuận lợi trong nước, tăng trưởng được thúc đẩy bởi nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng mạnh mẽ và việc mở

rộng công suất HRC của Khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 (Nhà máy DQ2). Trong 7T 2025, giải ngân vốn đầu tư công tăng mạnh khoảng 70% YoY và đạt 44,4% kế hoạch năm. Chỉ riêng tháng 7 con số này đã tăng gấp 2 lần YoY, đạt tới 63% của con số của cả quý 2. Đối với HRC, thị trường trong nước – hiện vẫn đang thiếu cung – được bảo hộ bởi thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Về các yếu tố thuận lợi quốc tế, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của HPG sẽ cải thiện do (1) giá thép ở Trung Quốc dần phục hồi nhờ chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực” của Chính phủ Trung Quốc nhằm kiểm soát tình trạng dư cung, và (2) nguồn cung quặng sắt cao hơn trong giai đoạn 2026-27. Đối với yếu tố (1), trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi sẽ diễn ra chậm và nhiều biến động do việc cắt giảm nguồn cung cần thời gian để xử lý trong khi nhu cầu bất động sản Trung Quốc vẫn yếu, nhưng kỳ vọng đà tăng sẽ mạnh hơn trong trung và dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ tăng giá mới của thép Trung Quốc sẽ giúp nâng giá thép nội địa Việt Nam, từ đó hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận và lợi nhuận cho các nhà sản xuất thép như HPG, do giá bán đầu ra cao hơn chi phí của các nguyên liệu đầu vào – do đã được mua trước đó ở mức giá thấp hơn. Để biết thêm chi tiết, vui lòng xem thêm [Báo cáo Ngành Thép: Chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực” của Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự phục hồi của toàn ngành thép](#).

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi đưa công suất thép mới của HPG vào mô hình định giá, bao gồm việc mở rộng Nhà máy DQ2 với 500 nghìn tấn/năm công suất thép dây cuộn chất lượng cao (dự kiến hoạt động từ quý 2/2028), và một nhà máy thép ray và thép hình với công suất hàng năm là 700 nghìn tấn (dự kiến hoạt động từ quý 2/2027).

Triển vọng năm 2025: Biên lợi nhuận nửa cuối năm dự kiến sẽ cải thiện so với nửa đầu năm

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap cho HPG

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới so với KQ 2024	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	138.855	164.746	153.688	11%	-7%	
- Thép	129.866	155.574	144.154	11%	-7%	
Thép xây dựng	65.235	73.801	73.520	13%	0%	* Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2025 lên +15% YoY (từ mức +12%) nhờ kết quả 6T 2025 tốt hơn một chút so với kỳ vọng. * Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ tăng trưởng giá bán trung bình do giá thép 6T 2025 yếu hơn dự kiến, bị ảnh hưởng gián tiếp bởi giá thép quý 2 yếu tại Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung, một phần được bù đắp bởi quan điểm tích cực hơn của chúng tôi về giá bán trong nửa cuối năm.
HRC	38.758	59.965	49.400	27%	-18%	* Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng sản lượng bán hàng lên 72% YoY (so với 50% trước đây) do Nhà máy DQ2 Giai đoạn 2 sẽ đi vào vận hành vào tháng 9/2025 – sớm hơn so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là quý 1/2026. Chúng tôi giả định nhà máy mới sẽ hoạt động với công suất 60% trong quý 4/2025. * Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng giá bán HRC trung bình cả năm do giá thép toàn cầu yếu hơn dự kiến, đặc biệt là trong quý 2/2025 trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ-Trung. Mặc dù thị trường trong nước vẫn được bảo vệ khỏi hàng nhập khẩu của Trung Quốc nhờ thuế chống bán phá giá (AD20) (hiện chỉ áp dụng cho các sản phẩm khổ hẹp), giá trong nước vẫn bị ảnh hưởng gián tiếp bởi Trung Quốc (thị trường thép lớn nhất thế giới) thông qua giá của các sản phẩm nhập khẩu không phải từ Trung Quốc.
Các sản phẩm thép khác	25.872	21.808	21.234	-18%	-3%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo, chủ yếu do giả định giá bán trung bình thấp hơn.
- Bất động sản	2.082	1.145	728	-65%	-36%	* Cao hơn/thấp hơn so với dự báo trước do kết quả 6T 2025 thấp hơn/cao hơn so với kỳ vọng.
- Nông nghiệp	6.907	8.027	8.806	27%	10%	
Lợi nhuận gộp	18.498	25.297	26.372	43%	4%	
Chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)	-3.883	-4.455	-4.675	20%	5%	
Lợi nhuận từ HĐKD	14.615	20.842	21.697	48%	4%	
Thu nhập tài chính	2.626	2.310	2.060	-22%	-11%	* Dự báo thấp hơn do lãi tỷ giá 6T 2025 yếu – nhiều khả năng do những trở ngại về xuất khẩu làm suy yếu nguồn thu USD.
Chi phí tài chính	-3.974	-4.178	-4.256	7%	2%	
Khác	426	142	100	-77%	-30%	* Dự báo thấp hơn do kết quả 6T 2025 yếu.
LNTT	13.693	19.116	19.600	43%	3%	
LNST	12.020	16.248	16.660	39%	3%	
LNST sau lợi ích CĐTS	12.020	16.248	16.660	39%	3%	
- Thép	10.140	14.107	13.953	38%	-1%	
- Bất động sản	849	503	778	-8%	54%	
- Nông nghiệp	1.031	1.638	1.930	87%	18%	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	11.698	16.248	16.660	42%	3%	
Biên lợi nhuận gộp	13,3%	15,4%	17,2%			* Chúng tôi nâng dự báo do biên lợi nhuận gộp 6T 2025 vượt xa kỳ vọng. Chúng tôi nghĩ rằng kết quả khả quan của 6T 2025 (chủ yếu từ kết quả quý 2) chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) chênh lệch giá (spreads) rộng hơn do chi phí đầu vào giảm nhanh hơn giá bán đầu ra, và (2) sự hỗ trợ từ bảo hộ thuế quan đối với thép Trung Quốc. * Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm sẽ cao hơn so với nửa đầu năm, ở mức 17,9% so với 16,3% vì chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ phục hồi dần trong nửa cuối năm, chủ yếu được thúc đẩy bởi những nỗ lực của chính phủ Trung Quốc trong việc kiểm soát nguồn cung thép dư thừa. Trong một chu kỳ giá thép đi lên, các nhà sản xuất thép thường được hưởng lợi nhuận và biên lợi nhuận mở rộng, do giá bán đầu ra thường cao hơn chi phí của các nguyên liệu đầu vào đã được mua trước đó ở mức giá thấp hơn. Để biết thêm chi tiết, vui lòng xem thêm Báo cáo Ngành Thép: Chính sách "chống cạnh tranh tiêu cực" của Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự phục hồi của toàn ngành thép .
Chi phí SG&A/doanh thu	2,8%	2,7%	3,0%			* Cao hơn so với dự báo trước của chúng tôi do kết quả 6T 2025 tốt hơn một chút so với kỳ vọng.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10,5%	12,7%	14,1%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8,7%	9,9%	10,8%			
- Thép	7,8%	9,1%	9,7%			
- Bất động sản	40,8%	44,0%	106,8%			* Cao hơn so với dự báo trước của chúng tôi do kết quả 6T 2025 khả quan.
- Nông nghiệp	14,9%	20,4%	21,9%			* Cao hơn so với dự báo trước của chúng tôi do kết quả 6T 2025 khả quan.
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	8,4%	9,9%	10,8%			
- Thép*	7,6%	9,1%	9,7%			
- Bất động sản	40,8%	44,0%	106,8%			
- Nông nghiệp	14,9%	20,4%	21,9%			

Nguồn: Báo cáo tài chính của HPG, Vietcap. *Lưu ý: Không bao gồm khoản lãi quý 1/2024 từ 365 tỷ đồng thoái vốn tài sản của mảng thép – được ghi nhận trong “thu nhập khác”.

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng trên 30%,
dẫn dắt bởi sản lượng và biên lợi nhuận thép tăng

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap cho HPG

Tỷ đồng	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	153.688	187.199	22%	
- Thép	144.154	177.334	23%	
Thép xây dựng	73.520	82.901	13%	* Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tăng trưởng 10%, nhờ nhu cầu về cơ sở hạ tầng và đà phục hồi mạnh mẽ hơn của thị trường bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình tăng trưởng 3%.
HRC	49.400	71.529	45%	* Tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ, nhờ hiệu suất hoạt động tại Nhà máy DQ2 giai đoạn 1 tăng cao hơn (80% so với 60% trong năm 2025), Nhà máy DQ2 giai đoạn 2 đóng góp cả năm (ở mức công suất 60%) và giá bán trung bình cao hơn, nhờ giá thép tại Trung Quốc tăng.
Các sản phẩm thép khác	21.234	22.903	8%	* Tăng trưởng so với cùng kỳ, nhờ sản lượng và giá bán trung bình tăng trưởng một chữ số.
- Bất động sản	728	801	10%	
- Nông nghiệp	8.806	9.064	3%	
Lợi nhuận gộp	26.372	33.651	28%	
Chi phí SG&A	-4.675	-5.297	13%	
Lợi nhuận từ HĐKD	21.697	28.354	31%	
Thu nhập tài chính	2.060	2.099	2%	
Chi phí tài chính	-4.256	-4.380	3%	
Khác	100	100	0%	
LNTT	19.600	26.173	34%	
LNST	16.660	22.247	34%	
LNST sau lợi ích CĐTS	16.660	22.247	34%	
- Thép	13.953	20.122	44%	
- Bất động sản	778	339	-56%	
- Nông nghiệp	1.930	1.786	-7%	
Biên lợi nhuận gộp	17,2%	18,0%		
Chi phí SG&A/doanh thu	3,0%	2,8%		
Biên lợi nhuận từ HĐKD	14,1%	15,1%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	10,8%	11,9%		
- Thép	9,7%	11,3%		* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận mảng thép sẽ mở rộng, nhờ: (1) giá thép cao hơn từ việc Trung Quốc cắt giảm nguồn cung và (2) chi phí đầu vào quặng sắt thuận lợi nhờ nguồn cung từ Úc, Brazil và Châu Phi gia tăng. * Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên của Úc, Úc và Brazil - hai nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới - sẽ tiếp tục mở rộng sản lượng xuất khẩu quặng sắt trong giai đoạn 2026-27, với mức tăng trưởng chung khoảng 1,3%/năm. * Tại Châu Phi, mỏ quặng sắt Simandou ở Guinea sẽ bắt đầu đưa vào khai thác vào tháng 11/2025. Mỏ Simandou hiện là một trong những mỏ quặng sắt chưa được khai thác lớn nhất thế giới, với trữ lượng quặng sắt chất lượng cao (hàm lượng Fe khoảng 65%) trên 2 tỷ tấn. Theo Bloomberg, sản lượng dự kiến đạt 60 triệu tấn trong năm đầu tiên (tức năm 2026), tăng lên mức công suất tối đa 120 triệu tấn từ năm thứ hai trở đi (tức năm 2027 trở đi). Ở công suất tối đa hàng năm là 120 triệu tấn, Simandou sẽ cung cấp khoảng 10% lượng nhập khẩu quặng sắt hàng năm của Trung Quốc (≈7,5% thương mại quặng sắt toàn cầu), đây là con số đáng kể. * Chúng tôi giả định biên lợi nhuận sẽ trở lại mức bình thường từ mức nền cao bất thường của năm 2025. * Chúng tôi giả định biên lợi nhuận sẽ trở lại mức bình thường từ mức nền cao bất thường của năm 2025.
- Bất động sản	106,8%	42,4%		
- Nông nghiệp	21,9%	19,7%		

Nguồn: Vietcap

Hình 3: Tổng quan sản lượng bán thép HPG và các dự báo cho năm 2025 của Vietcap

Sản lượng bán hàng của HPG (nghìn tấn)	Q2 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q2 2025	Q2 2025	6T 2024	6T 2025	6T 2025	Dự báo 2025 mới của Vietcap	6T 2025 / dự báo 2025 mới
				QoQ	YoY			YoY		
Thép xây dựng	1.271	1.192	1.277	7%	0%	2.228	2.469	11%	5.160	48%
HRC	723	994	1.065	7%	47%	1.529	2.059	35%	5.040	41%
Ống thép	188	186	217	17%	15%	319	402	26%	780	52%
Tôn mạ	124	89	111	24%	-11%	222	200	-10%	380	53%

Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), Vietcap

Cập nhật công suất sản xuất thép của HPG

Nhà máy DQ2 sản xuất HRC:

Giai đoạn 1 đã đi vào hoạt động vào tháng 3/2025, đạt công suất tối đa ngay trong tháng hoạt động đầu tiên. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào tháng 9/2025.

Nhà máy DQ2 – Mở rộng sản xuất thép dây cuộn chất lượng cao (DQ2-TDCCLC):

Vào ngày 07/08, HPG đã được phê duyệt tăng vốn đầu tư cho Nhà máy DQ2 thêm 3,4 nghìn tỷ đồng lên 88,4 nghìn tỷ đồng từ mức 85 nghìn tỷ đồng ban đầu. Cơ cấu vốn điều chỉnh bao gồm 40,8 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 47,6 nghìn tỷ đồng nợ vay, so với mức 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 dùng cho chi phí đầu tư cố định và 600 tỷ đồng cho vốn lưu động, dựa trên tỷ lệ phân bổ vốn đầu tư cố định/vốn lưu động ban đầu của Nhà máy DQ2 lần lượt là 70 nghìn tỷ đồng và 15 nghìn tỷ đồng.

Việc tăng vốn đầu tư đã được phê duyệt sẽ bổ sung 500 nghìn tấn công suất hàng năm, nâng tổng công suất thiết kế của Nhà máy DQ2 lên 6,1 triệu tấn/năm. Con số này bao gồm 5,6 triệu tấn HRC - không đổi so với kế hoạch ban đầu - và 500 nghìn tấn thép dây cuộn chất lượng cao, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào quý 2/2028. Thép dây cuộn là một loại thép xây dựng.

Do đây là loại thép chất lượng cao, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình, cũng như biên lợi nhuận, sẽ cao hơn so với loại thép xây dựng truyền thống mà HPG hiện đang sản xuất.

Nhà máy thép đường ray và thép hình:

HPG đã thông báo sẽ khởi công nhà máy này vào ngày 19/08/2025 để xây dựng một nhà máy thép nhằm cung cấp cho Dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam, Dự án đường sắt Hải Phòng-Hà Nội-Lào Cai và các dự án đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP.HCM. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ đi vào hoạt động vào quý 2/2027 sau 20 tháng xây dựng.

Theo HPG, nhà máy sẽ có công suất hàng năm 700 nghìn tấn thép đường ray và thép hình (chi tiết phân bổ công suất chưa được công bố) và vốn đầu tư dự kiến là 14 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, kế hoạch đầu tư được cơ quan chức năng địa phương phê duyệt là 10 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định 10 nghìn tỷ đồng sẽ được phân bổ cho đầu tư xây dựng cơ bản, trong khi 4 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được sử dụng để tài trợ vốn lưu động.

Do các sản phẩm của dự án này dành cho cơ sở hạ tầng quốc gia, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ cao nhưng biên lợi nhuận nhiều khả năng sẽ thấp - một quan điểm được củng cố bởi các tính toán sơ bộ của chúng tôi dựa trên các dữ liệu sẵn có. Theo kế hoạch đầu tư, dự án sẽ tạo ra doanh thu hàng năm khoảng 11,4 nghìn tỷ đồng và đóng góp khoảng 150 tỷ đồng hàng năm vào Ngân sách Nhà nước. Là một nhà máy thép chất lượng cao, chúng tôi cho rằng nhà máy này sẽ được hưởng mức thuế TNDN ưu đãi 17% trong 10 năm đầu (theo Luật Thuế TNDN năm 2025) trước khi quay trở lại mức thuế suất tiêu chuẩn 20% trong 40 năm còn lại của giai đoạn hoạt động 50 năm, dẫn đến mức thuế suất bình quân gia quyền là 19,4%. Dựa trên số thuế đóng góp dự kiến, chúng tôi ước tính LNTT hàng năm là 773 tỷ đồng, tương đương với biên LNTT gần 7%. Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi ước tính con số này tương đương với biên lợi nhuận gộp khoảng 10%, thấp

hơn so với các mảng thép khác (biên lợi nhuận gộp của HPG năm 2024 đã đạt 13,3%, mặc dù giá thép yếu).

Hình 4: 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	1,3 (cuối năm 2021)			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 hình				0,7 (bao gồm thép đường ray & thép hình)		10 nghìn tỷ đồng**	Dự kiến vận hành từ quý 2/2027

Nguồn: HPG, truyền thông trong nước, Vietcap. *Ước tính của Vietcap, dựa trên tổng vốn đầu tư dự kiến cho việc mở rộng Nhà máy DQ2 là 3,4 nghìn tỷ đồng và cơ cấu đầu tư Nhà máy DQ2 ban đầu là 70 nghìn tỷ đồng cho chi phí đầu tư cố định 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 kế hoạch đầu tư được cơ quan chức năng địa phương phê duyệt là 10 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định 10 nghìn tỷ đồng sẽ được phân bổ cho chi phí đầu tư cố định, với 4 nghìn tỷ đồng còn lại dành cho vốn lưu động.

Hình 5: Kế hoạch hiệu suất hoạt động Nhà máy DQ2 HRC của HPG và dự báo của Vietcap

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
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	933*	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	50-60%	80%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 2		50-60%	80%	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	60%	80%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	60%	60%	80%	100%	100%
Tổng hợp	78%	80%	93%	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	1.680	2.240	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	560	1.680	2.240	2.800	2.800
Tổng cộng	5.040	6.720	7.840	8.400	8.400
Tăng trưởng YoY	72%	33%	17%	7%	0%

Nguồn: HPG, Vietcap. *Do mức công suất này sẽ đi vào vận hành trong tháng 9/2025.

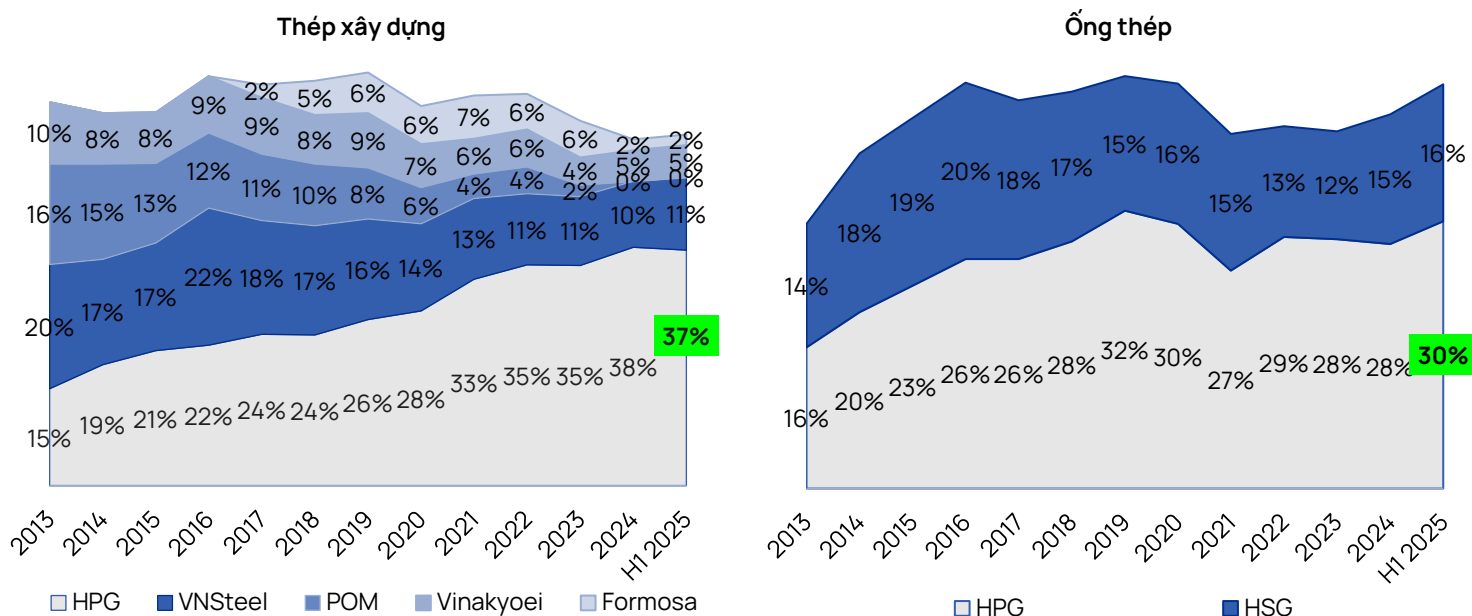
Hình 6: Giả định của Vietcap về đóng góp từ công suất thép mới của HPG

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Nhận định
Nhà máy DQ2-HQWR Mở rộng						
Công suất (nghìn tấn)				375*	500	
Hiệu suất hoạt động				50%	60%	
Sản lượng bán (nghìn tấn)				187,5	300	
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)				16,7	16,9	Giả định cao hơn 10% so với thép xây dựng thông thường.
Doanh thu (tỷ đồng)				3.137	5.069	
Biên lợi nhuận gộp				21,7%	22,2%	Giả định cao hơn khoảng 2% so với biên lợi nhuận gộp của thép xây dựng.
Nhà máy sản xuất thép đường sắt & thép hình						
Công suất (nghìn tấn)			525**	700	700	
Hiệu suất hoạt động			70%	85%	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)			367,5	595	700	
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)			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)			5.985	9.690	11.400	
Biên lợi nhuận gộp			10%	10%	10%	
% đóng góp vào tổng số						
Sản lượng bán thép						
- DQ2 – TDCCLC				1%	2%	
- Nhà máy thép ray			3%	4%	4%	
Doanh thu						
- DQ2 – TDCCLC				1%	2%	
- Nhà máy thép ray			3%	4%	5%	
LNST						
- DQ2 – TDCCLC				2%	2%	
- Nhà máy thép ray			1%	1%	1%	

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

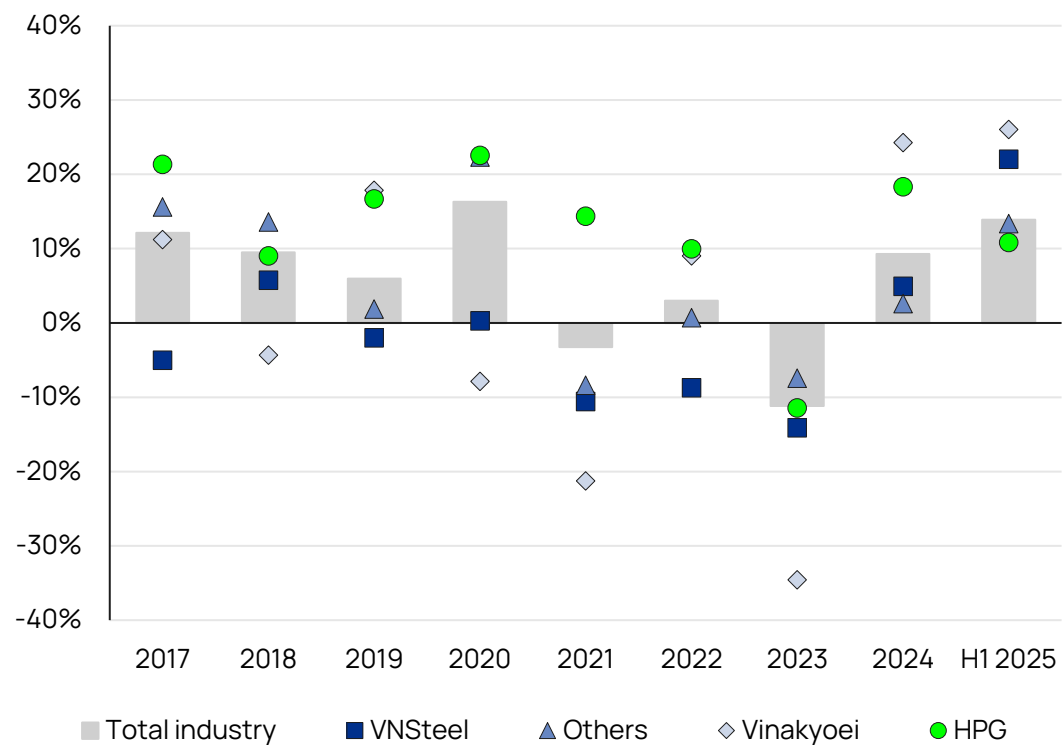
Cập nhật dữ liệu ngành thép

Hình 7: Thị phần thép xây dựng và ống thép của các công ty sản xuất thép lớn



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), Vietcap tổng hợp. 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 8: Tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng toàn ngành và các công ty sản xuất chính



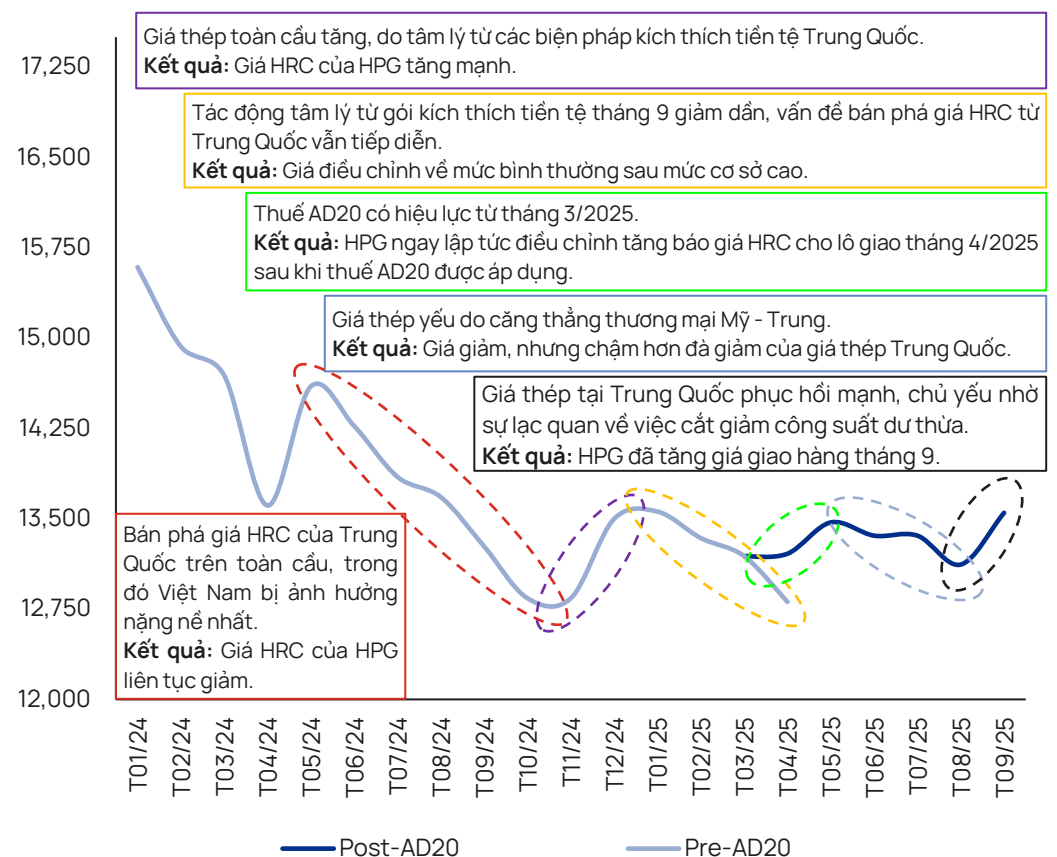
Nguồn: VSA, HPG, ước tính của Vietcap. Lưu ý: Sản lượng bán thép năm 2018 của HPG tăng trưởng gần bằng mức tăng trưởng của toàn ngành do HPG hoạt động 100% công suất.

Hình 9: Diễn biến giá thép xây dựng bình quân của HPG (đồng/kg)



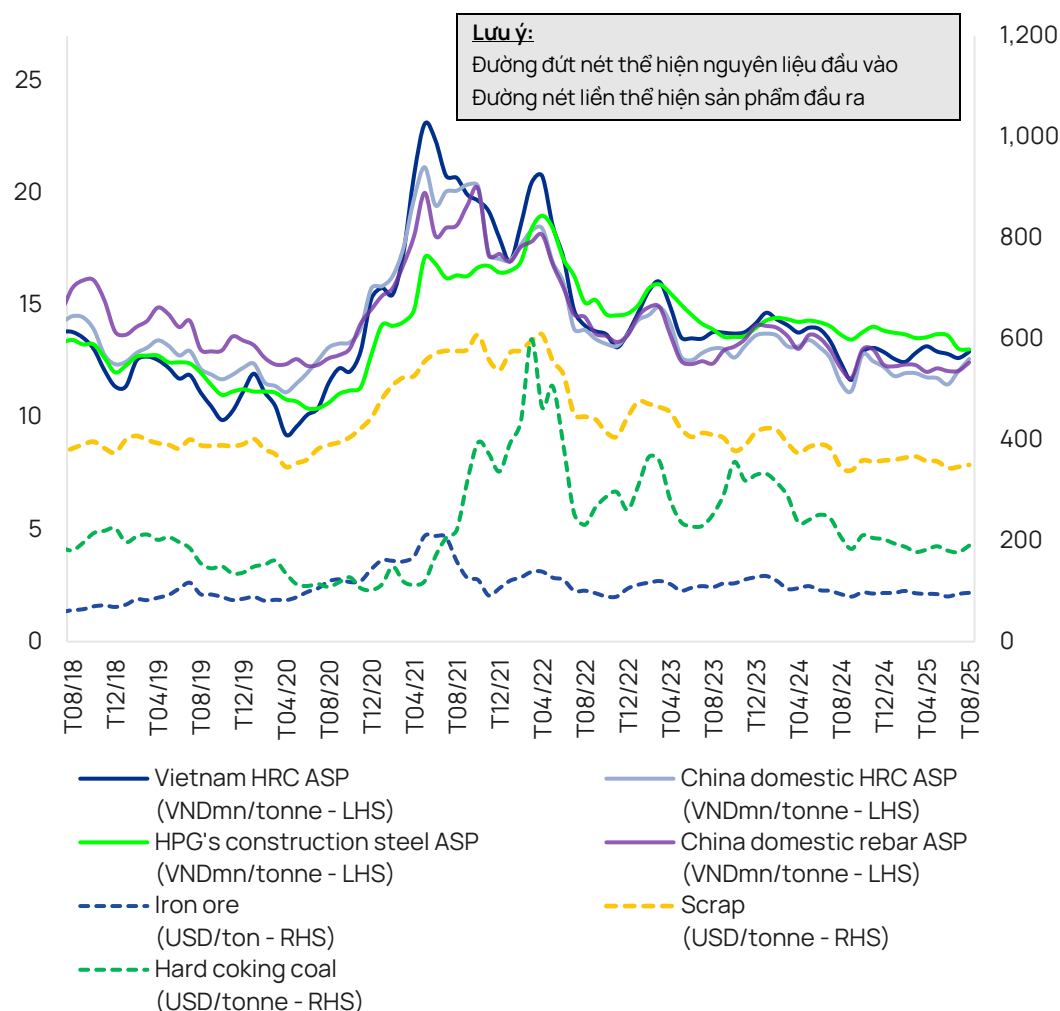
Nguồn: Steelonline.vn, Vietcap Lưu ý: Mỗi dấu chấm đại diện cho một lần điều chỉnh giá của HPG.

Hình 10: Diễn biến giá HRC bình quân của HPG* (đồng/kg)



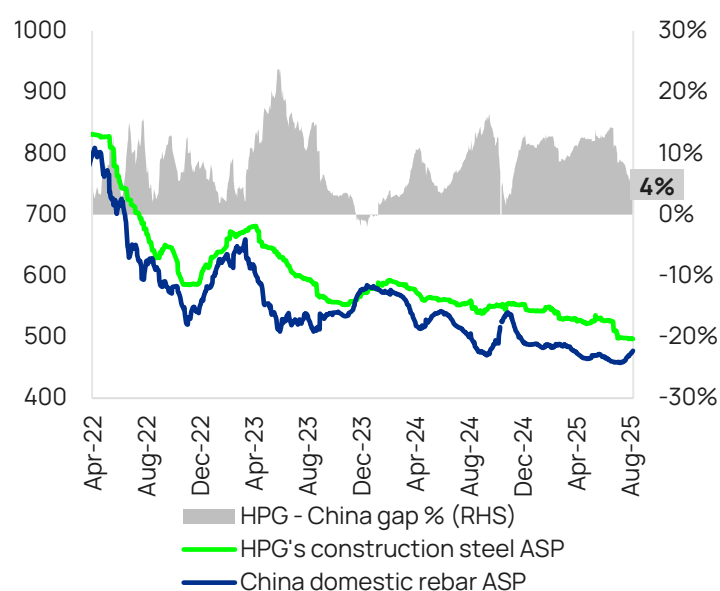
Nguồn: Vietcap tổng hợp. *Lưu ý: HPG thường công bố giá HRC trước 1-2 tháng để hỗ trợ việc lập kế hoạch sản xuất. Các số liệu được trình bày phản ánh giá được báo cho các lô hàng trong tháng, và áp dụng cho HRC giá cơ sở (không bao gồm phụ phí tùy chỉnh). Giá không bao gồm thuế GTGT.

Hình 11: Giá nguyên vật liệu đầu vào và sản phẩm đầu ra chính của HPG



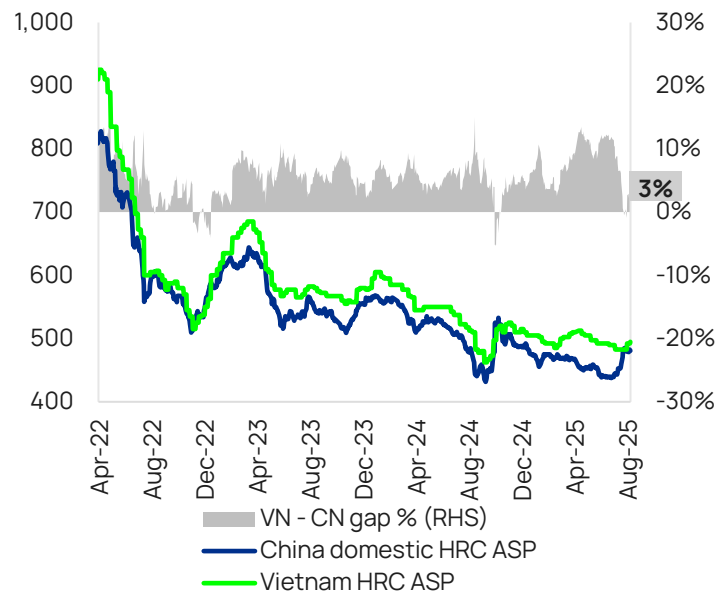
Nguồn: Bloomberg, VSA, Vietcap (dữ liệu tính đến 11/08/2025)

Hình 12: Giá thép xây dựng của Việt Nam so với Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (dữ liệu tính đến 11/08/2025)

Hình 13: Giá HRC của Việt Nam so với Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (dữ liệu tính đến 11/08/2025)

Hình 14: Diễn biến giá hàng hóa liên quan đến thép

% thay đổi giá	7T 2025 YoY	Từ 1/4 đến nay	Trung bình từ 1/4 đến nay YoY	Từ cuối tháng 6 đến nay	So với đầu năm	Trung bình YoY so với đầu năm
Đầu vào						
Phế liệu thép	-9,4%	-4,9%	-8,3%	2,4%	-3,8%	-9,1%
Than cốc	-32,1%	9,7%	-24,1%	7,6%	-4,1%	-31,3%
Quặng sắt	-13,7%	-4,9%	-10,0%	4,5%	1,0%	-13,2%
Đầu ra						
HRC Trung Quốc	-12,8%	1,9%	-11,6%	9,6%	0,0%	-12,3%
HRC Việt Nam	-11,3%	-2,9%	-8,2%	1,0%	-2,0%	-11,0%
Thép thanh nội địa Trung Quốc	-11,8%	-0,7%	-10,3%	4,3%	-3,9%	-10,9%
Thép xây dựng của HPG	-5,0%	-3,9%	-9,7%	-2,3%	-5,7%	-5,0%
Tôn mạ Trung Quốc	-13,1%	-1,7%	-11,5%	4,5%	-8,6%	-13,1%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến 11/08/2025)

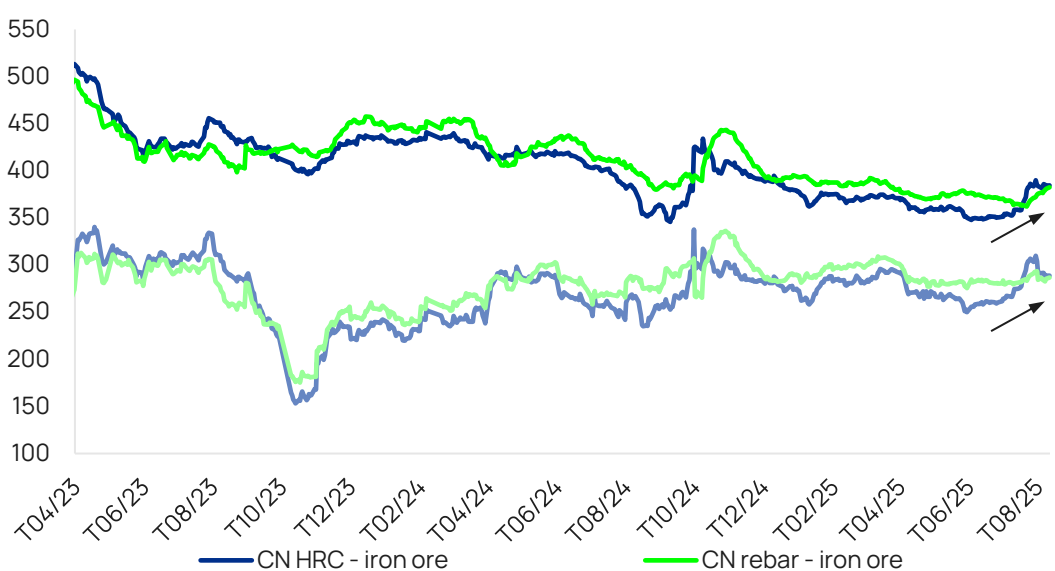
Chúng tôi cũng cung cấp thông tin cập nhật về diễn biến giá các mặt hàng liên quan đến thép tại

Hình 14. Dưới đây là một số nhận định của chúng tôi.

- Các ô tô màu xanh dương:** Chúng tôi duy trì kỳ vọng rằng chênh lệch giá (spreads) đối với các nhà sản xuất thép Việt Nam sẽ mở rộng so với cùng kỳ trong năm 2025, được hỗ trợ bởi chi phí đầu vào giảm nhanh hơn so với giá bán ra và thuế bảo hộ đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.
- Các ô tô màu xanh lá:** Giá thép tại Trung Quốc đã phục hồi nhanh hơn so với Việt Nam, mà chúng tôi cho là do mức nền thấp hơn và hiệu ứng độ trễ (nghĩa là giá thép tăng tại Trung Quốc cần thời gian để dẫn chuyển sang giá thép tăng tại Việt Nam). Tuy nhiên, việc giá đầu vào phục hồi chậm hơn – hoặc giảm nhanh hơn – so với giá bán đầu ra vẫn là yếu tố tích cực. Với kỳ vọng giá thép phục hồi dần trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận của các nhà sản xuất thép có thể cải thiện trong nửa cuối năm so với nửa đầu năm 2025.

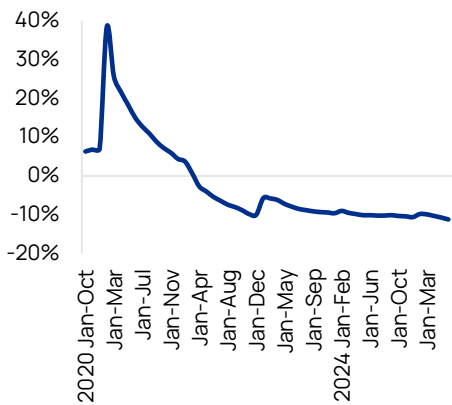
Hình 15 cho thấy chênh lệch giá (spreads) của các nhà sản xuất thép Trung Quốc đang cải thiện so với mức đáy hồi tháng 6, do giá đầu vào phục hồi chậm hơn so với giá bán ra. Dữ liệu này được tính bằng chênh lệch giữa giá giao ngay của các sản phẩm thép và chi phí đầu vào. Do đó, dữ liệu này vẫn chưa phản ánh đầy đủ tác động tích cực lên biên lợi nhuận từ việc mua hàng tồn kho đầu vào với chi phí thấp hơn và bán sản phẩm đầu ra với giá cao hơn.

Hình 15: Chênh lệch giá thép đầu ra-đầu vào (USD/tấn)



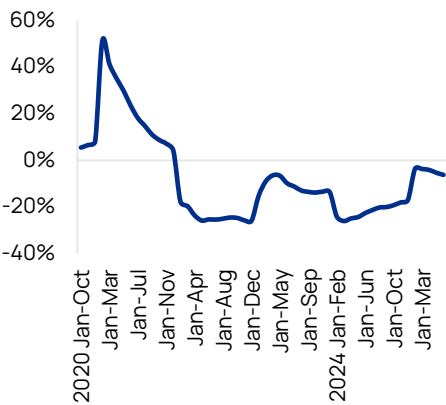
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến 11/08/2025)

Hình 16: Mức đầu tư vào phát triển BĐS của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



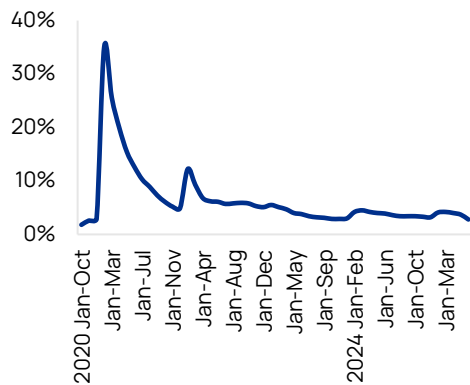
- * Tổng cộng (T1 – T6/2025): -11,2%**
- Tòa nhà chung cư: -10,4%
 - Tòa nhà văn phòng: -16,8%
 - Tòa nhà thương mại: -8,4%

Hình 17: Quỹ đầu tư cho các công ty phát triển BĐS của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



- * Tổng cộng (T1 – T6/2025): -6,2%**
- Khoản vay trong nước: +0,6%
 - Đầu tư nước ngoài: +25,4%
 - Vốn tự huy động: -7,2%
 - Tiền gửi & biên lai tạm ứng: -7,5%
 - Thẻ chấp cá nhân: -11,4%

Hình 18: Mức đầu tư vào tài sản cố định của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



- * Tổng cộng (T1 – T6/2025): +2,8%**
- Doanh nghiệp Nhà nước/cổ phần Nhà nước: +5,0% → *Mạnh*
 - Đầu tư tư nhân: -0,6% → *Yếu*

Sự gia tăng vốn đầu tư từ Nhà nước là chưa đủ để xoay chuyển tình hình.

Nguồn: Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc, Vietcap (Lưu ý: Chữ in nghiêng là nhận định của Vietcap)

Giá thép chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng mới; HPG sẽ hưởng lợi

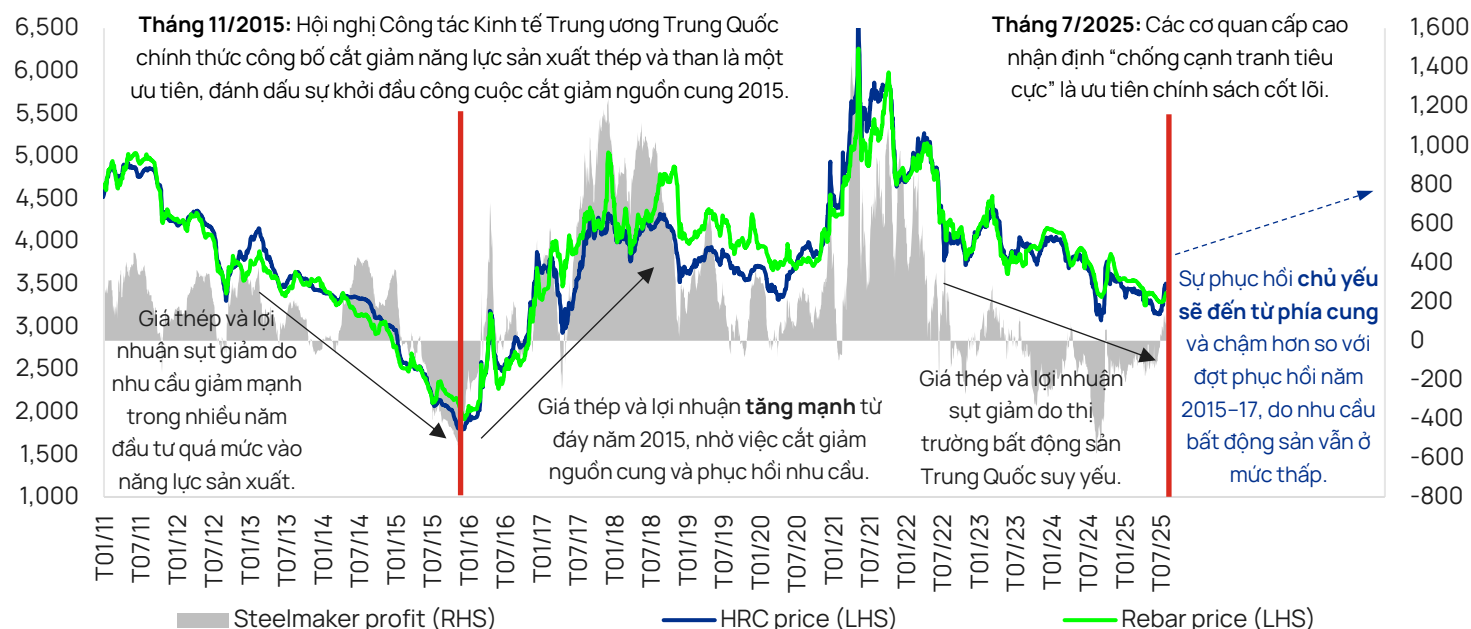
Hiện tại, Chính phủ Trung Quốc đang triển khai chính sách “chống cạnh tranh tiêu cực” nhằm loại bỏ năng lực sản xuất dư thừa, kém chất lượng, đồng thời thúc đẩy sản xuất hiệu quả và bền vững hơn. Chính sách lần này làm chúng tôi nhớ đến cuộc cải cách phía cung năm 2015, khi Trung Quốc cũng giải quyết tình trạng dư thừa công suất thép do suy thoái bất động sản và nhiều năm đầu tư quá mức vào công suất thép.

Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ dần phục hồi từ mức thấp nhất trong nhiều năm hiện nay, được thúc đẩy bởi việc cắt giảm công suất, với tốc độ chậm hơn so với chu kỳ tăng năm 2015. Trong chu kỳ trước, từ mức đáy năm 2015 đến cuối năm 2017, giá HRC và thép thanh đã tăng lần lượt khoảng 135% và 136%, được thúc đẩy bởi việc cắt giảm công suất mạnh mẽ và sự phục hồi của nhu cầu bất động sản, dẫn đến lợi nhuận đạt mức kỷ lục. Nói cách khác, trong chu kỳ trước, giá thép tăng do được thúc đẩy bởi cả hai yếu tố cung và cầu. Một nghiên cứu của IMF (2018) ước tính rằng 60% sự phục hồi giá đến từ nhu cầu và 40% từ các hành động về nguồn cung. Trong chu kỳ này, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi, từ mức thấp nhất trong nhiều năm hiện tại, sẽ chủ yếu do nguồn cung thúc đẩy, vì nhu cầu bất động sản Trung Quốc về cơ bản vẫn còn yếu. Do đó, tốc độ phục hồi sẽ chậm hơn so với chu kỳ năm 2015, vốn được hưởng lợi từ cả hai yếu tố. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng một nhịp phục hồi nhiều khả năng sẽ chậm và có nhiều biến động do việc cắt giảm nguồn cung cần thời gian để có tác động rõ ràng, trong khi nhu cầu bất động sản Trung Quốc vẫn yếu, nhưng đã tăng sẽ mạnh lên trong trung và dài hạn. Yếu tố hỗ trợ cho quan điểm này bao gồm việc cắt giảm nguồn cung sâu hơn dự kiến, sự phục hồi tốt hơn dự kiến của ngành bất động sản hoặc nhu cầu thép từ sản xuất và cơ sở hạ tầng Trung Quốc tăng mạnh hơn dự kiến.

Các nhà sản xuất thép Việt Nam sẽ hưởng lợi từ chu kỳ tăng giá thép lần này. Là nhà sản xuất và tiêu thụ thép lớn nhất thế giới – đóng góp hơn 50% nguồn cung và cầu toàn cầu – giá thép của Trung Quốc có ảnh hưởng mạnh mẽ đến thị trường toàn cầu. Việt Nam, nhờ vị trí địa lý gần và mối quan hệ thương mại sâu sắc, trong lịch sử đã cho thấy mối tương quan giá cao với giá Trung Quốc,

với giá trong nước ảnh hưởng bởi cả giá nhập khẩu từ Trung Quốc và các nước ngoài Trung Quốc (do giá các nước này cũng bị ảnh hưởng gián tiếp từ giá thép Trung Quốc). Do đó, chúng tôi tin rằng chu kỳ tăng giá sắp tới do Trung Quốc dẫn dắt sẽ đẩy giá thép tại Việt Nam cao hơn. Các dấu hiệu ban đầu đã xuất hiện, bao gồm: sau khi giá thép Trung Quốc phục hồi mạnh vào tháng 7/2025, các nhà sản xuất thép của Việt Nam như HPG, Tập đoàn Hoa Sen (HSX: **HSG**) và Tập đoàn Nam Kim (HSX: **NKG**) đã bắt đầu đưa ra các thông báo tăng giá vào cuối tháng 7 đến đầu tháng 8. Chúng tôi kỳ vọng ngành thép Việt Nam sẽ hưởng lợi rõ rệt hơn trong trung và dài hạn, với biên lợi nhuận và lợi nhuận cải thiện do giá bán đầu ra tốt hơn so với chi phí đầu vào đã được mua trước đó ở mức thấp hơn. Trong ngắn hạn, việc bổ sung hàng tồn kho từ các công ty thương mại (traders) có thể thúc đẩy sản lượng bán khi traders kỳ vọng giá sẽ tăng trong tương lai.

Hình 19: Giá HRC và thép thanh Trung Quốc, cùng lợi nhuận của các nhà sản xuất thép lò thổi oxy (BOF) (CNY/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: * Mũi tên chấm là dự đoán của Vietcap về xu hướng của giá thép sắp tới, không phải là dự báo định lượng.

Để biết thêm chi tiết, vui lòng xem thêm Báo cáo Ngành Thép: Chính sách "chống cạnh tranh tiêu cực" của Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự phục hồi của toàn ngành thép.

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 35.300 đồng/cổ phiếu.

Định giá theo phương pháp CKDT của chúng tôi cao hơn 15% so với Báo cáo Cập nhật gần nhất do chúng tôi nâng dự phóng LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2026-29 lên 6%/10%/10%/10% từ mức tăng 8%/12%/12%/13% trong LNST sau lợi ích CBTS mảng thép. Việc tăng dự phóng lợi nhuận mảng thép giai đoạn 2026-29F là do (1) biên lợi nhuận cao hơn, nhờ chu kỳ phục hồi giá thép mới với chính sách "chống cạnh tranh tiêu cực" của Trung Quốc năm 2025 và nguồn cung quặng sắt đầu vào tăng, và (2) đóng góp từ công suất thép mới.

Định giá theo phương pháp P/E của chúng tôi cao hơn 4% so với Báo cáo Cập nhật gần nhất do chúng tôi nâng dự phóng LNST sau lợi ích CBTS các năm 2025/26 lần lượt là 3%/6%. Chúng tôi duy trì P/E mục tiêu ở mức 15,0 lần.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E bình quân giai đoạn 2025-27 là 13,2 lần, phù hợp với mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 10 năm của HPG (13,9 lần), mức định giá chúng tôi cho là hợp lý do mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong các năm 2025/26/27, lần lượt là 39%/34%/25%.

Hình 20: Tóm tắt định giá

(đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
CKDT	34.700	70%	24.300
P/E mục tiêu là 15,0 lần	36.690	30%	11.000
Giá mục tiêu			35.300
P/E dự báo năm 2025 tại giá mục tiêu và (giá đóng cửa)			16,9x (13,4x)
P/E dự báo năm 2026 tại giá mục tiêu và (giá đóng cửa)			12,6x (10,0x)
P/E dự báo năm 2027 tại giá mục tiêu và (giá đóng cửa)			10,1x (8,0x)

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi sử dụng mô hình CKDT 10 năm nhiều giai đoạn để phản ánh tăng trưởng dài hạn của HPG từ Nhà máy DQ2. Chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng trung bình là 4% cho giai đoạn 2030-2034 và sau đó áp dụng 2% trong các năm cuối kỳ.

Hình 21: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD	21.697	28.354	35.077	40.201	41.809
- Thuế	-3.255	-4.253	-5.262	-6.030	-6.271
+ Khấu hao	10.378	12.840	13.940	14.847	15.493
- Vốn XDCB	-18.672	-13.120	-8.620	-6.280	-6.000
- Tăng vốn hoạt động	-231	-13.818	-13.161	-11.358	-8.353
Dòng tiền tự do (DTTD)	9.918	10.003	21.975	31.380	36.678
Giá trị hiện tại của DTTD	9.372	8.440	16.554	21.106	22.027
Tích lũy GTHT của DTTD	9.372	17.811	34.365	55.472	77.499

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
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0
Nợ/vốn %	42,0	42,0
WACC %	12,0	12,0
Tốc độ tăng trưởng cuối* %	2,0	2,0

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD**	166.170
Giá trị HT của giá trị cuối**	164.200
GTHT của DTTD và giá trị cuối	330.369
Tăng: Tiền mặt & tiền gửi ngắn hạn	28.272
Giảm: Nợ	90.591
Giảm: VCSH thiếu số tại P/B 2,1 lần^	1.693
Giá trị vốn sở hữu	266.357
Pha loãng (triệu)	7.676
Giá trị CKDT mỗi cổ phiếu (đồng)	34.700

Nguồn: Vietcap (* Đối với những năm cuối sau năm 2033 **CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm); ^P/B dự phóng 2025 tại giá mục tiêu của chúng tôi.

Hình 22: 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

		WACC						
Tốc độ tăng trưởng cuối %		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
	0,5%	38.100	36.300	34.700	33.200	31.800	30.600	29.400
	1,0%	39.100	37.100	35.400	33.800	32.400	31.100	29.900
	1,5%	40.100	38.100	36.200	34.500	33.000	31.600	30.300
	2,0%	41.300	39.100	37.100	35.300	33.700	32.200	30.900
	2,5%	42.700	40.200	38.100	36.200	34.400	32.900	31.500
	3,0%	44.200	41.500	39.200	37.100	35.300	33.600	32.100
	3,5%	45.900	43.000	40.400	38.200	36.200	34.400	32.800

Nguồn: Vietcap

Hình 23: 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%	39.600	37.500	35.600	33.900	32.400	31.000
	3,0%	40.100	38.000	36.100	34.400	32.800	31.400
	3,5%	40.700	38.500	36.600	34.800	33.300	31.800
	4,0%	41.300	39.100	37.100	35.300	32.200	30.900
	4,5%	41.900	39.600	37.600	35.800	34.100	31.300
	5,0%	42.500	40.200	38.100	36.200	34.600	31.600
	5,5%	43.200	40.800	38.600	36.700	35.000	32.000

Nguồn: Vietcap

Định giá theo phương pháp hệ số P/E

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi giữ nguyên hệ số P/E mục tiêu là 15,0 lần. Chúng tôi chọn hệ số P/E mục tiêu là 15,0 lần, tương ứng P/E trung bình giai đoạn 2025-2027 của HPG ở mức 13,2 lần - phù hợp với mức cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 10 năm của HPG là 13,9 lần - trong đó tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTĐ đạt 32%. Chúng tôi tin rằng HPG xứng đáng có mức định giá cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng cao 2025-2027. Tại mức giá mục tiêu của chúng tôi, P/B dự phóng năm 2025/2026/2027 của HPG lần lượt là 2,1 lần/1,9 lần/1,6 lần, so với mức trung bình 10 năm của công ty là 1,7 lần.

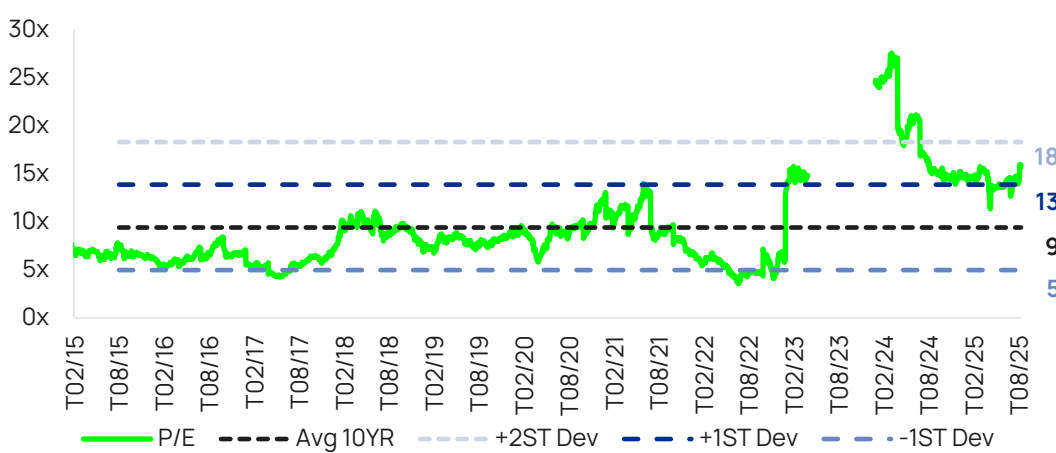
Hình 24: Định giá của HPG dựa trên dự báo 2025-27 của chúng tôi

Năm	EPS	P/E (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
2021	4.270	6,6x	8,3x	11.807	2,4x	3,0x
2022	1.067	26,3x	33,1x	12.508	2,2x	2,8x
2023	859	32,7x	41,1x	13.389	2,1x	2,6x
2024	1.511	18,6x	23,4x	14.892	1,9x	2,4x
2025F	2.095	13,4x	16,9x	16.987	1,7x	2,1x
2026F	2.797	10,0x	12,6x	18.984	1,5x	1,9x
2027F	3.497	8,0x	10,1x	21.681	1,3x	1,6x

Giá hiện tại: 28.100 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu: 35.300 đồng/cổ phiếu.

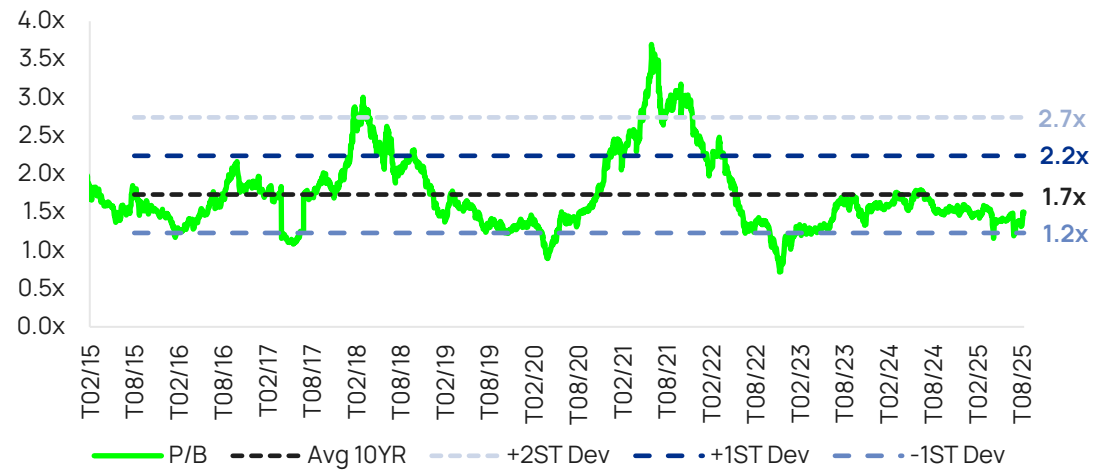
Nguồn: Vietcap

Hình 25: Diễn biến P/E của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi áp dụng lợi nhuận tính luôn cách phí thưởng và phúc lợi.

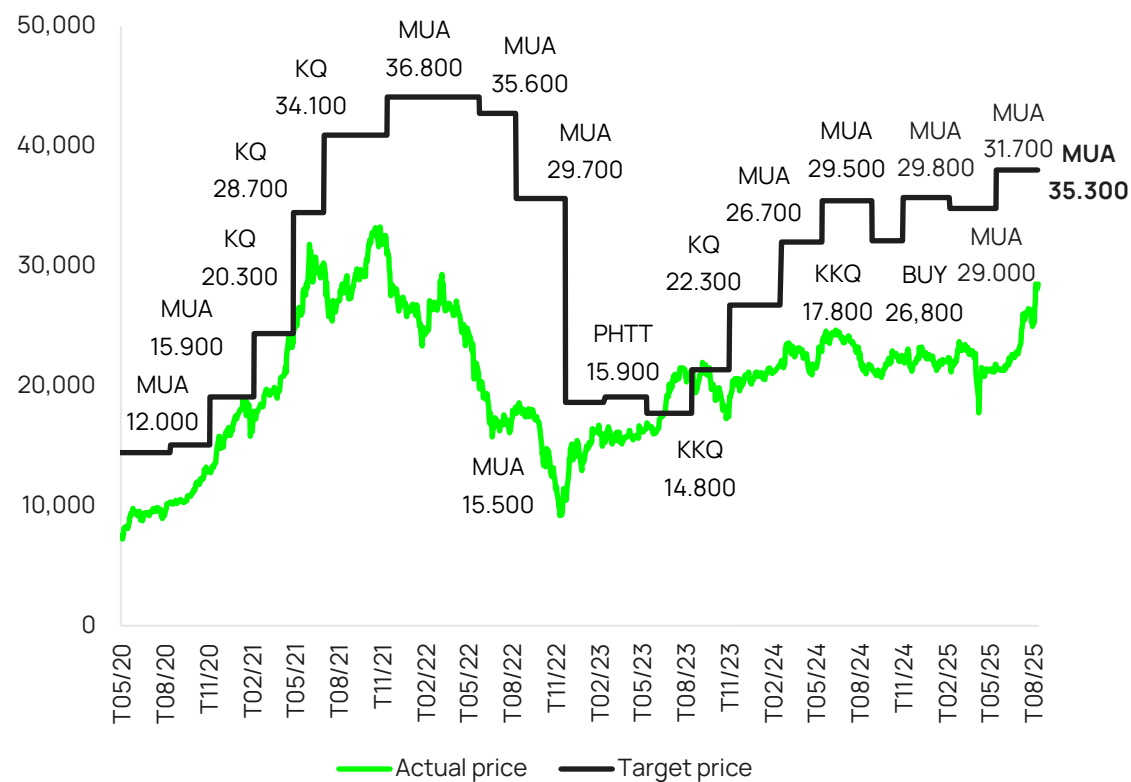
Hình 26: Diễn biến P/B của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 27: 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)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	138.855	153.688	187.199	215.516
Giá vốn hàng bán	-120.358	-127.316	-153.548	-174.776
Lợi nhuận gộp	18.498	26.372	33.651	40.739
Chi phí bán hàng	-2.337	-2.754	-3.238	-3.507
Chi phí QLDN	-1.546	-1.921	-2.059	-2.155
LN từ HĐKD (EBIT)	14.615	21.697	28.354	35.077
Doanh thu tài chính	2.619	2.060	2.099	1.744
Chi phí tài chính	-3.967	-4.256	-4.380	-4.199
- trong đó, chi phí lãi vay	-2.287	-2.526	-2.643	-2.456
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	426	100	100	100
LN trước thuế	13.694	19.600	26.173	32.722
Thuế TNDN	-1.673	-2.940	-3.926	-4.908
LNST trước CĐTS	12.020	16.660	22.247	27.814
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	12.020	16.660	22.247	27.814
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	12.020	16.660	22.247	27.814
EBITDA	21.588	32.075	41.194	49.017
EPS báo cáo, VND	1.511	2.095	2.797	3.497
EPS điều chỉnh, VND	1.511	2.095	2.797	3.497
EPS pha loãng, VND	1.511	2.095	2.797	3.497
DPS báo cáo, VND	0	800	800	1.500
DPS/EPS (%)	0%	38%	29%	43%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
TT Doanh thu	16,7%	10,7%	21,8%	15,1%
TT LN từ HĐKD	51,1%	48,5%	30,7%	23,7%
TT LN TT	75,7%	43,1%	33,5%	25,0%
TT EPS báo cáo	75,9%	38,6%	33,5%	25,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	13,3%	17,2%	18,0%	18,9%
Biên LN từ HĐKD	10,5%	14,1%	15,1%	16,3%
Biên EBITDA	15,5%	20,9%	22,0%	22,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8,7%	10,8%	11,9%	12,9%
ROE	11,1%	13,6%	16,1%	17,8%
ROA	5,8%	7,2%	9,2%	11,1%
Chỉ số hiệu quả				
Số ngày tồn kho	122,9	129,9	117,3	123,7
Số ngày phải thu	13,6	13,2	15,9	18,6
Số ngày phải trả	40,2	43,0	40,3	39,0
Chu kỳ luân chuyển tiền	96,3	100,1	92,9	103,4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,5	1,9
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,7	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2	0,1
Nợ vay/ Tài sản	37,0%	32,5%	28,6%	21,4%
Nợ vay/ Vốn	42,0%	37,0%	32,6%	24,6%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	49,8%	37,9%	33,1%	21,3%
CS khả năng thanh toán lãi vay	7,4	9,6	11,7	15,3

Nguồn: HPG, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	6.888	17.216	12.343	8.815
Đầu tư TC ngắn hạn	18.975	10.000	10.000	10.000
Các khoản phải thu	4.352	6.781	9.542	12.462
Hàng tồn kho	46.521	44.076	54.629	63.858
TS ngắn hạn khác	10.293	12.295	14.976	17.241
Tổng TS ngắn hạn	87.029	90.368	101.490	112.376
TS cố định (nguyên giá)	173.124	191.796	204.916	213.536
- Khấu hao lũy kế	-41.387	-51.765	-64.605	-78.545
TS cố định (ròng)	131.737	140.031	140.311	134.991
Đầu tư TC dài hạn	137	137	137	137
TS dài hạn khác	5.537	5.537	5.537	5.537
Tổng TS dài hạn	137.411	145.705	145.985	140.665
Tổng Tài sản	224.440	236.073	247.475	253.041
Phải trả ngắn hạn	14.110	15.865	18.042	19.295
Nợ vay ngắn hạn	55.883	50.927	46.064	34.955
Nợ ngắn hạn khác	5.511	5.511	5.511	5.511
Tổng nợ ngắn hạn	75.503	72.303	69.617	59.761
Nợ vay dài hạn	27.080	25.837	24.597	19.319
Nợ dài hạn khác	7.258	7.258	7.258	7.258
Tổng nợ	109.842	105.398	101.473	86.338
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	63.963	76.755	76.755	76.755
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	49.576	52.861	68.189	88.889
Vốn khác	766	766	766	766
Lợi ích CĐTS	293	293	293	293
Vốn chủ sở hữu	114.598	130.674	146.002	166.702
Tổng nguồn vốn	224.440	236.073	247.475	253.041
SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	7.676	7.676	7.676	7.676

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	12.252	6.888	17.216	12.343
LNST sau lợi ích CĐTS	12.020	16.660	22.247	27.814
Khấu hao	6.973	10.378	12.840	13.940
Thay đổi vốn lưu động	-9.790	-231	-13.818	-13.161
Điều chỉnh khác	-2.177	-583	-779	-973
LCTT từ HĐ kinh doanh	7.027	26.225	20.490	27.620
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-35.479	-18.672	-13.120	-8.620
Khác	4.504	8.975	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-30.143	-9.697	-13.120	-8.620
Cổ tức đã trả	-5	0	-6.140	-6.140
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	901	-4.956	-4.862	-11.109
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	16.681	-1.243	-1.240	-5.278
Khác	227	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	17.753	-6.199	-12.243	-22.528
Lưu chuyển tiền thuần	-5.364	10.328	-4.873	-3.528
Tiền cuối năm	6.888	17.216	12.343	8.815

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 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.

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

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
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- 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 Đoàn Thực, 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, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@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

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.