

TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)

KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP; +37.9%)

Động lực tăng trưởng hội tụ cho chu kỳ mới

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá là 37,9% và tỷ suất cổ tức là 1,9%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu 22% khi giá cổ phiếu đã tăng 25% kể từ báo cáo gần nhất.
- Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu cao hơn sau khi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận năm 2026/27 cao hơn và đưa mô hình định giá sang năm 2026

Tiêu điểm tài chính

- LNST 2025 tăng 29% svck lên 15,450 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng bán thép HRC cao hơn khi nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động.
- Chúng tôi dự phóng LNST năm 2026 tăng mạnh 71% svck nhờ sản lượng tăng 28,8% svck, sản lượng HRC kỳ vọng tăng 50,1% svck, và khoản thu nhập bất thường trong Q1/26 từ chuyển nhượng DÁ BĐS. LNST năm 2027 sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực 8,7% svck trong khi LN cốt lõi sẽ tăng 26,5% svck.

Luận điểm đầu tư

Thuế chống lẩn tránh với HRC Trung Quốc mở ra dư địa tăng trưởng cho HPG

Trong T4/26, Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống lẩn tránh ở mức 27,83% đối với HRC TQ, qua đó thiết lập hàng rào bảo hộ toàn diện với HRC nội địa. Mức thuế mới mở ra sự chênh lệch giá khoảng 20%, cho phép HPG mở rộng thị phần khi các NSX hạ nguồn chuyển sang sử dụng HRC nội địa thay vì nhập khẩu. Đáng chú ý, chính sách này đến đúng thời điểm DQ2 tăng tốc vận hành, giúp HPG tận dụng lợi thế để thu hút nhu cầu gia tăng từ việc thay thế hàng nhập khẩu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC của HPG sẽ tăng mạnh 50,1% svck trong năm 2026.

Hưởng lợi từ siêu chu kỳ đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép tại Việt Nam sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-27, được hỗ trợ bởi làn sóng phát triển hạ tầng quy mô lớn và sự phục hồi của thị trường bất động sản. Trong kế hoạch trung hạn 2026-30, ngân sách đầu tư công dự kiến tăng khoảng 2,5 lần, với hàng loạt dự án trọng điểm, qua đó thúc đẩy mạnh nhu cầu vật liệu xây dựng. Đồng thời, việc tháo gỡ pháp lý BĐS và đà tăng presales đang hỗ trợ hoạt động xây dựng bất động sản tăng trở lại, tiếp tục củng cố tăng trưởng tiêu thụ thép nội địa.

Giá bán duy trì xu hướng tăng khi áp lực từ thép Trung Quốc (TQ) hạ nhiệt

Chúng tôi kỳ vọng giá bán của HPG sẽ cải thiện trong giai đoạn 2026-27 nhờ nhu cầu nội địa tích cực và áp lực cạnh tranh từ thép TQ suy giảm. Nhu cầu xây dựng tích cực đã giúp HPG nhiều lần tăng giá thép xây dựng, với mức tăng lũy kế khoảng 10% kể từ đầu năm. Trong khi đó, việc TQ tiếp tục cắt giảm sản lượng đang hỗ trợ giá thép phục hồi, và môi trường xuất khẩu ngày càng thắt chặt sẽ kiểm chế lượng thép giá rẻ xuất khẩu ò ạt. Đối với HRC, thuế chống lẩn tránh mới sẽ mở ra dư địa cải thiện giá bán cho các NSX nội địa. Chúng tôi dự báo giá bán thép xây dựng và HRC sẽ tăng lần lượt 3% và 7% svck trong năm 2026.

Chúng tôi có quan điểm tích cực với HPG

Chúng tôi hiện có quan điểm tích cực đối với HPG khi công ty bước vào chu kỳ tăng trưởng mà chúng tôi cho là “thiên thời – địa lợi” với nhiều yếu tố đồng thuận hỗ trợ đà tăng trưởng từ triển vọng ngành tích cực và các chính sách có lợi. Dù LNST trong Q1/26 tăng mạnh 168,9% svck, giá cổ phiếu HPG mới chỉ tăng 0,6% kể từ đầu năm và vẫn còn dư địa tăng giá đáng kể so với mức giá mục tiêu 36.600 đồng/cp.

Tóm tắt tài chính	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	16,7%	12,4%	37,5%	11,0%
Tăng trưởng EPS	59,9%	7,1%	55,5%	8,4%
Biên lợi nhuận gộp	13,3%	15,7%	16,4%	17,5%
Biên lợi nhuận ròng	8,7%	9,9%	12,3%	12,0%
P/E (x)	15,5	13,5	11,7	10,8
P/B (x)	1,6	1,6	2,1	1,8
ROAE	11,1%	12,6%	18,8%	17,8%
Nợ ròng/ VCSH	66,5%	64,9%	53,6%	39,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá hiện tại	VND26.400
Cao/ thấp nhất 52T	VND29.804/20.980
Giá mục tiêu	VND36.600
Giá mục tiêu trước đó	VND30.000
Consensus	6,0%
Tiềm năng tăng giá	37,9%
Tỷ suất cổ tức	1,9%
Tổng tỷ suất sinh lời	39,8%

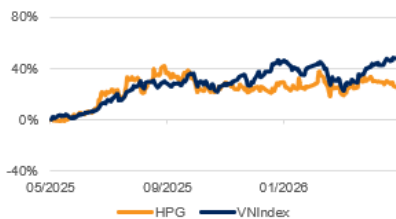
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Negative

Thị giá vốn (tr USD)	7.730
GTGDQ 3 tháng (tr USD)	44
Sở hữu NN (tr USD)	2.050
SLCP lưu hành (tr)	7.675
SLCP pha loãng (tr)	7.675

	HPG	VNI
P/E trượt 12T	9,7x	14,4x
P/B hiện tại	1,6x	2,2x
ROA	8,7%	2,5%
ROE	16,9%	15,7%

*dữ liệu ngày 18/5/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến (%)	1T	3T	12T
HPG	-0,7%	2,8%	28,4%
VNIIndex	7,9%	4,1%	46,8%

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	21,5%
Vũ Thị Hiền	5,7%
Khác	72,8%

Tổng quan doanh nghiệp

HPG là NSX thép lớn nhất tại Việt Nam với danh mục sản phẩm thép chất lượng cao bao gồm thép xây dựng, HRC và ống thép, nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô và vị trí gần cảng tại Dung Quất. Bên cạnh mảng thép, HPG còn hoạt động trong lĩnh vực bất động sản và nông nghiệp - các mảng được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng tích cực trong dài hạn.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thùy Dương

Duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

KQKD Q1/26: LN tăng trưởng mạnh mẽ nhờ HĐKD cốt lõi và khoản thu nhập bất thường – [Cao hơn dự phóng]

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q1/26

tỷ đồng	Q1/26	% sv quý trước	% svck	Thực tế/ Dự phóng
Doanh thu thuần	53.313	12,7%	40,5%	31,5%
Sản lượng bán	3.405.351	3,9%	28,1%	26,8%
– Thép xây dựng	1.430.616	8,2%	20,0%	32,5%
– HRC	1.470.899	17,9%	48,0%	22,5%
– Phôi thép	157.090	-17,7%	-20,9%	26,2%
– Ống thép	105.628	-62,8%	18,6%	15,1%
– Tôn mạ	241.118	4,0%	29,9%	50,2%
Lợi nhuận gộp	8.365	30,8%	54,2%	32,4%
Chi phí BH&QLDN (1.731)		153,6%	59,5%	36,3%
Thu nhập tài chính, ròng	4.070	N/A	N/A	0,0%
Thu nhập khác	16	N/A	-50,8%	0,0%
Lợi nhuận trước thuế	10.762	134,0%	180,3%	54,6%
Lợi nhuận sau thuế	8.994	132,8%	168,9%	50,5%
Biên LN gộp	15,7%	2,2đ %	1,4đ %	
Biên LnN ròng	16,9%	8,7đ %	8,1đ %	

Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ tiêu thụ thép tích cực

HPG ghi nhận doanh thu thuần Q1/26 đạt 53.313 tỷ đồng, tăng 40,5% svck và 12,7% sv quý trước, chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh từ mảng thép. Doanh thu thép tăng 44% svck lên khoảng 50.900 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi cả sản lượng tiêu thụ tăng và nhu cầu nội địa duy trì tích cực. Doanh thu bất động sản cũng tăng 38% svck lên 278 tỷ đồng, dù vẫn chỉ đóng góp khoảng 0,5% tổng doanh thu. Trong khi đó, nông nghiệp là mảng duy nhất ghi nhận suy giảm, giảm 11% svck.

HRC tiếp tục là động lực tăng trưởng chính

Tổng sản lượng thép đạt 3,4 triệu tấn, tăng 28,1% svck. Trong đó, HRC tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng với sản lượng đạt 1,47 triệu tấn, tăng mạnh 48,0% svck và 17,9% sv quý trước, phản ánh việc gia tăng công suất từ Dung Quất 2. Thép xây dựng cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực 20,0% svck nhờ hoạt động xây dựng trong nước sôi động. Mảng tôn mạ và ống thép duy trì đà tăng lần lượt 29,9% và 18,6% svck. Ngược lại, sản lượng phôi thép giảm do nhu cầu xuất khẩu suy yếu.

Biên LN gộp cải thiện nhờ giá bán thép tăng

LN gộp tăng 54,2% svck, đưa biên LN gộp lên 15,7%, tăng 1,4đ % svck và 2,2đ % sv quý trước. Động lực chính đến từ việc giá bán các sản phẩm thép chủ lực, đặc biệt là thép xây dựng và HRC, được điều chỉnh tăng, cùng với hiệu quả hoạt động cải thiện khi công suất sử dụng tăng cao hơn.

Thu nhập tài chính đột biến thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Thu nhập tài chính ròng đạt 4.070 tỷ đồng, chủ yếu nhờ khoản lãi khoảng 3.800 tỷ đồng từ chuyển nhượng dự án Phố Nối. Kết hợp với tăng trưởng tích cực từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, LNTT đạt 10.762 tỷ đồng, tăng 180,3% svck, trong khi LNST sau lợi ích CDTS đạt 8.994 tỷ đồng, tăng mạnh 168,9% svck, đánh dấu quý tăng trưởng lợi nhuận vượt trội của HPG.

Triển vọng năm 2026-27: Sản lượng thép kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ từ Q2/26

Hình 2: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2026-27

(tỷ đồng)	Dự phóng cũ			Dự phóng mới		% svck		% thay đổi	
	2026	2027	FY25A	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	171.338	191.598	156.116	214.615	238.275	37,5%	11,0%	25,3%	24,4%
Sản lượng bán hàng (tấn)	12.846.500	14.106.500	11.849.072	15.261.519	16.436.622	28,8%	7,7%	18,8%	16,5%
_ Thép xây dựng	4.400.000	4.400.000	4.679.291	5.391.643	5.661.225	15,2%	5,0%	22,5%	28,7%
_ Thép HRC	6.542.500	7.802.500	5.076.446	7.617.988	8.227.427	50,1%	8,0%	16,4%	5,4%
Lợi nhuận gộp	25.833	29.527	24.498	35.235	41.671	43,8%	18,3%	36,4%	41,1%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,5%</i>	<i>0,7đ%</i>	<i>1,1đ%</i>	<i>2,7đ%</i>	<i>3,1đ%</i>
Chi phí BH&QLDN	(4.771)	(5.338)	(4.070)	(5.595)	(6.212)	37,5%	11,0%	17,3%	16,4%
EBITDA	33.005	36.133	29.624	43.770	47.091	47,8%	7,6%	32,6%	30,3%
<i>Biên LN EBITDA</i>	<i>19,3%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,0%</i>	<i>20,4%</i>	<i>19,8%</i>	<i>1,4đ%</i>	<i>-0,6đ%</i>	<i>1,1đ%</i>	<i>0,9đ%</i>
Thu nhập tài chính, ròng	(1.343)	(597)	(2.522)	771	(2.505)	-130,6%	-424,9%	-157,4%	319,8%
Lợi nhuận trước thuế	19.719	23.593	27.237	44.541	44.586	63,5%	0,1%	125,9%	89,0%
Lợi nhuận sau thuế	17.823	21.301	15.450	26.427	28.637	71,0%	8,4%	48,3%	34,4%

Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Đúng chính sách – đúng thời điểm

Thuế chống lẩn tránh đối với thép HRC Trung Quốc phổ rộng...

Trước đó, hai nhà sản xuất thép HRC lớn tại Việt Nam là Tập đoàn Hòa Phát và Công ty TNHH Gang thép Hưng Nghiệp Formosa Hà Tĩnh đã lên tiếng về những dấu hiệu cho thấy hành vi lẩn tránh thuế chống bán phá giá sau khi thép HRC Trung Quốc nằm ngoài phạm vi chịu thuế tràn vào Việt Nam. Hồ sơ đề nghị được xác nhận vào T9/25 và cuộc điều tra chính thức khởi xướng vào T10. Sau nhiều tháng điều tra, Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống lẩn tránh (AC) ở mức 27,83% đối với HRC Trung Quốc có chiều rộng từ 1.800mm đến 2.300mm, có hiệu lực từ ngày 17/04/2026. Biện pháp này đã lấp đầy lỗ hổng quan trọng còn tồn tại trong khung phòng vệ thương mại hiện nay. Kết hợp với thuế chống bán phá giá đang áp dụng đối với HRC Trung Quốc dưới 1.800mm (hiệu lực đến tháng 6/2030), Việt Nam hiện đã hình thành một cơ chế bảo hộ gần như toàn diện đối với toàn bộ phổ sản phẩm HRC, qua đó củng cố đáng kể vị thế cạnh tranh của các nhà sản xuất nội địa.

Hình 3: Với việc áp dụng các biện pháp chống lẩn tránh mới, Việt Nam hiện đã thiết lập hàng rào bảo hộ toàn diện đối với các sản phẩm HRC

Văn bản	Biện pháp thương mại	Sản phẩm áp dụng	Mức thuế	Ngày có hiệu lực	Thời hạn
QĐ số 1975/QĐ-BCT	Chống bán phá giá	Thép hình chữ H nhập khẩu từ Malaysia	10,64%	21/08/2021	5 năm
QĐ số 460/QĐ-BCT	Chống bán phá giá (tạm thời)	HRC nhập khẩu từ Trung Quốc & Ấn Độ	27,83%	08/03/2025	120 ngày
QĐ số 914/QĐ-BCT	Chống bán phá giá (tạm thời)	Tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc & Hàn Quốc	Tối đa 37,13% (Trung Quốc); tối đa 15,67% (Hàn Quốc)	01/04/2025	120 ngày
QĐ số 1959/QĐ-BCT	Chống bán phá giá	HRC nhập khẩu từ Trung Quốc & Ấn Độ	23,1%–27,83%	06/07/2025	5 năm
QĐ số 691/QĐ-BCT	Tự vệ	Không gia hạn biện pháp tự vệ đối với thép dài (phôi thép & thép xây dựng)		22/03/2026	-
QĐ số 612/QĐ-BCT	Chống lẩn tránh	HRC Trung Quốc khổ rộng (1.800mm–2.300mm)	27,83%	17/04/2026	5 năm

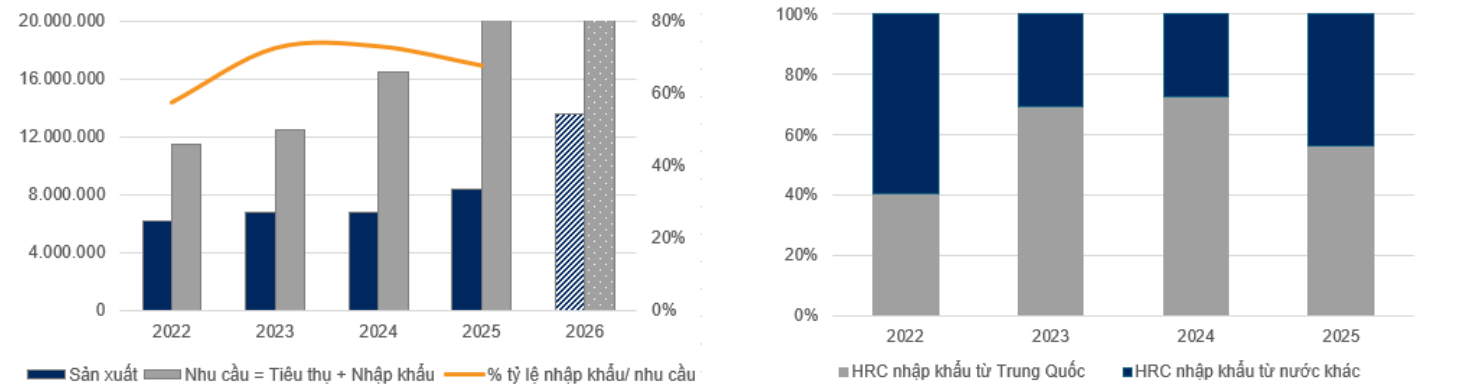
Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

... đến đúng thời điểm,

Việc áp thuế chống lẩn tránh vào T4/26 được xem là một bước đi “đúng thời điểm”, diễn ra trong bối cảnh ngành thép Việt Nam đang chuyển dịch từ trạng thái phụ thuộc nhập khẩu sang tăng dần khả năng tự chủ nguồn cung nội địa. Trong năm 2025, tổng nhu cầu HRC đạt khoảng 16 triệu tấn, trong khi nguồn

cung nội địa chỉ ở khoảng 8,3 triệu tấn. Theo dữ liệu từ Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA) và Hải quan Việt Nam, hơn một nửa nhu cầu trước đây được đáp ứng bởi hàng nhập khẩu, chủ yếu từ Trung Quốc, cho thấy mức độ phụ thuộc lớn của thị trường vào nguồn HRC ngoại nhập. Việc áp thuế chống bán phá giá ban đầu vào T7/25 đã giúp hạn chế nhập khẩu HRC khi lượng nhập khẩu từ Trung Quốc suy giảm. Sau đó, Quyết định 612/QĐ-BCT mới đã chính thức thiết lập hàng rào thuế bảo hộ toàn diện khi mở rộng phạm vi áp thuế sang nhóm sản phẩm từ 1.800mm – 2.300mm. Động thái siết chặt quản lý này diễn ra đồng thời với giai đoạn Dung Quất 2 tăng tốc vận hành, qua đó nâng tổng nguồn cung nội địa lên khoảng 14 triệu tấn trong năm nay. Việc làm suy giảm tính cạnh tranh về giá của HRC Trung Quốc đúng vào thời điểm này sẽ là động lực thúc đẩy quá trình hấp thụ công suất mới của HPG. Dù nguồn cung nội địa tăng mạnh, thị trường vẫn được kỳ vọng duy trì trạng thái thiếu hụt tương đối khi nhu cầu từ lĩnh vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục mở rộng.

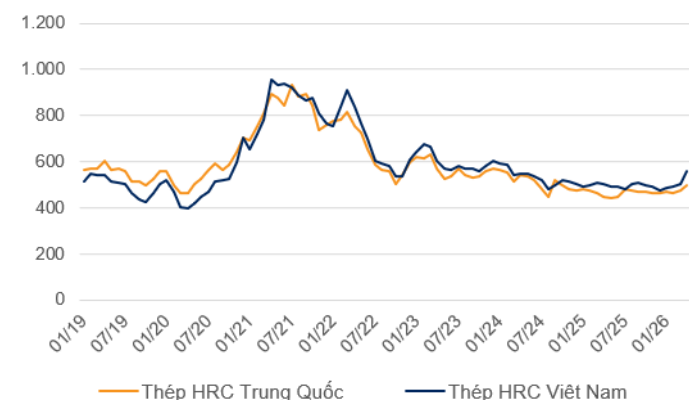
Hình 4: Thị trường HRC Việt Nam hiện vẫn trong tình trạng thiếu hụt nguồn cung và phụ thuộc lớn vào nhập khẩu từ Trung Quốc, khi Trung Quốc chiếm hơn một nửa tổng lượng nhập khẩu. Tỷ trọng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc đã giảm 16% svck trong năm 2025, chủ yếu do tác động của thuế chống bán phá giá đối với HRC Trung Quốc theo Quyết định số 1959/QĐ-BCT (Đơn vị: tấn).



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

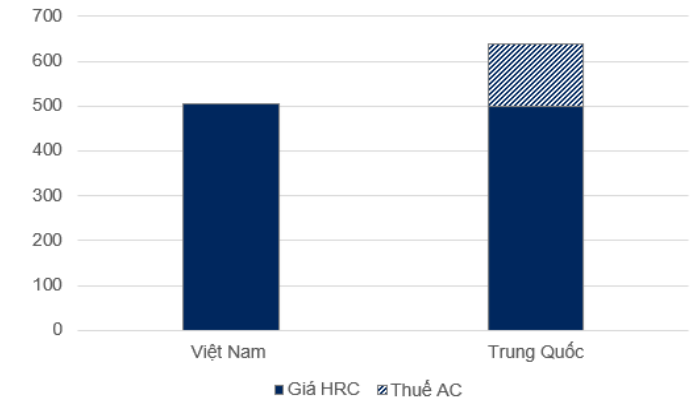
...mở ra cơ hội tăng sản lượng và củng cố lợi thế giá bán cho NSX nội địa

Hình 5: Giá HRC Việt Nam thường cao hơn khoảng 5% so với giá HRC Trung Quốc (USD/tấn).



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Thuế chống lẩn tránh hiện tạo ra khoảng cách giá khoảng 20% giữa giá HRC Việt Nam và Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Với việc áp dụng thuế AC mới, chúng tôi kỳ vọng lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ giảm đáng kể khi giá nhập khẩu gia tăng, qua đó củng cố mặt bằng giá theo hướng có lợi cho các nhà sản xuất nội địa. Trước đây, giá HRC Việt Nam thường cao hơn khoảng 5% so với hàng Trung Quốc; tuy nhiên, sau khi áp dụng thuế AD và AC, HRC nội địa hiện đã trở nên cạnh tranh hơn về giá,

mở ra dư địa để các doanh nghiệp trong nước từng bước mở rộng thị phần khi các nhà sản xuất hạ nguồn có xu hướng dịch chuyển sang nguồn cung nội địa. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng thị trường vẫn sẽ duy trì trạng thái thiếu hụt cung trong năm 2026, khi nhu cầu dự kiến tăng 8 - 11% svck (theo VSA), tiếp tục củng cố nhu cầu tiêu thụ mạnh mẽ của thị trường. Sau khi QĐ số 612/QĐ-BCT được ban hành, cả các doanh nghiệp thép thượng nguồn và hạ nguồn đều đã điều chỉnh tăng giá bán, phù hợp với kỳ vọng thị trường.

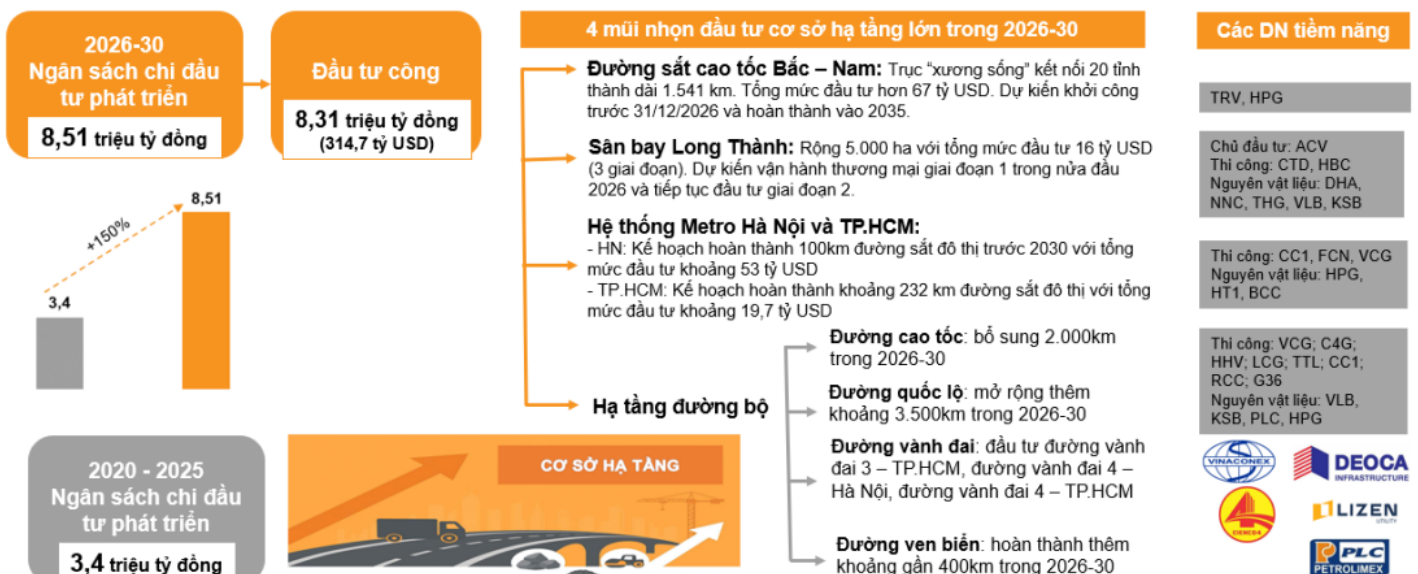
- Các doanh nghiệp thượng nguồn - bao gồm Tập đoàn Hòa Phát và Formosa Hà Tĩnh - là nhóm hưởng lợi lớn nhất từ thuế chống lẩn tránh. Việc nới rộng khoảng cách giá giữa HRC nhập khẩu và HRC sản xuất trong nước giúp cải thiện đáng kể năng lực cạnh tranh, cho phép các doanh nghiệp này gia tăng thị phần trong khi vẫn có dư địa tăng dần giá bán. Theo ước tính của chúng tôi, giá HRC Việt Nam trong tháng 4 đã tăng 11% sv tháng trước và 11% svck.
- Đối với các doanh nghiệp hạ nguồn, đặc biệt là nhóm phụ thuộc vào HRC Trung Quốc làm nguyên liệu đầu vào, chi phí đầu đầu vào chính – thép HRC nhập khẩu sẽ tăng lên đáng kể do thuế. Chúng tôi quan sát thấy các doanh nghiệp này cũng đã nâng giá bán để chuyển phần tăng chi phí sang người mua, nhằm bảo vệ biên lợi nhuận và duy trì hoạt động sản xuất.

Hoạt động xây dựng trong nước sôi động sẽ dẫn dắt tăng trưởng

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), ngành thép trong nước được dự báo tăng trưởng mạnh 8-10%, với tổng sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 33-34 triệu tấn. Động lực chính thúc đẩy nhu cầu đến từ làn sóng phát triển hạ tầng mạnh mẽ và sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở.

Siêu chu kỳ đầu tư hạ tầng giai đoạn 2026–2030

Hình 7: Việt Nam đang bước vào chu kỳ đầu tư hạ tầng chưa từng có trong giai đoạn 2026-2030, với ngân sách đầu tư công dự kiến tăng khoảng 2,5 lần lên khoảng 8,51 triệu tỷ đồng



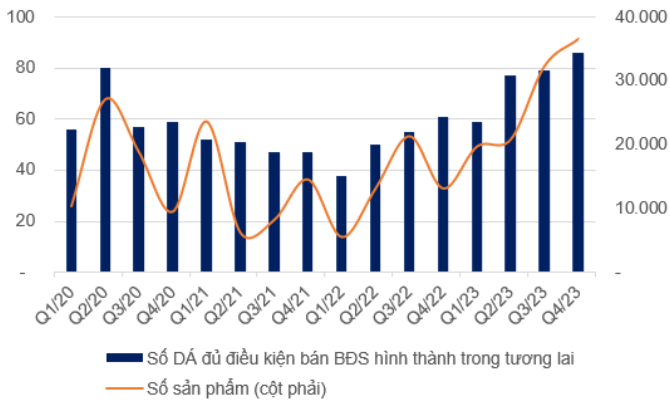
Nguồn: Báo Chính Phủ, VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam đang bước vào giai đoạn phát triển hạ tầng chưa từng có, mở đường cho một chu kỳ đầu tư 2026-2030 đầy tham vọng. Ngân sách đầu tư công dự

kiến tăng khoảng 2,5 lần, với tổng vốn giải ngân có thể đạt khoảng 8,51 triệu tỷ đồng trong năm năm tới, đưa đầu tư công trở thành động lực tăng trưởng chính, đóng vai trò nền tảng cho mở rộng hoạt động công nghiệp, phát triển logistics và mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số trong dài hạn của Việt Nam. Nhiều dự án hạ tầng trọng điểm đã được triển khai như đường sắt cao tốc Bắc - Nam, sân bay Long Thành, hệ thống metro tại Hà Nội và TP.HCM cùng hàng loạt dự án đường bộ lớn, qua đó nhiều khả năng sẽ tạo ra làn sóng nhu cầu mạnh mẽ đối với vật liệu xây dựng trong trung hạn.

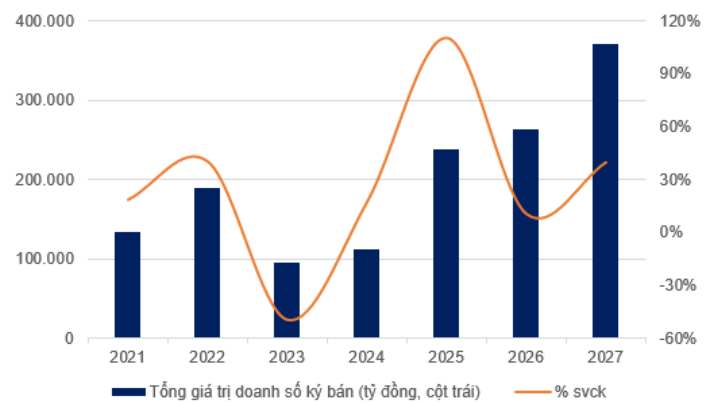
Thị trường bất động sản nhà ở đang trên đà phục hồi bền vững

Hình 8: Số lượng dự án đủ điều kiện mở bán gia tăng nhờ các thủ tục pháp lý được tinh gọn hơn



Nguồn: Bộ Xây dựng, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tổng giá trị presales của các doanh nghiệp BĐS trong phạm vi theo dõi của chúng tôi phục hồi mạnh trong năm 2025 và được kỳ vọng duy trì tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn 2026-27



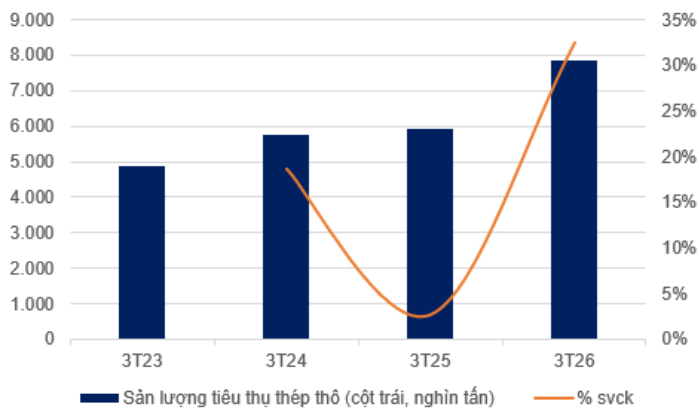
Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Sau hai năm trầm lắng, thị trường bất động sản Việt Nam đã cho thấy dấu hiệu phục hồi rõ nét trong năm 2025. Có tổng cộng 301 dự án được phê duyệt mở bán nhà ở hình thành trong tương lai, với số lượng phê duyệt tăng tốc từ Q2/25 trở đi, phản ánh tiến triển tích cực trong quá trình tháo gỡ vướng mắc pháp lý. Khung pháp lý minh bạch hơn đã giúp khơi thông nguồn cung dự án và cải thiện niềm tin của các chủ đầu tư. Đà phục hồi này còn được thể hiện qua tổng giá trị presales tăng mạnh, với tổng giá trị presales của các doanh nghiệp trong phạm vi theo dõi của chúng tôi tăng 110% svck trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì trong giai đoạn 2026-2027 nhờ quá trình tháo gỡ pháp lý tiếp diễn và tâm lý thị trường cải thiện, với tăng trưởng presales dự kiến vẫn duy trì ở mức hai chữ số. Sau giai đoạn mở bán, các chủ đầu tư thường đẩy nhanh tiến độ xây dựng, kéo theo sự phục hồi của nhu cầu phát triển bất động sản. Qua đó, nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng, đặc biệt là thép, sẽ được thúc đẩy mạnh hơn, củng cố tăng trưởng nhu cầu thép nội địa.

Nhu cầu nội địa mạnh mẽ thúc đẩy giá thép tăng trong 4T26

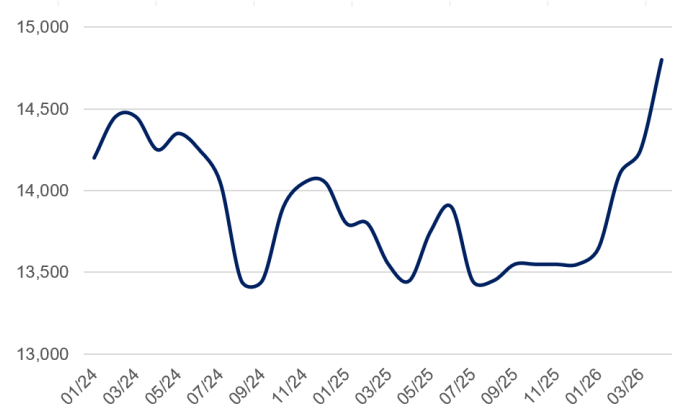
Trong Q1/26, thị trường thép ghi nhận tăng trưởng mạnh về sản lượng khi sản lượng sản xuất đạt 7,2 triệu tấn, tăng 45,1% svck, tuy nhiên vẫn thấp hơn lượng bán hàng đạt 7,9 triệu tấn, tăng 32,5% svck, chủ yếu nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa duy trì tích cực, trong khi sản lượng xuất khẩu giảm 8,2% svck. Đi cùng với sự phục hồi của nhu cầu là xu hướng tăng giá bán, khi các doanh nghiệp đã điều chỉnh tăng giá thép nhiều lần, qua đó đẩy giá bán thép xây dựng tăng trung bình 9,2% trong 4T26. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ tiếp tục duy trì đà tăng đến cuối năm nay và kéo dài sang năm 2027 nhờ (1) tiến độ phát triển hạ tầng tăng tốc trong năm 2026 và (2) sự phục hồi của thị trường BĐS nhà ở.

Hình 10: Nhu cầu nội địa đã thúc đẩy sản lượng tiêu thụ thép tăng trưởng mạnh trong 3T26



Nguồn: Fiipro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Giá thép xây dựng trong nước tăng mạnh 9,2% kể từ đầu năm và tăng 4% svck trong 4T26



Nguồn: Fiipro, VNDIRECT RESEARCH

Áp lực hạ nhiệt khi Trung Quốc đẩy mạnh cắt giảm công suất

Trung Quốc nhiều khả năng tiếp tục cắt giảm sản lượng, trong khi xuất khẩu gặp nhiều khó khăn

Ngành thép Trung Quốc đã đối mặt với tình trạng dư cung kéo dài trong những năm gần đây, chủ yếu do nhu cầu nội địa suy yếu trong bối cảnh thị trường bất động sản tiếp tục suy giảm. Để bù đắp cho tiêu thụ yếu, các nhà sản xuất thép Trung Quốc đã đẩy mạnh xuất khẩu, khiến lượng thép giá rẻ tràn vào thị trường toàn cầu, làm gia tăng áp lực cạnh tranh lên các nhà sản xuất trên thế giới và buộc nhiều quốc gia áp dụng các biện pháp chống bán phá giá và phòng vệ thương mại nhằm bảo vệ ngành thép nội địa, qua đó khiến môi trường xuất khẩu của Trung Quốc ngày càng khó khăn hơn.

Trong bối cảnh đó, Trung Quốc đang gia tăng nỗ lực tái cấu trúc ngành thép thông qua cắt giảm sản lượng và siết chặt kiểm soát nguồn cung. Dù Chính phủ chưa công bố mục tiêu cắt giảm cụ thể, sản lượng thép thô năm 2025 đã giảm 4,5% svck xuống dưới 1 tỷ tấn lần đầu tiên kể từ năm 2020, cho thấy các chính sách cải cách phía cung đang bắt đầu phát huy hiệu quả. Xu hướng này tiếp tục kéo dài sang 3T26 khi sản lượng giảm 4,5% svck. Do đó, chúng tôi cho rằng xu hướng cắt giảm sản lượng sẽ còn tiếp diễn khi Trung Quốc cam kết kiểm soát chặt tình trạng dư cung trong ngành thép từ tháng 3/2026.

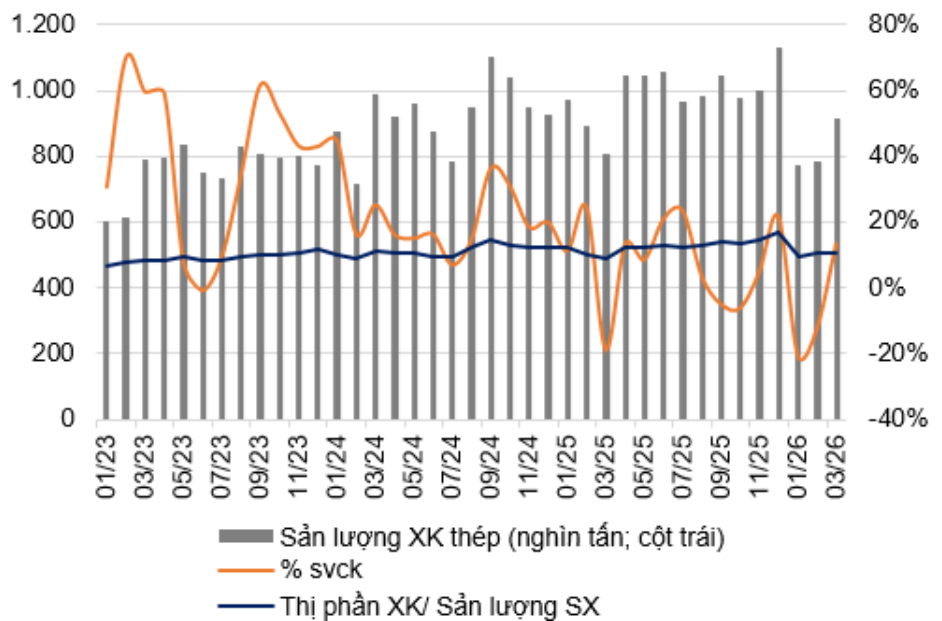
Hình 12: Sản lượng thép Trung Quốc ghi nhận mức cắt giảm mạnh trong năm 2025 và xu hướng này tiếp tục kéo dài sang 3T26



Nguồn: Hiệp hội thép Trung Quốc, VNDIRECT RESEARCH

Ở chiều xuất khẩu, Trung Quốc ghi nhận mức xuất khẩu thép cao kỷ lục 119 triệu tấn trong năm 2025 (+7,5% svck), chủ yếu nhờ hoạt động đẩy mạnh giao hàng trước thời điểm hệ thống giấy phép xuất khẩu mới có hiệu lực từ T1/26 đối với khoảng 300 sản phẩm thép. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng xuất khẩu này khó có thể duy trì trong thời gian tới. Làn sóng bảo hộ thương mại gia tăng tại các thị trường lớn như Mỹ, EU, Hàn Quốc và Đông Nam Á sẽ ngày càng hạn chế xuất khẩu thép Trung Quốc thông qua các biện pháp chống bán phá giá và phòng vệ thương mại mở rộng hơn.

Hình 13: Xuất khẩu là kênh chủ đạo trong việc giải phóng lượng tồn kho thép lớn ở Trung Quốc, tuy nhiên triển vọng sẽ khó khăn hơn do xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng

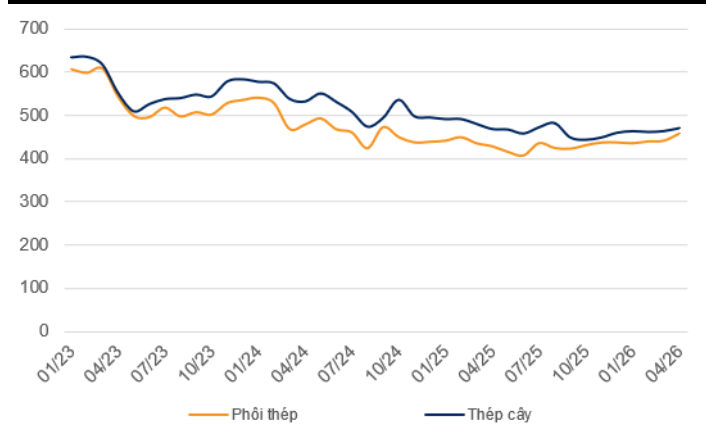


Nguồn: Hiệp hội thép Trung Quốc, VNDIRECT RESEARCH

Giá thép Trung Quốc phục hồi nhẹ đầu năm 2026, tuy nhiên dự địa tăng sẽ hạn chế

Tính đến T5/26, giá thép cây Trung Quốc tăng 6,3% kể từ đầu năm lên khoảng 3.250 NDT/tấn, phục hồi từ vùng đáy ghi nhận vào giữa năm 2025. Đà tăng này chủ yếu được hỗ trợ bởi (1) chi phí năng lượng và nguyên liệu đầu vào gia tăng sau căng thẳng Mỹ - Iran leo thang và (2) nhu cầu cải thiện theo mùa trong giai đoạn cao điểm xây dựng. Ngoài ra, giá thép cây trên thị trường kỳ hạn cũng tiếp tục xu hướng đi lên, phản ánh tâm lý thị trường ngắn hạn tích cực hơn.

Hình 14: Giá phôi thép và thép cây đều phục hồi từ vùng đáy giữa năm 2025



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

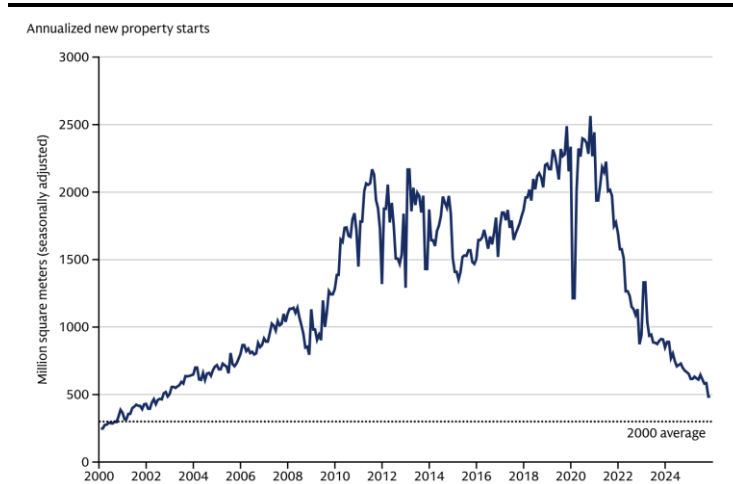
Hình 15: Giá thép cây trên thị trường kỳ hạn tiếp tục xu hướng tăng, cho thấy tín hiệu phục hồi giá thép Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

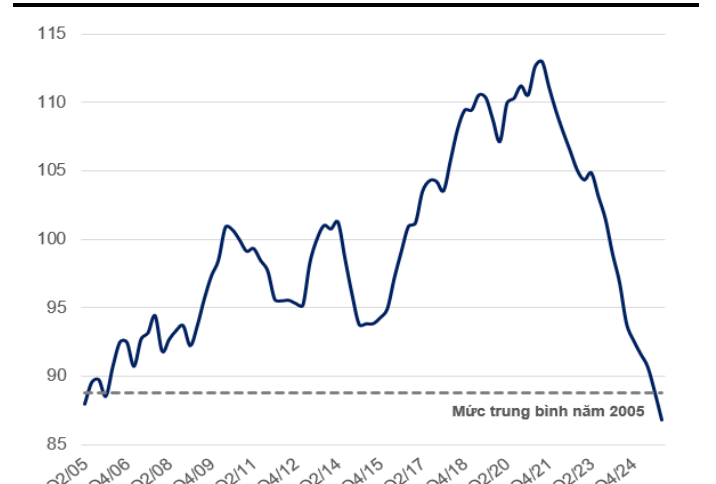
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự địa tăng của giá thép Trung Quốc sẽ bị giới hạn. Dù sản lượng đang được cắt giảm, thị trường vẫn chịu áp lực dư cung do nhu cầu vẫn yếu, đặc biệt là lĩnh vực bất động sản. Thị trường bất động sản Trung Quốc hiện đã bước sang năm suy giảm thứ năm liên tiếp, với số lượng nhà khởi công mới vẫn thấp hơn gần 80% so với đỉnh giai đoạn 2020-21. Trong khi đó, giá bất động sản nhà ở tiếp tục giảm, lượng tồn kho duy trì ở mức cao và nhiều chủ đầu tư lớn vẫn gặp khó khăn về dòng vốn. Do đó, dù giá thép có thể tiếp tục phục hồi trong ngắn hạn nhờ yếu tố mùa vụ và áp lực chi phí đầu vào, nhu cầu tiêu thụ còn yếu sẽ hạn chế dự địa tăng giá thép trong trung hạn.

Hình 16: Số lượng nhà ở khởi công mới tại Trung Quốc đã quay về mức thấp của đầu những năm 2000



Nguồn: Haver Analytics, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Chỉ số giá bất động sản nhà ở thực tế giảm xuống dưới mức trung bình năm 2005



Nguồn: FRED, VNDIRECT RESEARCH

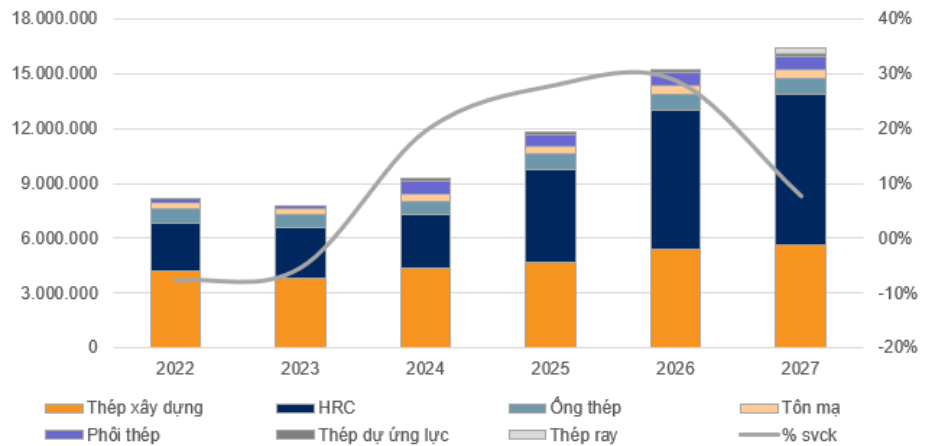
Triển vọng năm 2026/27:

Sản lượng dự kiến tăng tốc từ Q2/26, dẫn dắt doanh thu tăng trưởng

Trong Q1/26, HPG ghi nhận sản lượng thép tăng trưởng mạnh 28% svck, chủ yếu nhờ sản lượng thép HRC tăng 48% svck khi Dung Quất 2 tăng tốc vận hành, cùng với sản lượng thép xây dựng tăng 20% svck. Các mảng khác cũng duy trì tăng trưởng hai chữ số nhờ nhu cầu nội địa tích cực. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sản lượng sẽ tiếp tục tăng tốc từ Q2/26 nhờ (1) giải ngân đầu tư công duy trì mạnh, thúc đẩy nhu cầu xây dựng hạ tầng, (2) thị trường bất động sản phục hồi và (3) thuế chống lẩn tránh đối với HRC khổ rộng Trung Quốc có hiệu lực từ T4/26, hỗ trợ tiêu thụ HRC nội địa.

Vì vậy, chúng tôi dự báo tổng sản lượng thép sẽ tăng 28,8% svck trong năm 2026 và 7,7% svck trong năm 2027, đạt lần lượt 15,2 triệu tấn và 16,4 triệu tấn. Trong đó, sản lượng thép xây dựng dự kiến tăng 15,2%/5,0% svck trong FY26/27, trong khi HRC được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính với mức tăng mạnh 50,1% svck trong năm 2026 nhờ thay thế nhập khẩu và công suất mới từ DQSC2. Tốc độ tăng trưởng HRC dự kiến giảm về 8% svck trong năm 2027 do mức nền cao. Nhờ tăng trưởng mạnh cả về sản lượng lẫn giá bán, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 37,5% svck trong năm 2026 và 11,0% svck trong năm 2027, đạt lần lượt 214.615 tỷ đồng và 238.275 tỷ đồng.

Hình 18: Chúng tôi dự báo tổng sản lượng thép tăng 28,8% svck trong năm 2026 và 7,7% svck trong năm 2027, với HRC là động lực tăng trưởng chính từ năm 2026



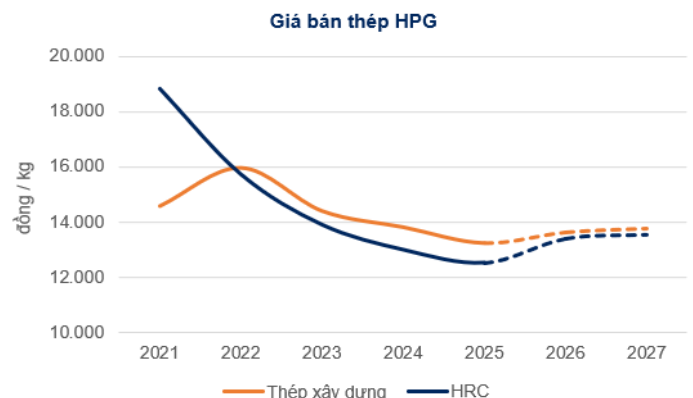
Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận EBITDA sẽ mở rộng trong năm 2026/27

HPG đã nhiều lần tăng giá bán kể từ đầu năm 2026

Tính đến T4/26, HPG đã nhiều lần điều chỉnh tăng giá bán thép xây dựng, với giá bán tại khu vực miền Bắc tăng khoảng 10%. Chúng tôi cho rằng việc tăng giá phản ánh (1) chi phí đầu vào gia tăng trong bối cảnh căng thẳng Iran - Mỹ và (2) nhu cầu xây dựng nội địa mạnh hỗ trợ tiêu thụ thép. Trong khi đó, giá bán tại khu vực miền Nam điều chỉnh giảm nhẹ. Với tỷ trọng tiêu thụ lớn hơn tại miền Bắc, chúng tôi kỳ vọng tác động tổng thể vẫn là giá bán tăng và xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì đến cuối năm 2026 sang 2027.

Chúng tôi dự báo giá bán thép xây dựng sẽ tăng 3%/1% svck trong năm 2026/27. Trong khi đó, giá bán HRC được kỳ vọng tăng mạnh hơn ở mức 7% trong năm 2026 nhờ khoảng chênh lệch giá giữa HRC Việt Nam và Trung Quốc sau thuế.

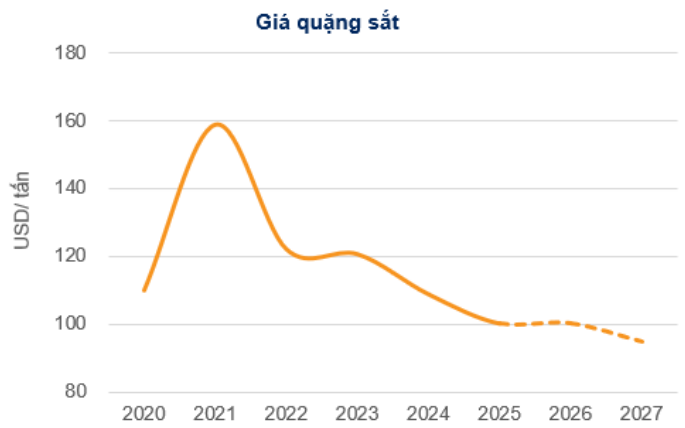


Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Giá quặng sắt dự kiến hạ nhiệt nhờ nguồn cung tăng và nhu cầu yếu

Theo ước tính của chúng tôi, giá quặng sắt tăng 1,6% kể từ đầu năm tính đến 4T26, được hỗ trợ bởi một số yếu tố ngắn hạn như (1) căng thẳng Mỹ - Iran khiến giá dầu tăng, kéo theo chi phí năng lượng và vận chuyển tăng, thúc đẩy giá nhập khẩu quặng sắt và (2) giá cước tàu Capesize trên các tuyến Australia/Brazil - Thanh Đảo tăng mạnh.

Tuy nhiên, các yếu tố hỗ trợ này chỉ mang tính tạm thời. Trong trung hạn, nguồn cung quặng sắt toàn cầu, đặc biệt từ Australia, dự kiến tiếp tục tăng khoảng 2,8% mỗi năm, trong khi nhu cầu thép của Trung Quốc vẫn yếu do kiểm soát sản lượng và tiêu thụ suy giảm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ dần tái cân bằng với tăng trưởng nguồn cung vượt nhu cầu, tạo áp lực giảm lên giá quặng sắt trong trung hạn.

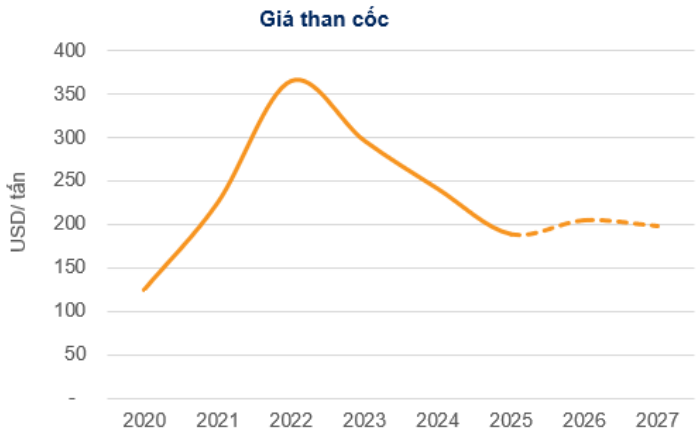


Nguồn: Bloomberg, DISR Forecast, VNDIRECT RESEARCH

Giá than cốc dự kiến duy trì ổn định

Giá than cốc tăng 9,7% kể từ đầu năm, chủ yếu do biến động giá dầu toàn cầu trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông, khiến chi phí năng lượng và vận tải tăng cao, cùng với tình trạng nguồn cung thắt chặt khi giá cước vận tải tăng làm hạn chế nguồn cung đường biển.

Tuy nhiên, tâm lý thị trường được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong các tháng tới sau đợt tăng mạnh hồi tháng 3, khi thị trường đánh giá lại yếu tố cơ bản và thận trọng hơn trong hoạt động giao thương. Chúng tôi kỳ vọng giá than cốc sẽ duy trì tương đối ổn định trong giai đoạn 2026-27 khi lượng nhập khẩu từ Trung Quốc giảm do xu hướng cắt giảm sản lượng thép, nhưng được bù đắp phần lớn bởi nhu cầu tăng mạnh từ Ấn Độ nhờ mở rộng công suất thép và hạn chế về chất lượng than nội địa. Trong khi đó, nguồn cung đường biển, đặc biệt từ Australia, đang phục hồi sau các gián đoạn trước đó, giữ cho thị trường ở trạng thái dư cung nhẹ và hạn chế dư địa tăng giá trong ngắn hạn.

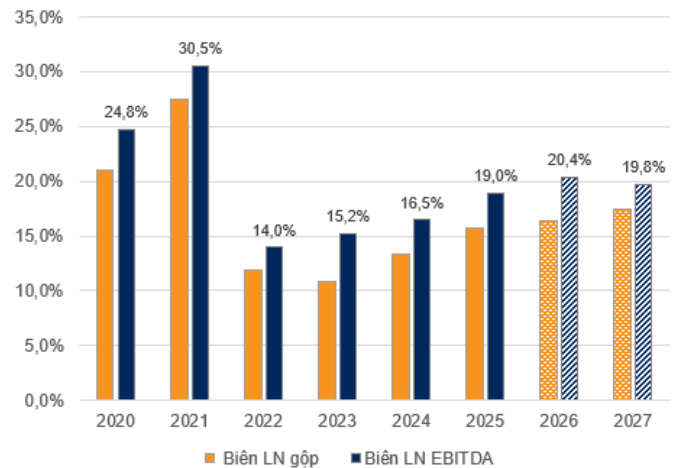


Nguồn: Bloomberg, DISR Forecast, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi nâng dự báo biên lợi nhuận EBITDA lần lượt đạt 20,4% và 19,8% trong năm 2026/27

Chúng tôi nâng dự báo biên EBITDA thêm 1,1đ % và 0,9đ % cho năm 2026/27 lên lần lượt 20,4% và 19,8%, chủ yếu do giá bán cao hơn ở các mảng thép chính, trong khi chi phí nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là quặng sắt và than cốc, được kỳ vọng dao động trong vùng tương đối ổn định. Dựa trên diễn biến giá giao ngay của thép, quặng sắt và than cốc, chúng tôi ước tính biên EBITDA sẽ mở rộng thêm 1,4đ % trong năm 2026 trước khi giảm nhẹ 0,6đ % trong năm 2027, nhưng vẫn duy trì quanh mức cao khoảng 20% nhờ điều kiện ngành thuận lợi hơn.

Ngoài ra, việc nhà máy Dung Quất 2 đi vào vận hành và ghi nhận tài sản cố định mới sẽ khiến chi phí khấu hao tăng đáng kể, qua đó hỗ trợ EBITDA tăng trưởng.



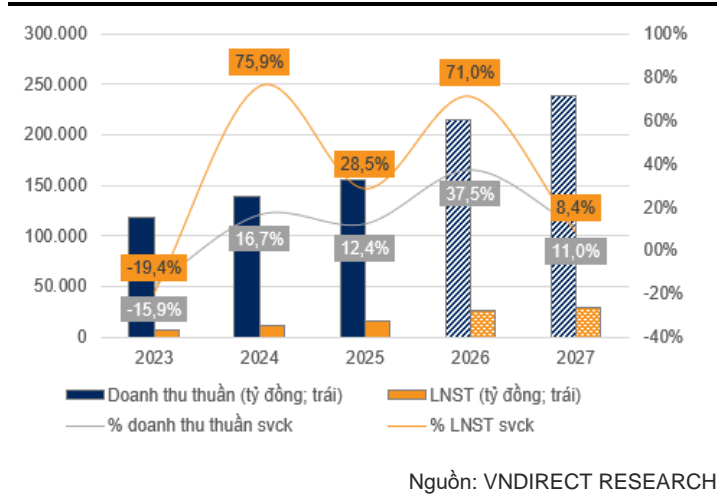
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TYS

Chúng tôi dự báo LNST tăng 71%/ 8,4% svck trong giai đoạn 2026/27

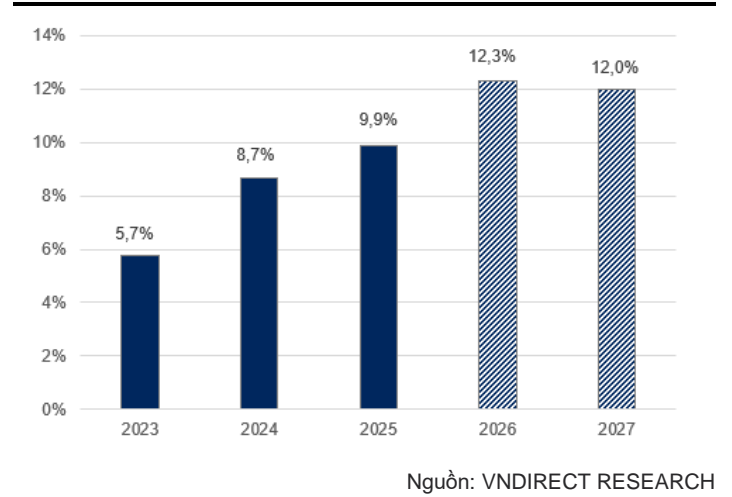
Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thêm 48,3% và 34,4% cho năm 2026/27 sau khi điều chỉnh dự phóng bao gồm (1) tăng trưởng doanh thu mạnh nhờ cả sản lượng và giá bán, (2) biên lợi nhuận cải thiện nhờ điều kiện giá bán và chi phí đầu vào thuận lợi hơn và (3) khoản lợi nhuận bất thường 3,8 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong Q1/26 từ việc chuyển nhượng dự án Forestar tại Phố Nối, Hưng Yên. Theo đó, chúng tôi dự báo LNST đạt 26.427 tỷ đồng/ 28.637 tỷ đồng, tăng lần lượt 71% và 8,4% svck trong năm 2026/27. Dù tăng trưởng LNST năm 2027 dự phóng chỉ ở mức 8,4%, chúng tôi lưu ý rằng nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất

thường ghi nhận trong năm 2026, tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi năm 2027 sẽ đạt mức cao hơn đáng kể là 26,5% svck, phản ánh động lực tăng trưởng từ mảng kinh doanh cốt lõi vẫn rất tích cực.

Hình 19: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2026, và duy trì tăng trưởng tích cực trên nền cao trong năm 2027



Hình 20: Biên lợi nhuận ròng dự kiến mở rộng thêm 2,4đ % svck lên 12,3% trong năm 2026 nhờ khoản lợi nhuận bất thường trước khi ổn định ở mức 12% trong năm 2027



Cập nhật các dự án trọng điểm của HPG

Dự án thép ray sẽ vận hành từ năm 2027, tái khởi động dự án Phú Yên

Hình 21: Dự án Nhà máy sản xuất Ray đường sắt và thép đặc biệt Hòa Phát Dung Quất

Trong T12/25, Hòa Phát tổ chức lễ khởi công dự án Thép ray và thép đặc biệt tại Khu kinh tế Dung Quất. Dự án có công suất thiết kế 700.000 tấn/năm, với tổng vốn đầu tư hơn 10.000 tỷ đồng trên diện tích khoảng 15ha. Nhà máy sẽ sản xuất các dòng thép hình U, I, H và V đạt tiêu chuẩn quốc tế. Đáng chú ý, sản phẩm ray đường sắt cao tốc đầu tiên dự kiến sẽ được đưa ra thị trường vào năm 2027, sớm hơn một năm so với kế hoạch ban đầu. Tính đến Q1/26, dự án đã hoàn thành khoảng 35% tiến độ.



Chúng tôi đã đưa dự án này vào mô hình định giá và kỳ vọng dự án sẽ đóng góp khoảng 4,2% tổng doanh thu trong năm 2027 và 7,8% trong năm 2028 khi vận hành ở mức tối đa công suất.

Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh dự án thép ray, HPG cũng vừa tái khởi động ba dự án tại tỉnh Đắk Lắk với tổng vốn đầu tư khoảng 120.000 tỷ đồng, trong đó trọng tâm là Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Phú Yên với công suất thiết kế 6 triệu tấn/năm. Khi dự án này đi vào hoạt động, tổng công suất thép của HPG sẽ đạt khoảng 22 triệu tấn/năm, tăng 36,7% so với hiện tại.

IPO HPA: Phát hành 30 triệu cổ phiếu, huy động 1.200 tỷ đồng

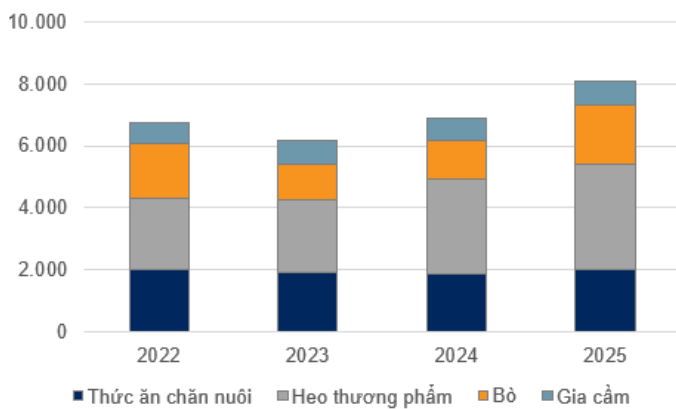
Trong T1/26, CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát (HPA) - công ty con mảng nông nghiệp của Tập đoàn Phát - đã phát hành thành công 30 triệu cổ phiếu với giá 41.900 đồng/cp, qua đó huy động khoảng 1.200 tỷ đồng.

Trong năm 2025, HPA ghi nhận doanh thu đạt 8.116 tỷ đồng (+17,5% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1.551 tỷ đồng (+50,5% svck), chủ yếu nhờ tăng trưởng mạnh

ở mảng heo thương phẩm - đóng góp 44% vào tổng doanh thu - cùng với tăng trưởng ổn định ở mảng thức ăn chăn nuôi. Lợi thế cạnh tranh chính của HPA đến từ mô hình tích hợp dọc "Feed - Farm", khi doanh nghiệp vừa sản xuất thức ăn chăn nuôi vừa vận hành hệ thống trang trại quy mô lớn, qua đó tối ưu chi phí và kiểm soát chất lượng sản phẩm. Hiện tại, Hòa Phát là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trứng khu vực miền Bắc, đồng thời nằm trong nhóm doanh nghiệp chăn nuôi heo và sản xuất thức ăn chăn nuôi lớn nhất Việt Nam. Nhờ khả năng sinh lời tích cực từ mảng chăn nuôi heo, HPA dự kiến đầu tư khoảng 1.500 tỷ đồng trong 5 năm tới để phát triển thêm ba trang trại heo và một nhà máy thức ăn chăn nuôi. Sau khi hoàn thành, tổng công suất dự kiến đạt 1 triệu tấn thức ăn chăn nuôi và 900.000 heo thương phẩm mỗi năm.

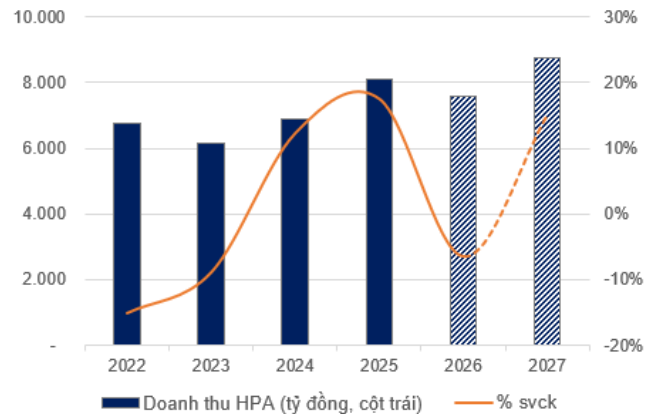
Trong năm 2026, ban lãnh đạo đặt kế hoạch doanh thu đạt 7.200 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 1.000 tỷ đồng, tương ứng giảm 11% và 37% svck. Kế hoạch thận trọng phản ánh lo ngại về chi phí logistics và nguyên liệu đầu vào gia tăng trong bối cảnh căng thẳng Trung Đông, rủi ro dịch bệnh và tính chu kỳ cao của ngành chăn nuôi. Ngoài ra, HPA dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt 21% từ lợi nhuận giữ lại năm 2025.

Hình 22: Cơ cấu doanh thu của HPA (tỷ đồng)



Nguồn: HPA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Chúng tôi dự phóng doanh thu của HPA giảm nhẹ 7% svck trong năm 2026 trước khi tăng trở lại 15% svck trong năm 2027



Nguồn: HPA, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng mở rộng sang lĩnh vực bất động sản sau dự án trực Đại lộ cảnh quan Sông Hồng

HPG sẽ tham gia dự án trực Đại lộ cảnh quan Sông Hồng thông qua liên danh với CTCP Địa ốc Đại Quang Minh và Tập đoàn THACO, trong đó HPG dự kiến góp vốn khoảng 20-25% cổ phần. Dự án có tổng mức đầu tư lên tới khoảng 736.963 tỷ đồng. Ngoài dự án này, ban lãnh đạo cũng cho biết định hướng tiếp tục mở rộng trong lĩnh vực bất động sản. Với dòng tiền lớn và bảng cân đối tài chính lành mạnh, HPG có vị thế thuận lợi để tham gia các dự án quy mô lớn trong chu kỳ đầu tư hiện tại, và ít chịu ảnh hưởng hơn từ biến động lãi suất.

Định giá: Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 36.600 đồng/ cp

Quan điểm đầu tư: “Mùa xuân” đã đến với HPG, giá hiện tại mở ra dư địa tăng trưởng hấp dẫn

Dù ghi nhận kết quả kinh doanh Q1/26 rất tích cực với LNST tăng 168,9% svck, giá cổ phiếu HPG mới chỉ tăng 0,6% kể từ đầu năm. Chúng tôi cho rằng diễn biến này chủ yếu phản ánh tâm lý chung của thị trường là thận trọng trước các bất ổn vĩ mô và căng thẳng địa chính trị liên quan đến xung đột Mỹ - Iran, hơn là sự suy yếu trong hoạt động kinh doanh hay triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp.

Ở mức giá hiện tại, HPG đang giao dịch ở mức P/B là 1,52 lần, thấp hơn so với mức trung bình năm năm là 1,57 lần, dù doanh nghiệp đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mới được hỗ trợ bởi khả năng sinh lời cải thiện và điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn. Vì thế, chúng tôi nhận thấy giá hiện tại vẫn còn dư địa tăng đáng kể so với giá mục tiêu 36.600 đồng/cp, tương ứng P/B dự phóng đạt 2,1 lần/ 1,8 lần cho năm 2026/27, tương đương với ROE dự phóng lần lượt ở mức 19,2% và 18,1%. Quan điểm tích cực của chúng tôi dựa trên kỳ vọng HPG sẽ bước vào chu kỳ mà chúng tôi cho là “thiên thời-địa lợi” khi cả yếu tố về chu kỳ ngành lẫn chính sách đều đồng thuận cho lợi nhuận tăng trưởng.

Hình 24: Căng thẳng Mỹ - Iran đã ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường, bao gồm cổ phiếu HPG



Nguồn: Fiipro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: HPG hiện đang giao dịch tại mức P/B là 1,5 lần, thấp hơn so với mức P/B trung bình 5 năm.



Nguồn: Fiipro, VNDIRECT RESEARCH

Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN với giá mục tiêu 36.600 đồng/cp, phản ánh triển vọng lợi nhuận tích cực hơn**

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để xác định giá mục tiêu. Việc nâng giá mục tiêu chủ yếu đến từ điều chỉnh tăng dự báo LNST 48,3% và 34,4% cho năm 2026/27.

Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu 11,5 lần, cao hơn so với mức trung bình năm năm là 11,1 lần, phản ánh kỳ vọng đối với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của HPG trong chu kỳ tăng trưởng mới.

Hình 26: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá bình quân (đồng/ cp)
Chiết khấu dòng tiền	37.162	50%	18.581
P/E (11,5)	35.996	50%	17.998
Giá bình quân			36.579
Giá mục tiêu (làm tròn)			36.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Giá định WACC

Giá định WACC

Lãi suất phi rủi ro	3,60%
Phần bù rủi ro	8,34%
Beta	1,3
Chi phí vay nợ	10,0%
Chi phí vốn	14,4%
Thuế	14,0%
Tỷ trọng VCSH/ (VCSH + Nợ)	50,9%
WACC	11,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Tóm tắt định giá CKDT

Phương pháp CKDT

Giá trị hiện tại dòng tiền tự do (tỷ đồng)	194.433
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối (tỷ đồng)	145.698
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	340.131
Cộng: Tiền & Đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	35.723
Trừ: Nợ vay (tỷ đồng)	90.617
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	285.237
Số CP lưu hành (cổ phiếu - cp)	7.675.465.855
Giá mục tiêu (VND/ cp)	37.162

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá:

- Giá bán các sản phẩm thép tăng mạnh hơn kỳ vọng
- Trung Quốc cắt giảm sản lượng thép mạnh hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá:

- Cạnh tranh gia tăng từ thép giá rẻ Trung Quốc
- Chậm tiến độ các dự án hạ tầng và bất động sản

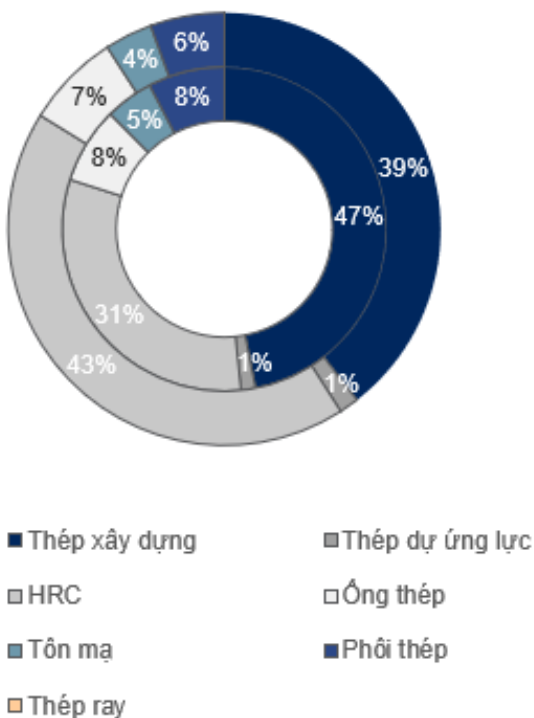
Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1992, Tập đoàn Hòa Phát (HPG) ban đầu hoạt động trong lĩnh vực phân phối máy móc và thiết bị xây dựng trước khi dần mở rộng sang nhiều mảng công nghiệp khác như Nội thất (1995), Ống thép (1996), Thép xây dựng (2000), Điện lạnh (2001) và Bất động sản (2001). Trong hơn ba thập kỷ phát triển, Hòa Phát đã chuyển mình thành tập đoàn công nghiệp hàng đầu Việt Nam, với sản xuất thép trở thành lĩnh vực kinh doanh cốt lõi.

Hiện tại, sản xuất và kinh doanh thép đóng góp khoảng 90% doanh thu và lợi nhuận của HPG. Công ty đã có bước đi chiến lược khi tham gia vào mảng thép cuộn cán nóng (HRC), trở thành một trong hai nhà sản xuất HRC nội địa lớn nhất tại Việt Nam. Sau khi Khu liên hợp gang thép Dung Quất 2 đi vào hoạt động, tổng công suất thép thô của HPG dự kiến đạt 16 triệu tấn/năm, qua đó củng cố vị thế là nhà sản xuất thép lớn nhất Đông Nam Á và đưa Hòa Phát vào top 30 doanh nghiệp thép lớn nhất thế giới. HPG hiện đang dẫn đầu thị phần thép xây dựng và ống thép, đồng thời nằm trong nhóm 5 doanh nghiệp sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam.

Ngoài thép, HPG cũng mở rộng sang lĩnh vực nông nghiệp với mô hình tích hợp Feed – Farm, tập trung vào sản xuất thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi heo, bò và gia cầm. Trong T1/26, Hòa Phát Agriculture (HPA) chính thức niêm yết trên HoSE với 285 triệu cổ phiếu lưu hành, đánh dấu bước tiến chiến lược trong việc phát triển nền tảng kinh doanh ngoài thép của Tập đoàn.

Hình 29: Thép HRC và thép xây dựng là hai dòng thép chủ lực của HPG



*Outer circle is 2025
Inner circle is 2024
Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: KQKD Q1/26 của HPG



*Vòng ngoài là doanh thu
Vòng trong là LNST

Nguồn: HPG, VNDIRECT RESEARCH

Báo cáo KQKD					
(tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	118.953	138.855	156.116	214.615	238.275
Giá vốn hàng bán	(106.015)	(120.358)	(131.618)	(179.380)	(196.604)
Lợi nhuận gộp	12.938	18.498	24.498	35.235	41.671
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1.307)	(1.546)	(1.437)	(1.975)	(2.193)
Chi phí bán hàng	(1.961)	(2.337)	(2.634)	(3.620)	(4.020)
Lợi nhuận hoạt động	9.669	14.615	20.428	29.639	35.459
EBITDA	16.431	21.530	28.896	39.223	45.757
Khấu hao	6.762	6.916	8.468	9.584	10.298
EBIT	9.669	14.615	20.428	29.639	35.459
Thu nhập tài chính	3.173	2.619	2.082	6.299	3.280
Chi phí tài chính	(5.192)	(3.967)	(4.604)	(5.528)	(5.786)
Thu nhập khác, ròng	142	426	135	-	-
Thu nhập từ CTLK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	7.793	13.694	18.041	30.411	32.954
Chi phí thuế	(992)	(1.673)	(2.526)	(3.873)	(4.196)
Lợi nhuận ròng	6.800	12.020	15.515	26.538	28.757
LNST công ty mẹ	6.835	12.021	15.450	26.427	28.637

Bảng cân đối kế toán					
(tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	12.252	6.888	8.301	14.524	20.883
Đầu tư ngắn hạn	22.177	18.975	19.484	26.538	28.757
Khoản phải thu	10.702	7.648	15.065	17.640	19.584
Hàng tồn kho	34.504	46.091	52.828	58.806	64.452
Tài sản ngắn hạn khác	3.081	7.073	8.004	8.004	8.004
Tổng tài sản ngắn hạn	82.716	86.674	103.682	125.511	141.680
TSCĐ	71.998	67.428	133.608	141.966	144.593
Đầu tư ngắn hạn	40	137	2.248	2.248	2.248
Tài sản dài hạn khác	33.028	70.251	18.383	11.014	11.014
Tổng tài sản ngắn hạn	187.783	224.490	257.922	280.740	299.535
	-	-	-	-	-
Vay ngắn hạn	54.982	55.883	64.695	65.986	59.836
Khoản phải trả	12.387	14.047	21.183	23.375	25.619
Nợ ngắn hạn khác	4.144	5.296	8.330	8.645	9.361
Tổng nợ ngắn hạn	71.513	75.225	94.209	98.006	94.816
Vay dài hạn	10.399	27.080	27.479	27.764	28.078
Nợ khác	3.034	7.537	5.014	5.014	5.014
Vốn cổ phần	58.148	63.963	76.755	84.430	84.430
Lợi nhuận chưa phân phối	40.593	49.599	51.035	61.985	83.537
Vốn chủ sở hữu	102.771	114.356	129.178	147.803	169.355
Lợi ích cổ đông thiểu số	66	291	2.042	2.153	2.273
Tổng nợ và VCSH	187.783	224.490	257.922	280.740	299.535

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					
(tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận trước thuế	7.793	13.694	18.041	30.411	32.954
Khấu hao	6.762	6.916	8.468	9.584	10.298
Thuế đã nộp	(560)	(937)	(1.995)	(3.873)	(4.196)
Điều chỉnh khác	(3.298)	(2.252)	(1.301)	-	-
Thay đổi trong VLD	(2.054)	(10.812)	(7.519)	(6.047)	(4.631)
Dòng tiền HĐKD	8.643	6.608	15.694	30.076	34.424
Capex	(17.374)	(35.495)	(25.750)	(10.573)	(12.925)
Thu từ thanh lý tài sản	206	1.254	57	-	-
Khác	5.172	4.453	521	(7.054)	(2.219)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	4	5	6	-	-
Dòng tiền HĐĐT	(11.991)	(29.783)	(25.166)	(17.627)	(15.144)
Phát hành cổ phiếu mới	1	233	1.865	-	-
Cổ phiếu quỹ	(2)	(0)	(158)	-	-
Nợ vay, ròng	7.285	17.587	9.211	1.576	(5.836)
Khác	-	-	-	(3.964)	(2.864)
Cổ tức đã trả	(8)	(5)	(27)	(3.838)	(4.222)
Dòng tiền HĐTC	7.276	17.815	10.891	(6.226)	(12.922)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	8.325	12.252	6.888	8.301	14.524
Dòng tiền trong kỳ	3.928	(5.360)	1.419	6.223	6.358
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	12.252	6.892	8.307	14.524	20.883

Các chỉ số chính					
Chỉ số định giá	2023	2024	2025	2026	2027
EPS (đồng)	1.175	1.879	2.013	3.130	3.392
P/E	18,0	15,5	13,5	11,1	10,3
EV/ EBIT	5,4	5,9	4,5	1,2	1,0
EV/ EBITDA	3,17	4,01	3,17	0,89	0,76
P/S	1,04	1,22	1,11	1,25	1,24
P/B	1,2	1,6	1,6	2,0	1,7
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,5%	1,4%	1,1%	0,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,1%	0,0%	0,2%	14,5%	14,7%
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu thuần (svck)	-15,9%	16,7%	12,4%	37,5%	11,0%
Tăng trưởng LN gộp (svck)	-22,8%	43,0%	32,4%	43,8%	18,3%
Tăng trưởng LN ròng (svck)	-19,4%	75,9%	28,5%	71,0%	8,4%
Tăng trưởng EPS (svck)	-19,4%	59,9%	7,1%	55,5%	8,4%
Hiệu quả sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	10,9%	13,3%	15,7%	16,4%	17,5%
Biên lợi EBITDA	15,2%	16,5%	19,0%	20,4%	19,8%
Biên lợi nhuận hoạt động	8,1%	10,5%	13,1%	13,8%	14,9%
Biên lợi nhuận ròng	5,7%	8,7%	9,9%	12,4%	12,1%
ROA	3,8%	5,8%	6,4%	9,9%	9,9%
ROE	6,8%	11,1%	12,7%	19,2%	18,1%
Chỉ số đòn bẩy					
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/I)	4,2	2,7	6,4	6,6	7,9
EBITDA / (I + Cap Ex)	0,8	0,6	1,0	2,7	2,7
Tổng nợ/Tổng vốn	1,1	1,3	1,2	1,1	1,0
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4
Chỉ số thanh khoản					
Vòng quay tài sản	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8
Vòng quay khoản phải thu	11,1	18,2	10,4	12,2	12,2
Số ngày phải thu	32	24	27	28	29
Vòng quay khoản phải trả	9,0	10,0	7,9	8,3	8,3
Số ngày phải trả	40	40	49	45	45
Vòng quay hàng tồn kho	3,1	3,0	2,7	3,2	3,2
Số ngày tồn kho	119	122	137	114	114
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,1	1,3	1,5
Hệ số thanh toán nhanh	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Lê Chí Hiếu – Trưởng phòng

Email: hieu.lechi@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dương – Chuyên viên phân tích

Email: duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>