CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)

Tác động ngắn hạn, tăng trưởng dài hạn

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	*+/- qoq*	Q4-FY24	*+/- yoy*
Doanh thu thuần	46.176	37.622	23%	39.556	17%
LNST-CĐM	3.888	3.350	16%	3.320	17%
EBIT	5.714	4.339	32%	4.112	39%
Tỷ suất EBIT	12%	12%	1pps	10%	2 pps

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

FY2025: DQ02 đóng góp tích cực, tác động ngắn hạn từ giá nguyên liệu

- Trong năm 2025, với việc đưa nhà máy DQ02 vào hoạt động (trong nửa sau của năm), HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng 2 con số, với doanh thu và lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ (LNST-CĐM) lần lượt đạt 156 nghìn tỷ đồng (+12%YoY) và 15,45 nghìn tỷ đồng (+29%YoY), hoàn thành lần lượt 87% và 83% dự phóng của chúng tôi. Kết quả kinh doanh dù tích cực nhưng thấp hơn kỳ vọng, phần nhiều ở KQKD quý 4 khi biên lợi nhuận gộp giảm về 14% (so với mức 17% trong các quý trước đó) và biến động ngắn hạn từ giá nguyên liệu.

- Về mặt phát triển dự án, doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào các dự án tiềm năng trong lĩnh vực thép (cốt lõi) và KCN (tiềm năng), nhằm i/ Mở rộng danh mục sản phẩm thép (đặc biệt nhóm sản phẩm chưa được sản xuất bởi doanh nghiệp Việt Nam); ii/ Tận dụng lợi thế quy mô vốn để mở rộng lĩnh vực phát triển KCN (tiềm năng dài hạn nhờ lợi thế về thu hút vốn FDI của Việt Nam).

Triển vọng 2026-27: Tiếp bước chu kỳ tăng trưởng

- Chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng tích cực với HPG trong giai đoạn 2026-2027, với tăng trưởng LNST-CĐM bình quân đạt 35%, đến từ: i/ Sản lượng tăng trưởng bình quân 10% - nhu cầu xây dựng nội địa tích cực và nhà máy DQ 02 hoạt động với hiệu suất tích cực (dự kiến đạt hiệu suất ~100% trong năm 2027); ii/ Biên lợi nhuận cải thiện nhờ chu kỳ hồi phục của giá thép.

- Doanh thu của HPG giai đoạn 2026-27 sẽ lần lượt đạt 197 nghìn tỷ đồng (+26% YoY) và 233 nghìn tỷ đồng (+19%YoY). LNST-CĐM trong giai đoạn 2026-2027 dự phóng lần lượt đạt 20 nghìn tỷ đồng (+30%YoY, chưa bao gồm lợi nhuận từ chuyển nhượng dự án) và 28,6 nghìn tỷ đồng (+43%YoY); tỷ suất thuế thu nhập doanh nghiệp lần lượt đạt 12,6% (2026) và 12,1% (2027) khi nhà máy DQ02 được ưu đãi thuế TNDN.

Quan điểm và khuyến nghị

Với vị thế dẫn đầu ngành thép Việt Nam của HPG, chúng tôi tin rằng doanh nghiệp có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận kép 23% trong giai đoạn 2026 – 2030 nhờ (1) HRC nhập khẩu từ Trung Quốc chịu thuế CBPG làm tăng nhu cầu sản phẩm nội địa, (2) Quy mô doanh nghiệp mở rộng khi đưa vào hoạt động nhà máy Dung Quất 2 với hiệu suất tối đa, và (3) Tối ưu nguyên liệu nhờ chuỗi giá trị dài.

*Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/B) với trọng số 50:50, chúng tôi duy trì giá trị hợp lý của cổ phiếu HPG là **33.200 đồng/cổ phiếu**, kết hợp mức cổ tức tiền mặt kỳ vọng 12 tháng là 500 đồng/cp, tổng mức **sinh lời kỳ vọng là 20%** dựa trên giá đóng cửa ngày 22/04/2026. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** dành cho HPG, với đánh giá đây là lựa chọn hàng đầu cho ngành vật liệu xây dựng trong năm 2026.*

MUA	**+20%**
Giá thị trường (VND)	28.200
Giá mục tiêu (VND)	33.200
*Cổ tức tiền mặt (VND)**	*VND 500*

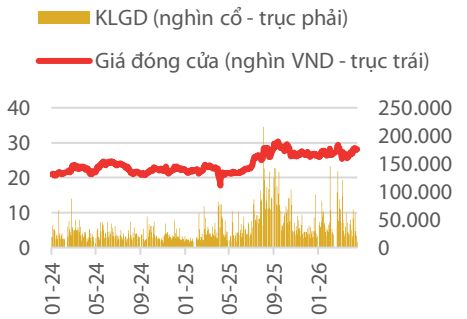
**dự kiến nhận được trong 12 tháng tới*

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tài nguyên Cơ bản
Vốn hoá (tỷ đồng)	214.913
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	7.675
Khối lượng BQ 3 Tháng (nghìn CP)	46.342
Giá trị GDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	1.268
Vốn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	22,61
Biến động giá 52 tuần (đồng)	20792 - 30350

	FY2025	Hiện tại
EPS	2.013	2.211
Tăng trưởng EPS (%)	9,4	3,0
P/E	13,3	14,6
P/B	1,6	1,7
EV/EBITDA	10,1	10,8
ROE (%)	12,7	12,7

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Trần Đình Long (và bên liên quan)	35,0
Thành viên HĐQT và ban TGĐ	9,0
Cổ đông nước ngoài	21,5
Khác	34,8
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	27,4

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

lam.dt@vdsc.com

Kết quả kinh doanh FY25: DQ02 đóng góp tích cực, tác động ngắn hạn từ giá nguyên liệu

Trong năm 2025, với việc đưa Khu liên hợp (KLH) DQ02 vào hoạt động (trong nửa sau của năm), HPG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận sau thuế - cổ đông mẹ (LNST-CĐM) lần lượt đạt 156 nghìn tỷ đồng (+12%YoY) và 15,45 nghìn tỷ đồng (+29%YoY), hoàn thành lần lượt 87% và 83% dự phóng của chúng tôi. Kết quả kinh doanh dù tích cực nhưng thấp hơn kỳ vọng, phần nhiều ở KQKD quý 4 khi biên lợi nhuận gộp giảm về 14% (so với mức 17% trong các quý trước đó) và biến động ngắn hạn từ giá nguyên liệu:

- Thép xây dựng ghi nhận sản lượng bán hàng tích cực so với cùng kỳ năm trước và đạt 4,9 triệu tấn (+9%YoY, hiệu suất hoạt động ở 83%). Thị trường tiêu thụ chính ở miền Bắc (chiếm ~50% tổng sản lượng) khi nhu cầu thép xây dựng cho các dự án hạ tầng và BĐS tại đây tương đối lớn. Với lợi thế là doanh nghiệp có thị phần thép xây dựng dẫn đầu, HPG tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng hồi phục của thị trường BĐS và đẩy mạnh các dự án hạ tầng đầu tư công trong giai đoạn 2025-2026.
- Sản lượng tiêu thụ HRC ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể sau khi đưa nhà máy Dung Quất 02 (DQ02) vào hoạt động từ tháng nửa sau 2026 (với hiệu suất ~70% cho cả 02 giai đoạn) và được tiêu thụ rộng rãi bởi các nhà sản xuất thép dẹt trong nước (miền bắc và miền nam). Sản lượng bán hàng qua đó đạt tăng trưởng tích cực và đạt 5 triệu tấn (+72%YoY, sản lượng nội địa chiếm 88% tổng tiêu thụ); và HPG đã đáp ứng được 38% nhu cầu thép cán nóng của Việt Nam (theo ước tính của chúng tôi).
- Biên lợi nhuận gộp (GPM) cả năm đạt 15,7% (mức cao so với giai đoạn 2022-2025), và lợi nhuận gộp đạt 24,5 nghìn tỷ đồng (+32%YoY), đến từ việc: 1/ Giá bán ổn định (đặc biệt trong trong nửa đầu năm) trong khi giá nguyên liệu chính (quặng sắt và than cốc) giảm ~5-7% so với cùng kỳ năm 2024; 2/ DQ02 tối ưu nhiên liệu so với nhà máy DQ01. Biên lợi nhuận thấp hơn so với ước tính của chúng tôi, do biến động của giá nguyên liệu trong quý 4 (giá than cốc tăng 10%QoQ, do gián đoạn nguồn cung từ Úc – nhà xuất khẩu chính – với hiện tượng mưa bão bất thường làm ảnh hưởng tới hoạt động khai thác mỏ).
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (BH&QL) ở mức 4 nghìn tỷ đồng (+5% YoY, chi phí SG&A/doanh thu: 4,8%), là điểm sáng trong quản trị chi phí của doanh nghiệp, do chi phí vận chuyển (ghi nhận trong khoản mục chi phí bán hàng) của các đơn hàng nội địa thấp hơn so với chi phí vận chuyển của đơn hàng xuất khẩu. Trong kỳ, HPG ghi nhận chi phí tài chính ròng đạt 2.522 tỷ đồng (+87%YoY) do: i/ Doanh nghiệp ghi nhận chi phí lãi vay từ dự án DQ02 (không còn vốn hóa vào Tài sản dở dang, do dự án đã vận hành chính thức); ii/ Biến động tỷ giá khiến doanh nghiệp ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 1.335 tỷ đồng (tương đương 2024) – phục vụ cho hoạt động nhập khẩu nguyên liệu.

Về mặt phát triển dự án, doanh nghiệp tiếp tục đầu tư vào các dự án tiềm năng trong lĩnh vực thép (cốt lõi) và KCN (tiềm năng), nhằm i/ Mở rộng danh mục sản phẩm thép (đặc biệt nhóm sản phẩm chưa được sản xuất bởi doanh nghiệp Việt Nam); ii/ Tận dụng lợi thế quy mô vốn để mở rộng lĩnh vực phát triển KCN (tiềm năng dài hạn nhờ lợi thế về thu hút vốn FDI của Việt Nam).

- Sản xuất thép: Tận dụng hạ tầng sẵn có của KLH DQ02, doanh nghiệp đầu tư nhà máy thép chất lượng cao (500 nghìn tấn/năm) với sản phẩm chính là các mác thép cho sản xuất công nghiệp (cáp dự ứng lực, thép làm tanh lốp ô tô và các sản phẩm công nghiệp khác), và kỳ vọng có thể đóng góp vào doanh thu của doanh nghiệp từ sau 2027. Đáng chú ý hơn, trong tháng 12, doanh nghiệp đã khởi công nhà máy thép Ray và Thép đặc biệt Hòa Phát Dung Quất (công suất thiết kế 700.000 tấn/năm) – tận dụng lợi thế từ khả năng triển khai thép cường độ cao (từ DQ02) và các chính sách ưu tiên sử dụng nguyên liệu trong nước cho các sản phẩm thép ray (theo Nghị định 04/2026/NĐ-CP).
- KCN: HPG có xu hướng mở rộng quỹ đất KCN tại các thị trường trọng điểm cấp I và đạt trên 1000ha, đáng chú ý gồm Khu công nghiệp số 06 - Giai đoạn 1 (Hưng Yên, 230ha) Khu công nghiệp Lý Thường Kiệt (Hưng Yên, 235ha), Khu công nghiệp Hoàng Diệu (Hải Phòng, 245ha) và Khu công nghiệp Đồng Phúc (Bắc Ninh; 355ha). Việc phát triển các KCN – tận dụng lợi thế về quy mô vốn của doanh nghiệp – là bước đi phù hợp và là hoạt động kinh doanh đáng chú ý trong dài hạn.

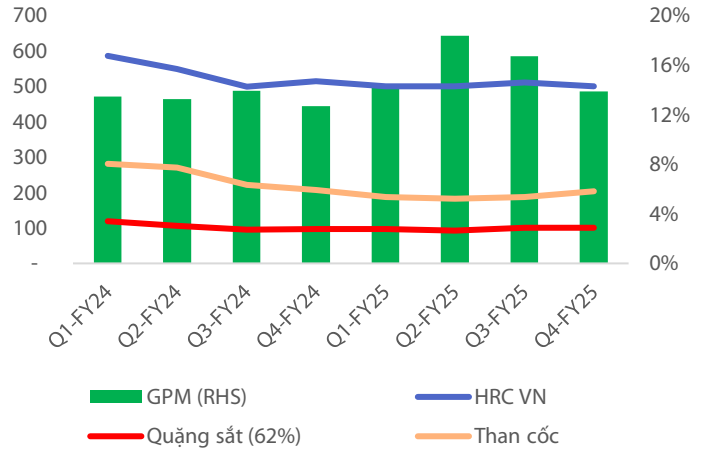
Bảng 1: KQKD FY25 của HPG

Đơn vị: Tỷ đồng	12T 2025	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025
Sản lượng bán hàng (Nghìn tấn)				
Thép xây dựng	4.891	9%		
HRC	5.038	72%		
Giá thép xd (triệu đồng/tấn)	13,4	-6%		

Giá HRC (USD/tấn)	503	-6%		
Doanh thu thuần	**156.116**	**12%**	**92%**	**87%**
Giá vốn hàng bán	(131.618)	9%		
Lợi nhuận gộp	**24.498**	**32%**		
Chi phí bán hàng và quản lý	(4.070)	5%		
EBIT	**20.428**	**40%**		
Thu nhập tài chính	2.085	-21%		
Chi phí tài chính	(4.607)	16%		
Thu nhập khác (ròng)	135	-81%		
LNTT	**18.041**	**32%**		
LNST - CĐM	**15.515**	**29%**	**103%**	**83%**

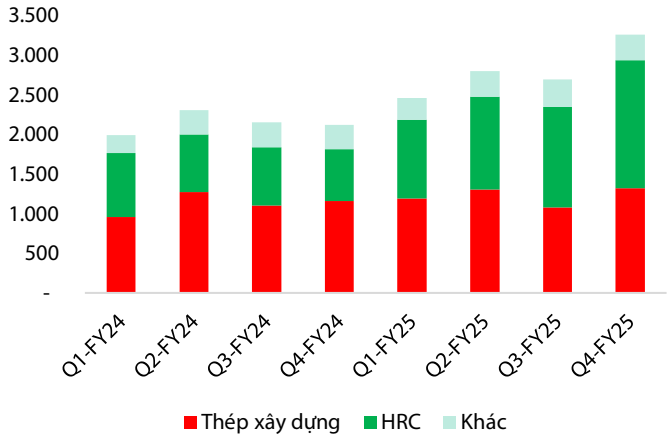
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt.

Hình 1: Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp, tương quan với biến động giá nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng bán hàng (nghìn tấn), theo sản phẩm



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

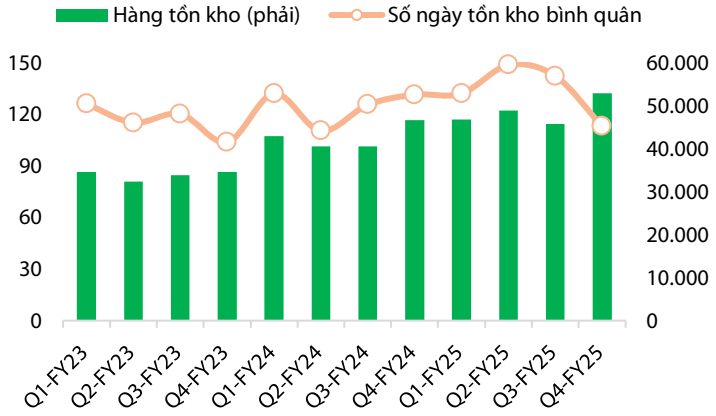
Quản trị vốn lưu động: Xu hướng ổn định, chuẩn bị cho chu kỳ sản xuất mới

Ngay trong nửa đầu 2025 – khi KLH DQ02 hoàn thiện và đưa giai đoạn 01 vào hoạt động, Công ty đã thể hiện xu hướng tích lũy hàng tồn kho (cho nhà máy mới) và nâng số ngày tồn kho bình quân lên trên 130 ngày (mức cao nhất trong giai đoạn 2023-2025), và số dư tồn kho bình quân đạt 46 nghìn tỷ đồng (cao hơn 15% so với bình quân giai đoạn 2023-2024) – doanh nghiệp đã tích trữ nguyên liệu cho hoạt động sản xuất của toàn KLH. Cuối quý 4/2025, tuy số ngày tồn kho bình quân giảm về mức 113 ngày nhưng giá trị hàng tồn kho tăng lên và đạt 53 nghìn tỷ đồng (+15%QoQ), cho thấy Công ty vẫn đang duy trì nguyên liệu cho hoạt động của KLH (hoạt động với hiệu suất cao và đạt ~70%).

Nhìn xa hơn, trong giai đoạn 2021-2025, chúng tôi nhận thấy thế mạnh của HPG trong việc quản trị dòng tiền, nhưng vẫn đảm bảo cho chu kỳ sản xuất mới. Cụ thể, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (CCC) duy trì ổn định ở 100 ngày cho giai đoạn 2023-2025 (cao hơn mức 90 ngày trong các năm trước); nguyên nhân chủ yếu từ số ngày lưu kho bình quân (DOH), từ mức trung bình110 ngày lên 138 ngày trong năm 2025 (xu hướng tích lũy hàng tồn kho, đã đề cập ở bên trên). Ngoài ra doanh nghiệp cũng có xu hướng tăng công nợ với nhà cung cấp (số ngày phải trả tăng lên 65 ngày), cho thấy uy tín của doanh nghiệp và cũng giúp ổn định vốn lưu động. HPG hiện chủ yếu tài trợ bằng vốn vay ngắn hạn (duy trì dư nợ trên 60.000 tỷ đồng, tương đương số dư hàng tồn kho và khoản phải thu của doanh nghiệp), với lãi vay tương đối cạnh tranh nhờ lợi thế duy trì số dư tiền gửi lớn (lãi vay trung bình ở 4-5%/năm).

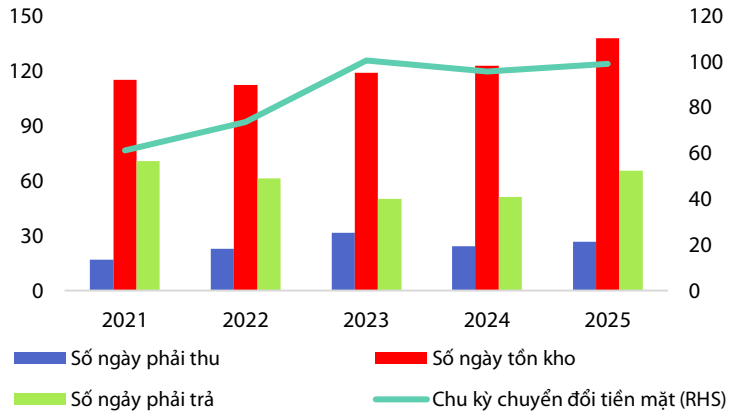
Như đã đề cập, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng bởi những biến động giá nguyên liệu (trong ngắn hạn), tuy nhiên trong trung hạn HPG có thể ổn định biên lợi nhuận mảng sản xuất thép, nhờ lợi thế từ: i/ Khả năng tối ưu nhiên liệu tại các lò cao, ii/ Thương hiệu và vị thế đứng đầu giúp doanh nghiệp chuyển xu hướng chi phí đẩy sang giá bán, iii/ Doanh nghiệp sử dụng vị thế tại các hợp đồng tương lai (Futures) nhằm phòng hộ cho biến động giá nguyên liệu.

Hình 3: Số dư hàng tồn kho và số ngày tồn kho bình quân (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của doanh nghiệp (ngày), giai đoạn 2021-2025



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp - giảm nhẹ so với năm trước

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) ghi nhận sự phục hồi trong năm 2025 (lên mức 12%, so với mức ~9% trong giai đoạn 2022-2024), nguyên nhân chủ yếu đến từ biên lợi nhuận ròng cải thiện lên mức 9,9% (đưa nhà máy mới vào hoạt động và tối ưu được chi phí sản xuất), phù hợp với kết quả kinh doanh tích cực của doanh nghiệp trong 2025 (đã đề cập). Vòng quay tài sản và tỷ lệ đòn bẩy tài chính được giữ ổn định trong giai đoạn 2023-2024, cho thấy doanh nghiệp sử dụng hiệu quả tài sản (với mức đòn bẩy hợp lý) để đem về tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2026-2027, với doanh thu và lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng, chúng tôi cho rằng HPG sẽ tiếp tục cải thiện hiệu quả sử dụng tài sản của mình.

Bảng 2: Phân tích DUPONT cho hiệu suất sinh lời của HPG

	2021	2022	2023	2024	2025
ROE	**38,0%**	**8,8%**	**6,7%**	**10,5%**	**12,0%**
Trong đó:					
Biên LN ròng	*23,0%*	*6,0%*	*5,7%*	*8,7%*	*9,9%*
Vòng quay tài sản	*0,8*	*0,8*	*0,6*	*0,6*	*0,6*
Đòn bẩy tài chính	*2,0*	*1,8*	*1,8*	*2,0*	*2,0*

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng giai đoạn 2026-2027: Tiếp bước chu kỳ tăng trưởng

Lợi nhuận tăng trưởng 2 con số khi các nhà máy hoạt động với hiệu suất tối ưu trong chu kỳ hồi phục của ngành

Như quan điểm nêu tại báo cáo lần đầu tháng 4/2025, chúng tôi duy trì triển vọng tích cực với HPG trong giai đoạn 2026-2027, với tăng trưởng LNST-CĐM bình quân dự phóng đạt 35%, đến từ: i/ Sản lượng tăng trưởng bình quân 10% do nhu cầu xây dựng nội địa tăng và nhà máy DQ 02 hoạt động với hiệu suất ~100% trong năm 2027; ii/ Biên lợi nhuận cải thiện nhờ chu kỳ hồi phục của giá thép. Theo đó các ước tính kết quả kinh doanh của doanh nghiệp giai đoạn này như sau:

- Sản xuất thép xây dựng: Sản lượng bán hàng của doanh nghiệp giai đoạn 2026-2027 kỳ vọng lần lượt đạt 5,16 triệu tấn (+8% YoY) và 5,6 triệu tấn (+9% YoY); động lực chính tiếp tục đến từ thị trường nội địa (kỳ vọng mức tăng trưởng bình quân ở +10%, hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng tại các dự án BĐS dân dụng và KCN và tiềm năng phát triển hạ tầng) và HPG tiếp tục duy trì thị phần đầu ngành ở 36,5% (tương đương giai đoạn từ 2023 tới nay).

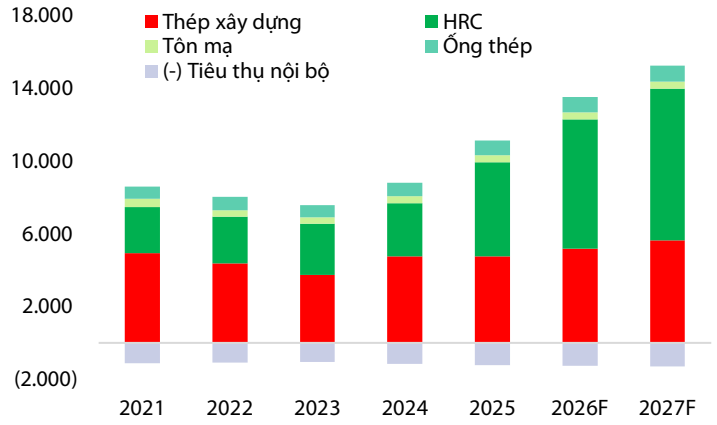
- Sản xuất HRC: Chúng tôi cho rằng nhà máy DQ02 sẽ có thể hoạt động đạt 100% trong năm 2027, hỗ trợ bởi: i/ Lợi thế về giá thành (giá HRC của HPG chỉ cao hơn 3-5% so với HRC tại cảng của Trung Quốc, với khả năng tối ưu chi phí tại các nhà máy); ii/ Các biện pháp áp thuế CBPG (với AD20 – áp thuế CBPG với thép cán nóng từ TQ và AC3.AD20 – áp dụng bổ sung biện pháp phòng vệ thương mại đối với một số sản phẩm HRC khổ rộng) đã gần như ngăn hoàn toàn HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, giúp HPG có thể thay thế thép nhập khẩu và đáp ứng nhu cầu của các nhà sản xuất thép dẹt nội địa. Sản lượng thép cán nóng cho cả giai đoạn kỳ vọng lần lượt đạt 7,1 triệu tấn (+38%YoY) và 8,3 triệu tấn (+17%YoY) – doanh nghiệp đáp ứng được 60-70% tiêu thụ thép cán nóng nội địa và chiếm lĩnh hoàn toàn thị phần của thép nhập khẩu Trung Quốc. (tham khảo *Triển vọng thị trường thép*).
- Với kịch bản giá thành phẩm (thép xây dựng, HRC) hồi phục từ 3,5% YoY trong giai đoạn 2026-2027 và ghi nhận mức hồi phục tích cực hơn so với giá nguyên liệu (tham khảo *Cơ hội từ Chu kỳ hồi phục của Giá thép*), chúng tôi kỳ vọng: Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tiếp tục tích cực và lần lượt đạt 15,5% (2026) và 17,3% (2027) – lợi thế từ việc đầu tư hàng tồn kho giá thấp và khả năng tối ưu về nguyên liệu (đã đề cập).
- Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của HPG giai đoạn 2026-27 sẽ lần lượt đạt 197 nghìn tỷ đồng (+26% YoY) và 233 nghìn tỷ đồng (+19%YoY). Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp lần lượt đạt 30,4 nghìn tỷ đồng (+28% YoY) và 1.543 tỷ đồng (+21% YoY) – hưởng lợi từ biên lợi nhuận cải thiện.
- Với chi phí hoạt động khác: Chi phí BH&QLDN kỳ vọng lần lượt đạt 4,9 nghìn tỷ đồng (+22%YoY) và 5,9 nghìn tỷ đồng (+19%YoY), tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu đạt 2,5% (tương đương 2025, khi doanh nghiệp tập trung vào các đơn hàng nội địa). Chi phí tài chính ròng lần lượt đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 2025, chi phí lãi vay vẫn ảnh hưởng do nền lãi suất cao) và 2 nghìn tỷ đồng (-20%YoY, dòng tiền của doanh nghiệp giúp giảm dư nợ vay dài hạn).
- Ngoài ra, doanh nghiệp còn có thể ghi nhận doanh thu tiềm năng từ việc chuyển nhượng hoàn toàn dự án Khu đô thị phía Bắc Quốc lộ 5 (KĐT Phố Nối, với kỳ vọng doanh thu tài chính đạt ~3.500 tỷ đồng, được đề cập ở phần dưới). Do tiến độ của thương vụ chuyển nhượng chưa được xác nhận, chúng tôi chưa đưa vào trong mô hình định giá và dự phóng lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Tổng hợp lại, LNST-CĐM trong giai đoạn 2026-2027 dự phóng lần lượt đạt 20 nghìn tỷ đồng (+30%YoY) và 28,6 nghìn tỷ đồng (+43%YoY); tỷ suất thuế thu nhập doanh nghiệp lần lượt đạt 12,6% (2026) và 12,1% (2027) khi nhà máy DQ02 được ưu đãi thuế TNDN trong 5 năm đầu tiên kể từ khi vận hành. Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn này do: i/ Sản lượng ghi nhận mức tăng trưởng trung bình 10%/năm, hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa và KLH DQ02 hoạt động với hiệu suất tối đa; ii/ Chu kỳ hồi phục của giá hàng hóa giúp cải thiện biên lợi nhuận.

Bảng 3: Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2026-2027 của HPG

Đơn vị: Tỷ đồng	2026F	+/-YoY	2027F	+/-YoY	Giả định
Sản lượng bán hàng (Nghìn tấn)					
Thép xây dựng	5.159	8%	5.645	9%	Sản lượng tăng trưởng, từ nhu cầu xây dựng nội địa
HRC	7.100	38%	8.300	17%	DQ02 hoạt động với hiệu suất lần lượt đạt 70% (2026) và 100% (2027), qua đó đáp ứng được 60-70% tiêu thụ thép cán nóng nội địa
Giá thép xd (triệu đồng/tấn)	*14*	*4%*	*14,4*	*3,5%*	*Chu kỳ hồi phục của giá thép*
Giá HRC (USD/tấn)	*521*	*3,5%*	*539*	*3,5%*	*Chu kỳ hồi phục của giá thép*
Doanh thu thuần	**196.541**	**26%**	**233.135**	**19%**	
Giá vốn hàng bán	*(166.158)*	*26%*	*(192.775)*	*16%*	
Lợi nhuận gộp	**30.382**	**24%**	**40.361**	**33%**	Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng tích cực và lần lượt đạt 15,5% (2026) và 17,3% (2027)
Chi phí bán hàng và quản lý	(4.953)	22%	(5.875)	19%	
EBIT	**25.429**	**24%**	**34.485**	**36%**	
Thu nhập tài chính	2.871	38%	3.558	24%	Thu nhập tích cực, số dư tiền gửi tăng nhờ dòng tiền từ HĐKQ và chưa đầu tư các dự án quy mô lớn
Chi phí tài chính	(5.393)	17%	(5.560)	3%	Chi phí tăng trong 2026 (do lãi suất tăng) và giảm dần do giảm dư nợ vay dài hạn
Thu nhập khác (ròng)	100	-159%	100	0%	Chưa bao gồm doanh thu từ chuyển nhượng KĐT Phố Nối
LNTT	**23.007**	**30%**	**32.583**	**42%**	
LNST - CĐM	**20.044**	**30%**	**28.583**	**43%**	

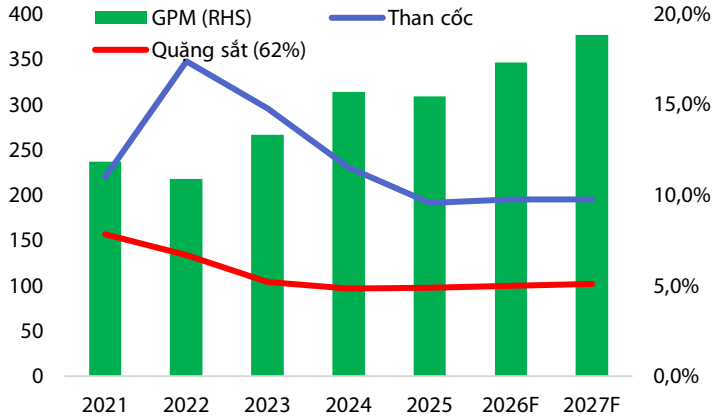
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Sản lượng bán hàng của HPG giai đoạn 2021-2027



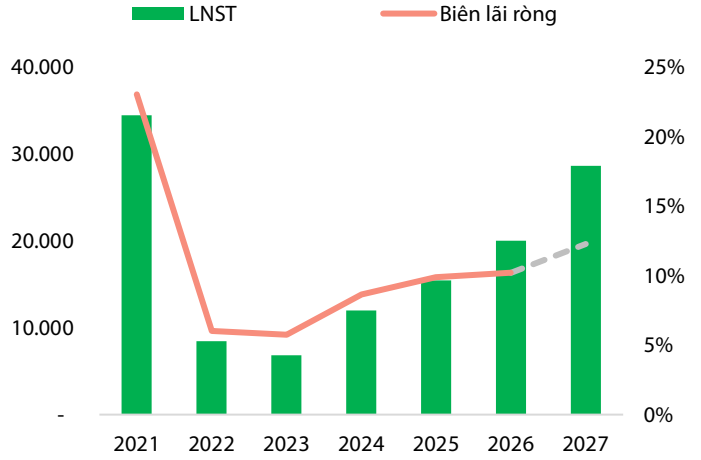
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp của HPG giai đoạn 2021-2027, tương quan với giá nguyên liệu trung bình (USD/tấn)



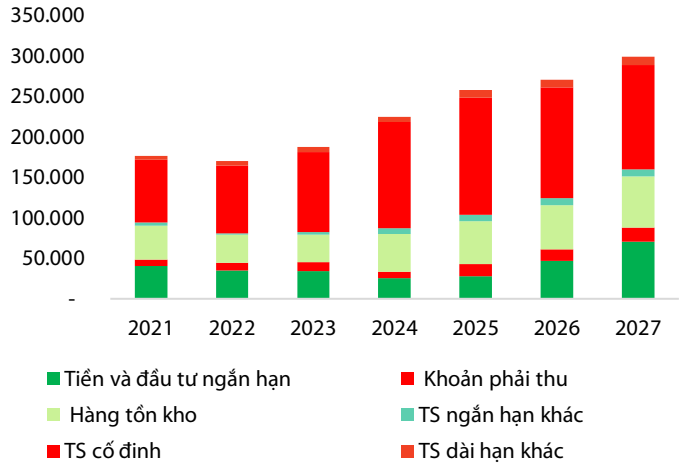
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Lợi nhuận sau thuế của HPG, giai đoạn 2021-2027



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Cấu trúc tài sản của HPG, giai đoạn 2021-2027



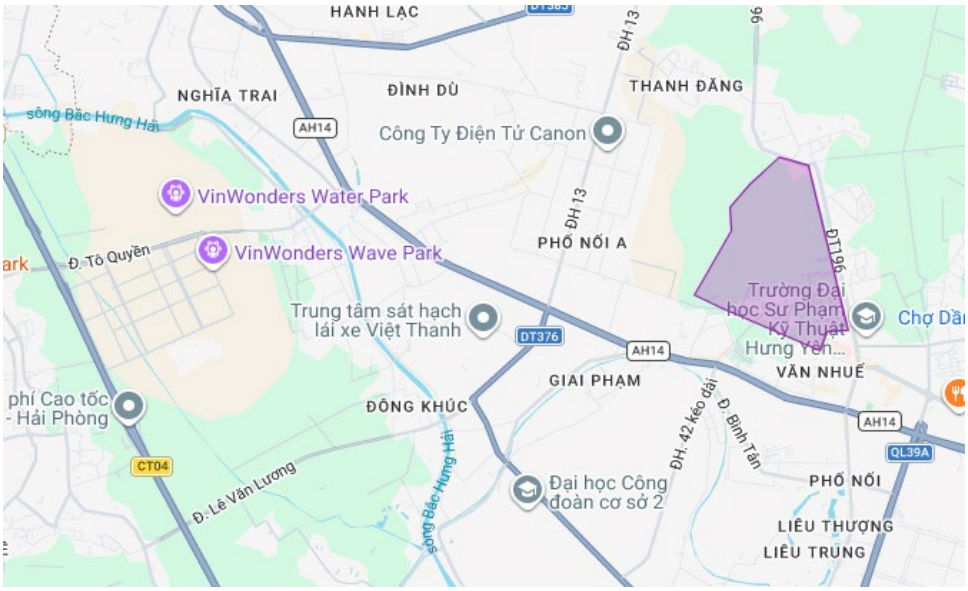
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận tiềm năng từ chuyển nhượng dự án, đóng góp doanh thu khiêm tốn từ các dự án mới

Kỳ vọng từ chuyển nhượng dự án Khu đô thị phía Bắc Quốc lộ 5 (Khu đô thị Phố Nối). Dự án tọa lạc tại vị trí chiến lược trên địa bàn thị xã Mỹ Hào và huyện Văn Lâm, tỉnh Hưng Yên, được kỳ vọng sẽ trở thành đại đô thị tạo động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho khu vực. Năm 2004, UBND tỉnh Hưng Yên giao CTCP Xây dựng và Phát triển Đô thị Hòa Phát (công ty con của HPG) làm chủ đầu tư dự án. Tuy nhiên, theo kết luận của Thanh tra Chính phủ vào tháng 2/2024, quá trình giao đất cho HPG không qua đấu thầu và chưa xác định giá đất dù đã giao từ năm 2018. Do đó, tỉnh Hưng Yên tổ chức đấu thầu chọn lại nhà đầu tư và CTCP Phát triển Khu đô thị xanh (công ty con, HPG sở hữu 70%) đã chính thức trúng thầu để tiếp tục thực hiện dự án này. Tính đến cuối 2025, tổng chi phí kinh doanh dở dang tại dự án là 1.747 tỷ đồng (chủ yếu là chi phí GPMB, trong đó phần lớn các hộ dân đã đồng thuận với phương án đền bù của chủ đầu tư và UBND tỉnh).

Chúng tôi đánh giá cao về vị trí và triển vọng phát triển dài hạn của dự án. Tuy nhiên với vốn đầu tư tương đối lớn (35.000 tỷ đồng, theo chủ trương đầu tư mới) và HPG đang có các dự án KCN đồng thời triển khai trong thời gian tới, việc chuyển nhượng dự án cho đối tác (thông qua chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại CTCP Phát triển Khu đô thị xanh) là phù hợp đối với doanh nghiệp. Lợi nhuận sau thuế ước tính từ chuyển nhượng dự án đạt 3.500 tỷ đồng, và LNST-CĐM trong kỳ (được ghi nhận) sẽ có mức tăng tương ứng.

Hình 9: Vị trí dự án Khu đô thị phía Bắc Quốc lộ 5 (KĐT Phố Nối) – dự kiến sẽ chuyển nhượng trong 2026

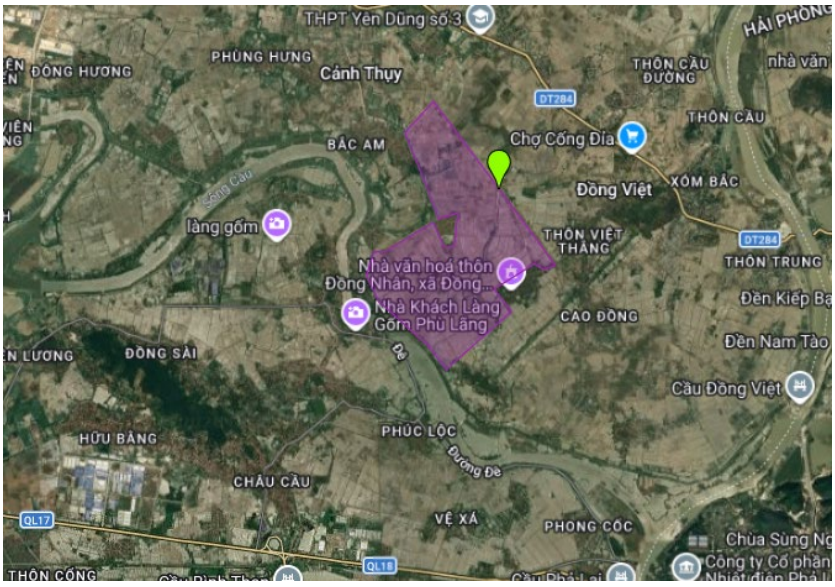


Nguồn: GGmap, CTCK Rồng Việt

Các dự án mới trong quá trình đầu tư, chưa đóng góp đáng kể vào doanh thu của doanh nghiệp:

- Các dự án KCN của doanh nghiệp hầu hết mới được chấp thuận chủ trương đầu tư, đang trong quá trình hoàn thiện các bước pháp lý tiếp theo (hoàn chỉnh quy hoạch, GPMB và tính tiền sử dụng đất). Vì vậy, chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ chưa có đóng góp vào doanh thu của doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2027. Riêng với KCN Đồng Phúc (đang tập trung GPMB trong giai đoạn 2025-2026), chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có đủ điều kiện để cho thuê đất từ 2027, với doanh thu ước tính đạt 781 tỷ đồng (cho thuê được ~25ha, với giá thuê ở USD120/m2/chu kỳ).
- Với dự án thép ray, tuy đã khởi công trong 2025 và đang tiến hành GPMB trong 2026, chúng tôi cho rằng dự án sẽ chưa thể ghi nhận doanh thu đáng kể trong giai đoạn 2026-2027 do: i/ Sản phẩm thép ray là sản phẩm tương đối mới, sẽ cần thời gian kiểm thử, ii/ Sản lượng bán hàng sẽ phụ thuộc vào tiến độ triển khai các dự án đường sắt tốc độ cao – sẽ cần thời gian GPMB và bàn giao mặt bằng, trước khi có thể tiến hành các bước liên quan đến xây dựng hạ tầng đường sắt (giai đoạn tiêu thụ sản phẩm thép ray của HPG).

Hình 10: Vị trí và hiện trạng dự án KCN Đồng Phúc (Bắc Ninh)



Nguồn: GGmap, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Với việc HPG duy trì mức tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2026-2030 ở 23% & chuyển thời điểm định giá sang đầu 2026, chúng tôi duy trì giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu HPG về mức 33.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,6x và 9,5x. Qua đó doanh nghiệp tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của ngành thép khi mà doanh nghiệp: i/ liên tục mở rộng công suất nhằm chiếm lĩnh thị trường, và ii/ có khả năng tăng biên lợi nhuận trong chu kỳ hồi phục của ngành.

Về các giả định định giá theo phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,0% (tăng nhẹ), beta 1,2 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn ở 10% (giữ nguyên – khi HPG thuộc nhóm doanh nghiệp chu kỳ), tỷ trọng vốn vay 40% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 8,0% (giữ nguyên, nhờ lợi thế đầu ngành của doanh nghiệp), exit EV/EBITDA 6,5x (không đổi). Theo đó, giả định WACC giữ ở 12,7% (tăng nhẹ so với mức 12,2% trong báo cáo gần nhất).

Bảng 4: Định giá HPG theo phương pháp FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	12,7%	Thời gian dự phóng DCF	5
Thuế suất hiệu dụng	11,9%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	313.873
Chi phí vốn chủ sở hữu	16,0%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	27.785
Lãi suất phi rủi ro	4,0%	- Nợ	92.174
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	249.484
Beta	1,2	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	7.675
Exit EV/EBITDA	6,5	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	32.504

Bảng 5: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HPG trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

		Exit EV/EBITDA				
		4,5	**5,5**	**6,5**	**7,5**	**8,5**
WACC	**10,4%**	27.225	31.496	35.766	40.037	44.308
	11,4%	25.927	30.011	34.094	38.177	42.261
	12,4%	24.693	28.599	**32.504**	36.410	40.315
	13,4%	23.518	27.255	30.992	34.729	38.466
	14,4%	22.398	25.975	29.553	33.130	36.707

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp P/B để định giá ngắn hạn các công ty mang tính chu kỳ (bao gồm các công ty sản xuất thép) bởi vì: 1/ Lợi nhuận và chỉ số P/E của các công ty chu kỳ có độ biến động cao, 2/ Chỉ số P/B phản ánh chính xác hơn mức trả giá của thị trường – khi kì vọng về giai đoạn phục hồi của ngành. So sánh mức trung bình P/B giai đoạn 2020-2025 (ở 1,8x) của cổ phiếu HPG, chúng tôi cho rằng mức P/B ở 1,8x là phù hợp đối với: 1/Một công ty có vị thế có vị thế dẫn đầu trong ngành thép, 2/ Kỳ vọng ROE dài hạn duy trì ở mức 18% (sau khi DQ02 đưa vào vận hành ổn định), 3/ Không còn rủi ro ngắn hạn từ thị trường xuất khẩu – doanh nghiệp tập trung vào lấy thị phần tại thị trường nội địa

Bảng 6: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HPG trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

		P/B						
BVPS (VND)		1,2	1,4	1,6	**1,8**	2	2,2	2,4
2026	18.785	22.542	26.299	30.055	**33.812**	37.569	41.326	45.083

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Kết hợp phương pháp định giá dài hạn (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF) và phương pháp định giá ngắn hạn (phương pháp so sánh P/B) với tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của cổ phiếu HPG là **33.200 đồng/cổ phiếu**.

Bảng 7: Tổng hợp định giá HPG

Phương pháp	Trọng số	Giá	Đóng góp
FCFF	50%	32.504	16.252
P/B (1,8)	50%	33.812	16.906
Giá mục tiêu			**33.158**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC: TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP GIAI ĐOẠN 2026-2027

Thị trường nội địa: *Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xây dựng tích cực sẽ tiếp đà tăng trưởng cho ngành thép nội địa trong giai đoạn tới, cùng với các biện pháp bảo hộ thương mại trong nước giúp tránh được rủi ro cạnh tranh từ thép nhập khẩu. Tổng tiêu thụ thép xây dựng ước tính duy trì mức tăng trưởng trung bình 9%/năm (HPG duy trì thị phần dẫn đầu), trong khi sản lượng tiêu thụ HRC tăng trưởng ấn tượng (đến từ việc chiếm thị phần từ thép cán nóng nhập khẩu từ Trung Quốc.*

Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của thị trường thép nội địa – dẫn dắt bởi nhu cầu nguyên liệu cho hoạt động xây dựng (cho dự án đầu tư công và dự án BĐS dân dụng). Do chúng tôi duy trì kì vọng sản lượng thép xây dựng nội địa giai đoạn 2024-2029 có thể tăng trưởng với mức CAGR đạt 9%:

- Thị trường BĐS dân dụng vẫn trong chu kỳ hồi phục, với sự lan tỏa tại các thị trường nhờ: 1/ Mặt bằng lãi suất kỳ vọng đã đạt đỉnh và có thể giảm nhẹ trong nửa sau 2026; và 2/ Các nút thắt pháp lý (Luật mới, bảng giá đất) dần được tháo gỡ, làm tăng nguồn cung dự án BĐS và từ đó đảm bảo đầu ra bền vững cho ngành vật liệu xây dựng (bao gồm ngành thép) trong giai đoạn mới.
- Kế hoạch phát triển hạ tầng, đặc biệt là mở rộng hệ thống cao tốc lên 5000 km (tăng 56%), sẽ tạo sức bật vững chắc cho ngành thép xây dựng nội địa. Nhìn xa hơn, với tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam còn tương đối thấp so với các quốc giá Châu Á đang phát triển, dư địa để phát triển các cụm đô thị tại Việt Nam là khá lớn, và là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng dài hạn của sản phẩm thép nói chung.

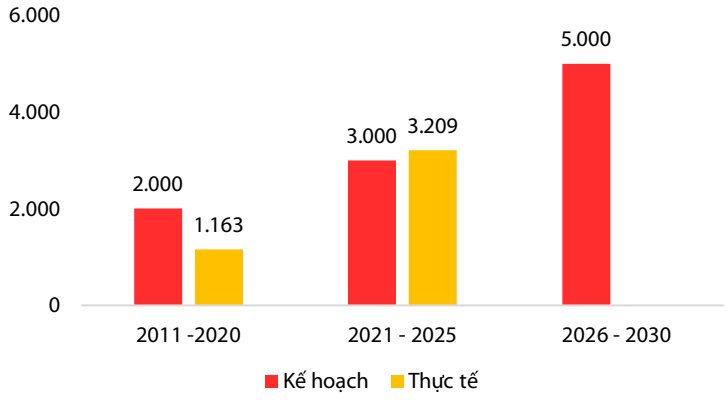
Đối với sản phẩm thép cán nóng (đầu vào cho các sản xuất thép dẹt), sau giai đoạn 2024-2025 chịu sức ép từ thép nhập khẩu (đặc biệt từ Trung Quốc, với giá thành cạnh tranh), Việt Nam đã thực hiện các biện pháp bảo hộ và áp thuế CBPG (với cả sản phẩm thép cán nóng thông thường và thép khổ rộng – chống lẩn tránh thuế) với các mác thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Đây là lợi thế tiên quyết cho HPG, để họ hoạt động nhà máy DQ02 với 100% (trong 2027) và chiếm lĩnh thị trường HRC nội địa (đáp ứng được 60-70% tiêu thụ thép cán nóng nội địa) trong khi các doanh nghiệp nội địa khác chưa thể tăng công suất trong thời điểm này.

Bảng 1: Một số vụ việc điều tra CBPG thép nhập khẩu của Việt Nam

Vụ việc	Mức thuế	Số mã HS Code	Thời gian
AD19: Thép mạ	- Trung Quốc: 37,13% (có miễn trừ) - Hàn Quốc: 12% đến 15,67% (có miễn trừ)	42	2025-2030
AD08: Thép cán nguội	- Trung Quốc: 4,43%-25,2%	20	2020-2030
AD20: Thép cán nóng	- Trung Quốc: 27,83% (đồng thời áp dụng biện pháp chống lẩn tránh với thép khổ rộng, trên 1800mm)	27	2025-2030

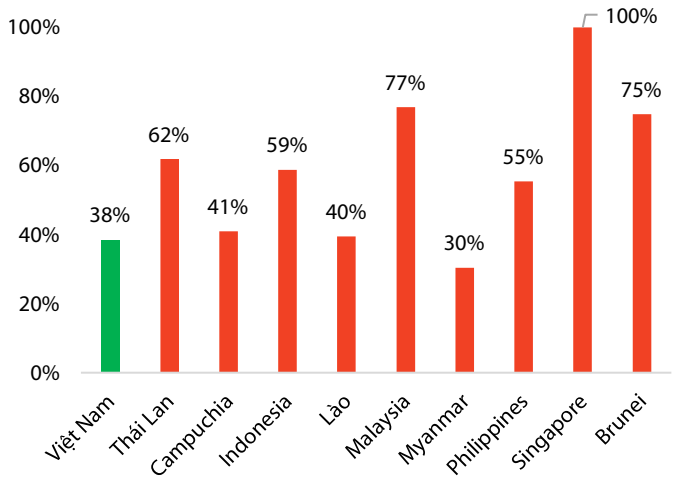
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: Kế hoạch phát triển đường bộ cao tốc qua các giai đoạn (km)



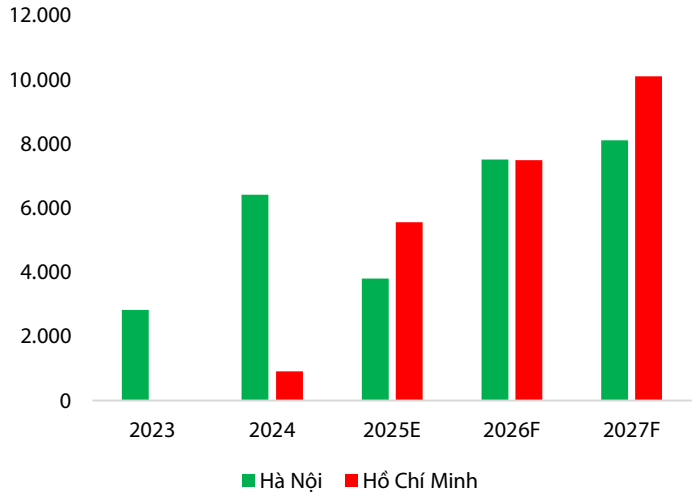
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam đang ở mức thấp trong khu vực (2024)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 3: Nguồn cung mới BĐS thấp tầng tại HN và Tp.Hồ Chí Minh dự kiến được cải thiện (căn)



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

***Thị trường xuất khẩu**: Do bức tranh thương mại của Việt Nam còn khá tiêu cực, chúng tôi cho rằng tiêu thụ xuất khẩu trong giai đoạn 2026-2027 của toàn ngành sẽ đi ngang tại mức đáy của năm 2025.*

Với làn sóng bảo hộ trong giai đoạn 2023-2025, sản lượng xuất khẩu của các sản phẩm thép Việt Nam nhìn chung bị ảnh hưởng khá tiêu cực. Năm 2025, tổng sản lượng HRC xuất khẩu chỉ đạt 0,9 triệu tấn (-60% YoY) trong bối cảnh các thị trường chính như EU đang áp hạn ngạch nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thép HRC xuất khẩu trong giai đoạn 2026-2027 sẽ đi ngang so với cùng kỳ, trong bối cảnh: 1/ Châu Âu chưa có thông tin tăng hạn ngạch; 2/ HPG, kỳ vọng linh hoạt hơn trong chiến lược xuất khẩu và có thể mở rộng sản lượng sang các thị trường tiềm năng khác (Đông Nam Á, Trung Đông(để bù đắp phần thiếu hụt từ các thị trường truyền thống; và 3/ Áp lực cạnh tranh có thể giảm bớt từ khả năng cắt giảm công suất của Trung Quốc.

Bảng 2: Các biện pháp phòng vệ thương mại với sản phẩm thép cán nóng xuất xứ từ thị trường Việt Nam, giai đoạn 2023-2025 – HPG là cái tên nổi bật khi được loại trừ trong hầu hết các cuộc điều tra

Thị trường	Sản phẩm	Năm	Tình trạng chi tiết
EU	HRC	2024-2026	Hạn ngạch nhập khẩu 110 nghìn tấn/quý – thuộc nhóm "các nước khác" Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (*trừ HRC từ nhà máy DQ – HPG*)
Ấn Độ	HRC	2024-nay	Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (*trừ HRC từ nhà máy DQ – HPG*)
Mexico	HRC	2025 -nay	Điều tra CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Về cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM) của EU, cơ chế này đã chính thức được áp dụng từ tháng 1/2026. Đối với sản phẩm HRC, chúng tôi ước tính chi phí tuân thủ tăng thêm sẽ nằm trong khoảng 50-100 EUR/tấn trong giai đoạn đầu, qua đó tăng giá xuất khẩu HRC Việt Nam và đạt ~650-700 EUR/tấn (bao gồm chi phí vận chuyển), qua đó giảm mức độ cạnh tranh về giá thành tại thị trường này. Tuy nhiên, do châu Âu hiện vẫn áp dụng hạn ngạch đối với thép nhập khẩu, chúng tôi cho rằng cơ chế này sẽ chưa tác động nhiều đến triển vọng xuất khẩu của ngành thép Việt Nam trong ngắn hạn. Trong dài hạn, khi các ưu đãi ban đầu giảm dần khiến chi phí tuân thủ tăng lên, những vấn đề như giảm phát thải nhà máy, xây dựng cơ chế đo lường, chứng nhận phát thải, thị trường tín chỉ carbon và các chính sách pháp lý liên quan sẽ cần được quan tâm nếu thép xuất khẩu Việt Nam muốn cạnh tranh tại thị trường EU (cũng như

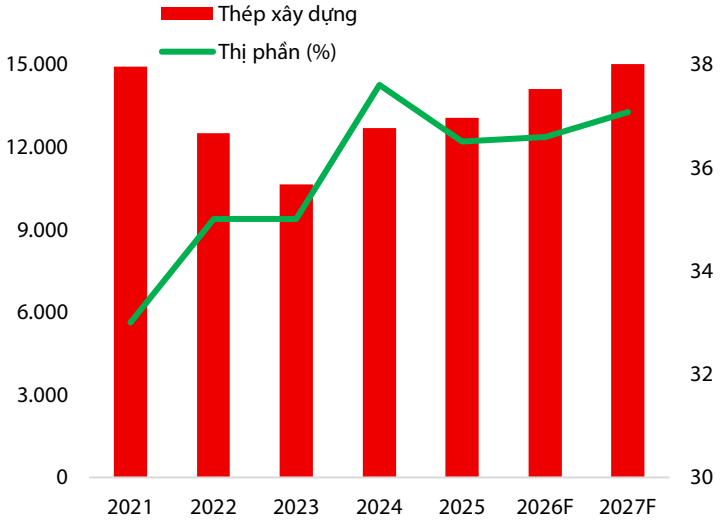
các thị trường áp dụng cơ chế điều chỉnh carbon tương tự). Với HPG, nhờ lợi thế về công nghệ lò cao (giảm lượng than tiêu thụ), chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục cải tiến để giảm lượng nguyên liệu đầu vào và tăng sức cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu – ngay khi cơ chế CBAM thay thế cho cơ chế hạn ngạch.

Bảng 3: Tính toán chi phí CBAM đối với HRC của Việt Nam (HS code: 720)

Chỉ tiêu	Đơn vị	Công thức	Chú thích	Giá trị thực tế – 2026	Giá trị thực tế – 2027	Giá trị mặc định – 2026	Giá trị mặc định – 2027
Giá EUA trung bình	EUR / t CO_2 phát thải	A	Tham chiếu theo EU ETS benchmarks	73,95	73,95	73,95	73,95
Phát thải gắn trong sản phẩm	t CO_2 phát thải / t thép	B	EU có quy định riêng để tính toán giá trị thực tế	2,51	2,51	2,607	2,844
Phát thải chuẩn (benchmark)	t CO_2 phát thải / t thép	C		1,491	1,491	1,491	1,491
Tỷ lệ áp dụng theo lộ trình CBAM	%	D	Tỷ lệ này sẽ giảm dần về 0%	97,5%	95,0%	97,5%	95,0%
Giá carbon đã trả tại quốc gia xuất xứ		E					
Chi phí CBAM hàm ý	**EUR / t thép**	**F = A × (B – C × D) – E**		**78**	**81**	**85**	**106**
Giá HRC VN giao ngay	USD / t thép		Giá tham khảo	521	539.235	558.1082	577.642
Tỷ giá USD–EUR				0,85	0,85	0,85	0,85
Giá HRC VN giao ngay	EUR / t thép	G		443	458	474	491
Giá HRC VN có tính phí CBAM	**EUR / t thép**	**H = F + G**		**521**	**539**	**560**	**597**

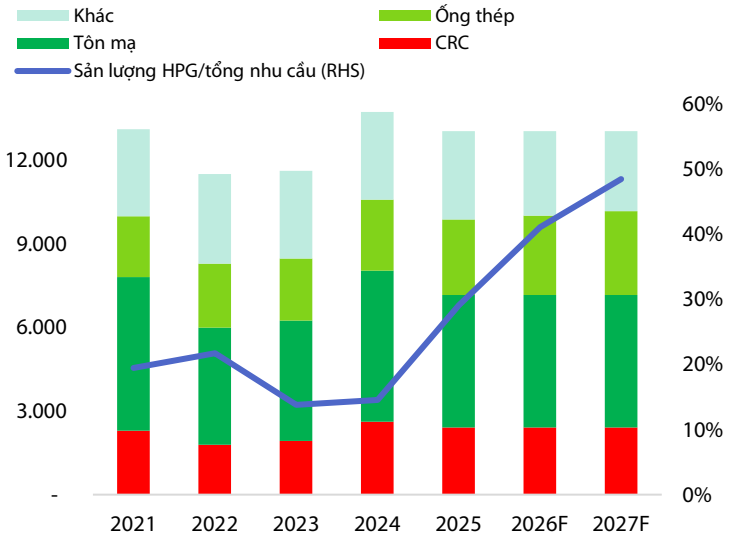
Nguồn: JPMS, Regulation (EU) 2025/621, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tổng sản lượng thép xây dựng, giai đoạn 2021-2027 (nghìn tấn) và thị phần của HPG (%)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Ước tính nhu cầu HRC tại Việt Nam (theo thành phẩm, giai đoạn 2021-2027,nghìn tấn)



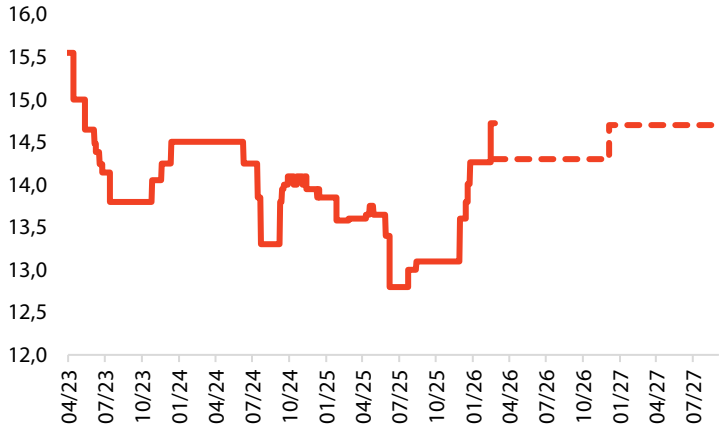
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính (quy đổi: 1 tấn HRC thành 1 tấn thành phẩm với tỷ lệ hao hụt dưới 5%)
(*) Mục đích khác bao gồm đầu cơ, tạm nhập tái xuất, sản xuất công nghiệp,…

PHỤ LỤC: CƠ HỘI TỪ CHU KỲ HỒI PHỤC CỦA GIÁ THÉP GIAI ĐOẠN 2026-2027

Giá HRC của Việt Nam trong đầu năm 2026 đang ghi nhận sự phục hồi từ mức đáy (tăng khoảng 3-4% YoY), hỗ trợ bởi: 1/ Chi phí đẩy từ nguyên vật liệu (than cốc chủ yếu do yếu tố thời tiết gây thiếu hụt nguồn cung cục bộ tại một số mỏ lớn tại Úc; cũng như giá dầu tăng làm ảnh hưởng đến chi phí vận chuyển); và 2/ Xu hướng tích hàng tồn kho để phục vụ cho mùa xây dựng đầu năm. Tuy nhiên, giá các loại nguyên liệu giai đoạn 2026-2027 dự phóng sẽ dần hạ nhiệt khi: 1/ Nguồn cung than cốc ổn định trở lại sau ảnh hưởng của mưa lũ (Bộ Công nghiệp, khoa học và tài nguyên của Úc ước tính sản lượng xuất khẩu sẽ tăng trở lại 7,4% và 2,2% mỗi năm sau mức suy giảm 4,5% năm 2025); 2/ Nguồn cung quặng sắt mới (đặc biệt từ mỏ Simandou) đáp ứng được nhu cầu sản xuất của thế giới; 3/ Giá dầu kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối 2026 (Hoa Kỳ- Iran sẽ tìm được tiếng nói chung để hạ nhiệt căng thẳng).

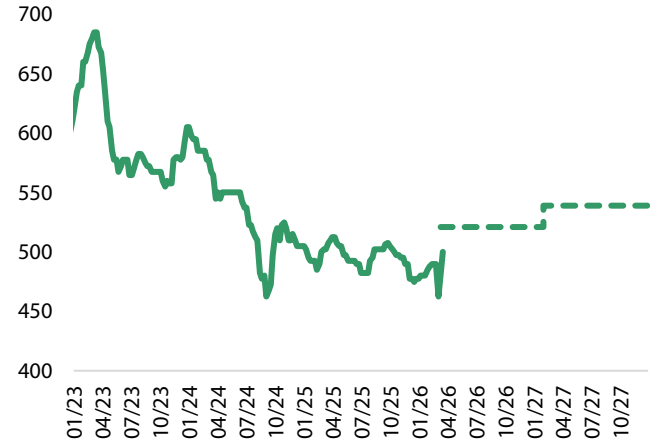
Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí nguyên liệu sẽ ít tác động hơn đến giá HRC nội địa trong thời gian sắp tới và giả định mức hồi phục nhẹ 3,5% mỗi năm hỗ trợ chủ yếu bởi: 1/ HRC của Việt Nam tiếp tục được bảo hộ trọn vẹn một năm cùng khả năng áp thêm thuế CBPG đối với HRC khổ rộng của Trung Quốc trong năm 2026; và 2/ Nhu cầu đối với các sản phẩm hạ nguồn diễn biến tích cực. Với thép xây dựng, mức tăng giá cũng sẽ duy trì ở mức 3-4%, khi nhu cầu xây dựng nội địa tích cực (như đã đề cập).

Hình 1: Giá thép xây dựng (triệu VND/tấn) kỳ vọng phục hồi từ nhu cầu nội địa



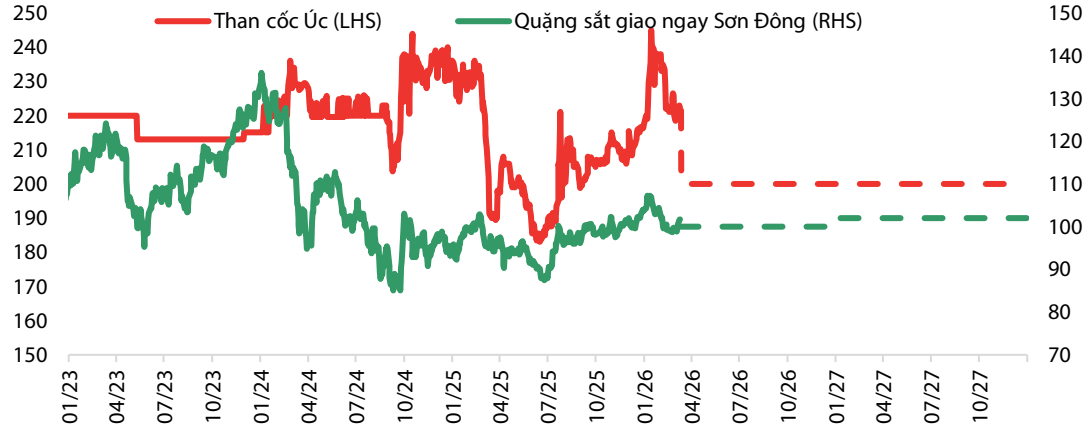
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá HRC Việt Nam (USD/tấn) (*) kỳ vọng phục hồi từ mức nền thấp năm 2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt
(*) Giá HRC tại nhà máy, giá thị trường cao hơn khoảng 10%

Hình 3: Giá quặng sắt và than cốc kỳ vọng không biến động nhiều trong giai đoạn 2026-2027



Nguồn: thitruongthep, CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q4/2025

(Tỷ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- (qoq)	Q4-FY24	+/- (yoy)
Doanh thu	46.176	36.407	27%	34.491	34%
Lợi nhuận gộp	6.397	6.087	5%	4.365	47%
Chi phí bán hàng và quản lý	(683)	(1.155)	-41%	(748)	-9%
Thu nhập HĐKD	4.567	4.571	0%	3.303	38%
EBITDA	8.594	7.101	21%	5.368	60%
EBIT	5.714	4.932	16%	3.617	58%
Chi phí tài chính	(1.584)	(1.073)	48%	(1.015)	56%
- Chi phí lãi vay	(1.237)	(812)	52%	(562)	120%
Khấu hao	2.880	2.169	33%	1.751	65%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	33	57	-43%	(16)	-303%
Lợi nhuận trước thuế	4.600	4.628	-1%	3.287	40%
Lợi nhuận sau thuế	3.888	4.012	-3%	2.810	38%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	3.856	3.955	-3%	2.826	36%

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2025

Chỉ tiêu	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- (qoq)	Q4-FY24	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	14%	17%	-3 pps	13%	1 pps
EBITDA/Doanh thu	19%	20%	-1 pps	16%	3 pps
EBIT/Doanh thu	12%	14%	-1 pps	10%	2 pps
TS lợi nhuận ròng	8%	11%	-3 pps	8%	0 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	8%	11%	-3 pps	8%	0 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
- Vòng quay hàng tồn kho	3,23	2,57	0,7	2,78	0,45
- Vòng quay khoản phải thu	12,83	11,18	1,7	16,46	-3,63
- Vòng quay khoản phải trả	7,56	6,83	0,7	7,48	0,08
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	97%	93%	4 pps	96%	1 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt |(*) thường niên hóa

tỷ đồng

KQ HĐKD	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	**138.855**	**156.116**	**196.541**	**233.225**
Giá vốn	120.358	131.618	166.158	192.813
Lãi gộp	**18.498**	**24.498**	**30.382**	**40.412**
Chi phí bán hàng	2.337	2.634	3.145	3.732
Chi phí quản lý	1.546	1.437	1.809	2.146
Thu nhập từ HĐTC	2.619	2.082	2.871	3.558
Chi phí tài chính	3.967	4.604	5.393	5.560
Lợi nhuận khác	426	-171	100	100
LN từ công ty liên kết	*0*	*0*	*0*	*0*
Lợi nhuận trước thuế	**13.693**	**17.735**	**23.007**	**32.632**
Thuế TNDN	1.766	2.526	2.899	3.940
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	65	65	68
Lợi nhuận sau thuế	**11.927**	**15.144**	**20.044**	**28.624**
EBIT	14.615	20.428	25.429	34.534
EBITDA	21.588	28.896	34.510	43.614

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	16,7%	12,4%	25,9%	18,7%
Lợi nhuận HĐKD	31,3%	33,9%	19,4%	26,4%
EBIT	51,1%	39,8%	24,5%	35,8%
Lợi nhuận sau thuế	76,6%	27,0%	32,3%	42,8%
Tổng tài sản	19,5%	14,9%	4,9%	10,5%
Vốn chủ sở hữu	11,3%	13,0%	11,6%	16,0%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	13,3%	15,7%	15,5%	17,3%
EBITDA/ Doanh thu	15,5%	18,5%	17,6%	18,7%
EBIT/ Doanh thu	10,5%	13,1%	12,9%	14,8%
LNST/ Doanh thu	8,6%	9,7%	10,2%	12,3%
ROA	5,3%	5,9%	7,4%	9,6%
ROCE	10,4%	11,7%	13,9%	17,1%
ROE	9,7%	12,4%	14,4%	17,5%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	18,2	10,4	13,9	13,5
Vòng quay HTK	2,6	2,5	3,0	3,0
Vòng quay kh. phải trả	6,5	4,6	6,7	6,7
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,2	1,1	1,3	1,6
Nhanh	0,5	0,5	0,7	0,9
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	72,5%	71,4%	64,5%	55,9%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	48,9%	50,1%	48,1%	43,7%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	23,7%	21,3%	16,4%	12,2%

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Tiền	6.888	8.301	17.689	14.987
Đầu tư tài chính ngắn hạn	18.975	19.484	29.113	55.338
Các khoản phải thu	7.622	15.065	14.116	17.319
Tồn kho	46.521	52.828	54.832	63.628
Tài sản ngắn hạn khác	7.073	8.004	8.404	8.824
Tài sản cố định hữu hình	131.458	144.670	136.611	128.718
Tài sản cố định vô hình	248	239	227	215
Đầu tư tài chính dài hạn	137	2.248	2.248	2.248
Tài sản dài hạn khác	5.474	6.934	7.281	7.645
TỔNG TÀI SẢN	**224.395**	**257.773**	**270.521**	**298.922**
Tiền hàng phải trả & ứng trước	18.593	28.538	24.924	28.922
Vay và nợ ngắn hạn	55.883	64.695	69.303	73.116
Vay và nợ dài hạn	27.080	27.479	23.626	20.435
Khoản phải trả ngắn hạn khác	7.258	5.014	5.114	5.216
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	1.027	976	1.266	1.808
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	**109.842**	**126.702**	**124.232**	**129.497**
Vốn đầu tư của CSH	63.963	76.755	76.755	76.755
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	49.576	51.035	66.038	89.107
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	816	1.388	1.388	1.388
TỔNG VỐN	**114.355**	**129.178**	**144.181**	**167.250**
Lợi ích cổ đông thiểu số	293	2.042	2.107	2.175

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
EPS (đồng/cp)	1.766	1.892	2.455	3.506
P/E (x)	13,5	10,2	11,4	8,0
BV (đồng/cp)	14.899	16.830	18.785	21.790
P/B (x)	1,6	1,6	1,5	1,3
DPS (đồng/cp)	0	0	500	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	1,8%	1,8%

Mô hình định giá	Tỷ trọng	Giá	Bình quân
FCFF	50%	32.504	16.252
P/B (1,8x)	50%	33.812	16.906
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**33.200**

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
5/2025	28.300	MUA	Dài hạn
9/2025	32.900	TÍCH LŨY	Dài hạn
4/2026	33.200	MUA	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**