

Mua vào (giữ nguyên)

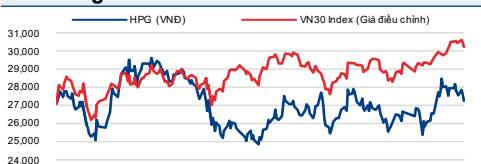
Giá mục tiêu: VNĐ39,200 (từ VNĐ36,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 43.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/3/2025)	27,250
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	24,850-29,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	27,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	174,298
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,823
Slg CP lưu hành (tr.đv)	6,396
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	3,134
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,763
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	21.4%
Tỷ lệ freefloat	54.1%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (26.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.83	1.49	0.59
So với chỉ số	0.37	(3.19)	(9.85)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,521	2,444	3.1
2026F	3,211	2,880	11.5
2027F	4,456	3,543	25.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Các điều kiện thuận lợi mạnh lên; Mua vào mạnh

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào mạnh nhưng tăng 7% giá mục tiêu lên 39.200đ (tiềm năng tăng giá 44%) nhằm phản ánh việc HPG hưởng lợi từ quyết định áp thuế chống bán phá giá (tạm thời) đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc trong khi HRC của HPG bán tại thị trường châu Âu không phải chịu loại thuế này.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 được điều chỉnh tăng bình quân 4%, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 41% (đạt 17 nghìn tỷ đồng) và 27% (đạt 21,6 nghìn tỷ đồng). Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 39% (tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 36%).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, thấp hơn 14% so với bình quân 5 năm ở mức 11,9 lần – mức định giá rất thấp, do HPG có vẻ đang chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận tích cực.

Sự kiện: Phản ánh tác động từ việc công bố thuế CBPG mới

Việc áp thuế CBPG tạm thời (ở mức 19,38-27,83%) đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc từ ngày 8/3/2025 cùng với việc Ủy ban châu Âu (EC) gần đây công bố không áp thuế CBPG tạm thời đối với sản phẩm HRC của HPG vào thị trường EU (thuế CBPG áp dụng cho các nhà sản xuất thép khác tại Việt Nam là 12,1%). Quyết định này mang lại lợi thế lớn cho HPG

Tác động: Tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026

Nhằm phản ánh những diễn biến tích cực liên quan đến HPG, HSC tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, cho thấy mức tăng trưởng 41% (đạt 17 nghìn tỷ đồng) và 27% (đạt 21,6 nghìn tỷ đồng) lần lượt trong 2 năm. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 30 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 38,8%. Dự báo EPS mới của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 35,6%.

Chúng tôi tin rằng HPG sẽ cản trọng trong việc phản ánh bất kỳ ảnh hưởng nào từ việc áp dụng CBPG tạm thời (hoặc dài hạn) lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vào giá bán bình quân nhằm đảm bảo việc đưa công suất HRC mới vào thị trường thành công và phát huy tính bền vững, tạo ra mối quan hệ cùng có lợi giữa các bên tham gia thị trường. Trong ngắn hạn, lợi nhuận được dự báo sẽ dần cải thiện vì giá bán HRC đã được chốt đến tháng 4-5/2025. Tác động từ việc tăng giá bán HRC bình quân sẽ dần được nhận thấy từ tháng 5-6/2025 trở đi. Đáng lưu ý, công suất HRC mới của HPG dự kiến sẽ tăng dần nhờ giành thêm thị phần ở thị trường Mỹ và nhu cầu cải thiện tại thị trường trong nước.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,9 lần. Chúng tôi tăng 7% giá mục tiêu lên 39.200đ (tiềm năng tăng giá 44%) và duy trì khuyến nghị Mua vào mạnh. HSC tin rằng HPG mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn vì đáp ứng được các tiêu chí về triển vọng tươi sáng, chính sách hỗ trợ, mở rộng công suất kịp thời và có định giá hấp dẫn. HPG sẽ hưởng lợi nhiều hơn nữa từ việc thị trường có thể được nâng hạng vì Công ty đang có vị thế tốt để đón nhận dòng vốn chảy vào thị trường Việt Nam.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	16,431	21,588	29,603	37,430	43,664
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,835	12,020	16,972	21,621	30,000
EPS ĐC (đồng)	1,117	1,785	2,521	3,211	4,456
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000 ▼	1,000
BVPS (đồng)	17,674	17,878	19,899	22,110	25,566
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.5	10.7	7.80	6.01	4.80
P/E ĐC (lần)	24.4	15.3	10.8	8.49	6.12
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.83	3.67	3.67	3.67
P/B (lần)	1.54	1.52	1.37	1.23	1.07
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.4)	59.9	41.2	27.4	38.8
ROAE (%)	6.88	11.1	14.0	16.1	19.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Có vị thế tốt nhờ thuế CBPG (hiện tại), hỗ trợ triển vọng tươi sáng

Bất chấp lo ngại chung về tình trạng dư thừa công suất tại thị trường Trung Quốc, HPG vẫn là lựa chọn đầu tư hấp dẫn trong chu kỳ tăng trưởng đầu tư mạnh mẽ của Việt Nam. Với tư cách là nhà sản xuất VLXD hàng đầu, HPG đang có vị thế độc đáo để hưởng lợi từ đà tăng trưởng này. Việc đưa công suất mới vào thị trường một cách có chiến lược, đúng vào thời điểm các chính sách phòng vệ có tác động đến khả năng cạnh tranh của Trung Quốc, cho thấy triển vọng lợi nhuận tươi sáng, trong khi P/E dự phóng của cổ phiếu thấp hơn 12% bình quân 5 năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào mạnh, với giá mục tiêu mới là 39.200đ (tiềm năng tăng giá 44%). Khả năng được nâng hạng của TTCK Việt Nam sẽ giúp cổ phiếu HPG thêm hấp dẫn và thu hút được một nguồn vốn lớn.

Những cập nhật liên quan đến bối cảnh ngành

Có nhiều diễn biến liên quan đến ngành thép trong thời gian gần đây và có khả năng tác động đến HPG. HSC sẽ thảo luận nội dung này ở phần bên dưới và chia thành các nhóm thông tin tích cực, thông tin có khả năng tiêu cực hoặc thông tin trung lập.

Thông tin tích cực:

- Việc áp thuế CBPG tạm thời ở mức từ 19,38% đến 27,83% đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, bắt đầu từ ngày 8/3/2025 và có hiệu lực trong 120 ngày. Như đã đề cập trong [báo cáo phát hành ngày 26/2/2025](#), quyết định của cơ quan quản lý đã giúp cải thiện đáng kể vị thế của HPG trên thị trường HRC trong nước. Chúng tôi đang chờ phán quyết cuối cùng từ hoạt động điều tra CBPG, dự kiến sẽ được công bố trong Q3/2025 và dự kiến chính sách thuế này sẽ có hiệu lực lên đến 5 năm.
- Ấn Độ ngừng điều tra CBPG đối với HRC Việt Nam khi Việt Nam không áp thuế CBPG tạm thời đối với HRC nhập khẩu từ Ấn Độ.
- Gần đây, [Ủy ban châu Âu công bố mức thuế CBPG đối với sản phẩm HRC của HPG tại thị trường EU là 0%](#) (so với mức thuế 12,1% áp dụng cho các nhà sản xuất thép khác tại Việt Nam) trong khi áp mức thuế từ 6,9% đến 33% đối với HRC nhập khẩu từ Ai Cập và Nhật Bản. Với chính sách này, HPG có lợi thế cạnh tranh rất lớn trong bối cảnh cạnh tranh với các công ty cùng ngành.
- Việc chính phủ Mỹ tăng thuế thép nhập khẩu từ tất cả các nước lên mức 25% và không có trường hợp ngoại lệ đã tạo ra lợi thế cạnh tranh cho các sản phẩm thép Việt Nam vốn đã bị áp loại thuế này từ tháng 3/2018. Ngoài ra, giá HRC tại Mỹ tăng trong thời gian gần đây sau khi chính sách thuế được thay đổi cũng mang lại cơ hội cho HPG mở rộng thị trường xuất khẩu mới cho sản phẩm HRC.
- Trung Quốc đang cân nhắc cắt giảm sản lượng thép trong những năm tới do tình trạng dư thừa công suất ở mức cao cũng như tình hình suy thoái của thị trường trong nước kéo dài cùng với các biện pháp bảo hộ thương mại mạnh mẽ.

Tất cả các yếu tố trên có thể sẽ mang lại tác động tích cực cho HPG trong việc giảm áp lực cạnh tranh tại thị trường trong nước do công suất HRC mới của Công ty được đưa vào thị trường cũng như cơ hội mở rộng xuất khẩu sang các thị trường xuất khẩu mới cho sản phẩm thép/HRC.

Các luồng thông tin tiêu cực hoặc có khả năng tiêu cực

- Châu Âu đưa ra hạn ngạch bảo hộ mới cho việc nhập khẩu HRC từ Việt Nam ở mức trần là 13% thay vì 15% áp dụng cho từng nước trước đó theo tổng hạn ngạch cho "các nước khác". Từ đó, EU phải đề xuất phân bổ mới cho Việt Nam từ ngày 1/4/2025 đến ngày 30/6/2025 là 111.379 tấn/quý, giảm 19,7% so với quý trước. Nếu mức hạn ngạch hiện tại có hiệu lực đến ngày 30/6/2026, kim ngạch xuất khẩu HRC năm 2025 của Việt Nam sang châu Âu sẽ ở mức khoảng 472.904 tấn.

Bất chấp sản lượng xuất khẩu HRC từ Việt Nam còn ở mức thấp, kết quả này vẫn là yếu tố tích cực, do sản lượng xuất khẩu HRC sang EU của HPG đạt mức cao nhất vào năm 2023, với khoảng 350.000 tấn. Do châu Âu tiến hành điều tra CBPG

sản phẩm HRC từ đầu tháng 8/2024, sản lượng xuất khẩu HRC sang thị trường này trong năm 2024 ước đạt 225.177 tấn, giảm 36% Trong khi HPG được hưởng mức thuế CBPG 0% tại châu Âu (Formosa chịu mức thuế 12,1% tại thị trường này), chúng tôi tin rằng HPG sẽ có nhiều lợi thế hơn Formosa trong việc giành thêm nhiều thị phần HRC tại đây, nên tác động tiêu cực lên Công ty sẽ rất hạn chế.

- Việc Mỹ có khả năng công bố chính sách thuế quan mới vào tháng 4/2024 mang lại rủi ro cho Việt Nam do có thặng dư thương mại rất lớn với Mỹ. Tuy nhiên, để đánh giá chính xác tác động của việc này lên ngành thép Việt Nam, đặc biệt đối với HPG, chúng tôi cũng cần phải đánh giá việc áp thuế cho các nước khác. Chúng tôi chờ có thêm thông tin liên quan đến vấn đề này.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026

Nhằm phản ánh những tác động có khả năng xảy ra nhất, HSC điều chỉnh tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, cho thấy mức tăng trưởng 41% (đạt 16.972 tỷ đồng) và 27,4% (đạt 21.621 tỷ đồng) lần lượt trong 2 năm. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với 30 nghìn tỷ đồng lợi nhuận thuần, tăng trưởng 38,8%, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 35,6%.

Chúng tôi tin rằng HPG sẽ cẩn trọng trong việc phản ánh bất kỳ biện pháp thuế CBPG tạm thời hoặc có khả năng áp dụng nào đối với HRC vào giá bán bình quân nhằm đảm bảo việc vừa đưa công suất HRC mới vào thị trường thành công và vừa phát huy tính bền vững, tạo ra mối quan hệ cùng có lợi giữa các bên tham gia thị trường.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, lợi nhuận được dự báo sẽ dần cải thiện nhờ giá bán HRC đã được chốt đến tháng 4-5/2025. Tác động từ việc tăng giá bán HRC bình quân có khả năng sẽ dần được nhận thấy từ tháng 5-6/2024 trở đi. Ngoài ra, công suất/sản lượng HRC mới của HPG dự kiến sẽ tăng dần nhờ giành thêm thị phần ở thị trường Mỹ và nhu cầu cải thiện tại thị trường trong nước.

Từ đó, chúng tôi dự báo KQKD hằng quý trong năm 2025 sẽ dần cải thiện. KQKD trong quý đầu tiên của năm 2025 sẽ không bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế CBPG, trong khi quý 2 có 2 tháng bị ảnh hưởng, và tác động đầy đủ sẽ được ghi nhận từ nửa cuối năm 2025 trở đi.

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, HPG

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 lên bình quân 4%

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024A	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	138,855	136,719	169,992	210,935	164,783	203,803	236,373	+1.6%	-3.1%	-3.4%	18.7%	23.7%	16.0%
Lợi nhuận thuần	12,020	12,066	16,200	20,935	16,972	21,621	30,000	-0.4%	4.8%	3.3%	41.2%	27.4%	38.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Giả định sản lượng tiêu thụ, HPG

HRC được kỳ vọng sẽ là động lực chính thúc đẩy sản lượng tăng nhờ công suất mới ...

Tấn	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	4,482,719	4,977,439	5,439,178	5,845,508
Phôi thép	706,899	250,000	0	0
HRC	2,925,137	4,680,219	6,786,318	8,143,581
Ông thép	706,938	777,632	855,395	940,934
Tồn mạ	446,411	513,373	564,710	621,181

Nguồn: HPG, HSC

Bảng 3: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, HPG

...trong khi sản lượng các dòng sản phẩm khác tăng trưởng ổn định

	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	18.3%	11.0%	9.3%	7.5%
Phôi thép	409.8%	-64.6%	-100.0%	N/a
HRC	4.6%	60.0%	45.0%	20.0%
Ông thép	3.3%	10.0%	10.0%	10.0%
Tồn mạ	35.6%	15.0%	10.0%	10.0%

Nguồn: HPG, HSC

Bảng 4: Sản lượng HRC, HPG

Chúng tôi giả định công suất của nhà máy HPG sẽ dần cải thiện qua thời gian, và sẽ đạt 100% vào năm 2028

Tấn	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng tiêu thụ HRC	2,925,137	4,680,219	6,786,318	8,143,581	8,672,914
Tăng trưởng	4.6%	60.0%	45.0%	20.0%	6.5%
P1 DQSC	2,925,137	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
P2 DQSC	0	1,680,219	3,786,318	5,143,581	5,672,914
Công suất HRC (công suất mới từ năm 2025)	3,000,000	5,800,000	8,600,000	8,600,000	8,600,000
Công suất sản xuất HRC	97.5%	80.7%	78.9%	94.7%	100.8%

Nguồn: HPG, HSC

Bảng 5: Giả định giá bán bình quân, HPG

Chúng tôi giả định giá thép xây dựng sẽ đi ngang, và giá HRC sẽ giảm 5% so với năm trước...

Triệu đồng/tấn	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	14.1	14.1	14.4	14.7
HRC	14.9	14.1	14.4	14.7

Nguồn: HPG, HSC

Bảng 6: Giả định tăng trưởng giá bán bình quân, HPG

...do tác động của thuế chống bán phá giá lên HRC nhập khẩu sẽ phản ánh từ T5/2025

	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	-3.5%	0.0%	2.0%	2.0%
HRC	-5.9%	-5.4%	2.0%	2.0%

Nguồn: HPG, HSC

Bảng 7: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HPG

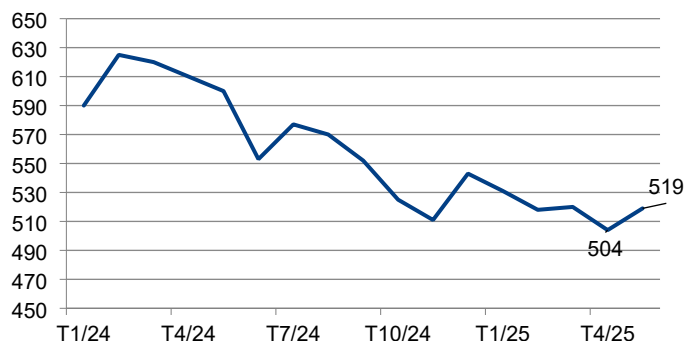
HSC giả định tỷ suất lợi nhuận sẽ mở rộng trong vòng 3 năm tới, do tác động của thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu và công suất của nhà máy DQSC giai đoạn 2 được cải thiện

	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.3%	15.8%	16.1%	16.8%
Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
Tỷ suất LNTT	9.9%	11.3%	11.5%	13.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.7%	10.3%	10.6%	12.7%

Nguồn: HPG, HSC

Biểu đồ 8: Giá HRC (USD/tấn), HPG

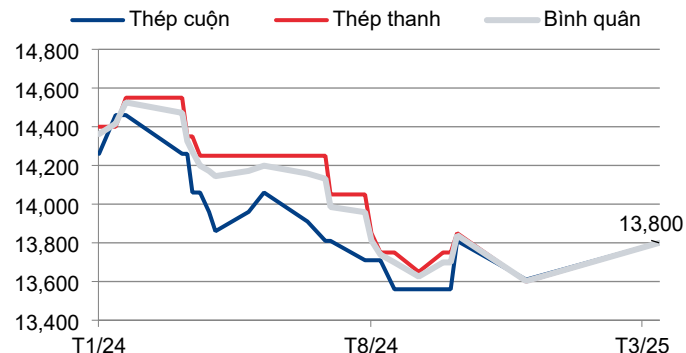
Giá của các đơn hàng T5/2025 đã tăng 3% so với tháng trước



Nguồn: HPG, HSC

Biểu đồ 9: Giá thép xây dựng (đồng/kg), HPG

Cải thiện khoảng 1,5% so với đầu năm



Nguồn: HPG, HSC

Biểu đồ 10: Giá than cốc (USD/tấn), Australia

Từ đầu năm, giá than cốc đã giảm 15% xuống mức 176 USD/tấn



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 11: Giá quặng sắt 62% Fe (USD/tấn), Australia

Giá quặng sắt ổn định ở mức 100USD/tấn từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, HSC

Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Các giả định về sản lượng tiêu thụ:** HSC dự báo sản lượng tiêu thụ HRC sẽ tăng 60%/45%/20% lần lượt trong 3 năm 2025/2026/2027, đạt 4,7/6,8/8,1 triệu tấn nhờ sự kết hợp của sự cải thiện thị trường trong nước, thị trường xuất khẩu mới và bổ sung thêm công suất mới từ năm 2025. Chúng tôi cũng dự báo sản lượng tiêu thụ thép xây dựng/tôn mạ/ống thép sẽ tăng 10-15% cho mỗi phân khúc sản phẩm trong năm 2025. Trong dài hạn, do thiếu hụt công suất thép xây dựng, tốc độ tăng trưởng hàng năm sẽ ở mức cao của 1 con số, nhưng vẫn vững chắc với 10%/năm đối với các sản phẩm tôn mạ và ống thép.
- Các giả định giá bán bình quân:** Nhờ được bán với giá giao ngay và được bảo hộ bởi thuế nhập khẩu (bao gồm thuế nhập khẩu và thuế tự vệ, lên đến 21%), giá thép xây dựng ổn định hơn giá HRC vốn có liên hệ mật thiết với giá toàn cầu. Chúng tôi dự báo giá thép thanh xây dựng sẽ ở mức 14,1 triệu đồng/tấn trong năm 2025. Giá HRC đã được chốt đến tháng 4-5/2025 thông qua các hợp đồng đã ký cho 2 tháng, nên thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lên hợp đồng kể từ tháng 5-6/2025. Theo đó, chúng tôi dự báo giá HRC năm 2025 sẽ giảm 5,4% so với cùng kỳ xuống 14,1 triệu đồng/tấn. Tuy nhiên, lợi ích từ việc áp thuế CBPG tạm thời mới sẽ được phản ánh vào KQKD từ nửa cuối năm 2025 trở đi. Cho năm 2026-2027, chúng tôi giả định giá bán bình quân sẽ tăng 2% mỗi năm.
- Các giả định tỷ suất lợi nhuận gộp:** Lưu ý, quặng sắt và than cốc chiếm đến 70% chi phí sản xuất/đơn vị sản phẩm của HPG. Việc giá than cốc giảm trong thời gian gần đây (giảm 15% kể từ đầu năm xuống chỉ còn 176 USD/tấn) cũng đã hỗ trợ HPG mở rộng tỷ suất lợi nhuận, đặc biệt trong bối cảnh áp thuế CBPG tạm thời lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc tại thị trường trong nước, nên giá bán bình quân sẽ được bảo vệ. Dựa trên những diễn biến trên, HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025/2026/2027 sẽ đạt lần lượt 15,8%/16,1%/16,8% (từ mức 13,3% trong năm 2024).
- Đối với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu,** HSC dự báo tỷ lệ này trong năm 2025/2026/2027 sẽ đạt 3%/3%/3%, cao hơn mức 2,8% trong năm 2024 do chúng tôi tin rằng chi phí bán hàng của Công ty sẽ tăng, phục vụ cho việc đẩy mạnh công suất HRC mới trong giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 7% giá mục tiêu lên 39.200đ (tiềm năng tăng giá 44%). HPG có vẻ đang có vị thế tốt để tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2025, nhờ công suất sản xuất HRC được mở rộng và chính sách đẩy mạnh phát triển hạ tầng của Chính phủ. Việc áp thuế CBPG tạm thời lên HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, với khả năng mở rộng việc áp thuế này lên thêm 5 năm, bắt đầu từ Q3/2025 được dự báo sẽ thúc đẩy đáng kể đà tăng trưởng lợi nhuận của HPG trong 3 năm tới. HSC nhận thấy HPG có nhiều yếu tố thuận lợi hơn rủi ro ở giai đoạn này.

Chúng tôi tái khẳng định khuyến nghị Mua vào mạnh và giữ nguyên giả định WACC ở mức 11,9%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% và hệ số beta 1,4 lần. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 2%.

Bảng 12: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HPG

Dự báo dòng tiền thuần của HPG sẽ đảo chiều từ năm 2025 trở đi

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	12,020	16,972	21,621	30,000	37,322
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	2,008	2,770	3,612	3,371	3,292
+ Khấu hao	5,804	8,519	10,646	10,966	11,078
- Thay đổi vốn lưu động	(9,840)	(7,548)	(15,070)	(15,226)	(17,328)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(38,885)	(11,250)	(2,309)	(1,213)	(2,080)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	(28,894)	9,463	18,500	27,898	32,283

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HPG

Giữ nguyên giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ ở mức lần lượt là 14,5% và 6,2%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	1.4
Chi phí vốn CSH	14.5%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	11.3%
Chi phí nợ sau thuế	6.2%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Cơ cấu nguồn vốn và WACC, HPG

WACC không đổi ở mức 11,9%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	69.2%
Nợ / Tổng nguồn vốn	30.8%
WACC	11.9%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Định giá DCF, HPG

Nâng 7% giá mục tiêu lên 39.200đ (tiềm năng tăng giá 44%)

Năm	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	9,463	18,500	27,898	32,283
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)				2%
Giá trị dài hạn				330,978
Dòng tiền tương lai	9,463	18,500	27,898	363,262
Giá trị hiện tại	9,463	16,525	22,260	258,916
Giá trị của doanh nghiệp	307,164			
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028F	71,258			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	235,906			
Trừ: Tổng nợ	(92,853)			
Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	36,572			
Giá trị của vốn CSH	250,882			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	6,396			
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	39,223			

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), HPG

Kịch bản cơ sở của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	38,559	36,993	35,526	34,150	32,856
	1.5%	40,596	38,884	37,286	35,791	34,390
	2.0%	42,854	40,973	39,223	37,592	36,067
	2.5%	45,369	43,291	41,365	39,577	37,910
	3.0%	48,189	45,878	43,747	41,775	39,945

Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG

... thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 11,9 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 11,9 lần. HSC cho rằng cổ phiếu HPG xứng đáng được giao dịch với mức giá cao hơn so với bình quân quá khứ nhờ có triển vọng tươi sáng, với lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 35,6%.

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo đến từ (1) nhu cầu thép trên toàn cầu giảm; (2) có thêm các cuộc điều tra CBPG đối với thép Việt Nam trên toàn cầu, (3) Mỹ công bố mức thuế cao hơn đối với Việt Nam vào tháng 4/2025 và (4) thuế CBPG tạm thời không được gia hạn và không áp loại thuế này cho kỳ hạn dài hơn trong Q3/2025.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	118,953	138,855	164,783	203,803	236,373
Lợi nhuận gộp	12,938	18,498	26,014	32,886	39,776
Chi phí BH&QL	(3,269)	(3,883)	(4,960)	(6,134)	(7,115)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	9,669	14,615	21,054	26,752	32,661
Lãi vay thuần	(2,018)	(1,348)	(2,435)	(3,291)	(449)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	142	426	33.0	40.8	47.3
LN TT	7,793	13,693	18,652	23,502	32,260
Chi phí thuế TNDN	(992)	(1,673)	(1,679)	(1,880)	(2,258)
Lợi ích cổ đông thiểu số	34.7	(0.42)	(0.60)	(0.76)	(1.05)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,835	12,020	16,972	21,621	30,000
Lợi nhuận thuần ĐC	6,493	11,419	16,124	20,540	28,500
EBITDA ĐC	16,431	21,588	29,603	37,430	43,664
EPS (đồng)	1,175	1,879	2,653	3,380	4,690
EPS ĐC (đồng)	1,117	1,785	2,521	3,211	4,456
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,815	6,396	6,396	6,396	6,396
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,815	6,396	6,396	6,396	6,396
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,815	6,396	6,396	6,396	6,396

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	12,252	6,888	20,093	9,642	18,946
Đầu tư ngắn hạn	22,177	18,975	16,478	20,380	28,365
Phải thu khách hàng	10,702	7,622	14,830	20,380	26,001
Hàng tồn kho	34,504	46,521	48,611	61,141	70,912
Các tài sản ngắn hạn khác	3,081	7,073	8,239	10,190	14,182
Tổng tài sản ngắn hạn	82,716	87,079	108,252	121,734	158,406
TSCĐ hữu hình	97,886	130,994	133,707	125,349	115,574
TSCĐ vô hình	211	184	203	223	245
Bất động sản đầu tư	594	560	530	496	460
Đầu tư dài hạn	40.0	137	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	6,335	5,537	6,293	7,763	8,991
Tổng tài sản dài hạn	105,066	137,411	140,731	133,832	125,270
Tổng cộng tài sản	187,783	224,490	248,984	255,566	283,676
Nợ ngắn hạn	54,982	55,883	57,674	61,141	66,184
Phải trả người bán	12,387	14,110	16,478	20,380	23,637
Nợ ngắn hạn khác	2,457	3,029	3,114	3,475	3,794
Tổng nợ ngắn hạn	71,513	75,503	80,211	88,639	97,841
Nợ dài hạn	10,399	27,080	35,179	19,189	15,991
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	30.0	29.3	0	0	0
Nợ dài hạn khác	2,948	7,162	6,019	6,021	6,022
Tổng nợ dài hạn	13,378	34,271	41,199	25,209	22,013
Tổng nợ phải trả	84,946	109,842	121,410	113,848	119,853
Vốn chủ sở hữu	102,771	114,355	127,280	141,424	163,528
Lợi ích cổ đông thiểu số	65.8	293	293	294	295
Tổng vốn chủ sở hữu	102,836	114,647	127,574	141,718	163,823
Tổng nợ phải trả và VCSH	187,783	224,490	248,984	255,566	283,676
BVPS (đ)	17,674	17,878	19,899	22,110	25,566
Nợ thuần*/(tiền mặt)	53,129	76,075	72,760	70,687	63,229

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	9,669	14,615	21,054	26,752	32,661
Khấu hao	(6,762)	(6,973)	(8,549)	(10,679)	(11,003)
Lãi vay thuần	(2,018)	(1,348)	(2,435)	(3,291)	(449)
Thuế TNDN đã nộp	(560)	(937)	(1,679)	(1,880)	(2,258)
Thay đổi vốn lưu động	(6,218)	(13,845)	(16,910)	(28,883)	(25,683)
Khác	(4,595)	(2,067)	(3,422)	(4,289)	(3,971)
LCT thuần từ HKKD	8,643	7,027	10,636	6,305	15,376
Đầu tư TS dài hạn	(17,374)	(35,479)	(11,250)	(2,309)	(1,213)
Góp vốn & đầu tư	(37,581)	(27,817)	2,468	(3,941)	(8,017)
Thanh lý	42,960	33,152	519	675	597
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(11,995)	(30,143)	(8,263)	(5,575)	(8,633)
Cổ tức trả cho CSH	(8.01)	(4.97)	(3,198)	(6,396)	(6,396)
Thu từ phát hành CP	(1.64)	233	0	0	0
Tăng/giảm nợ	7,285	17,524	14,031	(4,785)	8,957
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	7,276	17,752	10,833	(11,181)	2,561
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,325	12,252	6,888	20,093	9,642
LCT thuần trong kỳ	3,924	(5,365)	13,206	(10,451)	9,304
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.86	0.49	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	12,252	6,888	20,093	9,642	18,946
Dòng tiền tự do	(8,731)	(28,452)	(614)	3,996	14,162

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	10.9	13.3	15.8	16.1	16.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	13.8	15.5	18.0	18.4	18.5
Tỷ suất LNT (%)	5.75	8.66	10.3	10.6	12.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.7	12.2	9.00	8.00	7.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(15.9)	16.7	18.7	23.7	16.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(17.4)	31.4	37.1	26.4	16.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(19.4)	75.9	41.2	27.4	38.8
Tăng trưởng EPS (%)	(19.4)	59.9	41.2	27.4	38.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(19.4)	59.9	41.2	27.4	38.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	26.6	37.7	29.6	21.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.88	11.1	14.0	16.1	19.7
ROACE (%)	8.62	11.0	13.3	15.9	18.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.66	0.67	0.70	0.81	0.88
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.89	0.48	0.51	0.24	0.47
Số ngày tồn kho	119	141	128	131	132
Số ngày phải thu	36.8	23.1	39.0	43.5	48.3
Số ngày phải trả	42.6	42.8	43.3	43.5	43.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.4	67.2	57.9	50.7	39.4
Nợ/tài sản (%)	35.2	37.3	37.6	31.9	29.4
EBIT/lãi vay (lần)	4.79	10.8	8.65	8.13	72.8
Nợ/EBITDA (lần)	4.02	3.88	3.17	2.18	1.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.16	1.15	1.35	1.37	1.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.59	1.67	1.40	1.10	0.89
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.5	10.7	7.80	6.01	4.80
P/E (lần)	23.2	14.5	10.3	8.06	5.81
P/E ĐC (lần)	24.4	15.3	10.8	8.49	6.12
P/B (lần)	1.54	1.52	1.37	1.23	1.07
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.83	3.67	3.67	3.67

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn