CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) MUA +38,0%

Ngành	**Thép**
Ngày báo cáo	**10/11/2025**
Giá hiện tại	26.450 VND
Giá mục tiêu	**35.700 VND**
Giá mục tiêu gần nhất*	35.300 VND
TL tăng	+35,0%
Lợi suất cổ tức	3,0%
Tổng mức sinh lời	**+38,0%**

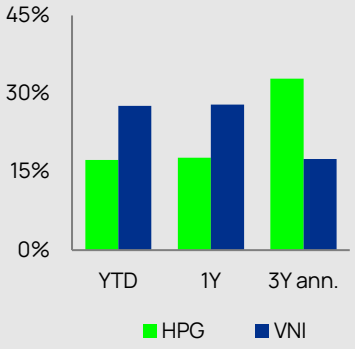
GT vốn hóa	205,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	55,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	1,4 nghìn tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	7,7 tỷ
Pha loãng	7,7 tỷ

	HPG	VNI
P/E (trượt)	13,9x	14,8x
P/B (hiện tại)	1,6x	1,8x
ROE	12,0%	12,8%
ROA	6,1%	2,0%

Tổng quan Công ty

HPG là công ty sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các dòng sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng (công suất 5,8 triệu tấn/năm), HRC (công suất dự kiến năm 2025 là 8,4 triệu tấn từ Nhà máy DQ1 và DQ2), tôn mạ (công suất 400.000 tấn/năm), và ống thép (1,0 triệu tấn/năm).

Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	138.855	151.338	186.166	212.044
% YoY	17%	9%	23%	14%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	12.020	16.003	21.714	26.857
% YoY	76%	33%	36%	24%
EPS % YoY	76%	33%	36%	24%
Biên LN gộp	13,3%	16,7%	17,6%	18,6%
Biên EBITDA	15,5%	20,5%	21,6%	22,3%
Biên LN từ HĐKD	10,5%	13,6%	14,7%	15,8%
Biên LN ròng	8,7%	10,6%	11,7%	12,7%
DTTD/Doanh thu	-18,3%	7,1%	4,4%	8,8%
EV/EBITDA	12,3x	8,6x	6,6x	5,6x
P/E	17,5x	13,1x	9,7x	7,8x
P/B	1,8x	1,6x	1,4x	1,2x
ROE	11,1%	13,1%	15,8%	17,4%

Triển vọng tích cực được hỗ trợ bởi các yếu tố thuận lợi trong nước và quốc tế

- Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) và duy trì giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 35.700 đồng/CP. Việc điều chỉnh giá mục tiêu phản ánh việc điều chỉnh giảm 2–3%/năm đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030, chủ yếu đến từ mức giảm 2–3%/năm đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng thép, được bù đắp bởi việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026. Mức giảm trong lợi nhuận mảng thép chủ yếu xuất phát từ việc điều chỉnh giảm doanh thu thép xây dựng, do KQKD trong 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025) thấp hơn kỳ vọng. Dự báo đối với HRC gần như không thay đổi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025, chủ yếu do mức giảm 3%/21% trong lợi nhuận mảng thép/nông nghiệp, một phần được bù đắp bởi mức tăng 28% trong lợi nhuận mảng bất động sản (BĐS). Việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận mảng thép chủ yếu đến từ mức giảm 5% trong doanh thu thép xây dựng (do sản lượng thấp hơn kỳ vọng), được bù đắp bởi mức tăng 3% trong doanh thu HRC (do nâng giả định giá bán trung bình). Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm biên LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 khoảng 20 điểm cơ bản, chủ yếu phản ánh mức giảm tương ứng đối với biên lợi nhuận mảng thép do KQKD quý 3 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- Ở mức giá hiện tại, HPG đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 9,6 lần - hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026 dự kiến đạt 36% YoY và tốc độ tăng trưởng kép trong giai đoạn 2025–2028 đạt mức 25%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương P/E dự phóng năm 2026 ở mức 13,1 lần, tương ứng +0,75 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 10 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý khi xét đến triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ với LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng tăng lần lượt 33%/36%/24%/16% trong giai đoạn 2025-28.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Giá thép phục hồi mạnh hơn dự kiến; HRC khổ rộng bị áp thuế chống bán phá giá.
- **Rủi ro:** Cạnh tranh từ HRC khổ rộng Trung Quốc; điều kiện thời tiết bất lợi ảnh hưởng đến hoạt động xây dựng, qua đó tác động đến sản lượng tiêu thụ và giá bán thép xây dựng trong nước.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng ngắn và trung hạn của HPG, dựa trên các yếu tố hỗ trợ từ cả trong và ngoài nước. Các yếu tố hỗ trợ trong nước đối với thép xây dựng bao gồm sự phục hồi của thị trường BĐS và việc chi ngân sách cho đầu tư hạ tầng đạt mức cao kỷ lục. Đối với HRC, các động lực tăng trưởng bao gồm nhà máy DQ2 và việc áp thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với HRC nhập khẩu. Các yếu tố hỗ trợ từ thị trường nước ngoài bao gồm: (1) sự phục hồi dần của giá thép tại Trung Quốc nhờ chính sách chống cạnh tranh tiêu cực nhằm hạn chế tình trạng dư cung và (2) sự gia tăng của nguồn cung quặng sắt trong giai đoạn 2026-27 khi dự án Simandou đi vào hoạt động từ tháng 11/2025. Đối với ý (1) đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng, trong ngắn hạn, giá thép sẽ phục hồi dần nhưng sẽ có nhiều biến động, do việc cắt giảm nguồn cung cần thời gian để phát huy hiệu quả trong khi nhu cầu BĐS tại Trung Quốc vẫn ở mức yếu; tuy nhiên, đà phục hồi được dự báo sẽ mạnh hơn trong trung-dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng

chu kỳ tăng mới của giá thép Trung Quốc sẽ kéo giá thép Việt Nam tăng theo, qua đó hỗ trợ đà tăng trưởng của biên lợi nhuận và lợi nhuận của các doanh nghiệp thép như HPG.

Điều tra về hành vi lẩn tránh thuế CBPG AD20 đối với HRC khổ rộng có nguồn gốc từ Trung Quốc đã được khởi xướng vào cuối tháng 10: Chúng tôi đánh giá đây là một diễn biến tích cực. Nếu các mức thuế mới được áp dụng, HPG sẽ được hưởng lợi cả về sản lượng bán HRC và giá bán trung bình nhờ sự sụt giảm áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu giá rẻ. Hiện tại, chúng tôi vẫn chưa đưa yếu tố này vào mô hình dự báo và đang chờ quyết định cuối cùng từ cơ quan quản lý.

IPO của Hòa Phát Nông nghiệp (mã: HPA) dự kiến sẽ diễn ra vào tháng 12/2025: HPA hiện có vốn điều lệ là 2,55 nghìn tỷ đồng và được HPG sở hữu khoảng 95% cổ phần. Quy mô chào bán là 30 triệu cổ phiếu. HPA đang hoạt động trong 4 mảng: (1) sản xuất thức ăn chăn nuôi (khoảng 30% doanh thu năm 2024), (2) chăn nuôi heo (~40%), (3) chăn nuôi bò (~20%), và (4) gia cầm và trứng (~10%). HPA hiện vận hành theo mô hình nông nghiệp tích hợp dọc 2F (Feed-Farm/Thức ăn chăn nuôi – Trang trại), tức tự sản xuất thức ăn cho các trang trại của mình và bán phần dư ra thị trường.

Triển vọng năm 2025: Quý 4 dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ

Hình 1: Dự báo năm 2025 đối với HPG của Vietcap

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025 cũ	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2025 mới/ KQ 2024	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	**138.855**	**153.688**	**151.338**	**9%**	**-2%**	
- Thép	129.866	144.154	141.875	9%	-2%	
- Thép xây dựng	65.235	73.520	69.698	7%	-5%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2025 xuống mức +9% YoY (từ mức +15%) do KQKD yếu hơn kỳ vọng trong quý 3, cùng với ghi nhận của chúng tôi về tần suất bão/lũ/mưa lớn bất thường trên cả nước trong tháng 10 – khả năng cao sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng bán hàng trong đầu quý 4. Dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về đà tăng trưởng của sản lượng bán hàng trong tổng quý 4, nhờ được hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng tăng cao và hoạt động đầu tư công mạnh mẽ diễn ra vào cuối năm (do kết quả giải ngân 9T mới chỉ hoàn thành khoảng 50% kế hoạch cả năm). Do đó, chúng tôi vẫn dự báo sản lượng quý 4 sẽ tăng 17% QoQ và 28% YoY. Đồng thời, chúng tôigiữ nguyên dự báo về tăng trưởng giá bán trung bình.
- HRC	38.758	49.400	50.944	31%	3%	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng sản lượng bán HRC ở mức 72% YoY. Giai đoạn 2 của dự án đã đi vào hoạt động trong tháng 9/2025 đúng như dự kiến. Chúng tôi giả định nhà máy mới sẽ vận hành với hiệu suất hoạt động ở mức 60% trong quý 4/2025. * Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng giá bán HRC trung bình cả năm lên mức -1% (từ -4%), nhằm phản ánh đợt tăng giá bán mà HPG đã công bố trong quý 3. Các đợt tăng giá này dự kiến sẽ được ghi nhận vào KQKD quý 4 do đây là các đơn hàng giao sau (forward shipments) (**Hình 10**). Tác động này sẽ được khuếch đại bởi mức tăng sản lượng đáng kể của quý 4 (quý đầu tiên ghi nhận đóng góp toàn quý của DQSC2 – Giai đoạn 2), qua đó hỗ trợ cho mức tăng giá bán HRC trung bình trong cả năm.
- Các sản phẩm thép khác	25.872	21.234	21.234	-18%	0%	
- Bất động sản	2.082	728	1.145	-45%	57%	* Lần lượt cao hơn/thấp hơn so với dự báo trước đây, do KQKD 9T 2025 cao hơn/thấp hơn kỳ vọng.
- Nông nghiệp	6.907	8.806	8.318	20%	-6%	
Lợi nhuận gộp	**18.498**	**26.372**	**25.267**	**37%**	**-4%**	
Chi phí SG&A	-3.883	-4.675	-4.677	20%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**14.615**	**21.697**	**20.590**	**41%**	**-5%**	
Thu nhập tài chính	2.619	2.060	2.294	-12%	11%	* Dự báo được điều chỉnh tăng nhờ KQKD tích cực hơn dự kiến trong quý 3, chủ yếu đến từ sự gia tăng của thu nhập lãi tiền gửi, khi HPG tăng mức phân bổ vào tiền gửi kỳ hạn 6 tháng, trong bối cảnh lãi suất kỳ hạn này cũng gia tăng.
Chi phí tài chính	-3.967	-4.256	-4.182	5%	-2%	
Khác	426	100	125	-71%	25%	* Dự báo được tăng nhờ KQKD quý 3 tốt hơn kỳ vọng.
LNTT	13.694	19.600	18.827	37%	-4%	
LNST	12.020	16.660	16.003	33%	-4%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**12.020**	**16.660**	**16.003**	**33%**	**-4%**	* Dự báo của chúng tôi tương ứng với mức tăng trưởng 11% QoQ và 57% YoY trong quý 4.
- Thép	10.140	13.953	13.494	33%	-3%	
- Bất động sản	849	778	992	17%	28%	
- Nông nghiệp	1.031	1.930	1.517	47%	-21%	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi*	**11.698**	**16.660**	**16.003**	**37%**	**-4%**	
Biên lợi nhuận gộp	13,3%	17,2%	16,7%			* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do biên lợi nhuận gộp quý 3 giảm nhẹ so với dự kiến. * Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp quý 4 sẽ mở rộng QoQ và YoY. Mức tăng YoY được thúc đẩy bởi việc giá đầu vào giảm nhanh hơn so với giá đầu ra (**Hình 15**). Mức tăng trưởng QoQ được hỗ trợ bởi (1) giá quặng sắt đầu vào giảm do nguồn cung mới từ dự án Simandou sẽ được đưa ra thị trường từ tháng 11 (chi tiết tại **trang 13**), (2) giá thép xây dựng cải thiện QoQ nhờ nhu cầu xây dựng tăng theo mùa, và (3) mức tăng giá bán HRC (đã được công bố trong quý 3) dự kiến sẽ được ghi nhận vào KQKD quý 4.
Chi phí SG&A/doanh thu	2,8%	3,0%	3,1%			* Cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi do KQKD 9T cao hơn nhẹ so với kỳ vọng.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10,5%	14,1%	13,6%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	**8,7%**	**10,8%**	**10,6%**			* Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo biên lợi nhuận ở cả ba mảng do KQKD quý 3 thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng.
- Thép	7,8%	9,7%	9,5%			
- Bất động sản	40,8%	106,8%	86,6%			
- Nông nghiệp	14,9%	21,9%	18,2%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**8,4%**	**10,8%**	**10,6%**			
- Thép*	7,6%	9,7%	9,5%			
- Bất động sản	40,8%	106,8%	86,6%			
- Nông nghiệp	14,9%	21,9%	18,2%			

Nguồn: Báo cáo Tài chính của HPG, Vietcap. *Lưu ý: Không bao gồm khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn khỏi tài sản liên quan đến mảng thép trong quý 1/2024 (trị giá 365 tỷ đồng) – được ghi nhận tại mục "thu nhập khác"

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng hơn 30%, được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng của cả sản lượng và biên lợi nhuận của mảng thép

Hình 2: Dự báo năm 2026 đối với HPG của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2025 mới	Dự báo 2026 cũ	Dự báo 2026 mới	Dự báo 2026 mới YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	**151.338**	**187.199**	**186.166**	**23%**	**-1%**	
- Thép	141.875	177.334	176.689	25%	0%	
- Thép xây dựng	69.698	82.901	80.022	15%	-3%	* Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng sản lượng bán lên mức 12% (từ 10%) do mức nền thấp hơn của năm 2025 (năm được ghi nhận với tần suất mưa, lũ xảy ra dày đặc). Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng giá bán trung bình ở mức 2,5%.
- HRC	50.944	71.529	73.764	45%	3%	* Tăng trưởng mạnh YoY, được dẫn dắt bởi việc DQSC2 giai đoạn 1 tăng hiệu suất hoạt động lên 80% (so với mức 60% dự kiến trong năm 2025); mức đóng góp cả năm từ DQSC2 giai đoạn 2 (với hiệu suất hoạt động 60%), cùng với sự gia tăng của giá bán trung bình, nhờ được hưởng lợi từ việc giá thép tại Trung Quốc phục hồi.
- Các sản phẩm thép khác	21.234	22.903	22.903	8%	0%	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo rằng mức tăng trưởng sản lượng bán và giá bán trung bình sẽ ở mức một chữ số.
- Bất động sản	1.145	801	1.202	5%	50%	
- Nông nghiệp	8.318	9.064	8.275	-1%	-9%	
Lợi nhuận gộp	**25.267**	**33.651**	**32.817**	**30%**	**-2%**	
Chi phí SG&A	-4.677	-5.297	-5.511	18%	4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	**20.590**	**28.354**	**27.305**	**33%**	**-4%**	
Thu nhập tài chính	2.294	2.099	2.344	2%	12%	* Dự báo năm 2026 tăng do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo năm 2025.
Chi phí tài chính	-4.182	-4.380	-4.228	1%	-3%	
Khác	125	100	125	0%	25%	
LNTT	18.827	26.173	25.546	36%	-2%	
LNST	16.003	22.247	21.714	36%	-2%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**16.003**	**22.247**	**21.714**	**36%**	**-2%**	
- Thép	13.494	20.122	20.051	49%	0%	
- Bất động sản	992	339	412	-58%	21%	* Dự báo năm 2026 tăng do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo năm 2025.
- Nông nghiệp	1.517	1.786	1.251	-18%	-30%	* Dự báo năm 2026 thấp hơn do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo năm 2025.
Biên lợi nhuận gộp	16,7%	18,0%	17,6%			
Chi phí SG&A/doanh thu	3,1%	2,8%	3,0%			* Dự báo năm 2026 cao hơn vì chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo năm 2025.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	13,6%	15,1%	14,7%			
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	**10,6%**	**11,9%**	**11,7%**			
- Thép	9,5%	11,3%	11,3%			* Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận mảng thép sẽ ghi nhận đà tăng trưởng YoY, được hỗ trợ bởi: (1) sự gia tăng của giá bán thép nhờ chính sách cắt giảm sản lượng tại Trung Quốc (xem thêm chi tiết tại Báo cáo Ngành Thép: Chính sách "chống cạnh tranh tiêu cực" của Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự phục hồi của toàn ngành thép, công bố ngày 12/08/2025), và (2) diễn biến thuận lợi của giá quặng sắt nhờ sự gia tăng nguồn cung tại Australia, Brazil và châu Phi. * Theo DISR*, Australia và Brazil (hai quốc gia khai thác quặng sắt lớn nhất thế giới) dự kiến sẽ tăng sản lượng xuất khẩu quặng sắt trong giai đoạn 2026-27, với tốc độ tăng trưởng trung bình ở mức xấp xỉ 1,3%/năm. * Tại châu Phi, mỏ quặng sắt Simandou sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 11/2025. Simandou hiện là một trong những mỏ quặng sắt chưa khai thác lớn nhất thế giới, với trữ lượng hơn 2,0 tỷ tấn quặng hàm lượng cao (~65% Fe). Theo Bloomberg, sản lượng dự kiến sẽ ở mức 60 triệu tấn trong năm 2026, và sẽ tăng lên mức công suất tối đa 120 triệu tấn từ năm 2027 trở đi. Tại mức công suất 120 triệu tấn, Simandou dự kiến sẽ cung cấp khoảng 10% lượng quặng sắt nhập khẩu qua đường biển hàng năm của Trung Quốc (tương đương khoảng 7,5% lượng giao dịch quặng sắt đường biển trên toàn cầu). Đây là mức đóng góp khá đáng kể.
- Bất động sản	86,6%	42,4%	34,3%			* Giả định sẽ trở lại mức bình thường từ mức nền cao của năm 2025.
- Nông nghiệp	18,2%	19,7%	15,1%			* Giả định sẽ trở lại mức bình thường từ mức nền cao của năm 2025

Nguồn: Vietcap. * DISR: Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên của Úc.

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

Sản lượng bán hàng của HPG (nghìn tấn)	Q3 2024	Q2 2025	Q3 2025	Q3 2025 QoQ	Q3 2025 YoY	9T 2024	9T 2025	9T 2025 YoY	Dự báo 2025 mới	9T 2025/ dự báo 2025 mới
Thép xây dựng	1.096	1.277	1.063	-17%	-3%	3.323	3.531	6%	4.890	72%
HRC	739	1.174	1.266	8%	71%	2.268	3.434	51%	5.040	68%
Ống thép	185	217	225	4%	22%	504	628	25%	780	80%
Tôn mạ	123	111	120	9%	-2%	345	320	-7%	380	84%

Nguồn: VSA, Vietcap

Cập nhật công suất sản xuất thép của HPG

Nhà máy DQ2 sản xuất HRC:

Giai đoạn 1 đã đi vào vận hành vào tháng 3/2025, và Giai đoạn 2 đã đi vào vận hành vào tháng 9/2025.

DQSC2 – Mở rộng hoạt động sản xuất thép dây cuộn chất lượng cao (DQSC2-HQWR):

Vào ngày 07/08, HPG đã nhận được phê duyệt về việc tăng thêm 3,4 nghìn tỷ đồng đối với vốn đầu tư cho dự án DQSC2, lên mức 88,4 nghìn tỷ đồng (từ mức 85 nghìn tỷ đồng trước đây). Cơ cấu vốn điều chỉnh bao gồm 40,8 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 47,6 nghìn tỷ đồng nợ vay, cao hơn so với kế hoạch ban đầu là 40 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 45 nghìn tỷ đồng nợ vay.

Chúng tôi ước tính 2,8 nghìn tỷ đồng (109,8 triệu USD) trong phần vốn bổ sung sẽ được dành cho vốn đầu tư XDCB, và 600 tỷ đồng sẽ được dành cho vốn lưu động, dựa trên tỷ lệ phân bổ vốn đầu tư XDCB/vốn lưu động ban đầu của DQSC2 là 70 nghìn tỷ đồng/15 nghìn tỷ đồng.

Việc phê duyệt tăng thêm vốn đầu tư sẽ bổ sung thêm 500.000 tấn vào công suất hàng năm, qua đó nâng tổng công suất thiết kế của DQSC2 lên mức 6,1 triệu tấn/năm. Trong đó, tổng mức công suất này bao gồm 5,6 triệu tấn HRC — không thay đổi so với kế hoạch ban đầu — và 500.000 tấn thép dây cuộn chất lượng cao, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ quý 2/2028. Cần lưu ý, thép dây cuộn cũng là một loại thép xây dựng.

Theo nghiên cứu của chúng tôi, do sản phẩm thép mới này là thép dây cuộn chất lượng cao, nên chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình cũng như biên lợi nhuận của sản phẩm này sẽ cao hơn so với thép xây dựng truyền thống mà HPG đang sản xuất.

Nhà máy sản xuất thép đường ray & thép kết cấu chuyên dụng:

Điều chỉnh nhẹ đối với tiến độ thực hiện dự án, tác động không đáng kể đến định giá: HPG ban đầu dự kiến khởi công dự án vào ngày 19/08/2025. Tuy nhiên, đến tháng 10/2025, ban lãnh đạo cho biết tiến độ sẽ lùi sang đầu năm 2026. Chúng tôi đã cập nhật mô hình định giá và hiện giả định nhà máy sẽ được đưa vào vận hành từ khoảng giữa quý 3/2027, dựa trên giả định rằng thời gian xây dựng sẽ kéo dài 20 tháng (so với dự báo trước đó là quý 2/2027). Việc điều chỉnh này gần như không gây ảnh hưởng nhiều đến định giá của chúng tôi đối với HPG, do phần đóng góp lợi nhuận từ dự án khá khiêm tốn (**Hình 6**) và thời gian điều chỉnh lùi là khá ít.

Tổng quan dự án và ước tính đóng góp lợi nhuận:

Theo HPG, nhà máy sẽ có công suất thiết kế là 700.000 tấn/năm, sản xuất thép đường ray và thép kết cấu chuyên dụng (cơ cấu chi tiết chưa được công bố), với tổng vốn đầu tư dự kiến sẽ ở mức 14 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, kế hoạch đầu tư đã được phê duyệt bởi chính quyền địa phương là 10 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định 10 nghìn tỷ đồng sẽ được phân bổ cho vốn đầu tư XDCB, trong khi 4 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được sử dụng cho vốn lưu động.

Vì sản phẩm của dự án được sử dụng để phục vụ hạ tầng giao thông quốc gia, nên chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ duy trì ở mức cao, nhưng sẽ đi kèm với biên lợi nhuận thấp hơn — quan điểm này phù hợp với ước tính sơ bộ của chúng tôi dựa trên dữ liệu được công bố. Theo kế hoạch đầu tư, dự án dự kiến sẽ tạo ra doanh thu khoảng 11,4 nghìn tỷ đồng/năm và đóng góp khoảng 150 tỷ đồng/năm vào ngân sách nhà nước. Với tư cách là nhà máy sản xuất thép chất

lượng cao, dự án sẽ được hưởng mức ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 17% trong 10 năm đầu (theo Luật Thuế TNDN năm 2025), trước khi áp dụng mức thuế tiêu chuẩn 20% cho 40 năm còn lại trong chu kỳ hoạt động 50 năm, tương ứng mức thuế suất bình quân gia quyền 19,4%. Dựa trên mức đóng góp thuế dự kiến, chúng tôi ước tính LNTT hằng năm sẽ ở mức 773 tỷ đồng, tương ứng biên LNTT ở mức xấp xỉ 7%. Dựa trên dữ liệu trong quá khứ, chúng tôi ước tính số liệu này sẽ tương đương với mức biên lợi nhuận gộp xấp xỉ 10%, thấp hơn so với các mảng thép khác (biên lợi nhuận gộp năm 2024 của HPG là 13,3%, dù giá bán thép thấp).

Hình 4: Công suất sản xuất thép hiện tại và trong thời gian tới của HPG

Công suất thiết kế/năm (triệu tấn)	Thép xây dựng	Ống thép	HRC	Thép chuyên dụng	Tôn mạ	Kế hoạch vốn đầu tư XDCB	Tiến độ
Công suất hiện tại (không bao gồm các nhà máy DQ)	2,8	1,0			0,4		Đang vận hành thương mại
Nhà máy DQ1 – Giai đoạn 1	3,0					50 nghìn tỷ đồng	Vận hành từ tháng 12/2019
Nhà máy DQ1 – Giai đoạn 2			2,8				Vận hành từ tháng 11/2020
Nhà máy DQ2 – HRC giai đoạn 1			2,8			70 nghìn tỷ đồng	Vận hành từ tháng 3/2025
Nhà máy DQ2 – HRC giai đoạn 2			2,8			Cả 2 giai đoạn	Dự kiến vận hành từ tháng 9/2025
Nhà máy DQ2 – TDCCLC	0,5 (thép dây cuộn chất lượng cao)					2,8 nghìn tỷ đồng*	Dự kiến vận hành từ quý 2/2028
Nhà máy thép ray & thép kết cấu				0,7 (bao gồm thép đường ray & thép kết cấu)		10 nghìn tỷ đồng**	Dự kiến vận hành từ quý 3/2027

Nguồn: HPG, truyền thông trong nước, Vietcap. * Ước tính của Vietcap, dựa trên các số liệu: tổng vốn đầu tư dự kiến cho việc mở rộng DQSC2 là 3,4 nghìn tỷ đồng, và cơ cấu vốn đầu tư ban đầu của DQSC2 là 70 nghìn tỷ đồng cho vốn đầu tư XDCB và 15 nghìn tỷ đồng cho vốn lưu động. **Theo HPG, tổng vốn đầu tư được phân bổ cho nhà máy thép đường sắt là 14 nghìn tỷ đồng, trong khi tổng vốn trong kế hoạch đầu tư được chính quyền địa phương phê duyệt là 10 nghìn tỷ đồng. o vậy, chúng tôi giả định số tiền 10 nghìn tỷ đồng sẽ được sử dụng cho vốn đầu tư XDCB, và 4 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được dành cho vốn lưu động.

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

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Công suất HRC hàng năm (nghìn tấn)						
Nhà máy DQ1	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	933*	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Kế hoạch của HPG về hiệu suất hoạt động của Nhà máy DQ2						
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	50-60%	80%	100%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 2		50-60%	80%	100%	100%	100%
Dự báo của Vietcap về hiệu suất hoạt động mảng sản xuất HRC						
Nhà máy DQ1	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	60%	80%	100%	100%	100%	100%
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	60%	60%	80%	100%	100%	100%
Tổng hợp	78%	80%	93%	100%	100%	100%
Dự báo của Vietcap về sản lượng bán HRC (nghìn tấn)						
Nhà máy DQ1	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 1	1.680	2.240	2.800	2.800	2.800	2.800
Nhà máy DQ2 – GĐ 2	560	1.680	2.240	2.800	2.800	2.800
Tổng cộng	**5.040**	**6.720**	**7.840**	**8.400**	**8.400**	**8.400**
Tăng trưởng YoY	72%	33%	17%	7%	0%	0%

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

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

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Comments
Nhà máy DQ2-HQWR Mở rộng						
Công suất (nghìn tấn)			375*	500	500	
Hiệu suất hoạt động			50%	60%	70%	
Sản lượng bán (nghìn tấn)			187,5	300	350	
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)			16,5	16,6	16,8	Giả định cao hơn 10% so với thép xây dựng thông thường.
Doanh thu (tỷ đồng)			3.091	4.995	5.886	
Biên lợi nhuận gộp			20,7%	20,7%	20,7%	Giả định cao hơn khoảng 2% so với biên lợi nhuận gộp của thép xây dựng.
Nhà máy sản xuất thép đường sắt & thép kết cấu						
Công suất (nghìn tấn)		292**	700	700	700	
Hiệu suất hoạt động		70%	85%	100%	100%	Giả định hiệu suất hoạt động cao do sản lượng đầu ra được bán cho các dự án quốc gia.
Sản lượng bán (nghìn tấn)		204	595	700	700	
Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)		16,3	16,3	16,3	16,3	Ước tính của Vietcap, dựa theo kế hoạch doanh thu và công suất hàng năm được công bố.
Doanh thu (tỷ đồng)		3.325	9.690	11.400	11.400	
Biên lợi nhuận gộp		10%	10%	10%	10%	
% đóng góp vào tổng số						
Sản lượng bán thép						
- DQ2 – TDCCLC			1%	2%	2%	
- Nhà máy thép ray		1%	4%	4%	4%	
Doanh thu						
- DQ2 – TDCCLC			1%	2%	2%	
- Nhà máy thép ray		2%	4%	5%	5%	
LNST						
- DQ2 – TDCCLC			1%	2%	3%	
- Nhà máy thép ray		1%	1%	2%	2%	

Nguồn: HPG, Truyền thông trong nước, Vietcap. * Dự kiến vận hành vào quý 2/2028. **Dự kiến vận hành vào quý 3/2027. Ô màu xám tương ứng giai đoạn các dự án chưa đóng góp vào lợi nhuận.

Chính thức mở cuộc điều tra hành vi lẩn tránh thuế CBPG đối với HRC khổ rộng từ Trung Quốc; diễn biến tích cực đối với HPG

Vào ngày 27/10/2025, Bộ Công Thương ban hành Quyết định 3176/QĐ-BCT về việc chính thức khởi động cuộc điều tra hành vi lẩn tránh thuế CBPG đối với HRC có khổ rộng trên 1.880 mm và dưới 2.300 mm có xuất xứ từ Trung Quốc (tức HRC khổ rộng).

Thời gian điều tra là tối đa 9 tháng kể từ ngày bắt đầu.

Nhận định của chúng tôi:

Hiện tại, HRC nhập khẩu từ Trung Quốc đang chịu mức thuế CBPG 19,38%–27,83%, được biết đến với mã vụ việc là AD20. Tuy nhiên, AD20 chỉ áp dụng đối với HRC khổ hẹp (có chiều rộng dưới 1.880 mm). Nhiều đơn vị nhập khẩu đã tận dụng điều này bằng cách bắt đầu nhập HRC khổ rộng (trên 1.880 mm), vốn không thuộc phạm vi áp dụng của AD20, sau đó cắt nhỏ xuống thành khổ hẹp để sử dụng trong nước. Do đó, lượng HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc đã tăng mạnh sau khi quyết định AD20 được ban hành vào tháng 3/2025.

Do tình trạng này, HPG và Formosa đã có cơ sở để lập luận rằng hiện đang xuất hiện hành vi lẩn tránh thuế CBPG trên thị trường. Hai doanh nghiệp đã nộp đơn kiến nghị lên Bộ Công Thương yêu cầu điều tra vấn đề này và áp dụng các biện pháp thuế nhằm ngăn chặn hành vi lẩn tránh nêu trên. Cơ quan chức năng đã xác nhận rằng hồ sơ do hai nhà sản xuất nộp là đầy đủ và hợp lệ vào tháng 9/2025, và quyết định khởi động cuộc điều tra vào ngày 27/10.

Nếu việc áp thuế được mở rộng phạm vi áp dụng đối với HRC khổ rộng, HPG và Formosa sẽ được hưởng lợi về cả sản lượng sản xuất và giá bán nhờ giảm được áp lực cạnh tranh từ nguồn hàng nhập khẩu giá rẻ. Ngược lại, các doanh nghiệp tôn mạ nhiều khả năng sẽ chịu tác động tiêu cực nhẹ do HRC là nguyên liệu đầu vào chủ chốt của họ.

Hiện tại, chúng tôi vẫn chưa đưa vào mô hình dự báo khả năng hưởng lợi tiềm năng từ việc áp thêm thuế CBPG đối với HRC khổ rộng nhập khẩu từ Trung Quốc, do đang chờ quyết định chính thức từ cơ quan chức năng.

Những đánh giá ban đầu về tác động tiềm năng của VinMetal đối với HPG

Tổng quan về VinMetal:

- VinMetal có vốn điều lệ ban đầu là 10 nghìn tỷ đồng.
- Công suất hàng năm của giai đoạn 1: 5 triệu tấn/năm.
- Mức vốn 10 nghìn tỷ đồng có vẻ khá nhỏ so với quy mô dự án (DQSC2 có công suất 5,6 triệu tấn/năm với vốn đầu tư XDCB 70 nghìn tỷ đồng). Do đó, chúng tôi cho rằng VinMetal có thể sẽ cần huy động thêm vốn để đạt được mức công suất mục tiêu (thông qua xây dựng nhà máy riêng và/hoặc M&A/mua lại các nhà máy hiện hữu).
- Cơ cấu sản phẩm: thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao và thép chuyên dụng, thép đường ray và thép kết cấu. Cơ cấu sản phẩm chi tiết cho nhà máy vẫn chưa được công bố.
- Mục tiêu hiện tại: đáp ứng nhu cầu nội bộ của các doanh nghiệp lớn trong hệ sinh thái Vingroup (Vinhomes, VinFast, v.v.), cũng như các dự án hạ tầng, năng lượng và giao thông sắp tới (ví dụ: đường sắt cao tốc) mà Vingroup đang hoặc sẽ tham gia.
- Tham vọng dài hạn: trở thành doanh nghiệp dẫn đầu về "thép xanh" tại Việt Nam, sử dụng công nghệ carbon thấp và năng lượng tái tạo/phương pháp tái sử dụng năng lượng.

Nhận định ban đầu của chúng tôi về tác động tiềm năng đối với HPG:

- **Chúng tôi dự báo áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng khi nguồn cung mới đi vào hoạt động,** do mức công suất 5 triệu tấn/năm là khá lớn, tương đương khoảng 16% tổng sản lượng thép dự kiến của năm 2025 (32 triệu tấn, theo VSA).

Một số yếu tố cần theo dõi khi thông tin hiện tại vẫn còn hạn chế:

- **Tác động phụ thuộc vào tiến độ phát triển của VinMetal:** nếu doanh nghiệp lựa chọn xây dựng một nhà máy thép mới, chúng tôi cho rằng sẽ mất 2–3 năm (dựa trên các khoản đầu tư chi phí vốn trước đây của HPG), đồng nghĩa với việc ít nhất cho đến trước năm 2028, tác động lên HPG là gần như không đáng kể. Tuy nhiên, nếu VinMetal chọn phương án nhanh hơn (ví dụ: M&A/mua lại một nhà máy thép hiện hữu), áp lực cạnh tranh sẽ xuất hiện sớm hơn.
- **Tác động cũng phụ thuộc vào cơ cấu vốn đầu tư XDCB theo từng dòng sản phẩm của VinMetal:** tỷ trọng đầu tư lớn vào thép xây dựng và HRC (các sản phẩm cốt lõi của HPG) sẽ làm gia tăng mức độ cạnh tranh, trong khi tỷ trọng thấp sẽ làm giảm bớt tác động.

Các yếu tố giúp giảm bớt áp lực cạnh tranh lên HPG:

- **Vùng đệm từ tăng trưởng nhu cầu trong trung hạn:** nhu cầu thép dự kiến của Việt Nam trong năm 2025 rơi vào khoảng 26,5 triệu tấn (theo VSA) và chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng trưởng với mức CAGR rơi vào khoảng 4–5% trong giai đoạn từ năm 2025-2030. Điều này

tương đương với việc nhu cầu thép sẽ tăng thêm khoảng 3,5–4 triệu tấn vào năm 2028 và khoảng 6–7 triệu tấn vào năm 2030, về cơ bản thị trường sẽ hấp thụ nguồn cung mới của VinMetal trong trung hạn.

- **Đặc điểm chi phí của thép xanh:** Theo các nguồn tin truyền thông, VinMetal sẽ tập trung vào công nghệ thép xanh. Do chi phí sản xuất thép carbon thấp cao hơn so với công nghệ lò cao BOF truyền thống, chúng tôi cho rằng các sản phẩm thép của HPG về cơ bản sẽ tránh được áp lực cạnh tranh trực tiếp.

Hiện tại, chúng tôi chưa đưa diễn biến này vào các mô hình dự báo của chúng tôi cho HPG, do thông tin chi tiết vẫn còn hạn chế.

Chúng tôi lưu ý rằng đây mới chỉ là các đánh giá ban đầu dựa trên những thông tin hiện có và có thể sẽ được điều chỉnh khi có thêm dữ liệu trong tương lai.

Về kế hoạch phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) của CTCP Nông nghiệp Hòa Phát, dự kiến diễn ra vào cuối năm 2025

Vào giữa tháng 9/2025, HPG đã nộp hồ sơ IPO cho CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát (mã: HPA). HPA là đơn vị phụ trách mảng nông nghiệp của HPG.

Về thương vụ này:

- HPG hiện sở hữu 94,9992% cổ phần tại HPA.
- Vốn điều lệ: 2,55 nghìn tỷ đồng.
- Quy mô chào bán: 30 triệu cổ phiếu phổ thông.
- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa (FOL): 100%; tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại: 0%.
- Sàn giao dịch: HOSE; mã cổ phiếu: HPA.
- Thời gian niêm yết dự kiến: tháng 12/2025.
- Mục đích sử dụng vốn: mở rộng kinh doanh, bổ sung vốn lưu động.
- Giá niêm yết: chưa công bố nhưng sẽ không thấp hơn giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) của HPA là 11.887 đồng/cổ phiếu.

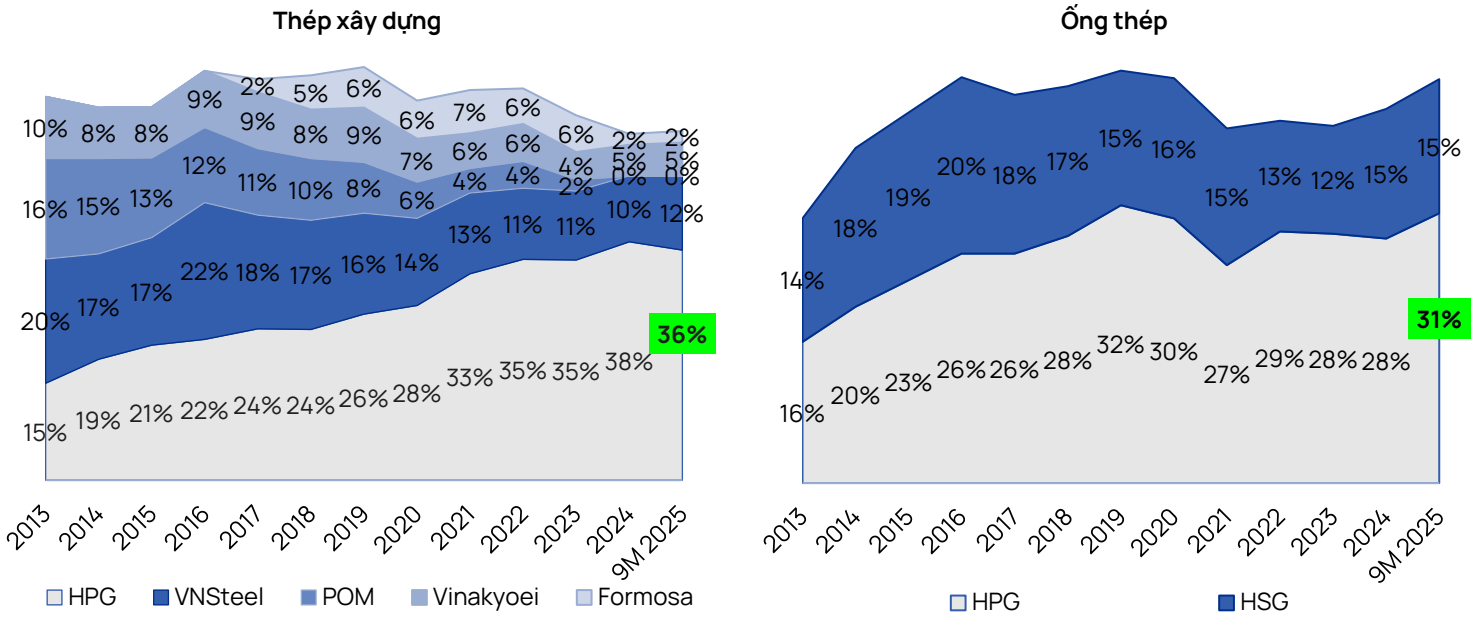
Về HPA:

- HPA hoạt động trong bốn mảng: (1) sản xuất thức ăn chăn nuôi (TĂCN), (2) chăn nuôi heo, (3) chăn nuôi bò, và (4) chăn nuôi gia cầm và sản xuất trứng.
- HPA vận hành theo mô hình nông nghiệp tích hợp dọc 2F (Feed–Farm), trong đó công ty tự sản xuất TĂCN cho các trang trại của mình và bán phần sản phẩm còn lại ra bên ngoài. Mô hình kinh doanh 2F mang lại cho công ty các lợi thế về: (1) giảm rủi ro chuỗi cung ứng, đảm bảo nguồn cung thức ăn ổn định và giảm biến động giá, (2) hiệu quả dinh dưỡng cao nhờ công thức tối ưu hóa dành riêng cho đàn vật nuôi nội bộ, giúp mang lại mức năng suất cao, (3) chất lượng thịt ổn định nhờ hai yếu tố trên, và (4) lợi thế cộng hưởng bán chéo giữa mảng thức ăn và chăn nuôi.
- Chăn nuôi heo là mảng lớn nhất, chiếm khoảng 40% doanh thu năm 2024. Tiếp theo là các mảng TĂCN (~30%), chăn nuôi bò (~20%), và chăn nuôi gia cầm và sản xuất trứng (~10%).
- Trong năm 2024, doanh thu thuần đạt 6,9 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) và LNST đạt khoảng 1 nghìn tỷ đồng (+470% YoY). Điều này thúc đẩy CAGR LNST 2022–2024 đạt mức 578%, đồng thời giúp ROE năm 2024 đạt mức cao là 30,2%. Đà tăng trưởng mạnh tiếp tục được duy trì sang năm 2025, với doanh thu và LNST 9T 2025 tăng lần lượt 28% và 88% YoY so với mức nền cao của năm trước. Các động lực chính bao gồm (1) giá heo cao do nguồn cung bị gián đoạn bởi dịch tả heo châu Phi (ASF), và (2) giá nguyên liệu đầu vào cho thức ăn chăn nuôi neo ở mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 sẽ là năm đánh dấu mức lợi nhuận cao nhất lịch sử của HPA, dựa trên tăng trưởng mạnh trong 9T so với mức nền cao của năm 2024.
- **Quan điểm của chúng tôi về triển vọng 2026:** Chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2026 sẽ giảm nhẹ so với mức nền cao kỷ lục của năm 2025, nhưng vẫn sẽ cao hơn so với năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận năm 2026 sẽ trở lại mức bình thường từ mức nền cao của năm 2025 nhưng vẫn cao hơn so với năm 2024, vì chúng tôi giả định giá heo bình quân cả năm

2026 sẽ giảm từ mức nền cao của năm 2025, quay về gần với mức ghi nhận trong năm 2024, trong khi chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi dự kiến sẽ giảm nhẹ YoY so với năm 2025 (và do đó vẫn thấp hơn so với mức ghi nhận trong năm 2024) theo dự báo của World Bank. Do các năm 2024–2025 đều là các năm đạt lợi nhuận cao nhất lịch sử, nên chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2026 sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền cao.

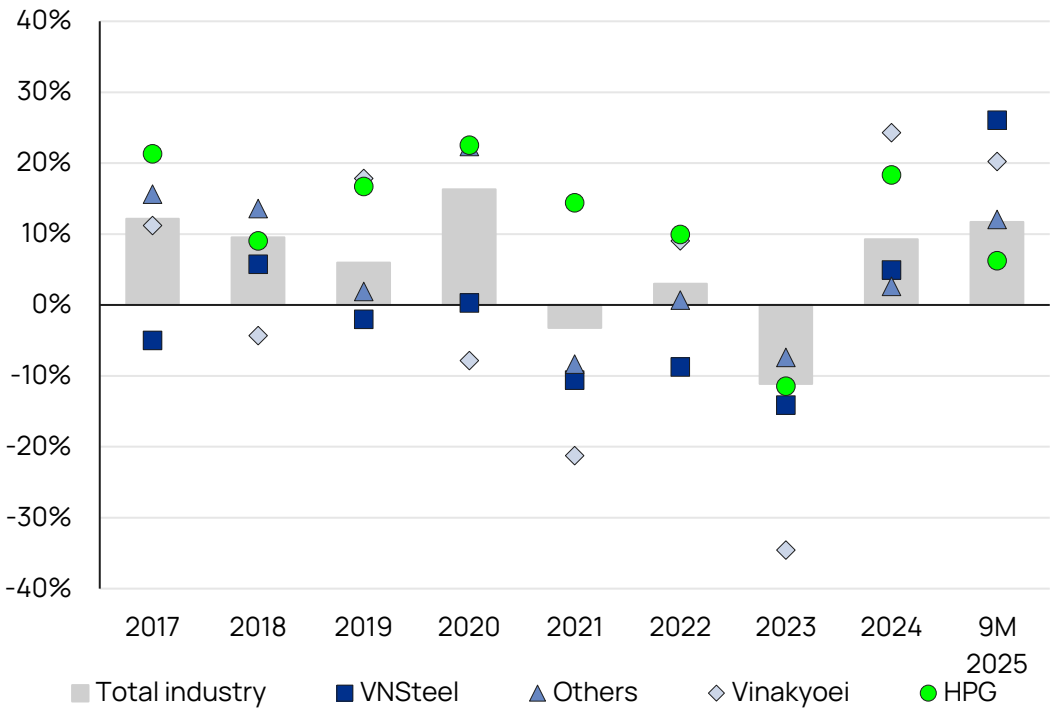
Cập nhật dữ liệu ngành thép

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



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), Vietcap. Lưu ý: (1) Không có dữ liệu về Formosa cho giai đoạn 2013-2016; Doanh số bán thép xây dựng của Formosa chỉ là dây thép (không bán thép thanh); (2) VSA công bố lại dữ liệu năm 2020 và 2021 bằng cách bổ sung doanh số bán hàng từ các thành viên mới, do đó thị phần của các công ty hàng đầu trong hai năm này đã được cập nhật trong báo cáo này.

Hình 8: Tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng toàn ngành và các công ty sản xuất chính

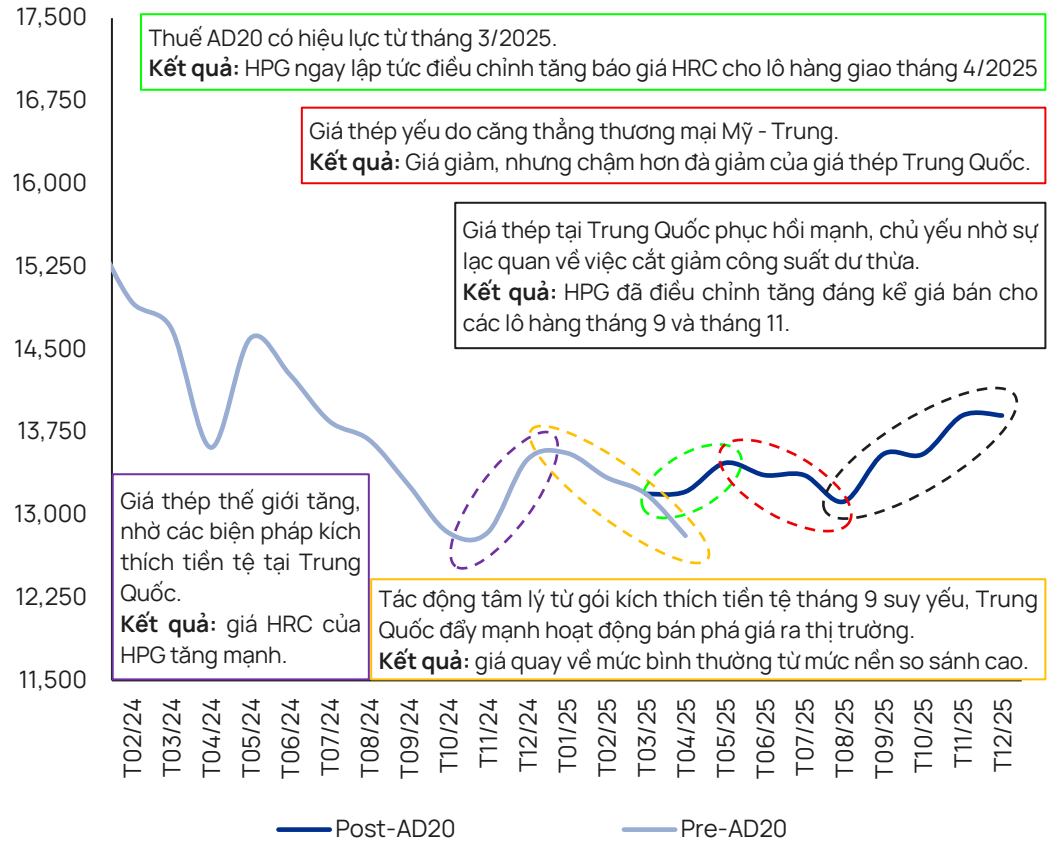


Nguồn: VSA, HPG, ước tính của Vietcap

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

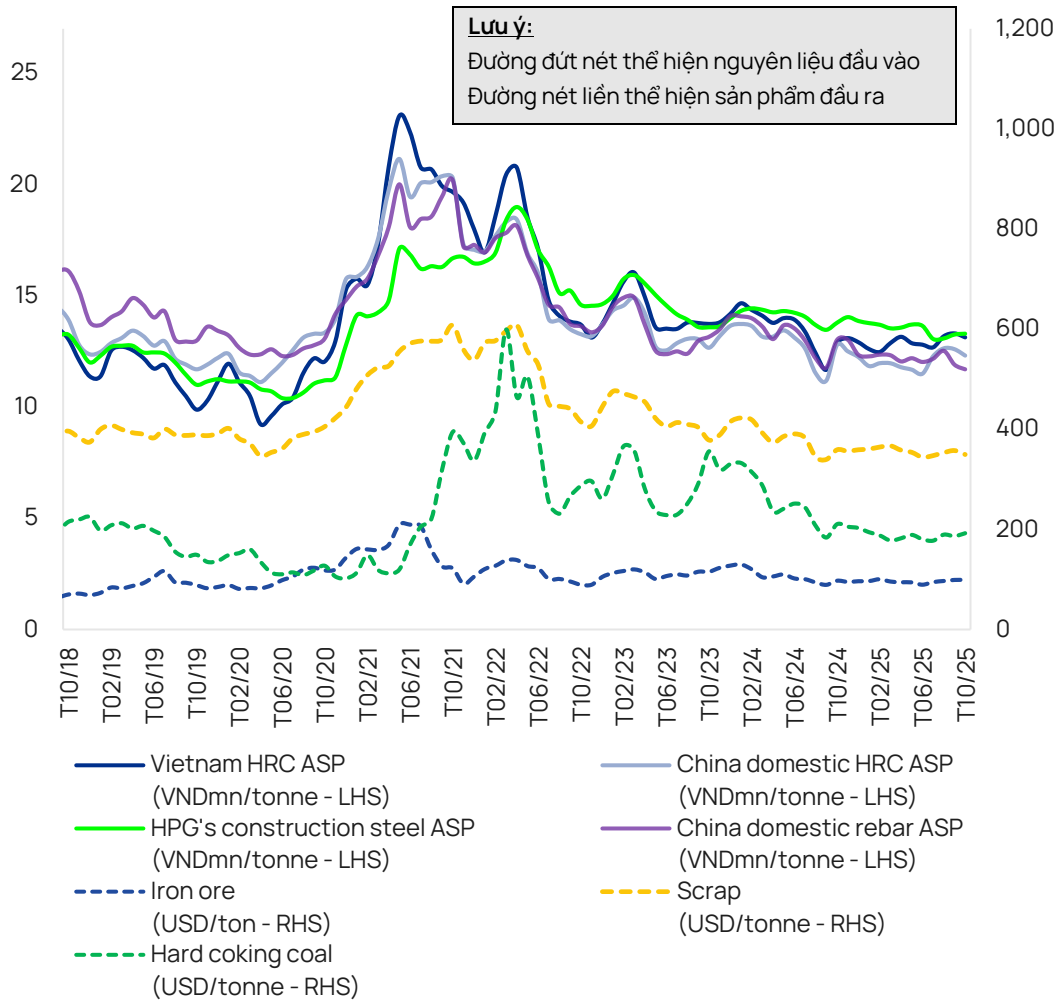
Nguồn: Steelonline.vn, Vietcap (Lưu ý: Mỗi dấu chấm đại diện cho một lần điều chỉnh giá của HPG)

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



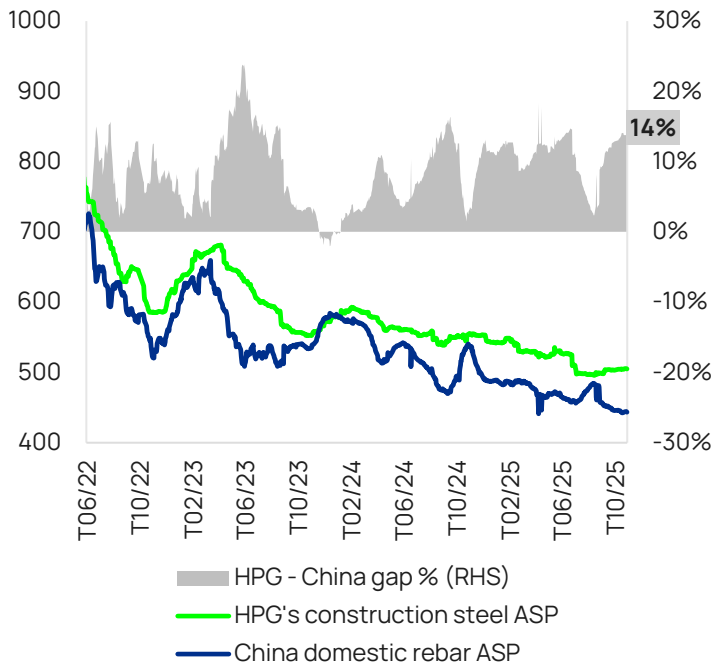
Nguồn: Vietcap tổng hợp. *Lưu ý: Lưu ý: HPG thường công bố giá HRC trước 1–2 tháng để hỗ trợ việc lập kế hoạch sản xuất. Các số liệu được trình bày phản ánh giá được báo cho các lô hàng trong tháng, và áp dụng cho HRC giá cơ sở (không bao gồm phụ phí tùy chỉnh). Giá không bao gồm thuế GTGT.

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



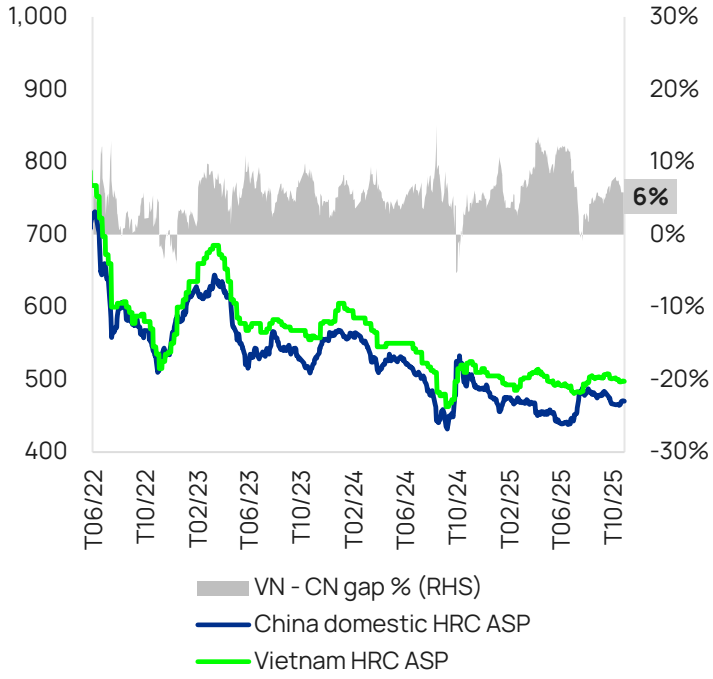
Nguồn: Bloomberg, VSA, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 29/10/2025)

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



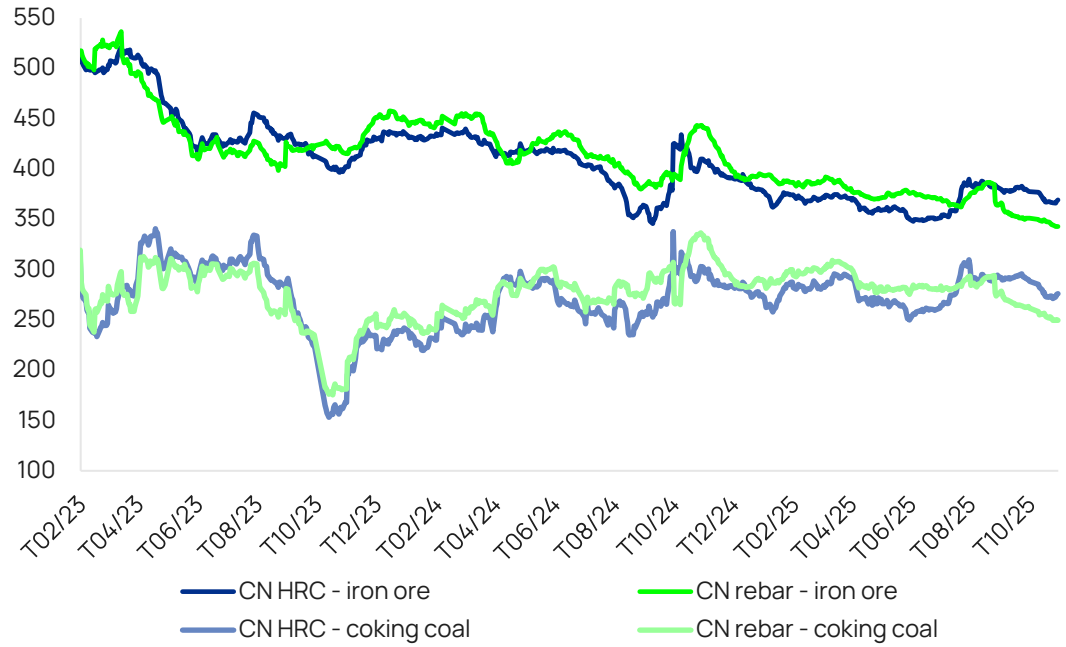
Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 29/10/2025)

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



Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (dữ liệu tính đến 29/10/2025)

Hình 14: Chênh lệch giá thép đầu ra-đầu vào (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 29/10/2025)

Hình 15: Diễn biến giá hàng hóa liên quan đến thép

% Thay đổi giá	10T 2025 YoY	Từ 1/4 đến nay	Trung bình từ 1/4 đến nay YoY	Trung bình từ đầu quý đến nay YoY	So với đầu năm	Trung bình YoY so với đầu năm
Đầu vào						
Phế liệu thép	-6%	-6%	-4%	-2%	-5%	-6%
Than cốc	-25%	11%	-18%	-8%	-3%	-25%
Quặng sắt	-9%	-5%	-4%	3%	1%	-9%
Đầu ra						
Thép thanh nội địa Trung Quốc	-9%	-2%	-7%	-8%	-3%	-9%
Thép xây dựng của HPG	-8%	-2%	-4%	-2%	-1%	-8%
HRC Trung Quốc	-11%	-9%	-10%	-15%	-12%	-11%
HRC Việt Nam	-4%	-2%	-6%	-4%	-4%	-4%
Tôn mạ Trung Quốc	-11%	-1%	-9%	-11%	-8%	-11%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 29/10/2025)

Chúng tôi cũng cung cấp thông tin cập nhật về diễn biến giá các mặt hàng liên quan đến thép tại **Hình 15**. Dưới đây là một số nhận định của chúng tôi

- **Ô màu xanh lá:** Chúng tôi giữ nguyên kỳ vọng rằng chênh lệch giá của các công ty sản xuất thép trong nước sẽ tăng YoY trong năm 2025 và quý 4/2025, nhờ được hỗ trợ bởi việc chi phí đầu vào giảm nhanh hơn giá bán đầu ra, kết hợp với việc áp dụng các biện pháp thuế quan bảo hộ đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc.
- **Ô màu xanh dương – Cập nhật về mỏ quặng sắt Simandou:** Tính từ đầu quý đến nay, giá quặng sắt trung bình đã tăng nhẹ 3% YoY từ mức nền thấp. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ giảm dần khi dần về cuối quý khi nguồn cung từ dự án Simandou tại châu Phi bắt đầu tăng lên. Theo báo cáo hoạt động quý 3/2025 của Rio Tinto (trang 12), lô quặng đầu tiên đã được vận chuyển bằng đường sắt từ mỏ Simandou ra cảng trong tháng 10, đánh dấu giai đoạn bắt đầu vận hành thử toàn hệ thống. Công ty kỳ vọng lô hàng vận chuyển đường biển đầu tiên sẽ được xuất đi vào tháng 11, và dự kiến sẽ không có bất kỳ sự chậm trễ nào. Chúng tôi cho rằng những diễn biến này sẽ tiếp tục tạo ra áp lực giảm đối với giá quặng sắt, qua đó mang lại tác động tích cực cho biên lợi nhuận của HPG.

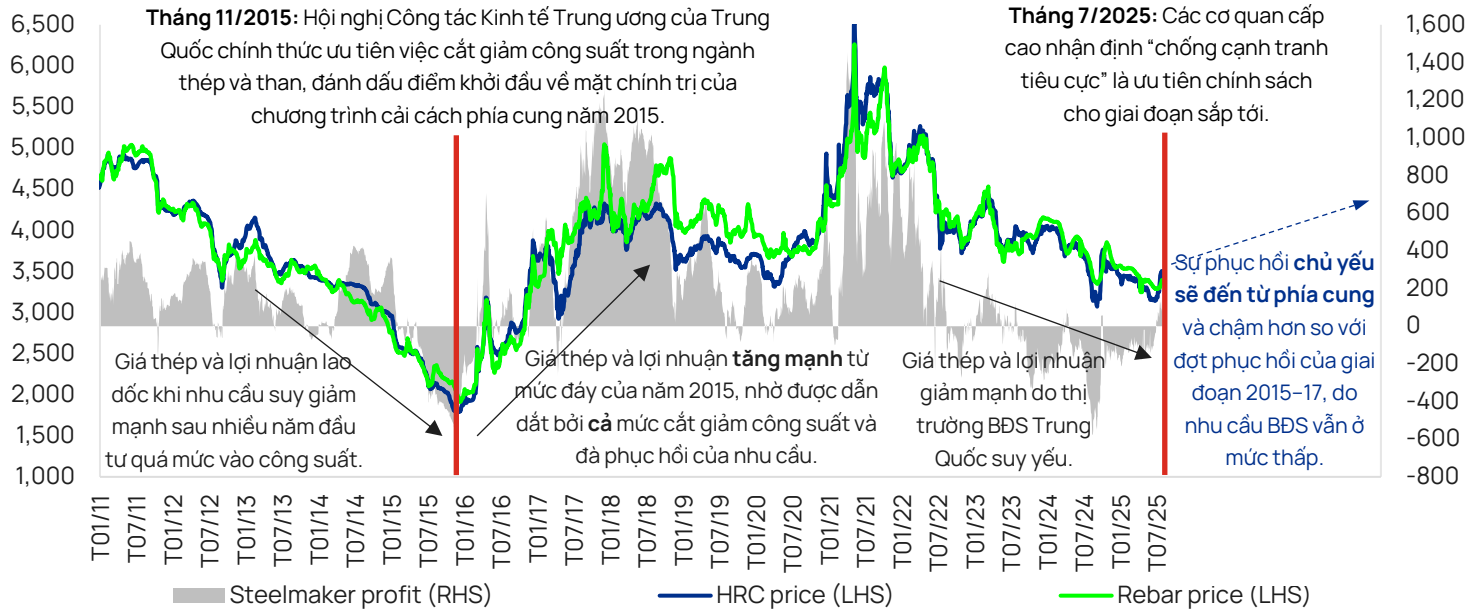
Giá thép chuẩn bị bước vào một chu kỳ tăng mới; HPG dự kiến sẽ hưởng lợi

Hiện tại, Chính phủ Trung Quốc đang triển khai chính sách "chống cạnh tranh tiêu cực" nhằm loại bỏ công suất dư thừa và các nhà máy chất lượng thấp, đồng thời thúc đẩy sản xuất hiệu quả hơn và bền vững hơn. Sáng kiến hiện nay gợi nhớ đến cải cách nguồn cung năm 2015, khi Trung Quốc xử lý tình trạng dư cung thép do thị trường BĐS suy yếu và nhiều năm đầu tư quá mức vào công suất thép.

Chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ dần phục hồi từ mức thấp hiện tại, với tốc độ phục hồi chậm hơn so với chu kỳ ghi nhận trong năm 2015, và được dẫn dắt bởi phía nguồn cung. Ở chu kỳ trước, từ mức đáy của năm 2015 đến cuối năm 2017, giá HRC và thép thanh đã tăng lần lượt ~135% và ~136%, nhờ được thúc đẩy bởi các đợt cắt giảm công suất lớn và sự phục hồi của nhu cầu BĐS, qua đó giúp ngành đạt mức lợi nhuận kỷ lục. Một nghiên cứu của IMF (2018) ước tính rằng 60% mức phục hồi đến từ yếu tố cầu, và 40% đến từ yếu tố cung. Lần này, chúng tôi cho rằng sự phục hồi – từ mức nền thấp hiện nay – sẽ chủ yếu được dẫn dắt bởi yếu tố cung, khi nhu cầu BĐS cơ bản vẫn còn khá yếu. Do đó, tốc độ phục hồi sẽ chậm hơn so với chu kỳ 2015, vốn được hưởng lợi từ cả hai yếu tố cung và cầu. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ phục hồi dần và có nhiều biến động, do các đợt cắt giảm công suất cần thời gian để thực thi, trong khi nhu cầu BĐS vẫn ở mức thấp; dù vậy, xu hướng phục hồi sẽ rõ nét hơn trong trung – dài hạn. Các yếu tố tăng giá đối với quan điểm này bao gồm: mức cắt giảm công suất sâu hơn dự kiến, sự phục hồi mạnh hơn dự kiến của thị trường BĐS Trung Quốc, hoặc nhu cầu thép từ các lĩnh vực sản xuất và hạ tầng mạnh hơn dự kiến.

Các doanh nghiệp thép Việt Nam được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ chu kỳ tăng giá thép được dẫn dắt bởi yếu tố cung tại Trung Quốc. Với tư cách là một quốc gia sản xuất và tiêu thụ thép lớn nhất thế giới — đóng góp hơn 50% nguồn cung và nhu cầu toàn cầu — giá thép Trung Quốc có ảnh hưởng mạnh mẽ đến thị trường thế giới. Việt Nam, xét đến vị trí địa lý gần kề và mức độ phụ thuộc thương mại cao, từ trước đến nay luôn thể hiện mức độ tương quan giá thép ớn, với giá trong nước chịu ảnh hưởng bởi xu hướng nhập khẩu từ Trung Quốc và các thị trường ngoài Trung Quốc. Do vậy, chúng tôi cho rằng chu kỳ tăng giá do Trung Quốc dẫn dắt sắp tới sẽ hỗ trợ giá thép tại Việt Nam đi lên. Các tín hiệu ban đầu đã xuất hiện: sau đợt phục hồi mạnh của giá thép Trung Quốc trong tháng 7/2025, các nhà sản xuất lớn của Việt Nam như HPG, Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) và Tập đoàn Nam Kim (HSX: NKG) đã bắt đầu điều chỉnh tăng giá từ cuối tháng 7 đến đầu tháng 8. Trongtrung và dài hạn, chúng tôi kỳ vọng ngành thép sẽ hưởng lợi rõ rệt hơn, khi giá giao ngay thường tăng nhanh hơn chi phí nguyên liệu đầu vào đã được mua trước ở mức giá thấp, qua đó hỗ trợ lợi nhuận và biên lợi nhuận.

Hình 16: Giá HRC và thép thanh Trung Quốc, cùng lợi nhuận của các nhà sản xuất thép lò thổi oxy (BOF) (CNY/tấn)

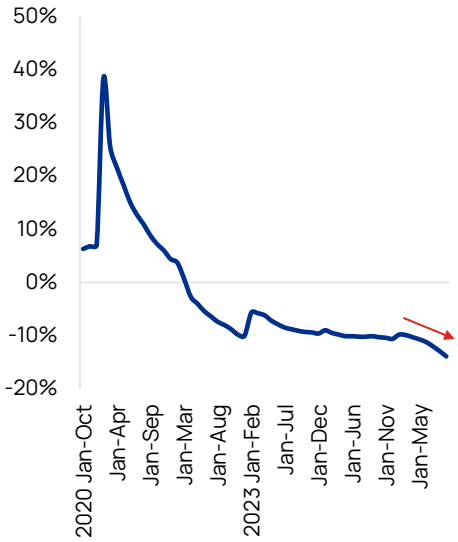


Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: * Mũi tên nét đứt thể hiện kỳ vọng của Vietcap về xu hướng giá thép, chứ không nhằm đưa ra các dự báo định lượng.

Vui lòng xem thêm thông tin chi tiết tại Báo cáo Ngành Thép: Chính sách "chống cạnh tranh tiêu cực" của Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự phục hồi của toàn ngành thép, ngày 12/8/2025.

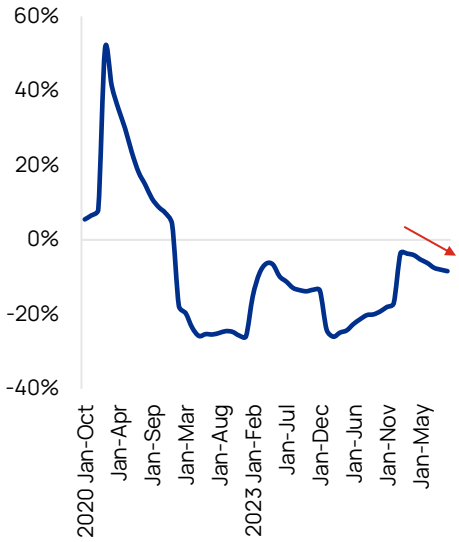
Ba hình dưới đây minh họa rằng nhu cầu vật liệu xây dựng tại Trung Quốc hiện vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp, do khu vực BĐS tư nhân suy giảm và hầu như không cho thấy dấu hiệu phục hồi, mặc dù Chính phủ đã tung ra nhiều gói hỗ trợ lớn từ năm 2023. Đáng chú ý, các số liệu thống kê đã lún sâu hơn vào vùng tăng trưởng âm trong những tháng gần đây, qua đó củng cố quan điểm của chúng tôi rằng chu kỳ tăng giá thép sắp tới sẽ được dẫn dắt chủ yếu bởi các yếu tố phía cung, thay vì phía cầu.

Hình 17: Mức đầu tư vào phát triển BĐS của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



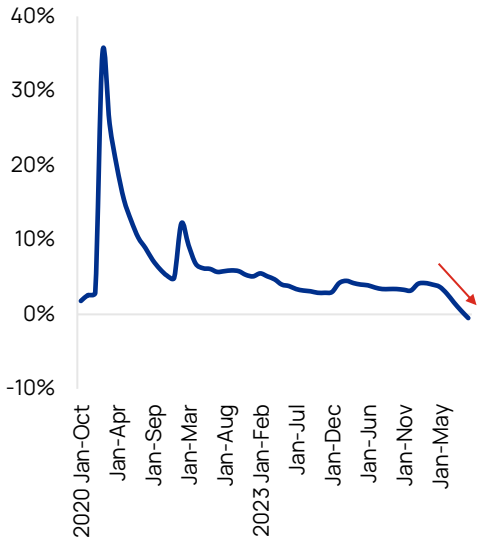
*** Tổng cộng (T1 – T9/2025): -13,9%**
- Tòa nhà chung cư: -12,9%
- Tòa nhà văn phòng:-19,1%
- Tòa nhà thương mại: -10,4%

Hình 18: Nguồn vốn đầu tư cho các công ty phát triển BĐS của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



*** Tổng cộng (T1 – T9/2025): -8,4%**
- Khoản vay trong nước: -1,4%
- Đầu tư nước ngoài: -37,3%
- Vốn tự huy động: -9,3%
- Tiền gửi & biên lai tạm ứng: -10,3%
- Thế chấp cá nhân: -10,6%

Hình 19: Mức đầu tư vào tài sản cố định của Trung Quốc từ đầu năm đến nay (YoY)



*** Tổng cộng (T1 – T9/2025): -0,5%**
- Doanh nghiệp Nhà nước/cổ phần Nhà nước: +1,0% → *Mạnh*
- Đầu tư tư nhân: -3,1% → *Yếu*

Tăng trưởng đầu tư từ khu vực Nhà nước vẫn chưa đủ để thúc đẩy khu vực tư nhân.

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

Định giá

Chúng tôi tiếp tục kết hợp phương pháp Chiết khấu dòng tiền (CKDT) (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%) để đưa ra mức giá mục tiêu đối với HPG là 35.700 đồng/cổ phiếu.

Giá trị định giá theo phương pháp CKDT của chúng tôi thấp hơn 3% so với Báo cáo Cập nhật trước, chủ yếu do mức điều chỉnh giảm 2–3%/năm của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng thép giai đoạn 2026–30, được bù đắp một phần bởi việc dời mô hình định giá mục tiêu sang cuối năm 2026.

Giá trị định giá theo phương pháp P/E của chúng tôi cao hơn 12% so với Báo cáo Cập nhật trước nhờ việc dời mô hình định giá mục tiêu sang cuối năm 2026. Chúng tôi tiếp tục duy trì P/E mục tiêu ở mức 15,0x.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với mức P/E dự phóng năm 2026 là 13,1x, cao hơn khoảng 0,75 độ lệch chuẩn so với mức P/E bình quân 10 năm của HPG. Chúng tôi cho rằng điều này là hợp lý xét tới triển vọng lợi nhuận ngắn hạn tích cực của doanh nghiệp (tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026F đạt 36%) và triển vọng trung hạn khả quan, với CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–28F đạt 25%, từ đó phản ánh mức tăng trưởng hàng năm mạnh mẽ trong các năm 2026, 2027 và 2028.

Hình 20: Tóm tắt định giá

(Đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp
CKDT	33.500	70%	23.400
P/E mục tiêu là 15,0 lần	41.200	30%	12.300
Giá mục tiêu			**35.700**
P/E dự báo năm 2025 tại **giá mục tiêu**			**17,7x**
và (giá đóng cửa)			(13,1x)
P/E dự báo năm 2026 tại **giá mục tiêu**			**13,1x**
và (giá đóng cửa)			(9,7x)
P/E dự báo năm 2027 tại **giá mục tiêu**			**10,6x**
và (giá đóng cửa)			(7,8x)

Nguồn: Vietcap. Chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi.

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi sử dụng mô hình CKDT nhiều giai đoạn với chu kỳ 10 năm để phản ánh đà tăng trưởng dài hạn của HPG nhờ DQSC2. Chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng trung gian 4% cho giai đoạn 2031–35 và áp dụng mức 2% cho các năm cuối kỳ.

Hình 21: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	27.305	33.539	38.744	40.266	41.507
- Thuế	-4.096	-5.031	-5.812	-6.040	-6.226
+ Khấu hao	12.840	13.718	14.847	15.493	16.093
- Vốn XDCB	-13.120	-10.620	-6.280	-6.000	-6.000
- Tăng vốn hoạt động	-14.817	-13.016	-13.005	-9.018	-8.280
Dòng tiền tự do (DTTD)	**8.112**	**18.590**	**28.495**	**34.701**	**37.094**
Giá trị hiện tại của DTTD	**7.243**	**14.820**	**20.283**	**22.055**	**21.050**
Tích lũy GTHT của DTTD	**7.243**	**22.064**	**42.347**	**64.402**	**85.452**

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí vốn cổ phần %	15,6	15,6
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0
Nợ/vốn %	42,0	42,0
WACC %	**12,0**	**12,0**
Tốc độ tăng trưởng cuối* %	2,0	2,0

Chi phí vốn	Cũ
Giá trị hiện tại của DTTD**	170.188
Giá trị HT của giá trị cuối**	159.674
GTHT của DTTD và giá trị cuối	**329.863**
Tăng: Tiền mặt & tiền gửi ngắn hạn	27.997
Giảm: Nợ	96.838
Giảm: VCSH thiểu số tại P/B 1,8 lần^	3.745
Giá trị vốn sở hữu	**257.276**
Pha loãng (triệu)	7.676
Giá trị CKDT mỗi cổ phiếu (đồng)	**33.500**

Nguồn: Vietcap (* Đối với những năm cuối sau năm 2035 **CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm). ^ P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu của chúng tôi.

Hình 22: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng cuối, các chỉ số còn lại không đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối % \ WACC	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
0,5%	38.600	36.800	35.200	33.700	32.300	31.100	30.000
1,0%	39.500	37.600	35.900	34.300	32.900	31.600	30.400
1,5%	40.500	38.500	36.700	35.000	33.500	32.100	30.900
2,0%	41.700	39.500	37.500	**35.700**	34.200	32.700	31.400
2,5%	43.000	40.600	38.500	36.600	34.900	33.300	31.900
3,0%	44.400	41.800	39.500	37.500	35.700	34.000	32.500
3,5%	46.100	43.200	40.700	38.500	36.600	34.800	33.200

Nguồn: Vietcap

Hình 23: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng trung hạn của CKDT nhiều giai đoạn 10 năm, các chỉ số còn lại không đổi

Tốc độ tăng trưởng trung bình %	WACC						
	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
2,5%	40.300	38.200	36.300	34.600	33.100	31.700	30.500
3,0%	40.700	38.600	36.700	35.000	33.500	32.100	30.800
3,5%	41.200	39.000	37.100	35.400	33.800	32.400	31.100
4,0%	41.700	39.500	37.500	**35.700**	34.200	32.700	31.400
4,5%	42.200	39.900	37.900	36.100	34.500	33.000	31.700
5,0%	42.700	40.400	38.300	36.500	34.900	33.400	32.000
5,5%	43.200	40.800	38.800	36.900	35.200	33.700	32.300

Nguồn: Vietcap

Định giá theo phương pháp hệ số P/E

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tiếp tục duy trì P/E mục tiêu ở mức 15,0x. Chúng tôi lựa chọn mức P/E mục tiêu 15,0x, qua đó đưa mức P/E dự phóng trung bình năm 2026 của HPG về mức 13,1x – cao hơn khoảng 0,75 độ lệch chuẩn so với mức P/E bình quân 10 năm của HPG. Chúng tôi cho rằng HPG xứng đáng được định giá ở mức cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh của doanh nghiệp vào các năm 2026, 2027 và 2028, khi CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn này đạt 25%, riêng năm 2026 LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến sẽ tăng 36% YoY. Tại mức giá mục tiêu của chúng tôi, các hệ số P/B dự phóng tương ứng của HPG trong các năm 2025/26/27/28 sẽ lần lượt ở mức 2,1x/1,9x/1,7x/1,5x (so với mức bình quân 10 năm của công ty là 1,8x).

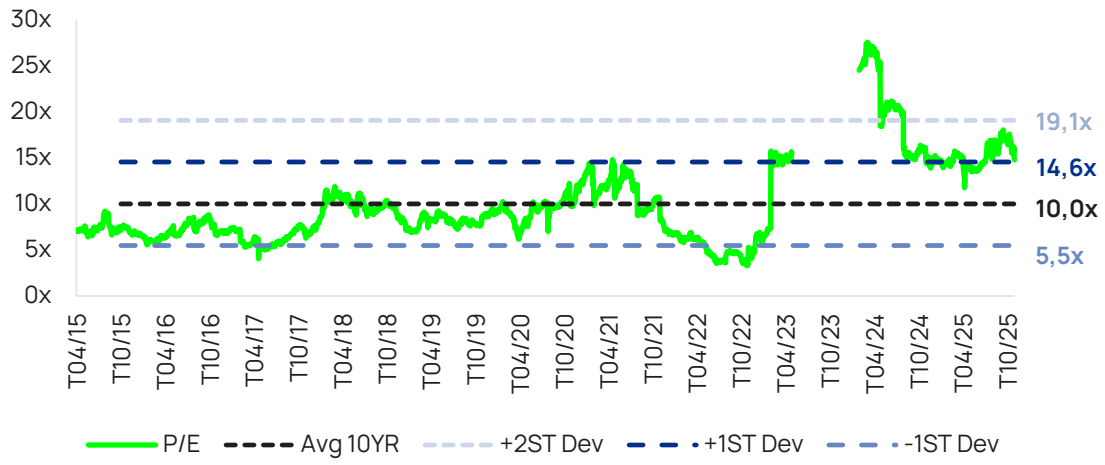
Hình 24: Định giá của HPG dựa trên dự báo 2025-28 của chúng tôi

Năm	EPS	P/E (x)		Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS)	P/B (x)	
	(đồng/cổ phiếu)	Tại giá hiện tại	Tại giá mục tiêu	(đồng/cổ phiếu)	Tại giá hiện tại	Tại giá mục tiêu
2022	1.067	24,8x	33,5x	12.508	2,1x	2,9x
2023	859	30,8x	41,5x	13.389	2,0x	2,7x
2024	1.511	17,5x	23,6x	14.892	1,8x	2,4x
2025F	2.012	13,1x	17,7x	16.904	1,6x	2,1x
2026F	2.730	9,7x	13,1x	18.834	1,4x	1,9x
2027F	3.377	7,8x	10,6x	21.411	1,2x	1,7x
2028F	3.906	6,8x	9,1x	23.816	1,1x	1,5x

Giá hiện tại: 26.450 đồng/cổ phiếu. **Giá mục tiêu:** 35.700 đồng/cổ phiếu.

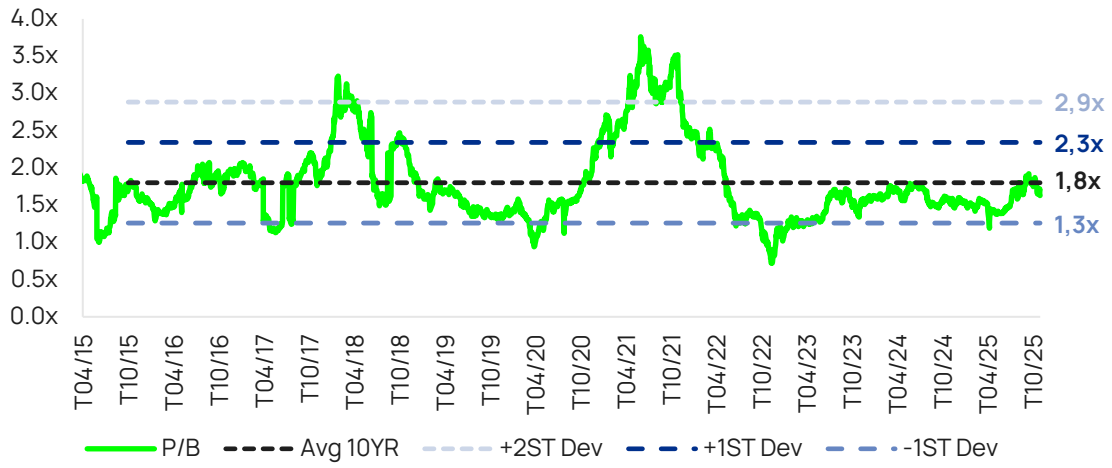
Nguồn: Vietcap. Đối với hệ số P/E, chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi.

Hình 25: Diễn biến P/E của HPG



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

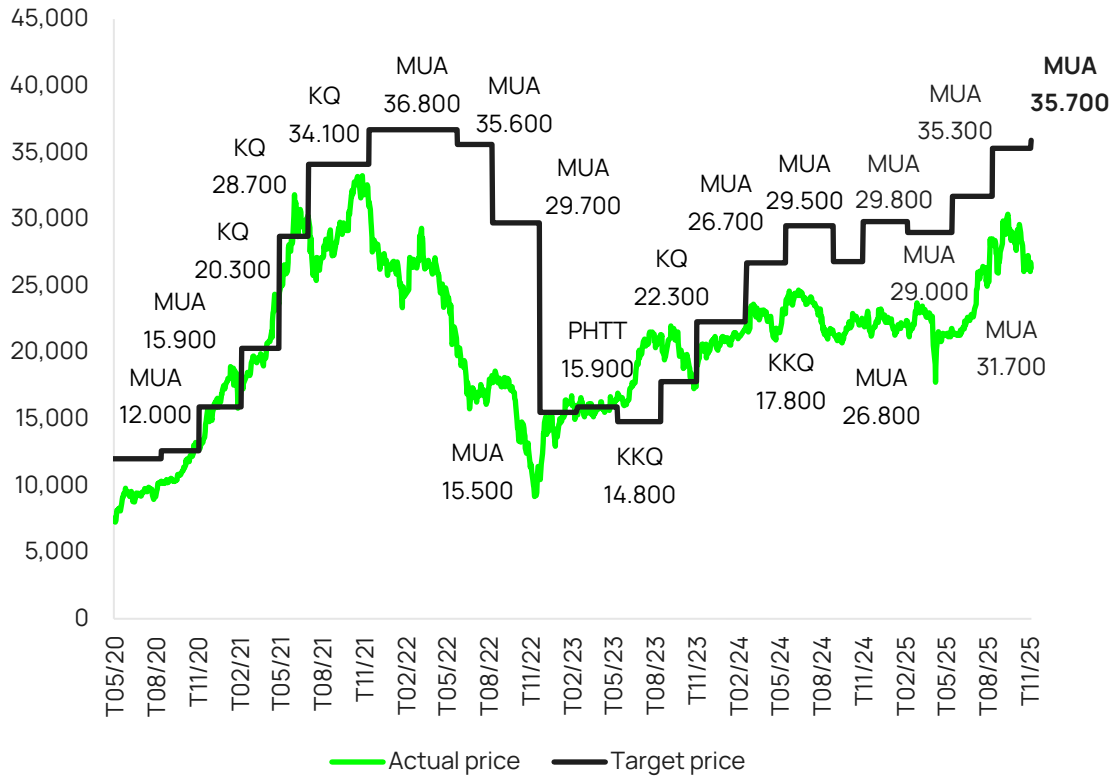
Hình 26: Diễn biến P/B của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 27: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**138.855**	**151.338**	**186.166**	**212.044**
Giá vốn hàng bán	-120.358	-126.071	-153.350	-172.623
Lợi nhuận gộp	**18.498**	**25.267**	**32.817**	**39.421**
Chi phí bán hàng	-2.337	-2.785	-3.277	-3.550
Chi phí QLDN	-1.546	-1.892	-2.234	-2.332
LN từ HĐKD (EBIT)	**14.615**	**20.590**	**27.305**	**33.539**
Doanh thu tài chính	2.619	2.294	2.344	1.926
Chi phí tài chính	-3.967	-4.182	-4.228	-3.993
- trong đó, chi phí lãi vay	-2.287	-2.702	-2.642	-2.401
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	426	125	125	125
LN trước thuế	**13.694**	**18.827**	**25.546**	**31.597**
Thuế TNDN	-1.673	-2.824	-3.832	-4.740
LNST trước CĐTS	**12.020**	**16.003**	**21.714**	**26.857**
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	**12.020**	**16.003**	**21.714**	**26.857**
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	**12.020**	**16.003**	**21.714**	**26.857**
EBITDA	21.588	30.968	40.145	47.257
EPS báo cáo, VND	1.511	2.012	2.730	3.377
EPS điều chỉnh, VND	1.511	2.012	2.730	3.377
EPS pha loãng, VND	1.511	2.012	2.730	3.377
DPS báo cáo, VND	0	800	800	1.500
DPS/EPS (%)	0%	40%	29%	44%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
TT Doanh thu	16,7%	9,0%	23,0%	13,9%
TT LN từ HĐKD	51,1%	40,9%	32,6%	22,8%
TT LNTT	75,7%	37,5%	35,7%	23,7%
TT EPS báo cáo	75,9%	33,1%	35,7%	23,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	13,3%	16,7%	17,6%	18,6%
Biên LN từ HĐKD	10,5%	13,6%	14,7%	15,8%
Biên EBITDA	15,5%	20,5%	21,6%	22,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8,7%	10,6%	11,7%	12,7%
ROE	11,1%	13,1%	15,8%	17,4%
ROA	5,8%	7,0%	9,1%	10,8%
Chỉ số hiệu quả				
Số ngày tồn kho	122,9	131,3	118,5	126,5
Số ngày phải thu	13,6	13,6	16,6	19,9
Số ngày phải trả	40,2	43,0	39,9	39,0
Chu kỳ luân chuyển tiền	96,3	101,8	95,1	107,4
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,3	1,5	1,9
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,7	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2	0,1
Nợ vay/ Tài sản	37,0%	32,1%	28,3%	21,5%
Nợ vay/ Vốn	42,0%	36,6%	32,4%	24,7%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	49,8%	37,2%	33,6%	23,6%
CS khả năng thanh toán lãi vay	7,4	8,6	11,3	15,0

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	6.888	16.598	10.652	5.013
Đầu tư TC ngắn hạn	18.975	10.000	10.000	10.000
Các khoản phải thu	4.352	6.885	10.000	13.132
Hàng tồn kho	46.521	44.163	55.399	64.254
TS ngắn hạn khác	10.293	12.107	14.893	16.964
Tổng TS ngắn hạn	**87.029**	**89.753**	**100.944**	**109.362**
TS cố định (nguyên giá)	173.124	189.796	202.916	213.536
- Khấu hao lũy kế	-41.387	-51.765	-64.605	-78.323
TS cố định (ròng)	131.737	138.031	138.311	135.213
Đầu tư TC dài hạn	137	137	137	137
TS dài hạn khác	5.537	5.537	5.537	5.537
Tổng TS dài hạn	**137.411**	**143.705**	**143.985**	**140.887**
Tổng Tài sản	**224.440**	**233.458**	**244.928**	**250.249**
Phải trả ngắn hạn	14.110	15.622	17.942	18.984
Nợ vay ngắn hạn	55.883	50.428	46.005	34.525
Nợ ngắn hạn khác	5.511	5.511	5.511	5.511
Tổng nợ ngắn hạn	**75.503**	**71.562**	**69.458**	**59.020**
Nợ vay dài hạn	27.080	24.597	23.357	19.340
Nợ dài hạn khác	7.258	7.258	7.258	7.258
Tổng nợ	**109.842**	**103.417**	**100.074**	**85.618**
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	63.963	76.755	76.755	76.755
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	49.576	52.227	67.040	86.817
Vốn khác	766	766	766	766
Lợi ích CĐTS	293	293	293	293
Vốn chủ sở hữu	**114.598**	**130.040**	**144.854**	**164.631**
Tổng nguồn vốn	**224.440**	**233.458**	**244.928**	**250.249**
SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	7.676	7.676	7.676	7.676

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	**12.252**	**6.888**	**16.598**	**10.652**
Thu nhập ròng	12.020	16.003	21.714	26.857
Khấu hao	6.973	10.378	12.840	13.718
Thay đổi vốn lưu động	-9.790	-476	-14.817	-13.016
Điều chỉnh khác	-2.177	-560	-760	-940
LCTT từ HĐ kinh doanh	**7.027**	**25.345**	**18.977**	**26.619**
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-35.479	-16.672	-13.120	-10.620
Khác	5.335	8.975	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	**-30.143**	**-7.697**	**-13.120**	**-10.620**
Cổ tức đã trả	-5	0	-6.140	-6.140
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	901	-5.454	-4.423	-11.480
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	16.681	-2.483	-1.240	-4.017
Khác	227	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	**17.753**	**-7.938**	**-11.804**	**-21.638**
Lưu chuyển tiền thuần	**-5.364**	**9.711**	**-5.947**	**-5.639**
Tiền cuối năm	**6.888**	**16.598**	**10.652**	**5.013**

Nguồn: HPG, Vietcap dự báo

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình
SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Hoàng Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.