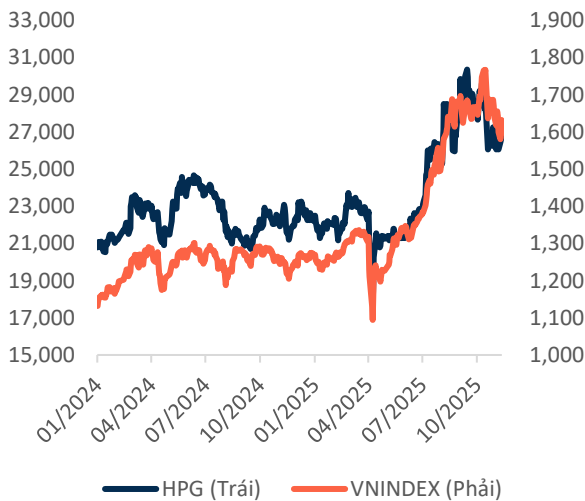


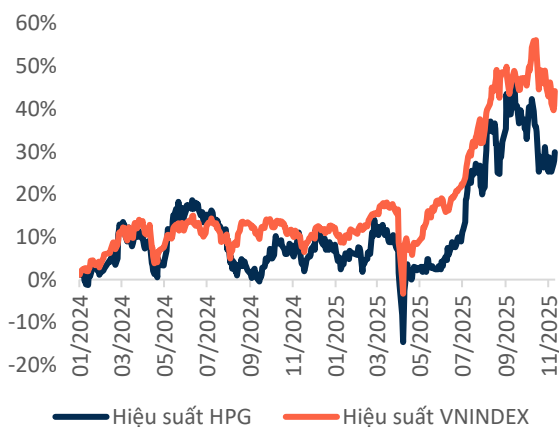
Thông tin cơ bản (12/11/2025)

Giá thị trường (VNĐ)	27,000
Giá mục tiêu (VNĐ)	36,100
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	30,400
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	17,700
KLBQ 30 ngày (Triệu CP)	42.26
SLCP lưu hành (Triệu CP)	7,675
Sở hữu nước ngoài (%)	19.32
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	207,238
BVPS (VNĐ)	16,613
Trailing P/E	12.52

Biến động giá HPG và VNINDEX



Hiệu suất HPG và VNINDEX



Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với HPG với giá mục tiêu 36,100 VNĐ, cao hơn 33.7% mức giá tại ngày 12/11/2025 là 27,000 VNĐ.

Luận điểm đầu tư

- Nhờ sự đóng góp từ Dung Quất 2 từ năm 2025, sản lượng HRC của doanh nghiệp được kỳ vọng gia tăng đáng kể, đây cũng là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn tới. Nhờ vào sản lượng gia tăng và giá đầu ra nội địa được cải thiện nhờ chính sách chống bán phá giá kịp thời, doanh thu của HPG được kỳ vọng sẽ tăng 30.17% YoY trong năm 2025 và 27.53% YoY trong năm 2026.
- Biên lợi gộp được dự kiến sẽ gia tăng từ mức 13% trong năm 2024 lên 14% trong năm 2025 và 15% trong năm 2026 nhờ (1) nguồn cung quặng sắt, than cốc gia tăng (2) Giá bán được cải thiện nhờ các biện pháp chống bán phá giá kịp thời (3) nhu cầu trong nước cho ngành xây dựng và các dự án đầu tư công.
- Yếu tố vĩ mô thuận lợi với (1) Đầu tư công – hạ tầng bùng nổ 2024–2030 (2) Bất động sản hồi phục từ 2025 (3) Thuế chống bán phá giá bảo vệ HPG
- Sức khỏe tài chính vẫn an toàn dù giai đoạn đầu tư lớn. Dư nợ tăng mạnh do quá trình đầu tư Dung Quất 2 thâm dụng vốn, nhưng đòn bẩy vẫn dưới 1.0x, mức an toàn so với ngành thép.

Yếu tố cần theo dõi

- Biến động giá nguyên liệu (quặng sắt, than cốc)
- Áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc
- Thị trường bất động sản hồi phục chậm hơn kỳ vọng
- Rủi ro ESG & chính sách thuế carbon (CBAM – EU)
- Tiến độ Dung Quất 2

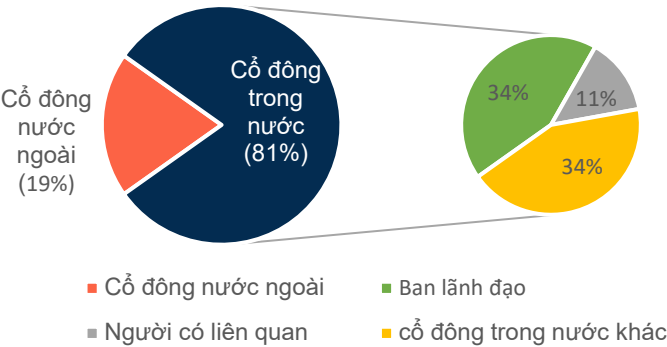
I Tổng quan doanh nghiệp

1- Từ Công ty Thương mại đến "Gã khổng lồ" Công nghiệp

Nền tảng từ Thương mại và Bước chân đầu tiên vào Sản xuất (1992-2000) 	Tháng 8 năm 1992: Thành lập Công ty TNHH Thiết bị Phụ tùng Hòa Phát, chuyên kinh doanh máy móc và thiết bị xây dựng. Năm 1995: Công ty Cổ phần Nội thất Hòa Phát được thành lập, đánh dấu sự gia nhập vào lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng công nghiệp. Năm 1996: Thành lập Công ty TNHH Ống thép Hòa Phát.
Năm 2000: Công ty Cổ phần Thép Hòa Phát (nay là Công ty TNHH Thép Hòa Phát Hưng Yên) được thành lập, chính thức đưa Tập đoàn vào lĩnh vực sản xuất thép xây dựng. Năm 2001, Công ty TNHH Điện lạnh Hòa Phát và Công ty Cổ phần Xây dựng và Phát triển Đô thị Hòa Phát lần lượt ra đời, mở rộng hệ sinh thái kinh doanh sang điện máy gia dụng và bất động sản.	Mở rộng và tích hợp (2000-2007) 
Tái cấu trúc và Bứt phá (2007-2017)	Năm 2007: Hòa Phát chính thức tái cấu trúc theo mô hình tập đoàn, với Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát giữ vai trò công ty mẹ. Dự án Khu liên hợp (KLH) Gang thép tại Hải Dương được khởi công.
Năm 2017: Thành lập Công ty CP Thép Hòa Phát Dung Quất và triển khai dự án KLH Gang thép Hòa Phát Dung Quất tại tỉnh Quảng Ngãi. Dự án nhân đôi năng lực sản xuất của HPG, đưa Tập đoàn trở thành doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên sản xuất Thép cuộn cán nóng (HRC) – sản phẩm thép dẹt công nghệ cao mà Việt Nam khi đó gần như phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu.	Doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên sản xuất HRC (2017)

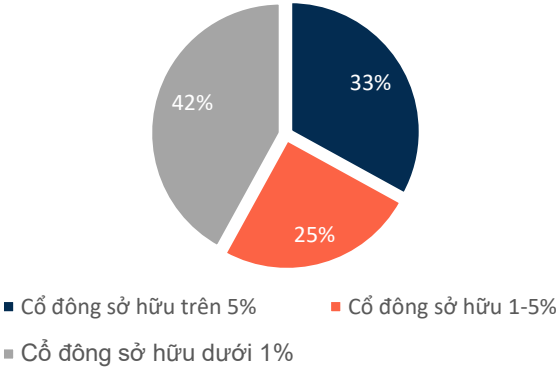
2. Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: BCTN HPG, FNS research

Cơ cấu cổ đông theo tỷ lệ sở hữu

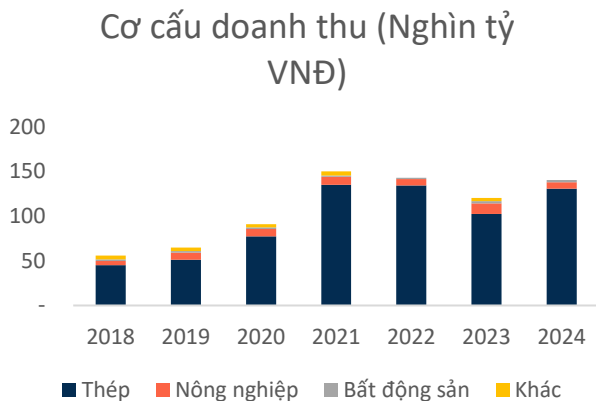


Nguồn: BCTN HPG, FNS research

Cổ đông trong nước chiếm tới 79%, trong đó ban lãnh đạo và các bên liên quan giữ tỷ lệ đáng kể. Điều này phản ánh mức độ kiểm soát cao của nhóm cổ đông sáng lập, đặc biệt là Chủ tịch Trần Đình Long và gia đình. Đây là điều kiện giúp HPG duy trì định hướng chiến lược dài hạn, không bị chi phối quá nhiều bởi áp lực ngắn hạn từ thị trường.

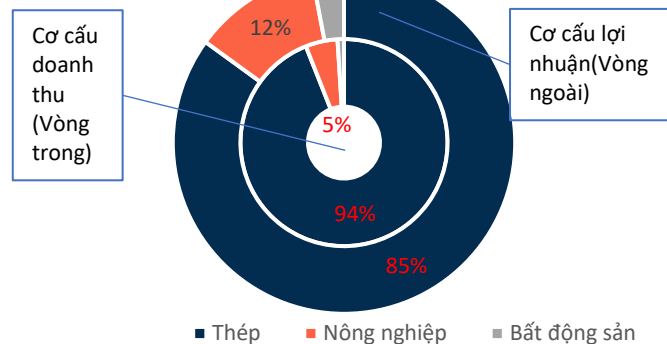
Sự hiện diện của cổ đông nước ngoài, chủ yếu là các quỹ đầu tư, mang lại tính kỷ luật thị trường, yêu cầu minh bạch quản trị và nâng chuẩn quản lý.

3. Hoạt động kinh doanh



Nguồn: HPG, FNS research

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận Q1/2025



Nguồn: HPG, FNS research

Thép (Gang thép & Sản phẩm thép): Trái tim của Tập đoàn



Đây là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, là động cơ tăng trưởng chính và quyết định đến sức khỏe tài chính của toàn Tập đoàn. Mảng thép của Hòa Phát bao gồm một chuỗi giá trị tích hợp hoàn chỉnh, từ luyện gang bằng công nghệ lò cao, sản xuất phôi thép, đến cán ra các sản phẩm cuối cùng như thép xây dựng (thép cây, thép cuộn), thép chất lượng cao, thép cuộn cán nóng (HRC), ống thép và tôn mạ. Lĩnh vực Thép luôn đóng góp từ 80% đến 95% tổng doanh thu của Tập đoàn

Nông nghiệp: Trụ cột Đa dạng hóa Chiến lược

Được khởi xướng từ năm 2015, lĩnh vực nông nghiệp là bước đi đa dạng hóa quan trọng nhất của Hòa Phát ra ngoài ngành công nghiệp nặng. Mảng kinh doanh này tập trung vào hai chuỗi chính: thức ăn chăn nuôi và chăn nuôi. Trong chăn nuôi, Hòa Phát phát triển các trang trại heo, bò Úc và gia cầm (đặc biệt là trứng gà sạch), áp dụng công nghệ cao để đảm bảo chất lượng và an toàn sinh học. Đến nay, Hòa Phát đã vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp trứng gà sạch tại miền Bắc và nằm trong top đầu các doanh nghiệp chăn nuôi heo tại Việt Nam



Bất động sản: Tận dụng Lợi thế Công nghiệp



Lĩnh vực bất động sản của Hòa Phát tập trung chủ yếu vào phát triển và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp (KCN)

Mặc dù có tỷ trọng nhỏ, các mảng Nông nghiệp và Bất động sản đóng một vai trò chiến lược quan trọng. Chúng hoạt động như những "bộ đệm" ổn định, mang lại dòng tiền đều đặn và có tính chu kỳ khác biệt so với ngành thép. Trong năm 2024, khi ngành thép gặp khó khăn, khiến doanh thu tụt dốc, mảng Nông nghiệp và Bất động sản vẫn tăng trưởng, giảm bớt phần nào tác động lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Trong những giai đoạn thị trường thép khó khăn, dòng tiền từ hai lĩnh vực này giúp giảm bớt áp lực tài chính, hỗ trợ cho các hoạt động đầu tư dài hạn của mảng kinh doanh cốt lõi.

4. Chiến lược hoạt động

Chiến lược của Tập đoàn đang có sự dịch chuyển rõ rệt từ việc tập trung vào các sản phẩm thép xây dựng cơ bản sang các sản phẩm thép chất lượng cao, có giá trị gia tăng lớn hơn. Tập đoàn đã khẳng định rằng dự án Dung Quất 2 và các dự án tương lai sẽ hướng mạnh vào sản xuất HRC chất lượng cao, phục vụ cho các ngành công nghiệp chế tạo, cơ khí, sản xuất ô tô. Ngoài ra, Hòa Phát đang đầu tư nghiên cứu và phát triển các sản phẩm thép đặc chủng, đòi hỏi kỹ thuật phức tạp mà Việt Nam chưa sản xuất được như tôn silic dùng cho động cơ điện, và thép cường độ cao làm đường ray cho dự án đường sắt cao tốc Bắc – Nam

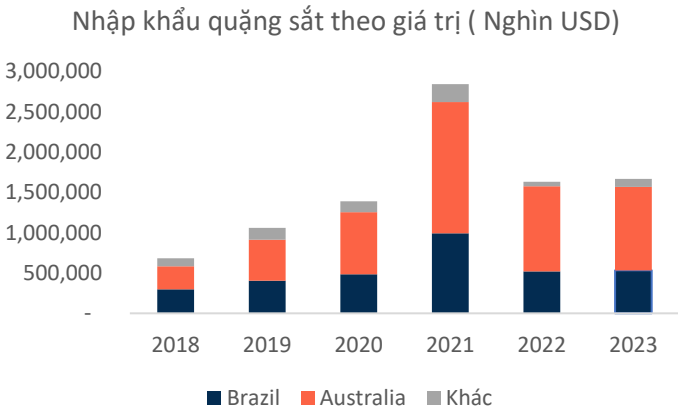
II . Tổng quan ngành

1. Chuỗi giá trị ngành

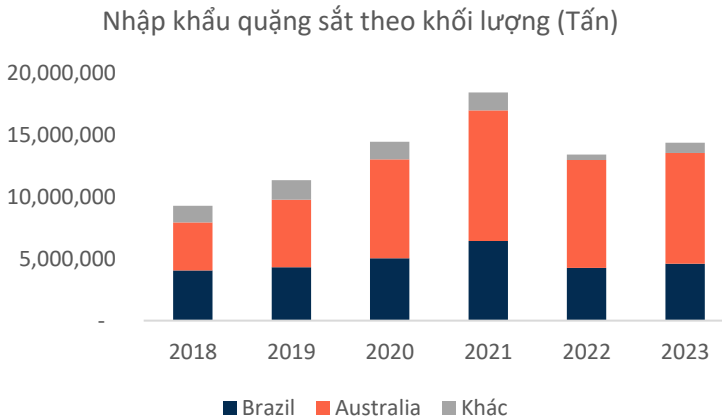
a- Nguyên vật liệu đầu vào

Nguyên liệu chính để sản xuất thép gồm quặng sắt, than cốc (đối với lò cao BOF) và thép phế liệu (đối với lò điện EAF). Ngoài ra còn cần các phụ gia như vôi, điện năng, khí oxy. Trong quá trình sản xuất thép thô, nguyên vật liệu chiếm khoảng 65–68% tổng chi phí sản xuất. Chi phí năng lượng chiếm khoảng 11–17%. Các chi phí khác (như CO₂, lao động, bảo trì, khấu hao, quản lý) chiếm khoảng 15-24% tổng chi phí. Ngành thép Việt Nam phụ thuộc nặng nề vào nguồn cung nguyên liệu từ bên ngoài, đặc biệt là ở khâu thượng nguồn của chuỗi giá trị. Nhập khẩu chiếm khoảng 55-60% tổng nguyên liệu cần thiết cho sản xuất thép thô. Đối với thép phế liệu, nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu, buộc các doanh nghiệp phải nhập khẩu đến 60% lượng còn lại. Tuy chiếm phần lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất, nhưng phần lớn nguyên vật liệu phụ thuộc vào nhập khẩu. Cụ thể:

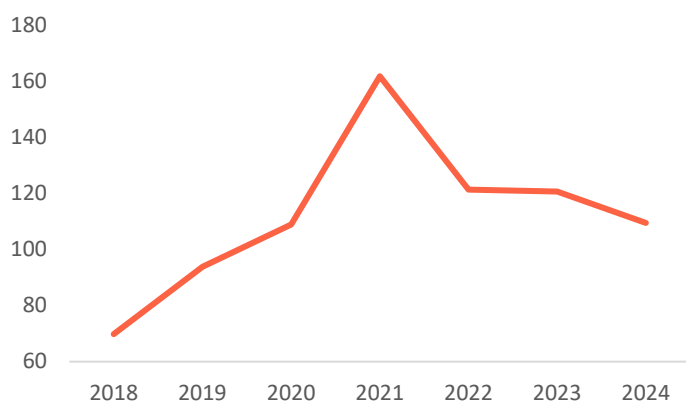
Quặng thô và tinh quặng



Nguồn: World Bank, FNS research



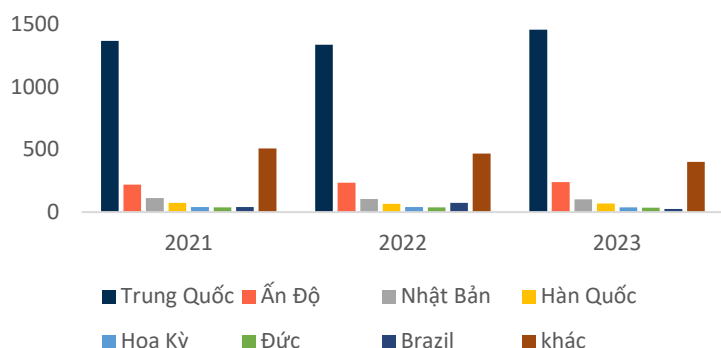
Nguồn: World Bank, FNS research

Giá quặng sắt (62% Fe, CFR China) (USD/Tấn)


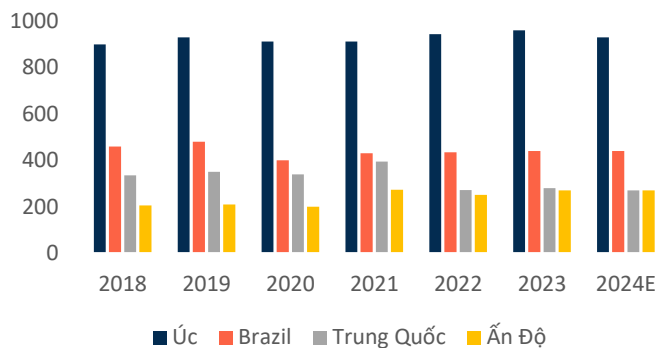
Nguồn: World Bank, FNS research

Giai đoạn điều chỉnh sau đó cũng diễn ra nhanh chóng, gắn liền với những thay đổi chính sách ở Trung Quốc, bao gồm chiến dịch "thịnh vượng chung", cuộc khủng hoảng trong ngành bất động sản (với sự sụp đổ của Evergrande là tâm điểm), và các biện pháp hạn chế sản xuất thép nghiêm ngặt nhằm kiểm soát khí thải. Sự suy yếu về cầu này còn bị cộng hưởng bởi việc thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu, các chỉ số PMI sản xuất trì trệ, đồng USD mạnh lên, và mức sản xuất ổn định từ các nhà khai thác "Big Four" (Rio Tinto, BHP, Vale, và Fortescue) đã tăng sản lượng tập thể. Tồn kho tại các cảng Trung Quốc đã tăng lên mức cao, tạo ra một mức trần tâm lý đối với giá cả.

Dữ liệu của World Bank cho thấy mặt bằng giá kim loại nhìn chung chịu lực kéo giảm khi tăng trưởng toàn cầu yếu hơn; cơ quan này cũng nêu quan điểm giá hàng hóa có xu hướng lùi về mức thấp nhất của thập niên 2020.

Top các quốc gia tiêu thụ quặng sắt (Triệu tấn)


Nguồn: WorldSteel, FNS research

Top quốc gia khai thác quặng sắt (Triệu tấn)


Nguồn: USGS, FNS research

Năm quốc gia sản xuất hàng đầu—Úc, Brazil, Trung Quốc, Ấn Độ và Nga—cùng chiếm hơn 80% tổng sản lượng quặng sắt có thể sử dụng.

Úc là nhà sản xuất lớn nhất thế giới với 96% lượng xuất khẩu là quặng hematit chất lượng cao từ vùng Pilbara ở Tây Úc. Loại quặng này được đánh giá cao vì là "quặng vận chuyển trực tiếp" (DSO), chỉ cần quy trình nghiền và sàng lọc đơn giản trước khi xuất khẩu. Sản xuất được hỗ trợ bởi cơ sở hạ tầng mỏ—đường sắt—cảng tích hợp đẳng cấp thế giới. Tuy nhiên, sự tập trung này ở Pilbara làm cho nguồn cung dễ bị tổn thương trước các sự kiện thời tiết cục bộ như bão, có thể làm gián đoạn các chuyến hàng. Các công ty khai thác lớn (BHP, Rio Tinto, Fortescue) đang tham gia vào một chu kỳ đầu tư liên tục vào các dự án mới (ví dụ: South Flank, Koodaideri) không phải để tăng tổng khối lượng, mà để thay thế sản lượng từ các mỏ đang già cỗi và duy trì mức sản lượng hiện tại.

Là nhà sản xuất lớn thứ hai thế giới, **Brazil** nổi tiếng với quặng chất lượng cao, đặc biệt là từ khu phức hợp mỏ Carajás của Vale. Quặng xuất khẩu của Brazil có hàm lượng sắt trung bình cao hơn (64.5% Fe) so với quặng xuất khẩu của Úc (59.5% Fe). Thảm họa vỡ đập năm 2019 đã có một tác động sâu sắc và lâu dài. Nó đã dẫn đến việc cắt giảm sản lượng ngay lập tức,

một tuyên bố bất khả kháng của Vale, và một sự gia tăng vĩnh viễn trong giám sát quy định. Thảm họa này đặc biệt ảnh hưởng đến các mỏ ở vùng Minas Gerais, nơi sản xuất quặng Itabirite đòi hỏi phải làm giàu ướt—quá trình tạo ra bùn thải được lưu trữ trong các đập thượng nguồn, loại đập đã bị vỡ. Điều này đã dẫn đến lệnh cấm các đập thượng nguồn, làm tăng chi phí sản xuất trong tương lai và có khả năng làm giảm chất lượng quặng của Brazil do ít quy trình xử lý hơn được sử dụng.

Mặc dù là nước tiêu thụ lớn nhất thế giới, Trung Quốc cũng là nhà sản xuất lớn thứ ba. Tuy nhiên, quặng nội địa của nước này thường có chất lượng thấp (<30% Fe) và đòi hỏi phải xử lý đáng kể (làm giàu) để có thể sử dụng, khiến nước này trở thành một nhà sản xuất chi phí cao. Ấn Độ phần lớn tự cung tự cấp nhưng đang bắt đầu nhập khẩu nhiều quặng hơn để cung cấp cho năng lực sản xuất thép đang mở rộng của mình, một xu hướng mới đáng kể trên thị trường. Nga là một nhà sản xuất quan trọng, chủ yếu cung cấp cho ngành công nghiệp thép trong nước và các thị trường châu Âu.

Nền kinh tế Trung Quốc là yếu tố quyết định lớn nhất đến giá quặng sắt, tuy nhiên, các chính sách của quốc gia này lại có tác động trái chiều.

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng: Ngành này chiếm khoảng 40% nhu cầu thép của Trung Quốc. Do đó, sự suy thoái kéo dài của lĩnh vực bất động sản là yếu tố giảm giá lớn nhất và có ảnh hưởng sâu sắc nhất đến thị trường quặng sắt.

Sự tương tác giữa chính sách môi trường và mục tiêu kinh tế: Bắc Kinh đã thực hiện các chính sách nhằm hạn chế sản xuất thép để chống ô nhiễm và phát thải carbon (chiếm 15% tổng lượng phát thải của Trung Quốc). Điều này bao gồm việc cắt giảm sản xuất vào mùa đông và "chính sách thay thế công suất" nhằm loại bỏ các nhà máy cũ, gây ô nhiễm. Tuy nhiên, những mục tiêu môi trường này thường xung đột với các mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Khi nền kinh tế suy yếu, Bắc Kinh trong lịch sử đã phản ứng bằng các gói kích thích cơ sở hạ tầng, làm tăng nhu cầu thép và chống lại các biện pháp hạn chế sản xuất.

Ấn Độ được định vị là động lực tăng trưởng nhu cầu lớn tiếp theo.

Tỷ lệ đô thị hóa và cường độ sử dụng thép trên đầu người của nước này thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc, cho thấy tiềm năng tăng trưởng rất lớn. Chính phủ Ấn Độ có mục tiêu đã nêu là tăng gấp ba sản lượng thép trong nước vào năm 2030, điều này sẽ làm tăng đáng kể nhu cầu của nước này đối với thị trường quặng sắt vận tải đường biển. Nhu cầu ở các khu vực phát triển như Nhật Bản, Hàn Quốc, Châu Âu và Bắc Mỹ tương đối ổn định, được thúc đẩy nhiều hơn bởi hoạt động công nghiệp và chu kỳ sản xuất hơn là tăng trưởng cơ sở hạ tầng quy mô lớn.

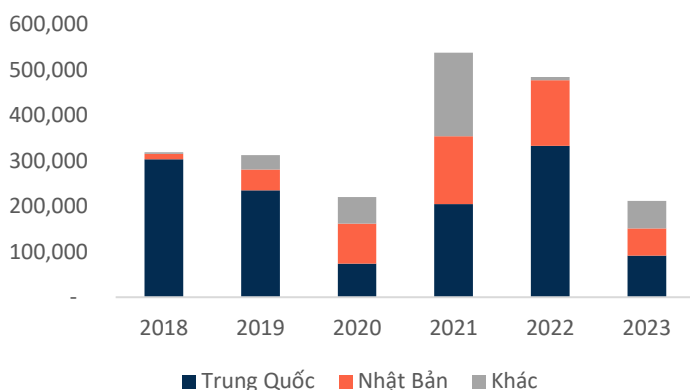
Phía cung của thị trường quặng sắt đường biển bị chi phối bởi bốn nhà khai thác lớn ("Big Four"): Rio Tinto, BHP, Vale, và Fortescue. Các tổ chức này chiếm trên 70% lượng cung toàn thế giới

- **Sản xuất và Vận chuyển:** Bất kỳ sự gián đoạn nào đối với nguồn cung từ các nhà sản xuất lớn này, chẳng hạn như do thời tiết khắc nghiệt ở Úc hoặc các vấn đề vận hành ở Brazil, đều có thể gây ra các đợt tăng giá đột biến trong ngắn hạn.
- **Cấu trúc Chi phí:** Thị trường có một cơ chế tự điều chỉnh. Chi phí sản xuất cận biên cao của các mỏ nhỏ hơn, đặc biệt là ở Trung Quốc, tạo ra một mức giá sàn khoảng 85–90 USD/tấn. Khi giá giảm xuống dưới ngưỡng này, một lượng đáng kể nguồn cung sẽ bị loại khỏi thị trường do không có lãi, giúp giá ổn định trở lại.

Hầu hết các tổ chức lớn đều có dự báo xu hướng giảm đối với quặng sắt trong ngắn hạn, điển hình như World Bank (giảm 13% vào năm 2025 và thêm 7% vào năm 2026, IMF (giảm 14.3% vào cuối năm 2026), Fitch Ratings (giảm xuống 90 USD/tấn vào năm 2025 và 85 USD/tấn vào năm 2026). Các dự báo này được đưa ra trong bối cảnh kinh tế toàn cầu chậm lại và nhu cầu suy yếu từ ngành bất động sản Trung Quốc, cùng với đó là sự lo ngại căng thẳng thương mại leo thang.

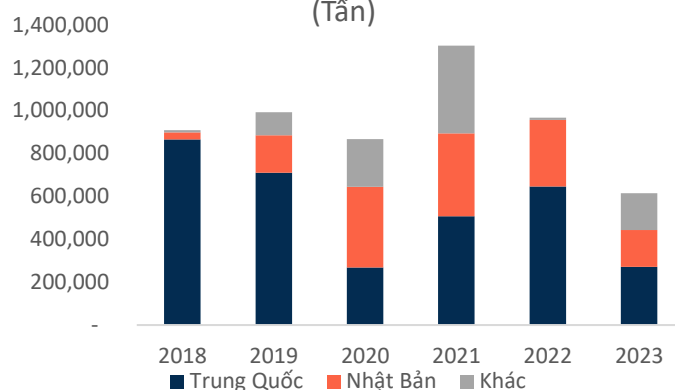
Than cốc

Nhập khẩu than cốc theo giá trị (Nghìn USD)



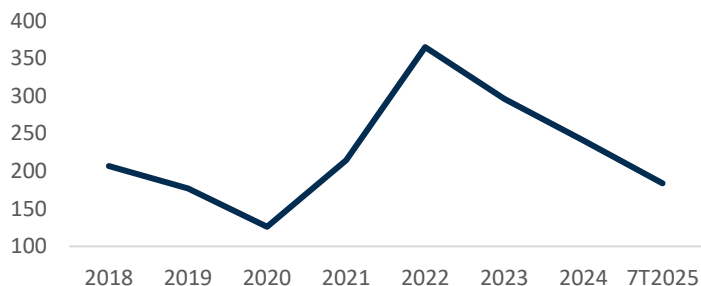
Nguồn: World Bank, FNS research

Nhập khẩu than cốc theo khối lượng (Tấn)



Nguồn: World Bank, FNS research

Giá hợp đồng tương lai than cốc (SGX Aus Coking Coal) (USD/Tấn)



Nguồn: SGX TSI FOB Australia Premium Coking Coal Futures, FNS ước tính

Trung Quốc, Nga, Úc và các sự kiện địa chính trị có tác động lớn lên giá than cốc toàn cầu

Năm 2018 đại diện cho điều kiện thị trường "bình thường" cuối cùng trước chuỗi biến động dữ dội của những năm 2020, với giá than HCC trung bình trong năm tài chính dao động quanh mức 203 USD/tấn. Tuy nhiên, đến năm 2019, các dấu hiệu suy yếu đã trở nên rõ ràng. Thị trường đang bước vào một chu kỳ suy thoái, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại và nhu cầu thép yếu đi.

Thương mại than toàn cầu chỉ tăng trưởng tối thiểu 0.8% trong năm 2019, và đáng chú ý là khối lượng thương mại than luyện kim vẫn ổn định nhưng không tăng trưởng. Sự suy yếu về giá này chủ yếu là do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại và sản lượng thép yếu ở các khu vực ngoài Trung Quốc, đặc biệt là ở Ấn Độ. Ngay cả ở Trung Quốc, động lực chính của thị trường, cũng có những dấu hiệu bão hòa; xuất khẩu thép của nước này đã giảm 7.3% trong năm 2019 so với năm 2018, cho thấy nhu cầu trong nước và quốc tế có thể đang đạt đến giới hạn ngay cả trước khi đại dịch xảy ra.

Năm 2020 đã mang đến một cú sốc chưa từng có cho nền kinh tế toàn cầu và thị trường than cốc. Khi các biện pháp phong tỏa được áp đặt trên toàn thế giới (Đề phòng chống COVID-19), hoạt động công nghiệp bị đình trệ, dẫn đến nhu cầu than toàn cầu sụt giảm mạnh nhất kể từ Thế chiến thứ hai, giảm 5% so với mức năm 2019. Giá than cốc đã sụp đổ theo, giảm từ mức khoảng 200 USD/tấn xuống dưới 110 USD/tấn vào tháng 4 năm 2020.

Tuy nhiên, khi thế giới bắt đầu thích nghi, một cú sốc thứ hai, mang tính địa chính trị, đã làm thay đổi hoàn toàn động lực thị trường. Vào cuối năm 2020, Trung Quốc đã áp đặt một lệnh cấm không chính thức đối với than của Úc, một động thái được thúc đẩy bởi căng thẳng chính trị. Giá than Úc (FOB) đã giảm mạnh do mất đi khách hàng lớn nhất của mình. Ngược lại, giá than luyện kim bên trong Trung Quốc đã tăng vọt khi các nhà máy thép tranh giành các nguồn cung thay thế. Một khoảng cách giá ngay lập tức là 85 USD/tấn đã mở ra giữa hai thị trường.

Sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ vào năm 2021, được thúc đẩy bởi các biện pháp kích thích tài chính và tiền tệ khổng lồ, đặc biệt là ở Trung Quốc, đã dẫn đến sự phục hồi nhu cầu thép hình chữ V. Nhu cầu từ các thị trường phi Trung Quốc, kết hợp với sự phục hồi sản xuất thép toàn cầu, đã đẩy giá than của Úc tăng trở lại một cách đáng kể trong suốt năm 2021.

Năm 2022 chứng kiến một sự tăng giá chưa từng có trong lịch sử thị trường than cốc. Giá đã tăng vọt lên mức cao nhất mọi thời đại, đạt đỉnh vào tháng 3 năm 2022 ở mức tương đương hơn 600 USD/tấn đối với các loại cao cấp. Giá trung bình cho than HCC cao cấp của Úc trong cả năm 2022 là một kỷ lục 372 USD/tấn. Chất xúc tác chính là cuộc xâm lược của Nga vào Ukraine vào tháng 2 năm 2022. Sự kiện này đã gây ra một cuộc khủng hoảng năng lượng toàn cầu. Nga, nhà xuất khẩu than lớn thứ ba thế giới, phải đối mặt với các lệnh trừng phạt, gây ra sự hỗn loạn trên thị trường than quốc tế và khiến người mua tranh giành các nguồn cung thay thế. Bên cạnh đó, nguồn cung hạn chế của Úc, bị ảnh hưởng bởi thời tiết càng làm giá than tăng vọt. Hiện tượng thời tiết La Nina kéo dài trong giai đoạn 2021-2022 đã gây ra lũ lụt trên diện rộng và kéo dài ở Queensland. Những trận lụt này đã làm ngập các mỏ, làm hỏng các tuyến đường sắt và cản trở hoạt động tại các cảng, làm giảm đáng kể khối lượng xuất khẩu. Các gián đoạn này đã làm tăng 22% chi phí đơn vị cho các công ty khai thác.

Giai đoạn từ năm 2023 đến nay được đặc trưng bởi sự điều chỉnh giá từ các đỉnh cao của năm 2022, nhưng ổn định ở các mức cao hơn đáng kể so với các mức đáy của năm 2020. Khi các thị trường năng lượng toàn cầu tự điều chỉnh và cú sốc ban đầu của cuộc chiến ở Ukraine giảm bớt, giá cả bắt đầu giảm dần trong suốt năm 2023 và 2024. Đến cuối năm 2024, giá than cốc ít biến động của Úc đã giảm xuống dưới 200 USD/tấn. Mặc dù các cú sốc lớn đã được giải quyết (lệnh cấm của Trung Quốc kết thúc, các dòng chảy thương mại thích ứng với chiến tranh), giá cả đã không quay trở lại mức dưới 150 USD/tấn được thấy trước năm 2021.

Năm quốc gia—Trung Quốc, Úc, Nga, Ấn Độ và Hoa Kỳ—cùng chiếm hơn 85% tổng sản lượng khai thác than luyện kim toàn cầu.

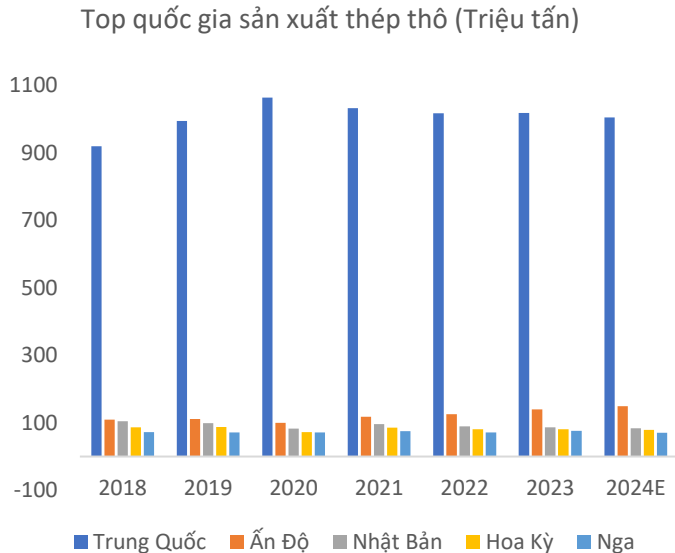
Trung Quốc chiếm gần 50% sản lượng toàn cầu. Tuy nhiên, phần lớn sản lượng này được tiêu thụ trong nước để phục vụ ngành công nghiệp thép khổng lồ của mình. Khai thác than cốc của quốc gia này cũng đang vướng phải một số vấn đề về logistic (Các mỏ than lớn tập trung ở phía bắc và tây, trong khi các trung tâm tiêu thụ thép lại ở ven biển phía đông và nam) và các chính sách môi trường ngày càng nghiêm ngặt (Đóng cửa các mỏ nhỏ, kém hiệu quả và tăng chi phí tuân thủ của các mỏ lớn).

Úc là nhà sản xuất lớn thứ hai nhưng lại là nhà xuất khẩu than luyện kim lớn nhất thế giới. Sản lượng khai thác phụ thuộc vào thời tiết (Các hiện tượng thời tiết khắc nghiệt, đặc biệt là La Nina, gây ra lũ lụt ở Queensland, làm gián đoạn nghiêm trọng hoạt động khai thác và vận chuyển), Địa chất (Tỷ lệ bóc đất (strip ratio) ngày càng tăng làm tăng chi phí và phát thải liên quan đến việc khai thác).

Nga là nhà sản xuất lớn thứ ba, sản lượng của Nga bị ảnh hưởng bởi các yếu tố địa chính trị, buộc phải chuyển hướng xuất khẩu từ châu Âu sang châu Á, và đối mặt với các thách thức về logistics để mở rộng công suất xuất khẩu về phía đông.

Ấn Độ và Hoa Kỳ: Cả hai đều là những nhà sản xuất quan trọng. Sản lượng của Ấn Độ chủ yếu phục vụ nhu cầu nội địa đang tăng nhanh nhưng bị hạn chế bởi địa chất phức tạp và công nghệ rửa than chưa tối ưu. Hoa Kỳ đóng vai trò là nhà cung cấp linh hoạt cho thị trường toàn cầu, nhưng sản lượng trong nước phải đối mặt với áp lực từ các quy định môi trường và sự cạnh tranh từ khí đốt tự nhiên.

Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản, Liên minh châu Âu (EU) và Hàn Quốc là những quốc gia và khu vực tiêu thụ than luyện kim hàng đầu



Nguồn: WorldSteel, FNS research

Trung Quốc là nhà sản xuất và tiêu thụ than luyện kim lớn nhất thế giới. Nhu cầu than luyện kim của quốc gia này phụ thuộc vào lĩnh vực xây dựng và bất động sản trong nước.

Ấn Độ là động lực tăng trưởng nhu cầu chính của thế giới. Nhu cầu than luyện kim của quốc gia này phụ thuộc vào các chính sách phát triển cơ sở hạ tầng của chính phủ.

Nhật Bản, Hàn Quốc và EU: Đây là những thị trường trưởng thành với nhu cầu tương đối ổn định nhưng đang đối mặt với sự thay đổi cấu trúc. Các mục tiêu khử cacbon và quá trình chuyển đổi sang sản xuất thép bằng Lò hồ quang điện (EAF) và hydro xanh sẽ làm giảm nhu cầu than cốc trong dài hạn.

Hoa Kỳ tuy nằm trong top những quốc gia sản xuất thép thô nhiều nhất, nhưng quá trình sản xuất của họ không tiêu thụ quá nhiều quặng sắt, than cốc vì công nghệ luyện kim chủ yếu là công nghệ EAF. Công nghệ này chiếm 70% sản lượng thép tại Hoa Kỳ.

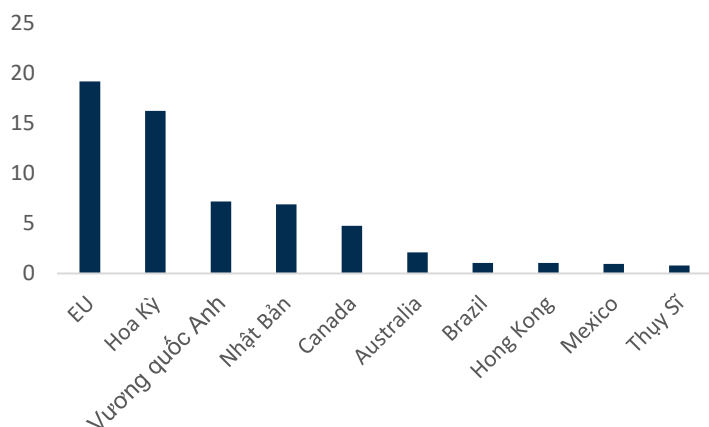
Các yếu tố tác động đến giá than cốc đang diễn biến phức tạp

Fitch Ratings dự báo giá sẽ giảm từ mức trung bình 241 USD/tấn trong năm 2024 xuống còn 180 USD/tấn cho năm 2025 và 2026. BMI, một công ty của Fitch Solutions, dự báo mức trung bình là 220 USD/tấn vào năm 2025. Chính phủ Úc dự báo giá sẽ duy trì ở mức khoảng 200 USD/tấn trong năm 2026 và 2027. Một cuộc khảo sát của KPMG cho thấy dự báo trung bình giảm dần về khoảng 190-215 USD/tấn trong cùng kỳ.

Sự chênh lệch đáng kể giữa các dự báo này—from 180 USD/tấn đến 220 USD/tấn cho năm 2025—không chỉ là một sai số tiêu chuẩn. Nó phản ánh sự không chắc chắn. Việc mô hình hóa các yếu tố tác động lên giá than cốc là không hề dễ dàng, liên quan đến các sự kiện thời tiết ở Úc, tốc độ xây dựng cơ sở hạ tầng của Ấn Độ, các thay đổi chính sách tiềm năng ở Trung Quốc và tốc độ chuyển đổi sang thép xanh.

Thép phế

Xuất khẩu thép phế 2023 (triệu tấn)



Nguồn: Bureau of International Recycling, FNS research

Nhập khẩu thép phế 2023 (triệu tấn)



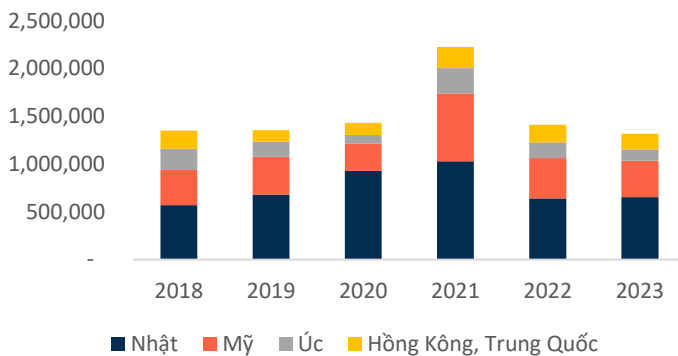
Nguồn: Bureau of International Recycling, FNS research

Với tư cách là nhà xuất khẩu thép phế lớn nhất thế giới, vận chuyển 19.2 triệu tấn vào năm 2023, Liên minh châu Âu đóng một vai trò trung tâm trong thị trường toàn cầu. Tuy nhiên, vị thế này đang đứng trước một sự thay đổi. Yếu tố thay đổi cuộc chơi quan trọng nhất là Quy định Vận chuyển Chất thải (WSR) mới của EU, (EU) 2024/1157, sẽ có hiệu lực theo từng giai đoạn từ năm 2026-2027. Quy định này đại diện cho sự phát triển chính sách quan trọng nhất trên thị trường thép phế toàn cầu trong nhiều thập kỷ. WSR sẽ cấm xuất khẩu chất thải nhựa và đặt ra các điều kiện nghiêm ngặt đối với tất cả các hoạt động xuất khẩu chất thải, bao gồm cả phế liệu kim loại, đến các nước không thuộc OECD. Các quốc gia này sẽ phải chính thức yêu cầu nhận chất thải của EU và chứng minh rằng họ có khả năng quản lý chất thải đó một cách bền vững về mặt môi trường. Điều này tạo ra các rào cản hành chính đáng kể và có khả năng dẫn đến lệnh cấm, đe dọa làm giảm dòng chảy thép phế của EU đến các nhà nhập khẩu lớn không thuộc OECD như Ấn Độ, Bangladesh và Việt Nam. Đồng thời, Thỏa thuận Xanh châu Âu (EU Green Deal) đang thúc đẩy một sự chuyển đổi quy mô lớn sang sản xuất thép bằng EAF để đáp ứng các mục tiêu phi carbon hóa. Quá trình chuyển đổi này được dự báo sẽ tạo ra một sự gia tăng mạnh mẽ trong nhu cầu thép phế nội địa, với các dự báo cho thấy nhu cầu thép xanh có thể đạt 49 triệu tấn vào năm 2030.

Quy định Vận chuyển Chất thải của EU không chỉ đơn thuần là một biện pháp bảo vệ môi trường; nó hoạt động như một chính sách công nghiệp thực tế. Ngành công nghiệp thép châu Âu đã tích cực vận động hành lang để có các biện pháp kiểm soát xuất khẩu chặt chẽ hơn nhằm đảm bảo nguồn cung thép phế cho quá trình chuyển đổi xanh của chính họ. WSR đáp ứng trực tiếp yêu cầu này bằng cách làm cho việc xuất khẩu đến các thị trường tăng trưởng quan trọng (các quốc gia không thuộc OECD) trở nên khó khăn hơn đáng kể. Cùng lúc đó, công suất EAF của EU đang mở rộng nhanh chóng, điều này sẽ hấp thụ lượng thép phế trước đây được xuất khẩu. Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ và các nhà nhập khẩu khác phụ thuộc vào thép phế của EU sẽ đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung. Họ sẽ buộc phải cạnh tranh để mua thép phế đắt hơn từ Hoa Kỳ và Nhật Bản, đẩy giá trên thị trường đường biên toàn cầu lên cao.

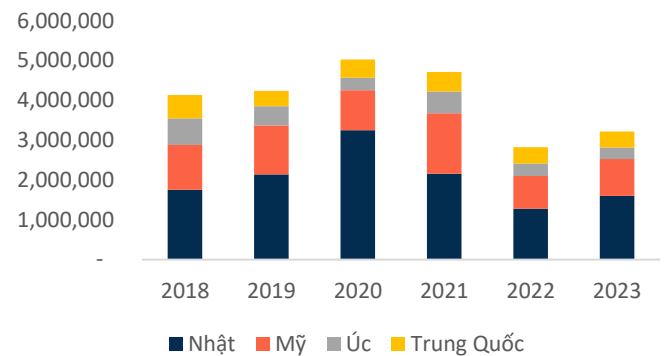
Thổ Nhĩ Kỳ là nhà nhập khẩu thép phế đường biên lớn nhất thế giới, với 18.77 triệu tấn vào năm 2023. Sự phụ thuộc này có nguồn gốc sâu xa từ cấu trúc ngành công nghiệp thép của nước này, vốn bị chi phối bởi các nhà máy EAF chiếm 75% công suất. Do vai trò trung tâm này, hoạt động mua hàng của Thổ Nhĩ Kỳ có hiệu quả trong việc thiết lập giá tham chiếu cho thị trường toàn cầu, đặc biệt là đối với các loại phế liệu chất lượng cao. Sự phụ thuộc nặng nề vào nhập khẩu, đặc biệt từ EU và Hoa Kỳ, khiến Thổ Nhĩ Kỳ rất dễ bị tổn thương trước những thay đổi chính sách từ phía cung.

**Nhập khẩu thép phế theo giá trị
(Nghìn USD)**



Nguồn: World Bank, FNS research

**Nhập khẩu thép phế theo khối
lượng (Tấn)**



Nguồn: World Bank, FNS research

Việt Nam là một nhà nhập khẩu thép phế lớn (5.14 triệu tấn vào năm 2023). Tuy nhiên, các khoản đầu tư lớn gần đây lại ưu tiên cho quy trình BF-BOF, điển hình là các dự án của Formosa Hà Tĩnh và việc mở rộng của Hòa Phát. Trong khi nhu cầu thép phế từ các nhà máy EAF hiện có sẽ vẫn mạnh mẽ, sự tăng trưởng tổng thể về công suất thép hiện đang nghiêng về các nguyên liệu thô sơ cấp

b- Sản xuất

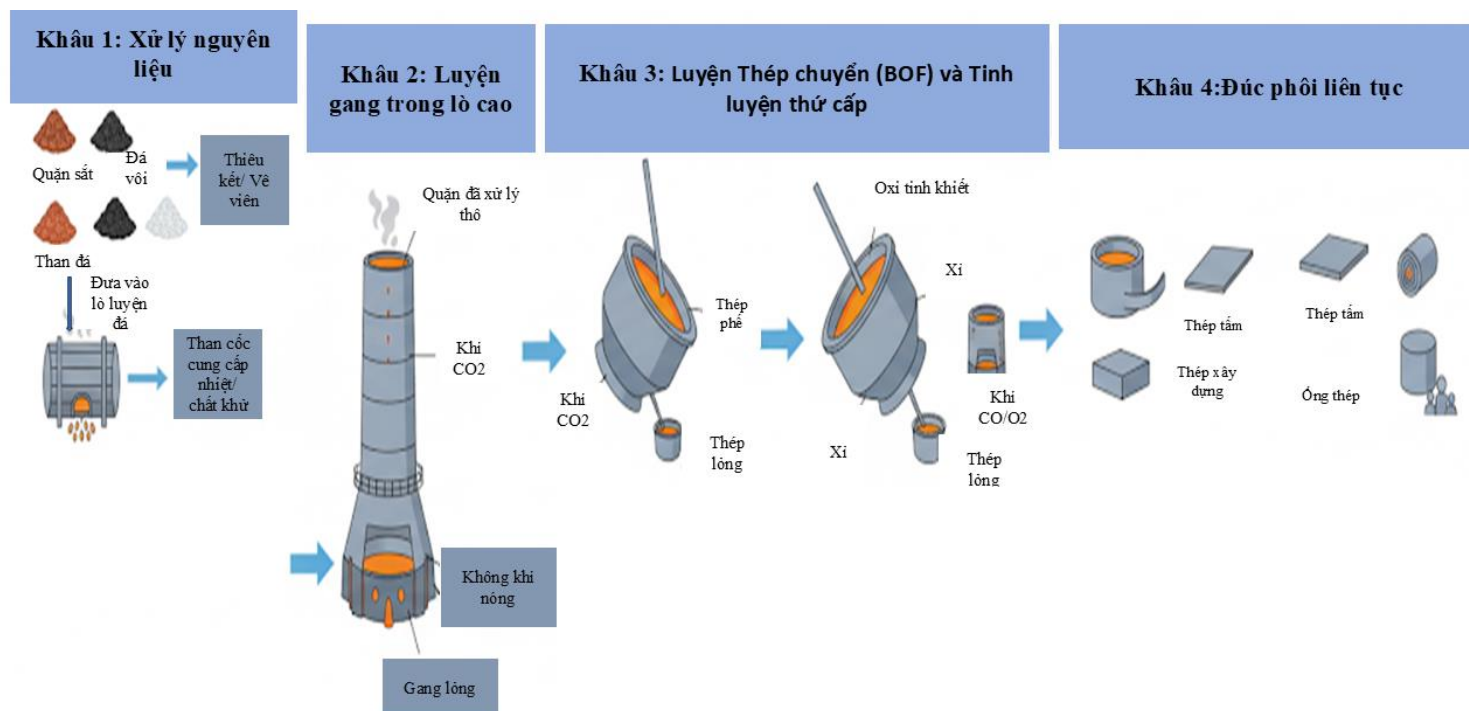
Hai Lộ trình Công nghệ Sản xuất Thép Chính

Công nghệ Lò Thổi Oxy (Basic Oxygen Furnace - BOF): Đây là lộ trình sản xuất tích hợp, bắt đầu từ nguyên liệu gốc là quặng sắt. Quá trình này sử dụng Lò cao (Blast Furnace - BF) để luyện quặng sắt thành gang lỏng, sau đó gang lỏng được chuyển sang Lò thổi Oxy (BOF) để tinh luyện thành thép. Công nghệ BF-BOF đòi hỏi một khu liên hợp sản xuất không lò, bao gồm các hạng mục như nhà máy luyện cốc, nhà máy thiêu kết, lò cao, lò thổi, với tổng vốn đầu tư lên tới hàng tỷ USD. Chỉ những tập đoàn có tiềm lực tài chính dồi dào và chiến lược phát triển dài hạn mới có thể theo đuổi mô hình này

Công nghệ Lò Hồ quang Điện (Electric Arc Furnace - EAF): Đây là lộ trình sản xuất dựa trên nguyên tắc tái chế. Nguyên liệu chính là thép phế liệu, được nấu chảy bằng năng lượng từ hồ quang điện để tạo ra thép lỏng. Công nghệ EAF có chi phí đầu tư ban đầu thấp hơn đáng kể, quy mô linh hoạt hơn, phù hợp với các doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ.

HPG là doanh nghiệp sử dụng công nghệ BOF để sản xuất thép thô. Do vậy, trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung vào công nghệ BOF

Quy trình Sản xuất công nghệ BOF



Khâu 1: Xử lý nguyên liệu

Mục tiêu của khâu này là chuẩn bị các nguyên liệu đầu vào (quặng sắt, than) để chúng đạt được các tiêu chuẩn tối ưu về kích thước, thành phần hóa học và độ bền cơ học, sẵn sàng cho việc nạp vào lò cao. Quặng sắt sau khi khai thác, thường ở dạng vụn hoặc bụi, sẽ được xử lý qua quá trình thiêu kết (sintering) hoặc vê viên (pelletizing) để tạo thành các cục quặng có kích thước lớn và đồng đều hơn. Trong khi đó, than được đưa vào lò luyện cốc trong điều kiện yếm khí (không có oxy) để loại bỏ các thành phần dễ bay hơi, làm tăng hàm lượng carbon và độ cứng, tạo ra than cốc. Than cốc đóng vai trò kép trong lò cao: vừa là nguồn cung cấp nhiệt lượng, vừa là chất khử hóa học để tách oxy ra khỏi oxit sắt.

Khâu 2: Luyện Gang trong Lò cao (Ironmaking)

Đây là công đoạn cốt lõi, có mục tiêu khử oxit sắt trong quặng để tạo ra gang lỏng (còn gọi là nước gang nóng - hot metal). Hỗn hợp gồm quặng sắt đã qua xử lý, than cốc và đá vôi (chất trợ dung để loại bỏ tạp chất) được nạp liên tục vào đỉnh lò cao. Từ phía dưới lò, một luồng không khí nóng với nhiệt độ lên tới 2000°C được thổi vào. Luồng khí này đốt cháy than cốc, tạo ra nhiệt lượng khổng lồ và khí Carbon Monoxide (CO). Khí CO bốc lên, phản ứng với các oxit sắt trong quặng và khử chúng thành sắt nguyên chất ở trạng thái lỏng. Sắt lỏng (gang) nặng hơn nên chìm xuống đáy lò, trong khi các tạp chất kết hợp với đá vôi tạo thành xỉ, nhẹ hơn và nổi lên trên. Gang lỏng và xỉ được tháo ra định kỳ qua các cửa lò riêng biệt.

Khâu 3: Luyện Thép trong Lò chuyển Oxy (Steelmaking) và Tinh luyện thứ cấp

Mục tiêu của khâu này là giảm hàm lượng carbon và loại bỏ các tạp chất còn lại trong gang lỏng để chuyển hóa nó thành thép. Gang lỏng từ lò cao được vận chuyển đến Lò thổi Oxy (BOF). Tại đây, một luồng oxy tinh khiết (O₂) được thổi vào lò với tốc độ siêu thanh. Oxy phản ứng mạnh mẽ với carbon dư thừa và các tạp chất khác như silic, mangan, photpho, biến chúng thành khí (CO, CO₂) hoặc hòa vào xỉ. Một lượng nhỏ thép phế (khoảng 125 kg cho mỗi tấn thép) cũng được thêm vào để giúp kiểm soát nhiệt độ của phản ứng tỏa nhiệt dữ dội này. Sau khi ra khỏi lò BOF, thép lỏng có thể được đưa qua các lò tinh luyện thứ cấp (Ladle Furnace) để điều chỉnh chính xác hơn nữa thành phần hóa học, loại bỏ khí hòa tan và đạt được nhiệt độ yêu cầu trước khi đúc.

Khâu 4: Đúc phôi liên tục (Continuous Casting)

Công đoạn cuối cùng của quá trình sản xuất thép thô là định hình thép lỏng thành các bán thành phẩm ở thể rắn, gọi là phôi thép. Thép lỏng sau khi tinh luyện được rót vào máy đúc liên tục. Tại đây, thép được làm nguội và định hình thành các loại phôi tiêu chuẩn:

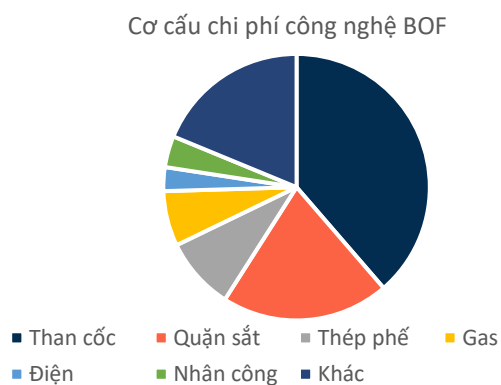
- Phôi vuông (Billet) và phôi thanh (Bloom): Dùng làm nguyên liệu để cán ra các sản phẩm thép dài như thép xây dựng (thép vằn, thép cuộn) và thép hình (U, I, V)
- Phôi dẹt (Slab): Dùng làm nguyên liệu để cán ra các sản phẩm thép dẹt như thép cuộn cán nóng (HRC), thép tấm.

Khâu 5: Phân phối và thương mại

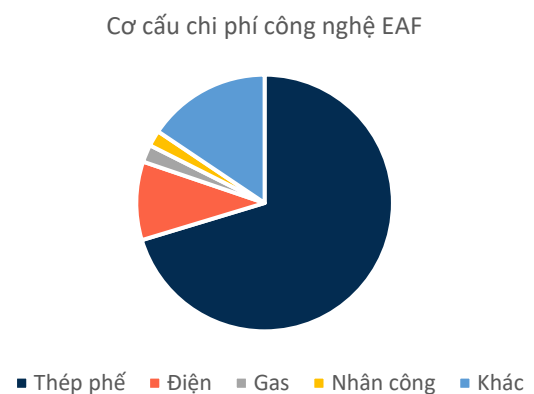
Gia công/Mạ phủ: Các công ty như Hoa Sen và Nam Kim chủ yếu hoạt động trong phân khúc này, mua HRC (nhập khẩu hoặc nội địa) để sản xuất CRC, tôn mạ và ống thép.

Phân phối & Thương mại: Các công ty như SMC và TLH đóng vai trò quan trọng trong mạng lưới phân phối, là trung gian giữa nhà sản xuất và người tiêu dùng cuối cùng.

Cơ cấu Chi phí và Giá trị Gia tăng



Nguồn: FNS tổng hợp



Nguồn: FNS tổng hợp

Chi phí sản xuất theo công nghệ BF-BOF có cơ cấu phức tạp, trong đó nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng chi phối.

● Cơ cấu chi phí sản xuất 1 tấn thép thô (ước tính):

Nguyên liệu: Để sản xuất 1 tấn thép thô, quy trình này cần một lượng lớn nguyên liệu, bao gồm khoảng 1,370 kg đến 1,700 kg quặng sắt, 780 kg than cốc, 270 kg đá vôi và 125 kg thép phế.

Phân bổ chi phí: Chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất. Cụ thể, quặng sắt chiếm từ 29% đến 40% tổng chi phí, than cốc chiếm khoảng 25%, và thép phế chiếm khoảng 8%. Các chi phí quan trọng khác bao gồm khấu hao tài sản cố định (khoảng 14%), chi phí năng lượng như điện và gas (mỗi loại khoảng 6%), và chi phí nhân công (khoảng 5%).

● Giá trị Gia tăng:

Giá trị gia tăng được tạo ra lớn nhất và mang tính đột biến nằm ở khâu luyện gang trong lò cao. Giá trị gia tăng của công đoạn này có thể cao hơn 430% so với giai đoạn khai thác và chế biến quặng sắt ban đầu. Điều này lý giải tại sao khả năng tự chủ hoặc kiểm soát được nguồn cung quặng sắt và than cốc, cùng với việc làm chủ công nghệ luyện gang, lại là yếu tố sống còn quyết định biên lợi nhuận và năng lực cạnh tranh của các nhà sản xuất theo mô hình BOF.

Bởi vì luyện gang có giá trị gia tăng cao nhất trong quy trình sản xuất thép thành phẩm, việc một doanh nghiệp có thể tự sản xuất gang từ quặng thay vì phải đi mua phôi thép trên thị trường giúp họ nắm bắt được phần lợi nhuận khổng lồ được tạo ra

ở khâu thượng nguồn này. Điều này giúp các doanh nghiệp tích hợp sâu như Hòa Phát có được lợi thế chi phí vượt trội, giá thành sản phẩm thấp hơn, biên lợi nhuận cao hơn và khả năng chống chịu tốt hơn trước những biến động của thị trường.

Các yếu tố ảnh hưởng đến sản xuất và xu hướng

Hoạt động sản xuất theo công nghệ BF-BOF chịu tác động mạnh mẽ từ nhiều yếu tố kinh tế, kỹ thuật và môi trường.

Giá nguyên liệu đầu vào: Do quặng sắt và than cốc chiếm tỷ trọng chi phí lớn nhất, nên giá thành sản xuất của lò BOF cực kỳ nhạy cảm với những biến động giá của hai mặt hàng này trên thị trường thế giới. Sự phụ thuộc vào nguồn cung nhập khẩu từ các quốc gia như Úc và Brazil cũng tạo ra rủi ro về chuỗi cung ứng và logistics.

Quy mô và Vốn đầu tư: Công nghệ BF-BOF đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu cực kỳ lớn để xây dựng một khu liên hợp sản xuất đồng bộ và phải hoạt động ở quy mô sản lượng khổng lồ để đạt được hiệu quả kinh tế theo quy mô. Điều này tạo ra một rào cản gia nhập ngành rất cao.

Áp lực Môi trường: Đây là yếu tố có tầm ảnh hưởng ngày càng gia tăng. Quy trình BF-BOF tiêu tốn rất nhiều năng lượng và là một trong những nguồn phát thải khí nhà kính (CO₂) lớn nhất trong ngành công nghiệp. Trung bình, để sản xuất một tấn thép bằng lò cao, quá trình này phát thải ra môi trường khoảng 2.3 tấn CO₂.

Xu hướng: Các chính sách môi trường trên toàn cầu đang ngày càng được thắt chặt. Đặc biệt, các cơ chế như Cơ chế Điều chỉnh Biên giới Carbon (CBAM) của Liên minh châu Âu (EU) sẽ áp thuế dựa trên hàm lượng carbon của sản phẩm nhập khẩu. Điều này sẽ làm tăng chi phí sản xuất của công nghệ BOF và buộc các doanh nghiệp phải đầu tư mạnh mẽ vào các công nghệ giảm phát thải như thu giữ và lưu trữ carbon (CCS) hoặc tìm kiếm các lộ trình công nghệ thay thế trong tương lai.

So sánh công nghệ BOF và EAF

Việc lựa chọn giữa công nghệ BF-BOF và EAF không chỉ là một quyết định kỹ thuật mà còn là một quyết định chiến lược phức tạp, phụ thuộc vào nhiều yếu tố như tiềm lực tài chính của doanh nghiệp, nguồn cung nguyên liệu sẵn có, quy định môi trường và định hướng thị trường. Công nghệ BF-BOF phù hợp với chiến lược sản xuất hàng loạt, tối ưu hóa chi phí trên quy mô lớn và kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị từ nguyên liệu thô. Ngược lại, công nghệ EAF lại phù hợp với chiến lược đòi hỏi sự linh hoạt, tận dụng lợi thế của kinh tế tuần hoàn và đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường ngày càng khắt khe.

Tiêu chí	Công nghệ Lò Thổi Oxy (BF-BOF)	Công nghệ Lò Hồ quang Điện (EAF)
Nguyên liệu chính	Quặng sắt, Than cốc	Thép phế liệu
Vốn đầu tư	Rất cao, đòi hỏi khu liên hợp tích hợp	Tương đối thấp hơn, linh hoạt
Quy mô sản xuất	Lớn, sản xuất hàng loạt	Linh hoạt, từ nhỏ đến lớn
Năng lượng chính	Than cốc (nhiệt năng, hóa năng)	Điện năng
Phát thải CO ₂	Rất cao (khoảng 2.3 tấn CO ₂ /tấn thép)	Thấp hơn đáng kể, có tiềm năng tiến tới 0 nếu dùng năng lượng tái tạo
Rủi ro chi phí chính	Biến động giá quặng sắt và than cốc toàn cầu	Biến động giá thép phế và giá điện

Năng lực sản xuất ngành thép Việt Nam

Năng lực sản xuất phôi của toàn ngành đạt khoảng 28 triệu tấn/năm và thép xây dựng khoảng 14 triệu tấn/năm, đủ để đáp ứng 100% nhu cầu trong nước và một phần cho xuất khẩu.

Tuy nhiên, ở một mặt xích quan trọng hơn, ngành lại đối mặt với sự thiếu hụt trầm trọng. Thép cuộn cán nóng (HRC) là sản phẩm trung nguồn chiến lược, đóng vai trò là nguyên liệu đầu vào không thể thiếu để sản xuất các sản phẩm hạ nguồn có giá trị gia tăng cao hơn như tôn mạ và ống thép. Hiện tại, năng lực sản xuất HRC của Việt Nam chỉ đạt khoảng 7-8 triệu tấn/năm, chủ yếu đến từ hai nhà sản xuất là Hòa Phát và Formosa Hà Tĩnh, trong khi tổng nhu cầu của thị trường lên tới 10-12 triệu tấn/năm.

Sự thiếu hụt này buộc Việt Nam phải liên tục nhập khẩu một lượng lớn HRC, biến quốc gia này thành một nước nhập siêu ròng về thép, mặc dù dư thừa năng lực ở một số sản phẩm khác. Số liệu thống kê cho thấy tình hình ngày càng đáng báo động: trong 4 tháng đầu năm 2024, lượng HRC nhập khẩu đã bằng 159% tổng sản lượng sản xuất trong nước, trong đó nguồn cung từ Trung Quốc chiếm tới 73%.

Các doanh nghiệp ở khâu hạ nguồn như Hoa Sen, Nam Kim bị đặt vào thế phụ thuộc kép: vừa phụ thuộc vào biến động giá HRC trên thị trường thế giới, vừa phụ thuộc vào hai nhà cung cấp nội địa là Hòa Phát và Formosa. Tình thế này làm suy yếu vị thế đàm phán của họ và tạo ra những xung đột lợi ích trong ngành. Điển hình là cuộc tranh luận gay gắt về việc có nên áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại, chẳng hạn như thuế chống bán phá giá, đối với HRC nhập khẩu. Đối với nhóm thượng nguồn (Hòa Phát, Formosa), đây là biện pháp cần thiết để bảo vệ sản xuất trong nước. Nhưng đối với nhóm hạ nguồn (các nhà sản xuất tôn mạ), nó lại là nguy cơ làm tăng chi phí đầu vào, giảm sức cạnh tranh. Do đó, các quyết định chính sách của chính phủ liên quan đến HRC có khả năng định hình lại cấu trúc lợi nhuận và bản đồ cạnh tranh của toàn ngành trong tương lai.

c- Sản phẩm

- Các phân khúc sản phẩm chính và mô hình doanh nghiệp:

- **Thép xây dựng:** Thép thanh, thép cuộn dùng trong xây dựng dân dụng và công nghiệp.
- **Tôn mạ:** Tôn mạ kẽm, tôn mạ hợp kim nhôm kẽm, tôn mạ màu, dùng trong xây dựng công nghiệp, dân dụng và sản xuất đồ gia dụng.
- **Ống thép:** Ống thép hàn, ống thép mạ kẽm, dùng trong xây dựng, cấp thoát nước, và các kết cấu cơ khí.

- Phân loại theo mô hình kinh doanh:

- **Mô hình Tích hợp dọc:** Tập đoàn Hòa Phát là đại diện tiêu biểu, tham gia từ sản xuất HRC ở trung nguồn đến sản xuất thép xây dựng, ống thép và tôn mạ ở hạ nguồn.
- **Mô hình Chuyên môn hóa:** Các doanh nghiệp như Tập đoàn Hoa Sen, Thép Nam Kim, Tôn Đông Á tập trung chuyên sâu vào lĩnh vực tôn mạ và ống thép. Họ không tự sản xuất HRC mà phải mua từ các nhà cung cấp trong nước (Hòa Phát, Formosa) hoặc nhập khẩu.

Các doanh nghiệp tiêu biểu trong chuỗi giá trị

Giai Đoạn Chuỗi Giá Trị	Hoạt Động Chính	Doanh Nghiệp Tiêu Biểu	Trọng Tâm Chiến Lược
Thượng Nguồn	Nhập khẩu quặng sắt, than cốc, thép phế.	Chủ yếu là các bộ phận thương mại của các nhà sản xuất lớn.	Tối ưu hóa chi phí đầu vào, quản trị rủi ro biến động giá.
Trung Nguồn	Sản xuất phôi thép, thép cuộn cán nóng (HRC) bằng công nghệ lò cao (BF-BOF) hoặc lò điện (EAF).	Hòa Phát, Formosa Hà Tĩnh (BF-BOF); Pomina, VNSTEEL, Thép Việt Ý (EAF).	Dẫn đầu về chi phí thông qua quy mô (BF-BOF); Linh hoạt sản xuất (EAF).
Hạ Nguồn	Cán thép xây dựng, sản xuất tôn mạ, ống thép, thép cuộn cán nguội (CRC).	Hòa Phát (Thép xây dựng); Hoa Sen, Nam Kim, Tôn Đông Á (Tôn mạ).	Dẫn đầu thị phần sản phẩm chuyên biệt, xây dựng thương hiệu, chất lượng sản phẩm.
Phân Phối & Thương Mại	Bán buôn, bán lẻ, xuất khẩu.	SMC, Thép Tiến Lên (Thương mại); Hoa Sen Home (Bán lẻ); Hòa Phát, Hoa Sen, Nam Kim (Xuất khẩu).	Hiệu quả logistics, quản lý tồn kho, xây dựng thương hiệu bán lẻ, thâm nhập thị trường quốc tế.

2. Đặc điểm ngành

Nhóm chiến lược ngành

Nhóm Chiến Lược	Doanh Nghiệp Tiêu Biểu	Chiến Lược Cốt Lõi	Tài Sản Chính	Rủi Ro Chính	Chiến lược định giá sản phẩm
A: Sản xuất thép thô	Hòa Phát, Formosa Hà Tĩnh	Dẫn đầu về chi phí thông qua tích hợp dọc và quy mô sản xuất khổng lồ.	Các khu liên hợp gang thép hiện đại, cảng biển nước sâu, chuỗi cung ứng khép kín. Chi phí đầu tư cao	Vốn đầu tư cực lớn, rủi ro từ chu kỳ giá hàng hóa toàn cầu, tính linh hoạt thấp.	Theo giá thị trường, bám sát giá khu vực (Đặc biệt là giá nhập khẩu từ Trung quốc điều chỉnh cho phí vận chuyển, thuế...)
B: Thương mại hàng gia công thép	Hoa Sen, Nam Kim	Khác biệt hóa dựa trên thương hiệu mạnh, chất lượng sản phẩm và thâm nhập các thị trường ngách xuất khẩu.	Thương hiệu được công nhận quốc tế, mạng lưới phân phối toàn cầu, quan hệ khách hàng.	Chủ nghĩa bảo hộ thương mại, biến động tỷ giá, phụ thuộc vào nguồn cung HRC.	Theo giá thị trường (Đặc biệt là áp lực cạnh tranh từ Trung Quốc và Thổ Nhĩ Kỳ)

Thị trường tiêu thụ và áp lực cạnh tranh

Thị trường đầu ra của ngành thép Việt Nam có cơ cấu: khoảng 70% sản lượng được tiêu thụ nội địa và 30% dành cho xuất khẩu (Theo VSA). Trong đó, ngành xây dựng là khách hàng lớn nhất, chiếm tới 60% tổng nhu cầu thép trong nước.

Các doanh nghiệp chuyên môn hóa ở hạ nguồn đang phải đối mặt với tình trạng biên lợi nhuận bị "bào mòn" từ hai phía. Một mặt, họ chịu áp lực từ chi phí đầu vào HRC không thể kiểm soát. Mặt khác, họ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt về giá bán ở đầu ra. Nguyên nhân là do tình trạng dư thừa công suất sản xuất tôn mạ trong nước, với tổng công suất hiện tại được cho là cao gấp ba lần nhu cầu tiêu thụ nội địa.

Trong bối cảnh đó, để tồn tại và phát triển, các doanh nghiệp này buộc phải xây dựng lợi thế cạnh tranh dựa trên các yếu tố phi giá. Đó là sức mạnh thương hiệu, mạng lưới phân phối rộng khắp (như hệ thống bán lẻ của Hoa Sen), hiệu quả trong quản trị chi phí sản xuất và vốn lưu động, cũng như khả năng tìm kiếm và duy trì các thị trường xuất khẩu.

Động lực tiêu thụ

Xây dựng & Bất động sản: Đây là động lực quan trọng nhất. Thị trường hiện tại vẫn còn yếu nhưng được kỳ vọng sẽ phục hồi chậm từ năm 2025 khi các luật mới (Luật Đất đai, Luật Nhà ở) có hiệu lực và các điều kiện tín dụng được nới lỏng. Đây là biến số quan trọng nhất cho sự phục hồi của cầu nội địa.

Đầu tư công: Cam kết của chính phủ trong việc phát triển cơ sở hạ tầng (đường cao tốc, sân bay) sẽ cung cấp một nguồn cầu ổn định và ngày càng tăng cho thép xây dựng.

Sản xuất & Cơ khí chế tạo: Dòng vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với thép dẹt (HRC, CRC, tôn mạ) để sản xuất máy móc, linh kiện ô tô và hàng tiêu dùng. Điều này thể hiện một sự chuyển dịch cơ cấu sang tiêu thụ thép có giá trị cao hơn.

Xuất khẩu: Mặc dù là một kênh tiêu thụ quan trọng (chiếm 30% sản lượng), xuất khẩu đang đối mặt với những thách thức từ chủ nghĩa bảo hộ gia tăng và cạnh tranh gay gắt. Các thị trường chính là ASEAN và EU.

Chủ nghĩa bảo hộ thương mại

Thị trường	Chủng loại	Loại thuế	Mức thuế/hiệu lực	Doanh nghiệp VN chịu tác động
Hoa Kỳ	Tất cả sản phẩm thép	Mục 232	50% (hiệu lực từ 04/06/2025)	Tất cả nhà xuất khẩu
	Tôn mạ (CORE)	AD + CVD (kết luận cuối cùng)	AD: 87.07%–162.96% (ví dụ: HSG 110.19%, Tôn Đông Á 87.07%, separate rate 94.89%, Vietnam-wide 162.96%) CVD: 0–1.29% (HSG: de minimis; TDA 1.29%; all others 1.29%).	HSG, Tôn Đông Á, các DN khác
	HRC, thép xây dựng	Mục 232	50%; hiện không có lệnh AD/CVD riêng áp cho HRC của Việt Nam (nếu có sẽ cộng thêm).	
Liên minh châu Âu (EU)	HRC	AD (kết luận cuối cùng 16/07/2025)	HPG: 0%; các nhà xuất khẩu VN khác: 12.1%. (Trước đó mức tạm thời theo Reg.(EU) 2025/670).	Toàn bộ nhà xuất khẩu HRC của VN (HPG được miễn)
Việt Nam (nhập khẩu)	Tôn mạ (CORE) từ Trung Quốc & Hàn Quốc	AD (kết luận cuối cùng)	TQ tối đa 37.13%; Hàn Quốc tối đa 15.67%; hiệu lực 5 năm từ 14/08/2025.	DN nhập khẩu tại VN
Việt Nam (nhập khẩu)	HRC từ Trung Quốc	AD (kết luận cuối cùng 04/07/2025)	23.01%–27.83%, hiệu lực 5 năm từ 06/07/2025; Ấn Độ không bị áp.	DN nhập HRC tại VN

Tại Hoa Kỳ, ngoài mức thuế chung theo Mục 232 đã tăng lên 50% từ tháng 6/2025, sản phẩm tôn mạ (CORE) của Việt Nam còn chịu thêm thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp với biên độ áp rất nặng, từ 87,07% đến 162,96% tùy từng doanh nghiệp. Điều này đồng nghĩa với việc tổng nghĩa vụ thuế thực tế có thể vượt trên 200% giá trị lô hàng, khiến khả năng xuất khẩu tôn mạ vào thị trường Mỹ gần như bị chặn đứng.

Ở châu Âu, mặc dù Ủy ban EC đã áp thuế chống bán phá giá 12,1% với HRC Việt Nam, riêng Hòa Phát được miễn hoàn toàn, nhờ đó vẫn giữ được cửa xuất khẩu quan trọng.

Trong nước, Việt Nam cũng chủ động áp thuế chống bán phá giá với tôn mạ Trung Quốc và Hàn Quốc (tối đa 37,13% và 15,67%) cũng như HRC từ Trung Quốc (23,01%–27,83%), nhằm bảo vệ thị trường nội địa trước tình trạng thép giá rẻ tràn vào. Nhìn chung, bức tranh thuế quan hiện nay phản ánh rõ xu hướng bảo hộ thương mại gia tăng trên toàn cầu, đặt ra thách thức lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu thép Việt Nam, đồng thời tạo ra mức độ phân hóa mạnh giữa các doanh nghiệp tùy theo năng lực phòng vệ và vị thế đàm phán quốc tế.

Xu hướng “xanh hóa” sản xuất thép:

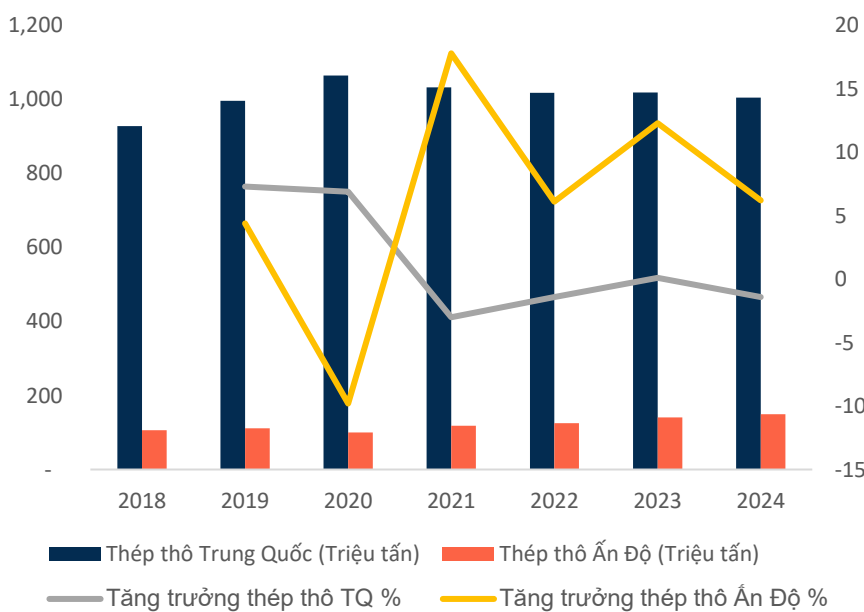
Do ngành thép chiếm ~7% phát thải CO₂ toàn cầu, nhiều sáng kiến đang thúc đẩy công nghệ thép xanh (sử dụng hydro, điện xanh thay than coke). Dù lộ trình còn dài, các tiêu chuẩn ESG ngày càng nghiêm ngặt (như CBAM của EU sẽ đánh thuế carbon vào thép nhập khẩu từ 2026) buộc các hãng thép phải đầu tư cải thiện môi trường. Xu hướng này ảnh hưởng tới VN: các nhà máy lò cao như HPG, Formosa có lượng phát thải cao sẽ đối mặt chi phí tuân thủ lớn hơn trong tương lai. WTO ước tính rằng CBAM có thể làm giảm giá trị xuất khẩu thép của Việt Nam khoảng 4% và sản lượng khoảng 0.8%. Chính sách này buộc các nhà xuất khẩu như Việt Nam phải lựa chọn giữa việc trả thuế carbon, làm cho sản phẩm của họ đắt hơn, hoặc thực hiện một quá trình chuyển đổi tốn kém sang sản xuất thép xanh.

Cấu trúc tiêu thụ thay đổi:

Thế giới chuyển dịch sang vật liệu nhẹ hơn, tái chế nhiều hơn, nhu cầu thép dài cho xây dựng có thể bão hòa dần ở các nước phát triển; tuy nhiên nhu cầu thép chất lượng cao (ô tô, điện gió, công nghệ) tăng. Với Việt Nam, những xu hướng này vừa là thách thức vừa là cơ hội: thách thức về cạnh tranh giá rẻ và tiêu chuẩn môi trường, nhưng cơ hội để xuất khẩu nếu nâng cao chất lượng sản phẩm và đáp ứng được hàng rào xanh.

Sự Dịch chuyển của các Trung tâm Sản xuất Thép

Tương quan sản xuất thép thô Trung Quốc-Ấn Độ



Nguồn: WorldSteel, FNS research

Trung Quốc là trung tâm thép toàn cầu, chiếm 54% sản lượng thế giới vào năm 2023. Quy mô tuyệt đối của ngành công nghiệp nước này, với giá trị thị trường hơn 879 tỷ USD vào năm 2021, có nghĩa là ngay cả những thay đổi nhỏ trong sản xuất của Trung Quốc cũng có tác động lớn đến nhu cầu than cốc, quặng sắt, thép phế... toàn cầu. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2018-2025, Sản lượng thép của nước này đã trở nên biến động hơn, với sự chậm lại đáng kể trong năm 2024 và 2025. Sự chậm lại này là do sự kết hợp của nhiều yếu tố: nền kinh tế nói chung đang suy yếu, một cuộc khủng hoảng kéo dài trong lĩnh vực bất động sản vốn tiêu thụ nhiều thép, và các biện pháp cắt giảm sản lượng do chính phủ chỉ đạo nhằm đáp ứng các mục tiêu môi trường và giảm lượng khí thải. Hơn nữa, sự phụ thuộc của Trung Quốc vào than nhập khẩu đường biển đã giảm đi khi nước này ngày càng ưu tiên các nhà cung cấp trên bộ như Mông Cổ và tăng cường sản lượng trong nước để đảm bảo an ninh nguồn cung.

Khi ảnh hưởng của Trung Quốc suy giảm, Ấn Độ đã nổi lên như một động lực tăng trưởng nhu cầu chính tiếp theo. Ấn Độ đã vượt qua Nhật Bản để trở thành nhà sản xuất thép lớn thứ hai thế giới vào năm 2019. Không giống như Trung Quốc, nhu cầu thép của Ấn Độ đang trên một quỹ đạo tăng trưởng nhanh chóng. Các dự báo cho thấy nhu cầu sẽ tăng 8-9% vào năm 2025,

vượt xa tất cả các nền kinh tế lớn khác. Sự tăng trưởng này được củng cố bởi các sáng kiến cơ sở hạ tầng quy mô lớn của chính phủ, chẳng hạn như Kế hoạch Cơ sở hạ tầng Quốc gia (National Infrastructure Pipeline), dự kiến sẽ tiêu thụ hàng triệu tấn thép cho các dự án đường bộ, đường sắt và nhà ở. Mặc dù Ấn Độ có chính sách đầy tham vọng nhằm tăng sản lượng than cốc trong nước lên 105 triệu tấn vào năm 2029-30, nước này vẫn phụ thuộc rất nhiều vào nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu của mình, đảm bảo vai trò trung tâm của mình trên thị trường đường biển trong tương lai gần

Yêu cầu Khử cacbon và sự cạnh tranh của Thép xanh

Mối đe dọa hiện hữu dài hạn đối với nhu cầu than cốc và quặng sắt chất lượng thấp đến từ quá trình chuyển đổi của ngành thép toàn cầu sang các phương pháp sản xuất ít carbon. Ngành thép là một trong những ngành công nghiệp phát thải carbon nhiều nhất, chiếm khoảng 7-9% tổng lượng khí thải CO₂ toàn cầu. Để phù hợp với các mục tiêu khí hậu, ngành công nghiệp đang dần chuyển đổi khỏi quy trình Lò cao - Lò thổi Oxy (BF-BOF) truyền thống, vốn đòi hỏi than cốc và quặng sắt, sang hai giải pháp thay thế chính.

Giải pháp thứ nhất là tăng cường sử dụng Lò hồ quang điện (EAF) dựa trên thép phế liệu. Giải pháp thứ hai, mang tính cách mạng hơn, là sản xuất Sắt hoàn nguyên trực tiếp (DRI) dựa trên hydro (H₂-DRI), sau đó được xử lý trong EAF. Sự chuyển đổi công nghệ này được dự báo sẽ làm giảm 50% nhu cầu than luyện kim vào năm 2050. Quá trình sản xuất thép bằng công nghệ H₂-DRI đòi hỏi quặng chất lượng rất cao với ít tạp chất (quặng viên hoặc quặng cục). Điều này sẽ phân khúc thị trường hơn nữa, tạo ra nhu cầu mạnh mẽ cho một sản phẩm cao cấp, chuyên biệt trong khi nhu cầu đối với quặng bột loại tiêu chuẩn bị trì trệ. Quặng sắt loại tiêu chuẩn (ví dụ: 62% Fe fines), được sử dụng trong các lò cao truyền thống, thâm dụng carbon, đối mặt với một tương lai nhu cầu trì trệ hoặc suy giảm do các thay đổi cơ cấu ở Trung Quốc và nỗ lực khử carbon toàn cầu. Ngược lại, quặng sắt chất lượng cao, ít tạp chất (pellet feed, lump) là nguyên liệu thiết yếu cho các công nghệ sản xuất thép phát thải thấp hơn như DRI. Nhu cầu đối với loại quặng cụ thể này sẽ tăng lên, ngay cả khi tổng nhu cầu quặng sắt giảm. Điều này ngụ ý rằng tương lai của ngành công nghiệp quặng sắt sẽ không đồng nhất. Các công ty khai thác sẽ không còn được đánh giá chỉ dựa trên khối lượng sản xuất, mà còn dựa trên thành phần hóa học và chất lượng trữ lượng của họ. Chênh lệch giá giữa quặng chất lượng cao (>65% Fe) và quặng loại tiêu chuẩn (62% Fe) hoặc loại thấp (<58% Fe) sẽ là một chỉ số quan trọng về tốc độ của quá trình chuyển đổi thép xanh

Trong 3-5 năm tới, tuyến H₂-DRI/EAF khó thay thế rộng rãi BF-BOF vì (1) bất lợi chi phí ở giai đoạn đầu: IEA ước các nhà máy H₂-DRI thương mại đầu tiên vẫn đắt hơn ~25% so với BF-BOF (~650 USD/t vs 490 USD/t), trong khi BF-BOF hiện chiếm ~70% sản lượng thép toàn cầu, tạo lợi thế quy mô và khấu hao tài sản sẵn có (2) Hạ tầng H₂/điện là nút thắt: một tổ hợp 2 Mt/năm cần ~54-58 kg H₂/t DRI và cỡ 800 MW điện phân; năng lực chế tạo điện phân hiện chưa theo kịp, còn H₂ phát thải thấp chiếm chưa đầy 1% nguồn cung toàn cầu 2023 (3) Ràng buộc nguyên liệu: H₂-DRI phụ thuộc quặng/pellet DR-grade (Fe cao, tạp chất thấp), nguồn cung có nguy cơ thiếu hụt trong thập kỷ này, làm chậm mở rộng công suất và đội chi phí (4) CAPEX dự án xanh "full-scope" (DRI+EAF+điện phân+điện tái tạo/lưu trữ) lớn và chỉ khả thi ở vài điểm có hỗ trợ mạnh: điển hình H₂ Green Steel huy động ~€6.5 tỷ cho tổ hợp 2.5 Mt/năm; trong khi các dự án cải hoán brownfield nhỏ hơn vẫn cần trợ cấp đáng kể. Trong khi đó, xuất đầu tư cho công nghệ BF-BOF là \$1 tỷ cho công suất vừa (1.5Mtpa), \$2 tỷ cho công suất 3 Mtpa. Do đó, H₂-DRI/EAF sẽ đi cùng tồn tại với BF-BOF trong ngắn hạn, tập trung ở các hub có điện tái tạo rẻ, chính sách carbon rõ ràng và hợp đồng bao tiêu có premium; còn thay thế quy mô lớn chỉ khả thi khi chi phí H₂/điện giảm, nguồn DR-grade mở rộng và cơ chế carbon toàn cầu chặt chẽ hơn.

Trong ngắn hạn, những công nghệ mới này vẫn chưa có khả năng cạnh tranh về chi phí sản xuất so với các công nghệ hiện tại. Tuy nhiên, trong dài hạn, khi các công nghệ này được cải tiến, giúp tiết kiệm chi phí trong quá trình sản xuất, cộng hưởng thêm bởi sự ủng hộ của "Thuế Carbon", các công nghệ này sẽ trở nên vượt trội so với các công nghệ truyền thống, đặc biệt là công nghệ lò BOF. Việc này ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp sử dụng lò BOF làm công nghệ cốt lõi vì (1) Chi phí chuyển đổi rất cao (2) Lò BOF yêu cầu sản xuất đủ nhiều sản phẩm (vốn sẽ bị đánh thuế carbon trong tương lai) để đạt được lợi thế về quy mô, giúp tiết kiệm chi phí.

Ngành thép có tính chu kỳ cao

Sức khỏe của ngành thép gắn liền một cách hữu cơ với các chu kỳ của nền kinh tế vĩ mô, cả trong nước và toàn cầu.

Ở thị trường nội địa, nhu cầu thép phụ thuộc rất lớn vào ngành xây dựng và bất động sản, cũng như tốc độ giải ngân vốn đầu tư công cho các dự án cơ sở hạ tầng. Khi thị trường bất động sản "đóng băng", nhu cầu thép xây dựng sụt giảm mạnh, gây ra khó khăn nghiêm trọng cho các doanh nghiệp tập trung vào phân khúc này. Tình trạng thừa lỗ kéo dài của Pomina là một minh chứng

đau đớn cho sự phụ thuộc này, khi công ty thừa nhận rằng sự trì trệ của thị trường bất động sản là nguyên nhân chính gây ra kết quả kinh doanh yếu kém.

Tuy nhiên, tác động của chu kỳ kinh tế không đồng đều đối với tất cả các doanh nghiệp. Sự khác biệt nằm ở mức độ đa dạng hóa thị trường. Các công ty phụ thuộc quá nhiều vào thị trường nội địa, như Pomina, sẽ cực kỳ dễ bị tổn thương khi kinh tế trong nước gặp khó khăn. Ngược lại, những doanh nghiệp đã xây dựng được một danh mục thị trường xuất khẩu đa dạng có khả năng chống chịu tốt hơn. Tập đoàn Hòa Phát và Tập đoàn Hoa Sen là những ví dụ điển hình. Khi nhu cầu trong nước sụt giảm, họ có thể linh hoạt chuyển hướng sản lượng sang các thị trường quốc tế đang có nhu cầu tốt hơn. Trong giai đoạn đại dịch COVID-19, Hòa Phát đã tận dụng chiến lược này một cách hiệu quả, tăng gấp đôi sản lượng xuất khẩu để bù đắp cho sự sụt giảm của thị trường nội địa. Do đó, đa dạng hóa thị trường địa lý không chỉ là một chiến lược tăng trưởng mà còn là một công cụ quản trị rủi ro quan trọng, tạo ra một mô hình kinh doanh ổn định và bền vững hơn trước các cú sốc kinh tế.

Sức mạnh làm giá của ngành

Yếu tố	Mức độ	Điểm chính
Áp lực từ đối thủ mới gia nhập	Trung bình	- Thượng nguồn & trung nguồn (sản xuất phôi, HRC): Rào cản rất cao vì đầu tư lớn, như dự án Dung Quất 2 của HPG với mức đầu tư khoảng 3.5 tỷ USD). Trong phân khúc sản xuất thép thô, yêu cầu phải đạt được lợi thế kinh tế theo quy mô mới mang về lợi nhuận. - Hạ nguồn (gia công, sản phẩm thành phẩm): Rào cản thấp hơn vì chi phí đầu tư thấp hơn, dễ gia nhập hơn.
Áp lực thương lượng của nhà cung cấp	Cao	Nguyên liệu thô (quặng, than cốc, thép phế) phải nhập khẩu, chi phí nguyên liệu chiếm tới 70-80% chi phí sản xuất nhưng phải phụ thuộc vào số ít nhà cung cấp lớn trên thế giới.
Áp lực thương lượng của người mua	Trung bình đến Cao	- Thép xây dựng (hàng hóa cơ bản): Quyền lực người mua cao, nhiều lựa chọn. - Tôn mạ, thép chuyên dụng: Quyền lực thấp hơn nhờ chất lượng, dịch vụ, thương hiệu.
Áp lực từ sản phẩm thay thế	Thấp đến Trung bình	- Xây dựng cơ sở hạ tầng: khó thay thế do thép có ưu điểm vượt trội. - Một số ngành khác (ô tô, gia dụng): nhôm, composite tăng dần.
Cường độ cạnh tranh trong ngành	Cao	- Nhiều đối thủ từ lớn đến vừa & nhỏ. - Phân khúc thép thô yêu cầu chi phí cố định lớn → buộc chạy công suất lớn để đạt điểm hòa vốn, dễ dẫn đến cạnh tranh giá. - Sản phẩm HRC mang tính duopoly trong nước với sự cạnh tranh của HPG và Formosa. Tuy nhiên, giá HRC vẫn gặp phải cạnh tranh gắt gao từ nhập khẩu, đặc biệt là Trung quốc - Thép xây dựng có tính cạnh tranh cao vì sản phẩm ít khác biệt. - Tôn mạ, ống thép: cạnh tranh gay gắt nhất, biên lợi nhuận mỏng, nhiều cuộc chiến thị phần (HSG, NKG, TĐA...). - Rào cản rút lui cao vì các nhà máy thép là những tài sản chuyên dụng, khó có thể chuyển đổi sang mục đích khác

III Hoạt động kinh doanh của HPG

1- Các mảng kinh doanh chính

Lĩnh vực	Đóng góp doanh thu/lợi nhuận	2022	2023	2024	
Thép	Doanh thu (Tỷ VNĐ)	129,800 (90.9%)	104,991 (87.2%)	119,500 (85%)	Là mảng kinh doanh cốt lõi, đóng góp ~90% doanh thu và lợi nhuận của HPG. Gồm 4 nhóm sản phẩm thép chính (1) Thép xây dựng, (2) Thép cuộn cán nóng (HRC), (3) Ống thép, (4) Tôn mạ. Mảng thép xây dựng chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất và đóng góp lợi nhuận chính cho HPG, mảng này thường có biên lợi nhuận 15–20% những năm thuận lợi, và vẫn dương trong năm khó khăn 2022 (~5–7%). Mảng thép HRC của HPG mới vận hành từ 2020 nhưng phát triển nhanh chóng, chiếm 40% thị phần HRC nội địa (VSA). Do áp lực cạnh tranh từ Trung Quốc, mảng này có biên lợi nhuận gần bằng 0 trong giai đoạn 2021–2023. Tuy nhiên từ giữa 2023, Bộ Công Thương điều tra và quyết định áp thuế chống bán phá giá ~25% lên HRC Trung Quốc từ 2025. Mảng ống thép có biên gộp khoảng 10-12%, thị trường tiêu thụ ổn định. Mảng tôn mạ có biên mỏng (chỉ khoảng 5%), tuy nhiên, đây không phải mảng chiến lược của HPG
	Lợi nhuận (tỷ VNĐ)	4,881 (57.8%)	3,120 (45.9%)	8,010 (66.6%)	
Nông nghiệp	Doanh thu (Tỷ VNĐ)	10,134 (7.1%)	11,664 (9.7%)	12,870 (9.2%)	Sản phẩm chính gồm bò thịt Úc, heo thịt, trứng gà thương phẩm và thức ăn gia súc. Mảng này có biên lợi nhuận thấp và biến động mạnh theo chu kỳ giá nông sản. Đây được coi là mảng “phụ trợ” cho tập đoàn, không kỳ vọng tăng trưởng quá cao nhưng giúp HPG đa dạng hóa nguồn thu.
	Lợi nhuận (tỷ VNĐ)	459 (5.4%)	280 (4.1%)	1,150 (9.6%)	
Bất động sản	Doanh thu (Tỷ VNĐ)	1,118 (0.8%)	1,900 (1.6%)	2,940 (2.1%)	Mảng này tập trung phát triển khu công nghiệp (KCN) và một số dự án khu đô thị. Tính đến 2023, HPG có 3 KCN đang hoạt động: Phố Nối A (Hưng Yên) 689 ha, lấp đầy 95%; Hòa Mạc (Hà Nam) 131 ha, lấp đầy 100%; Yên Mỹ II (Hưng Yên) 313 ha, lấp đầy ~50% (giai đoạn 2 đang giải phóng mặt bằng). BĐS HPG đang có triển vọng tốt khi công ty dự kiến triển khai thêm 3 KCN mới (có thể ở Dung Quất – Quảng Ngãi và mở rộng ở Hưng Yên) cũng như đẩy nhanh dự án khu đô thị Hòa Phát Forestar 300 ha ở Phố Nối.
	Lợi nhuận (tỷ VNĐ)	940 (11.1%)	180 (2.6%)	1,060 (8.8%)	
Khác	Doanh thu (Tỷ VNĐ)	1,695 (1.2%)	1,800 (1.5%)	5,250 (3.7%)	Chủ yếu là mảng nội thất và điện lạnh. Mảng này có doanh thu khá nhưng biên lợi nhuận mỏng (do cạnh tranh giá). Mảng này sẽ tiếp tục duy trì để đa dạng hóa thương hiệu Hòa Phát, khó kỳ vọng tăng trưởng cao nhưng vẫn có thị phần riêng.
	Lợi nhuận (tỷ VNĐ)	2,164 (25.6%)	3,220 (47.4%)	1,800 (15%)	

2- Thép- động lực tăng trưởng chính của HPG

a. Quy trình sản xuất

Đầu vào- Phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu

Do HPG sử dụng công nghệ lò cao BOF, nguyên liệu chính là quặng sắt và than cốc, bên cạnh một phần thép phế liệu dùng trong luyện đúc và phụ gia hợp kim. Toàn bộ quặng sắt HPG phải nhập khẩu (từ Australia, Brazil, Nam Phi...), chủng loại quặng 63–65% Fe. Than cốc cũng nhập chủ yếu từ Australia và một phần từ Nga. HPG tích cực đa dạng hóa nhà cung cấp (nhiều nguồn quặng từ Úc, Nam Phi; nhiều nguồn than từ Úc, Nga, Trung Quốc) để tránh phụ thuộc

Tỷ trọng chi phí nguyên liệu trong giá thành thép HPG khoảng 65–70% (trong đó quặng ~30–35%, than coke ~20%, vôi, điện cực, hợp kim ~10–15%). Công ty chưa tự chủ được mỏ quặng hay mỏ than nào, nhưng có lợi thế vận chuyển nhờ cảng riêng và kho bãi lớn giảm chi phí logistics. HPG tận dụng tốt phế liệu nội sinh: ví dụ tận dụng gang vụn, phế cắt từ quá trình cán thép đưa trở lại lò, giúp tiết kiệm nguyên liệu.

Sản xuất- Sản xuất tích hợp từ quặng đến thành phẩm cuối trong cùng một khu liên hợp, tạo hiệu suất cao

Hạng mục	Thép xây dựng (triệu tấn)	Ống thép (triệu tấn)	HRC (triệu tấn)	Thép chuyên dụng (triệu tấn)	Tôn mạ (triệu tấn)	Tiến độ
Công suất hiện tại (không gồm DQ)	2.8	1.3			0.4	Đang vận hành
Nhà máy DQ1 - Giai đoạn 1	3					Đang vận hành
Nhà máy DQ1 - Giai đoạn 2			2.8			Đang vận hành
Nhà máy DQ2 - HRC Giai đoạn 1			2.8			Đang vận hành
Nhà máy DQ2 - HRC Giai đoạn 2			2.8			Đang vận hành
Nhà máy DQ2 - Thép dây cuộn CL cao				0.5		Q2/2028 (dự kiến)
Nhà máy thép ray & thép hình				0.7		Q2/2027 (dự kiến)

Tại KLH Dung Quất 1, HPG có 4 lò cao (công suất ~1,080 m³ mỗi lò), 6 lò thổi BOF 120 tấn, các xưởng đúc liên tục phôi vuông và phôi slab, nhà máy cán thép xây dựng 2.3 triệu tấn và nhà máy cán HRC 2,5 triệu tấn. Dung Quất 2 sẽ đóng góp thêm 4 lò cao 2.000 m³ và 4 máy cán HRC.

HPG cũng xây dựng nhà máy nhiệt điện dư 70MW tận dụng khí than từ lò coke và nhiệt từ lò cao, đáp ứng ~60% nhu cầu điện nội bộ – giúp giảm chi phí năng lượng đáng kể

Công nghệ hiện đại tạo nên công suất chuẩn mực quốc tế: Công nghệ luyện thép HPG được cung cấp bởi các hãng uy tín (Danieli – Ý cho cán thép, Tenova – Đức cho lò cao, SMS – Đức cho lò thổi), hầu hết là thế hệ mới hiện đại. Nhờ đó, quy trình sản xuất của HPG đạt mức tự động hóa cao, ít tiêu hao nguyên liệu hơn tiêu chuẩn cũ. Suất tiêu hao quặng/than của HPG tiệm cận chuẩn quốc tế (1 tấn thép HPG cần ~1,6 tấn quặng và 0,5 tấn than cốc, trong khi tiêu chuẩn quốc tế theo world steel là ~1.6 tấn quặng sắt và 0.45 tấn than cốc cho 1 tấn thép).

Tích hợp tạo nên lợi thế trong sản xuất cho doanh nghiệp: HPG có lợi thế quy mô nên giảm giá thành, lại tích hợp dọc nên tối ưu được mỗi công đoạn. Không như một số đối thủ phải bán phôi thô ra ngoài hoặc mua phôi ngoài, HPG tự cung cấp 100% phôi thép cho cán, thậm chí dư phôi còn xuất khẩu hoặc bán cho doanh nghiệp khác.

HPG rất chú trọng tiết giảm chi phí: mọi khâu đều tìm giải pháp tối ưu (đầu tư băng tải than, bốc rót quặng tự động, tận dụng phế quay vòng...). So với doanh nghiệp cùng ngành, quy trình sản xuất của HPG khép kín và hiện đại hơn, dẫn tới chi phí biên thấp hơn khoảng 10–15% tùy thời điểm

Khâu vận chuyển mang lại lợi thế trong chi phí sản xuất: Nhờ cảng biển ngay nhà máy, nguyên liệu cập cảng và thành phẩm xuất đi giảm hẳn chi phí logistics

Dù cố gắng cải thiện, nhưng những yếu tố ESG vẫn là thách thức đối với doanh nghiệp: Công ty đã lắp đặt hệ thống lọc bụi tĩnh điện, hệ thống tuần hoàn nước làm mát, khu xử lý chất thải công nghiệp trong khuôn viên Dung Quất. Nhờ đó, các chỉ số khí thải, nước thải của HPG công bố đều đạt QCVN cho phép. Tuy vậy, so với chuẩn mực ESG toàn cầu, HPG vẫn sử dụng công nghệ BOF phát thải carbon lớn – đây là thách thức dài hạn cần lộ trình nâng cấp

Đầu ra

Hòa Phát hiện có 4 nhóm sản phẩm thép chính: (1) Thép xây dựng, (2) Thép cuộn cán nóng (HRC), (3) Ống thép, (4) Tôn mạ. Mảng thép xây dựng chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất và đóng góp lợi nhuận chính cho HPG. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng 10 tháng đầu năm 2024 của HPG đạt gần 3.78 triệu tấn (chiếm 38% thị phần cả nước), bỏ xa các đối thủ. HPG bán thép xây dựng chủ yếu trong nước qua hệ thống 500 đại lý trải rộng, một phần (~20%) xuất khẩu sang các nước Đông Nam Á, Mỹ, Canada. Lợi thế cạnh tranh đầu ra của HPG ở mảng này là giá bán thấp hơn đối thủ nhờ chi phí thấp, và chất lượng ổn định (thép Hòa Phát có thương hiệu mạnh trong giới thầu xây dựng). Biên lợi nhuận gộp thép xây dựng của HPG thường ở mức 15–20% những năm thuận lợi, và vẫn dương trong năm khó khăn 2022 (~5–7%), tốt hơn nhiều so với doanh nghiệp khác (Pomina đã lỗ gộp năm 2022)

Mảng thép HRC của HPG mới vận hành từ 2020 nhưng nhanh chóng đạt sản lượng ~2,6–2,9 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 40% thị phần HRC nội địa (còn lại Formosa ~60%). Khách hàng đầu ra HRC là các nhà máy ống thép, tôn mạ trong nước (80% tiêu thụ HRC HPG là bán nội địa). HPG có lợi thế trong mảng này so với các đối thủ khác, vì là doanh nghiệp trong nước nên tốc độ giao hàng và chi phí vận chuyển có phần cạnh tranh hơn đối thủ ngoài nước. Đặc biệt, các chính sách hạn chế HRC từ Trung Quốc của chính phủ cũng tạo nên lợi thế cạnh tranh giá cho HPG; Tuy nhiên, HRC từ Trung Quốc vẫn là mối đe dọa với lợi thế giá rẻ. Giai đoạn 2021–2023, HRC Trung Quốc tràn vào Việt Nam giá thấp đã ép biên lợi nhuận HRC của HPG gần như bằng 0, có thời điểm phải giảm công suất cán HRC. Tuy nhiên từ giữa 2023, Bộ Công Thương điều tra và quyết định áp thuế chống bán phá giá ~25% lên HRC Trung Quốc từ 2025– đây là cú hích lớn cho HPG: dự kiến mảng HRC sẽ cải thiện đáng kể sản lượng và giá bán, đóng góp mạnh vào lợi nhuận từ 2025.

Mảng ống thép và tôn mạ của HPG là đầu ra tích hợp giúp gia tăng giá trị. Sản lượng ống thép Hòa Phát ~0,9 triệu tấn 2022, thị phần số 1 (29%) – các nhà máy ống của HPG được hưởng lợi vì chủ động nguồn nguyên liệu (dùng chính HRC của tập đoàn). Biên gộp ống thép khoảng 10–12%, thấp hơn thép xây dựng nhưng ổn định do thị trường ít biến động hơn. Tôn mạ Hòa Phát sản lượng còn nhỏ, Hoa Sen (HSG) vẫn dẫn đầu mảng này. Tuy nhiên, Hòa Phát (HPG) đang cải thiện dần, cụ thể: ở miền Bắc HPG ~ 18,3% thị phần, miền Trung ~ 17%. Đây cũng là mảng có biên mỏng, chỉ gần 5%

3- Động lực tăng trưởng

Dự án chiến lược Dung Quất 2: Tính đến giữa 2025, DQ2 đã hoàn thành ~70% khối lượng xây lắp. HPG đặt mục tiêu khởi chạy lò cao đầu tiên vào cuối 2024, lần lượt vận hành các hạng mục và hoàn tất 100% công suất trong năm 2025. Tổng vốn đầu tư ~85,000 tỷ được HPG tài trợ bằng 35% vốn tự có và 65% nợ vay; đến cuối 2024 công ty đã giải ngân ~70% vốn. DQ2 tập trung sản xuất thép dẹt, với 5,6 triệu tấn HRC/năm (tương đương >400,000 tấn/tháng). Ngoài ra, dự án có thể sản xuất thêm khoảng 1 triệu tấn thép hình cỡ lớn và thép dây chất lượng cao (tùy thuộc nhu cầu thị trường). Không chỉ về số lượng, HRC do DQ2 sản xuất sẽ có độ dày, mác thép đa dạng hơn DQ1 – bao gồm thép cuộn cán nóng chất lượng cao cho ô tô, thép silicon kỹ thuật điện, thép tấm đóng tàu... Điều này giúp HPG mở rộng thị trường sang các lĩnh vực đòi hỏi trước đây phải nhập khẩu. Sau khi DQ2 đi vào hoạt động, HPG sẽ có tổng công suất >14 triệu tấn thép thô/năm (tăng ~70% so với hiện tại). Đặc biệt sản lượng HRC sẽ gấp hơn 2 lần hiện nay. HPG dự kiến phục vụ trọn vẹn nhu cầu HRC nội địa (~8–9 triệu tấn/năm vào 2026), thậm chí hướng đến xuất khẩu HRC chất lượng cao sang các nước trong khu vực. DQ2 được kỳ vọng đóng góp thêm ~80,000 – 100,000 tỷ đồng doanh thu mỗi năm khi chạy đủ công suất, tương đương tăng 60–70% so với doanh thu hiện tại. Về lợi nhuận, do DQ2 tập trung HRC – biên lợi nhuận thấp hơn thép xây dựng – nên tỷ suất lãi có thể không tăng tương ứng, nhưng bù lại khối lượng lớn sẽ đem về lợi nhuận tuyệt đối đáng kể

Nhu cầu thép từ hạ tầng, bất động sản, đầu tư công: Bối cảnh vĩ mô trong nước đang thuận lợi hơn cho ngành thép. Chính phủ Việt Nam xác định giai đoạn 2023–2030 sẽ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng (cao tốc Bắc Nam, đường vành đai 3–4 HN/TPHCM, cảng biển, đường sắt tốc độ cao...). Riêng năm 2024, kế hoạch giải ngân đầu tư công tăng +25% lên 711,000 tỷ đồng. Điều này tạo cú hích cho tiêu thụ thép xây dựng (vì hạ tầng và dự án công sử dụng lượng thép lớn). Đồng thời, thị trường bất động sản nhà ở kỳ vọng sẽ dần phục hồi nhờ lãi suất giảm, Chính phủ tháo gỡ pháp lý dự án. Số liệu cho thấy sau 2 năm suy trầm, năm 2024 nhiều chủ đầu tư dự kiến khởi động lại công trình. Hòa Phát với thị phần số 1 sẽ được hưởng lợi lớn nhất từ các nhu cầu này. Ngoài ra, các ngành sản xuất khác đang phục hồi (sản xuất ô tô trong nước 2024 dự kiến +5–7%, sản xuất đồ gia

dụng +8%...) cũng kéo theo nhu cầu HRC, ống thép tăng. Như vậy, sức cầu nội địa gia tăng chính là một động lực trọng yếu, giúp HPG tăng sản lượng tiêu thụ mà không phải cạnh tranh về giá quá nhiều. Điều này đặc biệt quan trọng khi DQ2 đi vào – thị trường lớn sẽ hấp thụ sản phẩm, đảm bảo công suất chạy đầy.

Chính sách bảo hộ và thuế chống bán phá giá (CBPG): Động lực này mang tính hỗ trợ từ bên ngoài, nhưng tác động rất đáng kể. Việc Việt Nam áp thuế CBPG với HRC nhập từ Trung Quốc (23,1–27,8% từ tháng 7/2025) là một bước ngoặt cho HPG: gần như loại bỏ đối thủ giá rẻ lớn nhất ở mảng HRC. HPG sẽ có dư địa tăng giá bán HRC hợp lý, cải thiện mạnh biên lợi nhuận. Tương tự, thuế CBPG cao với tôn mạ Trung Quốc (37%) bảo vệ HPG ở mảng tôn nội địa, hạn chế hàng TQ lấn sân. Không chỉ trong nước, các biện pháp của Mỹ, EU hạn chế thép TQ gián tiếp cũng có lợi cho HPG khi xuất khẩu: ví dụ Mỹ duy trì thuế 25% lên thép Trung Quốc và Nga, khiến khách hàng Mỹ tìm nguồn từ ASEAN (trong đó có Việt Nam) nhiều hơn. Hay EU áp hạn ngạch từng nước cho nhập khẩu thép, Việt Nam có suất riêng – HPG có thể tận dụng để xuất một số sản phẩm (như HRC cuộn mỏng, ống thép). Thêm nữa, HPG được hưởng ưu đãi từ các FTA: thép HPG xuất sang EU thuế 0% (EVFTA), sang ASEAN 0% (ATIGA), sang Nhật 0% (AJCEP)... trong khi thép TQ vào các nước này chịu thuế MFN cao. Nhờ vậy, khả năng cạnh tranh giá của HPG ở thị trường xuất khẩu tăng lên. Sự bảo hộ của Chính phủ và lợi thế FTA là động lực quan trọng để HPG mở rộng biên lợi nhuận và thị phần trước áp lực ngoại.

Giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi: Sau hai năm tăng phi mã, từ 2023 giá nhiều nguyên liệu đã hạ nhiệt và dự báo giữ ở mức vừa phải 2024–2025. Theo World Bank, giá quặng sắt bình quân 2024 khoảng 100 USD/tấn, giảm ~10% so với 2022; giá than cốc quanh 250 USD/tấn, giảm ~30% từ đỉnh. Mặc dù dự báo chỉ là dự báo, nhưng xu hướng nguồn cung quặng/than cải thiện khi các mỏ lớn mở rộng sản lượng, cộng nhu cầu TQ không quá nóng, cho thấy rủi ro tăng giá đầu vào thấp hơn so giai đoạn trước. Đối với HPG, nguyên liệu thường chiếm ~60% giá thành nên giá quặng/than giảm sẽ cải thiện biên lợi nhuận đáng kể (quặng giảm 10% có thể tăng biên gộp +2–3 điểm % nếu giá bán thép không đổi). Thực tế nửa cuối 2023, giá quặng loanh quanh 100 USD đã giúp HPG nâng biên gộp lên >13%. Dự kiến 2024–2025, giá nguyên liệu duy trì thấp sẽ là động lực tích cực cho lợi nhuận. Tuy nhiên, cần lưu ý yếu tố này hai mặt: giá nguyên liệu quá thấp lâu dài có thể kéo giá thép giảm (do nhà sản xuất chuyển lợi thế chi phí sang khách hàng), nhưng nhìn chung HPG vẫn hưởng lợi ròng vì biên tăng.

Khả năng mở rộng sang sản phẩm/thị trường mới: Trong sản phẩm, sau HRC, công ty có thể tiến tới sản xuất CRC (thép cán nguội) từ HRC của mình, hoặc thép mạ kẽm/hợp kim chất lượng cao, phục vụ các ngành ô tô, điện máy. Điều này khả thi vì khi dư HRC, HPG có thể đầu tư trạm cán nguội/tôn mạ để nâng giá trị. Ngoài ra, công ty đang nghiên cứu sản xuất thép hợp kim đặc biệt (thép công cụ, thép không gỉ) – nếu thực hiện sẽ mở ra thị trường hoàn toàn mới tại VN (vốn đang nhập khẩu 100%). Về thị trường, HPG đã chuẩn bị sẵn sàng kích bản xuất khẩu một phần lớn sản lượng nếu cung vượt cầu nội địa. Các thị trường tiềm năng: Ấn Độ – đang thiếu HRC do cắt xuất khẩu; EU – nhu cầu HRC 50 triệu tấn/năm, Việt Nam mới có hạn ngạch ~300k tấn nên dư địa tăng (nếu đàm phán nâng hạn ngạch). Ngoài ra, HPG có thể hướng đến Châu Phi, Trung Đông cho thép xây dựng, khi các nước này ổn định trở lại. Việc mở rộng thị trường xuất khẩu sẽ giúp giảm phụ thuộc chu kỳ trong nước, tạo dư địa tăng doanh thu. Bên cạnh đó, HPG cũng tận dụng thương hiệu để mở rộng kênh kinh doanh mới: ví dụ phát triển chuỗi bán lẻ vật liệu xây dựng & nội thất (đang thử nghiệm một số đại siêu thị kết hợp). Nếu thành công, đây có thể là động lực tăng trưởng của mảng ống thép, nội thất, gia dụng nhờ bán trực tiếp người dùng cuối. Sự năng động và đa dạng hóa của HPG trong việc tìm sản phẩm và thị trường mới chính là động lực mềm nhưng rất quan trọng đảm bảo công ty không ngừng lớn mạnh, tránh rơi vào bão hòa.

4- Rủi ro và thách thức

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu và tỷ giá: Nếu các yếu tố địa chính trị, thời tiết khiến nguồn cung gián đoạn, giá quặng/than có thể vọt tăng đột biến như từng xảy ra (quặng +100% trong 6 tháng đầu 2021, than cốc +200% giai đoạn 2021–2022). Điều này có thể ăn mòn biên lợi nhuận thép HPG nghiêm trọng nếu giá bán thép không tăng tương ứng. Đặc biệt trong giai đoạn HPG chạy DQ2, nhu cầu nguyên liệu tăng mạnh, bất kỳ cú sốc giá nào cũng ảnh hưởng lớn chi phí. Do nguồn nguyên liệu là nhập khẩu hoàn toàn, rủi ro tỷ giá USD/VND cũng hiện hữu. Ví dụ, năm 2015 VND mất giá ~5%, HPG đã bị lỗ chênh lệch tỷ giá ~250 tỷ do đánh giá lại khoản vay USD. Hiện nay HPG vẫn có dư nợ ngoại tệ (vay USD nhập khẩu nguyên liệu) nên biến động tỷ giá cần được quản trị chặt chẽ.

Rủi ro cạnh tranh từ thép nhập khẩu (đặc biệt Trung Quốc): Mặc dù có hàng rào thuế quan, thép Trung Quốc vẫn là mối đe dọa thường trực. Theo dõi thị trường cho thấy xuất khẩu thép TQ 7 tháng 2023 tăng +27% YoY, và tràn mạnh vào ASEAN. Do vậy, áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu vẫn sẽ là thách thức dài hạn cho HPG. Nếu Chính phủ VN không tiếp tục kịp thời các biện pháp phòng vệ (hoặc khi hết hiệu lực sau 5 năm), HPG có thể bị cạnh tranh gay gắt hơn trong mảng HRC và tôn mạ.

Rủi ro từ các chính sách bảo hộ thương mại và quy định môi trường toàn cầu: Ở chiều ngược lại, hàng rào thương mại tại nước ngoài có thể làm giảm cơ hội xuất khẩu của HPG. Mỹ hiện vẫn áp hạn ngạch nhập khẩu thép Việt Nam theo từng quý, nếu HPG muốn đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ sẽ bị giới hạn. EU với cơ chế CBAM (thu phí phát thải carbon với thép nhập khẩu từ 2026) có thể làm thép HPG kém cạnh tranh nếu công ty không giảm được phát thải

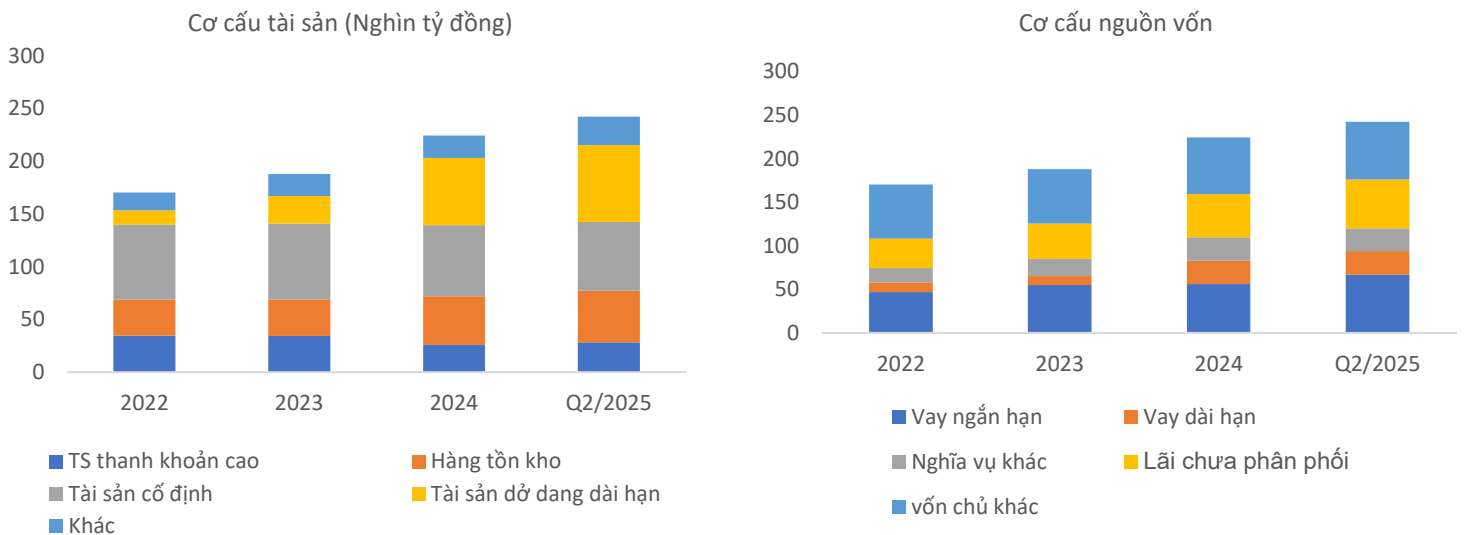
Thị trường bất động sản hồi phục chậm: BĐS dân dụng và thương mại chiếm tỷ trọng lớn trong tiêu thụ thép (đặc biệt thép xây dựng, ống thép). Rủi ro ở đây là đà hồi phục của thị trường này có thể chậm và yếu hơn kỳ vọng do vẫn vướng các vấn đề pháp lý, niềm tin, thu nhập dân cư giảm. HPG đã từng trải qua năm 2012–2013 BĐS đóng băng, tiêu thụ giảm khiến tồn kho tăng, giá bán giảm gây khó khăn. Kịch bản này có thể tái diễn cục bộ nếu thị trường BĐS 2024–2025 không cải thiện như dự đoán. Ngoài ra, mảng ống thép, tôn mạ cũng phụ thuộc BĐS (nhà dân xây ít thì nhu cầu ống, tôn lợp giảm). Đây là rủi ro khách quan HPG khó tự mình xoay chuyển, mà phụ thuộc vào hiệu quả chính sách vĩ mô.

Biến động chi phí tài chính và tỷ giá: Giai đoạn tới HPG dự kiến tăng vay nợ để hoàn thành DQ2, tổng dư nợ tại cuối quý 2 năm 2025 lên quanh 94,000 tỷ đồng (Mức kỷ lục của tập đoàn), trong đó, vay ngắn hạn chiếm ~70%. Do đó, rủi ro lãi suất cần lưu ý: nếu lãi suất VND tăng trở lại (trong trường hợp lạm phát cao hoặc chính sách thắt chặt tiền tệ quay lại), chi phí lãi vay của HPG sẽ tăng. Đầu 2023, HPG từng chịu lãi suất vay cao ~9–10% khi tiền tệ thắt chặt, làm chi phí tài chính riêng quý IV/2022 lên gần 1,100 tỷ – ăn mòn phần lớn lợi nhuận.

Rủi ro ESG và tuân thủ chuẩn mực quốc tế: Ngày nay, các nhà đầu tư tổ chức và đối tác quốc tế rất coi trọng tiêu chuẩn ESG (môi trường, xã hội, quản trị). Dù HPG đã cải thiện nhiều trong quản trị và môi trường, nhưng vẫn có những lo ngại vì lò BOF (Công nghệ sản xuất thép phát thải carbon cao) là phương thức sản xuất chính của HPG

IV Tình hình tài chính

Tài sản tăng trưởng nhanh chóng- Thúc đẩy bởi xây dựng cơ bản- Cho thấy doanh nghiệp đang trong quá trình đầu tư cao



Quy mô tổng tài sản của HPG đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh. Tính đến cuối Quý 2/2025, tổng tài sản đã đạt 242,224 tỷ đồng, tăng 7,9% so với đầu năm. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ việc đầu tư vào tài sản dài hạn, vốn đã tăng lên 144,610 tỷ đồng. Điểm nhấn quan trọng nhất là sự gia tăng đột biến của khoản mục "Chi phí xây dựng cơ bản dở dang". Tại thời điểm cuối Quý 2/2025, khoản mục này đã tăng vọt lên 68,854 tỷ đồng, chiếm tới 28% tổng tài sản. Đây chính là dòng vốn khổng lồ đang được giải ngân vào dự án chiến lược Dung Quất 2. Sự gia tăng của tài sản cố định và chi phí xây dựng dở dang cho thấy HPG đang ở giữa một chu kỳ đầu tư vốn (CAPEX cycle) khổng lồ. Đây là một sự đặt cược chiến lược vào năng lực sản xuất trong tương lai.

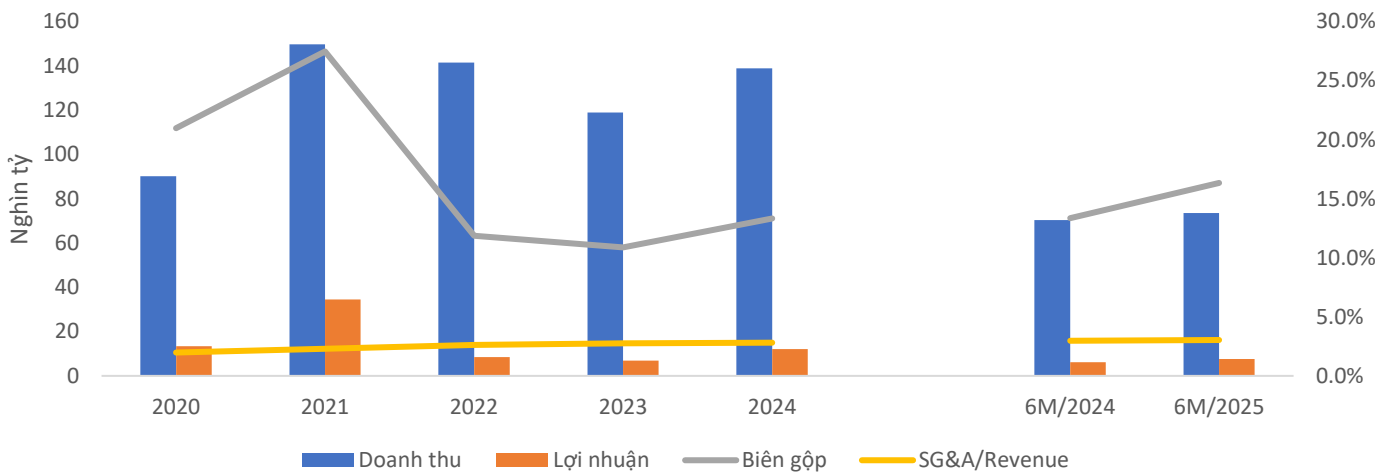
Để tài trợ cho quy mô tài sản ngày càng phình to, HPG đã áp dụng một chính sách huy động vốn linh hoạt. Tính đến cuối Quý 2/2025, tổng nợ phải trả của HPG là 119,865 tỷ đồng, trong đó tổng nợ vay tài chính (ngắn hạn và dài hạn) là 94,000 tỷ đồng. Các chỉ số đòn bẩy tài chính đang có xu hướng gia tăng. Tỷ lệ Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu đã tăng từ 0.96x cuối năm 2024 lên 0.98x vào cuối Quý 2/2025. Điều này cho thấy HPG đang tăng cường sử dụng nợ vay để tài trợ cho giai đoạn chạy nước rút của dự án Dung Quất 2.

Trong thời gian tới, một số dự án trọng điểm như Nhà máy thép dây cuộn chất lượng cao tại DQ2 (công suất 500,000 tấn/năm), Nhà máy thép ray và thép hình (công suất 700,000 tấn/năm), Dự án thép tự ứng lực PC Strand và dự án đường sắt cao tốc Bắc Nam sẽ khiến nhu cầu đầu tư Capex của HPG được mở rộng. Kéo theo đó là nhu cầu tài trợ bằng vốn vay cũng gia tăng.

Chi phí SG&A ổn định, doanh thu và lợi nhuận diễn biến cùng pha với nhu cầu tiêu thụ thép và giá nguyên vật liệu

Nhu cầu thép và giá thép, giá nguyên vật liệu là những yếu tố tác động mạnh mẽ đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Kết quả hoạt động kinh doanh HPG



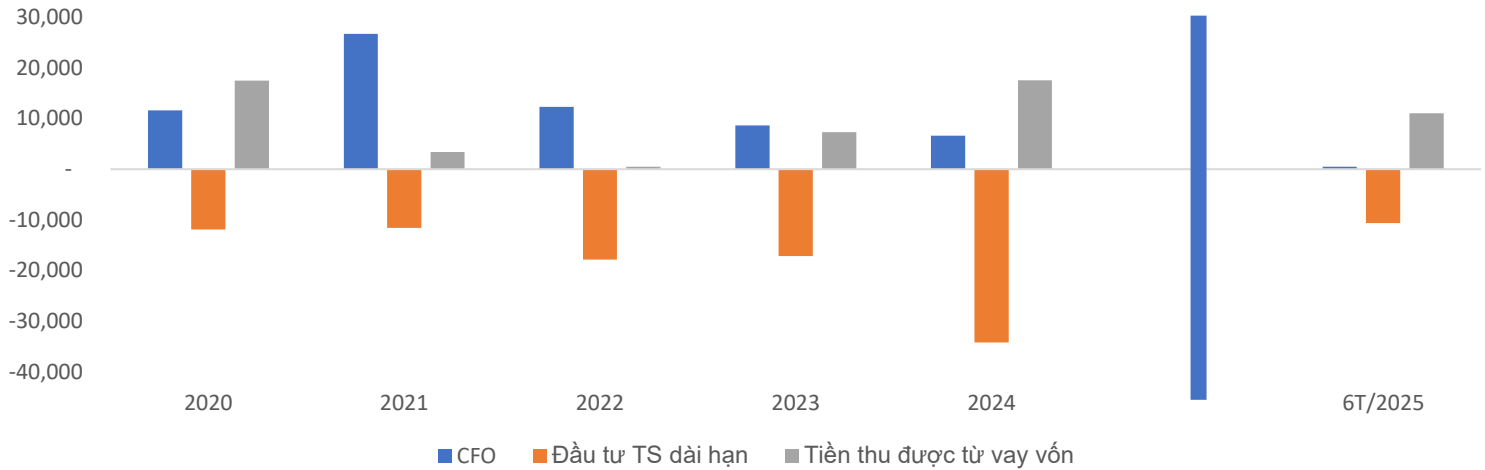
Giai đoạn 2020–2021, HPG ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc khi doanh thu và lợi nhuận cùng tăng mạnh, đặc biệt năm 2021 đạt đỉnh nhờ thị trường thép thuận lợi, biên lợi nhuận gộp (BLNG) vọt lên mức trên 25%. Tuy nhiên, từ năm 2022, biên gộp suy giảm rõ rệt, chỉ còn quanh 10%, phản ánh tác động tiêu cực của chu kỳ thép đảo chiều: giá bán giảm sâu trong khi nguyên liệu đầu vào vẫn ở mức cao, dẫn tới lợi nhuận sụt giảm mạnh. Sang năm 2023, HPG duy trì doanh thu quanh 120–130 nghìn tỷ nhưng lợi nhuận vẫn còn thấp, biên gộp chỉ nhích nhẹ do thị trường chưa hồi phục hoàn toàn. Từ nửa cuối 2021, giá thép thế giới bắt đầu giảm do (1) Trung Quốc xiết tín dụng bất động sản, nhu cầu thép lao dốc (2) Chính sách “zero COVID” làm sản xuất, xây dựng đình trệ, các nguyên liệu đầu vào cũng có xu hướng tăng sau thời gian này khiến lợi nhuận thuần suy giảm nhanh chóng từ đỉnh.

Bước sang 2024, tình hình cải thiện rõ rệt: doanh thu tăng trở lại trên 138 nghìn tỷ đồng, BLNG phục hồi lên 13%, cao hơn mức 11% của 2023. Điều này nhờ giá quặng sắt, than cốc hạ nhiệt, giúp chênh lệch giá (spread) cải thiện, cùng với việc HPG quản trị chi phí tốt hơn. Lũy kế 6T/2025, doanh thu và lợi nhuận tiếp tục tăng, biên gộp duy trì quanh 15%, cho thấy xu hướng phục hồi bền vững hơn nhờ đóng góp từng phần từ dự án Dung Quất 2 và nhu cầu xây dựng nội địa gia tăng.

Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý (SG&A/Doanh thu) được giữ ở mức thấp, quanh 2,5–3%, cho thấy HPG duy trì lợi thế quy mô và quản trị chi phí hiệu quả. Đây là yếu tố quan trọng giúp HPG duy trì được khả năng sinh lời ngay cả trong giai đoạn ngành thép biến động mạnh.

Nhu cầu đầu tư cao độ, được đầu tư bằng dòng tiền vay

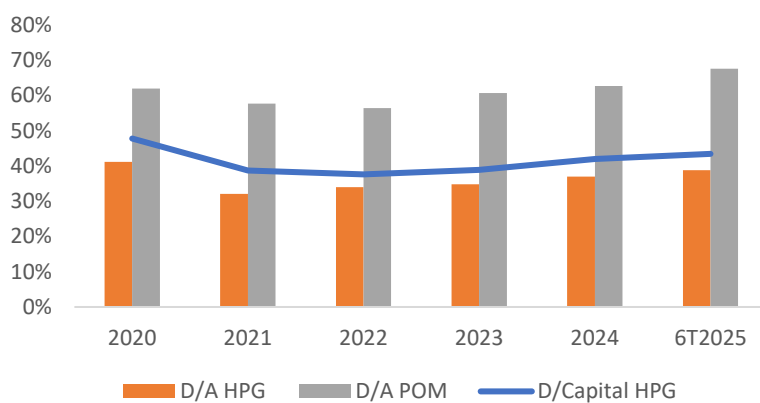
Tình hình luân chuyển dòng tiền HPG (Tỷ đồng)



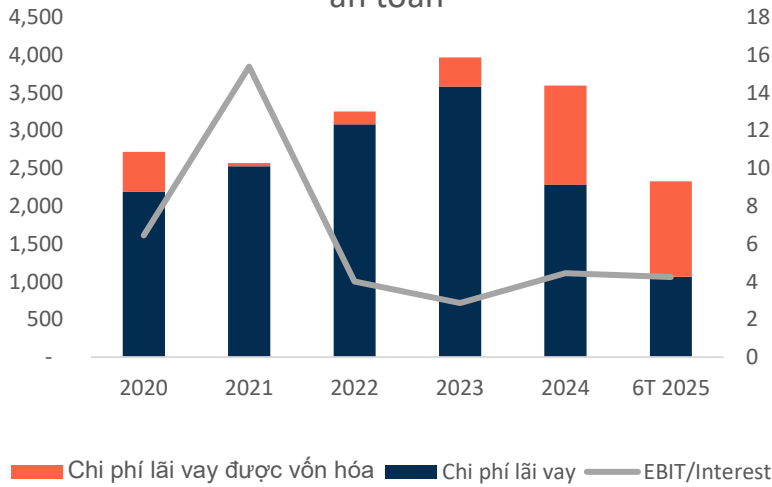
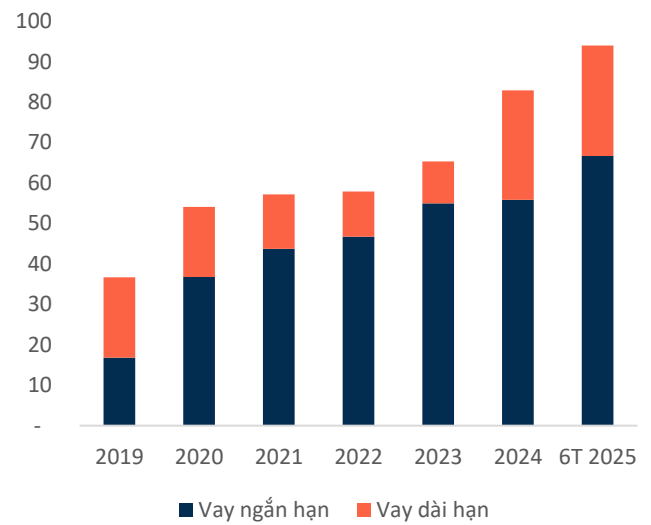
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư (CFI) âm rất sâu và liên tục, phản ánh chi tiêu vốn (CAPEX) khổng lồ cho dự án Dung Quất 2. Năm 2024, CFI âm 29,788 tỷ đồng và trong 6 tháng đầu năm 2025 tiếp tục âm 15,406 tỷ đồng. Khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh liên tục giảm sau đỉnh lợi nhuận năm 2021, việc đầu tư vào những dự án như Dung Quất 2 chủ yếu được đầu tư bằng vốn vay. Cụ thể, Tiền thu ròng từ các khoản vay đạt 17,587 tỷ đồng trong năm 2024 và đạt 11,041 tỷ đồng chỉ trong 6 tháng đầu năm 2025. Trong khi đó, dòng tiền từ hoạt động đầu tư không còn dư dả từ sau năm 2021, chỉ đủ để đầu tư vốn lưu động, việc này chủ yếu bắt nguồn từ lợi nhuận suy giảm sau đỉnh năm 2021.

Tuy các dự án mới được tài trợ nhiều bằng nợ vay, cấu trúc tài sản của HPG vẫn mang tính bền vững

Tương quan cơ cấu nợ vay của HPG và POM



Trong giai đoạn từ năm 2020 đến hiện tại, HPG vẫn giữ cơ cấu tài sản ổn định với tổng nợ vay trên tài sản và tổng nợ vay trên tổng nguồn vốn duy trì ở mức thấp, tạo xu hướng giảm từ năm 2020 và chỉ tăng nhẹ khi nhu cầu đầu tư dự án tăng cao. So với đối thủ sản xuất thép là POM thì cơ cấu tài sản của HPG bền vững hơn, tạo tiền đề để HPG có thể linh động nguồn vốn khi nhu cầu đầu tư dự án mới gia tăng trong khi các dự án chưa tạo ra dòng tiền. Sau khi hoạt động đầy đủ công suất, Dung Quất 2 (Hoàn thành phân kỳ 2 vào cuối năm 2025) được dự kiến sẽ đóng góp doanh thu 80-100 nghìn tỷ đồng mỗi năm cho doanh nghiệp, tạo điều kiện cho doanh nghiệp giảm bớt nợ vay, nâng cao tính bền vững trong cơ cấu tài sản.

Khả năng thanh toán lãi vay giữ ở mức an toàn

Nợ vay tăng mạnh trong năm 2024 cho nhu cầu đầu tư dự án mới (Nghìn tỷ VNĐ)


Khả năng chi trả lãi vay của HPG đã giảm sút đáng kể từ năm 2021 - giai đoạn đỉnh lợi nhuận của doanh nghiệp này. Tuy lãi vay đã hạ nhiệt từ cuối năm 2023, nhưng tổng nợ vay tiếp tục tăng nhanh, từ mức ~30 nghìn tỷ năm 2019 lên gần 90 nghìn tỷ tại 6T2025, phản ánh nhu cầu vốn lớn cho đầu tư. Cơ cấu nợ vẫn nghiêng về vay ngắn hạn, khiến áp lực đáo hạn cao, song với tiến độ hoàn thành dự án Dung Quất 2, kỳ vọng EBIT sẽ cải thiện từ 2026, qua đó giúp cân bằng trở lại gánh nặng tài chính.

V Định giá

1- Dự phóng kết quả kinh doanh

Chi tiêu	2023	2024	2025F	2026F	Note
Doanh thu	120,355	140,560	182,963	233,338	Nhờ sự đóng góp từ Dung Quất 2 từ năm 2025, sản lượng HRC của doanh nghiệp được kỳ vọng gia tăng đáng kể, đây cũng là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn tới. Nhờ vào sản lượng gia tăng và giá đầu ra nội địa được cải thiện nhờ chính sách chống bán phá giá kịp thời, doanh thu của HPG được kỳ vọng sẽ tăng 30.17% YoY trong năm 2025 và 27.53% YoY trong năm 2026.
Giá vốn hàng bán	106,015	120,358	157,499	199,472	Biên lợi gộp được dự kiến sẽ gia tăng từ mức 13% trong năm 2024 lên 14% trong năm 2025 và 15% trong năm 2026 nhờ (1) nguồn cung quặng sắt, than cốc gia tăng (2) Giá bán được cải thiện nhờ các biện pháp chống bán phá giá kịp thời (3) nhu cầu trong nước cho ngành xây dựng và các dự án đầu tư công.
Lợi nhuận gộp	12,938	18,498	25,464	33,866	
Biên lợi gộp	11%	13%	14%	15%	
SG&A	3,269	3,883	4,548	5,800	
Lợi nhuận sau thuế	6,800	12,020	17,276	23,102	
Thời gian trung bình xử lý HTK	119	122	124	124	Thời gian xử lý HTK được dự kiến sẽ tăng lên 124 trong giai đoạn 2025-2028 cho việc chuẩn bị vận hành nhà máy Dung Quất 2, được kỳ vọng chạy hết công suất trong năm 2028.
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	14	14	14	14	
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	40	40	40	40	

2- Tóm tắt kết quả định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Định giá (Nghìn vnd)	Tổng hợp định giá (Nghìn vnd)
Chiết khấu FCFF	50%	36,000	36,100
Chiết khấu FCFE	50%	36,200	

Beta điều chỉnh	1.1	Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFF (Tỷ vnd)	333,450
Lãi suất phi rủi ro	4%	Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFE (Tỷ vnd)	278,083
Phần bù rủi ro thị trường	8%	Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (Tỷ vnd)	25,862
Chi phí vốn chủ	14%	Nợ vay (Tỷ vnd)	82,963
WACC	11.11%	Số lượng cổ phiếu (Triệu cp)	338

KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ:**Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN**Email: research@funan.com.vnWebsite : www.funan.com.vn**TRỤ SỞ CHÍNH**

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Sài Gòn, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9158
Fax: (028) 6295.9218

CHI NHÁNH SÀI GÒN

Đ/c: 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường Chợ Quán, Tp. Hồ Chí Minh
Tel : (028) 6295.9138
Fax: (028) 6295.9178

CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG

Đ/c: 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Ngũ Hành Sơn, Thành phố Đà Nẵng
Tel : (0236) 377.9655
Fax: (0236) 377.9656

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Giảng Võ, Tp. Hà Nội
Tel : (024) 6283.3666
Fax: (024) 3206 8881