

CTCP Thép Hòa Phát (HSX: HPG)
Giá thép tăng trưởng nhờ nhu cầu thuận lợi

- Q3/26: Chúng tôi kì vọng LN ròng đạt 5,600 tỷ VNĐ (+40% svck) nhờ nhu cầu tăng trưởng tác động tích cực tới doanh thu và biên gộp.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 26%/15% LN ròng năm 2026/27 so với dự báo cũ do điều chỉnh tăng doanh thu và biên gộp trong bối cảnh giá thép cao hơn. Sau điều chỉnh, LN ròng 2026-27 tăng trưởng 70% và 8% svck.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 32,000 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh Q3/26: Tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu khả quan
Trong Q3/26, sản lượng dự báo tăng 38% svck đạt mức 4.1 triệu tấn nhờ đóng góp chính đến từ thép HRC với mức tăng 68% svck. Bên cạnh đó, giá thép dù điều chỉnh khoảng 6% kể từ quý 2, vẫn ghi nhận tăng 7% svck nhờ đó doanh thu tăng 50% lên mức 55,200 tỷ VNĐ. Biên gộp dự báo đạt mức 17% (+0.3 điểm % svck) nhờ giá thép tăng 7% bù đắp mức tăng 17% của giá than trong khi giá quặng duy trì ổn định. Nhờ gia tăng nợ vay và mặt bằng lãi suất cao, chi phí tài chính tăng 60% svck. Tuy nhiên, nhờ doanh thu và biên gộp tích cực, LN ròng dự báo tăng 40% svck.

Điều chỉnh dự báo LN ròng 2026-27 tăng 26%/15% so với báo cáo trước
Điều chỉnh tăng sản lượng 2% so với dự báo trước và đạt 14.9 triệu tấn (+25% svck). Do giá bán thép điều chỉnh tăng 5%, doanh thu tăng 6% so với dự báo trước đó về mức 211,867 tỷ VNĐ (+36% svck). Biên LN gộp điều chỉnh tăng 1 điểm %, lên mức 17.2%. Do ghi nhận lãi từ thoái vốn dự án, doanh thu tài chính điều chỉnh tăng 257% đạt mức 7,850, tuy nhiên chi phí lãi vay tăng mạnh 22% so với dự báo trước trong bối cảnh lãi suất cao hơn. Sau điều chỉnh, LN ròng tăng 26% so với dự báo trước và đạt 26,190 tỷ VNĐ (+70% svck).

Nhìn sang 2027, điều chỉnh tăng doanh thu 9% so với dự báo trước, tương đương tăng 15% svck. Biên LN gộp đạt 17.8% (+0.6 điểm % svck và tăng 1.2 điểm % so với dự báo trước. Bên cạnh đó, do gia tăng nợ vay và mặt bằng lãi suất cao hơn, chi phí tài chính điều chỉnh tăng 20%. Nhờ doanh thu và biên gộp tăng, LN ròng tăng 15% so với dự báo trước và đạt 28,197 tỷ VNĐ (+8% svck).

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 32,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi giữ nguyên mức định giá so với báo cáo trước (ngày 25/02/2026). Dù giảm mức định giá PB trong bối cảnh kì vọng về nhóm ngành bất động sản – xây dựng kém khả quan do thị trường ảm đạm, mức lợi nhuận cao hơn trong giai đoạn 2026 -30 giúp định giá theo FCFF khả quan hơn. Trong bối cảnh thị trường VN được nâng hạng, cổ phiếu HPG có thể được đánh giá tích cực bởi các quỹ chủ động nhờ định giá hấp dẫn và hoạt động kinh doanh tăng trưởng.

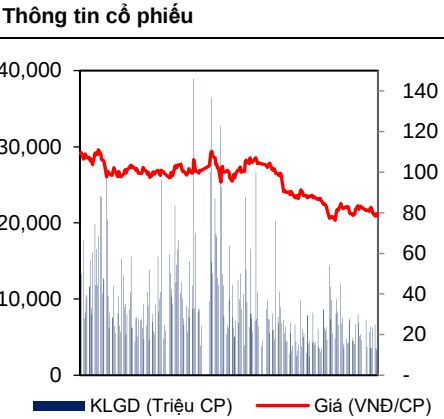
Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	138,855	156,116	216,954	249,168
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	12,021	15,450	26,190	28,197
Tăng trưởng doanh thu	16.7%	12.4%	39.0%	14.8%
Tăng trưởng LN ròng	75.9%	28.5%	69.5%	7.7%
Biên LN gộp	13.3%	15.7%	17.2%	17.8%
Biên EBITDA	17.0%	20.0%	22.0%	19.8%
ROAE	11.1%	12.7%	18.9%	17.4%
ROAA	5.8%	6.4%	9.8%	9.7%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	1,969	2,196	3,250	3,181
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	17,879	16,830	17,551	18,991

Nguồn: HPG, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu VND 32,000
Tiềm năng tăng giá 46%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
Điều chỉnh tăng 26%/15% EPS năm 2026 - 27



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	21,200
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	26,500
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	20,000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	179,015
P/E (TTM)	8.1
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	5%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	26%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	25.8%
Nước ngoài	25.7%
Khác	48.5%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

CTCP Thép Hòa Phát (HSX: HPG)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng và HRC sẽ tiếp đà tăng trưởng năm 2026 - 27 nhờ vào tăng trưởng nhu cầu nội địa, trong khi áp lực từ thép TQ hạ nhiệt.
- Nhờ gia tăng thị phần từ thép TQ, Sản lượng của HPG dự báo tiếp tục tăng trưởng 25%/12% svck năm 2026-27 nhờ nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng trưởng mạnh, bên cạnh việc nhà máy thép ray – thép hình đi vào hoạt động.
- Về định giá, HPG đang được định giá ở mức P/B 1.5 thấp hơn so với trung bình P/B trong 2 chu kỳ trước khoảng 2.0 (1.9 và 2.1) trong bối cảnh ngành bất động sản – xây dựng đang bị ảnh hưởng tiêu cực trong môi trường lãi suất cao và nhu cầu yếu. Chúng tôi cho rằng với lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ, HPG có thể được định giá ở mức trung bình 2 chu kì trước – 1 độ lệch chuẩn đạt 1.8 lần trong giai đoạn 2026 – 27.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng HPG được hưởng lợi nhờ nằm trong rổ chỉ số FTSE GEIS với tổng giá trị mua vào khoảng 104 triệu USD (125 triệu cổ phiếu) trong vòng 1 năm kể từ tháng 9/2026. Chúng tôi kì vọng, trong bối cảnh thị trường VN được nâng hạng, cổ phiếu HPG có thể được đánh giá tích cực bởi các quỹ chủ động nhờ định giá hấp dẫn và hoạt động kinh doanh tăng trưởng.

Định giá

Chúng tôi áp dụng hai phương pháp định giá FCFF và P/B để định giá HPG với giá trị hợp lý là 32,000 VND/cổ phiếu. Mức định giá này giữ nguyên đối với báo cáo gần nhất nhờ lợi nhuận cao hơn trong giai đoạn 2026 – 30 dẫn tới định giá FCFF cao hơn bù đắp mức giảm mức định giá PB trong bối cảnh thị trường bất động sản tiêu cực khiến nhà đầu tư giảm kì vọng mức định giá P/B.

Cụ thể hơn giá mục tiêu theo phương pháp FCFF tăng khoảng 6% nhờ lợi nhuận dự báo khả quan hơn nhờ giá thép cao hơn trong giai đoạn 2 năm tới. Đối với phương pháp PB, giảm giá mục tiêu khoảng 6% do giảm mức định giá PB nhờ kì vọng giảm do thị trường bất động sản kém khả quan dẫn tới kì vọng suy giảm.

Chúng tôi chọn P/B ở mức 1.8 để định giá HPG mục tiêu trong 2 năm tới. Mức định giá này dựa trên mức P/B trung bình của doanh nghiệp trong những giai đoạn tăng trưởng của ngành thép trừ đi 1 độ lệch chuẩn do kì vọng thấp hơn.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
FCFF	50%	32,800
P/B (P/B mục tiêu 2026 = 2.2x)	50%	31,300
Giá mục tiêu		32,000

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Dự phóng FCFF

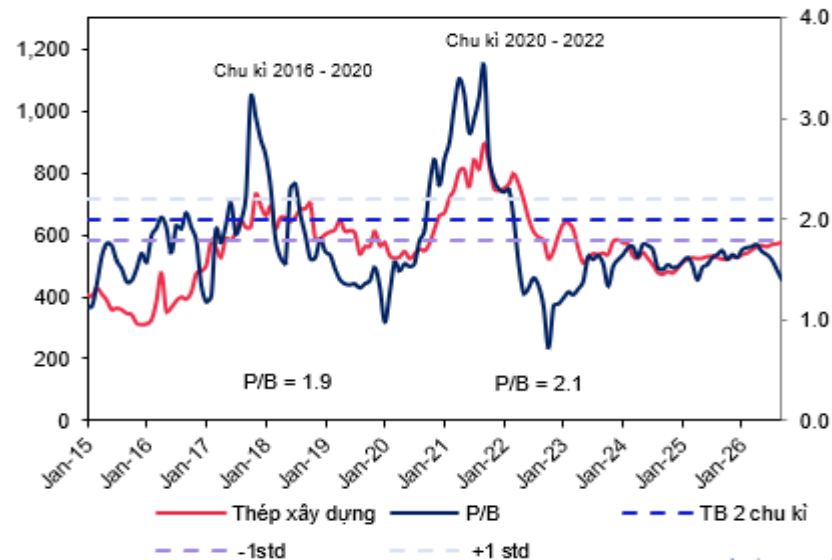
	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	26,190	28,231	33,818	31,338	30,185
Chi phí phi tiền mặt	11,155	11,510	12,685	13,168	15,143
Lãi vay sau thuế	4,923	4,411	3,010	2,789	2,510
Đầu tư tài sản cố định	13,187	13,734	10,911	3,809	3,999
Vốn lưu động	(288)	(996)	5,796	10,814	8,651
FCFF	29,370	31,414	32,806	32,673	35,189

Hình 3: FCFF định giá

(+) Giá trị hiện tại của FCFF từ năm 2024-2028	Tỷ VND	127,797
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	Tỷ VND	204,473
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VND	38,390
(-) Nợ vay	Tỷ VND	93,369
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VND	277,291
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Tỷ cổ phiếu	8.44
Giá cổ phiếu	VND	32,800

Chi phí vốn cổ phần		WACC và mức tăng trưởng dài hạn	
Lợi suất phi rủi ro	3.0%	Chi phí vốn nợ	12.0%
Beta	1.20	Thuế suất	20.0%
Phần bù rủi ro	9.6%	WACC	11.2%
Chi phí vốn cổ phần	13.1%	Tăng trưởng dài hạn	1%

Hình 4:Chúng tôi xác định mức PB hợp lý 1.8 dựa trên trung bình 2 giai đoạn tăng trưởng – 1 độ lệch chuẩn (-1std) của doanh nghiệp



Nguồn: FinproX, NK, MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
					2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F
Citic Pacific Special Steel	000708:CH	N/A	N/A	10,120	10.9	10.7	1.4	1.4	5.5%	5.7%	13.1%	13.4%
NanJing Iron Steel	600282:CH	N/A	N/A	4,100	10.1	10.2	1.2	1.2	4.1%	4.3%	9.7%	9.9%
Hunan Valin Steel	000932:CH	N/A	N/A	3,600	22.0	19.5	0.6	0.5	1.8%	2.5%	4.5%	5.8%
Kobe Steel	5406.T	N/A	N/A	5,100	8.8	9.0	0.7	0.6	2.8%	2.6%	5.8%	5.5%
Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	14,000	Khả quan	320	12.6	10.5	0.7	0.6	3.7%	4.1%	6.2%	6.8%
Tập đoàn Tôn Nam Kim	NKG VN	12,000	Trung lập	220	30.1	28.8	0.6	0.5	1.9%	2.7%	4.5%	5.2%
Trung bình				3,910	15.8	14.8	0.9	0.8	3.3%	3.7%	7.3%	7.8%
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	32,000	Khả quan	8,800	7.9	7.5	1.6	1.5	9.6%	9.9%	18.9%	19.4%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Rủi ro đầu tư

- (1) Rủi ro giảm giá của Trung Quốc tiếp tục đến năm 2026 sẽ gây áp lực lên giá thị trường trong nước.
- (2) Nguồn cung nhà ở vẫn chưa phục hồi như kỳ vọng.

Tổng hợp kết quả kinh doanh Q2/26 và nửa đầu năm 2026

Lợi nhuận ròng tăng trưởng nhờ giá thép cao hơn và ghi nhận thoái vốn dự án Khu đô thị Phố Mới

Hình 6: Tổng hợp KQKD 6T/26 của doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh	Q2/26	% svck	2Q/26	% svck	% so với dự báo của MBS	Đánh giá
Tổng sản lượng (Triệu Tấn)	3,650	23%	7,020	25%	48%	Tổng sản lượng Q2 và 6T26 tăng trưởng chủ yếu đến từ đóng góp của thép HRC
Thép xây dựng	1,300	0%	2,750	10%	51%	Thép xây dựng Q2 đi ngang svck và tăng trưởng 10% trong nửa đầu năm nhờ nhu cầu tăng đến từ đầu tư công và xây dựng dân dụng tăng trưởng
HRC	1,920	59%	3,400	55%	45%	Tăng trưởng thép HRC đến từ việc vận hành full công suất nhà máy DQ2 trong đầu năm 2026. Bên cạnh đó, thuế CBPG đối với HRC TQ giúp gia tăng thị phần thép VN
Giá bán (USD/tấn)						
Thép xây dựng	610	9%	590	8%	105%	Giá thép xây dựng tăng trưởng trong bối cảnh nhu cầu cao và áp lực từ thép TQ hạ nhiệt
HRC	585	8%	570	6%	103%	Giá HRC cao hơn nhờ thuế CBPG giúp thị phần của thép nội địa tăng từ 45% lên 65%. Nhờ đó áp lực giảm từ thép TQ giúp tăng giá sản phẩm
Doanh thu	55,159	53.6%	108,060	47%	53%	Doanh thu tăng mạnh nhờ sản lượng và giá bán tăng trưởng
LN gộp	10,488	59%	18,853	57%	56.7%	
Biên LN gộp	19.01%	+ 0.6 điểm %	17.4%	+ 1.1 điểm %	108%	Giá thép tăng mạnh hơn so với giá NVL than và quặng tác động tích cực tới biên gộp. Cụ thể hơn, trong Q2, giá thép tăng trung bình 8% cao hơn mức tăng 6% của giá than và giá quặng đi ngang.
DT tài chính	617	24%	6,555	600%	103%	DT tài chính tăng đột biến nhờ lãi từ thoái vốn dự án khu đô thị Phố Mới.
Chi phí tài chính	1,926	97%	3,795	95%	60%	Chi phí tài chính tăng mạnh đến từ gia tăng áp lực lãi vay
- Chi phí lãi vay	1,520	246%	2,853	168%	60%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do mặt bằng ls cao hơn khoảng 2 - 3 điểm % svck. Bên cạnh đó DN đẩy mạnh vay ngắn hạn vốn lưu động nhằm phục vụ sản xuất
Chi phí bán hàng	1,718	108%	3,062	96%	97%	Chi phí bán hàng tăng mạnh chủ yếu đến từ chi phí vận chuyển trong bối cảnh giá dầu tăng cao
Chi phí QLDN	308	-4%	694	4%	37%	
CPBH và QLDN/ doanh thu	3.7%	+ 0.5 điểm %	3.5%	+ 0.5 điểm %	134%	
LN trước thuế	7,185	45%	17,947	105%	74%	
LN ròng	6,371	50%	15,365	102%	74%	Q2: LN ròng tăng trưởng 50% với đóng góp từ (1) sản lượng và giá bán tăng lần lượt 23% và 8% svck và (2) biên gộp tăng trưởng 0.6 điểm % svck.

Nguồn: FiinproX, BCTC của HPG

Dự báo kết quả kinh doanh Q3/26

Trong Q3/26, nhu cầu tiêu thụ tích cực tác động tích cực tới sản lượng của doanh nghiệp. Cụ thể hơn, tiêu thụ HRC dự báo tăng trưởng 68% svck lên mức 2.1 triệu tấn nhờ vận hành full công suất tại nhà máy DQ2 và sản lượng thép nhập khẩu cạnh tranh giảm do thép Ấn Độ ưu tiên thị trường nội địa tại nước này khi giá HRC tăng mạnh. Nhờ đó, tổng sản lượng dự báo tăng 38% svck lên mức 4.1 triệu tấn. Bên cạnh đó, giá thép tăng 7% svck nhờ tiêu thụ khả quan bên cạnh áp lực từ thép nhập khẩu TQ giảm mạnh khi áp dụng thuế CBPG. Do đó, doanh thu tăng trưởng 50% svck lên mức 55,300 tỷ VNĐ. Giá thép tăng bù đắp mức tăng giá than khoảng 17% và giá quặng ổn định giúp biên gộp đạt 17% (+0.3 điểm % svck). Tuy nhiên, chi phí tài chính tăng 60% svck do mặt bằng lãi suất cao hơn. Nhờ thị trường tiêu thụ nội địa thuận lợi dẫn tới doanh thu và biên gộp khả quan, HPG dự báo ghi nhận LN ròng đạt 5,600 tỷ VNĐ (+40% svck).

Điều chỉnh tăng LN ròng 2026/27 khoảng 26%/15 sv dự báo trước do giá thép và biên gộp ở mức cao hơn

Hình 7: Dự báo KQKD giai đoạn 2026 - 27

Các tiêu chí KQKD	2025	2026	% svck	% sv dự báo cũ	2027	% svck	% sv dự báo cũ	Đánh giá
Tổng sản lượng (Nghìn tấn)	11,880	14,905	25%	2%	16,700	12%	5%	Điều chỉnh tăng sản lượng năm 2026 nhờ tăng sản lượng thép xây dựng. Đối với năm 2027, sản lượng tăng từ dòng sản phẩm HRC
Trong đó:								
Thép xây dựng	4,996	5,600	12%	5%	5,936	6%	5%	Tăng dự báo thép xây dựng trong bối cảnh ngành xây dựng tăng tốc nhờ các dự án PPP và đầu tư công
HRC	5,000	7,500	50%	0%	9,000	20%	6%	Tăng dự báo thép HRC năm 2027 nhờ đóng góp thêm từ nhà máy thép ray và thép hình Dung Quất năm tới
Giá thép (USD/tấn):								
Thép xây dựng	545	590	9%	5%	631	7%	7%	Tăng dự báo năm 2026 nhờ tiêu thụ khả quan sang năm 2027 giá dự báo tăng trưởng nhờ sản lượng bán hàng tăng trưởng và tác động từ áp thuế đối với thép TQ
HRC	540	580	7%	5%	615	6%	8%	Tăng dự báo giá thép HRC trong bối cảnh HPG gia tăng thị phần khi áp thuế CBPG đối với thép HRC khổng lồ
Doanh thu	156,116	216,954	39%	6%	249,168	15%	9%	Điều chỉnh tăng doanh thu nhờ tăng sản lượng và giá bán thép
Lợi nhuận gộp	24,498	37,399	53%	13%	44,403	19%	18%	
Biên LN gộp	15.7%	17.2%	+1.5 đ %	+1.0 đ %	17.8%	+ 0.6đ %	+ 1.2 đ %	Điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp Trong bối cảnh giá thép tăng mạnh hơn và giữ nguyên dự báo giá nguyên vật liệu than và quặng
DT tài chính	2,082	7,850	277%	257%	2,350	-70%	12%	Điều chỉnh tăng doanh thu tài chính năm 2026 do HPG ghi nhận lãi từ thoái Khu đô thị Phố Nối. Năm 2027, DT tài chính tăng đến từ lãi tiền gửi tăng
Chi phí tài chính	4,604	7,812	70%	23%	7,177	-8%	20%	Điều chỉnh tăng chi phí tài chính trong năm 2026 - 27 do áp lực lãi vay tăng mạnh
Trong đó: Chi phí lãi vay	3,115	6,154	27%	28%	5,514	-10%	25%	Tăng dự báo chi phí lãi vay do DN gia tăng quy mô nợ vay ngắn hạn nhằm phục vụ vốn lưu động cho sản xuất và mặt bằng lãi suất ở mức cao hơn
Chi phí bán hàng	2,633	5,858	122%	86%	5,980	2%	64%	Điều chỉnh tăng chi phí bán hàng do chi phí vận chuyển cao hơn trong bối cảnh giá xăng dầu cao hơn
Chi phí quản lý DN	1,436	1,301	-9%	-30%	1,495	15%	-32%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/DT	2.6%	3.3%	+0.7 đ %	+0.9 đ %	3.0%	- 0.3đ %	+ 0.5 đ %	Tăng tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN trong bối cảnh chi phí vận chuyển cao hơn

LN trước thuế	18,040	30,454	69%	24%	32,304	6%	15%
LN ròng	15,450	26,190	70%	26%	28,197	8%	15%

2026: Điều chỉnh tăng LN ròng trong bối cảnh (1) lợi nhuận từ mảng kinh doanh thép tăng trưởng thuận lợi nhờ sản lượng, giá thép và biên gộp tăng trưởng. (2) Bên cạnh đó, ghi nhận lợi nhuận bất thường từ thoái vốn dự án.
2027: Điều chỉnh tăng LN ròng nhờ Sản lượng và biên gộp dự báo khả quan hơn

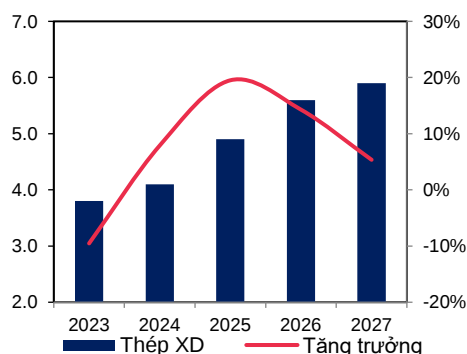
Nguồn: BCTC của HPG, MBS Research dự báo

Thép xây dựng: Điều chỉnh tăng doanh thu nhờ sản lượng cao hơn

Nhờ dự báo sản lượng ở mức cao hơn trong bối cảnh nhu cầu tích cực và giá bán cải thiện nhờ áp lực từ thép TQ hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thép xây dựng đạt mức 79,504/89,840 Tỷ VNĐ (điều chỉnh tăng 8% và 12% so với dự báo trước), tương ứng tăng trưởng lần lượt 20% và 13% svck:

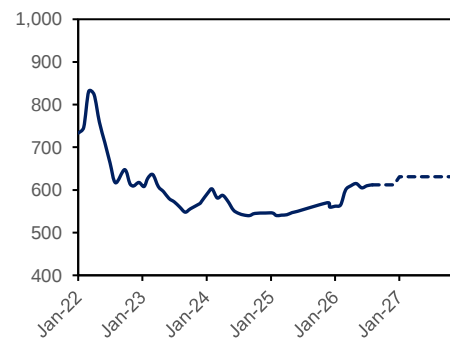
- Các dự án hạ tầng theo hình thức PPP tiếp tục được đẩy mạnh triển khai bên cạnh nguồn cung BĐS tăng trưởng trở thành động lực đối với nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng. Việc gia tăng thị phần từ thép TQ từ năm 2026 tác động tích cực tới sản lượng tiêu thụ. Nhờ đó, Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo 5% trong năm 2026 và 2027 đối với sản lượng tiêu thụ thép xây dựng. Sau điều chỉnh, sản lượng đạt 5.6/ 5.9 triệu tấn (tương ứng tăng trưởng 12% và 6% svck) trong giai đoạn 2026 - 27.
- Nhờ mức tăng tích cực trong nửa đầu năm, chúng tôi kỳ vọng giá thép tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn tới trong bối cảnh tiêu thụ tích cực và tác động từ thuế CBPG giúp giảm áp lực tới từ thép TQ. Cụ thể hơn chúng tôi điều chỉnh tăng giá thép xây dựng lần lượt 5%/7% so với dự báo trước đó. Sau điều chỉnh, giá thép xây dựng kỳ vọng đạt 590/631 USD/tấn (+9%/7% svck).

Hình 8: Sản lượng thép xây dựng của HPG



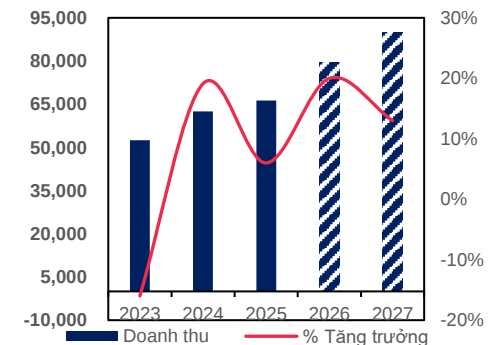
Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 19: Dự báo giá thép xây dựng nội địa



Nguồn: HPG, MBS Research, VSA

Hình 10: Doanh thu đóng góp từ thép xây dựng



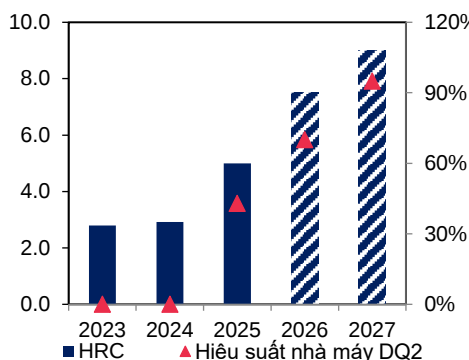
Nguồn: HPG, MBS Research

Thép HRC: Điều chỉnh tăng giá HRC khoảng 7%/8% trong giai đoạn 2026 - 27 và sản lượng HRC khoảng 7% so với dự báo trước vào năm 2027.
Sau điều chỉnh, doanh thu tăng 60%/ 26% svck.

Trong giai đoạn 2026 – 27, điều chỉnh tăng doanh thu thép HRC trong năm khoảng 4% và 12%. Sau điều chỉnh doanh thu thép HRC đạt mức 109,200/137,650 tỷ VNĐ, tương ứng tăng trưởng lần lượt 60% và 26% svck.

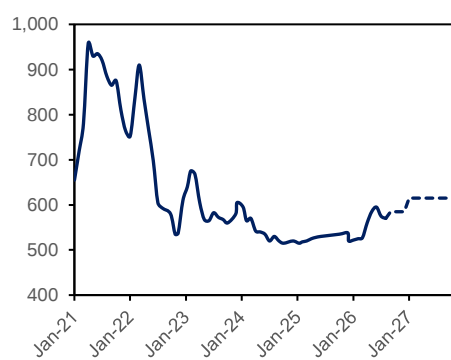
- HRC nội địa đạt tăng thị phần lên mức 70% (từ mức 60%) nhờ việc áp thuế CBPG khổ rộng từ tháng 4/2026 giảm chênh lệch giữa thép nội địa và TQ về mức 90 USD/tấn (-25% svck). Nhờ đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo trước đó về sản lượng HRC, đạt mức 7.5 Triệu tấn (+50% svck) vào năm 2026 và điều chỉnh tăng 6 So với dự báo trước đạt mức 9 triệu tấn (+20% svck) nhờ đóng góp từ DQ2 vận hành toàn bộ công suất và đóng góp từ nhà máy thép ray thép hình Dung Quất.
- Nhờ mức tăng mạnh của thép HRC trong bối cảnh nhu cầu khả quan và áp lực từ thép TQ giảm mạnh, chúng tôi điều chỉnh tăng giá HRC so với dự báo trước đó khoảng 5%/8% trong giai đoạn 2026 – 27. Sau điều chỉnh, giá HRC đạt mức 580/615 USD/tấn (+7%/6% svck).

Hình 11: Sản lượng thép HRC của HPG



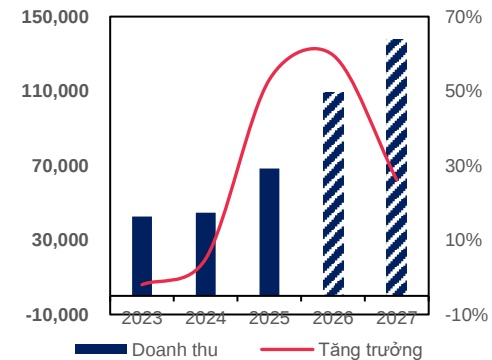
Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 12: Dự báo giá HRC giai đoạn 2026-27



Nguồn: HPG, MBS Research, VSA

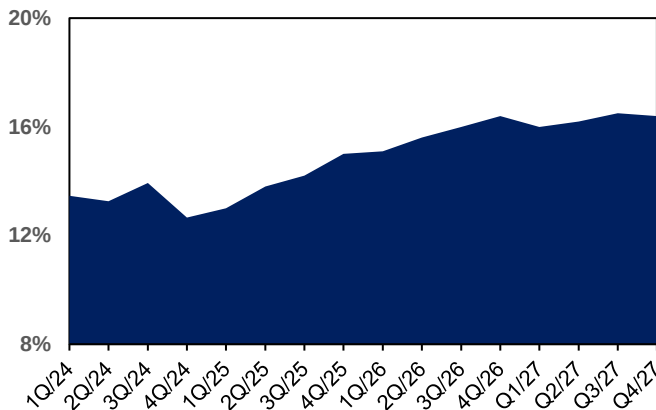
Hình 13: Doanh thu đóng góp từ thép xây dựng



Nguồn: HPG, MBS Research

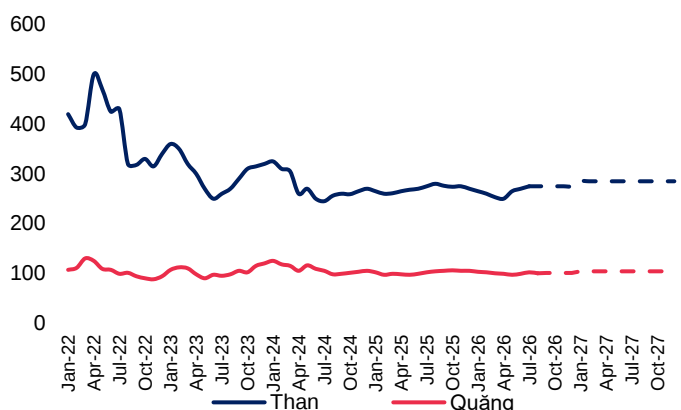
Điều chỉnh tăng biên LN gộp 0.8/1.2 Điểm % so với dự báo trước đó. Sau điều chỉnh, biên gộp dự báo đạt 17%/17.6% (+1.3/0.6 Điểm % svck)

Hình 14: Biên LN gộp dự báo giai đoạn 2026 - 27



Nguồn: HPG, MBS Research

Hình 15: Giá than và quặng dự báo



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

So với dự báo gần nhất, chúng tôi điều chỉnh tăng khoảng 0.8/1.2 điểm %, sau điều chỉnh, biên gộp tăng trưởng 1.3/0.6 điểm % svck trong bối cảnh giá thép cao hơn và giảm dự báo đối với giá nguyên vật liệu. Cụ thể hơn:

- Giá quặng duy trì ở mức thấp trong giai đoạn 2026 – 27 trong bối cảnh ngành sản xuất thép tại TQ tiêu cực do nhu cầu yếu, sản lượng sản xuất thép tại nước này. Tính đến 8 tháng năm 2026, giá quặng đạt mức trung bình 101 USD/tấn, tương ứng giảm 2% svck trong bối cảnh nguồn cung ổn định và nhu cầu thấp. Nhờ đó chúng tôi điều chỉnh giảm

dự báo giá quặng 2% và 3% so với dự báo trước. Sau điều chỉnh, giá quặng dự báo đạt 101/103 USD/tấn

- Đối với giá than, dù nguồn cung gián đoạn sau khi TQ đóng cửa 1 số mỏ than sau sự cố sập mỏ tại tỉnh Sơn Tây, giá than trung bình trong 8 tháng đạt khoảng 270 USD/tấn (-2% svck) do nhu cầu yếu đến từ việc hạn chế sản xuất từ TQ kéo theo nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất như than mỡ ở mức thấp. Do đó, dù nguồn cung gián đoạn, chúng tôi giữ nguyên dự báo đối với giá than ở mức 280/285 USD/tấn (tương ứng đi ngang và tăng 2% svck).

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	138,855	156,116	216,954	249,168
Giá vốn hàng bán	(120,358)	(131,618)	(179,555)	(204,765)
Lợi nhuận gộp	18,498	24,498	37,399	44,403
Chi phí quản lý DN	(1,546)	(1,437)	(1,302)	(1,495)
Chi phí bán hàng	(2,337)	(2,634)	(5,858)	(5,980)
LN từ HĐKD	14,615	20,428	30,240	36,928
EBITDA thuần	22,253	30,557	41,345	48,438
LN trước thuế & lãi vay	14,615	20,428	30,240	36,928
Thu nhập lãi	2,619	2,082	7,850	2,350
Chi phí tài chính	(3,967)	(4,604)	(7,812)	(7,177)
Thu nhập ròng khác	426	135	176	202
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	13,694	18,041	30,454	32,304
Thuế TNDN	(1,673)	(2,526)	(4,264)	(4,073)
Lợi nhuận sau thuế	12,020	15,515	26,190	28,231
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	(65)	-	(34)
Lợi nhuận ròng về công ty mẹ	12,021	15,450	26,190	28,197
Chi trả cổ tức	-	-	(7,675)	(8,443)
Lợi nhuận giữ lại	12,021	15,450	18,515	19,754
Bảng cân đối kế toán	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	6,888	8,301	13,060	18,356
Đầu tư ngắn hạn	18,975	19,484	25,330	27,863
Phải thu khách hàng	4,352	10,994	10,444	13,578
Hàng tồn kho	46,091	52,828	58,876	63,500
Tổng tài sản ngắn hạn	86,674	103,682	118,943	134,488
Tài sản cố định	67,244	133,421	129,113	142,846
Xây dựng cơ bản dở dang	63,751	10,870	17,124	16,949
BĐS đầu tư	560	528	873	924
Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	1,060	2,538	2,538	2,538
Phải thu dài hạn	5,017	6,695	6,805	7,495
Tổng tài sản	137,815	154,240	156,639	170,940
Tổng tài sản	224,490	257,922	275,582	305,428
Vay & nợ ngắn hạn	55,883	64,695	66,458	71,374
Phải trả người bán	14,047	21,183	20,124	19,118
Phải trả ngắn hạn khác	2,984	5,533	3,500	3,840
Tổng nợ ngắn hạn	75,225	94,209	92,989	97,358
Vay & nợ dài hạn	27,080	27,479	26,911	23,311
Các khoản phải trả khác	7,537	5,014	5,459	6,304
Tổng Nợ dài hạn	34,617	32,493	32,369	29,615
Tổng nợ	109,842	126,702	125,358	126,973
Vốn điều lệ	63,963	76,755	84,430	92,873
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	3,212	3,212
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	49,599	51,035	59,616	79,370
Các quỹ thuộc VCSH	795	1,388	924	924
Vốn chủ sở hữu	114,356	129,178	148,182	176,379
Lợi ích cổ đông thiểu số	291	2,042	2,042	2,076
Tổng vốn chủ sở hữu	114,647	131,220	150,224	178,455
Tổng nợ và VCSH	224,490	257,922	275,582	305,428

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2024	2025	2026	2027
LN trước thuế	13,694	18,041	30,454	32,304
Khấu hao	6,916	8,468	11,105	11,510
CP lãi vay	2,287	3,115	(6,154)	(5,514)
Các khoản điều chỉnh khác	(2,208)	(1,533)	176	202
Thay đổi VLD	(14,081)	(12,397)	(8,109)	(8,634)
LCTT từ HĐKD	6,608	15,694	27,472	29,867
Đầu tư TSCĐ	(35,495)	(25,750)	(13,187)	(3,942)
Thu từ TL, TSCĐ và mua công cụ nợ	5,707	578	(3,045)	(13,502)
LCTT từ đầu tư	(29,788)	(25,172)	(16,232)	(17,444)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	17,587	9,211	1,195	1,316
Dòng tiền từ HĐTC khác	228	1,680	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	(7,675)	(8,443)
LCTT từ hoạt động TC	17,815	10,891	(6,481)	(7,127)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	12,252	6,888	8,301	13,060
LC tiền thuần trong năm	(5,364)	1,413	4,759	5,297
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6,888	8,301	13,060	18,356
Các chỉ số cơ bản	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu thuần	16.7%	12.4%	39.0%	14.8%
Tăng trưởng EBITDA	35.4%	37.3%	35.3%	17.2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	151.1%	139.8%	148.0%	122.1%
Tăng trưởng LN trước thuế	75.7%	31.7%	68.8%	6.1%
Tăng trưởng LN ròng	75.9%	28.5%	69.5%	7.7%
Tăng trưởng EPS	61.7%	16.6%	47.6%	-4.0%
Biến LN gộp	13.3%	15.7%	17.2%	17.8%
Biến EBITDA	17.0%	20.0%	22.0%	19.8%
Biến LN ròng	8.7%	9.9%	12.1%	11.3%
ROAE	11.1%	12.7%	18.9%	17.4%
ROAA	5.8%	6.4%	9.8%	9.7%
ROIC	6.1%	6.9%	10.8%	10.3%
Vòng quay tài sản	0.7	0.6	0.8	0.9
Cổ tức chi trả/LN ròng	0.0%	0.2%	29.3%	29.9%
Tổng nợ vay/VCSH	72%	70%	62%	53%
Nợ vay ròng/VCSH	66%	64%	53%	43%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	33.9%	32.5%	29.1%	25.0%
Khả năng thanh toán lãi vay	6.4	6.6	4.9	6.7
Số ngày phải thu	11.4	25.7	17.6	19.9
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	139.8	146.5	119.7	113.2
Số ngày phải trả tiền bán	42.6	58.7	40.9	34.1
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.1	1.3	1.4
Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.5	0.6	0.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.3	0.3	0.4
Định giá				
EPS	1,969	2,196	3,250	3,181
BVPS	17,879	16,830	17,551	18,991
P/E	16.0	14.3	9.7	9.9
P/B	1.8	1.9	1.8	1.7

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng