Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

Sản xuất Thép

XẾP HẠNG 1 NĂM		
MUA	**Giá mục tiêu**	**33.700 đồng (P/B: 1,6)**
	Lợi nhuận kỳ vọng	**25,5%**
	Giá đóng cửa gần nhất	**26.850 đồng/CP**

Dự án Dung Quất 2 là động lực chính dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2025 - 2026

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

- Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ dự phóng tăng trưởng 12% nhờ nhu cầu xây dựng dự án bất động sản dân dụng và công nghiệp duy trì ở mức cao.
- Sản lượng HRC dự phóng tăng mạnh nhờ dự án Dung Quất 2 vận hành thương mại trong bối cảnh Việt Nam áp thuế chống bán phá giá HRC.
- Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục điều chỉnh giảm, trong khi giá bán thép đầu ra duy trì ở mức ổn định tạo cơ hội cải thiện biên lợi nhuận gộp.

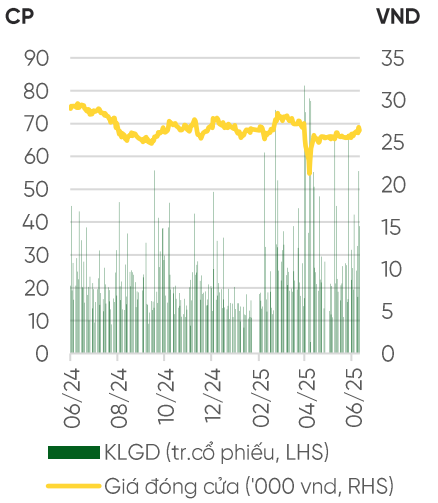
Rủi ro đầu tư

- Mức thuế tự vệ của Việt Nam đối với sản phẩm thép dài sẽ kết thúc vào tháng 3 năm 2026 nếu không được gia hạn thêm.
- Cơ chế CBAM bắt đầu bước vào giai đoạn chính thức từ đầu năm 2026 có thể làm giảm lợi nhuận của việc xuất khẩu HRC.
- Lãi suất tăng mạnh trở lại khiến hoạt động tài trợ vốn cho các dự án bất động sản gặp khó khăn, ảnh hưởng gián tiếp tới nhu cầu tiêu thụ thép.

Tỷ VND	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	**118,953**	**138,855**	**176,732**	**235,808**
- Tăng trưởng DT	*-16%*	*17%*	*27%*	*33%*
Lợi nhuận gộp	**12,938**	**18,498**	**27,475**	**38,336**
- Tỷ suất LNG	*10.9%*	*13.3%*	*15.5%*	*16.3%*
LNTT	**7,793**	**13,694**	**20,122**	**30,027**
- Tỷ suất LNTT	*6.6%*	*9.9%*	*11.4%*	*12.7%*
Tài sản ngắn hạn	82,716	86,674	111,503	158,678
Tài sản dài hạn	105,066	137,815	148,693	131,617
Tổng tài sản	187,783	224,490	260,196	290,295
Nợ phải trả	84,946	109,842	129,046	135,252
Vốn chủ sở hữu	102,836	114,647	131,150	155,043
-Nợ vay/VCSH	*0.6*	*0.7*	*0.7*	*0.6*

Vốn hóa (tỷ đồng)	171.739
Số CP lưu hành (tr CP)	6.396
Sở hữu NN còn lại (tr CP)	1.714
KLGD TB 52 tuần (tr CP)	22
Giá cao nhất 52 tuần	29.400
Giá thấp nhất 52 tuần	21.300
Beta (lần)	1.1

Diễn biến giá cổ phiếu



VND	2024	2025F	% YoY
EPS (VND)	1.892	2.575	36%
BVPS (VND)	17.879	20.454	14%
P/E	14,2	10,4	-27%
P/B	1,5	1,3	-13%
ROA	5,8%	7,2%	1,4%
ROE	10,6%	13,4%	2,8%

Cơ cấu cổ đông

Gia đình chủ tịch Trần Đình Long	34,8%
Cổ đông nước ngoài	21,0%
Cổ đông khác	44,2%

Tổng quan doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất thép hàng đầu Việt Nam. Tập đoàn hoạt động trong 04 lĩnh vực: Sản xuất gang thép và sản phẩm thép; Nông nghiệp; Bất động sản và Điện máy gia dụng. Sản xuất thép là lĩnh vực cốt lõi chiếm tỷ trọng 90% doanh thu và lợi nhuận toàn Tập đoàn. Tại thị trường nội địa, Hòa Phát giữ thị phần số 1 Việt Nam về thép dài xây dựng, ống thép và nằm trong Top 5 nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, Tập đoàn đang tập trung hoàn thành dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 vào cuối năm 2025. Khi hoàn thành, năng lực sản xuất thép của Hòa Phát sẽ đạt 15 triệu tấn/năm, tương đương Top 30 DN thép lớn nhất thế giới.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Dương Tuấn Minh

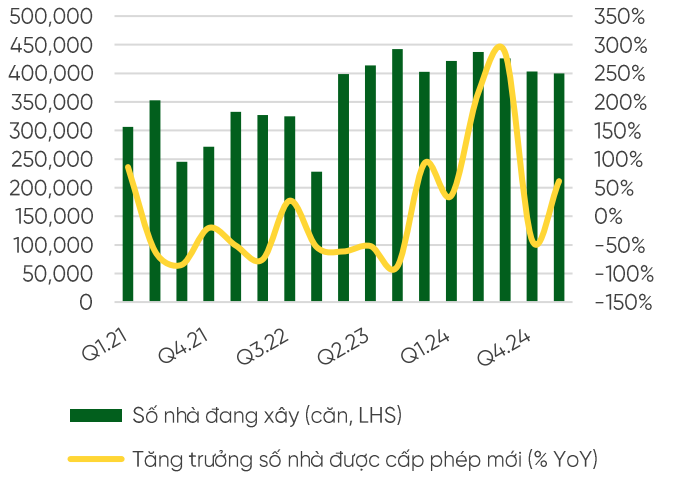
minhndt@vpbanks.com.vn

Cập nhật Triển vọng kinh doanh

Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ dự phòng tăng trưởng 12% nhờ nhu cầu xây dựng dự án bất động sản dân dụng và công nghiệp duy trì ở mức cao

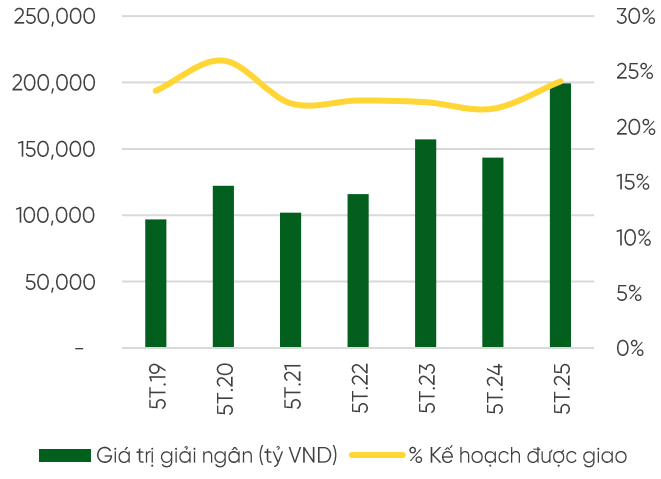
Trong 4 tháng đầu năm 2025, sản lượng thép xây dựng tiêu thụ của Hòa Phát đạt 1.618.358 tấn (+13,4% YoY). Bóc tách theo thị trường tiêu thụ, thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 1.302.171 tấn (+31,7% YoY) trong khi sản lượng xuất khẩu ghi nhận mức sụt giảm -28% YoY, đạt 316.187 tấn. Chúng tôi lưu ý sản lượng thép xây dựng nội địa trong 4 tháng 2025 của Hòa Phát đang ở mức cao nhất 5 năm, thậm chí cao hơn 11% so với mức sản lượng thép xây dựng công ty tiêu thụ tại thị trường nội địa 4 tháng năm 2022. Chúng tôi cho rằng các động lực chính hỗ trợ tăng trưởng sản lượng thép xây dựng trong thời gian gần đây đến từ: (1) Nhu cầu xây dựng dự án bất động sản dân dụng hiện đang ở mức cao nhờ vào các đại dự án đang được các chủ đầu tư lớn triển khai như Vinhomes Global Gate, Vinhomes Ocean Park 3, Lumi Hanoi, The Meadow, The Privé, ...; (2) Nhu cầu xây dựng nhà xưởng tiếp tục tăng trong bối cảnh FDI đăng ký mới cùng FDI thực hiện tăng mạnh so với cùng kỳ và (3) Nhu cầu thép xây dựng cho các dự án công tiếp tục neo cao với tiến độ các dự án hạ tầng đang được đẩy nhanh.

Hình 1: Số nhà đang xây neo ở mức cao trong khi số nhà được cấp phép xây mới tăng mạnh



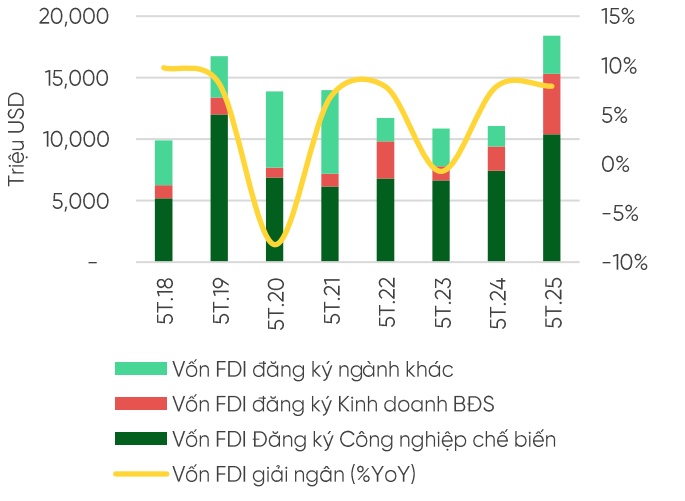
Nguồn: Bộ Xây dựng, VPBankS Research

Hình 2: Giá trị giải ngân vốn đầu tư công 5 tháng đầu năm 2025 cao nhất trong 7 năm gần đây



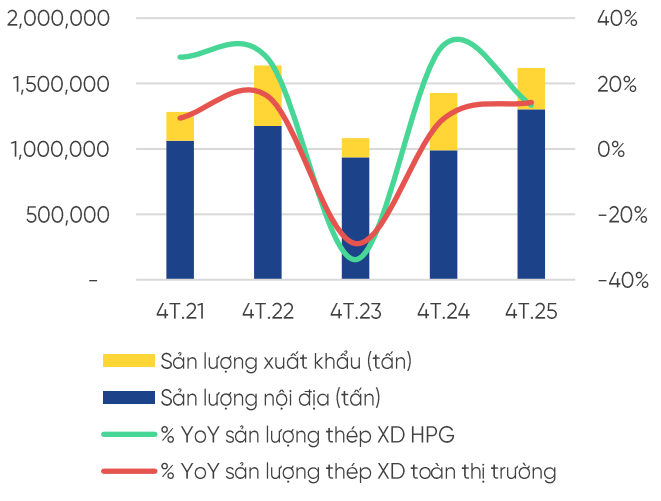
Nguồn: Bộ Tài chính, VPBankS Research

Hình 3: Tổng vốn FDI đăng ký ngành Công nghiệp chế biến và Kinh doanh BĐS 5 tháng 2025 tăng mạnh



Nguồn: Bộ Kế hoạch Đầu tư, VPBankS Research

Hình 4: Tăng trưởng sản lượng thép xây dựng tiêu thụ của Hòa Phát chủ yếu được hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa



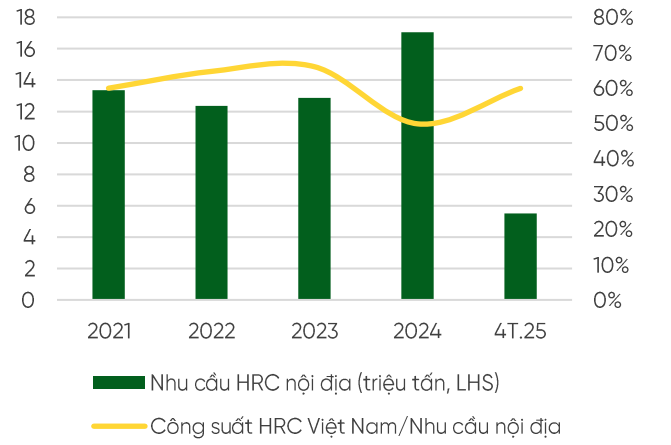
Nguồn: VSA, VPBankS Research ước tính

Cho cả năm 2025, chúng tôi tiếp tục giữ mức dự phóng tăng trưởng 12% YoY đối với sản lượng thép xây dựng tiêu thụ của Hòa Phát. Chúng tôi tin rằng nhu cầu xây dựng các dự án bất động sản dân dụng trong năm nay sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ vào các động lực chính bao gồm: (1) Chính phủ Việt Nam đã đưa ra rất nhiều giải pháp để tháo gỡ vướng mắc pháp lý tại các dự án bất động sản (VD: Phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 các dự án bất động sản dân cư lớn đang bị vướng mắc pháp lý tại Đồng Nai, ban hành Nghị quyết 171 cho phép thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất, ...); (2) Tổng vốn FDI đăng ký 5 tháng đầu năm 2025 tại lĩnh vực bất động sản tăng mạnh, đạt 4,9 tỷ USD (+150% YoY, cao nhất trong 8 năm gần đây) và (3) Lãi suất hiện đang được duy trì ở vùng thấp.

Sản lượng HRC dự phóng tăng mạnh nhờ dự án Dung Quất 2 vận hành thương mại trong bối cảnh Việt Nam áp thuế chống bán phá giá HRC

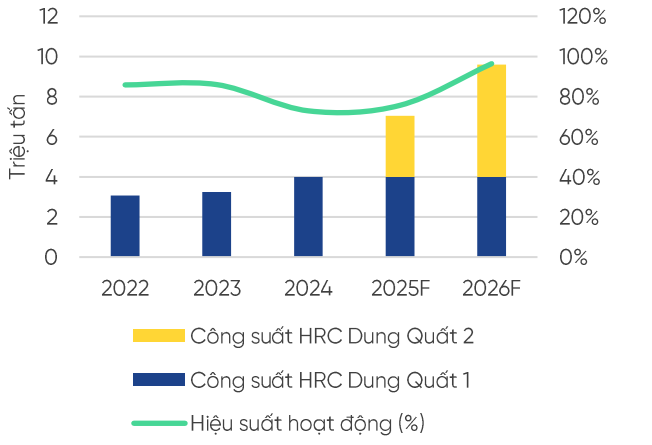
Sau 3 năm xây dựng và lắp đặt máy, lò cao đầu tiên của dự án Dung Quất 2 đã hoàn thành chạy thử và bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh từ cuối Q1.2025. Nhờ vậy, sản lượng HRC tiêu thụ trong 4 tháng 2025 đã ghi nhận mức tăng trưởng mạnh, đạt 1.397.072 tấn (+33,4% YoY). Bóc tách theo thị trường tiêu thụ, thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ HRC nội địa đạt 1.187.590 tấn (+79,4%) trong khi sản lượng xuất khẩu tiếp tục suy yếu, đạt 209.482 tấn (-45,7%). Chúng tôi ước tính giai đoạn 1 của dự án được vận hành khoảng 70% - 80% công suất thiết kế tại mức sản lượng HRC tiêu thụ 4 tháng đầu năm 2025.

Hình 5: Tổng công suất HRC tại Việt Nam hiện tại mới chỉ đáp ứng được 60% nhu cầu nội địa



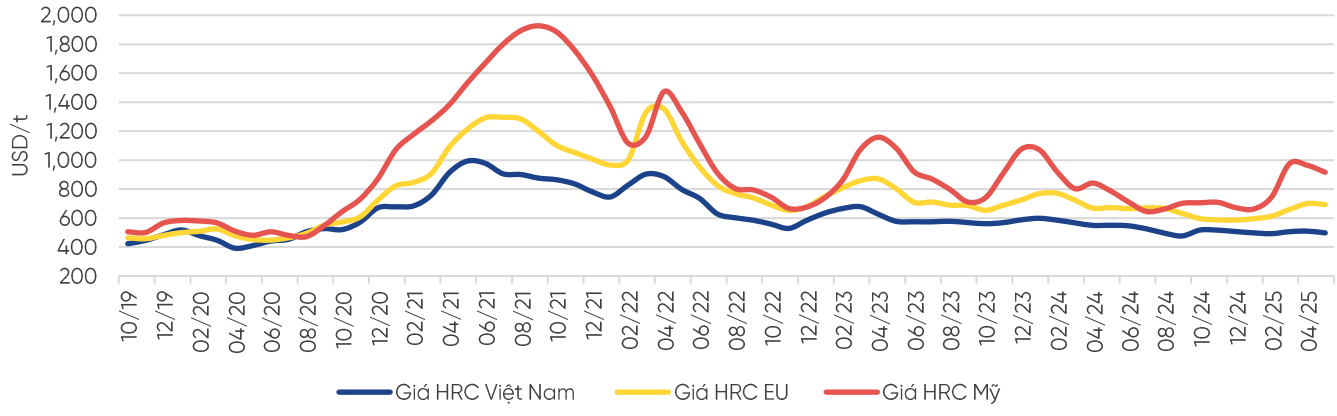
Nguồn: VSA, VPBankS Research ước tính

Hình 6: Dự phóng hiệu suất hoạt động của dây chuyền HRC tại cả 2 dự án Dung Quất



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 7: Chênh lệnh giữa giá HRC Việt Nam và giá HRC tại các thị trường Mỹ, EU đang ở mức cao



Nguồn:, VPBankS Research

Chúng tôi dự phóng sản lượng HRC tiêu thụ tại thị trường Việt Nam năm 2025 điều chỉnh giảm so với năm 2024 và nằm trong khoảng 13 – 14 triệu tấn do nhu cầu HRC sử dụng làm tôn mạ khả năng cao sẽ sụt giảm. Sản lượng tôn mạ tiêu thụ toàn thị trường trong 2025 hiện đang được chúng tôi dự phóng giảm -10% so với năm 2024 chủ yếu do hoạt động xuất khẩu tôn mạ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ mức thuế chống bán phá, thuế đối ứng cùng nhu cầu tiêu thụ tôn mạ hiện đang ở mức thấp tại thị trường Mỹ. Đối với nguồn HRC nội địa, chúng tôi cho rằng nhu cầu sử dụng nguồn HRC nội địa sẽ chỉ vào khoảng 7.5 triệu tấn do các công ty khả năng cao đã tích trữ trước một lượng lớn HRC nhập khẩu (trong khoảng từ 5 – 6 triệu tấn) trước khi thuế CBPG HRC có hiệu lực từ ngày 08/03/2025.

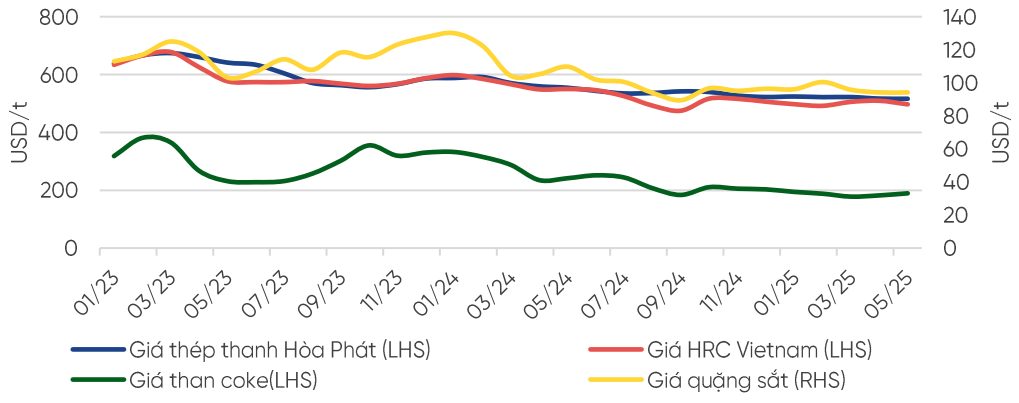
Đối với hoạt động xuất khẩu HRC, chúng tôi kỳ vọng Hòa Phát sẽ ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng HRC xuất khẩu vào khoảng 3,3% YoY nhờ vào (1) Dành thêm được thị phần xuất tại thị trường EU do là doanh nghiệp thép Việt Nam duy nhất được hưởng mức thuế 0% khi xuất khẩu HRC sang thị trường này và (2) Khả năng cao giá HRC tại Mỹ sẽ tiếp tục giữ mức chênh lệch lớn so với giá HRC Việt Nam (hiện giá HRC Mỹ đang cao hơn 84% so với giá HRC Việt Nam), tạo cơ hội cho Hòa Phát tăng sản lượng HRC xuất khẩu đi Mỹ ngay cả khi thuế nhập khẩu thép vào quốc gia này tăng lên mức 50%.

Với các ước tính trên, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của dây chuyền HRC tại cả 2 dự án Dung Quất sẽ đạt khoảng 76%/96% trong lần lượt 2025F/2026F. Chúng tôi cho rằng việc thép HRC khổ rộng trên 1,88 – 2 mm từ Trung Quốc nhập về Việt Nam sẽ không có tác động đáng kể tới hoạt động tiêu thụ HRC của Hòa Phát do việc đầu tư máy móc thiết bị để xử lý loại thép này trước khi sử dụng sẽ khiến việc nhập khẩu HRC khổ rộng không có hiệu quả kinh tế đối với các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng sản lượng HRC tiêu thụ của Hòa Phát sẽ đạt lần lượt 5.323.180/9.252.702 tấn trong lần lượt 2025F/2026F, tương ứng với mức tăng trưởng +82,6%/+73,8% YoY.

Giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục điều chỉnh giảm, trong khi giá bán thép duy trì ở mức ổn định tạo cơ hội cải thiện biên lợi nhuận gộp

Tính từ thời điểm đầu năm tới hiện tại, giá quặng sắt và than coke đã ghi nhận mức điều chỉnh giảm lần lượt -4,4% và -7,6% chủ yếu do nhu cầu. Trong khi đó, giá thép xây dựng nội địa của Hòa Phát cùng giá HRC Việt Nam đã duy trì ổn định, giá thép xây dựng nội địa tính từ đầu năm tới hiện tại tăng 1% trong khi giá HRC tính theo USD chỉ điều chỉnh giảm -2,5% (điều này cho thấy giá HRC nội địa gần như không thay đổi so với đầu năm do tỷ giá USD/VND đã tăng 2,3% YTD). Diễn biến giá thép và giá nguyên vật liệu đầu vào trong giai đoạn vừa rồi đã giúp HPG ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp mảng thép cải thiện và đạt 13% trong quý 1.2025, cao hơn 2% so với mức biên lợi nhuận gộp trong quý 4.2024.

Hình 8: Diễn biến giá thép Việt Nam và giá các loại nguyên liệu đầu vào chính

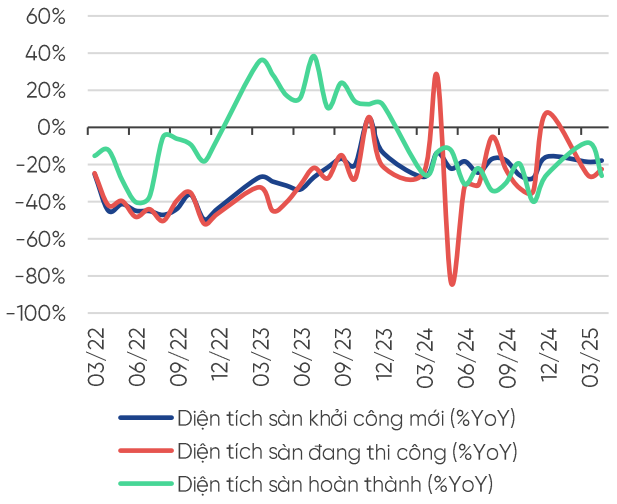


Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Chúng tôi dự phóng giá thép Việt Nam sẽ tiếp tục xu hướng ổn định, biến động trong biên độ ±1% so với mức giá hiện tại nhờ vào: (1) Nhu cầu sử dụng thép đang ở mức cao như đã đề cập ở các phần trên và (2) Giá thép Trung Quốc kỳ vọng sẽ không giảm mạnh nữa, giúp hạn chế sức ép giảm giá đối với giá thép Việt Nam.

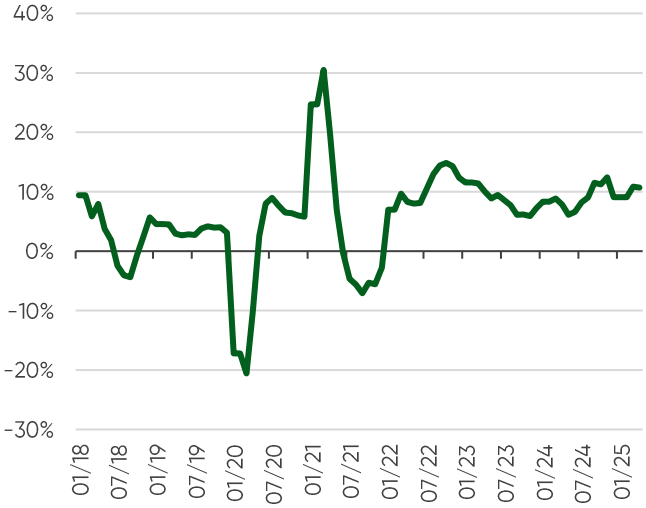
Cụ thể hơn, chúng tôi kỳ vọng giá thép Trung Quốc sẽ có xu hướng ổn định và không còn giảm mạnh từ mức hiện tại nhờ vào nhu cầu thép tại lĩnh vực sản xuất công nghiệp cùng xây dựng hạ tầng sẽ làm giảm bớt tác động từ việc sụt giảm nhu cầu thép sử dụng trong ngành bất động sản. Chúng tôi cho rằng nhu cầu thép tại lĩnh vực sản xuất công nghiệp và xây dựng hạ tầng Trung Quốc sẽ được hỗ trợ bởi: (1) Sản lượng xe con do Trung Quốc sản xuất tiếp tục ghi nhận tăng trưởng 13% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2025 nhờ vào động lực hỗ trợ từ các chính sách miễn giảm thuế tiêu thụ xe điện cùng chính sách hỗ trợ đổi xe cũ lấy xe mới; (2) Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng của Trung Quốc có thể được ưu tiên trong bối cảnh chiến tranh thương mại, thể hiện qua vốn đầu tư cơ sở hạ tầng trung bình động 3 tháng tại Trung Quốc tiếp tục ghi nhận mức tăng 10% svck, cao hơn mức 7,8% tại cùng thời điểm trong năm 2024 và (3) Sản lượng tàu thủy chở hàng đóng mới kỳ vọng tiếp tục tăng nhờ vào lượng đơn đặt hàng đóng mới tàu cao kỷ lục trong năm 2024 cùng sản lượng máy xúc, máy đào sản xuất giữ ở mức cao nhờ vào nhu cầu xây dựng công trình hạ tầng, dân dụng tại cả Trung Quốc và Đông Nam Á. Trong khi đó, nhu cầu thép cho ngành bất động sản dân dụng Trung Quốc chưa ghi nhận tín hiệu tích cực trong bối cảnh các dự án mới khởi công vẫn đang trong tình trạng trì trệ, giảm 24% svck năm ngoái trong 4 tháng đầu năm 2025, cho thấy nhu cầu đối với bất động sản vẫn đang ở mức yếu và các chủ đầu tư vẫn hạn chế việc phát triển thêm dự án.

Hình 9: Thị trường bất động sản Trung Quốc chưa cho thấy dấu hiệu tích cực



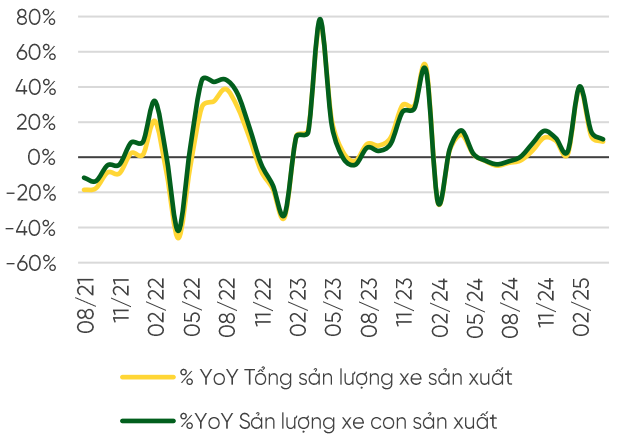
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 10: Thay đổi so với cùng kỳ năm ngoái của giá trị trung bình động 3 tháng vốn đầu tư hạ tầng Trung Quốc



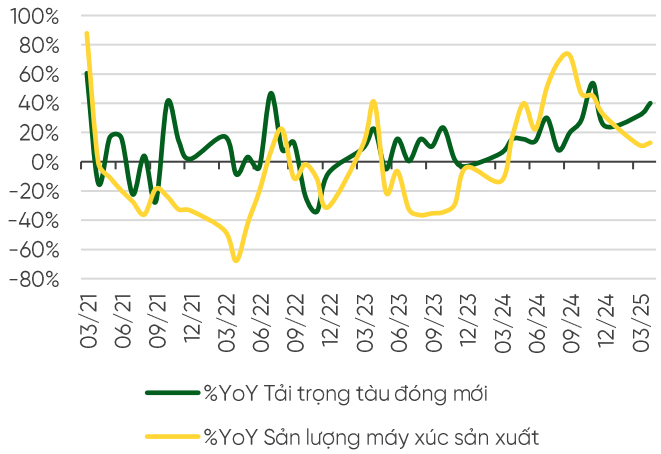
Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 11: Sản lượng xe do Trung Quốc sản xuất trong 4 tháng đầu năm 2025 tăng 13% svck năm ngoái



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Hình 12: Nhu cầu thép tại các ngành công nghiệp sản xuất Trung Quốc tiếp tục tăng



Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

Nhìn chung, với giá quặng sắt và than coke đang ở vùng thấp cùng kỳ vọng giá thép tiếp tục biến động ổn định trong biên độ hẹp, chúng tôi cho rằng khả năng cao tỷ suất lợi nhuận gộp của Hòa Phát trong thời gian tới sẽ tiếp tục cải thiện so với quý 1.2025. Chúng tôi hiện đang dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng thép của Hòa Phát sẽ đạt 14,5%/15,4% trong lần lượt 2025F/2026F.

Tổng hợp các giả định chính

Giả định sản lượng thép tiêu thụ

Trong dự phóng cho 3 năm 2025/2026/2027, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ tăng trưởng 12%/3%/2% svck và sản lượng tiêu thụ ống thép sẽ tăng trưởng 9%/5%/2% svck chủ yếu nhờ vào nhu cầu xây dựng các dự án hạ tầng và bất động sản nội địa giữ ở mức cao. Đối với HRC, chúng tôi dự phóng hiệu suất hoạt động của hiệu suất hoạt động của dây chuyền HRC tại cả 2 dự án Dung Quất sẽ đạt khoảng 76%/96%/97% trong lần lượt 2025F/2026F/2027F, tương ứng với mức tăng 83%/74%/0% svck. Chúng tôi tin rằng lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ sụt giảm mạnh bắt đầu tư năm 2026 trở đi, sau khi thuế chống bán phá giá HRC có hiệu lực chính thức và việc nhập khẩu HRC khổ rộng được kiểm soát trong năm 2025.

Bảng 1: Giả định sản lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát

Tấn	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	4.397.521	4.914.395	5.061.827	5.163.064
HRC	2.915.288	5.323.180	9.252.702	9.268.938
Tôn mạ	447.010	353.499	353.499	360.259
Ống thép	708.538	774.784	813.523	829.794

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Giả định giá thép

Với kỳ vọng giá bán thép duy trì ở mức ổn định từ 2H.2025, chúng tôi giả định giá thép xây dựng trung bình năm 2025 của HPG sẽ giảm -4,9% so với 2024 và giá HRC Hòa Phát trung bình 2025 giảm -5,6% so với 2024. Chúng tôi lưu ý rằng ở thời điểm hiện tại, giá thép xây dựng trung bình và giá HRC tại thị trường nội địa đang ghi nhận mức giảm lần lượt -5% svck và -9,6% svck. Cho năm 2026/2027, chúng tôi giả định giá thép xây dựng Hòa Phát sẽ có mức điều chỉnh lần lượt 0%/1% svck trong khi giá HRC sẽ điều chỉnh tăng 1%/1% svck. Nhìn chung, với các giả định trên, giá bán thép trung bình ước tính của Hòa Phát trong 2025F/2026F/2027F sẽ điều chỉnh lần lượt -5,7%/1,2%/0,9%.

Bảng 2: Giả định giá bán thép trung bình của Hòa Phát

Triệu VND/tấn	2024	2025F	2026F	2027F
Thép xây dựng	14,2	13,5	13,5	13,6
HRC	14,4	13,6	13,7	13,9
Giá bán thép trung bình	14,1	13,3	13,5	13,6

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Dự phóng Kết quả kinh doanh và Định giá

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong 3 năm 2025/2026/2027, chúng tôi dự phóng doanh thu của Hòa Phát sẽ tăng trưởng 27,3%/33,4%/2,2% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dần cải thiện và đạt 15,5%/16,3%/16,3% nhờ vào việc quản trị tốt hoạt động tồn kho nguyên vật liệu. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của Hòa Phát sẽ tăng trưởng lần lượt 46,0%/49,7%/7,7% và đạt 17.548/26.274/28.288 tỷ cho các năm 2025F/2026F/2027F.

Bảng 3: Tóm tắt KQKD dự phóng

Tỷ VND	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	**118.953**	**138.855**	**176.732**	**235.808**	**240.951**
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,9%	13,3%	15,5%	16,3%	16,3%
Lợi nhuận từ HĐKD	**9.669**	**14.615**	**23.195**	**32.205**	**33.110**
LNST	**6.800**	**12.020**	**17.548**	**26.274**	**28.288**
- %YoY LNST	-19,5%	76,8%	46,0%	49,7%	7,7%

Nguồn: VPBankS Research dự phóng

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu FCFF/FCFE theo tỷ trọng 60/40, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG ở mức 33.700 VND/cp (cao hơn 25,5% so với giá đóng cửa tại ngày 23/06/2025). Tại mức định giá này, HPG được giao dịch ở mức P/E 2025 forward 13 lần và mức P/B 2025 forward 1,6 lần.

Giả định:

Chi phí VCSH	15,0%
Chi phí nợ	7,0%
WACC	12,0%
G – tăng trưởng dài hạn	2,5%

Tổng hợp định giá:

Phương pháp	Tỷ trọng
FCFF	60%
FCFE	40%
Định giá tổng hợp	33.690

Định giá theo FCFF:

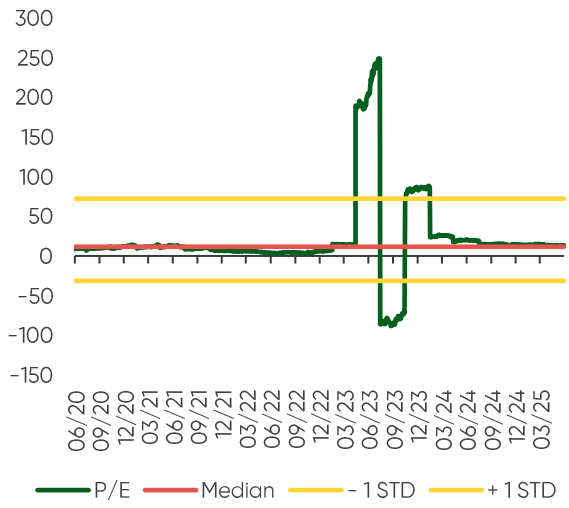
PV dòng tiền tự do	164.392
PV giá trị cuối cùng	112.738
Giá trị doanh nghiệp	277.130
(+) Tiền & Đầu tư	23.672
(-) Nợ	(89.041)
(-) Lợi ích CĐTS	(296)
Giá trị lõi doanh nghiệp	211.464
Số lượng cổ phần	6.396.250.200
Giá trị một cổ phần	33.061

Định giá theo FCFE:

PV dòng tiền tự do	137.464
PV giá trị cuối cùng	60.694
(+) Tiền & Đầu tư	23.672
(-) Lợi ích CĐTS	(296)
Giá trị vốn chủ sở hữu	221.533
Số lượng cổ phần	6.396.250.200
Giá trị một cổ phần	34.635

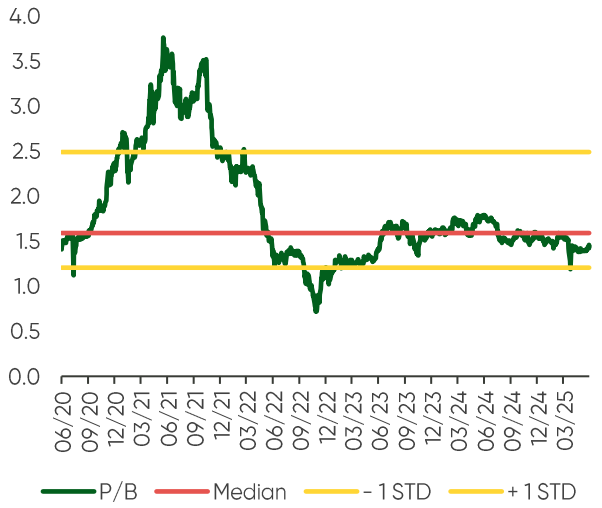
Nguồn: VPBankS ước tính

Hình 13: HPG được giao dịch quanh P/E trung vị 9,4 lần



Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Hình 14: HPG được giao dịch quanh P/B trung vị 1,6 lần



Nguồn: FiinPro, VPBankS Research

Với kết quả định giá và luận điểm như đã trình bày trong các phần trên, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với HPG. Mức giá mục tiêu là 33.700 VND/cp với tiềm năng tăng giá 25,5% tính từ mức giá đóng cửa ngày 23/06/2025.

Rủi ro đầu tư

Mức thuế tự vệ của Việt Nam đối với sản phẩm thép dài sẽ kết thúc vào tháng 3 năm 2026 nếu không được gia hạn thêm

Sau khi gia hạn áp dụng biện pháp tự vệ đối với phôi thép và thép dài nhập khẩu vào 20/03/2020, Việt Nam tiếp tục áp dụng mức thuế trên 6% đối với tất cả các sản phẩm thép dài nhập khẩu. Tuy nhiên, mức thuế tự vệ này chỉ có hiệu lực đến hết ngày 21/03/2026. Trong trường hợp thuế tự vệ hết hiệu lực và không được gia hạn, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp nội địa sẽ phải chịu rủi ro cạnh tranh về giá với sản phẩm thép xây dựng Trung Quốc nhập khẩu. Chúng tôi đã phản ánh điều này vào trong định giá với việc giả định giá bán thép xây dựng của Hòa Phát trong 2026 không thay đổi so với năm 2025.

Cơ chế CBAM bắt đầu bước vào giai đoạn chính thức từ đầu năm 2026 có thể làm giảm lợi nhuận của đơn hàng xuất khẩu đi EU

Bắt đầu từ ngày 01/01/2026, nhà nhập khẩu EU sẽ phải mua và xuất trình chứng chỉ CBAM cho lượng phát thải ròng của hàng hóa nhập khẩu tương ứng với mức giá và lộ trình hạn ngạch miễn phí của hệ thống ETS trong nội bộ EU. Trong giai đoạn từ 2026 – 2028, chúng tôi cho rằng lợi nhuận khi xuất khẩu vào thị trường EU của Hòa Phát chưa bị ảnh hưởng nhiều do mức phí mà nhà nhập khẩu phải nộp mới chỉ trong khoảng 2,5% - 10% tổng lượng phát thải ròng của lô hàng nhập khẩu. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2029, khi mức phí phải nộp được nâng lên 22,5% tổng lượng phát thải ròng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ việc xuất khẩu thép sang EU sẽ giảm mạnh do doanh nghiệp sẽ phải chia sẻ phần giá tăng với nhà nhập khẩu. Hiện tại, Hòa Phát có kế hoạch tăng cường sử dụng thép phế liệu và sắt viên nén nóng (HBI) để giảm lượng khí thải carbon. Công ty cũng đang có ý định quy đổi tín chỉ carbon thông qua việc trồng rừng và sử dụng các vật liệu đóng gói có thể tái tạo. Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý nguồn cung HRC tại Việt Nam hiện vẫn chưa đáp ứng hết được nhu cầu nội địa, Hòa Phát có thể sẽ tập trung tiêu thụ HRC tại thị trường nội địa để giảm thiểu rủi ro này.

Lãi suất tăng mạnh trở lại khiến hoạt động tài trợ vốn cho các dự án bất động sản gặp khó khăn, ảnh hưởng gián tiếp tới nhu cầu tiêu thụ thép

Trong trường hợp lãi suất tăng mạnh, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng sẽ bị ảnh hưởng do nhu cầu phát triển các dự án bất động sản sụt giảm khi chi phí vốn tài trợ dự án tăng. Trong trường hợp này, chúng tôi nhận thấy rủi ro sụt giảm lợi nhuận so với dự báo tại các năm 2026/2027.

Phụ lục 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BÁO CÁO KQKD				
Năm	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**118,953**	**138,855**	**176,732**	**235,808**
Giá vốn	106,015	120,358	149,256	197,472
LN gộp	**12,938**	**18,498**	**27,475**	**38,336**
CP Bán hàng & Quản lý	3,269	3,883	4,280	6,131
EBIT	**9,669**	**14,615**	**23,195**	**32,205**
DT Tài chính	3,173	2,619	1,976	3,606
CP Tài chính	5,192	3,967	5,182	5,784
Cp Lãi vay	3,585	2,287	3,568	4,094
Lãi lỗ CTLK	0	0	0	0
LN khác	142	426	133	0
LNTT	**7,793**	**13,694**	**20,122**	**30,027**
Thuế TNDN	992	1,673	2,574	3,753
LNST	**6,800**	**12,020**	**17,548**	**26,274**
Lợi ích CĐTS	-35	-1	29	0
Khen thưởng phúc lợi	408	469	1,049	1,576
LNST CĐ Cty mẹ	**6,835**	**12,021**	**17,519**	**26,274**

TĂNG TRƯỞNG & BIÊN LN				
-	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu	-15.9%	16.7%	27.3%	33.4%
Tăng trưởng EBIT	-26.1%	51.1%	58.7%	38.8%
Tăng trưởng EBITDA	-17.2%	30.9%	50.1%	51.4%
Tăng trưởng LNST CĐ Cty mẹ	-19.4%	75.9%	45.7%	50.0%
Biên LNG	10.9%	13.3%	15.5%	16.3%
Biên EBIT	8.1%	10.5%	13.1%	13.7%
Biên EBITDA	13.8%	15.5%	18.3%	20.7%
Biên LNST CĐ Cty mẹ	5.7%	8.7%	9.9%	11.1%

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
LNST	6,800	12,020	17,548	26,274
Khấu hao	6,773	6,916	9,116	16,717
Điều chỉnh khác	-3,640	-7,511	143	-3,254
Thay đổi vốn lưu động	**-462**	**-4,816**	**-17,162**	**2,448**
Phải thu thương mại	-259	2,113	-5,802	-1,294
Tồn kho	-13	-11,587	-14,339	-12,607
Tài sản khác	-3,433	-2,656	-5,662	5,069
Phải trả thương mại	1,161	1,657	5,667	10,385
Phải trả khác	2,082	5,657	2,974	896
CFO	**9,472**	**6,608**	**9,645**	**42,185**
Capex	-17,145	-34,241	-20,012	-276
Đầu tư khác	2,973	3,113	2,336	-5,162
Thu nhập đầu tư	1,371	1,340	676	1,677
CFI	**-12,801**	**-29,788**	**-17,000**	**-3,761**
Thay đổi vốn	7,283	17,587	10,562	-5,075
Vay ròng	-2	233	4	19
Cổ tức	-8	-5	0	-823
CFF	**7,273**	**17,815**	**10,566**	**-5,879**
LCTT Thuần	**3,944**	**-5,365**	**3,211**	**32,545**
Tiền đầu kỳ	8,325	12,267	6,888	10,092
Điều chỉnh	-1	1	0	0
Tiền cuối kỳ	**12,267**	**6,903**	**10,098**	**42,637**
FCFF	-4,545	-25,625	-7,255	45,492
FCFE	-391	-10,046	195	36,834

BẢNG CĐKT				
(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	**82,716**	**86,674**	**111,503**	**158,678**
Tiền & ĐTNH	34,429	25,862	27,092	64,799
Phải thu thương mại	8,583	6,471	12,273	13,567
Tồn kho ròng	34,504	46,091	60,431	73,037
TSNH khác	5,199	8,250	11,708	7,274
Tài sản dài hạn	**105,066**	**137,815**	**148,693**	**131,617**
TSCĐ hữu hình	71,803	67,244	132,464	118,831
TSCĐ khác	805	744	704	896
XDCBDD	26,083	63,751	7,380	4,380
Đầu tư tài chính	40	137	0	0
Tài sản dài hạn khác	6,335	5,940	8,145	7,509
TỔNG TÀI SẢN	**187,783**	**224,490**	**260,196**	**290,295**
NỢ PHẢI TRẢ	**84,946**	**109,842**	**129,046**	**135,252**
Nợ ngắn hạn	**71,513**	**75,225**	**86,903**	**95,349**
Phải trả thương mại	13,129	14,786	20,453	30,838
Vay ngắn hạn	54,982	55,883	60,035	56,327
Phải trả khác	3,402	4,557	6,414	8,184
Nợ dài hạn	**13,433**	**34,617**	**42,144**	**39,903**
Vay dài hạn	10,399	27,080	33,490	32,123
Phải trả dài hạn khác	3,034	7,537	8,654	7,780
VCSH	**102,836**	**114,647**	**131,150**	**155,043**
Vốn góp chủ sở hữu	61,359	63,963	63,963	63,963
Lợi nhuận giữ lại	40,593	49,599	66,069	89,943
Vốn khác	818	795	799	818
Lợi ích CĐTS	66	291	319	319
TỔNG NGUỒN VỐN	**187,783**	**224,490**	**260,196**	**290,295**

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
-	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số định giá				
P/E	26.9	14.9	10.5	7.0
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1
P/FCFE	(442.0)	(17.2)	885.9	4.7
EV/EBITDA	12.4	10.7	7.4	4.0
EV/Sales	1.7	1.7	1.4	0.8
EV/FCFF	(44.8)	(9.0)	(33.0)	4.3
Hiệu quả sử dụng vốn				
ROE%	6.9%	11.1%	14.3%	18.4%
ROA%	3.8%	5.8%	7.2%	9.5%
ROIC%	5.0%	6.5%	9.0%	11.6%
Cấu trúc tài chính				
Thanh toán ngắn hạn	1.2	1.2	1.3	1.7
Vay nợ/Vốn chủ sở hữu	0.6	0.7	0.7	0.6
Hệ số tự tài trợ TSCĐ	1.0	0.9	0.9	1.2
Đòn bẩy tài chính	1.8	2.0	2.0	1.9
Chỉ số hoạt động				
Số ngày phải thu	26 days	20 days	19 days	20 days
Số ngày tồn kho	119 days	122 days	130 days	123 days
Số ngày phải trả	43 days	42 days	43 days	47 days
Vòng quay tiền	102 days	100 days	107 days	96 days
Chỉ số khác				
DTTC/DTT	2.7%	1.9%	1.1%	1.5%
CPTC/DTT	4.4%	2.9%	2.9%	2.5%
SG&A/DTT	2.7%	2.8%	2.4%	2.6%

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, quận Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn