

Vài nét về doanh nghiệp

HPG là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất thép lớn nhất cả nước (nội địa HPG chiếm 40% thị phần thép xây dựng & 46% thị phần HRC - 2024) với chuỗi giá trị khá hoàn thiện từ khai thác quặng đến các sản phẩm cuối cùng. Tổng CSTK tăng mạnh từ 9,1 triệu tấn-2024 lên đến 14,7 triệu tấn-2026 khi có đóng góp từ NM Dung Quất 2.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu

31.597

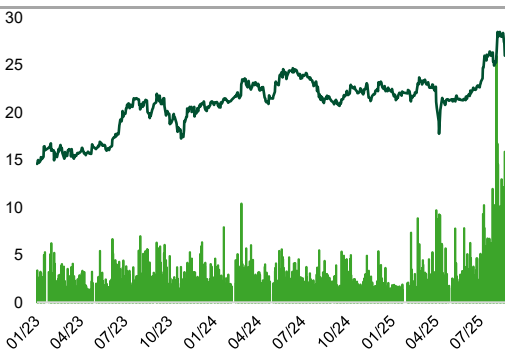
Tiềm năng tăng giá

+16%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Thép
Thị giá (26/08/2025)	27.200
Biến động 1 năm	18 – 29
KLGD bình quân 15D (tr.cp)	1,2
Vốn hóa (Tỷ đồng)	208.772
P/E	15,5x
P/B	1,7x
%NN sở hữu	21,5%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
HPG	-7%	+24%	+24%
VNIndex	+0%	+25%	+28%

Tỷ lệ sở hữu

BLD & liên quan	43,94%
Nước ngoài	21,51%
Khác	34,55%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Thu Hằng

ntthang-hcm@vcbs.com.vn - 028 3820 8116 ext 644

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ HRC TÍCH CỰC

ĐÁNH GIÁ:

Chúng tôi khuyến nghị **HPG** với giá mục tiêu **31.597 đồng/cp**, upside 16%.

CẬP NHẬT KQKD:

Q2.2025: HPG đạt KQKD Q2.2025 ấn tượng LN tăng trưởng 28,2% yoy dù doanh thu giảm 9,2% yoy. Cụ thể: DTT và LNST Q2.2025 đạt 35.911 tỷ đồng và 4.257 tỷ đồng, giảm 9,2 % yoy và tăng mạnh 28,2% yoy tương ứng (hoàn thành 43% và 51% kế hoạch 2025). Tăng trưởng chủ yếu từ mảng thép với DTT giảm 11,5% đạt 33.510 tỷ đồng nhờ đóng góp sản lượng của Dung Quất 2.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dung Quất 2 là động lực tăng trưởng cốt lõi của HPG, GĐ 1 của NM đã vận hành thương mại từ Q1.25, đặc biệt lò cao số 1 của DQ 2 đã hoạt động ổn định và đạt 80% CSTK vào cuối T7/2025, GĐ 2 dự kiến sẽ được vận hành vào cuối Q3 đầu Q4/2025. Khi vận hành toàn bộ vào năm 2026, DQ2 sẽ có tổng CS là 5,6 triệu tấn HRC. DQ2 có lợi thế chi phí sản xuất cạnh tranh và dự kiến HRC từ DQ2 sẽ thay thế đáng kể sản lượng HRC NK (hiện chiếm khoảng 54% tổng nhu cầu thị trường Việt Nam) và đóng góp mạnh mẽ vào doanh thu và lợi nhuận của HPG từ cuối 2025 trở đi.

Thị trường thép Việt Nam được dự báo sẽ có sự phục hồi mạnh mẽ trong 2025-2026 nhờ động lực đến từ: (1) đầu tư công được đẩy mạnh và (2) thị trường bất động sản dân dụng ấm lên với các dự luật được thông qua và áp dụng giúp tháo gỡ vướng mắc pháp lý, cải thiện nguồn cung và đẩy nhanh tiến độ dự án.

Chỉ tiêu tài chính	2022A	2023A	2024	2025F
DTT (tỷ đồng)	141.409	118.953	138.855	179.345
Tăng trưởng DT	-5,5%	-15,9%	+16,7%	+29,2%
LNST (tỷ đồng)	8.484	6.835	12.021	17.900
Tăng trưởng LNST	-75,4%	-19,4%	+75,9%	+48,9%
Nợ/TTS (%)	43,6%	45,2%	48,9%	42,6%
TS LN gộp (%)	11,9%	10,9%	16,5%	17,1%
ROE – TTM (%)	8,8%	6,7%	13,7%	14,4%
EPS - TTM (đồng)	1.459	1.175	2.574	3.114

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q2.2025

Kết quả kinh doanh Q2.2025

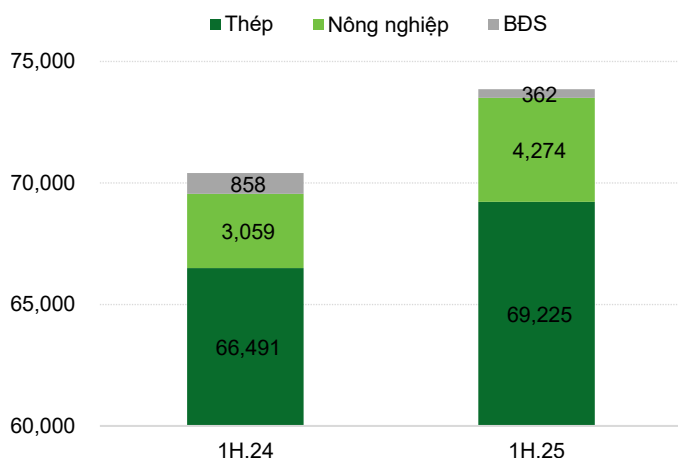
Tiêu chí	Q2.2024	Q2.2025	% YoY	1H.24	1H.25	%YoY	Nguyên nhân
Doanh thu	39.556	35.911	-9,2%	70.408	73.532	+4,4%	
- Thép	37.867	33.510	-11,5%	66.491	69.225	+4,1%	Doanh thu Q2.25 giảm 9,2% yoy, do DT thép giảm 11,5% yoy đạt 33.510 tỷ đồng, mảng nông nghiệp tăng 45,3% yoy đạt 2.241 tỷ đồng.
- Nông nghiệp	1.542	2.241	+45,3%	3.059	4.274	+39,7%	
- BDS	146	160	+9,6%	858	362	-57,8%	
LNST CĐ CT mẹ	3.319	4.257	+28,2%	6.190	7.601	+22,8%	Q2.2025: LNST CT mẹ tăng mạnh 28,2 % yoy đạt 4.257 tỷ đồng chủ yếu đến từ LN mảng thép tăng, ước tính tăng 13% yoy.
Biên gộp	13,3%	18,4%	+508 bps	13,4%	16,3%	+299 bps	Biên gộp Q2.25 cải thiện tích cực, tăng 508 bps, là mức biên gộp cao nhất kể từ sau Q1.22.

HPG đạt KQKD Q2.2025 ấn tượng LN tăng trưởng 28,2% yoy dù doanh thu giảm 9,2% yoy. Cụ thể: DTT và LNST Q2.2025 đạt 35.911 tỷ đồng và 4.257 tỷ đồng, giảm 9,2 % yoy và tăng mạnh 28,2% yoy tương ứng (hoàn thành 43% và 51% kế hoạch 2025). Tăng trưởng chủ yếu từ mảng thép với DTT giảm 11,5% đạt 33.510 tỷ đồng nhờ đóng góp sản lượng của Dung Quất 2.

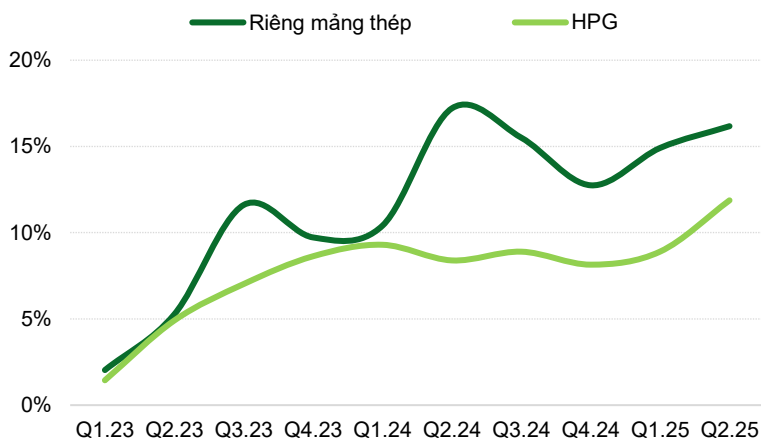
Chi tiết LNST theo mảng hoạt động: (1) Thép: đạt 3.446 tỷ đồng (+13,6% yoy); (2) Nông nghiệp: đạt 532 tỷ đồng (+136% yoy) và BDS đạt 287 tỷ đồng (+361 % yoy).

Biên LNG hồi phục tích cực đạt 18,4% trong Q2.25, lũy kế 1H.25 biên gộp đạt 16,3% (sv 1H.24: 13,4%). Sự cải thiện biên LNG chủ yếu nhờ giá NVL đầu vào (quặng sắt, than cốc) giảm trong khi giá thép đầu ra ổn định và tăng nhẹ nhờ nhu cầu nội địa mạnh mẽ và chính sách bảo hộ thép cán nóng (AD20) của Chính phủ chính thức kể từ 06/07/2025.

Cơ cấu DTT của HPG



Tỷ suất LNST của mảng thép & HPG



Nguồn: HPG, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Động lực từ Dung Quất 2: GD 2 dự kiến vận hành vào 10/2025

KQKD Q2.2025 biên lợi nhuận gộp được cải thiện bền vững

Mảng thép: Mặc dù DTT giảm 11,5% so với cknđ đạt 33.510 tỷ đồng, tuy nhiên biên LNG cải thiện mạnh đã giúp ghi nhận LNST từ mảng thép tăng 13,6% yoy đạt 3.446 tỷ đồng, đóng góp chính cho lợi nhuận của HPG trong kỳ.

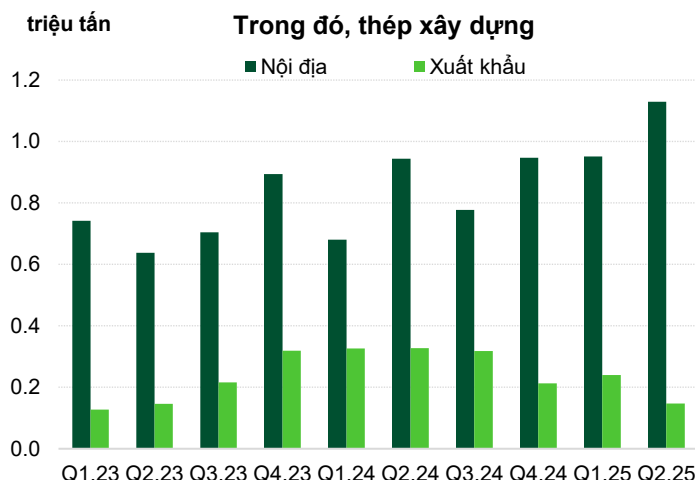
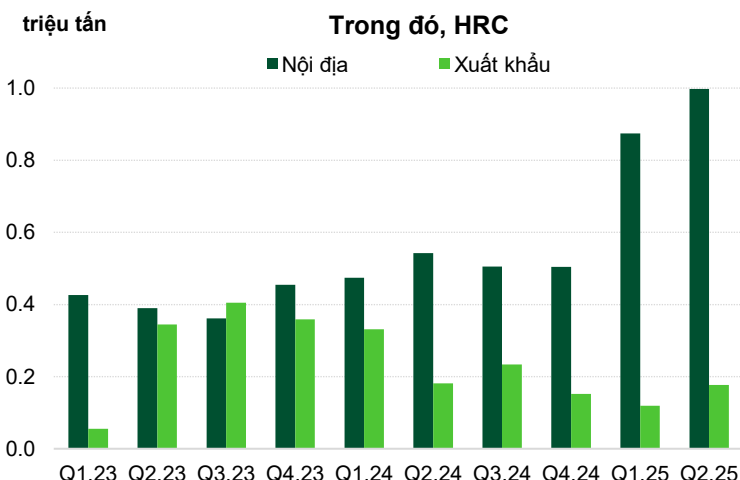
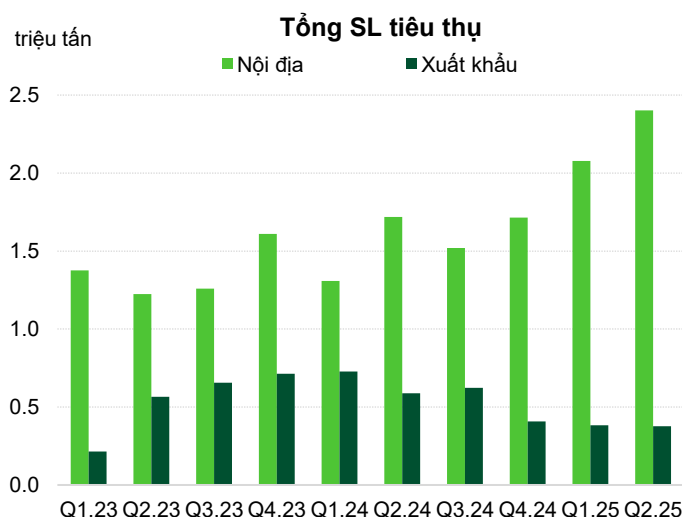
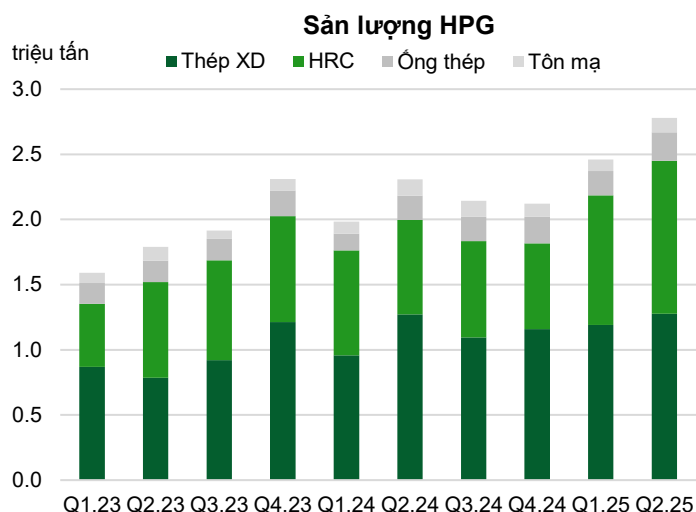
Tổng sản lượng bán hàng đạt 2,78 triệu tấn, tăng 20,4% yoy. Trong đó, thị trường nội địa đóng vai trò dẫn dắt tăng trưởng, thị trường nội địa tăng 39,8% đạt 2,40 triệu tấn, bù đắp cho sản lượng XK giảm 36,0% đạt 0,37 triệu tấn.

Sản lượng nội địa tăng mạnh chủ yếu nhờ sản lượng của HRC tăng mạnh 83,8% yoy đạt 0,99 triệu tấn nhờ đóng góp từ Dung Quất 2, và thép xây dựng tăng 19,7% yoy, đạt 1,12 triệu tấn.

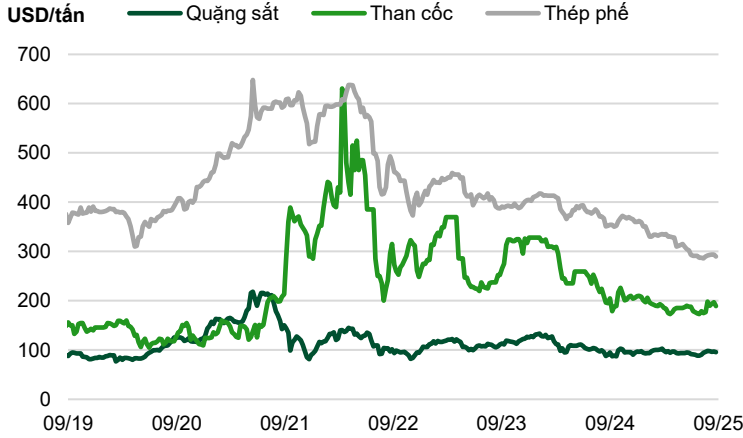
Sản lượng XK giảm mạnh ở các sản phẩm đặc biệt là thép XD và tôn mạ, trừ ống thép tăng trưởng 148% yoy đạt 18 nghìn tấn.

Triển vọng 2H.25 và 2026: động lực cho HPG sẽ đến từ GD 2 của Dung Quất 2 dự kiến bắt đầu vận hành vào T9-T10/2025, nâng tổng công suất thép thô của HPG lên 14,7 triệu tấn/năm, góp phần tạo nên tăng trưởng doanh thu cho HPG.

Mặc dù hiện tại công suất billet của HPG đã đạt hơn 100%, chúng tôi cho rằng với nhu cầu xây dựng tăng cao trong cuối năm với việc đẩy mạnh đầu tư công và thị trường bất động sản dần phục hồi sẽ đảm bảo hiệu suất của thép xây dựng cao trong 2-3 năm tới. Sản lượng tiêu thụ của HRC trong 7T.2025 đang đạt 75% CSTK.

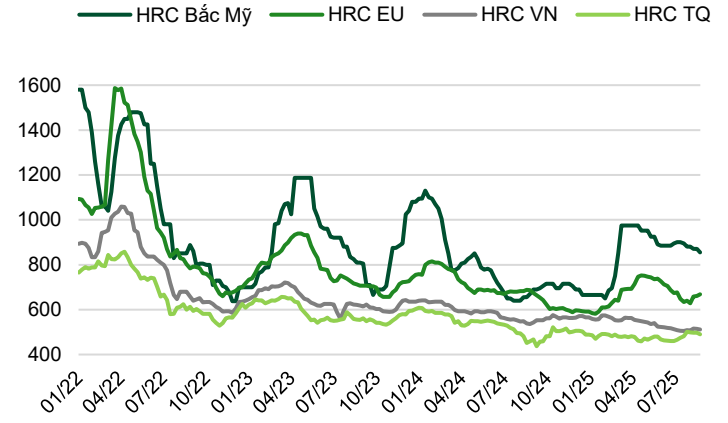


Giá nguyên liệu đầu vào



USD/tấn

Giá HRC



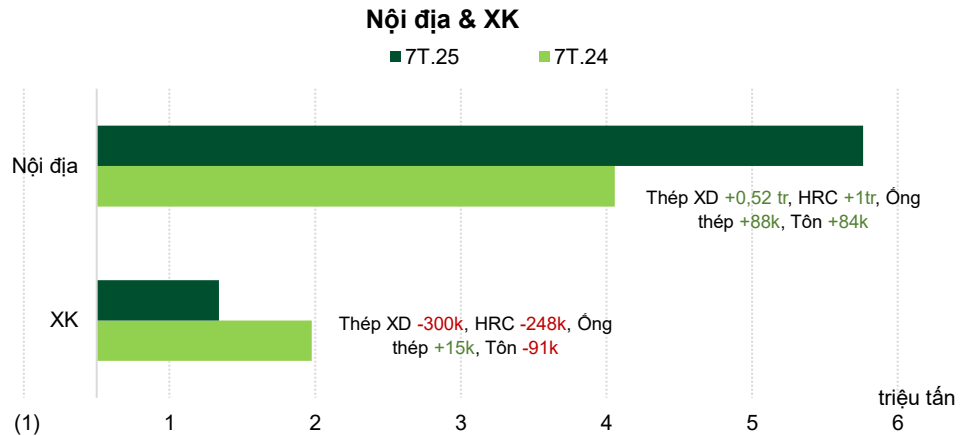
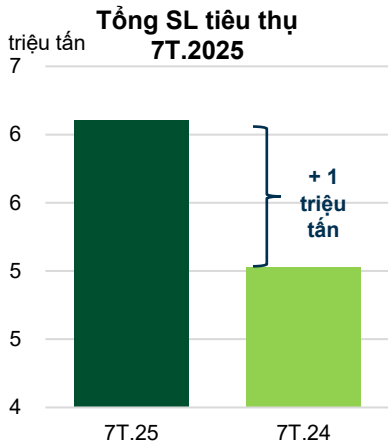
Nguồn: Bloomberg, VSA, FiinPro, VCBS tổng hợp

Sản lượng tháng 07/2025

Tháng 7/2025, sản lượng HPG tiếp tục tích cực, tổng tiêu thụ đạt 864 nghìn tấn, tăng mạnh 25% yoy, trong đó, chủ yếu từ thị trường nội địa tiêu thụ tốt, tăng 48% yoy đạt 783 nghìn tấn, bù đắp cho thị trường XK sụt giảm mạnh -49% yoy đạt 81 nghìn tấn.

Lũy kế 7T.2025, tổng sản lượng tiêu thụ của HPG tăng trưởng 21% yoy đạt 6,1 triệu tấn, nhờ chủ yếu vào nội địa tăng mạnh 48% yoy đạt 5,2 triệu tấn, mức tăng nội địa vượt mức giảm do XK, -43% yoy đạt 0,84 triệu tấn.

Nhu cầu nội địa mạnh mẽ dẫn dắt tăng trưởng của HPG. Hiện tại 7T.2025, thép XD của HPG đã bán hàng đạt 99% CSTK, HRC đạt 75% CSTK của DQ1 + DQ2 GD1.



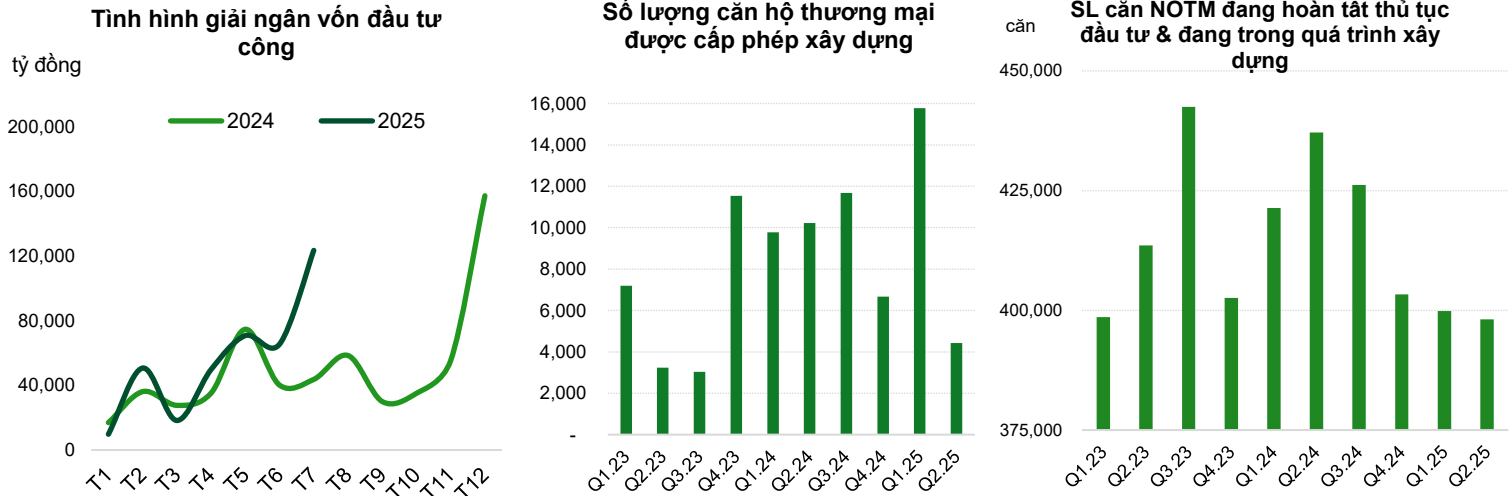
Nguồn: HPG, VSA, VCBS tổng hợp

Triển vọng 2026

- Biên lợi nhuận gộp được cải thiện bền vững:** biên lợi nhuận của HPG cải thiện rõ rệt rõ rệt từ Q2.2025 chủ yếu từ: giá NVL đầu vào thấp và giá thép thành phẩm phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng trong 2H.2025, xu hướng biên gộp của HPG sẽ tiếp tục duy trì.
- Hưởng lợi lớn từ nhu cầu nội địa phục hồi và chính sách bảo hộ thương mại hiệu quả:**

Thị trường thép sẽ được hưởng lợi từ đầu tư công kỷ lục (790-826 nghìn tỷ đồng) trong năm 2025 là năm cuối chu kỳ ĐTC, là thời điểm phù hợp cho việc giải ngân mạnh mẽ. Ước tính lũy kế 7T.2025, giá trị giải ngân vốn ĐTC đạt 338 nghìn tỷ, hoàn thành 39,5% KH-mức tương đối cao so với các năm trước.

Bên cạnh đó, những giải pháp quyết liệt về pháp lý để hỗ trợ cho thị trường BĐS như NQ 171 gỡ vướng về QSDĐ cho các dự án NOTM, NĐ 76/2025/NĐ-CP quy định về phương pháp tính tiền sử dụng đất, tháo gỡ rào cản cho 64 dự án chậm tiến độ. Các chủ đầu tư tiếp cận tốt với các nguồn tài chính từ ngân hàng khi điều kiện pháp lý của dự án được hoàn thiện, giúp cải thiện trạng thái thanh khoản đảm bảo tiến độ triển khai các dự án mới.



Nguồn: Bộ Xây dựng, GSO, VCBS tổng hợp

(3) Tiềm năng tăng trưởng từ các dự án mới và các mảng kinh doanh khác:

Nhà máy thép ray Hòa Phát Dung Quất: Khởi công tháng 5/2025 và dự kiến hoàn thành tháng 5/2027. Với tổng vốn đầu tư 14.000 tỷ VNĐ và công suất 700.000 tấn/năm, nhà máy này sẽ sản xuất thép ray và các loại thép hình đặc biệt. Dù thép ray chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ, đây là bước đi chiến lược giúp HPG tham gia cung cấp thép chất lượng cao cho các dự án đường sắt trọng điểm quốc gia như đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam, đường sắt đô thị và các công trình hạ tầng đường sắt khác (ước tính tổng nhu cầu thép khoảng 10 triệu tấn).

Dự án NM thép Phú Yên: Đã hoàn tất thủ tục pháp lý sơ bộ và được giao 500 ha đất. HPG đang nghiên cứu loại thép sản xuất, hướng tới các sản phẩm chất lượng cao như thép thanh lớp, thép chế tạo, phục vụ ngành kinh tế quốc phòng và công nghiệp. Điều này không chỉ mở rộng danh mục sản phẩm giá trị gia tăng mà còn củng cố vị thế của HPG trong các ngành công nghiệp trọng yếu của quốc gia, giảm phụ thuộc vào thép xây dựng truyền thống.

Bất động sản KCN: HPG đang đầu tư các KCN mới tại Hòa Tâm (Phú Yên) và Hoàng Diệu (Hải Dương), cùng với các KCN hiện hữu như Phố Nối A, Yên Mỹ II và Hòa Mạc có tỷ lệ lấp đầy cao. Mảng này cung cấp nguồn doanh thu ổn định và tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng DT 2025 tăng trưởng 29,2 % yoy đạt 179.345 tỷ đồng, chủ yếu đến từ tăng trưởng mảng thép 31,1% yoy. Cụ thể: (1) thép xây dựng tăng sản lượng 10,5% yoy, nhờ nhu cầu đầu tư công tăng mạnh, (2) HRC tăng sản

lượng 41,6 % yoy nhờ đạt hiệu suất % của NM Dung Quất 1+2 đạt 71%, (3) đối với ống thép và tôn mạ chúng tôi dự phóng tăng trưởng 13,9% yoy và 6,4% yoy.

Dự phóng	Sản lượng (nghìn tấn)				Doanh thu 2025 cũ	Doanh thu 2025 mới
	2024	2025 cũ	2025 mới	% yoy		
Thép XD	4,483	4,905	4,952	10.5%	65,788	67,749
Phôi billet	815	693	407	-50.0%	7,681	5,040
HRC	2,925	4,547	4,547	55.4%	70,100	70,404
Ống thép	707	806	857	21.3%	15,199	16,454
Tôn mạ	446	461	448	0.4%	10,543	10,553
Tổng	9,376	11,007	11,211	19.6%	169,312	170,200

Cơ cấu DTT của HPG:

	2024	2025F	2026F
DTT	138,855	179,345	201,462
Thép	129,824	170,200	192,213
Nông nghiệp	6,909	7,853	8,058
BDS	2,123	1,292	1,192

Định giá

Chúng tôi định giá cho HPG trong 2026 như sau. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho cổ phiếu HPG. Giá mục tiêu của HPG là **31.597 đồng/cp**.

WACC: 11.9%

Beta: 1.20; Rf = 3.1%; g = 1,8%

Equity risk premium= 8.4%

Chiết khấu theo FCFF:	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EBITAT (NOPAT)	20,773	24,311	25,766	28,217	30,178
Khấu hao	8,302	8,432	8,203	7,771	7,340
Thay đổi vốn lưu động	(1,895)	(4,247)	(2,714)	(3,460)	(3,026)
Đầu tư tài sản cố định	(12,500)	(12,500)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
FCFF	15,532	16,924	32,013	33,358	35,437
Giá trị hiện tại của FCFF	14,182	13,804	23,324	21,710	20,601
Hiện giá của FCF và TV	304,842				
Cộng: Tiền	28,272				
Trừ: Nợ vay	(90,591)				
Giá trị vốn cổ phần	242,523				
SLCPLH (triệu cp)	7,675				
Giá trị HPG (VND)	31,597				

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro từ các chính sách bảo hộ thương mại toàn cầu.

Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến, tiến độ giải ngân đầu tư công thấp hơn dự kiến.

Rủi ro từ thị trường thép Trung Quốc: thị trường bất động sản TQ yếu, TQ có thể đẩy mạnh XK thép giá rẻ để giải quyết tình trạng dư cung, bất kỳ thay đổi nào trong chính sách kích thích kinh tế hoặc sản lượng thép của TQ đều có thể nhanh chóng làm thay đổi động lực giá thép toàn cầu và nội địa Việt Nam.

Sản lượng dư cung từ Trung Quốc khiến áp lực cạnh tranh cao tại các thị trường xuất khẩu và áp lực cạnh tranh về giá với thép Trung Quốc.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

Chuyên viên phân tích

ntthang-hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>