

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.

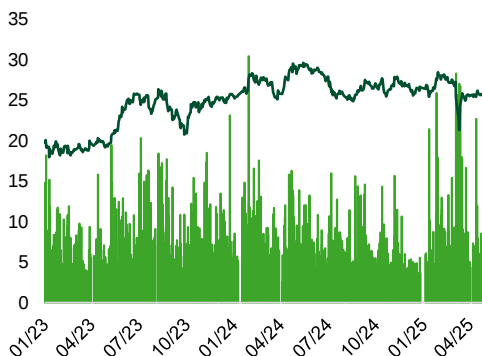
Khuyến nghị

Giá mục tiêu	33.180
Tiềm năng tăng giá	+30%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Thép
Thị giá (28/05/2025)	25.600
Biến động 1 năm	21 – 30
KLGD bình quân 15D (tr.cp)	1,2
Vốn hóa (Tỷ đồng)	164.064
P/E	13,6x
P/B	1,4x
%NN sở hữu	25,3%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
HPG	+1%	0%	-9%
VNIndex	+6%	+3%	5%

Tỷ lệ sở hữu

BLD & liên quan	42,01%
Nước ngoài	25,35%
Khác	32,64%

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 **33.180 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 13.7x.

CẬP NHẬT KQKD:

Q1.2025: DTT Q1.25 tăng mạnh 21,9% yoy đạt 37.622 tỷ đồng nhờ vào mảng thép tăng mạnh 24,8% yoy đạt 35.715 tỷ đồng. DTT mảng thép tăng chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa của thép xây dựng và HRC tăng mạnh. LNST CĐ CT mẹ đạt 3.344 tỷ đồng (+16,5% yoy, hoàn thành 22% KH năm).

Tổng sản lượng bán hàng HPG ước tính tăng 24% yoy, đạt gần 2,5 triệu tấn. Trong đó tăng trưởng chủ yếu là đến tiêu thụ nội địa của thép xây dựng và thép cán nóng (HRC), tương ứng tăng 51% yoy và tăng 84% yoy.

Tổng sản lượng xuất khẩu giảm mạnh -47% yoy so với cùng kỳ năm ngoái, chỉ đạt 382 nghìn tấn, giảm mạnh ở hầu hết các phân khúc sản phẩm.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ hưởng lợi từ nhu cầu hồi phục mạnh mẽ từ phân khúc thép xây dựng và đặc biệt là thép cán nóng-HRC. Việc áp thuế CBPG (AD 20) có hiệu lực từ 07/03/2025 đã giúp sản lượng bán HRC tích cực. Kỳ vọng HRC của DQ2 GĐ 1 sẽ đạt hiệu suất 55%, hiệu suất của Dung Quất 1+2 đạt 78% trong 2025.

Nhu cầu thép dự kiến tăng trưởng từ xây dựng công trình hạ tầng giao thông, đầu tư công của Chính phủ được thúc đẩy mạnh mẽ và kỳ vọng nhu cầu xây dựng dân dụng tăng khi các rào cản pháp lý được tháo gỡ và môi trường kinh doanh cải thiện thúc đẩy tiêu thụ thép.

Chỉ tiêu tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	141.409	118.953	138.855	178.041
Tăng trưởng DT	-5,5%	-15,9%	+16,7%	+28,2%
LNST (tỷ đồng)	8.484	6.835	12.021	16.172
Tăng trưởng LNST	-75,4%	-19,4%	+75,9%	+34,5%
Nợ/TTS (%)	43,6%	45,2%	48,9%	43,0%
TS LN gộp (%)	11,9%	10,9%	13,3%	15,0%
ROE – TTM (%)	8,8%	6,7%	10,5%	12,5%
EPS - TTM (đồng)	1.459	1.175	1.879	2.325

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1.2025

Kết quả kinh doanh Q1.2025

Tiêu chí	Q1.2024	Q1.2025	% YoY	2023	2024	%YoY	Nguyên nhân
Doanh thu	30.852	37.622	21,9%	118.953	138.855	+16,7%	Doanh thu Q1.25 tăng mạnh 21,9% yoy nhờ vào mảng thép tăng mạnh 24,8% yoy. DTT mảng thép tăng chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa của thép xây dựng và HRC tăng mạnh, tương ứng tăng 51% yoy và tăng 84% yoy. Mảng nông nghiệp ghi nhận KQKD tích cực hơn nhờ mặt bằng giá heo Q1.25 ước tính tăng 30-47% yoy.
- Thép	28.624	35.715	+24,8%	111.796	129.824	+16,1%	
- Nông nghiệp	1.517	2.033	+34,0%	6.153	6.909	+12,3%	
- BĐS	712	202	-71,6%	1.004	2.123	+111,5%	
LNST CĐ CT mẹ	2.871	3.344	+16,5%	6.835	12.021	+75,9%	Q1.2025: LNST CT mẹ tăng 16,5% yoy đạt 3.344 tỷ đồng nhờ đóng góp tích cực của mảng thép phục hồi (+18,1 % yoy) và mảng nông nghiệp (+125% yoy).
Biên gộp	13,5%	14,4%	+95 bps	10,9%	13,3%	+245 bps	Biên gộp Q1.25 tăng do biên mảng thép và nông nghiệp tích cực.

DTT và LNST Q1.2025 đạt 37.622 tỷ đồng và 3.344 tỷ đồng, tăng mạnh 22,1% yoy và 16,5% yoy tương ứng (hoàn thành 22% kế hoạch 2025). Tăng trưởng chủ yếu từ mảng thép với DTT tăng mạnh 24,8% đạt 28.624 tỷ đồng nhờ đóng góp sản lượng của Dung Quất 2.

Chi tiết LNST theo mảng hoạt động: (1) Thép: đạt 2.850 tỷ đồng (+18,1%); (2) Nông nghiệp: đạt 411 tỷ đồng (+125,2% yoy) và BĐS đạt 89 tỷ đồng (-67,4% yoy).

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

ĐHCĐ 2025

KHKD 2025: DTT đạt 170.000 tỷ đồng (+22,4% yoy), LNST đạt 15.000 tỷ đồng (+24,8% yoy). BLĐ đánh giá kế hoạch kinh doanh tương đối thách thức và cần nỗ lực trong bối cảnh thế giới biến động. Tuy nhiên, HPG sẽ không điều chỉnh kế hoạch kinh doanh.

HPG đặt mục tiêu nhắm đến thị trường nội địa, xuất khẩu mục tiêu ở mức dưới 20% của mảng thép (2024: XK chiếm 31%, trong đó chủ yếu XK đi Đông Nam Á)

Cổ tức 2024: thay đổi phương án chi trả toàn bộ bằng cổ phiếu thay vì như kế hoạch ban đầu là 5% bằng tiền mặt & 15% bằng cổ phiếu. Lý do: điều chỉnh từ diễn biến chính sách Thuế đối ứng của TT Donald Trump và trên cơ sở thận trọng nhằm bảo đảm nguồn vốn tiền mặt.

Cổ tức 2025: 20% (chưa xác định là tiền hay cổ phiếu)

Nhà máy Dung Quất 2: GĐ 1 đã hoàn thành và đang vận hành gần tối đa CSTK, sản phẩm HRC đã ghi nhận bắt đầu từ tháng 3 năm nay, đã có đơn hàng đến hết giữa năm. GĐ 2 sẽ được hoàn thành vào T10 năm nay, lò cao thứ 2 dự kiến được đẩy nhanh tiến độ để đưa vào hoạt động trong Q4.25. Chi phí khấu hao và lãi vay đã được bắt đầu ghi nhận vào tháng 3.

Thép chất lượng cao: đây là bước đi chiến lược giúp HPG đa dạng hóa sản phẩm và bớt phụ thuộc vào thép xây dựng vốn mang tính chu kỳ.

+ Đang làm NM sản xuất ray đặt tại Dung Quất 2 với tổng mức đầu tư 14.000 tỷ. Nhà máy thép ray bản chất là nhà máy thép hình. NM thép chất lượng cao (trong đó có thép ray) dự kiến khởi công vào T5.2025 và hoàn thành vào T5.2027, công suất khoảng 500-600.000 tấn/năm.

Tổng nhu cầu thép cho các dự án đường sắt hiện tại ước tính 10 triệu tấn thép (thép đường ray chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trên doanh thu).

+ HPG đang gấp rút triển khai dự án đúc cán thép chất lượng cao, đã ký với Tập đoàn Primetals hợp đồng cung cấp dây chuyền đúc & cán thép công suất 500.000 tấn/năm với sản phẩm là thép làm vỏ bồn, tanh bồn ô tô, thép dập nguội, dự ứng lực... Dự án dự kiến hoàn thành cuối 2026.

Nhà máy thép Phú Yên (500ha): HPG đang có kế hoạch phát triển dự án với CSTK 6 triệu tấn/năm, tổng mức đầu tư 86.000 tỷ đồng. Loại thép vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu và chưa xác định. Nếu làm sản phẩm HRC, thì với việc tổng nhu cầu thị trường Việt Nam khoảng 13 triệu tấn (+3-5% yoy) vẫn có thể hấp thụ được (HRC Phú Yên dự kiến hơn 3 triệu tấn).

KQKD Q1.2025

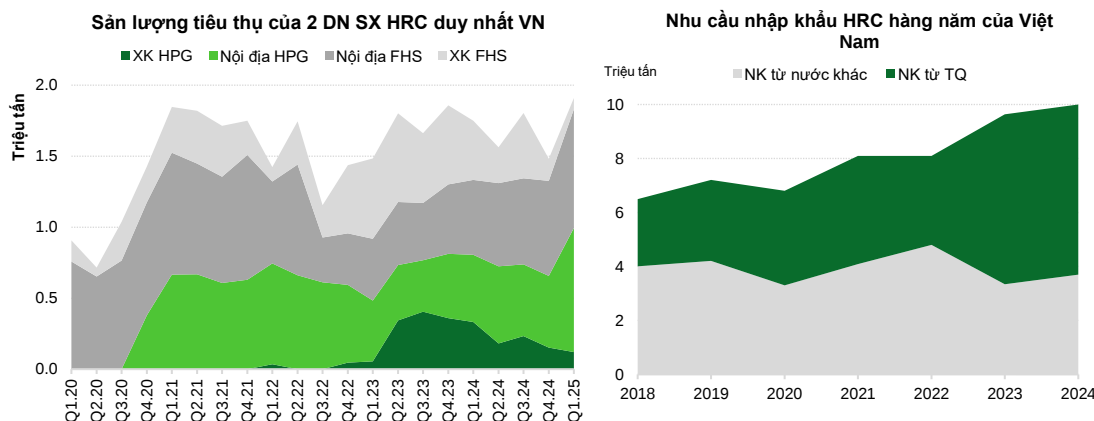
Q1.2025: Doanh thu Q1.25 tăng mạnh 21,9% yoy đạt 37.622 tỷ đồng nhờ vào mảng thép tăng mạnh 24,8% yoy đạt 35.715 tỷ đồng. DTT mảng thép tăng chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ nội địa của thép xây dựng và HRC tăng mạnh, tương ứng tăng 51% yoy và tăng 84% yoy.

LNST CĐ CT mẹ đạt 3.344 tỷ đồng (+16,5% yoy, hoàn thành 22% KH năm).

Tổng sản lượng bán hàng HPG ước tính tăng 24% so với cùng năm ngoái, đạt gần 2,5 triệu tấn. Trong đó tăng trưởng chủ yếu là đến tiêu thụ nội địa của thép xây dựng và thép cán nóng (HRC), tương ứng tăng 51% yoy và tăng 84% yoy.

Tổng sản lượng xuất khẩu giảm mạnh -47% yoy so với cùng kỳ năm ngoái, chỉ đạt 382 nghìn tấn, giảm mạnh ở hầu hết các phân khúc sản phẩm.

HRC: sản lượng tiêu thụ T3/25 tăng mạnh 23% yoy đạt gần 994 nghìn tấn, trong đó chủ yếu tăng mạnh từ thị trường nội địa +84% yoy, trong khi XK giảm 64% yoy. Chúng tôi quan sát sản lượng tiêu thụ của HRC của HPG tích cực hơn nhiều so với FHS, cụ thể SL tăng mạnh 23% (nội địa +84% yoy, XK -64%), trong khi đó FHS giảm nhẹ 3% (nội địa +59% yoy nhưng XK giảm mạnh 81% yoy).



Nguồn: VSA, FiinPro, VCBS tổng hợp

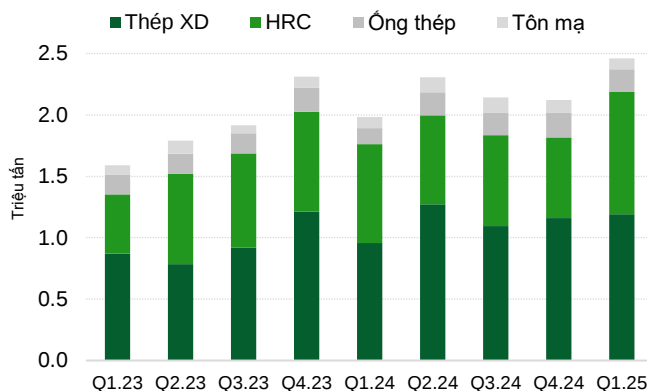
Sản lượng HRC của Dung Quất 2 GĐ1 bắt đầu ghi nhận từ T3/25, như vậy ước tính sản lượng bán hàng HRC tăng thêm từ DQ2 từ tháng 3 đã đạt 84% CSTK của NM. Sản lượng của GĐ1 sẽ được ghi nhận chủ yếu từ Q2.2025. Từ ngày 07/03/2025, Thuế CBPG (AD20) chính thức có hiệu lực và thời hạn kéo dài trong 120 ngày.

Hiện tại, VN chỉ có HPG và Formosa Hà Tĩnh (FHS) sản xuất sản phẩm HRC tại Việt Nam, tổng tiêu thụ nội địa HRC 2024 đạt 6,5 triệu tấn, XK 2,7 triệu tấn. Trong đó, HPG chiếm thị

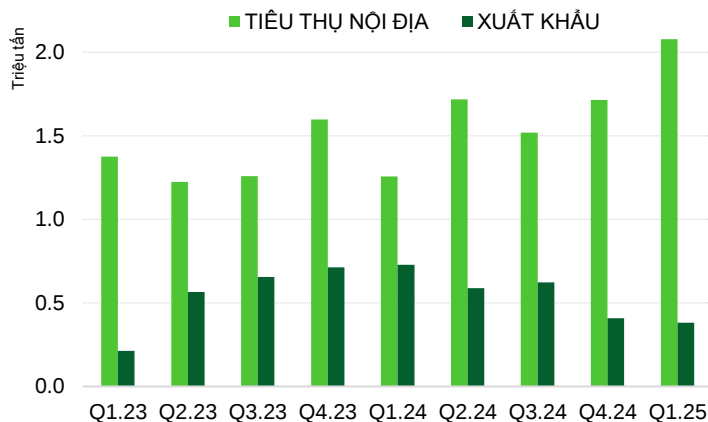
phần 44% và FHS 56%, trong đó thị phần của FHS tại nội địa và XK đều cao hơn HPG. Trong đó, HPG đã đạt gần 100% công suất, FHS đạt ~ 71% CSTK.

Chúng tôi cho rằng HPG và FHS sẽ hưởng lợi từ Thuế bảo hộ của Việt Nam cho HRC, trong khi FHS hiện tại đã chạy 70% CSTK nên sẽ còn dư địa ~ 1,5 triệu tấn, HPG với NM Dung Quất 2 CSTK 2,8tr tấn cho 2025 và tăng lên 5,6tr tấn 2026 sẽ giúp HPG hưởng lợi phần lớn từ việc dịch chuyển nhu cầu HRC nhập khẩu sang nội địa, đặc biệt là khi sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc (khoảng 4-6 triệu tấn/năm) sẽ bắt đầu giảm trong thời gian tới.

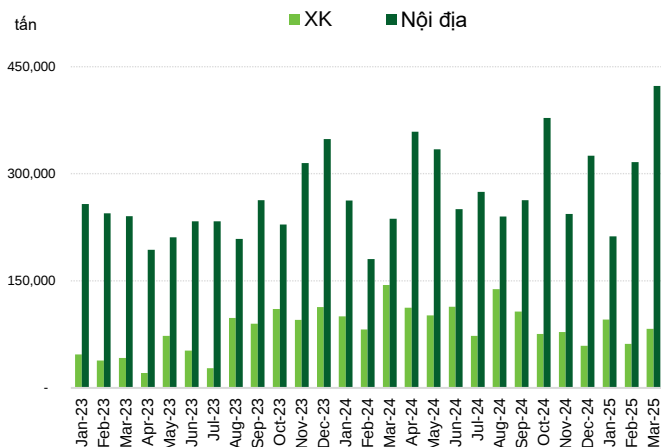
Sản lượng thép thành phẩm HPG



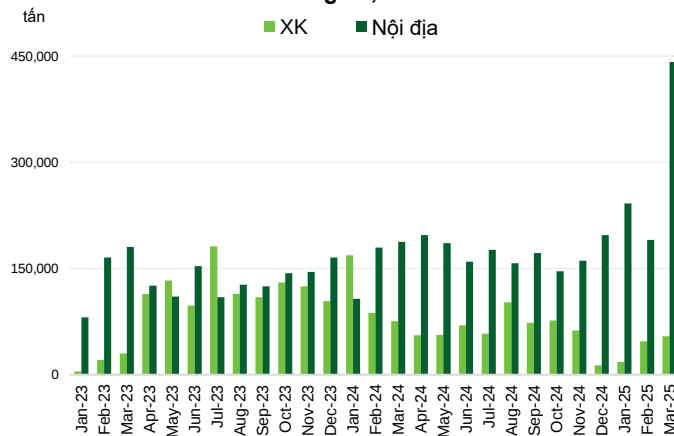
Sản lượng HPG chia theo thị trường



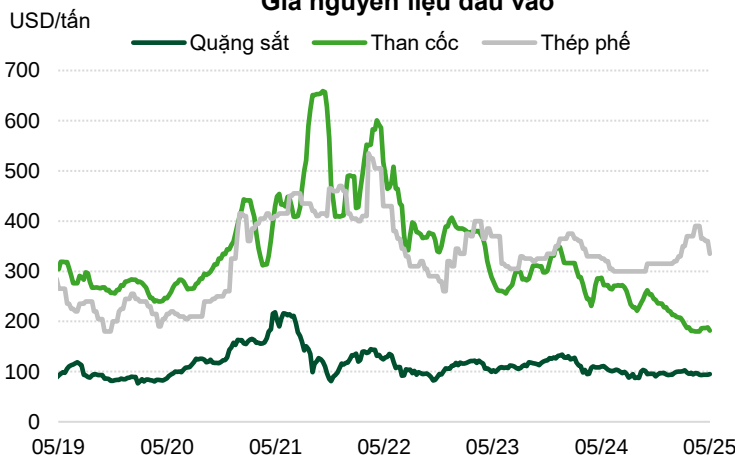
Trong đó, thép xây dựng



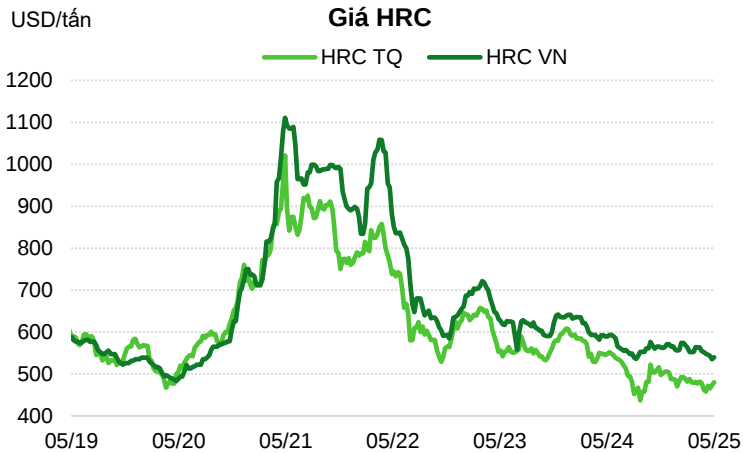
Trong đó, HRC



Giá nguyên liệu đầu vào



Giá HRC



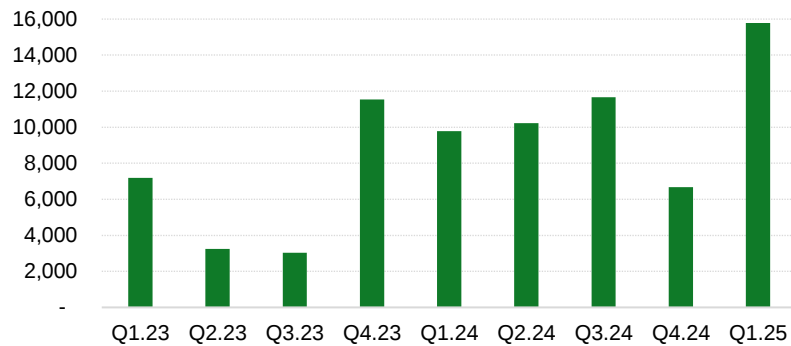
Nguồn: Bloomberg, VSA, FiinPro, VCBS tổng hợp

Triển vọng 2025

Thị trường nội địa: chúng tôi cho rằng với làn sóng bảo hộ của ngành thép trên thế giới sẽ tạo áp lực cho các DN VN, các DN sẽ tập trung vào thị trường nội địa và kỳ vọng sản lượng gia tăng từ các dự án công trình hạ tầng giao thông, đầu tư công của Chính phủ được thúc đẩy mạnh mẽ, nhu cầu xây dựng dân dụng tăng sẽ thúc đẩy tiêu thụ thép. Trong tháng 04/2025 TP. Hà Nội đã ban hành nghị quyết số 30 thông qua danh mục 148 khu đất với tổng diện tích 840 ha để thí điểm các dự án bất động sản trên địa bàn nhằm gỡ vướng về mặt pháp lý mở đầu cho sự phục hồi của mảng bất động sản dân dụng. Theo Bộ xây dựng, số lượng căn hộ thương mại được cấp phép xây dựng cũng bắt đầu cho thấy sự cải thiện mạnh mẽ.

Chúng tôi kỳ vọng mức Thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc chính thức (~T7/2025) sẽ tiếp tục giữ nguyên so với mức áp tạm thời để bảo vệ ngành sản xuất nội địa.

Số lượng căn hộ thương mại được cấp phép xây dựng



Nguồn: Bộ xây dựng, VCBS tổng hợp

Thị trường xuất khẩu: triển vọng 2025 sẽ chịu tác động đan xen giữa cơ hội và thách thức, sản phẩm thép xây dựng và HRC của HPG kỳ vọng tích cực, trong khi tôn mạ và ống thép sẽ kém tích cực hơn.

Chúng tôi dự phóng tỷ trọng sản lượng theo thị trường nội địa/XK trong 2025-2026: là 84/16 và 86/14.

Mỹ tăng Thuế bổ sung 25% với các sản phẩm thép NK vào Mỹ (có bao gồm sản phẩm thép CORE) hiệu lực từ ngày 04/03/2025: đây là lệnh áp tiếp theo trên cơ sở Lệnh áp Thuế từ năm 2018 (Lệnh 2018 có loại trừ cho 1 số nước Canada, Mexico, EU, Nhật, Hàn, Đài Loan, Braxin, Ukraine). Lệnh 2025, Mỹ sẽ áp dụng cho tất cả các nước và không có ngoại lệ hay loại trừ nào. Việc này sẽ tạo cơ hội cho Việt Nam gia tăng lợi thế cạnh tranh khi xuất khẩu thép sang thị trường Mỹ. Từ 05/05/2025, HPG có thể XK thép hộp vào thị trường Mỹ mà không bị áp Thuế CBPG do chứng nhận được xuất xứ do sử dụng HRC có xuất xứ từ Việt Nam. Điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho HPG trong việc thúc đẩy xuất khẩu ống thép vào thị trường Mỹ, đồng thời các DN tôn mạ nội địa sử dụng HRC của HPG để sản xuất cũng có thể được miễn Thuế CBPG như trên.

EU: ngày 07/04/2025, EU có kết quả sơ bộ áp Thuế tạm thời đối với HRC NK vào EU, theo đó, đối thủ của HPG là FHS bị áp mức Thuế 12,1%, **HPG là 0%**. Các nước khác như Nhật (6,9%-33%), Ai Cập (15,6%) và Ấn Độ được miễn thuế AD tạm thời. Mức Thuế chính thức dự kiến sẽ công bố vào 07/10/2025. 2024 EU đã nhập khẩu ~ 10,8 triệu tấn HRC, trong đó ước tính từ Türkiye – 15%, Ấn – 15%, Hàn – 11%, Đài Loan - 9% và Việt Nam – 10% (tổng ~ 57%). Việc này mở ra cơ hội XK HRC cho HPG trong thời gian tới khi các đối thủ là FHS và các nước khác bị áp mức cao hơn. (2024: EU chiếm gần 7% DT thép). Tuy nhiên, **EU áp**

hạn ngạch ~111.380 tấn/quí (từ Q2.25) cho thép NK từ Việt Nam (XK vượt hạn ngạch sẽ phải chịu Thuế bổ sung 25%) nên sẽ giới hạn sản lượng XK HRC của HPG sang EU.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng DT 2025 tăng trưởng 28,2 % yoy đạt 178.041 tỷ đồng, chủ yếu đến từ tăng trưởng mảng thép 30,4% yoy. Cụ thể: (1) thép xây dựng tăng sản lượng 9,4% yoy, nhờ nhu cầu đầu tư công tăng mạnh, (2) HRC tăng sản lượng 55,4 % yoy nhờ đạt hiệu suất của NM Dung Quất 1+2 đạt 78%, (3) đối với ống thép và tôn mạ chúng tôi dự phóng tăng trưởng 13,9% yoy và 3,4% yoy.

Dự phóng	Sản lượng (nghìn tấn)			Doanh thu mảng thép 2025 (tỷ đồng)
	2024	2025	% yoy	
Thép XD	4,483	4,905	9.4%	65,788
Phôi billet	815	693	-15.0%	7,681
HRC	2,925	4,547	55.4%	70,100
Ống thép	707	806	13.9%	15,199
Tôn mạ	446	461	3.4%	10,543
Tổng	9,376	11,412	21.7%	169,312

Định giá

Chúng tôi định giá cho HPG trong 2025 như sau. Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho cổ phiếu HPG. Giá mục tiêu của HPG là **33.180 đồng/cp**.

WACC: 12.0%

Beta: 1.24; Rf = 3.1%; g = 1.5%

Equity risk premium= 8.4%

Chiết khấu theo FCFF:	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EBITAT (NOPAT)	19,393	22,166	23,178	25,527	27,400
Khấu hao	8,302	8,432	8,203	7,771	7,340
Thay đổi vốn lưu động	(2,210)	(3,283)	(1,808)	(3,256)	(2,822)
Đầu tư tài sản cố định	(12,500)	(12,500)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
FCFF	13,742	15,680	30,242	30,738	32,723
Giá trị hiện tại của FCFF	12,541	12,775	21,995	19,957	18,966
Hiện giá của FCF và TV	269,238				
Cộng: Tiền	25,999				
Trừ: Nợ vay	(82,963)				
Giá trị vốn cổ phần	212,273				
SLCPLH (triệu cp)	6,396				
Giá trị HPG (VND)	33,180				

RỦI RO ĐẦU TƯ

Sản lượng XK thấp hơn dự kiến do làn sóng bảo hộ gia tăng tại các thị trường xuất khẩu.

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.

Tiến độ giải ngân đầu tư công thấp hơn dự kiến.

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>