

## CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)

Vua thép thức giấc

Ngành Thép | BSC Research

### KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

BSC đã khuyến nghị MUA đối với HPG xuyên suốt qua các báo cáo từ năm 2024 tới nay. Tại Báo cáo này, Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá trị hợp lý năm tại cuối năm 2026 là 40,800 VNĐ/CP (Upside +50% so với giá đóng cửa ngày 13/05/2026). So với Báo cáo trước đó, BSC tăng +27% giá mục tiêu do BSC điều chỉnh tăng +26% LNST – CĐTTS năm 2027. BSC tăng mạnh dự báo trong bối cảnh:

- Giá bán thép +10% YoY kéo theo quy mô doanh thu/lợi nhuận của HPG tăng.
- Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện mạnh mẽ từ Quý 2.2026.

### TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026 -2027

- BSC cho rằng Chu kỳ tăng giá HRC và biên lợi nhuận gộp sẽ bắt đầu kể từ Q2.2026 do: (i) Trung Quốc cắt sản lượng, (ii) Biện pháp bảo hộ của Việt Nam có hiệu quả, (iii) Đứt gãy nguồn cung Iran giảm bớt tình trạng dư cung.
- Sản lượng tiêu thụ của HPG kỳ vọng đạt 15.2/ 16.4 triệu tấn thép (+28% YoY/ +8% YoY) trong năm 2026 – 2027 nhờ (i) bất động sản hồi phục, (ii) Dung Quất 2 hoạt động ổn định và bắt đầu đẩy sản lượng sau khi thuế chống lẩn tránh có hiệu lực.

### DỰ BÁO KQKD

Năm 2026, BSC dự phóng HPG ghi nhận Doanh thu thuần = 221,884 tỷ đồng (+42% yoy) và LNST-CĐTTS = 28,538 tỷ đồng (+85% yoy), tương đương EPS FWD = 3,718 VNĐ/CP dựa trên giả định tổng sản lượng thép HPG = 15.2 triệu tấn (+28% YoY) và biên lợi nhuận gộp = 17.3% (+2 điểm%).

So với Báo cáo trước đó, BSC tăng +42% dự báo LNST – CĐTTS chủ yếu đến từ việc:

- BSC tăng +8% - 10% giá bán thép do chi phí đầu vào tăng
- BSC tăng +156% doanh thu tài chính do ghi nhận chuyển nhượng bất động sản vào Quý 1.2026.

### RỦI RO:

(1) Lãi suất cao, ảnh hưởng thị trường Bất động sản.

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	138,855	156,116	221,884	243,745
Lợi nhuận gộp	18,498	24,498	38,472	49,804
LNST-CĐTTS	12,020	15,450	28,538	34,768
EPS	1,879	2,013	3,718	4,530

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

Giá mục tiêu: 40,800

**Upside: +50%**

### Trung tâm phân tích BSC

Phạm Quang Minh  
(Chuyên viên phân tích)  
minhpm@bsc.com.vn

### Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	27,100
Cổ phiếu LH (Triệu):	7,675
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	209,540
Thanh khoản 30n (Triệu):	25.5
Sở hữu nước ngoài:	22%

## I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2026

Bảng tóm tắt KQKD Q1.2026

KQKD	Q4.2025	Q1.2025	Q1.2026	% QoQ	% YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>46,176</b>	<b>37,622</b>	<b>52,901</b>	<b>15%</b>	<b>41%</b>
Giá vốn	(39,780)	(32,198)	(44,536)	12%	38%
<b>Lãi gộp</b>	<b>6,397</b>	<b>5,424</b>	<b>8,365</b>	<b>31%</b>	<b>54%</b>
Doanh thu tài chính	437	438	5,938	1258%	1256%
Chi phí tài chính	(1,584)	(971)	(1,869)	18%	93%
Trong đó: Lãi vay	(1,237)	(627)	(1,333)	8%	113%
Lãi từ CTLK	-	-	-		
Chi phí bán hàng	(271)	(738)	(1,345)	395%	82%
Chi phí QLDN	(411)	(347)	(386)	-6%	11%
<b>Lãi từ Hoạt động kinh doanh</b>					
Thu nhập khác, ròng	33	33	58	78%	75%
Lợi nhuận trước thuế	4,600	3,840	10,762	134%	180%
Thuế TNDN	(712)	(490)	(1,706)	140%	248%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>3,888</b>	<b>3,350</b>	<b>9,056</b>	<b>133%</b>	<b>170%</b>
Lợi ích CĐTS	27	6	62	126%	1021%
<b>LNST – CĐTS</b>	<b>3,861</b>	<b>3,344</b>	<b>8,994</b>	<b>133%</b>	<b>169%</b>
<b>Doanh thu</b>					
Thép	43,441	36,588	50,859	17%	39%
Nông nghiệp	1,857	1,988	1,763	-5%	-11%
Bất động sản	879	222	278	-68%	25%
<b>Tổng tiêu thụ</b>	<b>3,325,343</b>	<b>2,654,749</b>	<b>3,347,652</b>	<b>1%</b>	<b>26%</b>
Thép xây dựng	1,317,784	1,191,729	1,431,155	9%	20%
Phôi thép	103,578	194,333	98,129	-5%	-50%
Thép ống	222,388	185,677	241,430	9%	30%
Tôn mạ	102,955	89,072	106,222	3%	19%
HRC/CRC	1,578,638	993,938	1,470,716	-7%	48%
<b>Giá bán niêm yết thép</b>					
Thép xây dựng	13,005	12,313	13,499	4%	10%
Thép ống	19,633	19,333	19,800	1%	2%
Tôn mạ	25,167	25,167	25,200	0%	0%
HRC/CRC	516	514	513	-1%	0%
Biên lợi nhuận gộp	13.9%	14.4%	15.8%	2.0%	1.4%
Biên lợi nhuận ròng	8%	9%	17%	9%	8.2%

### KQKD Q1.2026:

Trong Quý 1.2026, HPG ghi nhận Doanh thu đạt 52,901 tỷ VNĐ (+41% YoY), LNST – CĐTS đạt 8,994 tỷ VNĐ (+169% YoY). Một số điểm đáng chú ý như sau:

- Sản lượng tiêu thụ thép đạt 3.3 triệu tấn (+26% YoY) dẫn dắt bởi thép xây dựng +20% YoY do bất động sản hồi phục, HRC +48% YoY do đóng góp của Dung Quất 2
  - Biên lợi nhuận gộp + 1.4 điểm % so với cùng kỳ chủ yếu do (i) giá bán thép xây dựng +10% YoY, (ii) trong khi đó, HPG tích trữ được hàng tồn kho quặng sắt, than cốc giá rẻ. Trong kỳ, giá thép xây dựng +10% Ytd, giá tôn mạ + 4-5% Ytd do chi phí đầu vào, chi phí vận chuyển tăng.
  - Doanh thu tài chính đạt 5,938 tỷ VNĐ (+1256% YoY) chủ yếu do ghi nhận chuyển nhượng cổ phần tại dự án Bất động sản Hưng Yên.
  - Chi phí tài chính đạt 1,869 tỷ VNĐ (+93% YoY) do mặt bằng lãi suất tăng.
- Nếu loại bỏ đi lợi nhuận bất thường thì LN +52% YoY.

### Đánh giá nhanh của BSC:

- Kết quả kinh doanh Quý 1.2026 tốt hơn kỳ vọng của BSC chủ yếu đến từ 2 yếu tố: (1) HPG ghi nhận doanh thu từ bán bất động sản (4,915 tỷ VNĐ), (2) Giá bán thép tăng từ Tháng 3.2026.
- Các yếu tố còn lại vẫn đúng với quan điểm của BSC bao gồm:
  - (1) Sản lượng tiêu thụ thép HPG phục hồi theo chu kỳ Bất động sản. Sản lượng tiêu thụ Q1.2026 +26% YoY. BSC không thay đổi dự báo về sản lượng (+28% YoY) do kỳ vọng HPG sẽ đẩy sản lượng HRC trong 9T.2026 còn lại.
  - (2) Diễn biến giá nguyên vật liệu chịu sức ép giảm do ngành thép Trung Quốc dư cung.

### Cập nhật danh sách dự án Bất động sản

TT	Dự án	Loại hình	Diện tích (ha)	Vị trí	TMĐT (tỷ VNĐ)	Tình trạng
<b>Dân cư &amp; nghỉ dưỡng</b>						
1	Trục đại lộ Cảnh quan Sông Hồng	Dân cư	11,418	Hà Nội	736,000	Đã phê duyệt chấp thuận Chủ trương đầu tư vào T5.2026
2	KĐT Phố Nối	Dân cư				Đã bán đa số cổ phần
3	Khu dịch vụ sân Golf Ninh Hòa	Dân cư	1,500	Khánh Hòa	-	HPG đang xin đầu tư
4	Khu du lịch suối Khoáng nóng Trường Xuân	Nghỉ dưỡng	49	Khánh Hòa	-	HPG đang xin đầu tư
5	Khu dân cư Cao Xá	Dân cư	120	Phú Thọ	5,622	Đang chuẩn bị pháp lý, chưa có thông tin triển khai rõ ràng
6	KĐT Cái Răng	Dân cư	88	Cần Thơ	-	HPG đang xin khảo sát
7	KĐT Ninh Kiều	Dân cư	6	Cần Thơ	-	HPG đang xin khảo sát
<b>Khu công nghiệp</b>						
1	KCN Lý Thường Kiệt	KCN	235	Hưng Yên	2,800	Đang GPMB, đền bù
2	KCN số 6 Hưng Yên	KCN	230	Hưng Yên	2,700	Đang GPMB, đền bù
3	KCN Đồng Phúc	KCN	355	Bắc Ninh	3,730	Bắt đầu mở bán từ T7/2026
4	KCN Hoàng Diệu	KCN	245	Hải Phòng	3,400	Đang GPMB, đền bù
5	KCN Hòa Tâm	KCN	492	Phú Yên	4,188	Đang chuẩn bị pháp lý, đền bù, GPMB, đã được giao đất 170 ha
6	Bến cảng Bãi Gốc	KCN	306	Phú Yên	16,300	Đang chuẩn bị pháp lý, đang chuẩn bị ĐTTM
7	KCN Ninh Xuân	KCN	1,300	Khánh Hòa	-	HPG đang xin đầu tư

Nguồn: Tổng hợp

Trong danh sách trên, các dự án HPG đang đẩy mạnh triển khai bao gồm: (1) Về BĐS KCN: KCN Lý Thường Kiệt, KCN số 6 Hưng Yên, KCN Đồng Phúc và KCN Hoàng Diệu, (2) Về BĐS Dân cư: Đại lộ Cảnh quan Sông Hồng

Trong đó, BSC lưu ý:

- Chúng tôi chưa đưa dự án Đại lộ cảnh quan sông Hồng vào trong dự báo doanh thu/lợi nhuận Công ty liên kết.

- Các dự án BĐS KCN còn lại, Chúng tôi đã phản ánh vào dự báo lợi nhuận năm của HPG.

## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### 1. HPG sẽ bước vào chu kỳ tăng giá và biên lợi nhuận gộp trong năm 2026 – 2027:

Xuyên suốt các Báo cáo từ năm 2022, BSC luôn duy trì quan điểm: **Biên lợi nhuận gộp của HPG sẽ cải thiện dần qua năm nhờ:** (1) Diễn biến giá nguyên vật liệu thuận lợi hơn do tình trạng dư cung ngành thép của Trung Quốc. (2) HPG tăng được giá bán sau khi Việt Nam áp thuế chống bán phá giá thép HRC từ Trung Quốc.

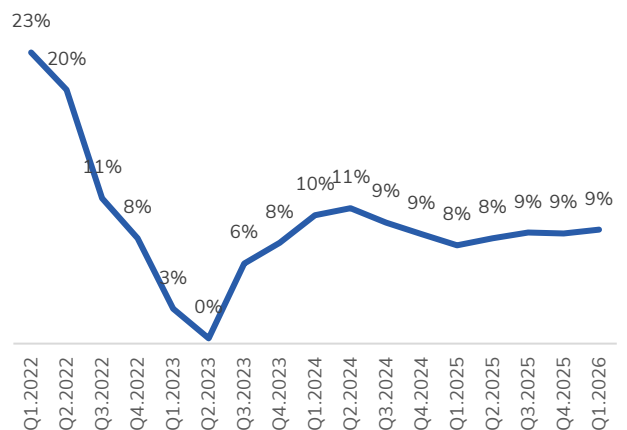
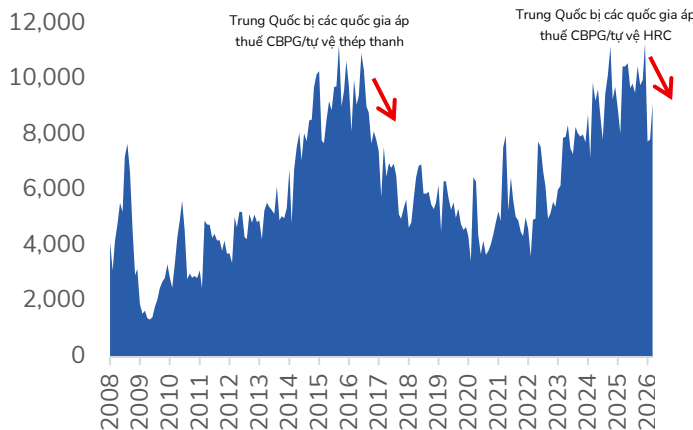
Tuy nhiên, tốc độ cải thiện biên lợi nhuận của HPG trong thời gian qua tương đối chậm. Giá HRC đi ngang quanh vùng giá 510 – 530 USD/tấn. Tỷ suất lợi nhuận ròng mảng thép năm 2023 đạt (2-12%); năm 2024 đạt (7-12%), năm 2025 đạt (7-10%), Q1.2026 đạt 9%. Nguyên nhân là do (1) Trung Quốc đẩy thép qua nước thứ 3 để lách thuế chống bán phá giá (CBPG), (2) Bản thân Việt Nam cũng bị ảnh hưởng từ HRC Trung Quốc tràn vào.

**BSC cho rằng Chu kỳ tăng giá HRC và biên lợi nhuận gộp sẽ bắt đầu mạnh mẽ kể từ Q2.2026 do:**

**(1) Trung Quốc đã bắt đầu giảm sản lượng thép.** Trong Q1.2026, sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc đạt 24.71 triệu tấn (-19% YoY). Với (i) xu hướng bảo hộ thép nội địa trên toàn cầu, (ii) căng thẳng địa chính trị leo thang, việc đẩy thép HRC qua nước thứ 3 để lách thuế không còn hiệu quả nữa. Do đó, BSC cho rằng Quý 4.2025 đã là đỉnh xuất khẩu thép của Trung Quốc. Quốc gia này sẽ buộc phải giảm sản lượng và giúp duy trì mặt bằng giá thép cao hơn trong giai đoạn 2027 – 2030.

Hình 1: Sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc (triệu tấn)

Hình 2: Tỷ suất lợi nhuận ròng mảng thép của HPG (Trailing 4 Quý)

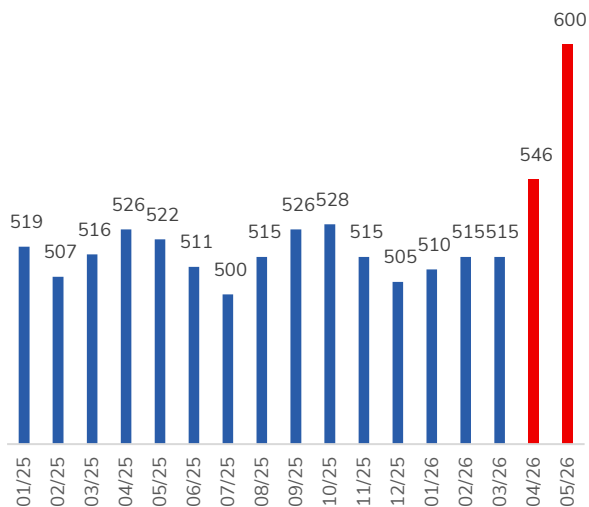


Nguồn: Tổng hợp

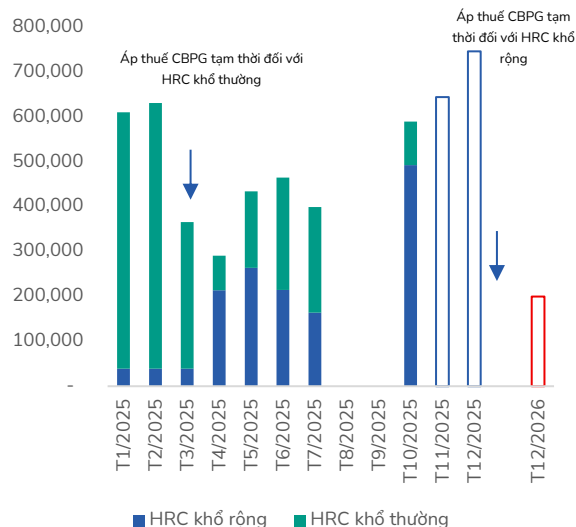
Nguồn: BCTC HPG

**(2) Các biện pháp Bảo hộ thép của Việt Nam đã bắt đầu có hiệu quả.** Việt Nam đã áp thuế CBPG đối với HRC từ Trung Quốc từ Quý 3.2025, và thuế chống lẩn tránh đối với HRC khổ rộng từ Quý 1.2026. Các biện pháp này đã có hiệu quả. Bằng chứng là HPG bắt đầu tăng được giá bán kể từ Tháng 4.2026. Hiện tại, giá HRC của HPG = 600 USD/tấn (+15% Ytd, 10% MoM), BSC kỳ vọng HPG duy trì được mặt bằng giá HRC cao trong thời gian tới nhờ giảm bớt cạnh tranh với thép Trung Quốc.

Hình 3: Diễn biến giá HRC của Hòa Phát (USD/tấn)



Hình 4: Sản lượng HRC nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam (triệu tấn).



BSC kỳ vọng tổng sản lượng HRC Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam ở mức 2 – 2.5 triệu tấn (-60% -70% YoY).

Nguồn: Tổng hợp

Nguồn: Tổng hợp

**(3) Đứt gãy nguồn cung tại Iran giúp cải thiện tình trạng dư cung.** Iran đứng thứ 10 trong nhóm các quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới (chiếm 1.8% tổng sản lượng). Căng thẳng địa chính trị giữa Israel – Iran đã khiến cho hoạt động xuất khẩu phôi tấm (slab) của Iran bị gián đoạn. BSC kỳ vọng điều này giúp cho mặt bằng giá HRC thế giới neo cao.

Với 3 yếu tố kể trên, BSC cho rằng môi trường sản xuất thép sẽ thuận lợi hơn đáng kể trong năm 2026. BSC kỳ vọng HPG sẽ tăng giá bán HRC và biên lợi nhuận gộp. BSC dự báo như sau:

**Bảng dự báo giá HRC và biên lợi nhuận gộp năm 2026F của HPG**

	Q1.2026	% YoY	2026F	% YoY	Chú thích
HRC (USD/tấn)	513	-1%	564	+10%	T4: HRC của HPG = 600 USD/tấn
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.8%	+ 2 điểm %	17.3%	+2 điểm %	

Nguồn: Dự báo

**2. Sản lượng tiêu thụ của HPG kỳ vọng đạt 15.2/ 16.4 triệu tấn thép (+28% YoY/ +8% YoY) trong năm 2026 – 2027 nhờ:**

**(1) Đối với thị trường xuất khẩu, BSC đánh giá HPG có lợi thế sau khi EU áp dụng thuế CBAM.**

Các doanh nghiệp lớn tự chủ tính toán được hệ số phát thải như HPG sẽ có lợi. Thực tế, các doanh nghiệp bé không có đủ nguồn lực để tuân thủ theo cơ chế CBAM, sẽ phải áp dụng hệ số phát thải (HSPT) mặc định. Trong khi đó, HSPT mặc định sẽ cao hơn nhiều so với tự tính. Ví dụ như: HSPT mặc định Trung Quốc = 4.34 tấn CO2/tấn thép, so với HSPT của BaoWu = 2.02; của JFE Steel = 2.06.

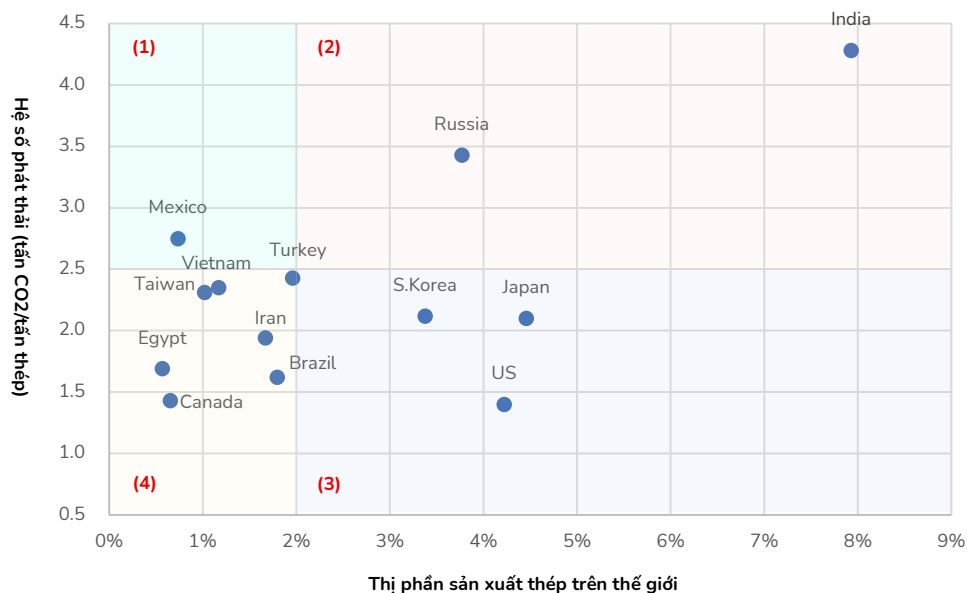
**BSC kỳ vọng HPG sẽ lấy được thị phần từ Ấn Độ, Nga, Trung Quốc.** Trong Top 8 các quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới, thì Ấn Độ, Nga, và Trung Quốc là các nước sử dụng công nghệ cũ, dễ gây ô nhiễm, do đó, nhiều khả năng sẽ bị giảm lợi thế xuất khẩu.

Với HPG, mặc dù không thể cạnh tranh độ phát thải với EAF, nhưng BSC đánh giá công nghệ sản xuất của HPG vẫn tương đối hiện đại, thuộc nhóm có hệ số phát thải trung bình thấp trên thế giới. (HSPT của HPG = 2.14, của BaoWu = 2.02, JFE Steel = 2.06, POSCO = 2.03). Bên cạnh đó, HPG mới trong giai đoạn đầu áp dụng các biện pháp giảm phát thải, do đó, dư địa để tối ưu hệ số này rất lớn trong thời gian tới. BSC kỳ vọng HPG sẽ lấy thêm thị phần sản xuất thép từ Ấn Độ, Nga và Trung Quốc.

Hình 5: So sánh tỷ lệ phát thải tấn CO2/tấn thép

Doanh nghiệp	Tấn CO2/Tấn thép
BaoWu Steel	2.02
ArcelorMittal	1.79
Ansteel Group	N/A
Nippon Steel	1.95
HBIS Group	0.25
Shagang Group	N/A
POSCO	2.03
Jianlong Steel	N/A
Tata Steel	2.2
Shougang Group	1.057
JFE Steel	2.06
JFW Steel	2.37
Shandong Steel	1.76
Valin Group	N/A
Nucor	0.81
Huyndai Steel	1.40
Gerdau	0.93
SAIL	2.9
CSC	2.0
<b>HPG</b>	<b>2.14</b>

Hình 6: So sánh Thị phần thép và Hệ số phát thải mặc định của Top 20 quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới (Loại bỏ: Trung Quốc – điểm ngoại lai)



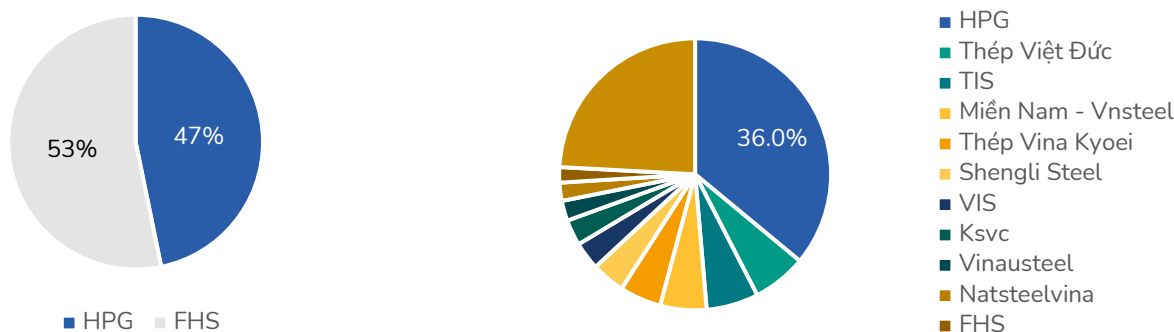
- (1) Ngoài Top 8, công nghệ phát thải tốt (<2.5 tấn CO2/tấn thép)
- (2) Top 8, công nghệ phát thải kém (>2.5 tấn CO2/tấn thép)
- (3) Top 8, công nghệ phát thải tốt (<2.5 tấn CO2/tấn thép)
- (4) Ngoài Top 8, công nghệ phải kém (>2.5 tấn CO2/tấn thép)

Nguồn: EC, World Steel

Nguồn: Tổng hợp. Số liệu phát thải thu thập trong giai đoạn 2020 – 2025 (bao gồm: Phạm vi 1 – phát thải trực tiếp, Phạm vi 2 – phát thải gián tiếp)

**(2) Đối với thị trường nội địa, với hệ thống phân phối lớn, HPG sẽ hưởng lợi trực tiếp từ thị trường Bất động sản hồi phục** Trong năm 2025, HPG đứng đầu về thị phần tiêu thụ thép xây dựng nội địa (36%). HPG (47% thị phần) và FHS (53% thị phần) là hai doanh nghiệp duy nhất cung cấp HRC tại Việt Nam. Chi tiết tham khảo tại [Báo cáo ngành bất động sản](#).

Hình 7: Thị phần HPG với mảng thép HRC năm 2025      Hình 8: Thị phần HPG với mảng thép xây dựng năm 2025



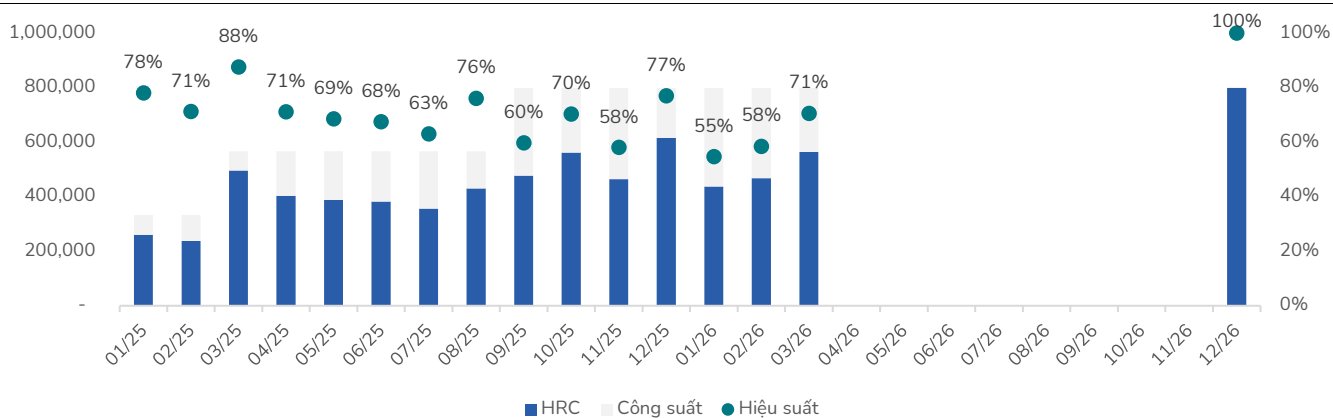
Nguồn: Tổng hợp

Nguồn: Tổng hợp

**(3) Nhà máy Dung Quất 2 đã đi vào hoạt động ổn định, sẵn sàng đẩy sản lượng tới cuối năm 2026.** Nhà máy Dung Quất 2 (2 giai đoạn) đã bắt đầu chạy toàn bộ vào Quý 3.2025. Tính tới T4.2026, tổng sản lượng HRC đạt <620,000 tấn/tháng – tương đương mới <80% chỉ công suất. Theo tìm hiểu của BSC, nguyên nhân là do (i) lò cao của Dung Quất 2 gấp đôi dung tích so với Dung Quất 1, do vậy cần thời gian để đồng bộ quy trình và vận hành ổn định, (ii) Việt Nam vẫn chịu áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc khổ rộng trong thời gian vừa qua, (iii) Thông tin về cơ chế CBAM chưa rõ ràng, đi kèm căng thẳng địa chính trị ảnh hưởng đến sức mua của các đại lý.

Bước sang Quý 2.2026, môi trường kinh doanh đã tốt hơn. Với việc Việt Nam đã áp thuế chống lẩn tránh với HRC của Trung Quốc, và Trung Quốc bắt đầu giảm sản lượng, BSC cho rằng đây là cơ sở để HPG tăng sản lượng về cuối năm.

Hình 9: Sản lượng tiêu thụ dự án Dung Quất – sản phẩm HRC



Nguồn: Tổng hợp

Trên cơ sở đó, BSC xây dựng kịch bản sản lượng như sau:

**Bảng dự báo giá sản lượng 2026F:**

Năm	2025	2026F	% YoY	Chú thích
<b>Sản lượng</b>	<b>11,857,271</b>	<b>15,212,123</b>	<b>28%</b>	
Thép xây dựng	619,196	681,115	10%	BSC kỳ vọng sản lượng thép xây dựng, thép ống phục hồi theo thị trường bất động sản
Ống thép	4,878,206	5,414,808	11%	
Tôn mạ	848,326	890,742	5%	
HRC	424,090	432,572	2%	BSC xây dựng kịch bản sản lượng HRC cho 9T.2026 = 600,000 – 800,000 tấn/tháng
Phôi thép	5,087,453	7,792,886	53%	

Nguồn: Dự báo

### III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2.2026 – ĐIỂM RƠI LỢI NHUẬN

Trong Quý 2.2026, BSC kỳ vọng Doanh thu = 58,000 – 60,000 tỷ VNĐ (+10-15% QoQ). LNST – CĐTTS cốt lõi mảng thép >6,000 tỷ VNĐ (+50% QoQ).

- Giá HRC, giá thép xây dựng +10% - 15% QoQ, quy mô doanh thu của HPG sẽ rơi vào khoảng 58,000 – 60,000 tỷ VNĐ.
- Tỷ suất lợi nhuận ròng đạt 10 -10.5% (+1 -1.5 điểm % so với Quý trước đó) nhờ (i) Giá bán tăng, (ii) Việt Nam áp thuế chống lẩn tránh giúp giảm áp lực từ thép Trung Quốc.

Bối cảnh kinh doanh năm 2026 đã thay đổi so với năm 2025 như phân tích kể trên. Đây là yếu tố để BSC kỳ vọng HPG sẽ duy trì một mặt bằng tỷ suất lợi nhuận ròng mới >10%, LNST > 6,000 tỷ VNĐ.

#### IV. CẬP NHẬT DỰ BÁO NĂM 2026 - 2027

Năm 2026, BSC dự phóng HPG ghi nhận Doanh thu thuần = 221,884 tỷ đồng (+42% yoy) và LNST-CĐTTS = 28,538 tỷ đồng (+85% yoy), tương đương EPS FWD = 3,718 VNĐ/CP dựa trên giả định tổng sản lượng thép HPG = 15.2 triệu tấn (+28% YoY) và biên lợi nhuận gộp = 17.3% (+2 điểm%).

So với [Báo cáo trước đó](#), BSC tăng +42% dự báo LNST – CĐTTS chủ yếu đến từ việc:

- (1) BSC tăng +8% - 10% giá bán thép do chi phí đầu vào tăng
- (2) BSC tăng +156% doanh thu tài chính do ghi nhận chuyển nhượng bất động sản vào Quý 1.2026.

(Xét về giá trị tuyệt đối, BSC tăng 4,915 tỷ VNĐ từ Bất động sản (chiếm 58%) và khoảng 3,500 tỷ VNĐ từ mảng thép (chiếm 41%))

Năm 2027, BSC dự phóng HPG ghi nhận Doanh thu thuần = 243,745 tỷ đồng (+10% yoy) và LNST-CĐTTS = 34,768 tỷ đồng (+22% yoy), tương đương EPS FWD = 4,530 VNĐ/CP dựa trên giả định tổng sản lượng thép HPG đạt 16.2 triệu tấn (+7% yoy) và biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện lên mức 20.4% (+3 điểm %).

**Bảng chi tiết dự phóng của BSC**

Kết quả kinh doanh	2025	2026F	2027F	%YoY 2026	%YoY 2027	2026F cũ	2027F cũ	% Thay đổi so 2026F cũ	% Thay đổi so 2027F cũ
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>156,116</b>	<b>221,884</b>	<b>243,745</b>	<b>42%</b>	<b>10%</b>	<b>197,989</b>	<b>209,056</b>	12%	17%
Giá vốn hàng bán	(131,618)	(183,412)	(193,940)	39%	6%	-164,502	-168,074	11%	15%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>24,498</b>	<b>38,472</b>	<b>49,804</b>	<b>57%</b>	<b>29%</b>	<b>33,487</b>	<b>40,982</b>	15%	22%
Thu nhập tài chính	2,085	8,468	4,539	306%	-46%	3,310	4,027	156%	13%
Chi phí tài chính	(4,607)	(7,673)	(7,164)	67%	-7%	-8,001	-7,332	-4%	-2%
Trong đó: Lãi vay	(3,115)	(6,453)	(6,677)	107%	3%	(6,813)	-6,914	-5%	-3%
Chi phí BH	(2,634)	(3,994)	(4,387)	52%	10%	-3,564	-3,763		
Chi phí QLDN	(1,437)	(2,219)	(2,437)	54%	10%	-1,980	-2,091	12%	17%
Lãi từ HĐKD	17,906	33,054	40,354	85%	22%	23,252	31,823	12%	17%
Thu nhập khác, ròng	135	266	292	98%	10%	238	251	42%	27%
Lợi nhuận trước thuế	18,041	33,320	40,647	85%	22%	23,490	32,074	12%	17%
Thuế TNDN	(2,526)	(4,662)	(5,733)	85%	23%	-3,280	-4,524	42%	27%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>15,515</b>	<b>28,658</b>	<b>34,914</b>	<b>85%</b>	<b>22%</b>	<b>20,210</b>	<b>27,550</b>	42%	27%
Lợi ích CĐKKS	65	119	145	85%	22%	84	115	42%	27%
<b>LNST – CĐTTS</b>	<b>15,450</b>	<b>28,538</b>	<b>34,768</b>	<b>85%</b>	<b>22%</b>	<b>20,126</b>	<b>27,435</b>	42%	26%
<b>Giả định</b>									
Doanh thu	161,779	221,884	243,745	37%	10%	197,989	209,056	12%	17%
Sản xuất thép	151,959	211,585	232,591	39%	10%	187,337	197,445	13%	18%
Nông nghiệp	8,115	8,764	9,465	8%	8%	8,521	8,947	3%	6%
Bất động sản	1,705	1,535	1,688	-10%	10%	2,131	2,664	-28%	-37%
Biên lợi nhuận gộp	15.7%	17.3%	20.4%	2%	3%	16.90%	19.60%	0.4%	0.8%
<b>Sản lượng</b>	<b>11,857,271</b>	<b>15,212,123</b>	<b>16,206,067</b>	<b>28%</b>	<b>7%</b>	<b>14,535,431</b>	<b>14,924,854</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>
Phôi thép	619,196	681,115	171,024	10%	-75%	5,122,116	5,378,222	6%	3%
Thép xây dựng	4,878,206	5,414,808	5,523,104	11%	2%	890,742	918,000	0%	-1%
Ống thép	848,326	890,742	909,000	5%	2%	432,572	436,855	0%	1%
Tôn mạ	424,090	432,572	441,138	2%	2%	7,408,886	7,817,801	5%	17%
HRC	5,087,453	7,792,886	9,161,801	53%	18%	681,115	373,976	0%	-54%

## V. KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

BSC đã khuyến nghị MUA đối với HPG xuyên suốt qua các báo cáo từ năm 2024 tới nay. Tại Báo cáo này, Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá trị hợp lý năm tại cuối năm 2026 là 40,800 VNĐ/CP (Upside +50% so với giá đóng cửa ngày 13/05/2026. [So với Báo cáo trước đó](#), BSC tăng +27% giá mục tiêu do BSC điều chỉnh tăng +26% LNST – CĐTTS năm 2027. BSC tăng mạnh dự báo trong bối cảnh:

- (1) Giá bán thép +10% YoY kéo theo quy mô doanh thu/lợi nhuận của HPG tăng.
- (2) Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện mạnh mẽ từ Quý 2.2026 nhờ (i) Trung Quốc đã tạo đỉnh về xuất khẩu, bắt đầu cắt giảm sản lượng, (ii) Các biện pháp áp thuế chống lẩn tránh, thuế CBPG của Việt Nam có hiệu quả.

### Bảng định giá chi tiết của HPG

Định giá P/E	Giá trị
EPS FWD 2027	4,530
P/E mục tiêu	10x
Chiết khấu 10%/năm	10%
Giá mục tiêu của cuối năm 2026	40,800

### Danh sách Báo cáo phân tích HPG của BSC

#### Năm 2025:

X-Stock | HPG 32,200 +17%: Chờ rào cản thuế thiết lập vị thế

X-Stock | HPG 33,170 +24%: Chờ cơn sóng lớn

X-Stock | HPG 34,300 +22%: Cơ địa chấn

[X-Stock] HPG\_TP 35,800\_ Trong nguy có cơ

#### Năm 2024:

HPG\_TP 37,500\_Không phải lúc để chần chừ

[X-Stock] HPG\_TP 37,500\_ Dung Quất 2 chạy thử

HPG\_TP 37,500\_Vua Thép

HPG\_MUA MẠNH\_TP 42,000 VNĐ\_Upside 39%\_Cú đấm thép\_BSC Company Update

#### Năm 2023:

HPG\_MUA\_TP 41,500 VNĐ\_Upside 38%\_Cơ hội để mua Hòa Phát ở đáy chu kỳ và trước giai đoạn mở rộng Dung Quất 2\_BSC Company Update

HPG\_MUA\_TP 33,000 VNĐ\_Upside 18%\_Trong ngắn hạn bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, kỳ vọng phục hồi năm 2024\_BSC Company Update

HPG\_THEO DÕI\_TP 23,300 VNĐ\_Upside 10%\_Chờ đợi tín hiệu về sức mua phục hồi\_BSC Company Update

HPG\_MUA\_TP 25,000 VNĐ\_Upside 16%\_Thời điểm xấu nhất đã qua, hướng tới phục hồi\_BSC Company Update

## VI. PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027	LCTT (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	138,855	156,116	221,884	243,745	(Lỗ)/LNTT	13,694	18,041	33,320	40,647
Giá vốn hàng bán	(120,358)	(131,618)	(183,412)	(193,940)	Khấu hao và phân bổ	6,973	8,044	12,696	12,700
Lợi nhuận gộp	18,498	24,498	38,472	49,804	Thay đổi vốn lưu động	(10,729)	(8,480)	(2,741)	(2,280)
Thu nhập tài chính	2,619	2,085	8,468	4,539	Điều chỉnh khác	(2,911)	(3,819)	(6,218)	(10,019)
Chi phí tài chính	(3,967)	(4,607)	(7,673)	(7,164)	LCTT từ HĐKD	7,027	13,786	37,057	41,048
Trong đó: Lãi vay	(2,287)	(3,115)	(6,453)	(6,677)	Tiền chi mua TSCĐ	(34,647)	(21,313)	(5,311)	(2,306)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-	-	-	Đầu tư khác	4,504	(1,328)	777	3,475
Chi phí BH	(2,337)	(2,634)	(3,994)	(4,387)	LCTT từ HĐĐT	(30,143)	(22,641)	(4,535)	1,169
Chi phí QLDN	(1,546)	(1,437)	(2,219)	(2,437)	Tiền chi trả cổ tức	(5)	-	-	-
Lãi từ HĐKD	13,267	17,906	33,054	40,354	Tiền từ vay ròng	17,524	9,211	9,170	6,482
Thu nhập khác, ròng	426	135	266	292	Tiền thu khác	233	12,792	-	-
LNTT	13,693	18,041	33,320	40,647	LCTT từ HĐTC	17,752	22,003	9,170	6,482
Thuế TNDN	(1,673)	(2,526)	(4,662)	(5,733)	Dòng tiền đầu kỳ	12,252	6,888	8,301	49,993
LNST	12,020	15,515	28,658	34,914	Tiền trong kì	(5,365)	13,148	41,692	48,699
Lợi ích CĐKKS	0	65	119	145	Dòng tiền cuối kỳ	6,888	20,035	49,993	98,692
LNST Công ty mẹ	12,020	15,450	28,538	34,768					
EPS	1,879	2,013	3,718	4,530					

CĐKT (Tỷ đồng)	2024	2025	2026	2027	Chỉ số	2023	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	6,888	8,301	49,993	98,692	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	18,975	19,484	20,264	21,074	H số TT ngắn hạn	1.2	1.1	1.4	1.8
Phải thu ngắn hạn	7,622	15,065	12,180	13,380	H số TT nhanh	0.4	0.5	0.8	1.2
Hàng tồn kho	46,521	52,828	53,885	54,962	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	7,073	8,004	6,657	7,312	H số Nợ/TTS	49%	49%	45%	42%
TS ngắn hạn	87,079	103,682	142,978	195,422	H số Nợ/VCSH	96%	97%	82%	72%
Phải thu dài hạn	950	290	1,518	1,667	Năng lực hoạt động				
TSCĐ nguyên giá	108,514	182,703	184,499	197,140	Số ngày HTK	141	147	107	103
Khấu hao	(41,086)	(49,095)	(61,791)	(74,491)	Số ngày phải thu ngắn hạn	20	35		
TSĐT nguyên giá	861	864	528	193	Tỉ suất lợi nhuận				
Khấu hao	(301)	(335)	(335)	(335)	Lợi nhuận gộp	13.3%	15.7%	17.3%	20.4%
TS dở dang dài hạn	63,749	10,870	14,721	4,721	Lợi nhuận LNST	9%	10%	13%	14%
ĐT dài hạn	137	2,248	2,248	2,248	ROE	10%	12%	18%	18%
TS dài hạn khác	4,587	6,695	7,330	8,053	ROA	5%	6%	10%	10%
TS dài hạn	137,411	154,240	148,718	139,196	Tăng trưởng				
Tổng TS	224,490	257,922	291,696	334,617	Tăng trưởng DTT	17%	12%	42%	10%
Nợ phải trả	19,621	29,514	30,425	31,950	Tăng trưởng EBIT	40%	32%	88%	19%
Vay ngắn hạn	55,883	64,695	73,594	77,576	Tăng trưởng LNNT	76%	32%	85%	22%
Tổng Nợ ngắn hạn	75,503	94,209	104,019	109,527	Tăng trưởng EPS	60%	7%	85%	22%
Vay dài hạn	27,080	27,479	27,750	30,250	SLCP lưu hành (triệu)	5,815	6,396	7,676	7,675
Nợ dài hạn khác	7,258	5,014	49	49	BVPS	17,924	17,096	20,830	25,378
Tổng Nợ dài hạn	34,339	32,493	27,799	30,299					
Tổng Nợ phải trả	109,842	126,702	131,818	139,826					
Vốn góp	63,963	76,755	76,755	76,755					
Thặng dư vốn	-	-	-	-					
Vốn chủ khác	816	1,388	1,388	1,388					
Lãi chưa phân phối	49,576	51,035	79,573	114,341					
Lợi ích CĐTS	293	2,042	2,161	2,307					
Tổng VCSH	114,647	131,220	159,878	194,791					
Tổng nguồn vốn	224,490	257,922	291,696	334,617					

## Khuyến cáo sử dụng

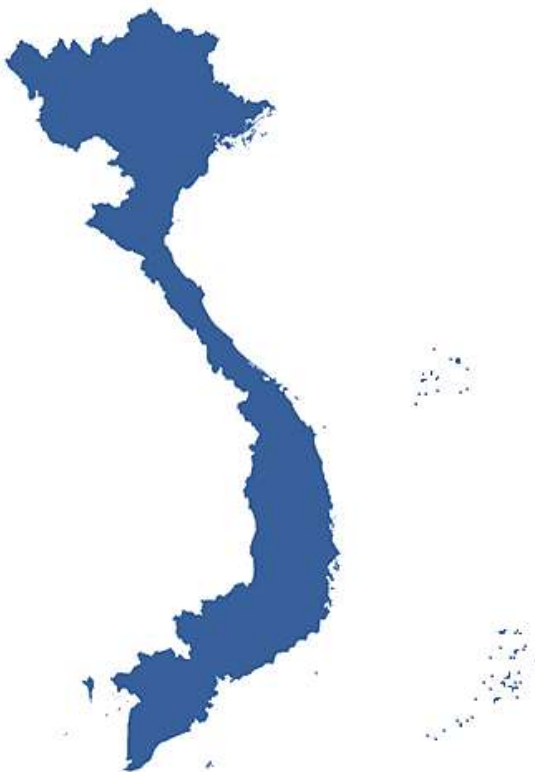
Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place  
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,  
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

## Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

## Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

### Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

### Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

### Nguyễn Thị Cẩm Tú

Phụ trách Nhóm ngành – Doanh nghiệp

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

### Nhóm Ngân hàng, Tài chính

#### Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

### Nhóm Bất động sản, VLXD

#### Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhpq@bsc.com.vn](mailto:Minhpq@bsc.com.vn)

#### Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)

#### Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

[Duyvch@bsc.com.vn](mailto:Duyvch@bsc.com.vn)

### Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

#### Lưu Thuỳ Linh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

#### Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

### Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

#### Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

#### Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

#### Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)