

## CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HOSE: HPG)

### Khó khăn ngắn hạn từ giá bán, sản lượng duy trì tăng trưởng

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2-FY26 | Q4-FY25 | +/- qoq | Q1-FY25 | +/- yoy |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần    | 55.159  | 46.176  | 19%     | 37.622  | 47%     |
| LNST-CĐM           | 6.424   | 3.888   | 65%     | 3.350   | 92%     |
| EBIT               | 8.462   | 5.714   | 48%     | 4.339   | 95%     |
| Tỷ suất EBIT       | 15%     | 12%     | 3 pps   | 12%     | 4 pps   |

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

### Q2-FY26: Giá bán hồi phục, biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ

- KQKD Q2-FY26 tuy doanh thu chưa đạt kỳ vọng nhưng lợi nhuận vẫn tăng trưởng mạnh mẽ nhờ biên lợi nhuận mở rộng - Biên lợi nhuận gộp (GPM) đạt 19% (cải thiện 310 bps QoQ, khi giá bán hồi phục và tận dụng được lượng hàng tồn kho nguyên liệu giá thấp). Doanh thu thuần và LNST-CĐM lần lượt là 55,2 nghìn tỷ đồng (+54%YoY, +4%QoQ) và 6,4 nghìn tỷ đồng (+51%YoY, -29%QoQ).
- Sản lượng HRC là điểm nhấn với 1,9 triệu tấn (+64%YoY, +37%QoQ, chiếm ~70% sản lượng tiêu thụ tại Việt Nam) khi Dung Quất 02 (DQ02) vận hành ở hiệu suất ~85% và gần đạt 100% công suất trong tháng 6.

### Triển vọng Q3/2026: Khó khăn ngắn hạn từ giá bán hạ nhiệt

- Cho quý 3/2026, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST-CĐM lần lượt đạt 54 nghìn tỷ đồng (-2%QoQ, +48%YoY) và 5,4 nghìn tỷ đồng (-16%QoQ, +34%YoY); lợi nhuận vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ đóng góp sản lượng từ DQ02, dù biên lợi nhuận chịu áp lực từ giá bán.
- Về tiêu thụ, sản lượng HRC tiếp tục là điểm sáng và đạt 2,15 triệu tấn (+12%QoQ, +70%YoY) khi DQ02 hoạt động với hiệu suất ~90%; sản lượng thép xây dựng đi ngang so với quý 2 ở mức 1,3 triệu tấn (+21%YoY), khi các dự án đầu tư công và BĐS dân dụng vẫn hỗ trợ nhu cầu.
- Giá nguyên liệu (quặng sắt, than cốc) giảm ~8-10%QoQ và doanh nghiệp chủ động điều chỉnh giảm giá bán từ tháng 7 để duy trì lợi thế cạnh tranh nội địa. Theo đó, biên lợi nhuận gộp giảm về mức 16,3% (giảm 270 bps) với lợi nhuận gộp đạt 8,8 nghìn tỷ đồng (-16%QoQ, +45%YoY).
- Cho cả năm 2026, chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu của HPG đạt 197 nghìn tỷ đồng (+26%YoY) và điều chỉnh LNST-CĐM dự phóng lên 25,9 nghìn tỷ đồng (+68%YoY).

### Quan điểm và khuyến nghị

Với vị thế dẫn đầu ngành thép Việt Nam của HPG, chúng tôi tin rằng doanh nghiệp có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận kép 23% trong giai đoạn 2026 – 2030 nhờ (1) HRC nhập khẩu từ Trung Quốc chịu thuế CBPG làm tăng nhu cầu sản phẩm nội địa, (2) Quy mô doanh nghiệp mở rộng khi đưa vào hoạt động nhà máy Dung Quất 2 với hiệu suất tối đa, và (3) Tối ưu nguyên liệu nhờ chuỗi giá trị dài.

Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/B) với trọng số 50:50, chúng tôi duy trì giá trị hợp lý của cổ phiếu HPG là **31.100 đồng/cổ phiếu**, kết hợp mức cổ tức tiền mặt kỳ vọng 12 tháng là **500 đồng/cp**, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **51%** dựa trên giá đóng cửa ngày 25/09/2026. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** dành cho HPG, với đánh giá đây là lựa chọn hàng đầu cho ngành vật liệu xây dựng trong năm 2026.

## MUA +51%

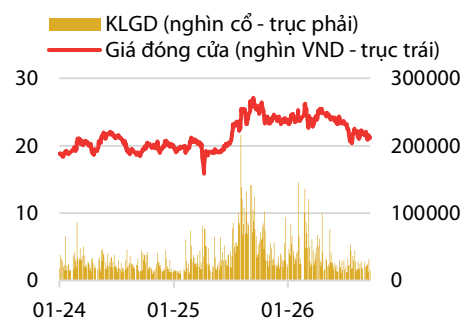
|                                  |         |
|----------------------------------|---------|
| Giá thị trường (VND)             | 20.650  |
| Giá mục tiêu (VND)               | 31.100  |
| Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới | VND 500 |

### Thông tin cổ phiếu

|                       |                   |
|-----------------------|-------------------|
| Ngành                 | Tài nguyên Cơ bản |
| Vốn hoá (tỷ VND)      | 178.147           |
| SLCP lưu hành (triệu) | 8.443             |
| Free float            | 55,00%            |
| KLGD BQ 3T (nghìn)    | 21.032            |
| GTGD BQ 3T (tỷ)       | 468,79            |
| Vốn sở hữu NĐTNN      | 21,74%            |
| Giá thấp - cao 52T    | 20.350 - 26.426   |

|                  | FY2025 | Hiện tại |
|------------------|--------|----------|
| EPS cơ bản (VND) | 2.013  | 2.100    |
| P/E              | 14,18  | 15,57    |
| P/B              | 1,70   | 1,72     |
| EV/EBITDA        | 10,56  | 12,24    |
| P/S              | 1,40   | 1,47     |

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| Trần Đình Long (và bên liên quan) | 35,0 |
| Thành viên HĐQT và ban TGD        | 9,0  |
| Cổ đông nước ngoài                | 21,5 |
| Khác                              | 34,8 |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) | 27,4 |

### Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 -Ext: (1524)

[lam.dt@vdsc.com.vn](mailto:lam.dt@vdsc.com.vn)

**Kết quả kinh doanh Q2-FY26: Giá bán hồi phục, biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ**

KQKD Q2-FY26 tuy doanh thu chưa đạt kỳ vọng nhưng lợi nhuận vẫn ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ biên lợi nhuận mở rộng (giá bán hồi phục quý 2 và tận dụng được lượng hàng tồn kho giá thấp). Cụ thể, doanh thu thuần và LNST-CĐM lần lượt là 55,2 nghìn tỷ đồng (+54%YoY, +4%QoQ) và 6,4 nghìn tỷ đồng (+51%YoY, -29%QoQ, do quý 1 ghi nhận lợi nhuận bất thường từ chuyển nhượng dự án). Trong đó:

- Thép xây dựng ghi nhận sản lượng bán hàng ổn định so với cùng kỳ năm trước và đạt 1,3 triệu tấn (tương đương cùng kỳ 2025, -7% QoQ). Thị trường tiêu thụ chính ở miền Bắc (chiếm ~50% tổng sản lượng) khi nhu cầu thép xây dựng cho các dự án hạ tầng và BĐS tại đây tương đối lớn, tuy nhiên sản lượng giảm so với quý 1 do: i/ Tiến độ xây dựng của các dự án đầu tư công và BĐS có xu hướng chậm lại (do giá nguyên liệu tăng cao), ii/ Các đại lý ngừng tích trữ hàng khi giá thép tạo đỉnh trong tháng 6.
- Sản lượng tiêu thụ HRC là điểm nhấn khi tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ 2025, nhà máy Dung Quất 02 (DQ02) vào hoạt động, hoạt động với hiệu suất ~85% cho 02 giai đoạn, và gần như đạt 100% công suất trong tháng 6 (theo ước tính của chúng tôi). Qua đó sản lượng bán hàng thép cán nóng đạt 1,9 triệu tấn (+64%YoY, +37%QoQ, ~70% sản lượng tiêu thụ tại Việt Nam) – trụ cột trong mảng sản xuất thép của tập đoàn
- Biên lợi nhuận gộp (GPM) quý 2 đạt 19% (mức cao mới so với giai đoạn 2023-2025, cải thiện 310bps so với quý trước), lợi nhuận gộp cao hơn kỳ vọng và đạt 10.488 tỷ đồng (+25%QoQ, +59%YoY), đến từ việc giá bán (đặc biệt là giá thép xây dựng) duy trì mức hồi phục ~8% so với quý trước, trong khi doanh nghiệp đã tích lũy được tồn kho nguyên liệu ở giá thấp trong giai đoạn quý 1 và giá quặng sắt ghi nhận mức giảm ~5% so với quý trước.
- Công ty ghi nhận chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) ở mức 2.025 tỷ đồng (+76%YoY, +17%QoQ, tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu ở mức 3,7%), chủ yếu nằm ở chi phí vận chuyển và thuê ngoài (chi phí nhiên liệu neo ở mức cao).
- Sau khi ghi nhận doanh thu tài chính ròng cao đột biến trong quý trước khi doanh nghiệp chuyển nhượng khoản đầu tư vào dự án BĐS, HPG ghi nhận chi phí tài chính ròng đạt 1.309 tỷ đồng (+170%YoY) khi chi phí lãi vay tại dự án DQ02 được ghi nhận hoàn toàn (không được vốn hóa như cùng kỳ năm ngoái). Tổng hợp lại, nhờ biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ giúp lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ (LNST-CĐM) tăng trưởng hơn kỳ vọng và đạt 6.424 tỷ đồng (+51% so với cùng kỳ).
- Về mặt tồn kho, số ngày tồn kho bình quân ghi nhận mức tăng nhẹ và đạt 101 ngày, giá trị hàng tồn kho ghi nhận ở mức cao và đạt 55,6 nghìn tỷ đồng – doanh nghiệp tăng tồn kho cho hoạt động sản xuất trong các quý tới khi các nhà máy đều đang hoạt động ở hiệu suất cao.
- Về tiến độ đầu tư dự án mới, doanh nghiệp tiếp tục tiến hành đầu tư vào Dự án nhà máy thép ray (với việc hoàn thành ~60% tổng tiến độ xây dựng tính đến tháng 7) và duy trì kỳ vọng có thể đưa nhà máy vào hoạt động trong 2027, tuy nhiên nhà máy sẽ cần ~01 năm để kiểm thử sản phẩm trước khi bán hàng thương mại chính thức. Trong kỳ doanh nghiệp cũng góp vốn vào Tập đoàn Tương lai Sông Hồng (chủ đầu tư Khu đô thị Đa mục tiêu – định cư tại phường Linh Nam, Hà Nội với diện tích 267ha) theo hình thức góp vốn bằng 250 triệu cổ phần đang nắm tại CTCP Phát triển Bất động sản Hòa Phát (HPG nắm giữ 20% cổ phần của Tập đoàn Tương lai Sông Hồng sau tăng vốn). Việc góp vốn và phát triển khu Đô thị đa mục tiêu tại Linh Nam theo chúng tôi là bước chuẩn bị quỹ đất tái định cư cho dự án quy mô lớn hơn – Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng (dự án với tổng mức đầu tư ~737 nghìn tỷ đồng, chủ đầu tư là liên doanh Đại Quang Minh – Thaco – HPG) đang trong quá trình lấy ý kiến hoàn chỉnh quy hoạch 1/5000.

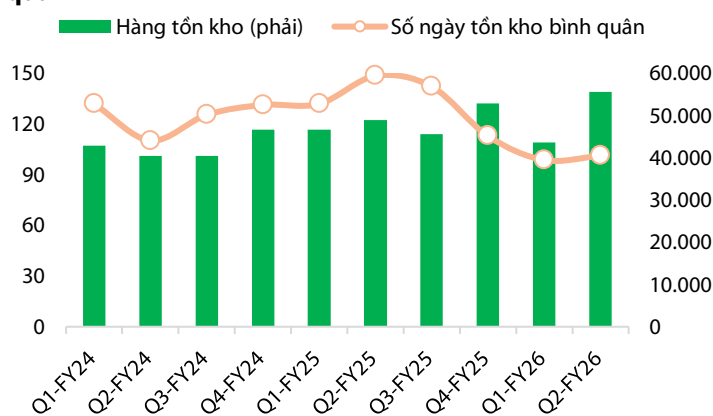
**Bảng 1: KQKD Q2-FY26 của HPG**

| Đơn vị: Tỷ đồng                       | Q2-FY26       | +/-YoY     | +/-QoQ    | 6T 2026        | %Kế hoạch 2026 | %Dự phóng 2026 |
|---------------------------------------|---------------|------------|-----------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Sản lượng bán hàng (Nghìn tấn)</b> |               |            |           |                |                |                |
| Thép xây dựng                         | 1.308         | 1%         | -7%       | 2.708          |                |                |
| HRC                                   | 1.925         | 64%        | 37%       | 3.330          |                |                |
| Giá thép xd (triệu đồng/tấn)          | 15.3          | 12%        | 8%        |                |                |                |
| Giá HRC (USD/tấn)                     | 530           | 6%         | 7%        |                |                |                |
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>55.159</b> | <b>54%</b> | <b>4%</b> | <b>108.060</b> | <b>51%</b>     | <b>55%</b>     |
| Giá vốn hàng bán                      | (44.671)      | 52%        | 0%        | (89.207)       |                |                |

|                             |               |            |             |               |                          |
|-----------------------------|---------------|------------|-------------|---------------|--------------------------|
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>10.488</b> | <b>59%</b> | <b>25%</b>  | 18.853        | <b>59%</b>               |
| Chi phí bán hàng và quản lý | (2.025)       | 76%        | 17%         | (3.756)       |                          |
| <b>EBIT</b>                 | <b>8.462</b>  | <b>55%</b> | <b>28%</b>  | 15.097        |                          |
| Thu nhập tài chính          | 617           | 24%        | -90%        | 6.555         |                          |
| Chi phí tài chính           | (1.926)       | 97%        | 3%          | (3.795)       |                          |
| Thu nhập khác (ròng)        | 30            | 156%       | -49%        | 88            |                          |
| <b>LNTT</b>                 | <b>7.185</b>  | <b>44%</b> | <b>-33%</b> | <b>17.947</b> |                          |
| <b>LNST - CDM</b>           | <b>6.424</b>  | <b>51%</b> | <b>-29%</b> | <b>15.480</b> | <b>70%</b><br><b>60%</b> |

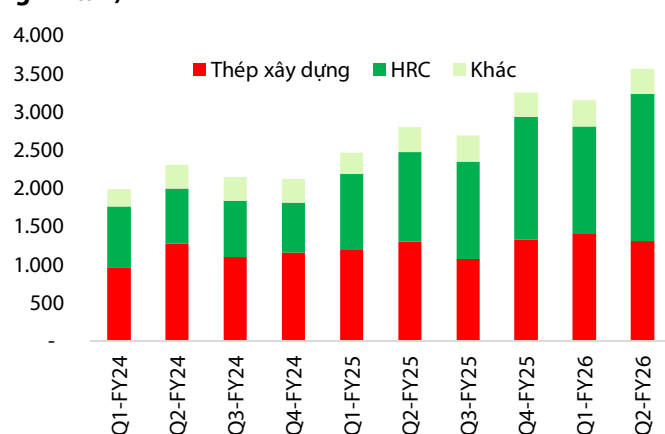
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt.

**Hình 1: Số dư hàng tồn kho (tỷ đồng) và số ngày tồn kho bình quân**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Sản lượng bán hàng của HPG giai đoạn 2024-2026 (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

### Triển vọng quý 3-FY2026: Khó khăn ngắn hạn từ giá bán hạ nhiệt

Sau giai đoạn hồi phục trong quý 2, giá thành phẩm thép nhìn chung (thép xây dựng, HRC-Tôn mạ) đã hạ nhiệt khi: i/ nhu cầu thép tại Trung Quốc không đạt kỳ vọng, ii/ Chi phí vận chuyển giảm làm hạ nhiệt giá nguyên liệu (quặng sắt, than cốc ghi nhận mức giảm ~8-10%) – tạo sức ép lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép nói chung (bao gồm HPG). Qua đó cho quý 3/2026, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ suy giảm nhẹ (do ảnh hưởng tiêu cực từ giá bán) nhưng lợi nhuận vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ (từ đóng góp lớn từ sản lượng của DQ02), với doanh thu và LNST-CDM quý 3 lần lượt đạt 54 nghìn tỷ đồng (-2%QoQ, +48%YoY) và 5,4 nghìn tỷ đồng (-16% QoQ, +34%YoY), bao gồm các ước tính KQKD:

- Về tiêu thụ, chúng tôi ước tính: 1/ Sản lượng thép xây dựng trong quý 3 đạt 1,3 triệu tấn (đi ngang so với quý 2, +21%YoY), khi các dự án đầu tư công và BĐS dân dụng (đang trong chu kỳ hoàn thiện và bàn giao) vẫn hỗ trợ cho nhu cầu thép, dù quý 3 không phải là cao điểm về hoạt động xây dựng; và 2/ sản lượng HRC đạt 2,15 triệu tấn (+12%QoQ, +70%YoY), tiếp tục là điểm sáng về sản lượng khi DQ02 hoạt động với hiệu suất ~90% (riêng trong tháng 6&7 sản lượng HRC của doanh nghiệp đã duy trì trên 700 nghìn tấn/tháng, đảm bảo cho kỳ vọng về sản lượng quý 3).
- Khi giá nguyên liệu chính (quặng sắt, than cốc) đã có mức giảm ~8-10%QoQ trong quý 3, doanh nghiệp đã chủ động điều chỉnh giảm giá bán thép trong tháng 7 để duy trì lợi thế cạnh tranh tại nội địa (dự kiến giá bán trung bình trong quý 3 có thể giảm ~7% so với quý trước). Qua đó chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ giảm về mức 16,3% (tương đương trung bình dự phóng 2026, giảm 270bps). Doanh thu và lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong quý 3/2026 ước tính lần lượt đạt 54 nghìn tỷ đồng (-2%QoQ, +48%YoY) và 8,8 nghìn tỷ đồng (-16%QoQ, +45%YoY).
- Chi phí BH&QLDN dự kiến ở mức 1.500 tỷ đồng (+30%YoY, tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu duy trì ở 2,8%), qua đó lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 7.311 tỷ đồng (+48%YoY, -14%QoQ). Chi phí tài chính ròng đạt 1.150 tỷ đồng (+219%YoY, do ghi nhận chi phí lãi vay từ DQ02).

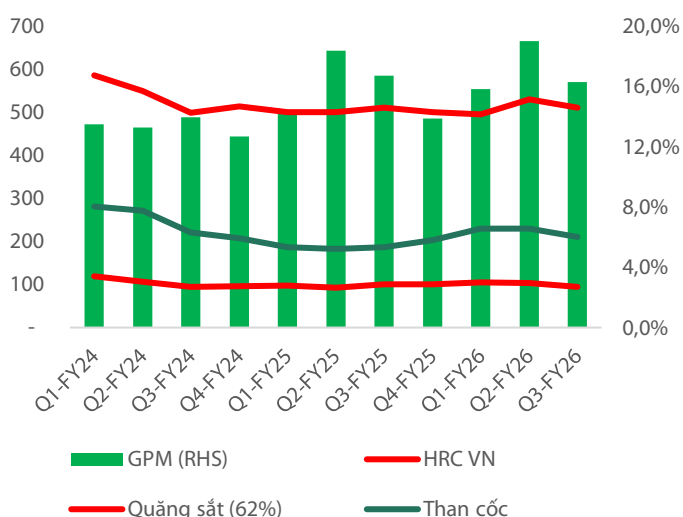
Cho cả năm 2026, chúng tôi kỳ vọng thị trường nội địa sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi và hỗ trợ cho sản lượng bán hàng của doanh nghiệp (hoạt động xây dựng được đẩy mạnh và KLH DQ02 đáp ứng đầy đủ nhu cầu của các nhà sản xuất thép nội địa), trong khi giá thép vẫn đang trong chu kỳ hồi phục. Qua đó chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu của HPG đạt 197 nghìn tỷ đồng (+26%YoY), và điều chỉnh LNST-CĐM dự phóng lên 25,9 nghìn tỷ đồng (+68%YoY) khi quý 2 ghi nhận biên lợi nhuận tốt hơn kỳ vọng. EPS tương ứng là 2.886 đồng.

**Bảng 2: Dự phóng Kết quả kinh doanh Q3/2026 của HPG**

| Đơn vị: Tỷ đồng                       | Q3/2026F      | +/-QoQ      | +/-YoY     | Giải thích                                                                                                                |
|---------------------------------------|---------------|-------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Sản lượng bán hàng (Nghìn tấn)</b> |               |             |            |                                                                                                                           |
| Thép xây dựng                         | 1.300         | -1%         | 21%        | Thị trường nội địa tiếp tục tích cực, hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng, tuy nhiên quý 3 không phải là mùa cao điểm về xây dựng |
| HRC                                   | 2.150         | 12%         | 70%        |                                                                                                                           |
| Giá thép xd (triệu đồng/tấn)          | 14.3          | -7%         | 7%         | Giá thép hạ nhiệt khi giá nguyên liệu giảm ~8% so với quý trước                                                           |
| Giá HRC (USD/tấn)                     | 510           | -4%         | 0%         |                                                                                                                           |
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>54.056</b> | <b>-2%</b>  | <b>48%</b> | Doanh thu tăng trưởng so với cùng kỳ, với đóng góp từ DQ 2                                                                |
| Giá vốn hàng bán                      | (45.245)      | 1%          | 49%        |                                                                                                                           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>8.811</b>  | <b>-16%</b> | <b>45%</b> | Biên LN gộp đạt 16,3%, suy giảm so với mức cao trong quý 2, do diễn biến tiêu cực của giá nguyên liệu-thành phẩm          |
| Chi phí bán hàng và quản lý           | (1.500)       | -26%        | 30%        | Tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu duy trì ở mức 2,8%                                                                          |
| <b>EBIT</b>                           | <b>7.311</b>  | <b>-14%</b> | <b>48%</b> |                                                                                                                           |
| Thu nhập tài chính                    | 700           | 14%         | -2%        | Thu nhập ổn định từ lãi tiền gửi, không còn ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng dự án                                     |
| Chi phí tài chính                     | (1.850)       | -4%         | 72%        | Chi phí tài chính tăng lên do ghi nhận chi phí lãi vay từ nhà máy DQ02                                                    |
| Thu nhập khác (ròng)                  | 10            | -66%        | -83%       |                                                                                                                           |
| <b>LNNT</b>                           | <b>6.171</b>  | <b>-14%</b> | <b>33%</b> |                                                                                                                           |
| <b>LNST - CĐM</b>                     | <b>5.369</b>  | <b>-16%</b> | <b>34%</b> |                                                                                                                           |

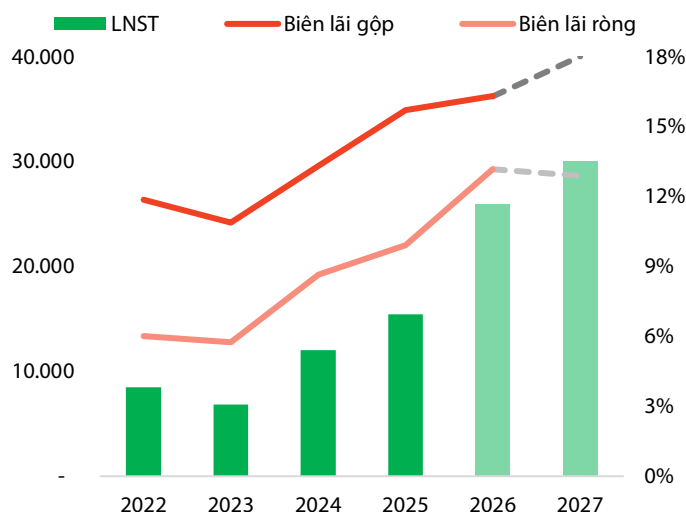
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Giá nguyên liệu – thành phẩm (USD/tấn) và Biên GPM của HPG giai đoạn 2024-2026**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Lợi nhuận sau thuế của HPG, giai đoạn 2022-2027**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Các biện pháp phòng vệ thương mại với sản phẩm thép cán nóng xuất xứ từ thị trường Việt Nam, giai đoạn 2024-2026 – HPG là cái tên nổi bật khi được loại trừ trong hầu hết các cuộc điều tra**

| Thị trường | Sản phẩm | Năm       | Tình trạng chi tiết                                                                                                                            |
|------------|----------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EU         | HRC      | 2024-2026 | Hạn ngạch nhập khẩu 110 nghìn tấn/quý – thuộc nhóm “các nước khác”<br>Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (trừ HRC từ nhà máy DQ – HPG) |
| Ấn Độ      | HRC      | 2024-nay  | Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (trừ HRC từ nhà máy DQ – HPG)                                                                       |
| Mexico     | HRC      | 2025 -nay | Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam                                                                                                     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

## ĐỊNH GIÁ

### ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Với việc HPG duy trì mức tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2026-2030 ở 23%, chúng tôi duy trì giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu HPG ở 31.100 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,6x và 9,5x. Qua đó doanh nghiệp tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của ngành thép khi mà doanh nghiệp: i/ liên tục mở rộng công suất nhằm chiếm lĩnh thị trường, và ii/ có khả năng tăng biên lợi nhuận trong chu kỳ hồi phục của ngành.

Về các giả định định giá theo phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,0%, beta 1,2 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn ở 10% (giữ nguyên – khi HPG thuộc nhóm doanh nghiệp chu kỳ), tỷ trọng vốn vay 40% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 8,0% (giữ nguyên, nhờ lợi thế đầu ngành của doanh nghiệp), exit EV/EBITDA 6,5x (không đổi). Dự án Trục đại lộ cảnh quan sông Hồng sẽ được đưa vào mô hình định giá khi có thông tin cụ thể hơn về quy hoạch, lộ trình đầu tư và quy mô quỹ đất BT được sử dụng để đối ứng cho dự án.

**Bảng 4: Định giá HPG theo phương pháp FCFF**

| Giả định DCF                  | Giá trị | Tóm tắt định giá                               | Đơn vị: Tỷ đồng |
|-------------------------------|---------|------------------------------------------------|-----------------|
| WACC 2026                     | 13,1%   | Thời gian dự phóng DCF                         | 5               |
| Thuế suất hiệu dụng           | 11,9%   | Dòng tiền tự do có thể chiết khấu              | 317.265         |
| Chi phí vốn chủ sở hữu        | 16,0%   | + Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá  | 31.785          |
| Lãi suất phi rủi ro           | 4,0%    | - Nợ                                           | 92.174          |
| Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu | 10,0%   | Giá trị vốn chủ sở hữu                         | 256.877         |
| Beta                          | 1,2     | Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)          | 8.443           |
| Exit EV/EBITDA                | 6,5     | Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND) | 30.425          |

**Bảng 5: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HPG trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)**

| WACC | Exit EV/EBITDA |        |        |               |        |        |
|------|----------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
|      |                | 4,5    | 5,5    | 6,5           | 7,5    | 8,5    |
|      | 11,1%          | 25.619 | 29.510 | 33.400        | 37.291 | 41.182 |
|      | 12,1%          | 24.435 | 28.155 | 31.875        | 35.596 | 39.316 |
|      | 13,1%          | 23.307 | 26.866 | <b>30.425</b> | 33.984 | 37.542 |
|      | 14,1%          | 22.233 | 25.639 | 29.045        | 32.451 | 35.856 |
|      | 15,1%          | 21.210 | 24.471 | 27.731        | 30.992 | 34.252 |

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp P/B để định giá ngắn hạn các công ty mang tính chu kỳ (bao gồm các công ty sản xuất thép) bởi vì: 1/ Lợi nhuận và chỉ số P/E của các công ty chu kỳ có độ biến động cao, 2/ Chỉ số P/B phản ánh chính xác hơn mức trả giá của thị trường – khi kỳ vọng về giai đoạn phục hồi của ngành. So sánh mức trung bình P/B giai đoạn 2020-2025 (ở 1,8x) của cổ phiếu HPG, chúng tôi cho rằng mức P/B ở 1,8x là phù hợp đối với: 1/ Một công ty có vị thế dẫn đầu trong ngành thép, 2/ Kỳ vọng ROE dài hạn duy trì ở mức 18% (sau khi DQ02 đưa vào vận hành ổn định), 3/ Rủi ro từ thị trường xuất khẩu ở mức hạn chế khi HPG được loại trừ khỏi phần lớn các biện pháp CBPG (xem Bảng 3), đồng thời doanh nghiệp tập trung vào lấy thị phần tại thị trường nội địa.

**Bảng 6: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HPG trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)**

| BVPS<br>(VND) | P/B  |        |        |        |        |        |        |        |        |
|---------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               |      |        | 1,2    | 1,4    | 1,6    | 1,8    | 2      | 2,2    | 2,4    |
|               | 2026 | 17.731 | 21.277 | 24.823 | 28.369 | 31.916 | 35.462 | 39.008 | 42.554 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Kết hợp phương pháp định giá dài hạn (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF) và phương pháp định giá ngắn hạn (phương pháp so sánh P/B) với tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu của cổ phiếu HPG là **31.100 đồng/cổ phiếu**.

**Bảng 7: Tổng hợp định giá HPG**

| Phương pháp         | Trọng số | Giá    | Đóng góp      |
|---------------------|----------|--------|---------------|
| FCFF                | 50%      | 30.425 | 15.212        |
| P/B (1,8)           | 50%      | 31.916 | 15.958        |
| <b>Giá mục tiêu</b> |          |        | <b>31.100</b> |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Phụ lục

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2/2026**

| (Tỷ đồng)                         | Q2-FY26 | Q1-FY26 | +/- (qoq) | Q2-FY25 | +/- (yoy) |
|-----------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu                         | 55.159  | 52.901  | 4%        | 35.911  | 54%       |
| Lợi nhuận gộp                     | 10.488  | 8.365   | 25%       | 6.590   | 59%       |
| Chi phí bán hàng và quản lý       | (2.025) | (1.731) | 17%       | (1.148) | 76%       |
| Thu nhập HĐKD                     | 7.155   | 10.704  | -33%      | 4.961   | 44%       |
| EBITDA                            | 11.314  | 9.488   | 19%       | 7.059   | 60%       |
| EBIT                              | 8.462   | 6.634   | 28%       | 5.442   | 55%       |
| Chi phí tài chính                 | (1.926) | (1.869) | 3%        | (979)   | 97%       |
| - Chi phí lãi vay                 | (1.520) | (1.333) | 14%       | (439)   | 246%      |
| Khấu hao                          | 2.851   | 2.854   | 0%        | 1.617   | 76%       |
| Khoản mục không thường xuyên (*)  |         |         |           |         |           |
| Khoản mục bất thường (*)          | 30      | 58      | -49%      | 12      | 156%      |
| Lợi nhuận trước thuế              | 7.185   | 10.762  | -33%      | 4.972   | 44%       |
| Lợi nhuận sau thuế                | 6.424   | 9.056   | -29%      | 4.265   | 51%       |
| LNST điều chỉnh các khoản mục (*) | 6.395   | 8.998   | -29%      | 4.253   | 50%       |

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt,

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2/2026**

| Chỉ tiêu                       | Q2-FY26 | Q1-FY26 | +/- (qoq) | Q2-FY25 | +/- (yoy) |
|--------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| <b>Chỉ tiêu sinh lợi</b>       |         |         |           |         |           |
| TS lợi nhuận gộp               | 19%     | 16%     | 3 pps     | 18%     | 1 pps     |
| EBITDA/Doanh thu               | 21%     | 18%     | 3 pps     | 20%     | 1 pps     |
| EBIT/Doanh thu                 | 15%     | 13%     | 3 pps     | 15%     | 0 pps     |
| TS lợi nhuận ròng              | 12%     | 17%     | -5 pps    | 12%     | 0 pps     |
| TS lợi nhuận ròng điều chỉnh   | 12%     | 17%     | -5 pps    | 12%     | 0 pps     |
| <b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b> |         |         |           |         |           |
| - Vòng quay hàng tồn kho       | 3,61    | 3,70    | (0,1)     | 2,46    | 1,15      |
| - Vòng quay khoản phải thu     | 12,70   | 13,33   | (0,6)     | 12,39   | 0,31      |
| - Vòng quay khoản phải trả     | 6,43    | 6,94    | (0,5)     | 6,40    | 0,03      |
| <b>Đòn bẩy (%)</b>             |         |         |           |         |           |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH           | 97%     | 86%     | 12 pps    | 98%     | -1 pps    |

Nguồn: CTCK Rồng Việt |(\*) thường niên hóa

|                             | tỷ đồng        |                |                |                |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| KQ HKKD                     | FY2024         | FY2025         | FY2026F        | FY2027F        |
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>138.855</b> | <b>156.116</b> | <b>196.876</b> | <b>233.223</b> |
| Giá vốn                     | 120.358        | 131.618        | 164.801        | 191.232        |
| <b>Lãi gộp</b>              | <b>18.498</b>  | <b>24.498</b>  | <b>32.074</b>  | <b>41.991</b>  |
| Chi phí bán hàng            | 2.337          | 2.634          | 3.150          | 3.732          |
| Chi phí quản lý             | 1.546          | 1.437          | 1.812          | 2.146          |
| Thu nhập từ HĐTC            | 2.619          | 2.082          | 7.871          | 3.558          |
| Chi phí tài chính           | 3.967          | 4.604          | 5.376          | 5.540          |
| Lợi nhuận khác              | 426            | -171           | 100            | 100            |
| LN từ công ty liên kết      | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>13.693</b>  | <b>17.735</b>  | <b>29.707</b>  | <b>34.231</b>  |
| Thuế TNDN                   | 1.766          | 2.526          | 3.725          | 4.116          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 0              | 65             | 65             | 68             |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>11.927</b>  | <b>15.144</b>  | <b>25.917</b>  | <b>30.047</b>  |
| EBIT                        | 14.615         | 20.428         | 27.112         | 36.114         |
| EBITDA                      | 21.588         | 28.896         | 36.193         | 45.193         |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH   | FY2024 | FY2025 | FY2026F | FY2027F |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Tăng trưởng</b> |        |        |         |         |
| Doanh thu          | 16,7%  | 12,4%  | 26,1%   | 18,5%   |
| Lợi nhuận HKKD     | 31,3%  | 33,9%  | 25,3%   | 24,9%   |
| EBIT               | 51,1%  | 39,8%  | 32,7%   | 33,2%   |
| Lợi nhuận sau thuế | 76,6%  | 27,0%  | 71,1%   | 15,9%   |
| Tổng tài sản       | 19,5%  | 14,9%  | 7,2%    | 10,7%   |
| Vốn chủ sở hữu     | 11,3%  | 13,0%  | 15,9%   | 16,3%   |

|                          |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Khả năng sinh lợi</b> |       |       |       |       |
| LN gộp / Doanh thu       | 13,3% | 15,7% | 16,3% | 18,0% |
| EBITDA/ Doanh thu        | 15,5% | 18,5% | 18,4% | 19,4% |
| EBIT/ Doanh thu          | 10,5% | 13,1% | 13,8% | 15,5% |
| LNST/ Doanh thu          | 8,6%  | 9,7%  | 13,2% | 12,9% |
| ROA                      | 5,3%  | 5,9%  | 9,4%  | 9,8%  |
| ROCE                     | 10,4% | 11,7% | 17,3% | 17,3% |
| ROE                      | 9,7%  | 12,4% | 14,9% | 17,7% |

|                           |      |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------|------|
| <b>Hiệu quả hoạt động</b> |      |      |      |      |
| Vòng quay kh. phải thu    | 18,2 | 10,4 | 13,9 | 13,5 |
| Vòng quay HTK             | 2,6  | 2,5  | 3,0  | 3,0  |
| Vòng quay kh. phải trả    | 6,5  | 4,6  | 6,7  | 6,7  |

|                            |     |     |     |     |
|----------------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |     |     |     |     |
| Hiện hành                  | 1,2 | 1,1 | 1,4 | 1,6 |
| Nhanh                      | 0,5 | 0,5 | 0,8 | 1,0 |

|                           |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Cấu trúc tài chính</b> |       |       |       |       |
| Tổng nợ/ Vốn CSH          | 72,5% | 71,4% | 62,1% | 53,7% |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH    | 48,9% | 50,1% | 46,3% | 42,0% |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH      | 23,7% | 21,3% | 15,8% | 11,7% |

|                                | tỷ đồng        |                |                |                |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| BẢNG CĐKT                      | FY2024         | FY2025         | FY2026F        | FY2027F        |
| Tiền                           | 6.888          | 8.301          | 17.719         | 14.986         |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn      | 18.975         | 19.484         | 35.196         | 62.571         |
| Các khoản phải thu             | 7.622          | 15.065         | 14.140         | 17.319         |
| Tồn kho                        | 46.521         | 52.828         | 54.384         | 63.107         |
| Tài sản ngắn hạn khác          | 7.073          | 8.004          | 8.404          | 8.824          |
| Tài sản cố định hữu hình       | 131.458        | 144.670        | 136.611        | 128.718        |
| Tài sản cố định vô hình        | 248            | 239            | 227            | 215            |
| Đầu tư tài chính dài hạn       | 137            | 2.248          | 2.248          | 2.248          |
| Tài sản dài hạn khác           | 5.474          | 6.934          | 7.281          | 7.645          |
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>            | <b>224.395</b> | <b>257.773</b> | <b>276.209</b> | <b>305.633</b> |
| Tiền hàng phải trả & ứng trước | 18.593         | 28.538         | 24.720         | 28.685         |
| Vay và nợ ngắn hạn             | 55.883         | 64.695         | 69.303         | 73.116         |
| Vay và nợ dài hạn              | 27.080         | 27.479         | 23.626         | 20.435         |
| Khoản phải trả ngắn hạn khác   | 7.258          | 5.014          | 5.114          | 5.216          |
| Quỹ khen thưởng, phúc lợi      | 1.027          | 976            | 1.637          | 1.898          |
| Quỹ khoa học công nghệ         | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>TỔNG NỢ</b>                 | <b>109.842</b> | <b>126.702</b> | <b>124.400</b> | <b>129.350</b> |
| Vốn đầu tư của CSH             | 63.963         | 76.755         | 76.755         | 76.755         |
| Cổ phiếu quỹ                   | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Lợi nhuận giữ lại              | 49.576         | 51.035         | 71.559         | 95.966         |
| Khoản thu nhập khác            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Quỹ đầu tư phát triển          | 816            | 1.388          | 1.388          | 1.388          |
| <b>TỔNG VỐN</b>                | <b>114.355</b> | <b>129.178</b> | <b>149.702</b> | <b>174.109</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số       | 293            | 2.042          | 2.107          | 2.175          |

| CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ    | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|
| EPS (đồng/cp)      | 1.766  | 1.892   | 2.886   | 3.345   |
| P/E (x)            | 13,5   | 10,2    | 7,3     | 6,3     |
| BV (đồng/cp)       | 14.899 | 16.830  | 17.731  | 20.622  |
| P/B (x)            | 1,6    | 1,6     | 1,2     | 1,0     |
| DPS (đồng/cp)      | 0      | 0       | 500     | 500     |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0,0%   | 0,0%    | 1,2%    | 2,4%    |

| Mô hình định giá              | Tỷ trọng | Giá    | Bình quân     |
|-------------------------------|----------|--------|---------------|
| FCFF                          | 50%      | 30.425 | 15.212        |
| P/B (1,8x)                    | 50%      | 31.916 | 15.958        |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b> |          |        | <b>31.100</b> |

| Lịch sử định giá | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Thời gian |
|------------------|--------------|-------------|-----------|
| 4/2026           | 30.200       | MUA         | Dài hạn   |
| 6/2026           | 30.800       | MUA         | Dài hạn   |
| 9/2026           | 31.100       | MUA         | Dài hạn   |

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

| Khuyến Nghị                                     | MUA  | TÍCH LŨY   | NÀM GIỮ    | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN   |
|-------------------------------------------------|------|------------|------------|---------------|-------|
| Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng | >20% | 5% đến 20% | -5% đến 5% | -20% đến -5%  | <-20% |

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**
**Nguyễn Thị Phương Lam**
**Giám đốc Phân tích**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Đỗ Thạch Lam**
**Trưởng phòng cao cấp**

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

**Trần Thị Ngọc Hà**
**Trưởng phòng Vận hành**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn  
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006  
F (+84) 24 6288 2008

#### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006  
F (+84) 25 8382 0008

#### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578  
F (+84) 29 2381 8387

#### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thắng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

#### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

#### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ  
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**  
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**