

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

Người khổng lồ chuyển mình

Chúng tôi thực hiện định giá ban đầu cho cổ phiếu HPG. Theo quan điểm thận trọng của chúng tôi, giá cổ phiếu hiện nay chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng dài hạn và vị thế doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là **33.800 đồng**, tương đương P/B dự phóng năm 2025 là 1,6 lần.

• Nhà sản xuất thép quy mô lớn nhất tại Việt Nam

- Lợi thế về quy mô: HPG là một trong những doanh nghiệp tại Việt Nam tiên phong đầu tư sản xuất nhà máy sản xuất thép (sử dụng công nghệ BOF). Từ đó, HPG có thể đáp ứng lập tức các đơn hàng quy mô lớn từ các nhà thầu xây dựng với giá bán cạnh tranh, lấy được thị phần của nhà sản xuất nội địa từ 2016 đến bây giờ.
- Chiến lược đầu tư phù hợp: thời điểm HPG đưa các khu liên hợp vào hoạt động cũng phù hợp với chu kỳ hồi phục ngành thép, qua đó doanh nghiệp có thể đẩy mạnh bán hàng và hoạt động với trên 80% hiệu suất trong 2 năm đầu tiên.

• Nhà máy Dung Quất – đúng thời điểm và chiến lược đầu tư hợp lý

- Dự kiến từ 2025, Công ty đưa vào hoạt động nhà máy thép Dung Quất 2 (5,6 triệu tấn/năm, sản phẩm chính là thép cán nóng – HRC). Với lợi thế từ 1/ Vị thế dẫn đầu ngành của HPG, 2/ Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, 3/ Lợi thế dài hạn ở thị trường xuất khẩu, nhờ xu hướng giảm lượng phát thải carbon, chúng tôi kì vọng sản lượng DQ02 giai đoạn 2025-2028 dự kiến đạt mức tăng trưởng kép (CAGR) là 42%.
- Nhà máy DQ02 đã có những bước tiến về quy mô sản phẩm và công nghệ sản xuất, không chỉ nhằm tối ưu chi phí sản xuất (duy trì lợi thế cạnh tranh ngắn hạn) mà còn giảm lượng phát thải carbon trên dây chuyền (tạo nên lợi thế cạnh tranh dài hạn).

Rủi ro

- HPG hoạt động trong ngành sản xuất có sự nhạy cảm cao với giá nguyên liệu đầu vào (than cốc, quặng sắt,...). Do vậy, biến động tiêu cực của giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận và kết quả kinh doanh của Công ty.
- Rủi ro hoạt động (do gia tăng quy mô sản xuất) nếu thị trường thép gặp khó khăn trong ngắn hạn – do tính chu kỳ của ngành và biến động hơn kỳ vọng của giá thép.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	149.680	141.409	118.953	138.855	180.667	218.673
Tăng trưởng (%)	66%	-6%	-16%	17%	30%	21%
EBITDA	43.741	19.893	16.443	21.588	32.738	38.695
LNST	34.478	8.484	6.835	12.019	18.699	24.574
Tăng trưởng (%)	157%	-75%	-19%	76%	56%	31%
Biên ròng (%)	23%	6%	6%	9%	10%	11%
ROA (%)	22%	5%	4%	6%	8%	9%
ROE (%)	38%	9%	7%	10%	14%	16%
EPS cơ bản (VND)	7.246	1.371	1.105	1.766	2.748	3.611
GTSS (VND)	20.296	16.529	17.685	17.924	20.627	23.739
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	500	0	0	500	500
P/E (x)	6,5	12,3	23,7	13,5	12,6	9,6
P/BV (x)	2,3	1,1	1,6	1,6	1,7	1,5

Nguồn: HPG, CTCK Rong Viet. Dựa trên giá đóng cửa ngày 29/04/2025.

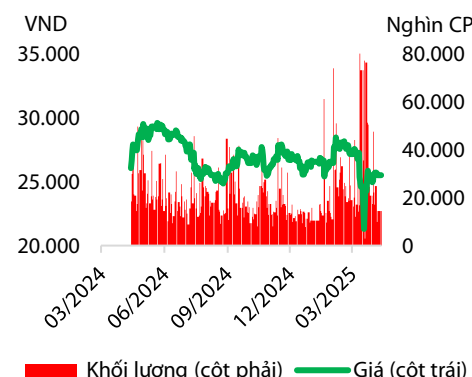
MUA

+33%

Giá thị trường (VND)	25.500
Giá mục tiêu (VND)	33.800

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nguyên vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	162.785
SLCPDLH (triệu cp)	6.396
Beta	1,2
Free Float (%)	34,6
Giá cao nhất 52 tuần	29.950
Giá thấp nhất 52 tuần	21.300
KLGD bình quân 20 phiên	23.289.190



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
HPG	-3,4	-1,2	29,6
VN30 Index	-3,0	1,8	16,9
VN-Index	-1,9	6,4	24,8

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	34,6
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	27,5

Đỗ Thạch Lam, CFA

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1524

lam.dt@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	12,3%	Thời gian dự phóng DCF (năm)	5
Thuế suất hiệu dụng	11,7%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	297.772
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,1%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	6.888
Lãi suất phi rủi ro	3,1%	- Nợ	82.963
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	221.697
Beta	1,2	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	6.396
Exit EV/EBITDA	6,5	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	34.660

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HPG trên mỗi Cổ phiếu (VND)

WACC	Exit EV/EBITDA					
		4.50	5.50	6.50	7.50	8.50
	10,28%	27.723	33.057	38.391	43.725	49.058
	11,28%	26.256	31.364	36.472	41.579	46.687
	12,28%	24.859	29.752	34.646	39.539	44.432
	13,28%	23.528	28.218	32.908	37.597	42.287
	14,28%	22.260	26.756	31.253	35.749	40.245

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP P/B

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2024	EBITDA 2024	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2024	PB 2024
China Steel (Trung Quốc)	9.161	2.675,9	287,2	5,0	0,1	159	1,0
Jiangsu Shagang (Trung Quốc)	1.181	4.013,4	279,4	4,8	(0,3)	N/A	0,1
Huundai Steel (Hàn Quốc)	1.873	4.013,4	279,4	4,8	(0,3)	N/A	0,1
JFE Steel (Nhật Bản)	7.193	8.037,8	961,6	10,4	4,7	8,2	0,4
Nippon Steel (Nhật Bản)	21.134	14.260,2	1.697,7	16,1	5,5	6,4	0,6
Trung bình của nhà sản xuất thép quy mô lớn (2019-2024)						55,2	0,9

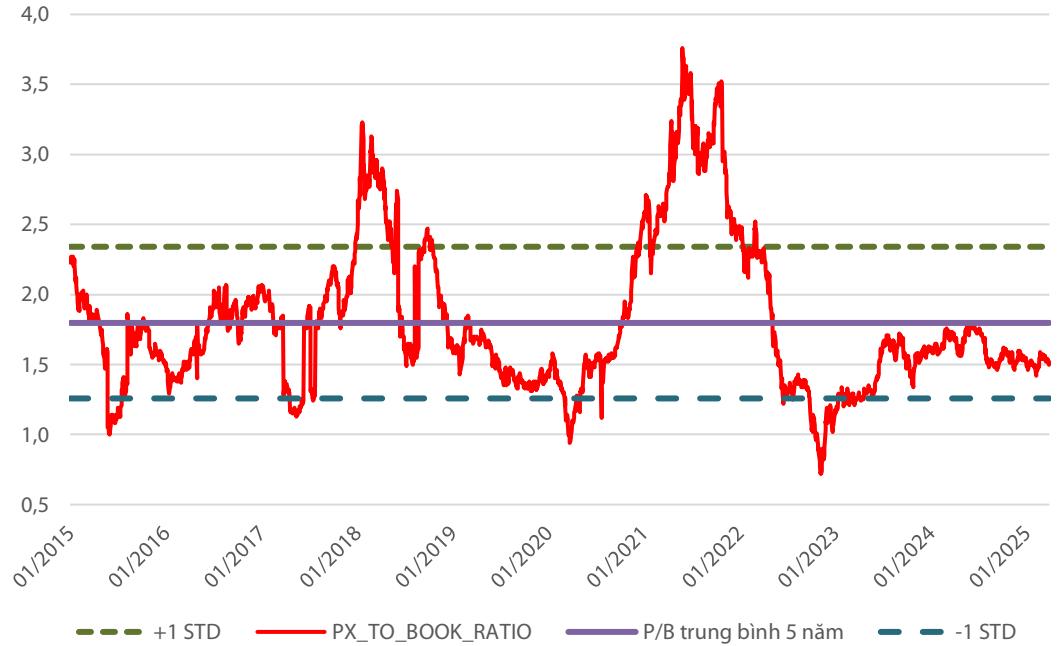
Chúng tôi ưa thích sử dụng phương pháp P/B để định giá ngắn hạn các công ty mang tính chu kỳ (bao gồm các công ty sản xuất thép) bởi vì: 1/ Lợi nhuận và chỉ số P/E của các công ty chu kỳ có độ biến động cao, 2/ Chỉ số P/B phản ánh chính xác hơn mức trả giá của thị trường – khi kì vọng về giai đoạn phục hồi của ngành. So sánh mức trung bình P/B giai đoạn 2015-2024 (ở 1,8x) của cổ phiếu HPG, chúng tôi cho rằng mức P/B ở 1,6x là phù hợp đối với: 1/Một công ty có vị thế 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/ Chiết khấu một phần rủi ro ngắn hạn từ thị trường xuất khẩu.

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HPG trên mỗi Cổ phiếu (VND)

GTSS (VND)	P/B							
	GTSS	1	1,2	1,4	1,6	1,8	2	2,2
	2024	17.924	17.924	21.509	25.094	28.679	32.264	35.848
	2025	20.627	20.627	24.753	28.878	33.003	37.129	41.254

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: P/B lịch sử của cổ phiếu HPG



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá, giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu HPG là **33.800 đồng**, tương đương PE và PB dự phóng 2025 lần lượt là 13x và 1,7x. Dựa trên giá đóng cửa vào ngày 29/04/2025, chúng tôi tin rằng thị giá hiện tại của HPG chưa phản ánh đầy đủ giá trị tài sản và vị thế của doanh nghiệp. Ngoài ra, các nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy (bảng 2) của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình đối với cổ phiếu này.

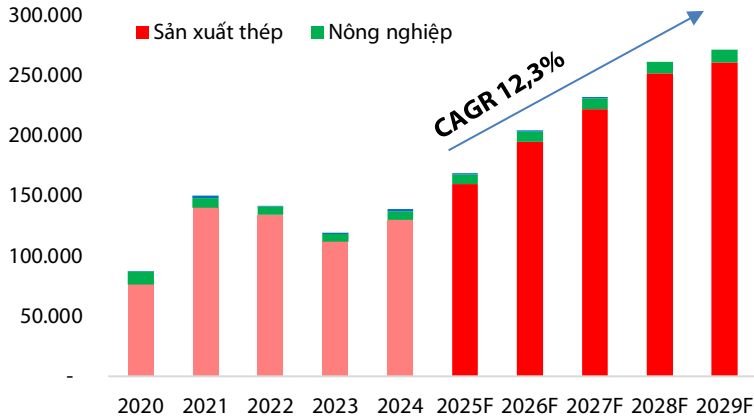
Bảng 3: Tổng hợp định giá HPG

Phương pháp	Trọng số	Giá	Đóng góp
FCFF	50%	34.600	17.300
P/B (1,6x)	50%	33.100	16.500
Giá mục tiêu			33.800

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

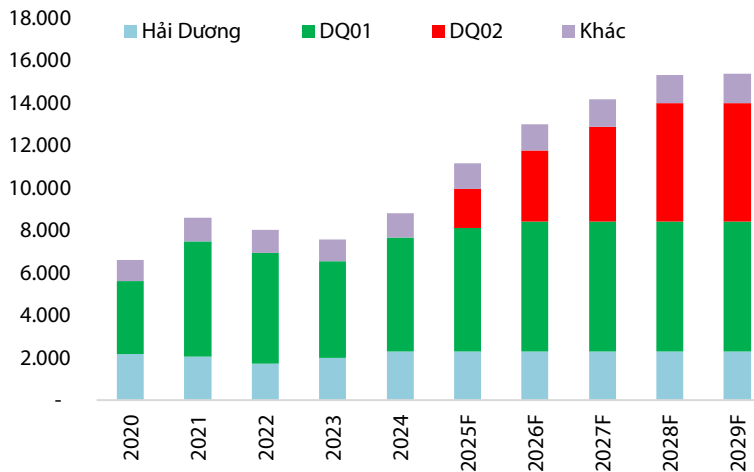
Doanh thu: Với vị thế sẵn có (tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu) cùng kế hoạch đầu tư nhà máy Dung Quất 02 (DQ02, đưa vào hoạt động trong 2025 và đạt 100% công suất vào năm 2029), chúng tôi kỳ vọng HPG có thể đáp ứng được ~55% nhu cầu tiêu thụ HRC nội địa). Doanh thu giai đoạn 2025-2029 dự kiến đạt mức tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 12,3%.

Hình 2: Doanh thu thuần của HPG (Tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 4: Sản lượng bán hàng của HPG theo nhà máy (nghìn tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt dự phóng

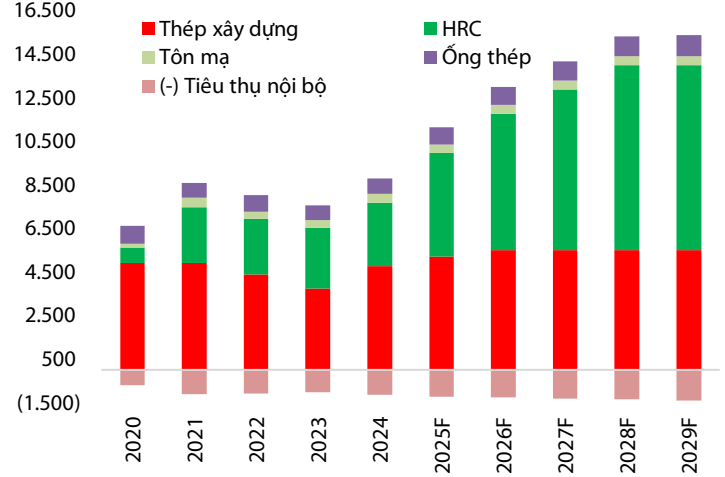
Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng. Xem thêm thông tin trong Phụ lục. ([Tham khảo trang 30](#))

Về dự báo doanh số bán hàng trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Thép xây dựng: Với các Khu Liên hợp hiện có (Hải Dương và DQ01, tổng công suất đạt 5,6 triệu tấn/năm), chúng tôi cho rằng các nhà máy sẽ hoạt động với ~100% công suất trong giai đoạn 2025-2026, duy trì vị thế là doanh nghiệp có thị phần thép xây dựng lớn nhất tại Việt Nam. Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của ngành thép (cụ thể là sản phẩm thép xây dựng) sẽ duy trì mức tăng trưởng CAGR giai đoạn 2025-2026 đạt 8% ([Tham khảo trang 16](#)) giúp HPG duy trì thị phần thép xây dựng ở 35%.

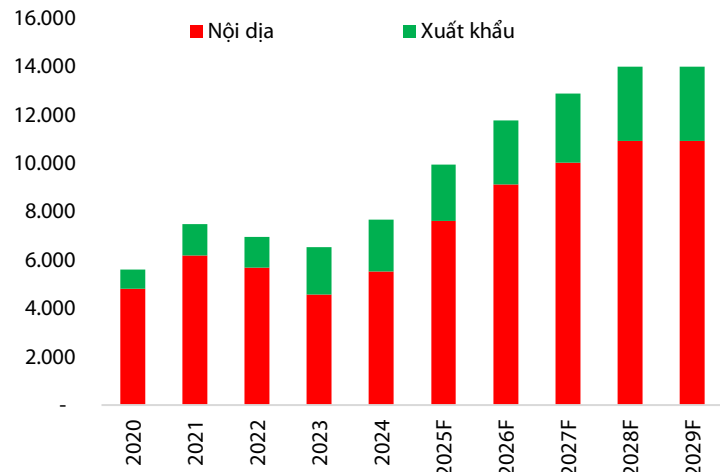
Thép cán nóng (HRC) – nhà máy DQ2 đưa vào hoạt động và đạt công suất tối đa trong giai đoạn 2025-2028: Hiện nay khu liên hợp DQ01 (dây chuyền sản xuất HRC) đã hoạt động với 100% công suất (2,9 triệu tấn/năm), vì vậy dự địa tăng trưởng sản lượng dài hạn của HPG sẽ phụ thuộc nhiều vào hiệu quả hoạt động của DQ02 (đã đi vào vận hành từ quý 1/2025).. Với lợi thế từ 1/ Vị thế dẫn đầu ngành của HPG,

Hình 3: Sản lượng bán hàng của HPG theo sản phẩm (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 5: Sản lượng bán hàng của HPG theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

và các sản phẩm HRC của Công ty đã được các công ty tôn mạ tiêu thụ trong thời gian trước đây, 2/ Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc ([Tham khảo trang 19](#)), 3/ Lợi thế dài hạn ở thị trường xuất khẩu, nhờ xu hướng giảm lượng phát thải carbon ([Tham khảo trang 20](#)), chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ cải thiện hiệu suất hoạt động lên ~100% trong năm 2028, tương ứng với sản lượng DQ02 giai đoạn 2025-2028 dự kiến đạt mức tăng trưởng kép CAGR là 42%.

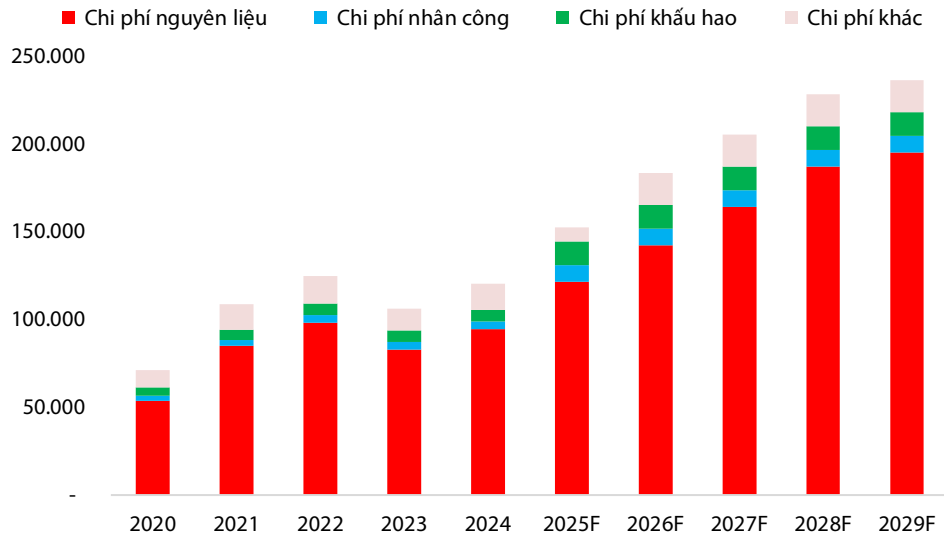
- **Thị trường nội địa:** Chúng tôi kỳ vọng 80% sản lượng sẽ được tiêu thụ tại thị trường nội địa, với 1/ Việc áp thuế CBPG sẽ dẫn đến thiếu hụt nguồn cung HRC cho các nhà sản xuất thép dẹt nội địa, 2/ Giảm rủi ro liên quan đến các biện pháp phòng vệ thương mại (tại thị trường xuất khẩu). Cùng với kỳ vọng thị trường nội địa sẽ duy trì mức 13 triệu tấn/năm (về sản lượng tiêu thụ, [Tham khảo trang 17](#)), chúng tôi kỳ vọng nhà máy DQ02 có thể đáp ứng ~55% nhu cầu nội địa (sản lượng HRC nội địa 2028 đạt 6,6 triệu tấn, đến từ cả nhà máy DQ01 và 02).
- **Thị trường xuất khẩu:** Với các hoạt động điều tra chống bán phá giá và bảo hộ thương mại của các thị trường xuất khẩu chính (Hoa Kỳ, EU,...), chúng tôi cho rằng thị trường xuất khẩu sẽ không thể ghi nhận tăng trưởng trong giai đoạn 2025-2026, tương đương với việc HPG sẽ giành khoảng 20% sản lượng từ DQ02 cho thị trường xuất khẩu. Chúng tôi kỳ vọng các chính sách bảo hộ sẽ được nới lỏng hơn trong giai đoạn 2026 trở về sau, khi nhu cầu hồi phục rõ ràng, sức ép từ thị trường thép Trung Quốc giảm xuống, và các biện pháp khuyến khích giảm phát thải carbon trên các sản phẩm thép, thì HPG – với chiến lược đầu tư công nghệ phù hợp tại nhà máy DQ02 – sẽ có thể ghi nhận tăng trưởng sản lượng ([Tham khảo trang 18](#)).
- **Tiêu thụ nội bộ:** Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ nội bộ sẽ tương đương với sản lượng bán hàng các sản phẩm thép dẹt hạ nguồn (tôn mạ, thép ống), khi HPG sẽ lấy HRC từ nhà máy DQ01 để phục vụ cho các nhà máy này. Sản lượng tiêu thụ thép ống kỳ vọng có mức tăng trưởng trung bình 5%/năm (hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng), trong khi sản lượng tôn mạ dự kiến duy trì ở 400.000 tấn/năm (nhà máy tôn mạ hoạt động ở 100% công suất, trong khi HPG không có kế hoạch mở rộng hoạt động của doanh nghiệp này).

Giá vốn sản xuất phụ thuộc vào giá nguyên liệu chính (than cốc, quặng sắt chiếm khoảng 60% giá vốn sản xuất), chúng tôi nhận thấy giá nguyên liệu – thành phẩm sẽ có biến động phân hóa, được đề cập chi tiết trong mục chu kỳ hồi phục của giá thép ([Tham khảo trang 25](#)).

Lợi nhuận ròng: Trong giai đoạn thị trường thép hồi phục (2025-2028), với vị thế doanh nghiệp trong ngành, chính sách tồn kho thận trọng và sự hồi phục của giá thành phẩm, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện từ mức 15,8% (2025) lên 18,4% (2028).

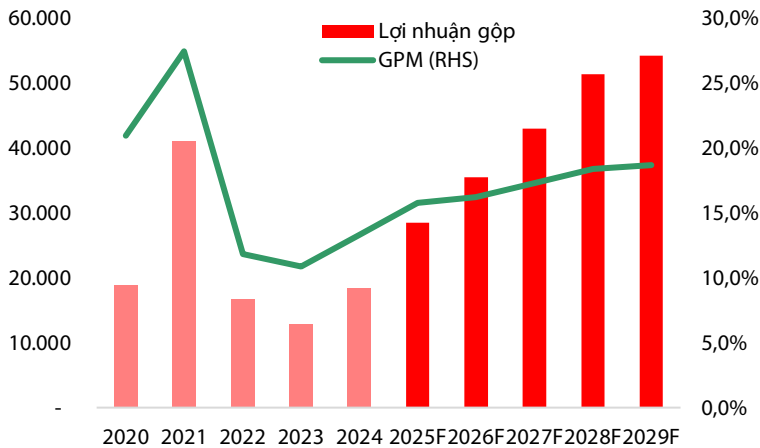
Lợi nhuận gộp: Do tính chất của hoạt động sản xuất thép, nguyên liệu chính (than cốc, quặng sắt, thép phế) chiếm 75-80% cấu thành giá vốn sản xuất, nên đây là sẽ là yếu tố chính để ước tính giá vốn hàng bán của HPG qua các năm (Các giả định về giá nguyên liệu và thành phẩm - [Tham khảo trang 25](#)). Với kịch bản: 1/ Chu kỳ hồi phục của giá thép trong giai đoạn 2025-2028, 2/ Công ty duy trì chính sách tồn kho thận trọng (mức tồn kho nguyên liệu trung bình ~3 tháng, tương đương nguyên liệu cho 01 quý sản xuất) và 3/ Lợi thế về chi phí của nhà máy DQ02 ([Tham khảo trang 22](#)), chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp (GPM) của HPG sẽ cải thiện từ mức 15,7% (2025) lên 18,3% (2028-2029) (phù hợp với doanh nghiệp thép quy mô lớn, sử dụng công nghệ BOF, tại Việt Nam).

Hình 6: Cơ cấu giá vốn hàng bán của HPG – giai đoạn 2020-2029 (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt dự phóng

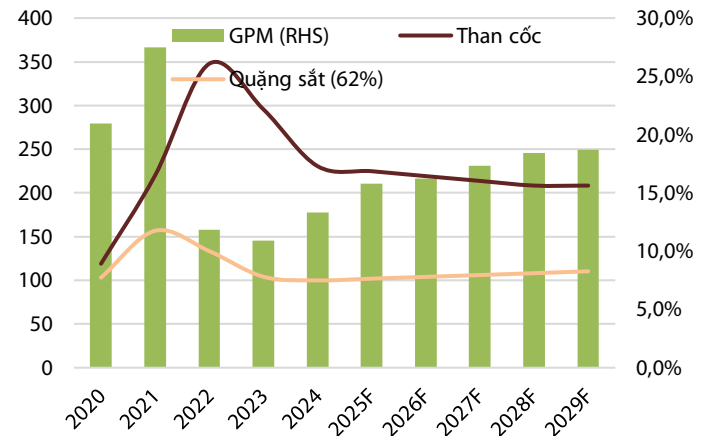
Hình 7: Lợi nhuận gộp của HPG (Tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt dự phóng

* GPM: Biên Lợi nhuận gộp (%)

Hình 8: Biên lợi nhuận gộp của HPG so với biến động giá nguyên liệu chính (USD/tấn, kịch bản cơ sở) (%)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt.

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. ([Tham khảo trang 30](#)).

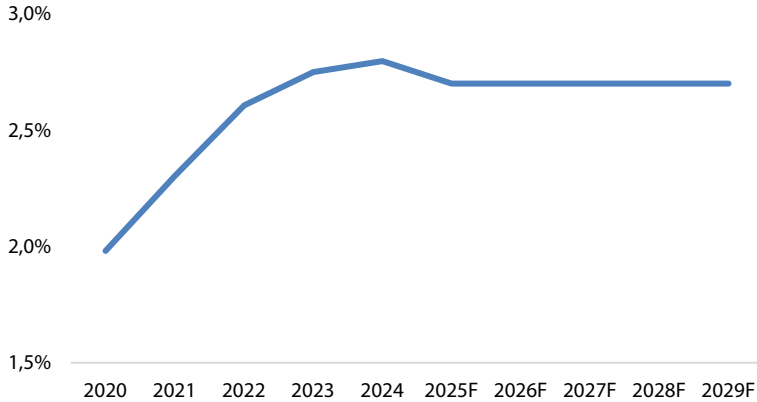
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp: chiếm lần lượt 1,7% và 1,1% trong tổng doanh thu năm 2025. Chúng tôi giả định HPG có thể quản lý tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần ở mức 2,7% trong suốt giai đoạn 2025-2029 khi cho rằng với vị thế của HPG trong ngành, công ty có thể duy trì chính sách chiết khấu (với đại lý, nhà nhập khẩu,...) mà không cần tăng tỷ lệ chiết khấu bán hàng, kể cả khi đưa nhà máy mới vào hoạt động.

Lợi nhuận ròng: Lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp đến từ: 1/ Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính (sản xuất thép - đã được phân tích ở phần trên), và 2/ Lãi/lỗ ròng từ hoạt động tài chính. Trong đó, chúng tôi nhận thấy lỗ ròng từ hoạt động tài chính sẽ tăng cao trong giai đoạn 2025-2029 do chi phí lãi vay từ các khoản cho vay dài hạn (tài trợ cho việc đầu tư nhà máy DQ02, khi không còn được vốn hóa chi phí lãi vay do nhà máy đã đi vào hoạt động); phần lỗ từ chênh lệch tỷ giá sẽ tương đối thấp, do doanh nghiệp không còn dư nợ vay bằng đồng USD. DQ02 dự kiến sẽ được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp

(0% cho 02 năm đầu tiên và 10% cho 4 năm tiếp theo). Qua đó, lợi nhuận sau thuế (LNST) của HPG giai đoạn 2025-2029 dự kiến tăng trưởng với mức CAGR đạt 23%.

Hiệu quả sử dụng nguồn vốn: Chúng tôi kì vọng tỷ lệ lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (ROE) của Công ty có thể cải thiện và đạt 18% trong giai đoạn 2028-2029 (khi DQ02 hoạt động ổn định); đến từ: 1/ Vòng quay Tài sản cải thiện (lên 0,8x) nhờ doanh thu tăng trưởng (đưa DQ02 vào hoạt động), và 2/ Biên lợi nhuận ròng cải thiện lên 14,6% (khi biên GPM cải thiện lên 18,7% trong giai đoạn 2028-2029).

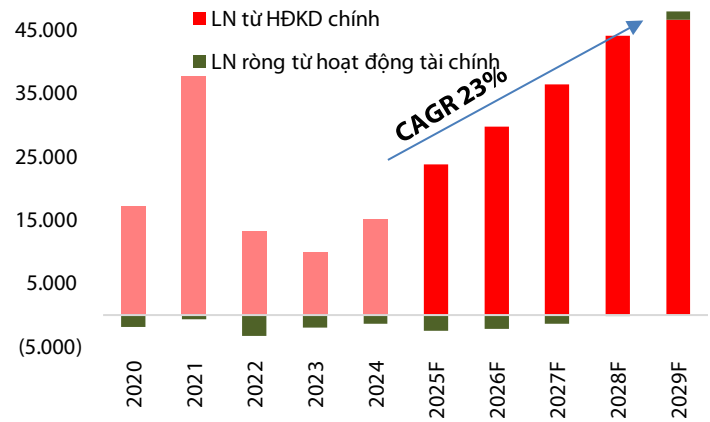
Hình 9: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của HPG (%)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

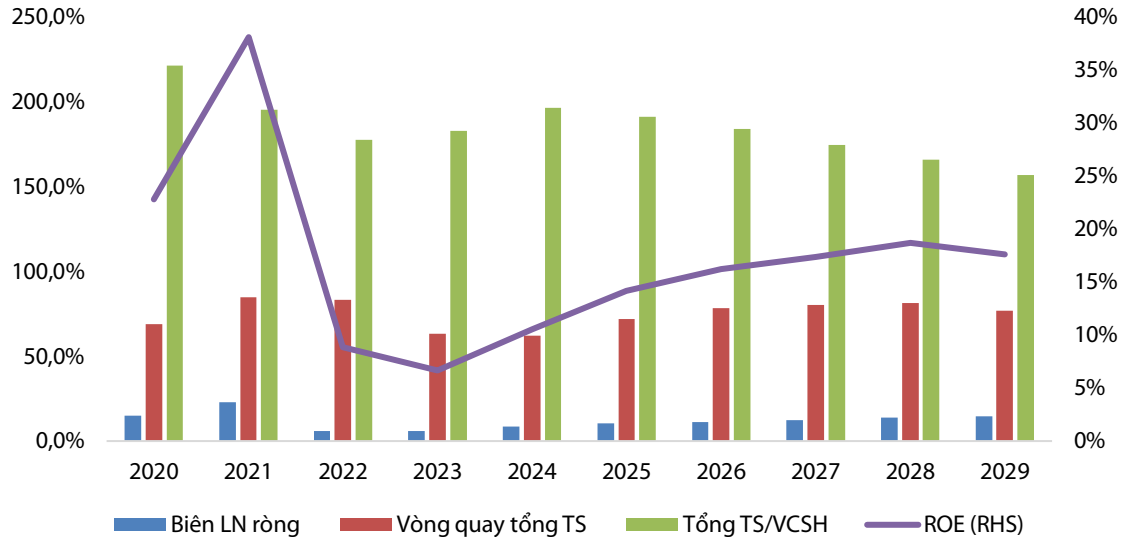
Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục. ([Tham khảo trang 22](#))

Hình 10: Lợi nhuận trước thuế của HPG, theo hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Phân tích tỷ lệ hoàn vốn trên vốn chủ sở hữu (ROE) theo phương pháp Dupont



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

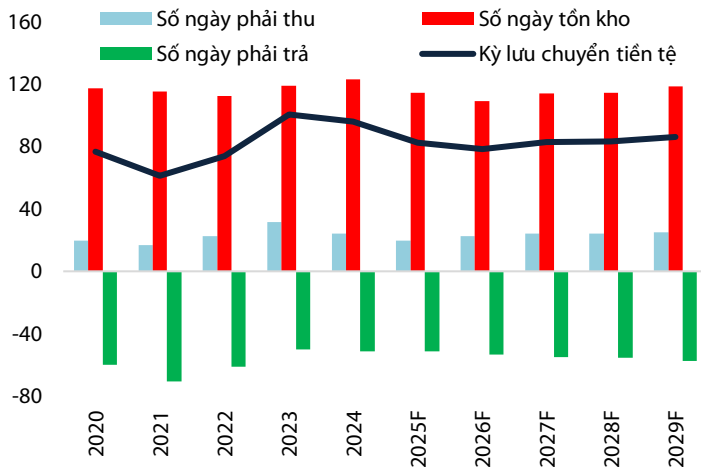
Đầu tư TSCĐ: HPG đã tiến hành nhà máy DQ02 trong giai đoạn 2022-2024 (chi tiết về nhà máy có thể [Tham khảo trang 22](#)), với số dư trên tài sản dở dang đạt 60 nghìn tỷ đồng (cuối năm 2024). Chúng tôi cho rằng số tiền đầu tư còn lại (~15.000 tỷ đồng) sẽ được giải ngân vào năm 2025 (tập trung vào việc lắp đặt các thiết bị), đảm bảo cho nhà máy DQ02 có thể hoạt động (cả 02 giai đoạn) trong năm 2026. Đối với kế hoạch xây dựng nhà máy ray đường sắt, chúng tôi cho rằng tiến độ dự án phụ thuộc vào: 1/Tiến độ dự án Đường sắt cao tốc Bắc – Nam (đặc biệt liên quan đến tiến độ GPMB – một trong những bước quan

trọng nhất), và 2/ Chính sách hỗ trợ của Chính phủ nhằm đảm bảo đầu ra của dự án. Vì vậy chúng tôi chưa đưa dự án vào mô hình định giá, cũng như kế hoạch đầu tư tài sản của doanh nghiệp.

Nợ vay: Với kế hoạch đầu tư DQ02, chúng tôi nhận thấy HPG huy động 50% vốn vay để tài trợ cho nhà máy, với dư nợ vay dài hạn đạt 30.379 tỷ đồng (tại cuối 2024). Đáng chú ý, HPG chuyển toàn bộ các khoản vay sang VND (nhằm tránh rủi ro biến động tỷ giá) và lãi suất vay ở mức 2,6%-7,2%/năm (mức tương đối thấp – so với mức vay dài hạn trung bình ở 9-10%), gốc vay được hoàn trả trong vòng 05 (2029-2030, phù hợp với thời điểm nhà máy DQ02 hoạt động với 100% công suất). Dư nợ vay ngắn hạn dự kiến tăng lên mức 75.000 tỷ đồng trong giai đoạn 2027-2028 trở về sau (nhằm tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động, chủ yếu là hàng tồn kho). Chỉ số thanh toán nhanh (quick liquidity ratio) duy trì ở mức 0,8x (tương đương so với các doanh nghiệp thép) cho thấy Công ty duy trì nợ vay ngắn hạn ở mức phù hợp, tránh rủi ro mất khả năng thanh toán ngắn hạn.

Vốn lưu động: Chúng tôi giả định các vòng quay vốn lưu động (hàng tồn kho, khoản phải thu,...) sẽ ổn định trong giai đoạn 2024-2029, đến từ chính sách quản lý thận trọng của doanh nghiệp nhằm tránh rủi ro biến động giá nguyên liệu như trong giai đoạn 2021-2022 (đặc biệt khi quy mô doanh nghiệp tăng lên đáng kể do đưa DQ02 vào vận hành). Ngoài ra, với lợi thế từ vị thế doanh nghiệp trong ngành cùng số dư tiền gửi lớn (19.000 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2024), Công ty có ưu thế tài trợ hoàn toàn nhu cầu vốn lưu động bằng nợ ngắn hạn với lãi suất cạnh tranh (trung bình ở 4%/năm).

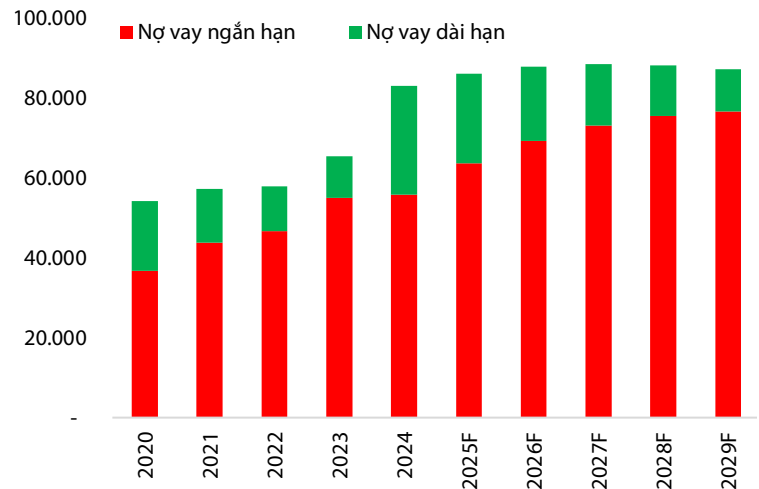
Hình 12: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả



Nguồn: HPG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục ([Tham khảo trang 31](#)).

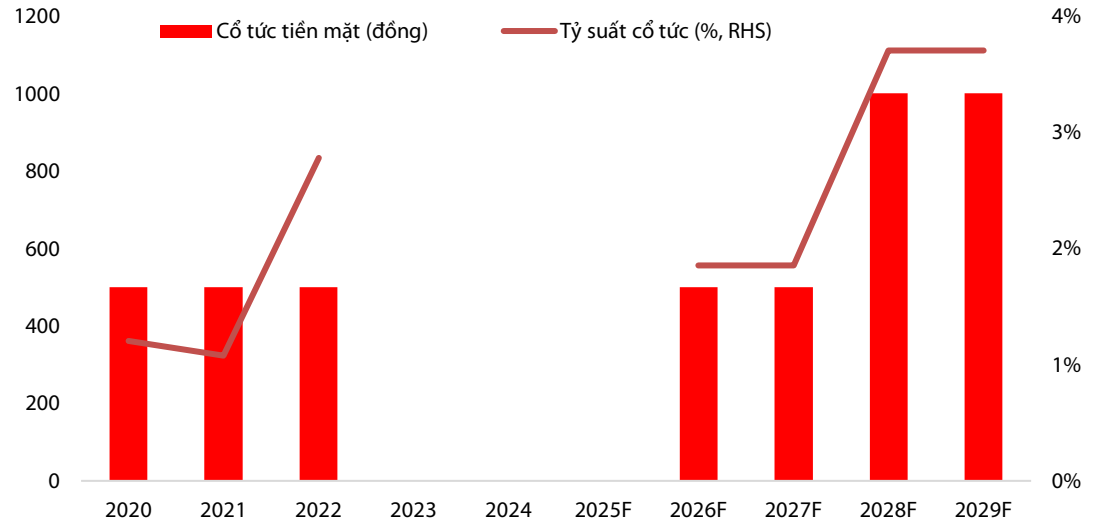
Hình 13: Dự phóng tổng nợ (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt dự phóng.

Chính sách cổ tức tiền mặt: Cho giai đoạn 2026-2027, sau khi hoàn thành đầu tư DQ02, chúng tôi cho rằng HPG sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hàng năm định ở 500 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất cổ tức từ 2%/năm, không hấp dẫn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (4-5%/năm). Cho giai đoạn từ 2028 trở về sau, với việc DQ02 giai đoạn 01 hoạt động ổn định, chúng tôi cho rằng HPG sẽ tăng tỷ lệ chi trả cổ tức lên lên 1.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên với rủi ro biến động về mặt lợi nhuận của HPG (phụ thuộc vào chu kỳ của ngành thép), chúng tôi cho rằng HPG không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

Hình 14: Cổ tức tiền mặt của HPG (VND)



Nguồn: HPG, CTCK Rông Việt dự phóng.

Trong năm 2023-2025, công ty không trả cổ tức bằng tiền mặt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục ([Tham khảo trang 31](#)).

Bảng 4: Tổng hợp dự phóng KQKD của HPG giai đoạn 2025 – 2026, và giả định liên quan

Đơn vị: tỷ đồng	2025F	YoY %	2026F	YoY %	Giả định
Sản lượng (Nghìn tấn)	11.147	26,8%	12.988	16,5%	
Trong đó: Thép xây dựng	5.200	9,1%	5.490	5,6%	
HRC	4.748	63,7%	6.260	31,8%	Nhà máy DQ02 hoạt động lần lượt với hiệu suất 30% (2025) và 60% (2026)
Doanh thu	180.667	30,1%	218.673	21,0%	
Thép	159.622	23,7%	194.507	21,9%	Tăng trưởng doanh thu chủ yếu từ tăng trưởng sản lượng, và giá bán dự kiến có mức hồi phục trung bình 3%/năm
Nông nghiệp	7.844	13,5%	8.436	7,6%	
BDS	1.259	-40,7%	1.276	1,4%	
Lợi nhuận gộp	28.527	54,2%	35.514	24,5%	Biên GPM hồi phục lần lượt về 15,8% (2025) và 16,2% (2026), nhờ giá bán hồi phục và giá than cốc giảm nhẹ
Chi phí bán hàng & quản lý	(4.878)	25,6%	(5.904)	21,0%	Chi phí SG&A /doanh thu duy trì ở 2,7%
LNTT và lãi vay	23.649	61,8%	29.609	25,2%	
Doanh thu tài chính	2.690	2,7%	3.240	20,4%	Doanh thu chủ yếu bao gồm: 1/ Doanh thu từ tiền gửi với lãi suất trung bình ở 4%.năm; 2/ Doanh thu từ chênh lệch tỷ giá (do HPG có ~20% doanh thu từ hoạt động xuất khẩu)
Chi phí tài chính	(5.216)	31,5%	(5.406)	3,7%	Chi phí tài chính chủ yếu từ chi phí lãi vay dài hạn (tài trợ cho hoạt động đầu tư nhà máy DQ02)
Lãi (lỗ) từ công ty LDLK	-	-	-	-	
LNTT	21.265	55,3%	27.585	29,7%	
Chi phí thuế TNDN	(2.566)	53,3%	(3.010)	17,3%	
LNST công ty mẹ	18.699	55,6%	24.574	31,4%	
EPS (VND)	2.748	55,6%	3.611	31,4%	

Nguồn: CTCK Rông Việt dự phóng.

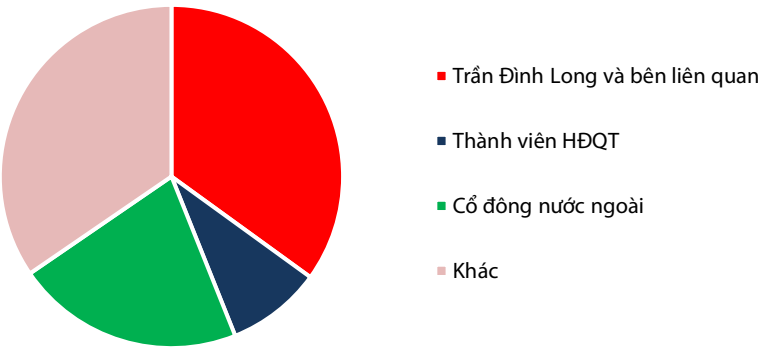
PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG) được thành lập vào năm 1992, sáng lập bởi ông Trần Đình Long (chủ tịch HĐQT) cùng với hầu hết các thành viên HĐQT hiện nay, với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất đồ gia dụng bằng thép. Từ năm 2000, Công ty bắt đầu bước vào hoạt động sản xuất thép thành phẩm, với việc đầu tư nhà máy thép xây dựng Hưng Yên (sử dụng công nghệ lò điện – EAF, công suất 300 nghìn tấn/năm). Nhận thấy hiệu quả của việc sử dụng công nghệ lò cao (BOF) trong việc sản xuất thép thành phẩm (lợi thế về quy mô so với công nghệ lò hồ quang điện – EAF), HPG trở thành doanh nghiệp Việt Nam tiên phong trong việc đầu tư nhà máy sử dụng công nghệ BOF, lần lượt với: 1/ Khu liên hợp Hải Dương (2,2 triệu tấn/năm, 3 giai đoạn, 2010-2017), 2/ Khu liên hợp Dung Quất 01 (6 triệu tấn/năm, 2 giai đoạn, 2019-2021). Khu liên hợp Dung Quất 01 (DQ01) cũng đánh dấu bước chuyển mình của HPG trong việc sản xuất thép cuộn cán nóng (HRC) – nguyên liệu đầu vào cho các sản phẩm thép dẹt (ứng dụng trong không chỉ lĩnh vực xây dựng mà sản xuất công nghiệp). Tính tới năm 2024, HPG là nhà sản xuất thép thô có thị phần lớn nhất tại Việt Nam (chiếm 40% tổng thị phần sản xuất).

Hiện tại, HPG được chi phối bởi các cổ đông lớn (người nội bộ (người liên quan) cùng cổ đông tổ chức nước ngoài) và chiếm 65% số cổ phiếu đang lưu hành, bao gồm: 1/ Chủ tịch HĐQT – ông Trần Đình Long – và người liên quan (35%), 2/ Cổ đông nước ngoài (hầu hết là các nhà đầu tư tổ chức, chiếm 21,5%), 3/ Thành viên HĐQT và Ban Tổng giám đốc (9%).

Hình 15: Các cổ đông chính của HPG



Nguồn: HPG, CTCK Rông Việt

Bảng 5: Danh sách các nhà máy đang hoạt động của HPG

Nhà máy	Năm vận hành	Sản phẩm	Công suất thành phẩm (nghìn tấn/năm)	Giai đoạn đầu tư
NM Hưng Yên	2001	Thép xây dựng	300	- 01 giai đoạn (2001): 300 nghìn tấn/năm
KLH Hải Dương	2010-2017	Thép xây dựng	2.200	- Giai đoạn 1 (2010): 400 nghìn tấn/năm - Giai đoạn 2 (2014): 500 nghìn tấn/năm - Giai đoạn 3 (2016-2017): 1.300 nghìn tấn/năm
KLH Dung Quất 01	2020-2021	Thép xây dựng, HRC	5.600	- Giai đoạn 1 (2020): 3.200 nghìn tấn/năm (gồm 1.600 tấn HRC/năm) - Giai đoạn 1 (2021): 2.400 nghìn tấn/năm (gồm 1.200 tấn HRC/năm)
KLH Dung Quất 02	2025-2026	HRC	5.600	- Giai đoạn 1 (2025): 2.800 nghìn tấn/năm - Giai đoạn 2 (2026): 2.800 nghìn tấn/năm
NM Tôn Hòa Phát	2019	Tôn mạ	400	
Hệ thống NM ống thép	1996-2020	Ống thép	1.000	- 04 nhà máy (Hưng Yên, Đà Nẵng, Bình Dương, Long An)

Nguồn: HPG, CTCK Rông Việt

Hình 16: Thép thanh cho xây dựng công trình



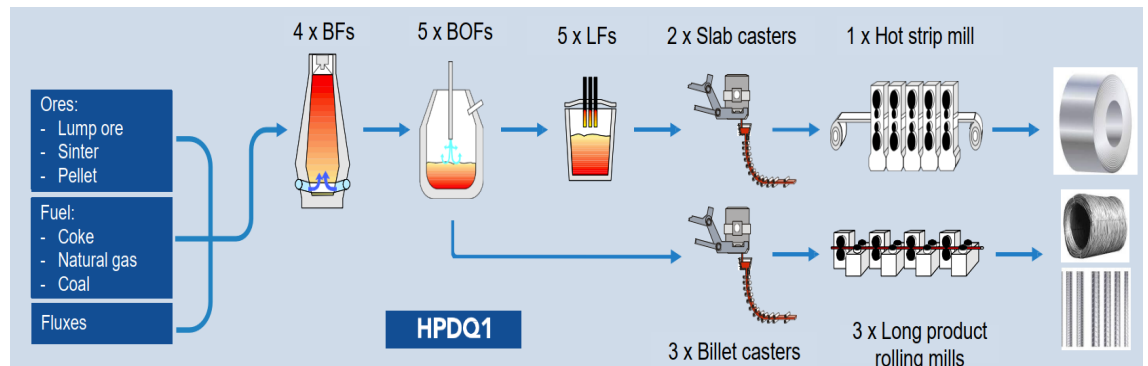
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Thép cán nóng (HRC) trước khi được đưa vào dây chuyền tẩy rỉ (trong nhà máy tôn mạ)



Nguồn: GDA, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Quy trình sản xuất theo mô hình lò BOF, với thành phẩm là thép thanh và HRC, tại nhà máy Dung Quất 01



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

BF: Lò cao; LF: Lò luyện thép lỏng; Caster: Máy đúc thép, Mill: Máy cán thép

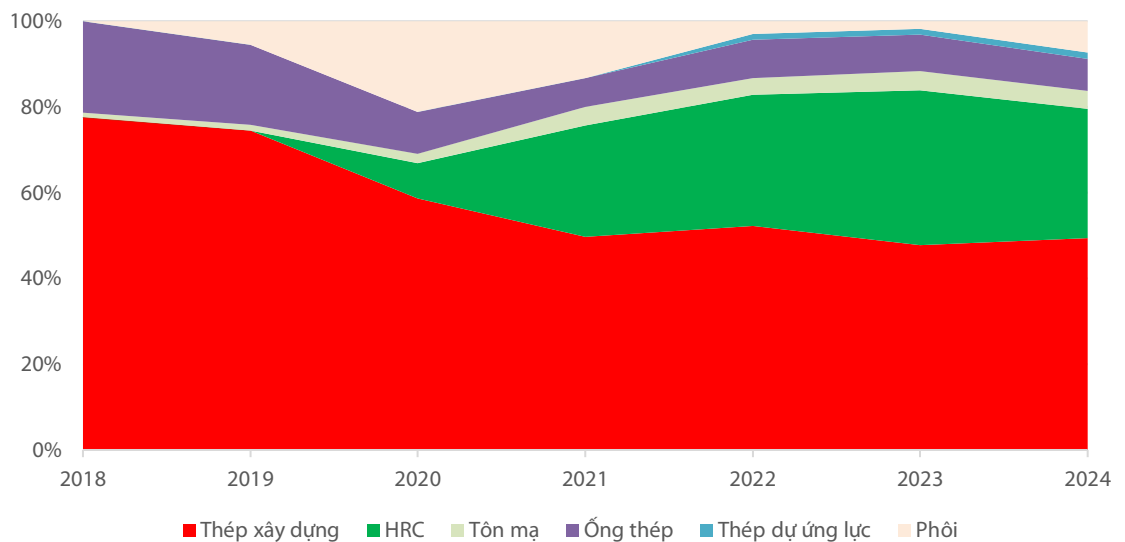
Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Về cơ cấu sản phẩm, sản phẩm chính của Công ty là thép và các sản phẩm về thép, hình thành trong quá trình luyện quặng sắt (iron ore) thông qua lò cao (BOF). Năm 2024, HPG đã sản xuất 8,7 triệu tấn thép thô, trong đó bao gồm:

- Phôi (billets, slab,...): sản phẩm trung gian trong quá trình sản xuất thép, được tạo ra từ quá trình luyện gang và dùng làm nguyên liệu để sản xuất các sản phẩm thép thành phẩm (thép dài, thép dẹt,...). Đây là một dạng bán thành phẩm, và có thể thành sản phẩm tiêu thụ thương mại (tùy theo nhu cầu của khách hàng). Nhìn chung, sản lượng phôi tiêu thụ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng lượng thép sản xuất (chiếm 8% sản lượng sản xuất trong 2024). Ngoại lệ có năm 2021 – đưa DQ01 đưa vào hoạt động – HPG tăng tỷ trọng bán phôi trực tiếp lên 16% (xuất khẩu sang Trung Quốc, khi thị trường này gặp tình trạng thiếu hụt nguồn cung tạm thời).
- Thép xây dựng (thép cuộn, thép thanh): Đây là sản phẩm chính của HPG trong suốt giai đoạn bắt đầu đầu tư nhà máy thép (2001) đến khi DQ01 – giai đoạn 01 – đi vào hoạt động 2019. Sản phẩm chính của thép xây dựng có thể chia thành thép dây (33% sản lượng) và thép thanh (67% sản lượng), sử dụng phổ biến cho hoạt động xây dựng dân dụng và xây dựng hạ tầng. Ứng dụng phổ biến nhất của thép xây dựng là dùng cho trụ đỡ của các công trình (khung sườn tòa nhà, trụ bê tông,...), vì vậy sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm thép xây dựng sẽ phụ thuộc và chu kỳ phát triển của thị trường BĐS (hầu hết sản lượng thép xây dựng được sử dụng trong hoạt động xây dựng dân dụng).

- Thép cán nóng (HRC): là loại thép được sản xuất bằng phương pháp cán nóng, tức là thép được nung chảy ở nhiệt độ cao (thường trên 1000°C) và sau đó được đưa qua các con lăn để tạo thành tấm, cuộn với kích thước lớn. HRC có ứng dụng trong nhiều hoạt động, bao gồm: 1/ Xây dựng dân dụng, khi HRC là nguyên liệu cho sản xuất tôn mạ và ống thép; 2/ Sản xuất công nghiệp, khi HRC là nguyên liệu chính cho sản xuất kết cấu máy móc, vỏ tàu, khung xe, thùng xe tải,... DQ01 chính thức hoạt động vào năm 2020, đã đánh dấu cột mốc đưa HPG trở thành nhà sản xuất Việt Nam đầu tiên có thể cung cấp HRC cho thị trường nội địa.
- Các sản phẩm thép dẹt khác (tôn mạ, ống thép): Đây là các sản phẩm hạ nguồn của HRC, dùng chủ yếu cho các hoạt động xây dựng dân dụng. Trong đó HPG hiện là nhà sản xuất ống thép đứng đầu tại thị trường Việt Nam (chiếm 27,7% tổng thị phần). Các sản phẩm này được sử dụng như đầu ra để tiêu thụ cho mặt hàng thép cán nóng của doanh nghiệp.
- Thép dự ứng lực (PC bar, PC strand): Thép dự ứng lực là loại thép chuyên dụng trong xây dựng, được sử dụng trong kết cấu bê tông dự ứng lực nhằm tăng cường khả năng chịu lực và giảm biến dạng của kết cấu theo thời gian. Đây là một phần quan trọng trong kỹ thuật xây dựng cầu, nhà cao tầng, và các công trình yêu cầu độ bền cao. Giá bán thép dự ứng lực thường cao hơn 40-50% so với thép xây dựng, nhưng đóng góp trong tổng sản lượng bán hàng của HPG chưa cao (135 nghìn tấn trong 2024, chiếm 1,5% tổng sản lượng) do tính ứng dụng trong xây dựng dân dụng tại Việt Nam chưa cao.

Hình 19: Cơ cấu sản lượng của HPG theo loại sản phẩm



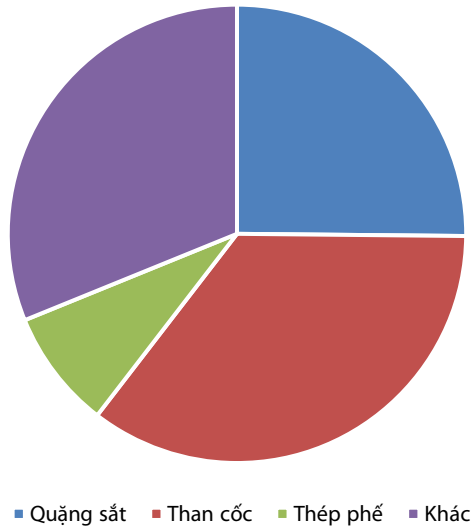
Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Về nguyên liệu, Công ty sử dụng công nghệ lò cao (blast furnace – BOF), trong đó quặng sắt (hoặc quặng sắt gang) được nấu chảy trong lò cao để tạo ra gang lỏng, từ đó được tinh chế và chuyển thành thép. Quá trình này sử dụng nhiên liệu là than cốc và các chất phụ gia khác để giảm oxit sắt trong quặng, tạo ra gang. Gang lỏng này sẽ tiếp tục được xử lý trong các lò khác (như lò điện hoặc lò chuyển tiếp) để sản xuất thép thành phẩm. Trong cơ cấu chi phí của lò BOF (giá vốn COGS, chưa bao gồm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp), nguyên liệu sản xuất (quặng sắt, than cốc và thép phế) chiếm ~70% giá thành, và các biến động về giá nguyên liệu này sẽ ảnh hưởng lớn tới giá bán của doanh nghiệp:

- Quặng sắt (25% giá thành): HPG chủ yếu nhập quặng sắt hàm lượng 62%-65% (một trong những loại quặng có hàm lượng cao trên thị trường) nhằm đảm bảo chất lượng cho các sản phẩm thép của họ. Do Việt Nam chưa thể khai thác quặng sắt với hàm lượng như yêu cầu, HPG hiện chủ yếu nhập khẩu quặng sắt từ các quốc gia có nguồn cung lớn (Brazil, Australia), sử dụng các hợp đồng tương lai (3-6 tháng) để phòng ngừa rủi ro biến động giá nguyên liệu. Doanh nghiệp cũng đang đề xuất khai thác lại các mỏ quặng sắt tại Hà Giang và Hà Tĩnh. Với mỏ Roper Valle tại Úc (HPG mua lại trong năm 2021), doanh nghiệp chưa có kế hoạch đầu tư để khai thác trong giai đoạn 2025-2026.

- Than cốc (35% giá thành): Than cốc hiện nay vẫn là nguyên liệu chính (sinh nhiệt) trong các lò cao, và HPG cũng đang nhập khẩu chủ yếu từ Australia – nguồn cung than cốc chính trên thị trường. Ngoài ra Nga cũng là một nước có nguồn cung than lớn, tuy nhiên do các vấn đề cấm vận liên quan tới xung đột Nga – Ukraine, HPG tránh nhập khẩu than từ Nga, và ảnh hưởng chung tới giá than trong giai đoạn 2022 tới nay (duy trì ở mức cao, trên USD 200/tấn). Việc sử dụng than cốc làm nguyên liệu còn gây ra vấn đề liên quan tới phát thải khí thải nhà kính, một vấn đề cần quan tâm trong dài hạn (đặc biệt trong xu hướng sử dụng thép xanh tại các thị trường xuất khẩu, đề cập ở phần sau).
- Thép phế (8% giá thành): chủ yếu được sử dụng để tái chế và sản xuất thép mới. Khi đưa vào lò cao, thép phế liệu sẽ được nấu chảy và kết hợp với các nguyên liệu khác như quặng sắt, than cốc, giúp loại bỏ tạp chất và tạo ra thép có chất lượng cao. Nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm, HPG cũng chủ yếu nhập khẩu từ các nước như Nhật Bản, Úc

Hình 20: Cơ cấu giá thành trong hoạt động sản xuất thép từ công nghệ lò BOF

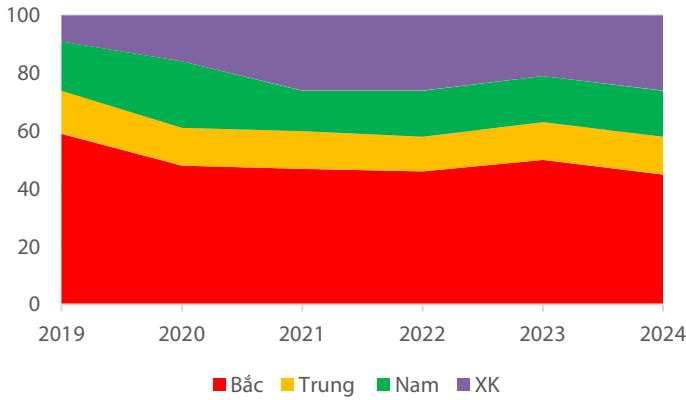


Nguồn: Steelonthenet, CTCK Rồng Việt

Về thị trường, trước thời điểm khai thác nhà máy DQ01 (2020) thì HPG chủ yếu tập trung vào thị trường nội địa, khi sản phẩm chính của họ - thép xây dựng – được tiêu thụ tại thị trường Việt Nam. Với lợi thế về giá thành (sản phẩm thép từ lò BOF có giá thành thấp hơn 10-20% so với sản phẩm thép từ lò điện EAF), HPG đã dần lấy thị phần thép xây dựng từ các nhà sản xuất nội địa, từ mức 21% (2015-2016) lên 35% (2022 đến nay). Thị trường xuất khẩu được doanh nghiệp chú ý hơn khi đưa nhà máy DQ01 vào hoạt động (2021 đến nay), khi sản phẩm HRC được quan tâm tại các thị trường Đông Nam Á (lợi thế về địa lý) và Châu Âu (lợi thế về giá thành).

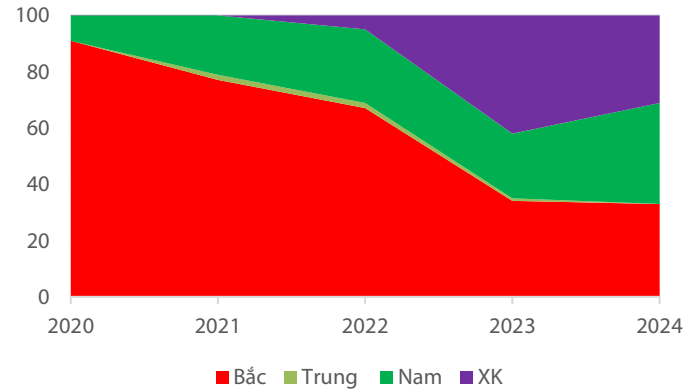
- Thép xây dựng: Trước khi DQ01 đi vào hoạt động, miền Bắc là thị trường trọng điểm của HPG (chiếm 59% sản lượng bán hàng trong năm 2019), nhờ lợi thế về vị trí địa lý của Khu liên hợp Hải Dương. Sang giai đoạn 2021-2022, khi đưa DQ02 vào hoạt động, doanh nghiệp tăng tỷ lệ tiêu thụ tại thị trường xuất khẩu lên ~26%, khi sản phẩm thép xây dựng được tiêu thụ tại các quốc gia Đông Nam Á (với tiềm năng về đô thị hóa và phát triển hạ tầng).
- Thép cán nóng: Trong giai đoạn 2021-2022, HPG chủ yếu tiêu thụ HRC tại thị trường miền Bắc (tận dụng nhu cầu của nhà máy tôn và ống thép Hòa Phát tại miền Bắc). Sang giai đoạn 2023-2024, khi sản phẩm của Công ty dần khẳng định được chất lượng, và nhận thấy nhu cầu của thị trường miền Nam (nơi tập trung các nhà máy tôn mạ) và thị trường xuất khẩu (Đông Nam Á, Châu Âu), HPG đã nâng tỷ trọng của thị trường miền Nam và thị trường xuất khẩu lên lần lượt 36% và 33% (2024).

Hình 21: Cơ cấu sản lượng bán hàng thép xây dựng, giai đoạn 2019-2024, theo thị trường



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Cơ cấu sản lượng bán hàng HRC, giai đoạn 2021-2024, theo thị trường



Nguồn: CTCK Rồng Việt

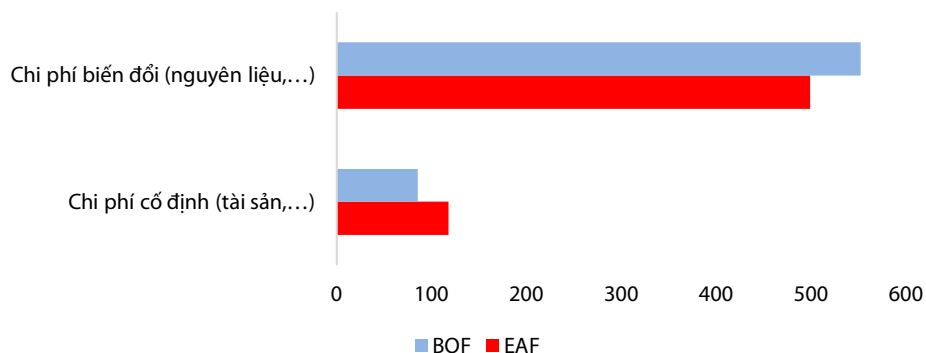
Về vị thế doanh nghiệp, theo chúng tôi đánh giá, nhờ lợi thế về quy mô và chiến lược đầu tư phù hợp (đưa nhà máy vào hoạt động khi ngành thép trở lại chu kỳ hồi phục)

- Lợi thế về quy mô: HPG là một trong những doanh nghiệp tại Việt Nam tiên phong đầu tư sản xuất nhà máy sản xuất thép (sử dụng công nghệ BOF). Trong khi hầu hết các công ty thép tại Việt Nam sử dụng công nghệ lò hồ quang điện (EAF), HPG có được lợi thế về quy mô sản xuất thép từ công nghệ BOF khi sản xuất với số lượng lớn (công suất trên 500 nghìn tấn/mỗi giai đoạn)(*). Từ đó, HPG có thể đáp ứng lập tức các đơn hàng quy mô lớn từ các nhà thầu xây dựng với giá bán cạnh tranh (tương đương hoặc thấp hơn ~200 đồng/kg so với các nhà sản xuất khác), lấy được thị phần của nhà sản xuất nội địa từ 2016 đến hiện tại.
- Chiến lược đầu tư phù hợp: thời điểm HPG đưa các khu liên hợp vào hoạt động cũng phù hợp với chu kỳ hồi phục ngành thép (KLH Hải Dương với giai đoạn 2010-2017, KLH Dung Quất với giai đoạn 2019-2021), qua đó doanh nghiệp có thể đẩy mạnh bán hàng và hoạt động với trên 80% hiệu suất trong 2 năm đầu tiên. Nhà máy hoạt động với hiệu suất cao giúp HPG có thể duy trì biên lợi nhuận vượt trội so với doanh nghiệp trong ngành, từ đó có đủ nguồn lực tài chính để tiếp tục đầu tư các giai đoạn sau.

(*) Công nghệ BOF sử dụng gang lỏng trong quy trình sản xuất thép, qua đó có thể sản xuất 100 - 350 tấn/chu kỳ trong 30-40 phút; thép từ nhà máy BOF có thể đáp ứng các đơn hàng quy mô lớn với chất lượng đồng đều. Công nghệ EAF sử dụng thép phế liệu/thép tái chế để sản xuất thép, xử lý 50-150 tấn thép/chu kỳ (thấp hơn công nghệ BOF), và chất lượng có thể không đồng đều (phụ thuộc chất lượng nguyên liệu đầu vào).

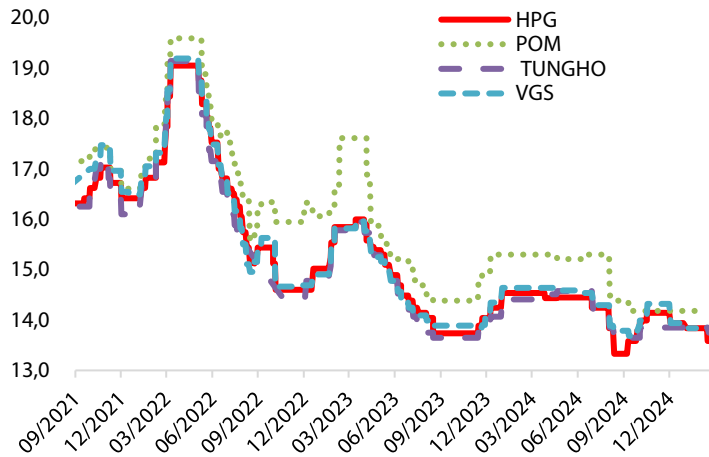
[\(Quay lại trang 4\)](#)

Hình 23: So sánh chi phí đầu tư sản xuất thép theo công nghệ BOF và EAF (USD/tấn sản phẩm)



Nguồn: Steelonthenet, CTCK Rồng Việt

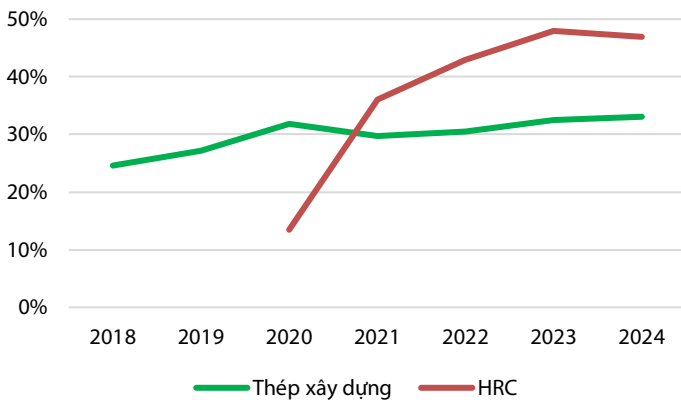
Hình 24: Giá bán tại đại lý của các công ty thép xây dựng (nghìn VND/kg, với cùng sản phẩm thép CB300 – D10)



Nguồn: Wigroup, VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 26: HPG duy trì vị thế tại thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu

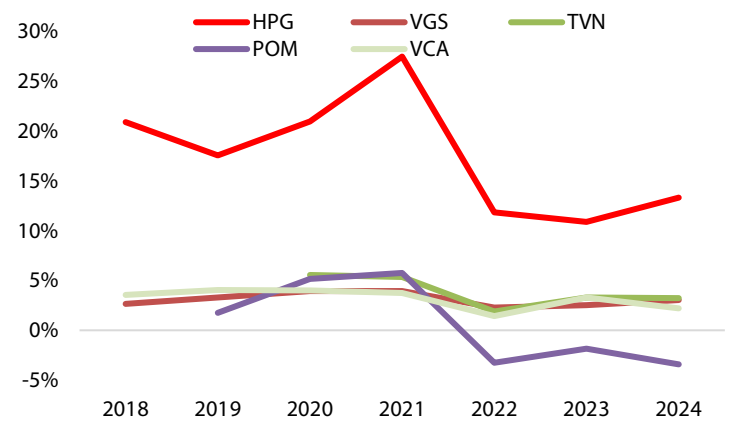
Thị phần tại thị trường nội địa – thép xây dựng & HRC (*) (%)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

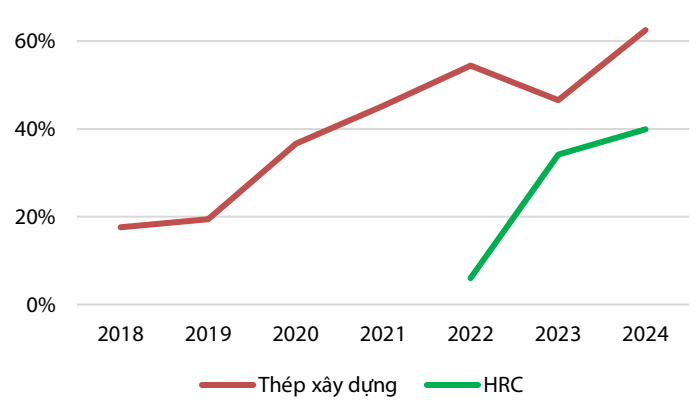
(*) thị phần HRC nội địa chỉ bao gồm các nhà sản xuất trong nước

Hình 25: Biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất thép xây dựng tại Việt Nam, giai đoạn 2018-2024



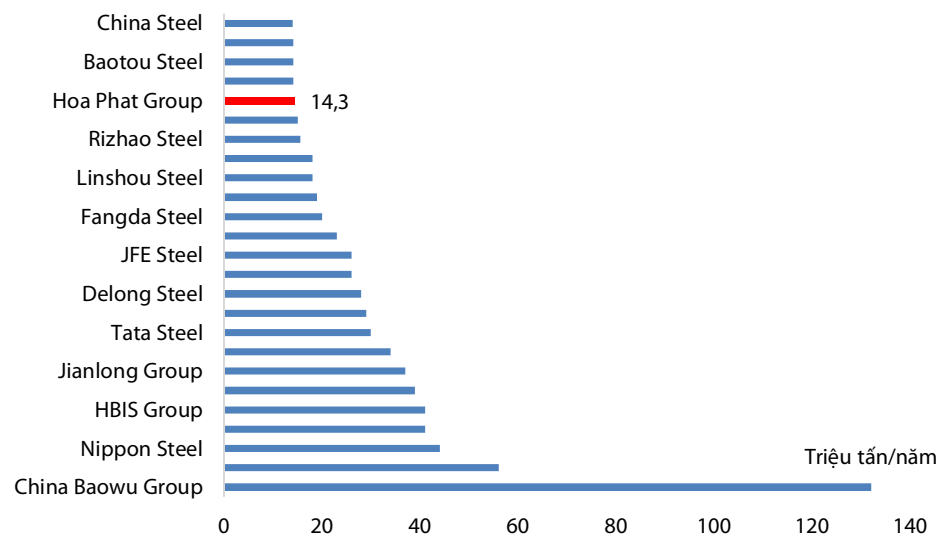
Nguồn: Finnpro, CTCK Rồng Việt

Thị phần tại thị trường xuất khẩu – thép xây dựng & HRC (%)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 27: So sánh công suất sản xuất thép thô của HPG với các nhà sản xuất thép tại Châu Á



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

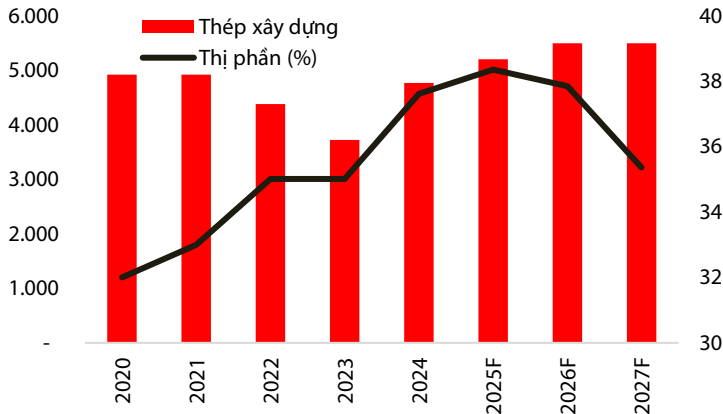
TRIỂN VỌNG NGÀNH – NHU CẦU NỘI ĐỊA DẪN ĐẦU TĂNG TRƯỞNG

Thép xây dựng: Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của thị trường thép nội địa – dẫn đầu bởi nhu cầu nguyên liệu cho hoạt động xây dựng, với kỳ vọng thị trường Bất động sản (BDS, dân dụng và công nghiệp) có thể hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025 trở đi. [\(Quay lại trang 4\)](#)

- Sau giai đoạn thị trường BDS dân dụng gặp nhiều khó khăn (2023-2024), Chính phủ thực hiện những chính sách cải cách nhằm ổn định thị trường BDS dân dụng và thúc đẩy tăng trưởng BDS công nghiệp, bao gồm: 1/ 03 bộ luật sửa đổi (Luật Đất đai, Luật Kinh doanh BDS, Luật Nhà ở và các nghị định hướng dẫn) có hiệu lực từ tháng 8/2024, kì vọng sẽ từng bước tháo gỡ những khó khăn về pháp lý của các dự án hiện tại, và thúc đẩy hoạt động xây dựng (sau khi có giấy phép xây dựng) tại các dự án; 2/ Duy trì mặt bằng lãi suất ở mức thấp; 3/ Duy trì chính sách thúc đẩy đầu tư công và phát triển hạ tầng (đường cao tốc,...) nhằm đảm bảo tăng trưởng dài hạn của Việt Nam.
- Nhìn xa hơn, với tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam còn tương đối thấp so với các quốc gia Châu Á đang phát triển, dư địa để phát triển các cụm đô thị tại Việt Nam là khá lớn, và là yếu tố dẫn đầu tăng trưởng dài hạn của sản phẩm thép xây dựng.

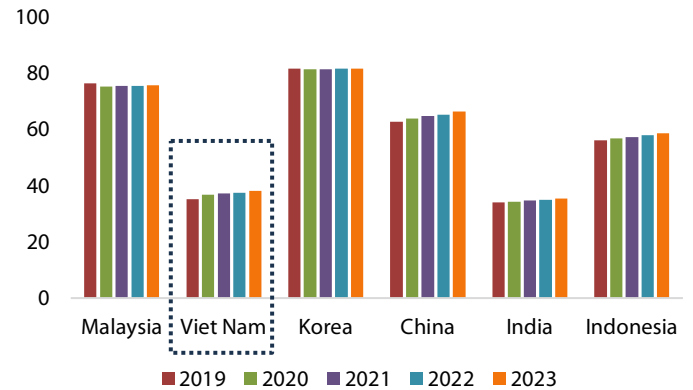
Trong kịch bản cơ sở chúng tôi kì vọng sản lượng thép xây dựng nội địa giai đoạn 2024-2029 có thể tăng trưởng với mức CAGR đạt 8% (tương đương với mức dự phóng tăng trưởng sản lượng của thị trường Ấn Độ của worldsteel - 8,5%/năm). Tuy nhiên do vấn đề về mặt công suất (công suất sản xuất thép xây dựng của HPG đạt 5,6 triệu tấn/năm, và dự kiến hoạt động ở 100% công suất trong giai đoạn 2025-2026) nên doanh nghiệp sẽ không có thể ghi nhận mức tăng trưởng tương ứng. Thay vào đó, doanh nghiệp dự kiến mở rộng mác thép sang các sản phẩm cao cấp hơn – thép cho sản xuất đường ray cao tốc (đề cập trong *Nhà máy Dung Quất 02*)

Hình 28: Sản lượng bán hàng thép xây dựng, giai đoạn 2020-2027, của HPG (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 29: Tỷ lệ đô thị hóa tại các quốc gia Châu Á, giai đoạn 2019-2023 (%)

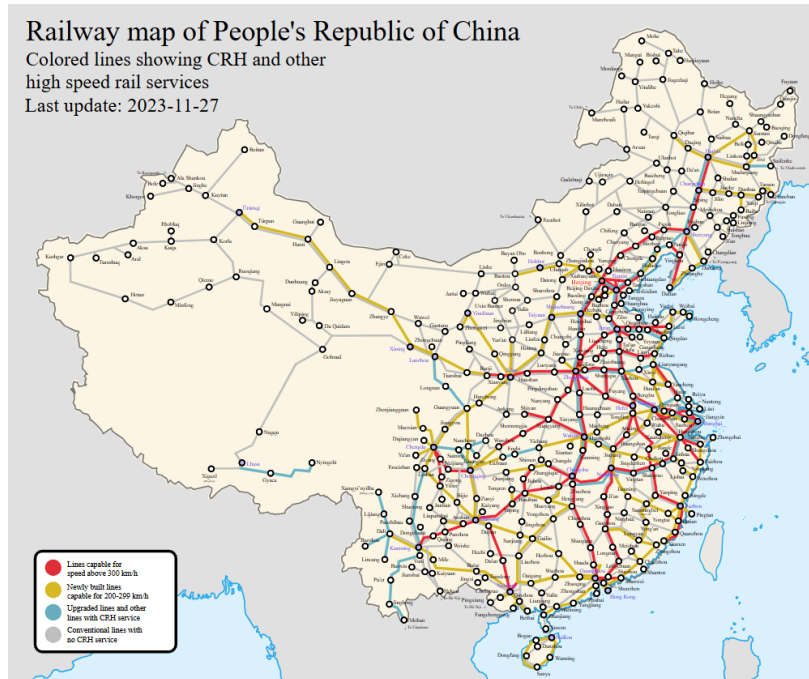


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Ngoài ra, phát triển hạ tầng – đặc biệt là hệ thống đường sắt cao tốc – là xu thế phát triển trong trung hạn và là yếu tố thúc đẩy nhu cầu thép xây dựng của Việt Nam, trong bối cảnh chính phủ muốn tăng phát triển liên kết vùng (đặc biệt giữa đồng bằng bắc Bộ và Đông Nam Bộ - 2 trọng điểm kinh tế của đất nước). Việc phát triển hệ thống đường sắt cao tốc Bắc – Nam (chiều dài 1.541km, tốc độ thiết kế dự kiến ở 350km/h, dự kiến khởi công từ 2026), theo chúng tôi là chiến lược phù hợp, đối chiếu với hệ thống đường sắt cao tốc tại Trung Quốc – quốc gia tiên phong trong phát triển mạng lưới đường sắt cao tốc. Tuy nhiên, việc phát triển hệ thống đường sắt sẽ đặt ra bài toán về nhu cầu nguyên vật liệu – đặc biệt là dòng thép để xây dựng hệ thống đường ray (*) – và chúng tôi kỳ vọng HPG sẽ hưởng lợi từ nhu cầu này với: 1/ Nhà máy DQ02 đã có khả năng sản xuất các mác thép cường độ cao (HC và HSLA). 2/ Khả năng tài chính của doanh nghiệp đủ để đáp ứng nhu cầu đầu tư ban đầu của dự án (quy mô đầu tư ~10 nghìn tỷ đồng, với sản lượng dự kiến 500 nghìn tấn/năm).

(*)Loại thép dùng cho đường sắt cao tốc thường là thép cường độ cao (hàm lượng carbon trên 0,7%), được xử lý nhiệt để đạt độ bền và chống mài mòn tối ưu.

Hình 30: Hệ thống đường sắt cao tốc của Trung Quốc tính đến 2023 – các thành phố cấp I (Bắc Kinh, Thượng Hải,...) đều được kết nối bởi hệ thống đường sắt có tốc độ trên 300km/h



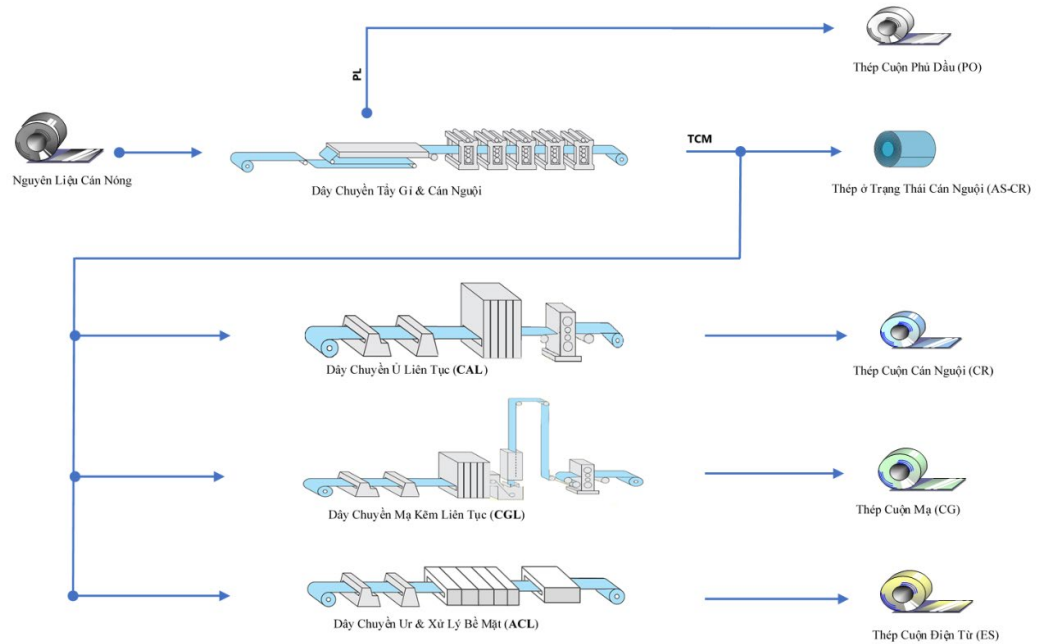
Nguồn: CTCK Rồng Việt.

Thép cuộn cán nóng (HRC): Đây là nguyên liệu đầu vào cho sản xuất thép dẹt (flat steel) – chủng loại thép có bề mặt phẳng và chiều dày mỏng, thường được sản xuất dưới dạng tấm, cuộn hoặc dải. Trên thế giới, loại thép này có thể được sử dụng trong nhiều ngành công nghiệp, bao gồm sản xuất ô tô, xây dựng, đóng tàu và sản xuất thiết bị điện tử. Xu hướng công nghiệp hóa, sử dụng rộng rãi thiết bị cơ khí, ô tô và xây dựng (dân dụng và công nghiệp) là những động lực chính thúc đẩy tăng trưởng thị trường thép dẹt tại Việt Nam trong dài hạn:

- Tại Việt Nam, ứng dụng lớn nhất của thép dẹt chính là tôn mạ (HRC được đưa qua các quá trình cán nguội, tẩy rỉ, mạ kẽm/lạnh/màu) và ống thép (HRC được đưa qua các quá trình cắt cuộn, cán nguội, tạo hình, hàn,...) – đây cũng là thành phẩm chủ yếu mà các công ty thép tại Việt Nam hiện có khả năng sản xuất, chiếm 60% tổng nhu cầu HRC hàng năm. Với các sản phẩm thép dẹt chất lượng cao hơn, hiện thống trị bởi các doanh nghiệp FDI gồm POSCO và CVSC (liên doanh China Steel – Nippon Steel) – các công ty thép quy mô lớn trên thế giới – với sản phẩm đầu ra chính là thép cán nguội (CRC) phục vụ cho sản xuất thiết bị công nghiệp và tấm lợp ô tô (mác thép có yêu cầu cao, khi vừa phải đáp ứng yêu cầu cường độ cao nhưng lại có khả năng định hình tốt, có thể hấp thụ lực khi va chạm).
- Trước năm 2020, Formosa là doanh nghiệp thép duy nhất sản xuất được HRC tại Việt Nam (công suất 4 triệu tấn/năm), tuy nhiên mới đáp ứng được ~30% nhu cầu nội địa; 70% nguyên liệu còn lại thì các nhà sản xuất sẽ nhập khẩu (từ Nhật Bản, Trung Quốc). Nhận thấy tiềm năng của mảng hoạt động này, HPG đã đầu tư Khu liên hợp Dung Quất (DQ01, công suất 3 triệu tấn/năm và DQ02, công suất 5,6 triệu tấn/năm) nhằm: 1/ Đáp ứng đầy đủ nhu cầu tại thị trường Việt Nam và 2/ Mở rộng hoạt động xuất khẩu (nhờ lợi thế về giá thành).
- Trong dài hạn, với kỳ vọng về 1/ Thị trường tôn mạ & ống thép có thể duy trì mức tăng trưởng sản lượng trung bình 5%/năm (nhu cầu từ hoạt động xây dựng nội địa), 2/ Nhu cầu tiềm năng cho các mác thép CRC cho sản xuất công nghiệp (khi các doanh nghiệp FDI có nhu cầu tăng tỷ lệ nội địa

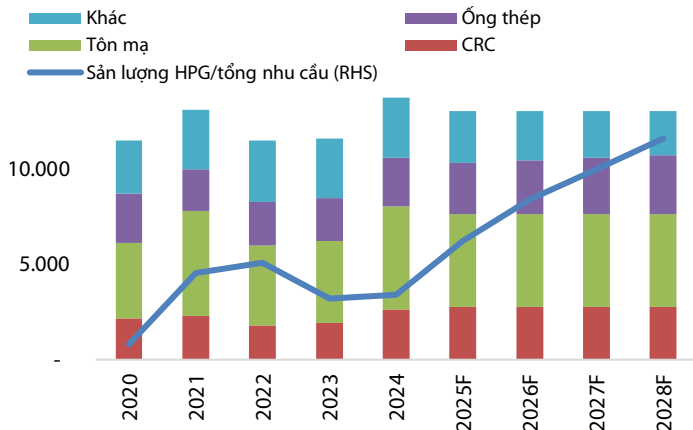
hóa tại Việt Nam), chúng tôi kỳ vọng nhu cầu HRC nội địa giai đoạn 2024-2029 có thể duy trì ở mức 13 triệu tấn/năm, và quy mô thị trường đủ để nhà máy DQ 02 có thể hoạt động với ~100% hiệu suất trong giai đoạn 2027-2028 (tương đương đáp ứng được 55% nhu cầu tiêu thụ HRC nội địa).

Hình 31: Quy trình sản xuất thép dẹt, từ thép cán nóng (HRC) tới thành phẩm (CRC, CG, ES,...)



Nguồn: CVSC, CTCK Rồng Việt.

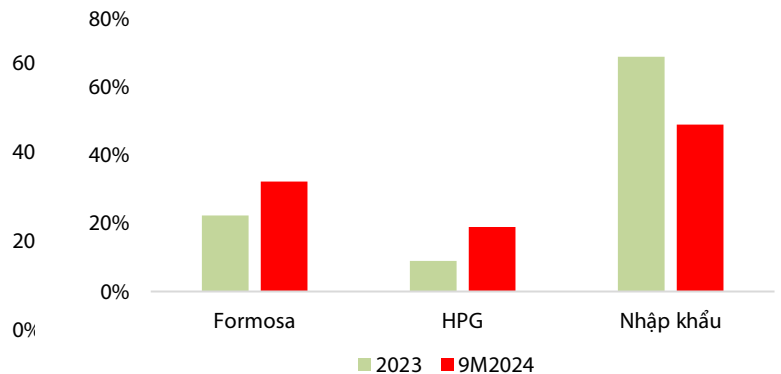
Hình 32: Ước tính nhu cầu sử dụng HRC tại Việt Nam – theo mục đích sử dụng (nghìn tấn)



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính (quy đổi: 1 tấn HRC thành 1 tấn thành phẩm với tỷ lệ hao hụt dưới 5%)

(*) Mục đích khác bao gồm đầu cơ, tạm nhập tái xuất, sản xuất công nghiệp,...

Hình 33: Nguồn nguyên liệu HRC của NKG, phân chia theo nhà cung cấp, giai đoạn 2023-9M2024



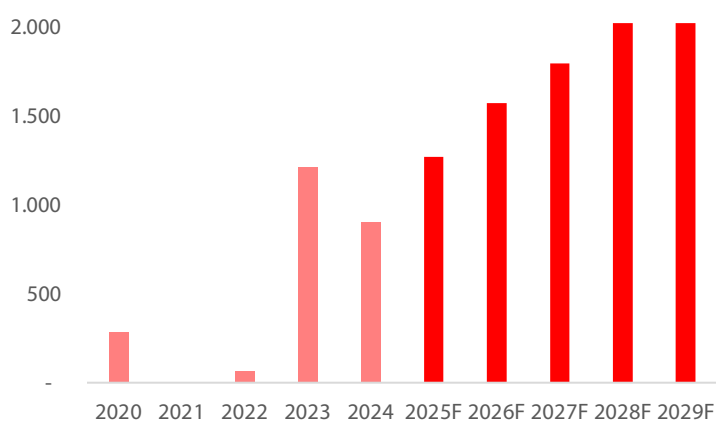
Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thị trường xuất khẩu: Với lợi thế về giá thành (tham khảo chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và HRC Bắc Mỹ, Châu Âu), các nhà sản xuất tôn mạ Việt Nam vẫn có lợi thế cạnh tranh tại các thị trường xuất khẩu chủ đạo (Bắc Mỹ, EU,...). Tuy nhiên, các thị trường này tồn tại rủi ro liên quan đến các chính sách phòng vệ thương mại, khi nhiều quốc gia phát triển chưa phân loại Việt Nam vào nhóm quốc gia có nền kinh tế thị trường (tiềm ẩn khả năng có trợ giá từ Chính phủ) hay lo ngại sản phẩm thép có nguồn gốc từ Trung Quốc - sẽ được nhập khẩu vào các quốc gia này - thông qua thị trường Việt Nam (tiềm ẩn khả năng điều tra nguồn gốc nguyên liệu và áp thuế lẩn tránh). Trong giai đoạn 2023-2025, chúng tôi nhận thấy các thị trường này đã thắt chặt chính sách phòng vệ với HRC và các sản phẩm hạ nguồn (bao gồm tôn mạ).

Với HPG, chúng tôi đánh giá cao doanh nghiệp với lợi thế về: 1/ Công nghệ (tham khảo nhà máy DQ02, giúp giảm lượng carbon phát thải); 2/ Kinh nghiệm hợp tác điều tra với EU, giúp HPG là công ty duy nhất tại Việt Nam không bị áp thuế CBPG với thép cán nóng, 3/ HPG tránh nhập nguyên liệu từ các quốc gia trong diện bị điều tra (Trung Quốc,...). Vì vậy trong giai đoạn 2026-2029 và trở về sau, khi áp lực cạnh tranh của thép nhập khẩu – đặc biệt từ Trung Quốc – hạ nhiệt, và các quốc gia cũng dần nới lỏng chính sách nhập khẩu thép từ các nước Châu Á (bao gồm Việt Nam) và thay thế bằng cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM, đề cập ở phần *Thép xanh – xu hướng cần quan tâm*); HPG sẽ là công ty đầu tiên được hưởng lợi từ kỳ vọng thị trường xuất khẩu nới lỏng, và sản lượng HRC xuất khẩu có thể đạt 2 triệu tấn (vào giai đoạn 2028-2029).

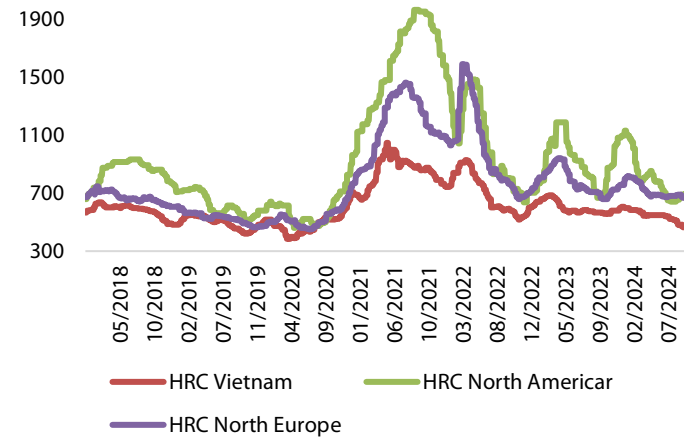
[\(Quay lại trang 5\)](#)

Hình 34: Sản lượng bán hàng HRC tại thị trường xuất khẩu, giai đoạn 2021-2029 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 35: Giá HRC của các thị trường EU, Bắc Mỹ, Việt Nam (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 6: Các biện pháp phòng vệ thương mại (của các quốc gia nhập khẩu) với sản phẩm thép HRC xuất xứ từ thị trường Việt Nam, giai đoạn 2024-2025

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” Áp thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (trừ HRC từ nhà máy DQ – HPG)
Ấn Độ	HRC	2024-nay	Điều tra CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam
Mexico	HRC	2025 -nay	Điều tra CBPG với HRC nhập khẩu từ Việt Nam

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các biện pháp phòng vệ thương mại & xu thế dài hạn

Trước những rủi ro liên quan đến việc Trung Quốc tăng xuất khẩu các sản phẩm thép sang các thị trường, Bộ Công Thương (BCT) đã có các biện pháp điều tra chống bán phá giá (CBPG) để bảo vệ các nhà sản xuất trong nước, với: 1/ Quyết định số 1535/QĐ-BCT (AD19) với các sản phẩm tôn mạ có xuất xứ từ TQ và Hàn Quốc; 2/ Quyết định số 1985/QĐ-BCT (AD20) với các sản phẩm thép cán nóng có xuất xứ từ TQ và Ấn Độ. Trong tháng 02/2025, BCT đã có kết quả điều tra và áp thuế sơ bộ với các sản phẩm thép cán nóng (AD20) có xuất xứ từ TQ và mức thuế áp tạm thời cho các nhà sản xuất là 27,83%, đảm bảo khả năng cạnh tranh của các nhà sản xuất thép cán nóng tại thị trường nội địa. Chúng tôi cho rằng sau thời gian áp dụng tạm

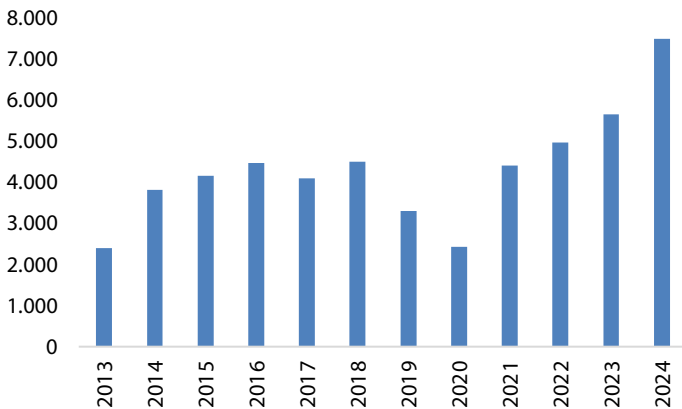
thời (120 ngày), BCT sẽ chính thức áp mức thuế CBPG tương đương với mức thuế tạm thời, với hiệu lực thi hành ~4 năm (theo điều 12 Luật Thuế xuất khẩu Thuế nhập khẩu, tương tự trường hợp AD02 – áp thuế CBPG cho tôn mạ cho giai đoạn 2016-2020). Đây là điều kiện tiên quyết cho HPG, để họ đưa nhà máy DQ02 vào hoạt động (trong 2025) và chiếm lĩnh thị trường HRC nội địa (nguồn cung chủ yếu từ Trung Quốc, với lợi thế về giá thành).

Với thị trường xuất khẩu, ngoài các biện pháp bảo hộ về hạn ngạch, cơ chế điều chỉnh biên giới carbon (CBAM, dự kiến kết thúc giai đoạn chuyển tiếp trong tháng 12/2025) (*) sẽ là vấn đề đáng quan tâm với các công ty xuất khẩu sang thị trường EU. Với HPG, Công ty hiện đã hoàn thành triển khai các quy trình ISO cần thiết (**), qua đó làm cơ sở tính toán giảm lượng phát thải khí nhà kính trên dây chuyền sản xuất và giảm chi phí để mua tín chỉ carbon. Chúng tôi cho rằng, với lợi thế từ dây chuyền sản xuất và công nghệ sản xuất mới (Đề cập chi tiết ở nhà máy DQ02), Công ty sẽ có thể tối ưu được chi phí trong quá trình tuân thủ cơ chế CBAM. Hoa Kỳ cũng sẽ là thị trường đáng quan tâm cho HPG, tuy nhiên với xu hướng bảo hộ ngành thép của họ, chúng tôi cho rằng đây sẽ chưa phải là thị trường xuất khẩu trọng điểm trong thời gian tới.

(*) EU sẽ đánh thuế carbon đối với tất cả hàng hóa nhập khẩu dựa trên cường độ phát thải khí nhà kính trong quy trình sản xuất tại nước sở tại; và các nhà nhập khẩu sẽ có trách nhiệm mua giấy chứng nhận CBAM và tín chỉ carbon (dựa trên lượng phát thải).

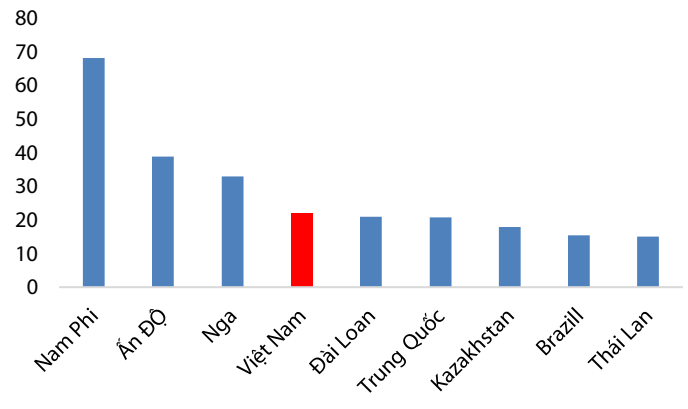
(**) ISO 14064-1:2018 để báo cáo nguồn phát thải khí nhà kính, ISO 14067:2018 để báo cáo lượng carbon trong quá trình sản xuất. ([Quay lại trang 4](#))

Hình 36: Giá trị nhập khẩu thép Trung Quốc vào Việt Nam giai đoạn 2013-2024 (triệu USD)



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

Hình 37: Thuế biên giới carbon ước tính trên tỷ lệ phần trăm giá trị xuất khẩu vào khu vực châu Âu, trong ngành kim loại cơ bản (%)



Nguồn: ADB, Worldbank, CTCK Rồng Việt

Thép xanh – Xu hướng cần quan tâm

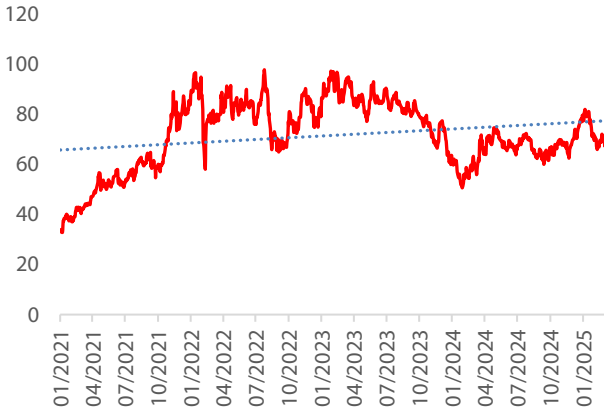
Các thị trường quy mô lớn, như EU (chiếm ~40-50% sản lượng HRC xuất khẩu của Việt Nam trong giai đoạn 2023-2024), đang áp dụng hệ thống hạn ngạch thuế quan (Tariff Rate Quota – TRQ) với các loại thép nhập khẩu, hạn ngạch được phân bổ theo nguyên tắc “đăng ký trước, cấp trước” (first-come, first-served) hoặc dựa trên lịch sử nhập khẩu của các quốc gia, tùy thuộc vào sản phẩm thép cụ thể và được điều chỉnh hàng năm. Tuy nhiên, từ quý II/2025, EU đã giới hạn trần xuất khẩu của từng quốc gia, nhằm siết chặt hơn lượng thép nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng hiệu lực của hình thức hạn ngạch này sẽ kéo dài cho đến giai đoạn 2025-2026 và thay thế bởi cơ chế CBAM, và việc các nhà nhập khẩu mua tín chỉ carbon (dựa trên lượng phát thải) sẽ là một yếu tố thu hẹp lợi thế về giá thành của các công ty sản xuất thép tại Châu Á sử dụng công nghệ BOF (bao gồm HPG)****).

Với những yêu cầu mới của thị trường xuất khẩu, các nhà sản xuất sẽ hướng đến xu hướng thép xanh: thay thế công nghệ hiện nay để có thể giảm lượng khí thải carbon (CO2) trong quá trình sản xuất, và

hướng tới mục tiêu giảm mức phát thải về 0 (đến 2050). Các công ty sản xuất thép tại Châu Á có thể tối ưu hiệu suất ở các quy trình sản xuất (luyện cốc, luyện gang,...) nhằm từng bước giảm lượng phát thải trên dây chuyền, trước khi có kế hoạch đầu tư cụ thể hơn với toàn bộ công nghệ sản xuất mới (khử carbon bằng hydro, thu hồi và lưu trữ carbon, dùng sắt khử trực tiếp - DRI,...) để thay thế hoàn toàn nhiên liệu hóa thạch trong quá trình sản xuất thép.

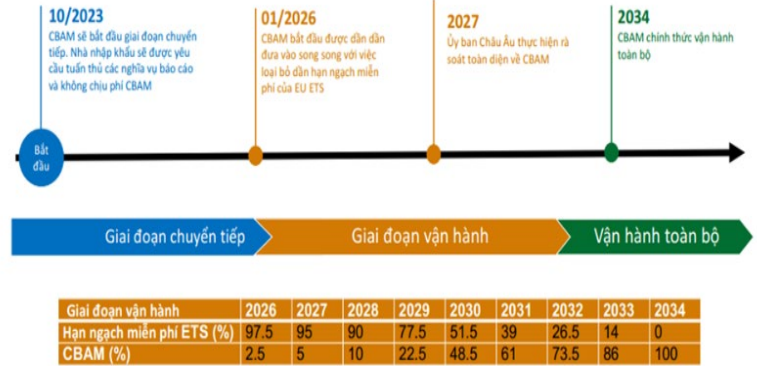
(***) Giá tín chỉ carbon hiện giao dịch ở mức trung bình USD80/tấn, mức phát thải trung bình của các nhà BOF là ~2,3tấn CO₂/sản phẩm (theo Worldsteel), tương đương giá trị tín chỉ cần mua là USD184/tấn sản phẩm.

Hình 38: Giá hợp đồng tương lai dựa trên EU Allowances (EUA) giai đoạn 2021-2025 (USD/tấn)



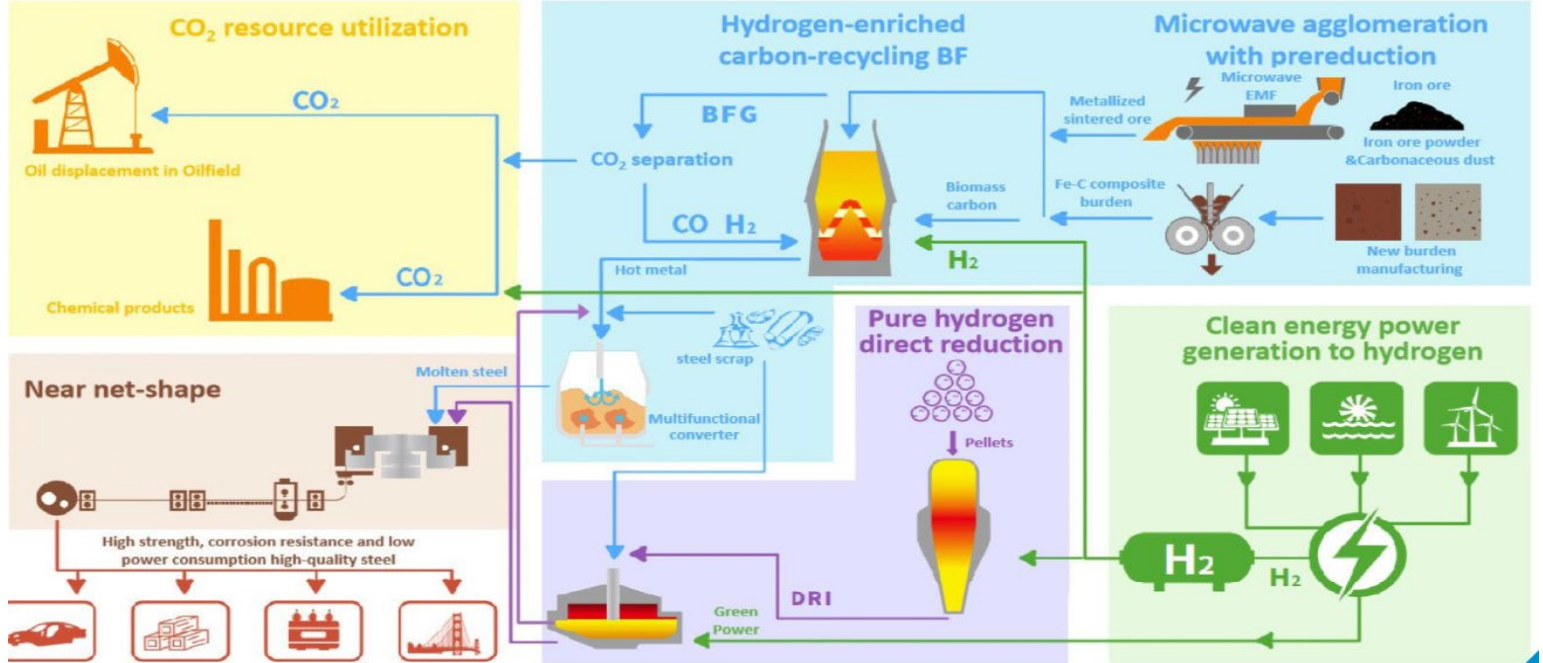
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 39: Lộ trình thực hiện CBAM



Nguồn: VIOIT, CTCK Rồng Việt

Hình 40: Một số công nghệ sản xuất thép mới nhằm giảm mức phát thải



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

DUNG QUẤT 02 – KHẢNG ĐỊNH VỊ THẾ CỦA CÔNG TY DẪN ĐẦU

Giai đoạn 2022-2023, khi nhà máy DQ01 hoạt động với hiệu suất tương đối cao (trên 80%) và sản phẩm HRC của HPG được tiêu thụ tốt tại thị trường nội địa và xuất khẩu (tỷ trọng của thị trường miền Nam và thị trường xuất khẩu chiếm trên 70% sản lượng bán hàng HRC), Công ty đã đẩy mạnh xây dựng và hoàn

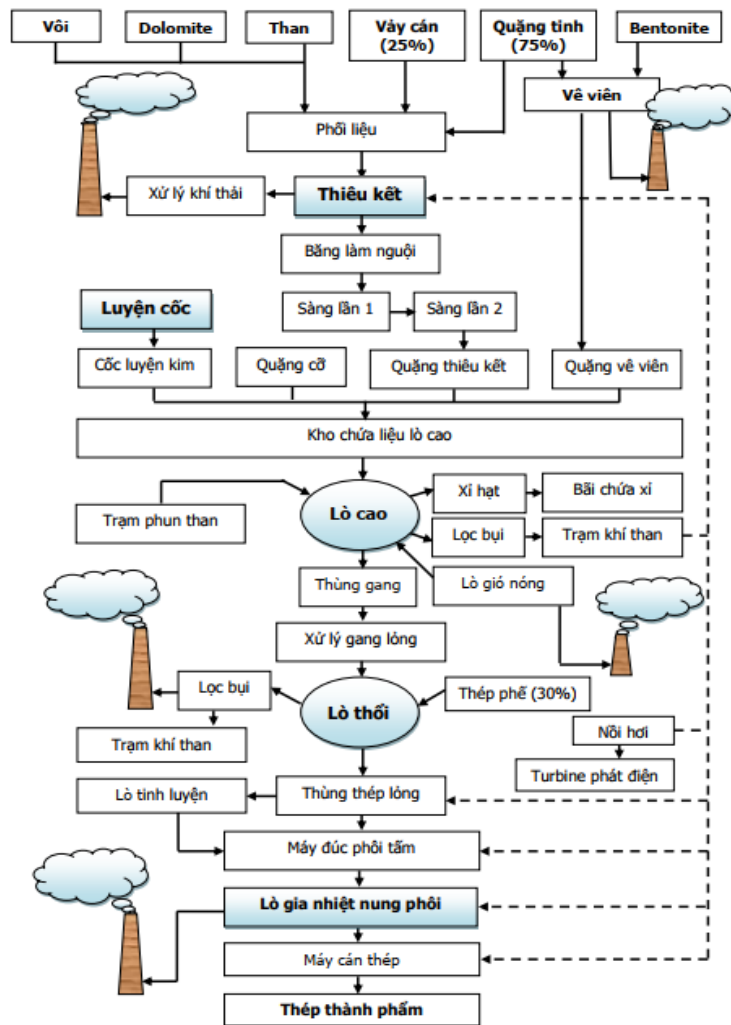
thiện nhà máy DQ02 (5,6 triệu tấn/năm), nhằm chiếm lĩnh thị phần cung cấp HRC (ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu), với tỷ trọng sản lượng nội địa kỳ vọng chiếm 50-60% tổng sản lượng tiêu thụ. Tuy trong năm 2024, thị trường EU đã có biện pháp kiểm soát hạn ngạch (áp mức trần cho từng nước trong nhóm "các nước khác" ở ~110 nghìn tấn/quý) khiến kênh xuất khẩu khó khăn, việc áp AD20 (thuế CBPG cho HRC từ Trung Quốc) đã định hình lại chiến lược phát triển DQ02 sang tập trung vào thị trường nội địa.

Nhìn dài hạn, đây là chiến lược đúng đắn của Công ty, khi trong chuỗi giá trị của ngành thép, HRC ngoài dùng cho xây dựng (sản xuất tôn mạ) còn có thể ứng dụng nhiều vào sản xuất công nghiệp (máy móc, thiết bị gia dụng, oto, đóng tàu...) và ít bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế so với thép xây dựng. Theo dữ liệu về tiêu thụ thép của Trung Quốc (quốc gia đang phát triển, có mức tiêu thụ thép lớn nhất trên thế giới), thép ứng dụng cho sản xuất công nghiệp chiếm 40% tổng sản lượng tiêu thụ, cho thấy tầm quan trọng của lĩnh vực này với các nhà sản xuất thép.

So với DQ01, nhà máy DQ02 đã có những bước tiến về quy mô sản phẩm và công nghệ sản xuất. Chúng tôi đánh giá cao tầm nhìn chiến lược của doanh nghiệp, không chỉ nhằm tối ưu chi phí sản xuất (duy trì lợi thế cạnh tranh ngắn hạn) mà còn giảm lượng phát thải carbon trên dây chuyền (tạo nên lợi thế cạnh tranh dài hạn):

- **Tổng mức đầu tư:** 70 nghìn tỷ đồng, trong đó giai đoạn 1 và 2 dự kiến hoạt động lần lượt tại quý 1 và quý 4 năm 2025.
- **Sản phẩm** của dự án là thép cán nóng (HRC) với công suất 5,6 triệu tấn/năm, trong đó ngoài các mức thép cho hoạt động xây dựng (mức thép từ ULC đến MC; sản lượng 4,6 triệu tấn/năm) thì HPG đã mở rộng các mức thép có hàm lượng carbon cao (Mức thép HC và HSLA; sản lượng 1 triệu tấn/năm).
- **Công nghệ sản xuất:** Công ty tiếp tục sử dụng công nghệ sản xuất thép tích hợp, với: 1/ Công nghệ dập cốc khô (Coke Dry Quenching), sử dụng Nito làm nguội than cốc (thay vì sử dụng nước) giúp loại bỏ nước thải độc hại và giảm lượng CO₂ phát sinh; 2/ Công nghệ Đức - Cán liên tục, nhằm giảm lượng CO₂ phát thải. Dựa trên thông số kỹ thuật (đặc biệt về mức tiêu thụ nguyên liệu) của nhà máy DQ02 (so với DQ01), chúng tôi nhận thấy nhà máy DQ02 có mức tiêu thụ nguyên liệu thấp hơn (chi phí sản xuất thấp hơn 10-15%), hướng tới giảm mức phát thải CO₂/sản phẩm (duy trì lợi thế cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu) và sản xuất các mức thép cường độ cao (trước hết ở cường độ cao truyền thống – HSLA).
- **Kỳ vọng về sản lượng:** Trong năm 2025 (năm đầu tiên đưa nhà máy vào hoạt động), chúng tôi kỳ vọng nhà máy DQ02 (giai đoạn 1) sẽ hoạt động với ~70% hiệu suất (tương đương sản lượng đạt 1,9 triệu tấn), với 80% sản lượng sẽ phục vụ nhu cầu nội địa (hỗ trợ bởi chính sách thuế CBPG – AD20). Cho giai đoạn 2026-2029, sau khi đưa giai đoạn 2 vào hoạt động, HPG sẽ cải thiện hiệu suất hoạt động của nhà máy và đạt 100% vào năm 2029 (tương đương tăng trưởng sản lượng CAGR 2-25-2029 đạt 42%), nhờ 1/ Vị thế tại thị trường nội địa, 2/ ưu thế tại thị trường xuất khẩu (công nghệ sản xuất mới giúp giảm lượng phát thải carbon nhằm đáp ứng yêu cầu tại các thị trường lớn).
- Trong dài hạn, nhờ lợi thế về công nghệ sản xuất, HPG đủ khả năng tăng quy mô sản xuất các mức thép cường độ cao, tiền đề cho Dự án cán thép chuyên biệt phục vụ cho ray đường sắt đô thị và đường sắt cao tốc (vị trí dự kiến cạnh DQ02, nhằm tận dụng lợi thế về vị trí và hạ tầng).

Hình 41: Quy trình sản xuất của nhà máy DQ02



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Rủi ro từ quy mô lớn: Trong giai đoạn 2022-2023, khi thị trường thép gặp những cơn gió ngược (giá thành phẩm và sản lượng bán hàng đồng thời suy giảm, do ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế), HPG đã lần đầu tiên thực hiện các biện pháp cắt giảm sản lượng đột ngột (đóng các lò cao) nhằm giảm chi phí cố định, ứng phó với khó khăn của thị trường:

- **Đóng lò cao (2022):** Cuối năm 2022, HPG đã tạm dừng hoạt động 4 trong số 7 lò cao để giảm thiểu tổn thất tài chính và duy trì hoạt động sản xuất trong bối cảnh khó khăn, với 3 lò cao tại Khu liên hợp Dung Quất và 2 lò tại Hải Dương bị tạm dừng từ tháng 11-12/2022.
- **Mở lại lò cao (2023):** Khi thị trường thép bắt đầu phục hồi từ giữa năm 2023, HPG đã từng bước tái khởi động các lò cao, cụ thể từ tháng 4-10/2024, HPG đã lần lượt mở lại 4 lò cao (đã đóng trong năm 2022). Qua đó đến quý 4/2023, cả 7 lò cao của HPG đã phục hồi hoạt động hoàn toàn.

Khi đưa DQ02 vào hoạt động và nâng tổng số lò cao lên 9 lò, ngoài tiềm năng gia tăng sản lượng, HPG sẽ có thể đối mặt với rủi ro hoạt động (do gia tăng quy mô sản xuất) nếu thị trường thép gặp khó khăn trong ngắn hạn – do tính chu kỳ của ngành và biến động hơn kỳ vọng của giá thép. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ chủ động thực hiện các biện pháp đóng lò (tương tự giai đoạn 2022-2023) nếu thị trường thép có những biến động đột ngột.

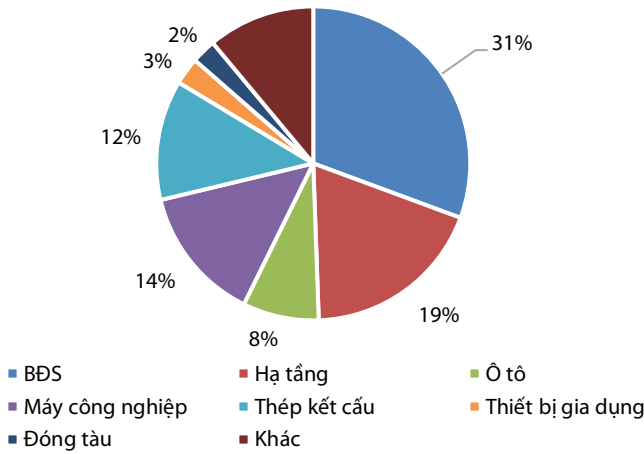
[\(Quay lại trang 7\)](#)

Bảng 7: So sánh các thông số kỹ thuật Nhà máy Dung Quất 01 và 2

Thông tin	Dung Quất 01	Dung Quất 2	Đánh giá chung
Dung tích mỗi lò cao (m3)	1.080	2.500	Dung tích lò cao hơn giúp tăng năng suất, tiết kiệm năng lượng, giảm chi phí sản xuất trên mỗi tấn gang. Lượng phát thải trên mỗi tấn gang thường thấp hơn nhờ hiệu suất sử dụng năng lượng tốt hơn.
Mức tiêu thụ than (tấn than/tấn sản phẩm)	0,55	0,5	Chi phí sản xuất của nhà máy DQ02 (trên mỗi tấn thành phẩm) ước tính thấp hơn ~10% so với nhà máy DQ01 Mức tiêu thụ than và điện thấp hơn so với DQ01, giúp giảm lượng phát thải trên mỗi tấn gang
Mức tiêu thụ quặng sắt (tấn quặng/tấn sản phẩm)	1,2	1,04	
Mức tiêu thụ thép phế (tấn thép/tấn sản phẩm)	0,24	0,27	
Mức tiêu thụ điện (kwh/tấn sản phẩm)	0,6	0,4	

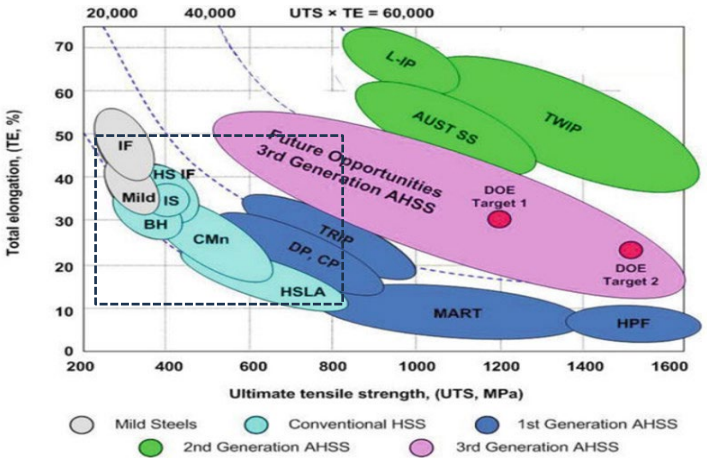
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính, dựa trên BC đánh giá tác động môi trường

Hình 42: Sản lượng tiêu thụ thép theo phân khúc tại Trung Quốc năm 2023 (%)



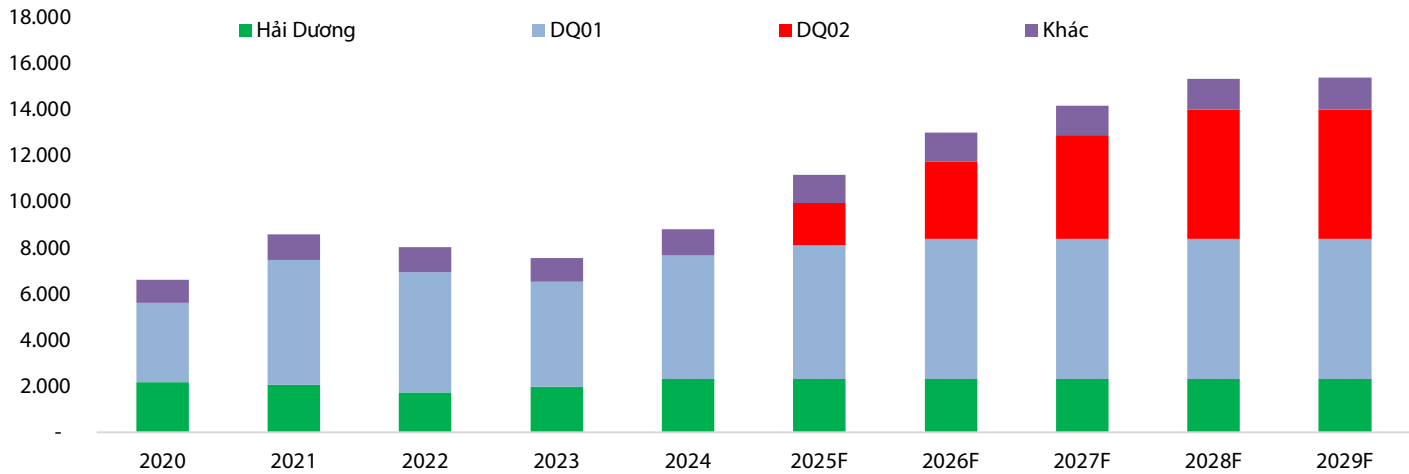
Nguồn: Mysteel, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Mối quan hệ giữa độ bền kéo giới hạn (UTS) và độ giãn dài tổng (TE) của các thể hệ thép cường độ cao (Biểu đồ Banana) – HPG sản xuất được mức thép ở vùng thép cường độ cao truyền thống (Conventional HSS) 2123



Nguồn: Chung JY, Kwon O. Development of high performance auto steels, CTCK Rồng Việt

Hình 44: Dự phóng sản lượng của HPG theo nhà máy, giai đoạn 2020 -2029 (nghìn tấn)

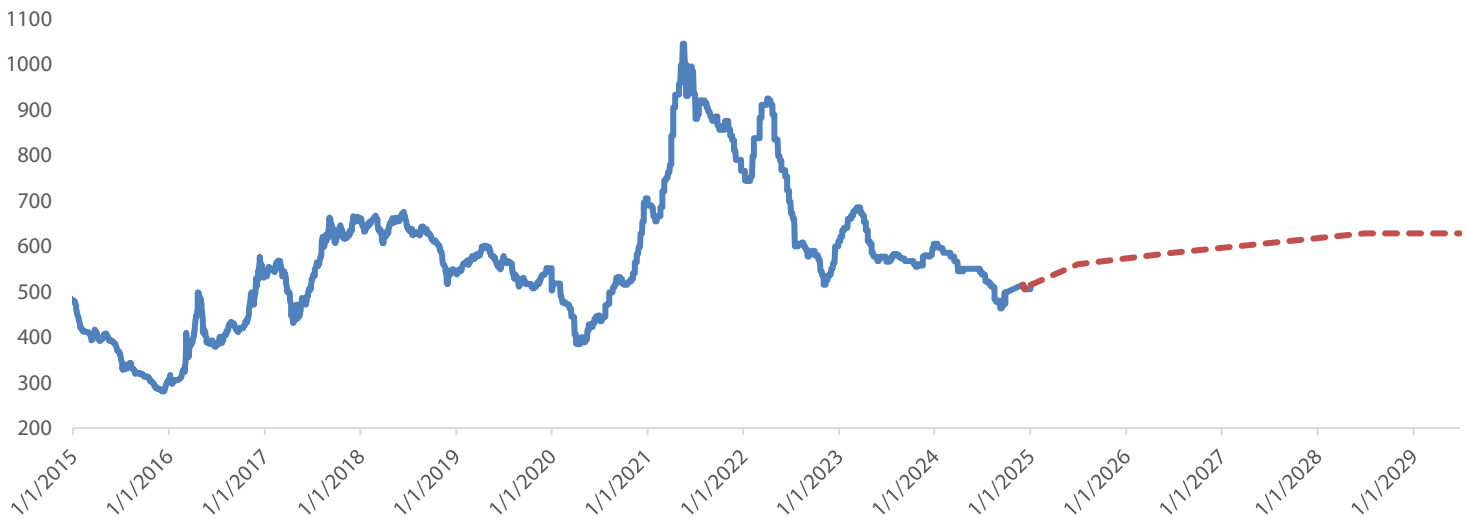


Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt dự phóng

CHU KỲ HỒI PHỤC CỦA NGÀNH THÉP – TRIỂN VỌNG ĐÃ RÕ HƠN [\(Quay lại trang 5\)](#)

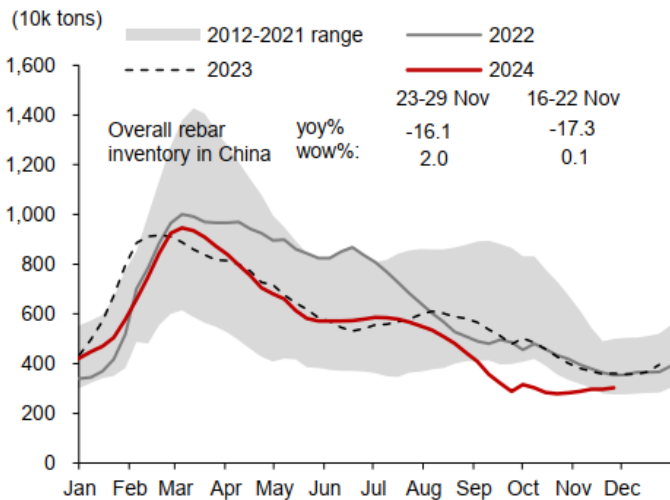
Giá thành phẩm – kỳ vọng tạo đáy và phục hồi: Hiện nay, giá HRC đang giao dịch ở USD500/tấn, mức giá thấp trong giai đoạn 2020-2024, nguyên nhân chính do : 1/ Sức ép từ thép TQ xuất khẩu sang các thị trường (khi nhu cầu nội địa yếu) khiến các nhà sản xuất thép chấp nhận bán dưới giá thành, 2/ Tăng nhập hàng tồn kho trước khi các biện pháp điều tra chống bán phá giá (tại các thị trường xuất khẩu) có hiệu lực. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các nút thắt sẽ dần được gỡ từ 2025 trở về sau (tương tự giai đoạn 2015-2016) khi: 1/ Với Trung Quốc, các biện pháp thúc đẩy hồi phục kinh tế, tiến hành cắt giảm sản lượng tại các lò BOF trong năm 2025 (đối phó với ảnh hưởng từ các chính sách bảo hộ của quốc gia), sẽ giảm lượng thép xuất khẩu sang các thị trường, 2/ Nhu cầu tiêu thụ thép nội địa hồi phục. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá HRC Việt Nam sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình 3%/năm, qua đó giá HRC có thể đạt mức trung bình USD 630/tấn (2028) – tương đương với mặt bằng giá trong giai đoạn 2018-2019.

Hình 45: Giá HRC Việt Nam (USD/tấn), giai đoạn 2015-2024 (thực tế) và 2025-2029 (giả định)



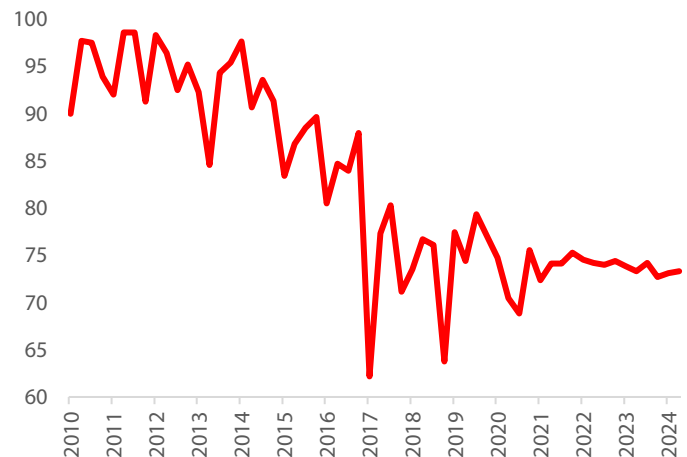
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt dự phóng

Hình 46: Mức tồn kho thép xây dựng tại Trung Quốc (nghìn tấn) – mức thấp nhất giai đoạn 2012-2024



Nguồn: Huatai Research, CTCK Rồng Việt

Hình 47: Hiệu suất hoạt động của các nhà máy thép tại Đường Sơn, giai đoạn 2010-2024



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Các chính sách hỗ trợ thị trường BĐS của Chính phủ Trung Quốc giai đoạn 2024-2025

Chính sách	Chi tiết
Phía cầu: Giảm lãi suất vay thế chấp và giảm tỷ lệ thanh toán tối thiểu	- Giảm lãi suất cho các khoản vay thế chấp mới từ 31/10 - Giảm tỷ lệ thanh toán tối thiểu xuống còn 15% cho cả giao dịch mua nhà lần thứ nhất và thứ hai - Tăng tỷ lệ hỗ trợ tài chính của PBOC từ 60% lên 100%, trong chương trình cho vay lại nhà ở vừa túi tiền trị giá RMB 300 tỷ,
Phía cầu: Chính sách của chính quyền địa phương	- Phát hành trái phiếu chính quyền địa phương đặc biệt để mua đất và nhà chưa bán được làm nhà ở vừa túi tiền - Cải tạo nhà ở xuống cấp (~1triệu căn) - Cho phép 4,5 triệu công dân và thanh niên mới chuyển đến nhà ở công vào cuối năm 2024
Phía cung: Tăng tài trợ dự án	Mở rộng "danh sách trắng" hỗ trợ các dự án bất động sản lên mức RMB 4.000 tỷ
Phía cầu (gián tiếp): Nới lỏng chính sách tiền tệ	- Giảm lãi suất: giảm 30bps lãi suất cho vay trung hạn (MLF), giảm 25 bps lãi suất cho vay cơ bản (LPR) 1 năm và 5 năm - Thông qua cơ chế hoán đổi mới (swap facility) giá trị RMB 500 tỷ cho thị trường vốn

Nguồn: DBS, CTCK Rồng Việt

Giá nguyên liệu – Giá quặng hồi phục từ nhu cầu, giá than cốc hạ nhiệt: Với ngành sản xuất có sự nhạy cảm cao với giá nguyên liệu đầu vào (khoảng trên 60% giá vốn là từ nguyên liệu – than cốc và quặng sắt), nên giá bán và biên lợi nhuận gộp của HPG có sự đồng pha với biến động giá nguyên liệu (thường có độ trễ 2-3 tháng – chu kỳ tích trữ hàng tồn kho của các nhà máy thép). Cho giai đoạn 2025-2029, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa trong kỳ vọng phục hồi của giá nguyên liệu:

- Quặng sắt: Tương tự với kỳ vọng phục hồi của giá thành phẩm, giá quặng sắt (nguyên liệu chưa thể thay thế trong quá trình sản xuất thép trong các lò cao) sẽ có mức phục hồi trung bình ở mức 2%/năm và có thể đạt mức trung bình USD 107/tấn (2028-2029) – tương đương với giai đoạn giá quặng sắt ổn định 2019-2020
- Than cốc: Chúng tôi cho rằng giá than cốc sẽ không thể kỳ vọng phục hồi như giá quặng sắt, do: 1/ Xu hướng giảm sử dụng và thay thế than cốc bằng các nguyên liệu khác (trong công nghệ luyện thép) nhằm đáp ứng các nhu cầu về thép xanh và giảm phát thải Carbon, 2/ Nguồn cung cải thiện (đặc biệt từ Nga, sau khi xung đột nga – Ukraine kết thúc) giúp đáp ứng nhu cầu trong dài hạn. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá than cốc sẽ ghi nhận mức suy giảm trung bình 2%/năm và về mức USD 200/tấn (2028-2029)

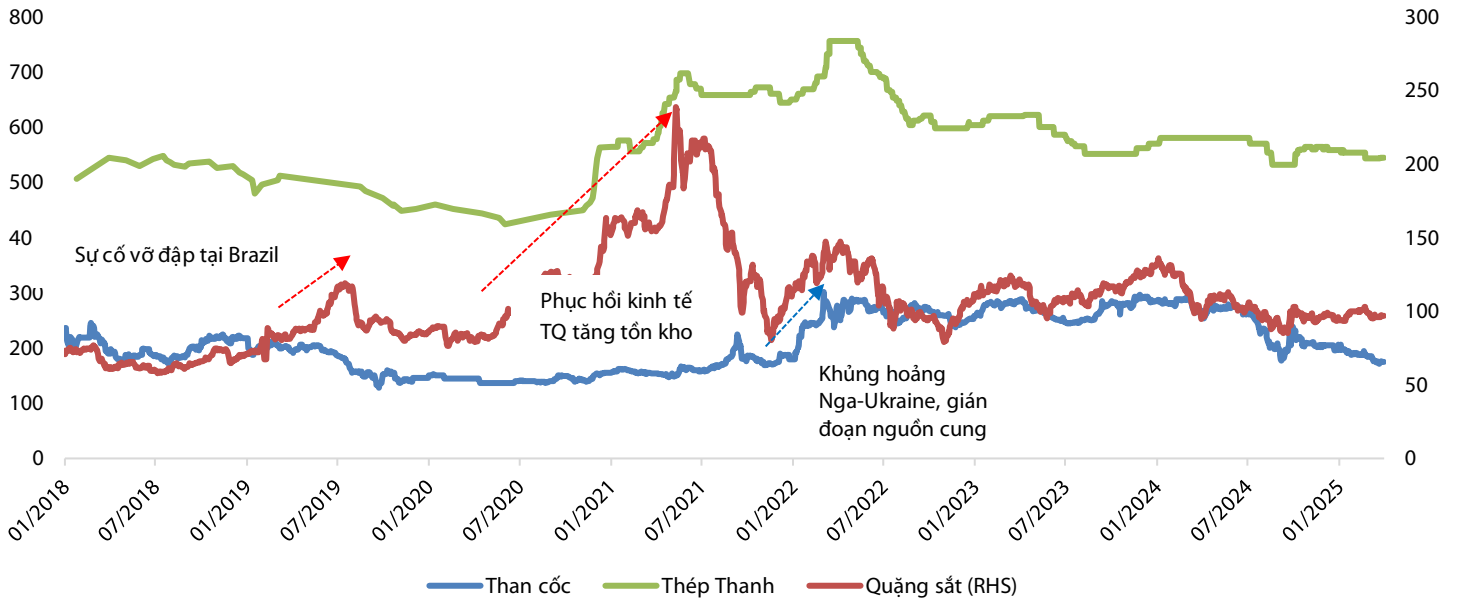
Rủi ro biến động giá nguyên liệu: Do HPG chưa chủ động được nguồn nguyên liệu (than cốc và quặng sắt phần lớn vẫn là nhập khẩu) nên doanh nghiệp sẽ chịu rủi ro về biến động giá nguyên liệu và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Tuy nhiên, sau giai đoạn 2021-2022 - biên GPM giảm mạnh về mức 12% (2022, do giá than cốc tăng 58%YoY) sau mức cao 27,5% (2023) – HPG đã chủ động sử dụng các công cụ phái sinh (mua/bán hợp đồng tương lai) để phòng vệ cho những biến động giá nguyên liệu. Ngoài ra, với vị thế của HPG tại thị trường nội địa (dự kiến dẫn đầu về thị phần ở cả phân khúc thép xây dựng và HRC), HPG có đủ vị thế để chuyển một phần biến động giá nguyên liệu sang giá bán, nhằm duy trì biên GPM của doanh nghiệp. Một số yếu tố có thể ảnh hưởng đến biến động giá nguyên liệu lớn hơn dự báo bao gồm:

- Quặng sắt: Các biến động lớn về giá (trên 10%) hầu hết đều đến từ kỳ vọng về nhu cầu của thị trường Trung Quốc – quốc gia tiêu thụ thép lớn nhất trên thế giới – với các đợt tăng mạnh trong các năm 2021 và 2023. Riêng trong năm 2019, nguồn cung đột ngột gián đoạn do yếu tố thời tiết (vỡ đập tại Brazil – quốc gia xuất khẩu quặng sắt lớn) nhưng giá quặng sắt đã hạ nhiệt sau 02 tháng nhờ nguồn cung từ Trung Quốc và Úc. Trong tương lai, các hoạt động tích trữ quặng

sắt (tại Trung Quốc) hoặc gián đoạn nguồn cung (Úc, Brazil,...) có thể gây biến động ngoài kỳ vọng với giá quặng sắt.

- Than cốc: Giá than cốc tương đối ổn định trong giai đoạn 2022 trở về trước (quanh mức USD 150/tấn), với nguồn cung chủ yếu từ Úc, Mông Cổ và Nga. Tuy nhiên trong giai đoạn 2022 tới nay, giá than cốc tăng mạnh (vượt mức USD 200/tấn) do căng thẳng Nga-Ukraine khiến nguồn cung từ Nga bị gián đoạn, trong khi Úc có xu hướng cắt giảm sản lượng xuất khẩu do lo ngại về vấn đề môi trường. Trong tương lai, các gián đoạn về nguồn cung (Úc, Nga,...) có thể gây biến động ngoài kỳ vọng với giá than cốc.

Hình 48: Tương quan giá bán tại đại lý của HPG và giá nguyên liệu (USD/tấn), cùng các đợt biến động mạnh của giá nguyên liệu



Nguồn: VSA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

CÁC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH KHÁC – NÔNG NGHIỆP VÀ BĐS (Quay lại trang 5)

Nông nghiệp: HPG bắt đầu tham gia lĩnh vực nông nghiệp từ năm 2015 (thành lập pháp nhân CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát), với mục tiêu hiện đại hóa sản xuất nông nghiệp Việt Nam và đảm bảo thực phẩm an toàn, chất lượng cao. Tính tới giai đoạn 2023-2024, HPG đã nâng quy mô sản xuất lên lần lượt 600.000 tấn/năm (với mảng thức ăn chăn nuôi) và 750.000 con/năm (heo, bò) và trở thành một trong những công ty nông nghiệp quy mô lớn tại Việt Nam. Xét về quy mô tương đối, doanh thu và lợi nhuận sau thuế từ nông nghiệp chiếm lần lượt 5% và 9% kết quả kinh doanh hợp nhất của HPG (2024), cho thấy lợi nhuận và dòng tiền của doanh nghiệp vẫn phụ thuộc vào mảng kinh doanh chính – sản xuất thép. Cho giai đoạn 2025-2029, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ nông nghiệp sẽ duy trì mức tăng trưởng CAGR đạt 8%/năm, phù hợp với vị thế của doanh nghiệp trong ngành.

Bảng 9: Quy mô hoạt động nông nghiệp của HPG

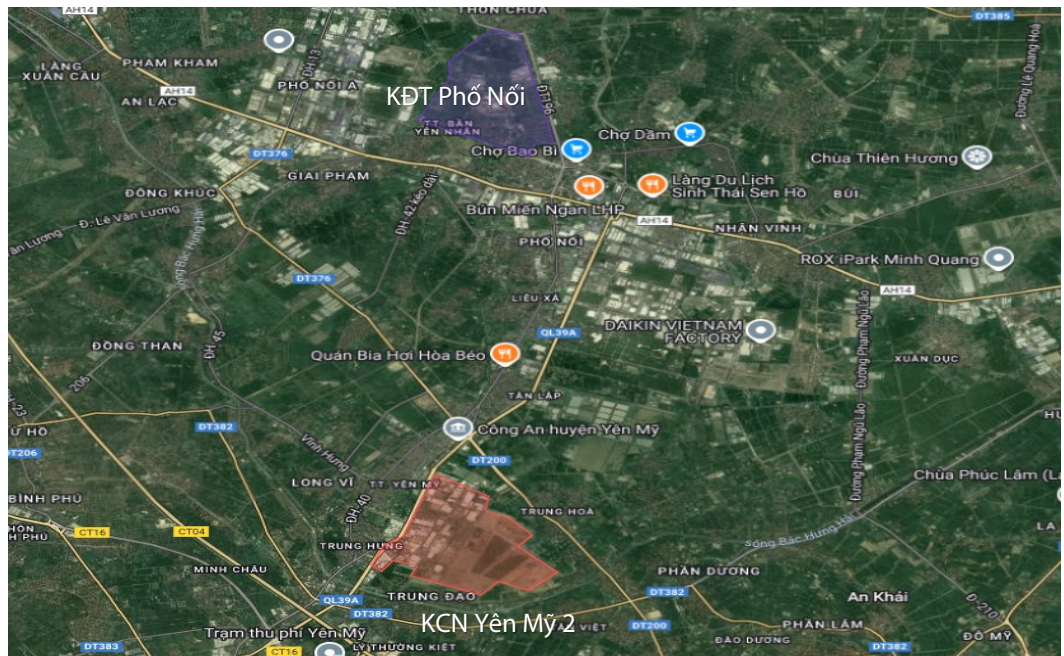
Lĩnh vực	Vị trí	Quy mô
Sản xuất thức ăn chăn nuôi	Nhà máy tại Hưng Yên, Đồng Nai	600.000 tấn/năm
Chăn nuôi heo	9 vùng chăn nuôi, tập trung tại miền Bắc	600.000 con/năm
Chăn nuôi bò	3 vùng chăn nuôi (Thái Bình, Đồng Nai, Quảng Bình)	150.000 con/năm
Chăn nuôi gia cầm	Trang trại tại Phú Thọ	300 triệu quả/năm

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Bất động sản: HPG cũng tham gia phát triển các dự án BĐS (dân dụng và KCN), đáng chú ý gồm:

- BĐS dân dụng: Giai đoạn trước 2024, HPG chủ yếu phát triển các dự án chung cư tại Hà Nội với quy mô trung bình (điển hình là dự án Mandarin Garden 1 & 2 với tổng diện tích 3,8ha). Cho dài hạn HPG dự kiến sẽ triển khai dự án Khu đô thị Phố Nối (Dự án Bắc QL5) với quy mô 300ha (trung tâm thương mại, chung cư, biệt thự,...), tuy nhiên hiện dự án đang gặp một số khó khăn về mặt pháp lý (Thanh tra Chính phủ đang yêu cầu rà soát lại chủ trương đầu tư của dự án) và chúng tôi hiện chưa đưa vào mô hình dự phóng đối với cổ phiếu HPG
- BĐS khu công nghiệp: HPG cũng đã có kinh nghiệm phát triển các KCN quy mô trung bình, tập trung tại miền Bắc, có thể kể đến KCN Phố Nối A (565ha) và KCN Yên Mỹ II (97,5ha), với tỷ lệ lấp đầy hiện tại trên 90%. Trong dài hạn, HPG dự định mở rộng tổng quỹ đất khu công nghiệp được quy hoạch là hơn 1.133 ha, tập trung tại các tỉnh Hưng Yên và Hà Nam. Trong đó, dự án KCN Yên Mỹ II (216ha) đang tiến hành Giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng, và chúng tôi kỳ vọng KCN sẽ được lấp đầy trong giai đoạn 2027-2028, đem lại doanh thu ~3.000 tỷ đồng cho doanh nghiệp (giá thuê trung bình ở USD120/m2)

Hình 49: Vị trí dự án KCN Yên Mỹ 2 và KĐT Phố Nối



Nguồn: GG map, CTCK Rồng Việt

[\(Quay lại trang 4\)](#)

PHỤ LỤC - CÁC CÔNG TY TƯƠNG ĐỒNG TRONG LĨNH VỰC SẢN XUẤT THÉP

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm công ty chuyên sản xuất thép và vị thế tương tự HPG làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

China Steel (2002TT) là nhà sản xuất thép tích hợp lớn nhất Đài Loan và một trong những công ty thép hàng đầu châu Á. Công suất sản xuất thép thô của doanh nghiệp đạt khoảng 10 triệu tấn/năm (tính đến năm 2023). Thị trường chính là Đài Loan, cung cấp thép cho ngành xây dựng, ô tô, đóng tàu, và điện tử. Doanh nghiệp còn xuất khẩu sang Việt Nam (qua Formosa Ha Tinh), Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đông Nam Á, và các thị trường châu Âu, Mỹ.

Tập đoàn Jiangsu Shagang (002075 CH) thành lập năm 1975 tại Giang Tô, Trung Quốc, là nhà sản xuất thép tư nhân thuộc top 3 sản xuất thép của Trung Quốc. Sau khi mua lại bốn công ty thép từ năm 2006, Shagang mở rộng mạnh mẽ với các sản phẩm chủ lực như thép cây, dây thép, phôi thép, cuộn cán nóng, thép không gỉ và thép mạ kẽm. Thép Shagang được ứng dụng rộng rãi trong lĩnh vực hàng không, xây dựng, cầu đường, hóa dầu, ô tô và bao bì thực phẩm.

Hyundai Steel (004020 KS) là công ty thép đầu tiên và lớn thứ hai tại Hàn Quốc (chiếm 29% tổng thị phần sản xuất) thành lập năm 1953, thuộc Tập đoàn Hyundai. Công ty nổi tiếng với H-Solution và H-Core, cung cấp các giải pháp vật liệu cho ngành ô tô và thép chịu động đất. Với dòng sản phẩm đa dạng như H-beams, ray, thép cây, thép cán nóng và ống ERW, Hyundai Steel chủ yếu phục vụ ngành công nghiệp ô tô, đóng tàu và xây dựng.

JFE Steel (5411 JP) nhà sản xuất thép lớn thứ hai Nhật Bản (sau Nippon Steel) và xếp thứ 14 toàn cầu về sản lượng thép; là một trong những nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới, với công suất sản xuất thép thô khoảng 30 triệu tấn/năm.

Nippon Steel (5401 JP) là hãng sản xuất thép là nhà sản xuất thép lớn nhất Nhật Bản và đứng thứ tư thế giới về sản lượng thép thô, với công suất khoảng 40 triệu tấn/năm

Bảng 10: Nhà sản xuất thép tại Châu Á - Mức trung bình của ngành được tính từ 5 công ty nêu trên

Nhà sản xuất thép	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
EV/EBITDA	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	50,8	13,1	4,9	7,2	11,8	14,6	16,7
Trung vị	10,0	12,9	4,7	6,0	6,3	6,7	7,6
P/E	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	56,1	147,0	5,3	10,8	60,1	51,4	55,2
Trung vị	24,4	34,6	3,4	4,9	9,8	5,9	13,2
P/B	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	0,9	1,3	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9
Trung vị	0,5	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

Bảng 11: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) [\(Quay lại trang 4\)](#)

SẢN LƯỢNG BÁN HÀNG (nghìn tấn)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thép xây dựng	4.920	4.377	3.722	4.765	5.200	5.490	5.490	5.490	5.490
Tăng trưởng YoY	0%	-11%	-15%	28%	9%	6%	0%	0%	0%
HRC	2.552	2.564	2.813	2.900	4.748	6.260	7.380	8.500	8.500
Tăng trưởng YoY	272%	0%	10%	3%	64%	32%	18%	15%	0%
Tổng sản lượng (nghìn tấn)	8.575	8.014	7.546	8.791	11.147	12.988	14.150	15.314	15.361
Tăng trưởng YoY	29%	-7%	-6%	16%	27%	17%	9%	8%	0%
Doanh thu – sản xuất thép	140.036	133.965	111.796	129.824	159.622	194.507	221.608	251.175	260.474
Tăng trưởng YoY	84%	-4%	-17%	16%	23%	22%	14%	13%	4%
Doanh thu – Nông nghiệp	7.966	6.758	6.153	6.909	7.844	8.436	9.083	9.789	10.560
Tăng trưởng YoY	-20%	-15%	-9%	12%	14%	8%	8%	8%	8%
Doanh thu – BDS	1.677	436	1.004	2.123	1.259	1.276	923	-	-
Tăng trưởng YoY	110%	-74%	130%	111%	-41%	1%	-28%		
Tổng Doanh thu	149.680	141.159	118.953	138.855	168.725	204.219	231.614	260.964	271.034
Tăng trưởng YoY	66%	-6%	-16%	17%	22%	21%	13%	13%	4%
TỶ TRỌNG SẢN LƯỢNG (THEO SẢN PHẨM)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thép xây dựng	57%	55%	49%	54%	47%	42%	39%	36%	36%
HRC	30%	32%	37%	33%	43%	48%	52%	56%	55%
TỶ TRỌNG SẢN LƯỢNG (THEO NHÀ MÁY)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Các nhà máy khác	100%	100%	100%	100%	83%	74%	68%	63%	64%
DQ02	0%	0%	0%	0%	17%	26%	32%	37%	36%

Nguồn: HPG, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 12: Biên LN gộp dự phóng theo mảng [\(Quay lại trang 5\)](#)

GIẢ ĐỊNH VỀ GIÁ NGUYÊN LIỆU – THÀNH PHẨM	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Giá bán – thép xd (VND/kg)	16.726	17.295	14.568	14.714	15.155	15.610	16.078	16.560	16.560
Tăng trưởng YoY	50%	3%	-16%	1%	3%	3%	3%	3%	0%
Giá bán - HRC (USD/tấn)	856	775	550	530	550	589	610	631	653
Tăng trưởng YoY	50,0%	-9,5%	-20,0%	-4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Giá quặng sắt (USD/tấn)	157	133	104	100	102	104	106	108	110
Tăng trưởng YoY	52%	-15%	-22%	-4%	2%	2%	2%	2%	2%
Giá than cốc (USD/tấn)	220	348	296	231	225	219	214	208	208
Tăng trưởng YoY	85%	58%	-15%	-22%	-3%	-3%	-3%	-3%	0%
Tổng chi phí giá vốn	(108.571)	(124.646)	(106.015)	(120.358)	(152.139)	(183.160)	(205.045)	(228.002)	(235.980)
Tăng trưởng YoY	52%	15%	-15%	14%	26%	20%	12%	11%	3%
Tổng LN gộp	41.108	16.763	12.938	18.498	28.527	35.514	42.962	51.432	54.236
Biên LN gộp (%)	27%	12%	11%	13%	16%	16%	17%	18%	19%
TRUNG BÌNH NGÀNH Ở CHÂU Á - GPM	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Trung bình	15%	10%	8%	8%					
Trung vị	15%	9%	8%	8%					

Nguồn: HPG, Bloomberg, CTCK Rông Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là giả định của chúng tôi, không phải nguồn HPG.

Bảng 13: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần [\(Quay lại trang 6\)](#)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	2,3%	2,6%	2,7%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 14: Biên lợi nhuận ròng dự phóng [\(Quay lại trang 6\)](#)

LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng HPG	34.478	8.484	6.835	12.019	18.699	24.574	30.782	38.703	42.377
Tăng trưởng YoY	157%	-75%	-19%	76%	56%	31%	25%	26%	9%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng HPG	23%	6%	6%	9%	10%	11%	12%	14%	15%

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 15: Chỉ số hoạt động dự phóng [\(Quay lại trang 7\)](#)

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	17	23	32	24	20	23	24	24	25
Số ngày tồn kho	115	112	119	123	114	109	114	114	118
Số ngày phải trả	71	61	50	51	51	53	55	55	57

Nguồn: HPG, , CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 16: Cổ tức tiền mặt hằng năm của HPG [\(Quay lại trang 7\)](#)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	500	500	-	-	-	500	500	1000	1000
Tỷ suất cổ tức	1%	3%				2%	2%	4%	4%

Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	118.953	138.855	180.667	218.673
Giá vốn	106.015	120.358	152.139	183.160
Lãi gộp	12.938	18.498	28.527	35.514
Chi phí bán hàng	1.961	2.337	2.891	3.499
Chi phí quản lý	1.307	1.546	1.987	2.405
Thu nhập từ HĐTC	3.173	2.619	2.690	3.240
Chi phí tài chính	5.192	3.967	5.216	5.406
Lợi nhuận khác	142	426	142	142
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	7.793	13.693	21.265	27.585
Thuế TNDN	992	1.673	2.566	3.010
Lợi ích cổ đông thiểu số	-35	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	6.835	12.019	18.699	24.574
EBIT	9.669	14.615	23.649	29.609
EBITDA	16.443	21.588	32.738	38.695

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-34,2%	16,7%	30,1%	21,0%
Lợi nhuận HKKD	-49,8%	31,3%	51,6%	18,2%
EBIT	-59,1%	51,1%	61,8%	25,2%
Lợi nhuận sau thuế	-63,4%	75,8%	55,6%	31,4%
Tổng tài sản	-25,4%	19,5%	12,1%	10,8%
Vốn chủ sở hữu	-22,1%	11,3%	15,4%	15,1%

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

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	11,1	18,2	15,3	14,3
Vòng quay HTK	3,1	2,6	3,1	3,0
Vòng quay kh. phải trả	7,0	6,5	6,3	6,3

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,2	1,2	1,2	1,4
Nhanh	0,7	0,5	0,7	0,8

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	63,6%	72,5%	65,3%	57,9%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	53,5%	48,9%	48,3%	45,6%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	10,1%	23,7%	17,0%	12,2%

tỷ đồng				
BẢNG CĐKT	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
Tiền	12.267	6.888	16.260	17.693
Đầu tư tài chính ngắn hạn	22.162	18.975	22.464	35.581
Các khoản phải thu	10.702	7.622	11.774	15.296
Tồn kho	34.504	46.521	48.847	60.443
Tài sản ngắn hạn khác	3.081	7.073	7.427	7.798
Tài sản cố định hữu hình	98.434	131.458	138.743	135.685
Tài sản cố định vô hình	287	248	228	210
Đầu tư tài chính dài hạn	40	137	137	137
Tài sản dài hạn khác	6.259	5.474	5.747	6.035
TỔNG TÀI SẢN	187.736	224.395	251.626	278.876
Tiền hàng phải trả & ứng trước	15.156	18.593	24.267	29.215
Vay và nợ ngắn hạn	54.982	55.883	63.700	69.303
Vay và nợ dài hạn	10.399	27.080	22.428	18.575
Khoản phải trả ngắn hạn khác	3.034	7.258	7.404	7.552
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	1.375	1.027	1.598	2.100
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	84.946	109.842	119.397	126.745
Vốn đầu tư của CSH	61.359	63.963	67.165	67.165
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	40.593	49.576	63.956	83.858
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	818	816	816	816
TỔNG VỐN	102.771	114.355	131.936	151.838
Lợi ích cổ đông thiểu số	66	293	293	294

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
EPS (đồng/cp)	1.105	1.766	2.748	3.611
P/E (x)	23,7	13,5	10,2	7,8
BV (đồng/cp)	16.067	17.878	20.627	23.739
P/B (x)	1,6	1,6	1,4	1,2
DPS (đồng/cp)	0	0	0	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	50%	34.700	17.300
P/B	50%	33.100	16.500
Giá mục tiêu (đồng/cp)			33.800

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
Tháng 5/2025	33.800	MUA	Dài hạn

BÁO CÁO CÔNG TY

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	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-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.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
• Công Nghệ

Đỗ Thạch Lam

Manager

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng

Manager

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường

Nguyễn Thủy Quyền

Senior Analyst

quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Dược
•

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Hoàng Minh Thắng

Senior Analyst

thang.hm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng
• Dầu khí

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Macroeconomics
•

Phạm Hữu Luân

Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Analyst

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Assistant

thao.ptp@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, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

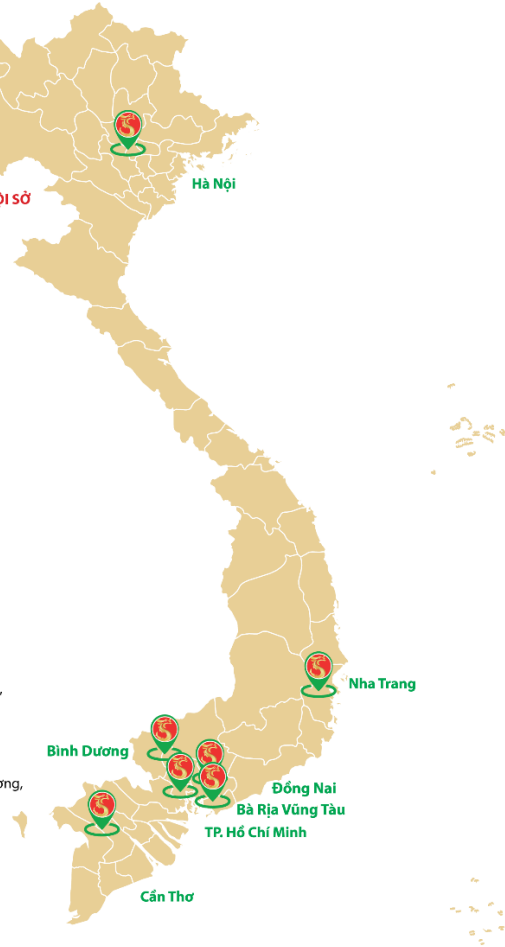
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 3, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**