

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

MUA +58.6%

| Ngành                    | Thép              |
|--------------------------|-------------------|
| Ngày báo cáo             | 18/08/2026        |
| Giá hiện tại             | 21.000 VND        |
| <b>Giá mục tiêu</b>      | <b>32.700 VND</b> |
| GMT gần nhất**           | 35.400 VND        |
| TL tăng                  | +55,7%            |
| Lợi suất cổ tức          | 2,9%              |
| <b>Tổng mức sinh lời</b> | <b>+58,6%</b>     |

|                      |                |
|----------------------|----------------|
| GT vốn hóa           | 6,75 tỷ USD    |
| Room KN              | 1,84 tỷ USD    |
| GTGD/ngày (30n)      | 21,9 triệu USD |
| Cổ phần Nhà nước     | 0,0%           |
| SL cổ phiếu lưu hành | 8,4 tỷ         |
| Pha loãng            | 8,4 tỷ         |

|                     | HPG   | VNI   |
|---------------------|-------|-------|
| P/E báo cáo (trượt) | 7,7x  | 14,8x |
| P/B (hiện tại)      | 1,3x  | 1,8x  |
| ROE                 | 17,4% | 12,8% |
| ROA                 | 8,9%  | 2,0%  |

\*Không bao gồm khoản lãi một lần từ thoái vốn BĐS trong quý 1/2026. Chúng tôi áp dụng mức EPS sau khi trừ các quỹ khen thưởng và phúc lợi (B&W), thù lao HĐQT và các khoản thưởng. \*\*Đã điều chỉnh theo đợt chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 10% gần đây.

## Tổng quan Công ty

HPG là công ty sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các dòng sản phẩm chính bao gồm thép xây dựng (công suất 7,0 triệu tấn/năm trong năm 2026), HRC (8,4 triệu tấn/năm từ Nhà máy DQSC1 và DQSC2), tôn mạ (400.000 tấn/năm), và ống thép (1,2 triệu tấn/năm).

## Diễn biến giá cổ phiếu



Hoàng Gia Huy  
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy  
Trưởng phòng cao cấp

|                                 | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng)             | 156.116 | 206.540 | 236.870 | 269.409 |
| % YoY                           | 12%     | 32%     | 15%     | 14%     |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 15.453  | 25.192  | 28.546  | 34.507  |
| % YoY                           | 29%     | 63%     | 13%     | 21%     |
| EPS cốt lõi*                    | 31%     | 37%     | 35%     | 21%     |
| Biên LN gộp                     | 15,7%   | 16,9%   | 18,0%   | 18,6%   |
| Biên EBITDA                     | 18,5%   | 19,2%   | 20,2%   | 20,8%   |
| Biên LN từ HĐKD                 | 13,1%   | 13,7%   | 15,1%   | 15,8%   |
| Biên LN ròng cốt lõi*           | 9,9%    | 10,3%   | 12,1%   | 12,8%   |
| DTTD/Doanh thu                  | -2,9%   | 2,5%    | 7,3%    | 9,9%    |
| EV/EBITDA                       | 8,3x    | 6,0x    | 5,0x    | 4,3x    |
| P/E cốt lõi*                    | 11,7x   | 8,6x    | 6,3x    | 5,2x    |
| P/B                             | 1,4x    | 1,1x    | 1,0x    | 0,9x    |
| ROE cốt lõi*                    | 12,6%   | 14,5%   | 16,6%   | 17,5%   |

## Triển vọng lợi nhuận tích cực được duy trì; định giá vẫn hấp dẫn

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA nhưng giảm 8% giá mục tiêu của CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) xuống còn 32.700 đồng/cổ phiếu. Việc điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu phản ánh WACC tăng từ mức 12,0% lên 12,6%, sau khi chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro từ 6% lên 7%. Tác động này được bù đắp một phần bởi việc chúng tôi lần lượt điều chỉnh -3%/0%/+3%/+5%/+7% đối với dự báo lợi nhuận các năm 2026/27/28/29/30 của chúng tôi.
- Việc điều chỉnh giảm lợi nhuận chủ yếu tập trung vào năm 2026, do chúng tôi nâng dự báo chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A), trong đó chi phí bán hàng được điều chỉnh tăng để phản ánh chi phí logistics quý 2 cao hơn kỳ vọng do xung đột Trung Đông. Chúng tôi kỳ vọng áp lực này sẽ giảm trong nửa cuối năm và bắt đầu trở lại mức bình thường từ năm 2027.
- Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2028-30 cao hơn phản ánh đóng góp từ nhà máy thép xây dựng EAF mới tại Tây Ninh (công suất 700 nghìn tấn, dự kiến đóng góp từ năm 2028), qua đó nâng dự báo sản lượng bán thép xây dựng năm 2028/29/30 lần lượt thêm 6%/8%/10%.
- Chúng tôi ghi nhận sự phân hóa rõ rệt giữa giá các nguyên liệu đầu vào. Tính theo mức trung bình từ đầu năm đến nay, giá than luyện cốc đã tăng 26,9% YoY, trong khi giá quặng sắt chỉ tăng 5,1% YoY; chênh lệch này tiếp tục được nới rộng, với mức tăng trung bình từ ngày 01/07 đến nay lần lượt là +28,5% YoY và -2,9% YoY. Nguyên nhân chính đến từ diễn biến nguồn cung trái chiều. Vụ nổ khí gây chết người ngày 22/05 tại mỏ Liushenyu ở Sơn Tây (khu vực sản xuất than luyện cốc lớn của Trung Quốc) đã khiến hàng loạt mỏ khai thác trong nước này (khoảng 155-160 mỏ) phải tạm ngừng hoạt động để kiểm tra an toàn. Theo Reuters, một chuyên gia lâu năm trong ngành ước tính nguồn cung có thể giảm từ 20-30 triệu tấn – lượng này tương đương 13,3%-20,0% lượng than luyện cốc xuất khẩu của Úc trong năm tài chính 2025-26. Ngược lại, nguồn cung quặng sắt lại đang gia tăng nhờ mỏ Simandou, trong bối cảnh nhu cầu tại Trung Quốc còn khá yếu. Do đó, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng giá than luyện cốc năm 2026 lên mức 20% (từ 10%), đồng thời giảm dự báo tăng trưởng giá quặng sắt từ mức 10% xuống còn 3%. Nhìn chung, hai điều chỉnh này có tác động ròng gần như trung tính đối với dự báo biên lợi nhuận năm 2026. Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên giả định năm 2027, do chúng tôi hiện vẫn đánh giá gián đoạn nguồn cung than là yếu tố ngắn hạn.
- Ở giá thị trường hiện tại, HPG đang giao dịch tại P/E cốt lõi 2026/27 lần lượt 8,6 lần/6,3 lần, hấp dẫn so với P/E trung bình 10 năm là 10,5 lần, trong bối cảnh LNST-CĐTS cốt lõi tăng lần lượt 37%/35% và đạt CAGR 31% trong giai đoạn 2025-28.
- Yếu tố hỗ trợ:** Nhu cầu thép tăng mạnh hơn dự kiến; đóng góp lợi nhuận tiềm năng từ vai trò của HPG trong các dự án chiến lược/quốc gia quy mô lớn (hiện chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi).
- Rủi ro:** Chi phí than luyện cốc tăng mạnh hơn dự kiến.

**Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của HPG năm 2026 sẽ mở rộng YoY, hàm ý biên lợi nhuận nửa cuối năm cũng tăng YoY, nhờ diễn biến thuận lợi giữa giá đầu ra và đầu vào.** Giá thép tại Việt Nam được hỗ trợ bởi việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh không lành mạnh ('anti-involution') của Trung Quốc, các biện pháp kiểm soát xuất khẩu thép chặt chẽ hơn và hàng rào thuế quan đối với thép Trung Quốc. Ở chiều đầu vào, giá quặng sắt hạ nhiệt dự kiến sẽ bù đắp phần lớn chi phí than luyện cốc tăng, giúp tổng chi phí rổ nguyên liệu đầu vào được kiểm soát. Trong ngắn hạn, biên lợi nhuận quý 3 phụ thuộc vào mức độ nghiêm trọng của xung đột Trung Đông: biên lợi nhuận có thể duy trì tương đối ổn định QoQ dù quý 2 là nền cao nếu căng thẳng tái leo thang lên mức tương đương quý 2, nhưng sẽ giảm QoQ nếu xung đột chỉ diễn ra trong thời gian ngắn. Chúng tôi cho rằng kịch bản thứ hai có khả năng xảy ra cao hơn, do giá dầu thô chưa quay lại kiểm định đỉnh quý 2 bất chấp các đợt căng thẳng gần đây, trong khi giá thép đầu ra đã có xu hướng giảm, khiến các nhà sản xuất chịu áp lực từ lượng nguyên liệu đầu vào giá cao được mua trong giai đoạn tăng giá trước đó. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận quý 3 giảm QoQ, trong khi biên lợi nhuận nửa cuối năm vẫn tăng YoY nhờ các yếu tố mang tính cơ cấu nêu trên.

**Chúng tôi kỳ vọng áp lực cạnh tranh từ tổ hợp thép VinMetal đối với HPG ở mức hạn chế,** do hồ sơ đề nghị cấp giấy phép môi trường gần đây cho thấy dự án chỉ dự kiến bắt đầu vận hành thương mại từ quý 1/2031. Ngay cả khi nhà máy đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu trong nước sẽ đủ hấp thụ 5,0 triệu tấn công suất mới.

Triển vọng năm 2026: Triển vọng năm 2026: LNST dự kiến tăng mạnh nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện và khoản lãi một lần từ thoái vốn bất động sản trong quý 1

Hình 1: Dự báo năm 2026 đối với HPG của Vietcap

| Tỷ đồng                       | 2025           | Dự báo<br>2026<br>cũ | Dự báo<br>2026<br>mới | Dự báo<br>2026<br>mới YoY | Dự báo<br>2026<br>mới/cũ | Nhận định của Vietcap                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------------------|----------------|----------------------|-----------------------|---------------------------|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>        | <b>156.116</b> | <b>209.249</b>       | <b>206.540</b>        | <b>32%</b>                | <b>-1%</b>               |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Thép                        | 146.319        | 199.046              | 198.825               | 36%                       | 0%                       | * Chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo đối với thép xây dựng và HRC do KQKD 6T 2026 nhìn chung phù hợp với kỳ vọng.                                                                                                               |
| - Thép xây dựng               | 69.815         | 89.897               | 89.897                | 29%                       | 0%                       |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - HRC                         | 50.026         | 77.628               | 78.671                | 57%                       | 1%                       | * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng bán ống thép và tôn mạ do KQKD quý 2 thấp hơn kỳ vọng.                                                                                                                                 |
| - Các sản phẩm thép khác      | 26.478         | 31.522               | 30.258                | 14%                       | -4%                      |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Bất động sản                | 1.683          | 1.683                | 1.010                 | -40%                      | -40%                     | * Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu mảng BĐS và nông nghiệp do KQKD quý 2 thấp hơn kỳ vọng.                                                                                                                                |
| - Nông nghiệp                 | 8.114          | 8.520                | 6.704                 | -17%                      | -21%                     |                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>          | <b>24.498</b>  | <b>35.101</b>        | <b>34.886</b>         | <b>42%</b>                | <b>-1%</b>               |                                                                                                                                                                                                                                     |
| Chi phí SG&A                  | -4.070         | -6.215               | -6.626                | 63%                       | 7%                       | * Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo chi phí bán hàng do chi phí logistics và vận chuyển trong quý 2 cao hơn kỳ vọng, chủ yếu do xung đột Trung Đông. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng áp lực chi phí này sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm. |
| <b>LN từ HĐKD</b>             | <b>20.428</b>  | <b>28.885</b>        | <b>28.260</b>         | <b>38%</b>                | <b>-2%</b>               |                                                                                                                                                                                                                                     |
| Doanh thu tài chính           | 2.082          | 8.874                | 8.373                 | 302%                      | -6%                      | * Dự báo thấp hơn chủ yếu do dự phóng lãi tỷ giá thấp hơn sau KQKD quý 2.<br>* Doanh thu tài chính tăng mạnh YoY nhờ khoản lãi BĐS một lần được ghi nhận trong quý 1/2026 (xem chi tiết bên dưới).                                  |
| Chi phí tài chính             | -4.604         | -7.265               | -7.325                | 59%                       | 1%                       | * Sau KQKD quý 2, dự báo chi phí lãi vay đã được chúng tôi điều chỉnh tăng 8%, và được bù đắp bởi dự phóng lỗ tỷ giá thấp hơn.                                                                                                      |
| Khác                          | 135            | 135                  | 170                   | 26%                       | 26%                      |                                                                                                                                                                                                                                     |
| LNTT                          | 18.041         | 30.629               | 29.478                | 63%                       | -4%                      |                                                                                                                                                                                                                                     |
| LNST                          | 15.515         | 26.035               | 25.351                | 63%                       | -3%                      |                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>LNST-CĐTS</b>              | <b>15.453</b>  | <b>25.930</b>        | <b>25.192</b>         | <b>63%</b>                | <b>-3%</b>               |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Thép                        | 12.624         | 19.978               | 19.376                | 53%                       | -3%                      | * Trong quý 1/2026, HPG đã ghi nhận khoản lãi một lần từ việc thoái toàn bộ vốn tại dự án nhà ở Phố Nối Hưng Yên. Khoản lãi trước thuế và sau thuế lần lượt đạt khoảng 4,9 nghìn tỷ đồng và 4,0 nghìn tỷ đồng.                      |
| - Bất động sản                | 1.229          | 4.689                | 4.542                 | 270%                      | -3%                      |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Nông nghiệp                 | 1.600          | 1.263                | 1.274                 | -20%                      | 1%                       |                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>LNST-CĐTS cốt lõi</b>      | <b>15.453</b>  | <b>21.920</b>        | <b>21.182</b>         | <b>37%</b>                | <b>-3%</b>               |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Thép                        | 12.624         | 19.978               | 19.376                | 53%                       | -3%                      | * Dự báo thấp hơn do KQKD quý 2 thấp hơn kỳ vọng.                                                                                                                                                                                   |
| - Bất động sản                | 1.229          | 679                  | 532                   | -57%                      | -22%                     |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Nông nghiệp                 | 1.600          | 1.263                | 1.274                 | -20%                      | 1%                       |                                                                                                                                                                                                                                     |
| Biên LN gộp                   | 15,7%          | 16,8%                | 16,9%                 |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |
| Chi phí SG&A/Doanh thu        | 2,6%           | 3,0%                 | 3,2%                  |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |
| Biên LN từ HĐKD               | 13,1%          | 13,8%                | 13,7%                 |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Biên LNST-CĐTS</b>         | <b>9,9%</b>    | <b>12,4%</b>         | <b>12,2%</b>          |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Thép                        | 8,6%           | 10,0%                | 9,7%                  |                           |                          | * Dự báo biên LNST sau lợi ích CĐTS mảng thép thấp hơn, chủ yếu phản ánh việc điều chỉnh tăng dự phóng chi phí SG&A.                                                                                                                |
| - Bất động sản                | 73,0%          | 278,6%               | 449,7%                |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Nông nghiệp                 | 19,7%          | 14,8%                | 19,0%                 |                           |                          | * Để có phân tích chi tiết hơn về diễn biến giá đầu ra - đầu vào của ngành thép, cùng với triển vọng biên lợi nhuận cả năm 2026 và quý 3, vui lòng tham khảo trang 9 đến 11.                                                        |
| <b>Biên LNST-CĐTS cốt lõi</b> | <b>9,9%</b>    | <b>10,5%</b>         | <b>10,3%</b>          |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |
| - Thép                        | 8,6%           | 10,0%                | 9,7%                  |                           |                          | * Dự báo biên lợi nhuận cao hơn, sau KQKD quý 2.                                                                                                                                                                                    |
| - Bất động sản                | 73,0%          | 40,4%                | 52,7%                 |                           |                          | * Dự báo biên lợi nhuận cao hơn, sau KQKD quý 2.                                                                                                                                                                                    |
| - Nông nghiệp                 | 19,7%          | 14,8%                | 19,0%                 |                           |                          |                                                                                                                                                                                                                                     |

Nguồn: HPG, Vietcap

Hình 2: Tổng quan sản lượng bán thép của HPG và dự báo năm 2026 của Vietcap

| Sản lượng bán hàng của HPG (nghìn tấn) | Q2 2025 | Q1 2026 | Q2 2026 | QoQ  | YoY  | 6T 2025 | 6T 2026 | YoY | Dự báo 2026 mới | 6T / Dự báo 2026 mới |
|----------------------------------------|---------|---------|---------|------|------|---------|---------|-----|-----------------|----------------------|
| Thép xây dựng                          | 1.277   | 1.431   | 1.308   | -9%  | 2%   | 2.469   | 2.739   | 11% | 5.630           | 49%                  |
| HRC                                    | 1.174   | 1.471   | 1.925   | 31%  | 64%  | 2.168   | 3.396   | 57% | 6.720           | 51%                  |
| Ống thép                               | 217     | 241     | 212     | -12% | -2%  | 402     | 453     | 13% | 920             | 49%                  |
| Tôn mạ                                 | 111     | 106     | 83      | -21% | -25% | 200     | 189     | -5% | 390             | 49%                  |

Nguồn: VSA, Vietcap

Cập nhật công suất sản xuất thép của HPG

**DQSC2 HRC:** Giai đoạn 1 đã đi vào vận hành từ tháng 3/2025 và giai đoạn 2 đã đi vào vận hành từ tháng 9/2025.

**DQSC2 – Mở rộng hoạt động sản xuất thép dây cuộn chất lượng cao (DQSC2-HQWR):**

Vào ngày 07/08/2025, HPG đã nhận được phê duyệt về việc tăng 3,4 nghìn tỷ đồng vốn đầu tư cho dự án DQSC2 từ mức 85 nghìn tỷ đồng lên mức 88,4 nghìn tỷ đồng. Theo đó, cơ cấu vốn được điều chỉnh bao gồm 40,8 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 47,6 nghìn tỷ đồng nợ vay, so với kế hoạch ban đầu là 40 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và 45 nghìn tỷ đồng nợ vay.

Chúng tôi ước tính 2,8 nghìn tỷ đồng trong số vốn bổ sung sẽ được dành cho vốn đầu tư XD CB và 600 tỷ đồng sẽ được dành cho vốn lưu động, dựa trên tỷ lệ phân bổ vốn đầu tư XD CB/vốn lưu động ban đầu của DQSC2 là 70 nghìn tỷ đồng và 15 nghìn tỷ đồng.

Việc phê duyệt tăng thêm vốn đầu tư sẽ bổ sung thêm 500.000 tấn vào công suất hàng năm, qua đó nâng tổng công suất thiết kế của DQSC2 lên mức 6,1 triệu tấn/năm. Cụ thể, tổng công suất này bao gồm 5,6 triệu tấn HRC – không thay đổi so với kế hoạch ban đầu – và 500.000 tấn thép dây cuộn chất lượng cao, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ quý 2/2028. Thép dây cuộn cũng là một loại thép xây dựng.

Do đây là thép dây cuộn chất lượng cao, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình cũng như biên lợi nhuận của sản phẩm này sẽ cao hơn so với sản phẩm thép xây dựng thông thường mà HPG đang sản xuất.

**Nhà máy sản xuất thép đường ray & thép kết cấu chuyên dụng:**

**Dự kiến vận hành từ quý 2/2027:** Theo thông tin mới nhất từ truyền thông trong nước vào đầu tháng 8, dự án đã hoàn thành 50% sau bảy tháng thi công và đặt mục tiêu vận hành từ quý 2/2027, muộn hơn một chút so với kế hoạch quý 1/2027 trước đây. Theo ban lãnh đạo, dù sản phẩm đầu tiên dự kiến ra mắt trong quý 2/2027, doanh thu chỉ được kỳ vọng ghi nhận từ năm 2028, do thép đường ray cần khoảng sáu tháng để đo lường, kiểm định và cấp chứng nhận trước khi có thể ghi nhận doanh thu. Chúng tôi đã cập nhật các giả định để phản ánh diễn biến này. Do đóng góp lợi nhuận của dự án còn hạn chế, tác động lên dự báo lợi nhuận hợp nhất của chúng tôi là không đáng kể (Hình 5).

Trong diễn biến mới nhất, HPG đề xuất mở rộng dự án với vốn đầu tư bổ sung 20 nghìn tỷ đồng và tăng công suất thép thêm 2 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa phần mở rộng này vào dự báo do hiện vẫn chỉ là đề xuất.

**Tổng quan dự án và ước tính lợi nhuận của Vietcap:**

Theo HPG, nhà máy sẽ có công suất thiết kế 700.000 tấn/năm đối với thép đường ray và thép kết cấu chuyên dụng (cơ cấu chi tiết chưa được công bố), với tổng vốn đầu tư dự kiến ở mức 14 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, kế hoạch đầu tư đã được phê duyệt bởi chính quyền địa phương là 10 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định 10 nghìn tỷ đồng sẽ được phân bổ cho vốn đầu tư XD CB, trong khi 4 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được sử dụng cho vốn lưu động.

Vì sản phẩm của dự án được sử dụng để phục vụ hạ tầng quốc gia, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ duy trì ở mức cao nhưng đi kèm với biên lợi nhuận thấp hơn – quan điểm này được

củng cố bởi các tính toán/ước tính sơ bộ của chúng tôi dựa trên dữ liệu được công bố. Theo kế hoạch đầu tư, dự án sẽ tạo ra doanh thu khoảng 11,4 nghìn tỷ đồng/năm và đóng góp khoảng 150 tỷ đồng/năm vào ngân sách Nhà nước. Với tư cách là nhà máy sản xuất thép chất lượng cao, dự án sẽ được hưởng mức ưu đãi thuế TNDN 17% trong 10 năm đầu (theo Luật Thuế TNDN năm 2025), trước khi áp dụng mức thuế tiêu chuẩn 20% cho 40 năm còn lại trong chu kỳ hoạt động 50 năm, tương ứng mức thuế suất bình quân gia quyền 19,4% theo ước tính của chúng tôi. Dựa trên mức đóng góp thuế dự kiến, chúng tôi ước tính LNTT hằng năm sẽ ghi nhận ở mức 773 tỷ đồng, tương ứng biên LNTT gần 7%. Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi ước tính mức này tương đương biên lợi nhuận gộp khoảng 10%, thấp hơn so với các mảng thép khác (biên lợi nhuận gộp năm 2024 của HPG là 13,3%, dù giá thép ở mức thấp).

**Nhà máy thép xây dựng mới tại Tây Ninh:** Đây là nhà máy EAF có công suất 700.000 tấn/năm, chủ yếu sản xuất thép xây dựng. Theo truyền thông trong nước, vốn đầu tư XDCB của dự án là 2,45 nghìn tỷ đồng - khá nhỏ so với DQSC2 - với kế hoạch vận hành thử trong nửa cuối năm 2027 và vận hành chính thức từ đầu năm 2028. Chúng tôi đã đưa công suất mới này vào Báo cáo Cập nhật, qua đó nâng dự báo sản lượng bán thép xây dựng năm 2028/29/30 lần lượt thêm 6%/8%/10%, tương ứng hiệu suất hoạt động 52%/73%/95% trong năm hoạt động thứ nhất/thứ hai/thứ ba.

Hình 3: Công suất sản xuất thép hiện tại và trong thời gian tới của HPG

| Công suất thiết kế/năm (triệu tấn)                         | Thép xây dựng                      | Ống thép | HRC | Thép chuyên dụng                            | Tôn mạ | Vốn đầu tư XDCB ban đầu (không bao gồm vốn nâng cấp) | Tiến độ                          |
|------------------------------------------------------------|------------------------------------|----------|-----|---------------------------------------------|--------|------------------------------------------------------|----------------------------------|
| Công suất hiện tại (không bao gồm các nhà máy DQSC)        | 4,0^                               | 1,2      |     |                                             | 0,4    |                                                      | Đang vận hành thương mại         |
| DQSC1 – Giai đoạn 1                                        | 3,0^                               |          |     |                                             |        | 50 nghìn tỷ đồng                                     | Vận hành từ tháng 12/2019        |
| DQSC1 – Giai đoạn 2                                        |                                    |          | 2,8 |                                             |        |                                                      | Vận hành từ tháng 11/2020        |
| DQSC2 – HRC giai đoạn 1                                    |                                    |          | 2,8 |                                             |        | 70 nghìn tỷ đồng,                                    | Vận hành từ tháng 3/2025         |
| DQSC2 – HRC giai đoạn 2                                    |                                    |          | 2,8 |                                             |        | cả 2 giai đoạn                                       | Vận hành từ tháng 9/2025         |
| DQSC2 – Mở rộng TDCCLC                                     | 0,5 (thép dây cuộn chất lượng cao) |          |     |                                             |        | 2,8 nghìn tỷ đồng*                                   | Dự kiến vận hành từ quý 2/2028   |
| Nhà máy sản xuất thép đường ray & thép kết cấu chuyên dụng |                                    |          |     | 0,7 (bao gồm thép đường ray & thép kết cấu) |        | 10 nghìn tỷ đồng**                                   | Dự kiến vận hành từ quý 2/2027   |
| Nhà máy thép xây dựng EAF tại Tây Ninh                     | 0,7                                |          |     |                                             |        | 2,45 nghìn tỷ đồng                                   | Dự kiến vận hành từ đầu năm 2028 |

Nguồn: HPG, truyền thông trong nước, Vietcap. \*Ước tính của Vietcap, dựa trên tổng vốn dự kiến cho việc mở rộng DQSC2 là 3,4 nghìn tỷ đồng, và cơ cấu vốn ban đầu của DQSC2 gồm 70 nghìn tỷ đồng cho vốn đầu tư XDCB và 15 nghìn tỷ đồng cho vốn lưu động. \*\*Theo HPG, tổng vốn được phân bổ cho nhà máy thép đường ray là 14 nghìn tỷ đồng, trong khi kế hoạch đầu tư được chính quyền địa phương phê duyệt là 10 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định 10 nghìn tỷ đồng sẽ được phân bổ cho vốn đầu tư XDCB, và 4 nghìn tỷ đồng còn lại cho vốn lưu động. ^Theo tài liệu trình bày tháng 8/2026 của HPG.

Hình 4: Kế hoạch hiệu suất hoạt động Nhà máy DQ2 HRC của HPG và dự báo của Vietcap

|                                                              | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 2030F        |
|--------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Công suất HRC hàng năm (nghìn tấn)</b>                    |              |              |              |              |              |
| Nhà máy DQ1                                                  | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 1                                           | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 2                                           | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        |
| <b>Kế hoạch của HPG về hiệu suất hoạt động Nhà máy DQSC2</b> |              |              |              |              |              |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 1                                           | 80%          | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 2                                           | 50-60%       | 80%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| <b>Dự báo của Vietcap về hiệu suất hoạt động mangan HRC</b>  |              |              |              |              |              |
| Nhà máy DQ1                                                  | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 1                                           | 80%          | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 2                                           | 60%          | 80%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| Tổng hợp                                                     | 80%          | 93%          | 100%         | 100%         | 100%         |
| <b>Dự báo của Vietcap về sản lượng bán HRC (nghìn tấn)</b>   |              |              |              |              |              |
| Nhà máy DQ1                                                  | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 1                                           | 2.240        | 2.800        | 2.800        | 2.800        | 2.800        |
| Nhà máy DQ2 – GĐ 2                                           | 1.680        | 2.240        | 2.800        | 2.800        | 2.800        |
| <b>Tổng cộng</b>                                             | <b>6.720</b> | <b>7.840</b> | <b>8.400</b> | <b>8.400</b> | <b>8.400</b> |
| Tăng trưởng YoY                                              | 33%          | 17%          | 7%           | 0%           | 0%           |

Nguồn: HPG, Vietcap

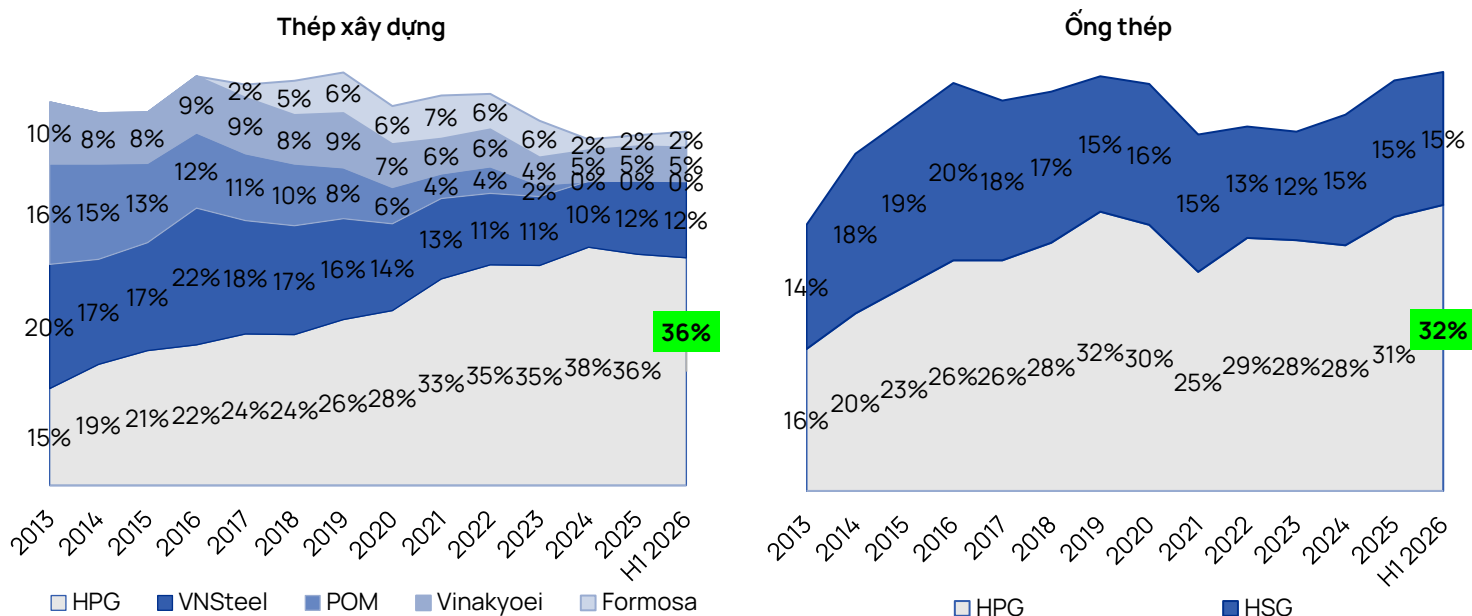
Hình 5: Giả định của Vietcap về đóng góp từ công suất thép mới của HPG

|                                                              | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F  | 2030F  | Nhận định                                                                             |
|--------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Nhà máy DQ2-HQWR Mở rộng</b>                              |       |       |       |        |        |                                                                                       |
| Công suất (nghìn tấn)                                        |       |       | 375*  | 500    | 500    |                                                                                       |
| Hiệu suất hoạt động                                          |       |       | 50%   | 60%    | 70%    |                                                                                       |
| Sản lượng bán (nghìn tấn)                                    |       |       | 187,5 | 300    | 350    |                                                                                       |
| Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)                          |       |       | 18,0  | 18,2   | 18,4   | Giả định cao hơn 10% so với thép xây dựng thông thường.                               |
| Doanh thu (tỷ đồng)                                          |       |       | 3.376 | 5.456  | 6.429  |                                                                                       |
| Biên lợi nhuận gộp                                           |       |       | 22,6% | 22,6%  | 22,6%  | Giả định cao hơn khoảng 2% so với biên lợi nhuận gộp của mangan thép xây dựng.        |
| <b>Nhà máy thép đường ray &amp; thép kết cấu chuyên dụng</b> |       |       |       |        |        |                                                                                       |
| Công suất(nghìn tấn)                                         |       |       | 700   | 700    | 700    |                                                                                       |
| Hiệu suất hoạt động                                          |       |       | 85%   | 100%   | 100%   | Giả định hiệu suất hoạt động cao do sản lượng đầu ra được bán cho các dự án quốc gia. |
| Sản lượng bán (nghìn tấn)                                    |       |       | 595   | 700    | 700    |                                                                                       |
| Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)                          |       |       | 16,3  | 16,3   | 16,3   | Ước tính của Vietcap, dựa trên doanh thu và công suất hàng năm.                       |
| Doanh thu (tỷ đồng)                                          |       |       | 9.690 | 11.400 | 11.400 |                                                                                       |
| Biên lợi nhuận gộp                                           |       |       | 10%   | 10%    | 10%    |                                                                                       |
| <b>Tỷ trọng đóng góp vào tổng</b>                            |       |       |       |        |        |                                                                                       |
| Sản lượng bán thép                                           |       |       |       |        |        |                                                                                       |
| - Mở rộng DQSC2                                              |       |       | 1%    | 2%     | 2%     |                                                                                       |
| - Nhà máy thép đường ray                                     |       |       | 4%    | 4%     | 4%     |                                                                                       |
| Doanh thu                                                    |       |       |       |        |        |                                                                                       |
| - Mở rộng DQSC2                                              |       |       | 1%    | 2%     | 2%     |                                                                                       |
| - Nhà máy thép đường ray                                     |       |       | 4%    | 4%     | 4%     |                                                                                       |
| LNST                                                         |       |       |       |        |        |                                                                                       |
| - Mở rộng DQSC2                                              |       |       | 2%    | 3%     | 3%     |                                                                                       |
| - Nhà máy thép đường ray                                     |       |       | 1%    | 2%     | 2%     |                                                                                       |

Nguồn: HPG, truyền thông trong nước, Vietcap. \*Dự kiến vận hành vào quý 2/2028. \*\*Dự kiến vận hành vào quý 2/2027. Ô màu xám tương ứng giai đoạn các dự án chưa đóng góp vào lợi nhuận.

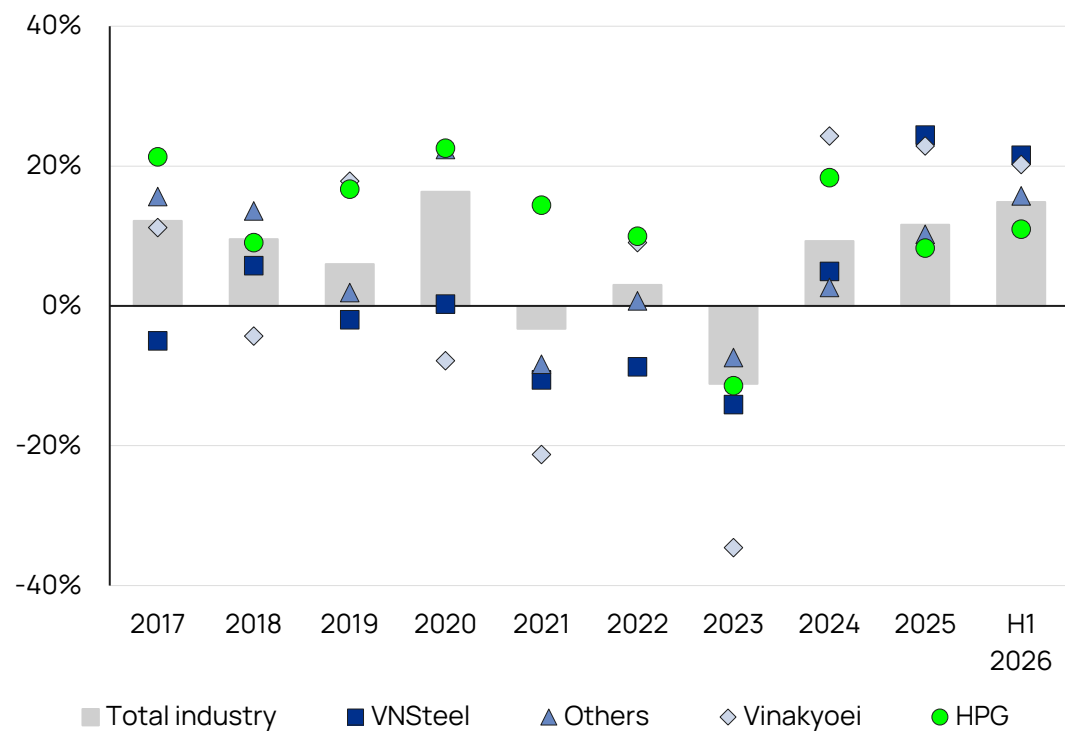
## Cập nhật dữ liệu ngành thép

Hình 6: Thị phần thép xây dựng và ống thép của các công ty sản xuất thép lớn



Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), Vietcap. Lưu ý: Không có dữ liệu của Formosa cho giai đoạn 2013-2016; sản lượng bán thép xây dựng của Formosa chỉ gồm thép dây cuộn (không có thép thanh).

Hình 7: Tăng trưởng sản lượng bán thép xây dựng của toàn ngành và các công ty sản xuất chính



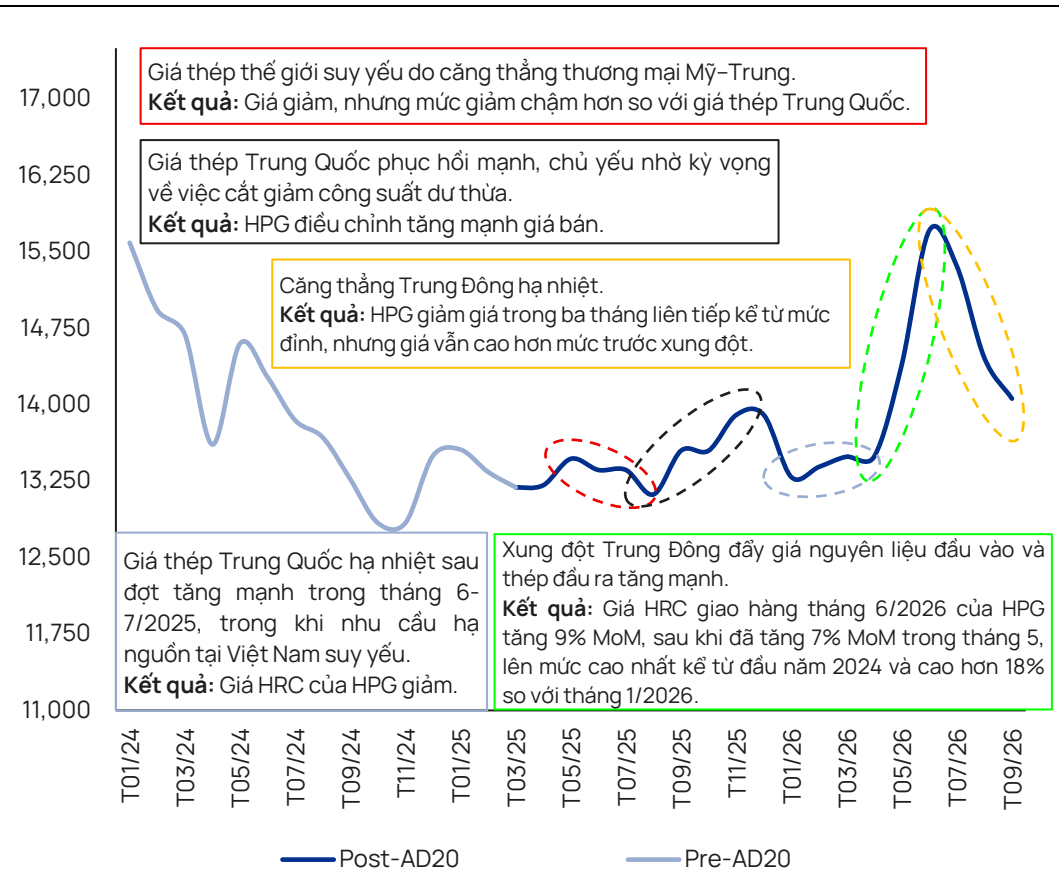
Nguồn: VSA, HPG, ước tính của Vietcap

Hình 8: Diễn biến giá thép xây dựng bình quân của HPG (đồng/kg)



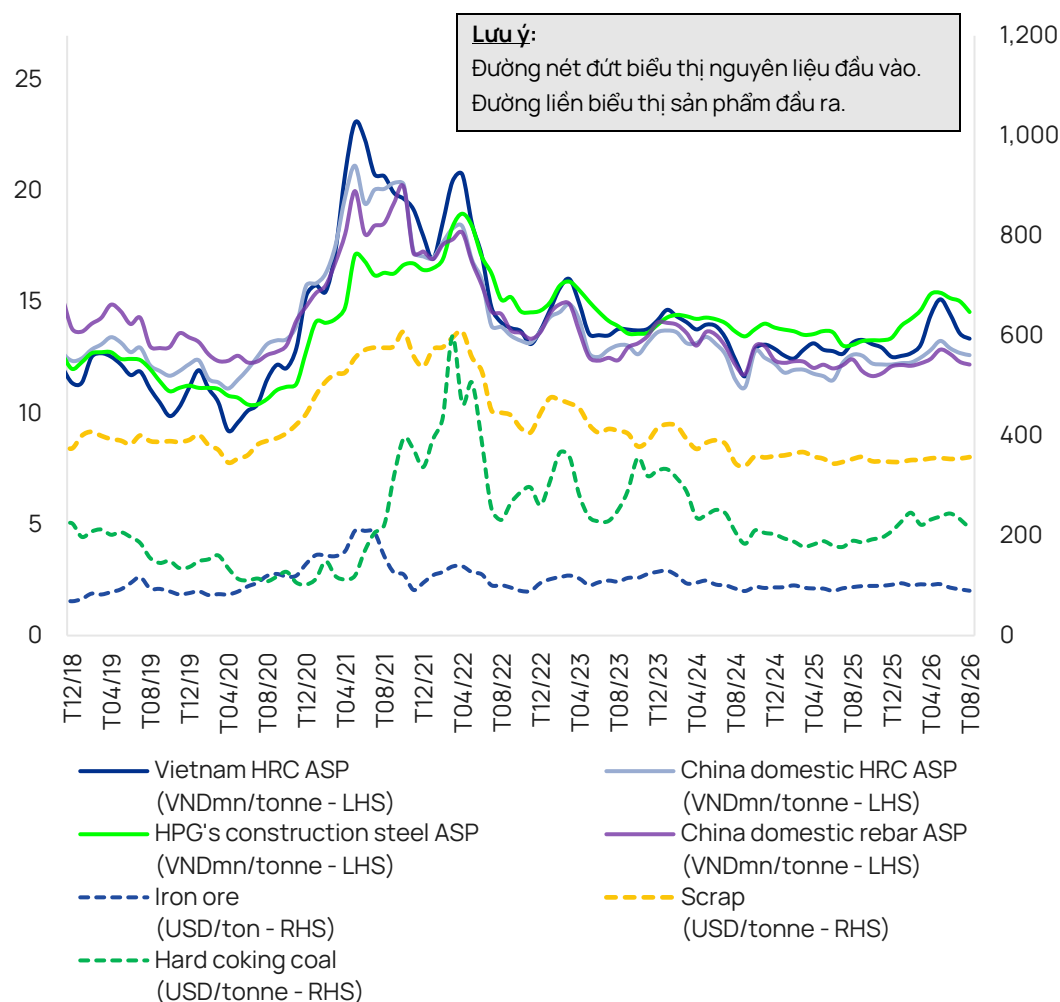
Nguồn: Steelonline.vn, Vietcap (Lưu ý: Mỗi dấu chấm đại diện cho một lần điều chỉnh giá của HPG)

Hình 9: Diễn biến giá HRC bình quân của HPG\* (đồng/kg)



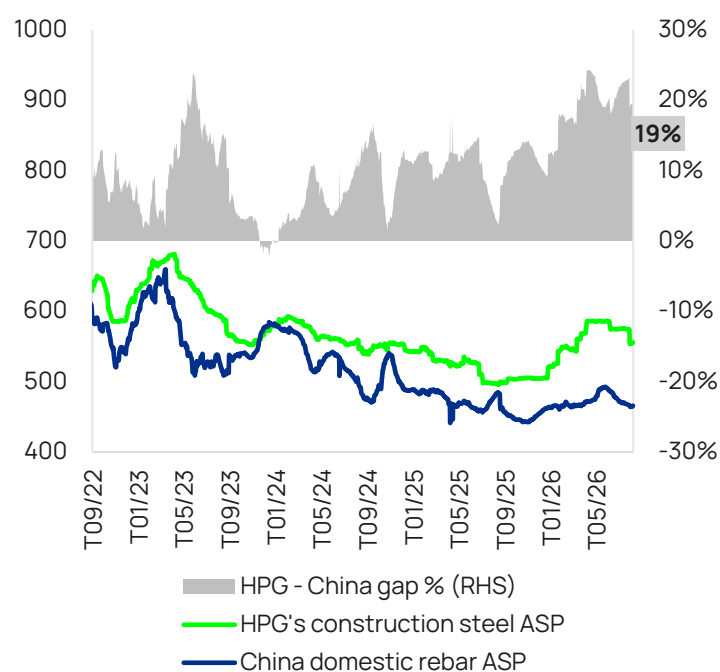
Nguồn: Vietcap tổng hợp. Lưu ý: HPG thường công bố giá HRC trước 1-2 tháng để hỗ trợ việc lập kế hoạch sản xuất. Các số liệu được trình bày phản ánh giá chào cho các lô hàng trong tháng tương ứng và áp dụng cho HRC theo giá cơ sở (không bao gồm phụ phí theo quy cách sản phẩm). Giá chưa bao gồm thuế GTGT.

Hình 10: Giá nguyên vật liệu đầu vào và sản phẩm đầu ra chính của HPG



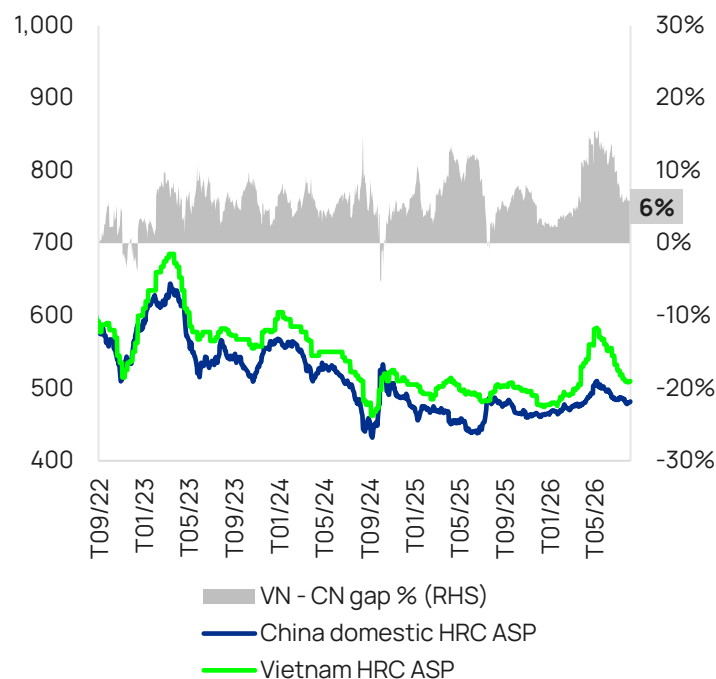
Nguồn: Bloomberg, VSA, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 14/08/2026)

Hình 11: Giá thép XD của Việt Nam s/v Trung Quốc (USD/tấn)



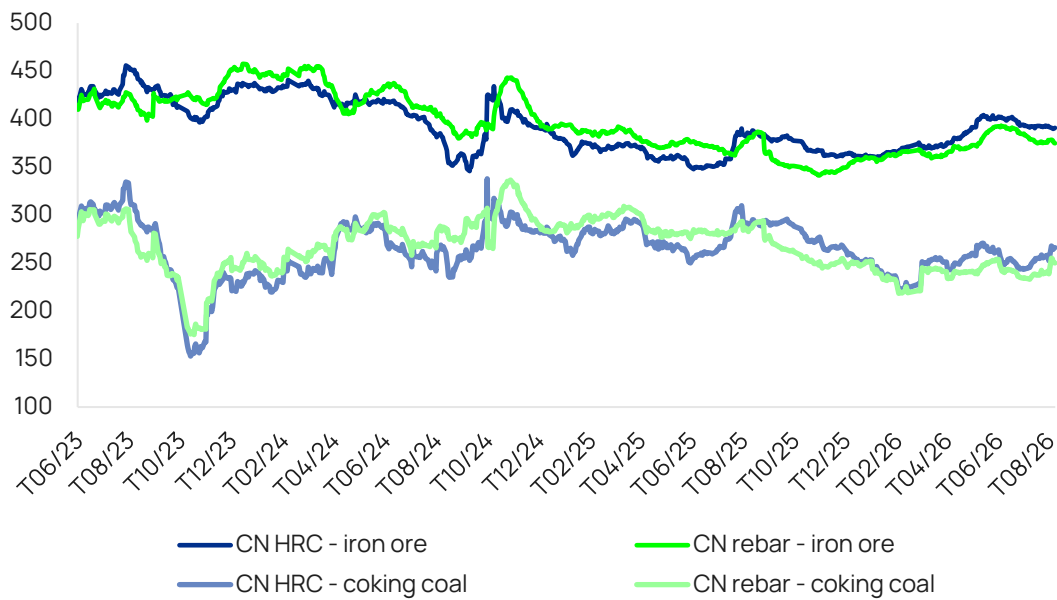
Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 14/08/2026)

Hình 12: Giá HRC của Việt Nam so với Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, HPG, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 14/08/2026)

Hình 13: Chênh lệch giá thép đầu ra - đầu vào của Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 14/08/2026)

Hình 14: Cập nhật diễn biến giá các mặt hàng liên quan đến ngành thép

| % thay đổi giá                | YTD    | Trung bình<br>YTD YoY | Trung bình<br>Q2 2026<br>QoQ | Trung bình<br>Q2 2026 YoY | Trung bình<br>từ 01/07 đến<br>nay so với<br>trung bình<br>Q2 2026 | Trung bình<br>từ 01/07 đến<br>nay YoY |
|-------------------------------|--------|-----------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| <b>Đầu vào</b>                |        |                       |                              |                           |                                                                   |                                       |
| Thép phế liệu                 | -0,4%  | -6,6%                 | -0,4%                        | -5,6%                     | -0,6%                                                             | -3,7%                                 |
| Than luyện cốc                | 1,7%   | 26,9%                 | 3,4%                         | 29,5%                     | -3,3%                                                             | 28,5%                                 |
| Quặng sắt                     | -12,5% | 5,1%                  | -2,6%                        | 8,0%                      | -7,9%                                                             | -2,9%                                 |
| <b>Đầu ra</b>                 |        |                       |                              |                           |                                                                   |                                       |
| Thép thanh nội địa Trung Quốc | -3,1%  | -5,4%                 | 1,5%                         | -2,8%                     | -2,8%                                                             | -4,4%                                 |
| Thép xây dựng HPG             | 6,3%   | 9,5%                  | 7,3%                         | 12,4%                     | -2,4%                                                             | 14,6%                                 |
| HRC Trung Quốc                | 0,0%   | -0,7%                 | 3,0%                         | 3,4%                      | -2,4%                                                             | -1,7%                                 |
| HRC Việt Nam                  | 6,8%   | 5,1%                  | 14,5%                        | 11,1%                     | -6,3%                                                             | 7,4%                                  |

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 14/08/2026)

**Nhận định chung về Hình 14:** Chúng tôi tiếp tục ghi nhận sự phân hóa rõ rệt về giá, cả giữa các nguyên liệu đầu vào ngành thép và giữa giá thép tại các thị trường trong khu vực:

- Phân hóa giá đầu vào (than luyện cốc so với quặng sắt):** Giá than luyện cốc duy trì mức tăng YoY cao (+28,5% YoY theo trung bình từ 01/07 đến nay; +26,9% YoY theo trung bình YTD), trái ngược rõ rệt với diễn biến yếu hơn của giá quặng sắt (-2,9% YoY theo trung bình từ 01/07 đến nay; +5,1% YoY theo trung bình YTD). Chúng tôi cho rằng sự phân hóa này chủ yếu phản ánh các yếu tố cung-cầu trái chiều: giá than luyện cốc được hỗ trợ bởi gián đoạn nguồn cung lớn tại Trung Quốc, trong khi quặng sắt chịu áp lực từ nguồn cung gia tăng từ đại dự án Simandou tại Guinea và nhu cầu luyện thép yếu tại Trung Quốc.

Đối với than luyện cốc, ngày 22/05/2026, một vụ nổ khí nghiêm trọng tại mỏ than Liushenyu, tỉnh Sơn Tây (gây 82 trường hợp thương vong) đã khiến 155-160 mỏ than tại trung tâm than luyện cốc chủ chốt của Trung Quốc phải lập tức tạm ngừng hoạt động để kiểm tra an toàn khẩn cấp. Theo khảo sát của Mysteel được Reuters dẫn lại, khoảng 64% công suất bị ảnh hưởng đã hoạt động trở lại vào ngày 17/06, nhưng hiệu suất hoạt động của các mỏ vẫn chỉ ở mức 70-80%, thấp hơn đáng kể so với mức 105-110% trước sự cố. Theo các cập nhật mới nhất từ Shanghai Metals Market (SMM), sản lượng than luyện cốc trong nước tiếp tục chịu

áp lực do công tác giám sát an toàn nghiêm ngặt và quy trình phê duyệt chặt chẽ đến đầu tháng 8. Theo Reuters, một chuyên gia kỳ cựu trong ngành ước tính sự cố có thể gây thiếu hụt 20-30 triệu tấn nguồn cung, tương đương 13,3%-20,0% lượng than luyện cốc xuất khẩu của Úc trong năm tài chính 2025-26, buộc các nhà máy thép Trung Quốc tăng nhập khẩu bằng đường biển và giữ giá quốc tế ở mức cao. Ngược lại, nguồn cung quặng sắt toàn cầu tăng cùng nhu cầu yếu tại Trung Quốc khiến giá quặng sắt diễn biến kém tích cực.

**Tác động đến dự báo của chúng tôi:** Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng giá quặng sắt năm 2026 xuống 3% (từ mức 10%), đồng thời điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng giá than luyện cốc năm 2026 lên 20% (từ mức 10%) - qua đó tạo ra tác động ròng nhìn chung trung tính đối với dự báo lợi nhuận năm 2026 của chúng tôi. Hiện tại, chúng tôi đánh giá tình trạng gián đoạn nguồn cung than luyện cốc tại Trung Quốc chủ yếu mang tính ngắn hạn, và do đó chưa điều chỉnh dự báo năm 2027, dù chúng tôi vẫn tiếp tục theo dõi diễn biến này.

- **Phân hóa giá đầu ra (giá thép Việt Nam so với Trung Quốc):** Giá thép Việt Nam (HRC Việt Nam +14,6% YoY; thép xây dựng HPG +7,4% YoY theo trung bình từ 01/07 đến nay) diễn biến vượt trội đáng kể so với các mức tham chiếu của Trung Quốc (HRC Trung Quốc -4,4% YoY; thép thanh Trung Quốc -1,7% YoY). Chúng tôi cho rằng diễn biến này phản ánh nhu cầu xây dựng và hạ tầng trong nước của Việt Nam mạnh hơn trong bối cảnh nhu cầu tại Trung Quốc yếu, cùng với các biện pháp bảo hộ thuế quan đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc, qua đó hạn chế khả năng chênh lệch giá giữa hai thị trường thu hẹp.

## Triển vọng biên lợi nhuận năm 2026 của HPG

**Quan điểm của chúng tôi về giá đầu ra - đầu vào của ngành thép trong năm 2026 (quan điểm cả năm):**

**Đầu ra:** Chúng tôi kỳ vọng giá thép tại Việt Nam sẽ phục hồi dần và có biến động trong năm 2026. Các yếu tố thúc đẩy chính bao gồm (1) việc cắt giảm công suất theo chính sách chống cạnh tranh không lành mạnh của Trung Quốc, nhằm siết chặt kỷ luật về công suất, (2) việc Trung Quốc kiểm soát chặt hơn hoạt động xuất khẩu thép, có hiệu lực từ ngày 01/01/2026 (vui lòng tham khảo trang 257 và 258 trong Báo cáo Chiến lược giữa năm 2026 của chúng tôi để biết thêm chi tiết về chính sách này), và (3) (đối với HRC) mức độ bảo hộ thuế bổ sung từ “AD20 mở rộng” đối với hàng nhập khẩu HRC khổ rộng từ Trung Quốc, có hiệu lực từ giữa tháng 4/2026. Chúng tôi kỳ vọng đà phục hồi của giá thép Trung Quốc sẽ tiến triển dần theo từng bước, do nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc hiện đang ở mức yếu.

**Đầu vào:** Chúng tôi kỳ vọng giá đầu vào sẽ phân hóa trong năm 2026, khi giá quặng sắt suy yếu (nhờ nguồn cung toàn cầu gia tăng), qua đó bù đắp cho mức tăng của giá than luyện cốc (do gián đoạn nguồn cung trong nước tại Trung Quốc):

1. **Quặng sắt:** Yếu tố mang tính cấu trúc chính là nguồn cung mới từ dự án Simandou tại châu Phi. Simandou, một trong những mỏ quặng sắt chất lượng cao (khoảng 65% Fe) lớn nhất thế giới chưa được khai thác, với hơn 2,0 tỷ tấn trữ lượng, đã bắt đầu vận hành từ cuối năm 2025. Khi đạt công suất tối đa (120 triệu tấn/năm), Simandou sẽ tương đương khoảng 10% lượng quặng sắt nhập khẩu bằng đường biển hàng năm của Trung Quốc (khoảng 7,5% tổng thương mại đường biển toàn cầu), cho thấy đây là một phần bổ sung nguồn cung đáng kể và mang tính cấu trúc. Khi mỏ này nâng dần công suất và nguồn cung toàn cầu mở rộng trong bối cảnh nhu cầu sản xuất thép của Trung Quốc yếu, chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt sẽ duy trì ở mức thấp. Do giá giao ngay diễn biến yếu hơn kỳ vọng ban đầu, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng giá quặng sắt năm 2026 xuống 3% YoY (từ mức 10% trước đây).
2. **Than luyện cốc:** Như đã thảo luận trước đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng giá than luyện cốc năm 2026 lên 20% YoY (từ mức 10% trước đây). Mức điều chỉnh này được thúc đẩy bởi cú sốc nguồn cung nghiêm trọng trong nước tại Trung Quốc.

**Tác động ròng đến dự báo năm 2026 (từ việc điều chỉnh dự báo giá đầu vào):** Việc hạ dự báo giá quặng sắt năm 2026 nhìn chung bù đắp áp lực chi phí từ giá than luyện cốc cao hơn, qua đó tạo ra tác động ròng trung tính đối với dự báo lợi nhuận và biên lợi nhuận năm 2026 của HPG. Hiện tại, chúng tôi đánh giá gián đoạn nguồn cung than luyện cốc tại Trung Quốc chủ yếu là yếu tố ngắn hạn và do đó chưa điều chỉnh dự báo năm 2027, dù vẫn tiếp tục theo dõi diễn biến.

**Triển vọng biên lợi nhuận cả năm của HPG:** Nhờ diễn biến thuận lợi giữa giá đầu ra và giá đầu vào, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận cả năm của HPG sẽ mở rộng YoY. Dự báo của chúng tôi tương ứng mức mở rộng biên lợi nhuận YoY trong nửa cuối năm.

**Biến động biên lợi nhuận ngắn hạn tiềm ẩn từ xung đột Trung Đông:** Các nội dung nêu trên phản ánh quan điểm cả năm của chúng tôi; trong ngắn hạn, căng thẳng tại Trung Đông có thể tạm thời hỗ trợ lợi nhuận nhờ độ trễ thuận lợi giữa giá đầu ra và giá đầu vào, dù lợi ích này có thể đảo chiều nếu căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt, như đã thảo luận trước đó. Chúng tôi đã ghi nhận tác động tích cực này lên biên lợi nhuận trong KQKD quý 2/2026 của các doanh nghiệp thép niêm yết thuộc danh mục theo dõi (vui lòng tham khảo các báo cáo nhanh KQKD quý 2/2026 của chúng tôi đối với HPG, NKG và HSG để biết thêm chi tiết). Đối với quý 3/2026, ban đầu chúng tôi dự báo biên lợi nhuận sẽ thu hẹp QoQ do giá đầu vào và đầu ra giảm khi phần bù rủi ro địa chính trị hạ nhiệt. Mặc dù căng thẳng gần đây đã leo thang trở lại, triển vọng ngắn hạn phụ thuộc vào mức độ nghiêm trọng của xung đột: nếu xung đột kéo dài và leo thang lên mức tương đương quý 2, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận quý 3 sẽ duy trì tương đối ổn định QoQ; nếu xung đột chỉ diễn ra trong thời gian ngắn hoặc ít nghiêm trọng hơn, biên lợi nhuận quý 3 sẽ giảm QoQ như dự báo trước đây. Theo chúng tôi, kịch bản thứ hai nhiều khả năng sẽ xảy ra hơn, do (1) dù gần đây có các đợt căng thẳng bùng phát, giá dầu thô vẫn chưa quay lại kiểm định mức đỉnh của quý 2 - cho thấy giá hàng hóa nói chung khó có thể trở lại các mức đỉnh trước đó - và (2) giá thép đầu ra đã có xu hướng giảm (**Hình 8 đến Hình 10**), qua đó khiến các nhà sản xuất chịu ảnh hưởng từ nguyên liệu đầu vào giá cao đã được thu mua trước đó trong giai đoạn giá đỉnh.

## **VinMetal công bố chi tiết khu liên hợp thép 80 nghìn tỷ đồng, dự kiến vận hành thương mại từ quý 1/2031; Tác động hạn chế đến HPG**

Theo truyền thông trong nước dẫn báo cáo đề nghị cấp giấy phép môi trường của VinMetal vào ngày 07/08/2026, khu liên hợp thép VinMetal Hà Tĩnh sẽ có công suất thép thành phẩm 5,0 triệu tấn/năm (thấp hơn mức 6,0 triệu tấn được công bố trước đây), bao gồm (1) 3,0 triệu tấn HRC, (2) 1,4 triệu tấn thép thanh và (3) 0,6 triệu tấn thép dây cuộn. Đây là lần đầu tiên cơ cấu sản phẩm của dự án được công bố chi tiết. Tổng vốn đầu tư ở mức gần 80 nghìn tỷ đồng.

Về công nghệ, VinMetal sẽ sử dụng quy trình luyện thép BF-BOF truyền thống, tương tự HPG và Formosa. Các yếu tố 'xanh' của dự án chủ yếu gồm tái sử dụng 100% nước thải công nghiệp, không xả ra môi trường, và thu hồi khí phụ phẩm phát sinh trong quá trình sản xuất để sử dụng làm năng lượng, qua đó giảm tiêu thụ nhiên liệu và phát thải. Theo chúng tôi, đây không phải là một nhà máy 'thép xanh' thuần túy; dự án chủ yếu bổ sung các giải pháp tái chế/thu hồi phụ phẩm trên nền công nghệ cốt lõi hiện hữu, tương tự cách HPG đang thực hiện, thay vì sử dụng một công nghệ luyện thép cốt lõi khác biệt.

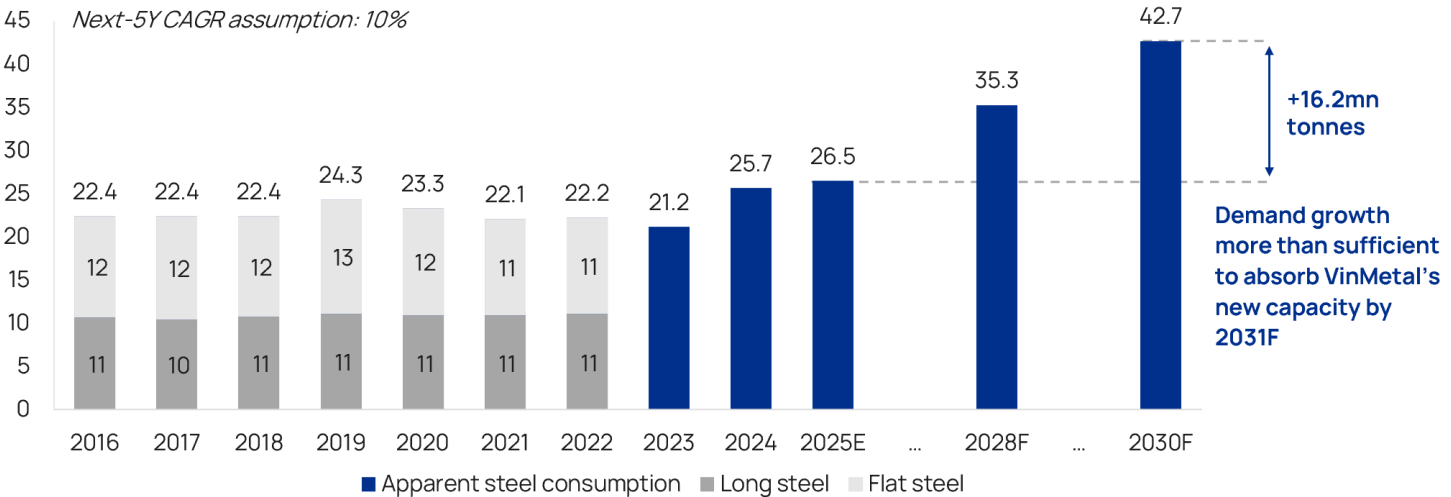
Đáng chú ý, hồ sơ này cho thấy dự án sẽ vận hành thương mại từ quý 1/2031, với lịch trình triển khai chi tiết như sau:

| Tiến độ dự kiến   | Nội dung triển khai                                                                                                   |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Q4 2025 – Q3 2026 | Chuẩn bị đầu tư, thỏa thuận địa điểm, quy hoạch chi tiết, khảo sát, thiết kế cơ sở và hoàn thiện các thủ tục pháp lý. |
| Q4 2026 – Q2 2027 | Giải phóng mặt bằng, san lấp và chuẩn bị mặt bằng thi công.                                                           |
| Q1 2027 – Q4 2027 | Thi công hạ tầng kỹ thuật.                                                                                            |
| Q2 2027 – Q4 2029 | Thi công các hạng mục công trình của dự án.                                                                           |
| Q1 2028 – Q2 2030 | Lắp đặt thiết bị và dây chuyền công nghệ sản xuất.                                                                    |
| Q3 2030 – Q4 2030 | Chạy thử đơn động, liên động và hiệu chỉnh thiết bị.                                                                  |
| Q3 2030 – Q4 2030 | Vận hành thử các công trình xử lý môi trường.                                                                         |
| Từ quý 1/2031     | Bắt đầu vận hành thương mại.                                                                                          |

Nguồn: Hồ sơ đề nghị cấp giấy phép môi trường của VinMetal, Vietcap tổng hợp

**Quan điểm của chúng tôi:** Thời điểm vận hành thương mại vào quý 1/2031 muộn hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi là khoảng năm 2028. Do đó, chúng tôi cho rằng mức cạnh tranh của VinMetal đối với HPG sẽ là hạn chế cho đến thời điểm đó. Kể cả sau khi VinMetal đi vào hoạt động (dự kiến từ quý 1/2031), chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhu cầu trong nước sẽ đủ để hấp thụ phần công suất bổ sung, qua đó cho thấy tác động lên HPG vẫn ở mức khá hạn chế. Theo Báo cáo Chiến lược giữa năm 2026 của chúng tôi (trang 270), chúng tôi ước tính tổng nhu cầu thép của Việt Nam trong năm 2030 sẽ cao hơn khoảng 16,2 triệu tấn so với năm 2025, dựa trên giả định tăng trưởng 10%/năm (ban lãnh đạo HPG đã chia sẻ tại ĐHCĐ năm 2026 của công ty về mức CAGR trên 10%, được hỗ trợ bởi chi tiêu hạ tầng mạnh và tăng trưởng GDP cao).

Hình 15: Tiêu thụ thép biểu kiến tại Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: VSA, SEAISI, ĐHCĐ năm 2026 của HPG, Vietcap. \*Cơ cấu giữa thép dài và thép dẹt không được công bố cho giai đoạn 2023-25E. Chi tiết hơn được trình bày trong Báo cáo Chiến lược giữa năm 2026 của chúng tôi (trang 270).

### Tăng cường tham gia vào các dự án chiến lược/quốc gia quy mô lớn cùng với các tập đoàn tư nhân lớn

Trong vài tháng qua, chúng tôi ghi nhận HPG/Chủ tịch Trần Đình Long ngày càng tham gia sâu hơn, cùng với Đại Quang Minh/THACO/ông Trần Đăng Khoa (Chủ tịch Đại Quang Minh, công ty thành viên của THACO), vào một số dự án chiến lược/quốc gia quy mô lớn thuộc các lĩnh vực hạ tầng, bất động sản, năng lượng tái tạo và tài nguyên khoáng sản.

Các dự án này hiện bao gồm (1) Đại lộ cảnh quan sông Hồng, (2) Khu đô thị tái định cư Lĩnh Nam và Khu đô thị đa mục tiêu Lĩnh Nam, (3) Khu đô thị đa mục tiêu Thư Lâm-Đông Anh - trong đó (2) và (3) là các dự án tái định cư phục vụ Đại lộ cảnh quan sông Hồng, (4) CTCP Điện gió ngoài khơi Sông Hậu, và (5) CTCP Khoáng sản Thủ Đô (liên quan đến mỏ quặng sắt Quý Xa).

Chúng tôi cho rằng việc HPG tham gia các dự án này có thể mở ra dư địa giá trị đáng kể trong dài hạn, thông qua các cơ hội đầu tư mới, thu nhập đầu tư tiềm năng hoặc thậm chí nhu cầu thép gia tăng. HPG đã công bố việc tham gia nhưng chưa công bố hiệu quả kinh tế của các dự án; vốn đầu tư XDCB cuối cùng, tiến độ triển khai và đóng góp lợi nhuận dự kiến vẫn chưa rõ. Do đó, chúng tôi chưa đưa bất kỳ đóng góp lợi nhuận nào từ các dự án này vào dự báo hiện tại đối với HPG.

**Hình 16: Mức độ tham gia ngày càng lớn của HPG/Chủ tịch Trần Đình Long vào các dự án quy mô lớn**

| Dự án                                                                     | Sự tham gia của HPG / Chủ tịch Trần Đình Long                                                                                                                                      | Mô tả / Mục đích                                                                                                                                                                                 | Quy mô / vốn đầu tư                                                                                                                                                                                                                                  | Tình trạng hiện tại / Lưu ý                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Đại lộ cảnh quan sông Hồng</b>                                         | HPG là một phần của liên danh nhà đầu tư cùng với Đại Quang Minh và THACO.                                                                                                         | Một dự án hạ tầng đô thị quy mô lớn dọc hai bờ sông Hồng tại Hà Nội.<br>Dự án sẽ được triển khai theo hợp đồng BT (Xây dựng - Chuyển giao), trong đó nhà đầu tư được thanh toán bằng quỹ đất.    | ~11.418 ha.<br>Vốn đầu tư XDCB: ~737 nghìn tỷ đồng.                                                                                                                                                                                                  | Chủ trương đầu tư đã được phê duyệt vào tháng 5/2026.<br>Dự án được phê duyệt bao gồm 18 hạng mục và dự kiến triển khai trong giai đoạn 2026–2038, trong đó các hạng mục ưu tiên được đặt mục tiêu hoàn thành trong giai đoạn 2026–2030.<br>Mức lợi nhuận kỳ vọng dành cho các nhà đầu tư của dự án vẫn chưa được công bố. |
| <b>Khu đô thị đa mục tiêu Thư Lâm-Đông Anh</b>                            | HPG sở hữu ~20,3% Tập đoàn Tương lai Sông Hồng - chủ đầu tư dự án - sau khi hoàn tất giao dịch hoán đổi cổ phần HPRE (chi tiết ở phần sau). Phần sở hữu còn lại chưa được công bố. | Được thiết kế là khu đô thị đa mục tiêu cung cấp nhà tái định cư, nhà ở và hạ tầng phục vụ cho các hộ dân bị ảnh hưởng bởi các dự án hạ tầng lớn tại Hà Nội, bao gồm Đại lộ cảnh quan sông Hồng. | Vốn đầu tư XDCB ban đầu ~60,6 nghìn tỷ đồng, nhưng các hồ sơ mới nhất cho thấy vốn đầu tư XDCB sơ bộ mới ở mức ~83,8 nghìn tỷ đồng.                                                                                                                  | Dự án đã được khởi công vào tháng 2/2026.<br>Quy hoạch chi tiết 1/500 của dự án đã được các cơ quan chức năng Hà Nội phê duyệt.                                                                                                                                                                                            |
| <b>Khu đô thị tái định cư Lĩnh Nam và Khu đô thị đa mục tiêu Lĩnh Nam</b> | Tập đoàn Tương lai Sông Hồng cũng là chủ đầu tư của dự án này.                                                                                                                     | Dự án này cũng là dự án tái định cư phục vụ đại dự án Đại lộ cảnh quan sông Hồng.                                                                                                                | Theo thông tin mới nhất từ truyền thông trong nước, Khu đô thị tái định cư Lĩnh Nam có quy mô 98ha và vốn đầu tư XDCB dự kiến 49,1 nghìn tỷ đồng, trong khi khu đô thị đa mục tiêu có quy mô 169,5ha và vốn đầu tư XDCB dự kiến 174,8 nghìn tỷ đồng. | Cả hai dự án đã được khởi công vào ngày 11/08/2026.<br>Khu đô thị tái định cư dự kiến triển khai trong giai đoạn quý 3/2026–quý 4/2029, trong khi khu đô thị đa mục tiêu được đặt mục tiêu hoàn thành vào quý 4/2030, với hạ tầng kỹ thuật và nhà ở tái định cư cao tầng dự kiến hoàn thành vào quý 2/2028.                |
| <b>CTCP Điện gió ngoài khơi Sông Hậu</b>                                  | HPG sở hữu 30%; KVS Investment sở hữu 30%; Chủ tịch Trần Đình Long sở hữu cá nhân 20%; và ông Trần Đăng Khoa sở hữu 20%.                                                           | Một công ty tập trung vào năng lượng tái tạo (điện gió và điện mặt trời), có trụ sở tại Cần Thơ.                                                                                                 | Vốn điều lệ ban đầu của công ty là 2,0 nghìn tỷ đồng.<br>Công ty này đã trình đề xuất nghiên cứu và khảo sát một dự án điện gió ngoài khơi 20 GW tại Cần Thơ với vốn đầu tư XDCB sơ bộ 1.500 nghìn tỷ đồng.                                          | Dự án đề xuất vẫn đang ở giai đoạn đề xuất nghiên cứu/khảo sát.<br>Cam kết hiện được công bố của HPG là 600 tỷ đồng cho 30% cổ phần trong vốn điều lệ ban đầu 2 nghìn tỷ đồng.                                                                                                                                             |

| Dự án                                    | Sự tham gia của HPG / Chủ tịch Trần Đình Long                                                                                                                                                                                                                                                                               | Mô tả / Mục đích                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Quy mô / vốn đầu tư | Tình trạng hiện tại / Lưu ý                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Mỏ quặng sắt Quý Xa / Khoáng sản Thủ Đức | Theo thông tin mới nhất, Khoáng sản Thủ Đức được cho là đang nắm giữ 99,85% cổ phần tại VTM (tăng từ 45%), đơn vị vận hành mỏ Quý Xa. Các cổ đông liên quan đến HPG ban đầu nắm giữ tổng cộng 55% cổ phần tại Khoáng sản Thủ Đức nhưng đã thoái toàn bộ và hiện không còn sở hữu cổ phần nào tại mỏ này, theo ban lãnh đạo. | Một trong những mỏ quặng sắt lớn nhất Việt Nam, tọa lạc tại Lào Cai. Tài nguyên/trữ lượng trong quá khứ vượt ~120 triệu tấn. Theo báo cáo đánh giá tác động môi trường tháng 5/2026 (được truyền thông trong nước dẫn lại), trữ lượng còn lại trong phạm vi biên giới khai thác ở mức ~81,8 triệu tấn. Hàm lượng quặng sắt của mỏ ở mức khoảng 52-55%, thấp hơn so với quặng nhập khẩu (62%). | N/A                 | Mặc dù không sở hữu cổ phần tại mỏ, HPG đã đạt được thỏa thuận để mua 70-80% sản lượng hằng năm của mỏ từ năm sau. Với công suất khoảng 5 triệu tấn/năm, lượng mua này tương đương 3,5-4 triệu tấn quặng sắt/năm, so với nhu cầu khoảng 22 triệu tấn/năm của HPG.<br><br>Thỏa thuận này sẽ giúp giảm sự phụ thuộc vào quặng nhập khẩu, giảm rủi ro tỷ giá và đảm bảo vị thế chi phí thuận lợi hơn so với hàng nhập khẩu (dù chưa có thông tin công bố về mức độ rẻ hơn của quặng trong nước so với quặng nhập khẩu).<br><br>Chúng tôi đánh giá đây là yếu tố hỗ trợ tiềm năng đối với biên lợi nhuận, nhưng chưa đưa vào dự báo do thiếu dữ liệu về lợi thế chi phí của quặng trong nước so với quặng nhập khẩu. |

Nguồn: HPG, truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp. Thông tin tính đến giữa tháng 8/2026.

## HPG hoán đổi cổ phần HPRE để lấy 20,3% cổ phần tại Tập đoàn Tương lai Sông Hồng

Vào tháng 7/2026, HĐQT của HPG đã thông qua việc mua 799,5 triệu cổ phiếu phát hành mới của Tập đoàn Tương lai Sông Hồng với giá trị 7.995 tỷ đồng. Thay vì góp bằng tiền, HPG sử dụng ~249,8 triệu cổ phiếu tại CTCP Phát triển Bất động sản Hòa Phát (HPRE), được định giá 32.000 đồng/cổ phiếu, làm khoản thanh toán. Sau giao dịch, HPG sẽ nắm giữ 20,27% cổ phần tại Tập đoàn Tương lai Sông Hồng, trong khi tỷ lệ sở hữu tại HPRE sẽ giảm từ 99,98% xuống 76,41%.

**Tác động đến KQKD hợp nhất của HPG từ việc giảm tỷ lệ sở hữu tại HPRE:** Theo công ty, HPRE là công ty holding cho hoạt động bất động sản của HPG. Theo đó, việc giảm tỷ lệ sở hữu của HPG từ 99,98% xuống 76,41% sẽ làm giảm phần lợi nhuận mảng BĐS thuộc về cổ đông của HPG, qua đó khiến đóng góp LNST sau lợi ích CBTS từ mảng này thấp hơn kể từ quý 3/2026. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tác động lên LNST sau lợi ích CBTS hợp nhất trong giai đoạn dự báo của chúng tôi sẽ không đáng kể, do chúng tôi dự báo mảng BĐS chỉ đóng góp ~1% LNST của HPG trong giai đoạn 2027-2030. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo mảng BĐS chiếm 18% LNST, nhưng gần 90% lợi nhuận của mảng này đến từ khoản lãi thoái vốn một lần trong quý 1, mà chúng tôi cho rằng không liên quan đến giao dịch này do khoản lãi phát sinh trong quý 1, trong khi giao dịch hoán đổi cổ phần diễn ra trong quý 3/2026.

## HPG dự kiến phát triển dự án BĐS thương mại mới tại Yên Sở, Hà Nội từ quý 4/2026

Theo truyền thông trong nước dẫn báo cáo đánh giá KQKD 6T 2026 của HPG, tập đoàn dự kiến khởi động dự án Mandarin Garden 3 tại Yên Sở (Hà Nội) từ quý 4/2026. Đây sẽ là dự án tiếp theo trong danh mục Mandarin Garden của HPG, sau Mandarin Garden 1 (Cầu Giấy) và Mandarin Garden 2 (Tân Mai).

Theo công ty, dự án dự kiến được phát triển trên một khu đất hiện hữu trước đây dùng làm xưởng cơ khí, sau đó đã được chuyển đổi mục đích sử dụng sang phát triển bất động sản.

Kế hoạch chi tiết về doanh thu, lợi nhuận và tiến độ vẫn chưa được công bố tại thời điểm này. Đến nay, chưa có hoạt động thi công nào được triển khai. Dự án này độc lập với đại dự án sông Hồng.

**Chúng tôi chưa đưa dự án Mandarin Garden 3 này vào các dự báo hiện tại** do còn chờ thêm thông tin chi tiết. Nếu dự án được triển khai theo kế hoạch, chúng tôi cho rằng dự báo lợi nhuận trung hạn có dư địa tăng, nhiều khả năng bắt đầu xuất hiện sau hai-ba năm kể từ khi khởi công, khi dự án bước vào giai đoạn bàn giao và ghi nhận doanh thu.

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng kết hợp 2 phương pháp CKDT (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%) để đưa ra mức giá mục tiêu đối với HPG là 32.700 đồng/cổ phiếu.

**Định giá theo phương pháp DCF của chúng tôi giảm 10%** so với Báo cáo Cập nhật trước, chủ yếu do WACC tăng từ 12,0% lên 12,6% khi chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro từ 6% lên 7%, cùng với việc điều chỉnh lần lượt -3%/0%/+3%/+5%/+7% dự báo lợi nhuận năm 2026/27/28/29/30 của chúng tôi.

**Định giá theo phương pháp P/E của chúng tôi thấp hơn 3%** so với Báo cáo Cập nhật gần nhất, do các điều chỉnh đối với dự báo lợi nhuận.

Hình 17: Tóm tắt định giá

| (đồng/cổ phiếu)                                                       | Giá trị hợp lý | Tỷ trọng | Đóng góp              |
|-----------------------------------------------------------------------|----------------|----------|-----------------------|
| CKDT                                                                  | 30.900         | 70%      | 21.600                |
| P/E mục tiêu là 15,0 lần                                              | 36.700         | 30%      | 11.100                |
| <b>Giá mục tiêu</b>                                                   |                |          | <b>32.700</b>         |
| P/E dự báo năm 2026 tại <b>giá mục tiêu</b> và (giá đóng cửa)         |                |          | <b>11,2x / (7,2x)</b> |
| P/E dự báo năm 2027 tại <b>giá mục tiêu</b> và (giá đóng cửa)         |                |          | <b>9,9x / (6,3x)</b>  |
| P/E cốt lõi dự báo năm 2026 tại <b>giá mục tiêu</b> và (giá đóng cửa) |                |          | <b>13,4x / (8,6x)</b> |
| P/E cốt lõi dự báo năm 2027 tại <b>giá mục tiêu</b> và (giá đóng cửa) |                |          | <b>9,9x / (6,3x)</b>  |

Nguồn: Vietcap. Chúng tôi sử dụng EPS sau khi loại trừ chi phí thưởng và phúc lợi.

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Chúng tôi sử dụng mô hình CKDT nhiều giai đoạn với chu kỳ 10 năm để phản ánh đà tăng trưởng dài hạn của HPG nhờ đóng góp của DQSC2. Chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng trung hạn 4% cho giai đoạn 2031-2035 và áp dụng mức 2% cho các năm cuối kỳ.

Hình 18: Chiết khấu dòng tiền

| Tỷ đồng                          | 2026F        | 2027F         | 2028F         | 2029F         | 2030F         |
|----------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>LN từ HĐKD</b>                | 28.260       | 35.829        | 42.590        | 45.030        | 47.058        |
| - Thuế                           | -3.956       | -5.016        | -5.963        | -6.304        | -6.588        |
| + Khấu hao                       | 11.404       | 12.004        | 13.574        | 14.221        | 14.821        |
| - Vốn đầu tư XD CB               | -15.404      | -10.698       | -6.280        | -6.000        | -6.000        |
| - Tăng vốn lưu động              | -15.240      | -14.715       | -17.217       | -11.290       | -9.806        |
| <b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>    | <b>5.064</b> | <b>17.404</b> | <b>26.704</b> | <b>35.656</b> | <b>39.485</b> |
| <b>Giá trị hiện tại của DTTD</b> | <b>4.773</b> | <b>14.568</b> | <b>19.853</b> | <b>23.544</b> | <b>23.157</b> |
| <b>Tích lũy GTHT của DTTD</b>    | <b>4.773</b> | <b>19.341</b> | <b>39.194</b> | <b>62.739</b> | <b>85.896</b> |

| Chi phí vốn                 | Cũ          | Mới         |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| Beta                        | 1,2         | 1,2         |
| Phần bù rủi ro thị trường % | 8,0         | 8,0         |
| Tỷ lệ phi rủi ro %          | 6,0         | 7,0         |
| Chi phí vốn cổ phần %       | 15,6        | 16,6        |
| Chi phí lãi vay %           | 8,0         | 8,0         |
| Thuế suất hiệu dụng %       | 14,0        | 14,0        |
| Nợ/vốn %                    | 41,3        | 41,3        |
| <b>WACC %</b>               | <b>12,0</b> | <b>12,6</b> |
| Tốc độ tăng trưởng cuối* %  | 2,0         | 2,0         |

| CKDT                                    | Tỷ đồng        |
|-----------------------------------------|----------------|
| Giá trị hiện tại của DTTD **            | 177.729        |
| GTHT của giá trị cuối *                 | 150.001        |
| <b>GTHT của DTTD và giá trị cuối</b>    | <b>327.730</b> |
| Tăng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn      | 36.027         |
| Giảm: Nợ                                | 94.992         |
| Giảm: VCSH thiếu số tại P/B 1,7 lần ^   | 7.838          |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>           | <b>260.928</b> |
| Pha loãng (triệu)                       | 8.443          |
| <b>Giá trị CKDT mỗi cổ phiếu (đồng)</b> | <b>30.900</b>  |

Nguồn: Vietcap (\* Đối với những năm cuối sau năm 2035 \*\* Mô hình CKDT nhiều giai đoạn trong 10 năm). ^ P/B dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá trị vốn chủ sở hữu thuộc CĐTS do tác động pha loãng tại HPRE

Hình 19: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng cuối, các chỉ số còn lại không đổi

| Tốc độ tăng trưởng cuối % | WACC  |        |        |        |        |        |        |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                           | 11,1% | 11,6%  | 12,1%  | 12,6%  | 13,1%  | 13,6%  | 14,1%  |
|                           | 0,5%  | 35.100 | 33.600 | 32.300 | 31.000 | 29.800 | 28.800 |
|                           | 1,0%  | 35.900 | 34.300 | 32.800 | 31.500 | 30.300 | 29.200 |
|                           | 1,5%  | 36.700 | 35.000 | 33.500 | 32.100 | 30.800 | 29.600 |
|                           | 2,0%  | 37.600 | 35.800 | 34.100 | 32.700 | 31.300 | 30.100 |
|                           | 2,5%  | 38.600 | 36.700 | 34.900 | 33.300 | 31.900 | 30.600 |
|                           | 3,0%  | 39.800 | 37.600 | 35.700 | 34.000 | 32.500 | 31.100 |
|                           | 3,5%  | 41.100 | 38.700 | 36.700 | 34.900 | 33.200 | 31.800 |
|                           |       |        |        |        |        |        |        |

Nguồn: Vietcap

Hình 20: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi đối với HPG (đồng/cổ phiếu) liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng trung hạn của CKDT nhiều giai đoạn 10 năm, các chỉ số còn lại không đổi

| Tốc độ tăng trưởng trung bình % | WACC  |        |        |        |        |        |        |
|---------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                 | 11,1% | 11,6%  | 12,1%  | 12,6%  | 13,1%  | 13,6%  | 14,1%  |
|                                 | 2,5%  | 36.200 | 34.400 | 32.900 | 31.500 | 30.200 | 29.100 |
|                                 | 3,0%  | 36.600 | 34.900 | 33.300 | 31.900 | 30.600 | 29.400 |
|                                 | 3,5%  | 37.100 | 35.300 | 33.700 | 32.300 | 30.900 | 29.700 |
|                                 | 4,0%  | 37.600 | 35.800 | 34.100 | 32.700 | 31.300 | 30.100 |
|                                 | 4,5%  | 38.100 | 36.200 | 34.600 | 33.000 | 31.700 | 30.400 |
|                                 | 5,0%  | 38.600 | 36.700 | 35.000 | 33.500 | 32.000 | 30.800 |
|                                 | 5,5%  | 39.100 | 37.200 | 35.400 | 33.900 | 32.400 | 31.100 |
|                                 |       |        |        |        |        |        |        |

Nguồn: Vietcap

Định giá theo phương pháp hệ số P/E

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi duy trì P/E mục tiêu ở mức 15,0x, tương ứng P/E cốt lõi 2026F của HPG ở mức 13,4x tại giá mục tiêu - cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 10 năm của HPG. Chúng tôi cho rằng HPG xứng đáng được định giá ở mức P/E cao hơn trong giai đoạn tăng trưởng mạnh 2026-28F.

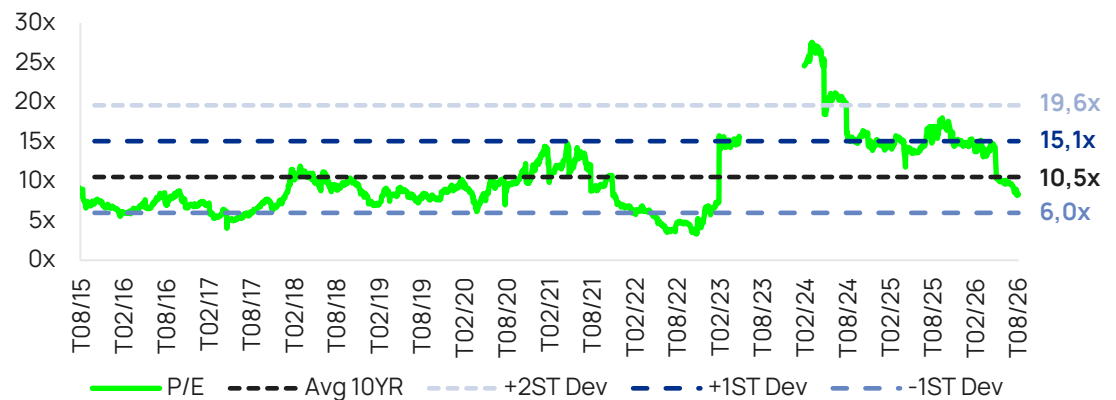
Hình 21: Định giá theo hệ số của HPG dựa trên dự báo giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi

| Năm   | EPS cốt lõi     | P/E cốt lõi (x)  |                  | Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS) | P/B (x)          |                  |
|-------|-----------------|------------------|------------------|-------------------------------------|------------------|------------------|
|       | (đồng/cổ phiếu) | Tại giá hiện tại | Tại giá mục tiêu | (đồng/cổ phiếu)                     | Tại giá hiện tại | Tại giá mục tiêu |
| 2022  | 1.000           | 21,0x            | 32,7x            | 11.371                              | 1,8x             | 2,9x             |
| 2023  | 761             | 27,6x            | 43,0x            | 12.172                              | 1,7x             | 2,7x             |
| 2024  | 1.368           | 15,4x            | 23,9x            | 13.538                              | 1,6x             | 2,4x             |
| 2025  | 1.791           | 11,7x            | 18,3x            | 15.300                              | 1,4x             | 2,1x             |
| 2026F | 2.449           | 8,6x             | 13,4x            | 18.442                              | 1,1x             | 1,8x             |
| 2027F | 3.313           | 6,3x             | 9,9x             | 21.184                              | 1,0x             | 1,5x             |
| 2028F | 4.005           | 5,2x             | 8,2x             | 24.420                              | 0,9x             | 1,3x             |

Giá hiện tại: 21.000 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu: 32.700 đồng/cổ phiếu.

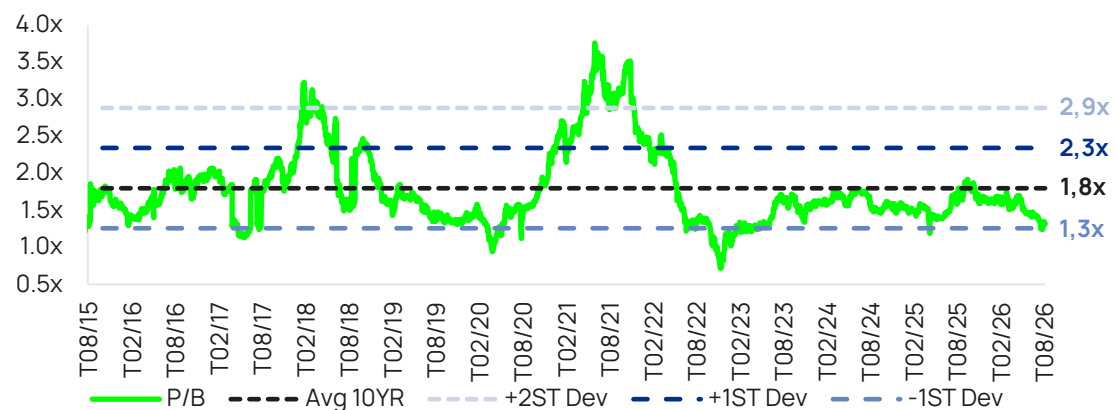
Nguồn: Vietcap. Đối với hệ số P/E, chúng tôi áp dụng mức EPS sau khi trừ các quỹ khen thưởng và phúc lợi (B&W), thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

Hình 22: Diễn biến P/E của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: Chúng tôi áp dụng mức EPS sau khi trừ các quỹ khen thưởng và phúc lợi (B&W), thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

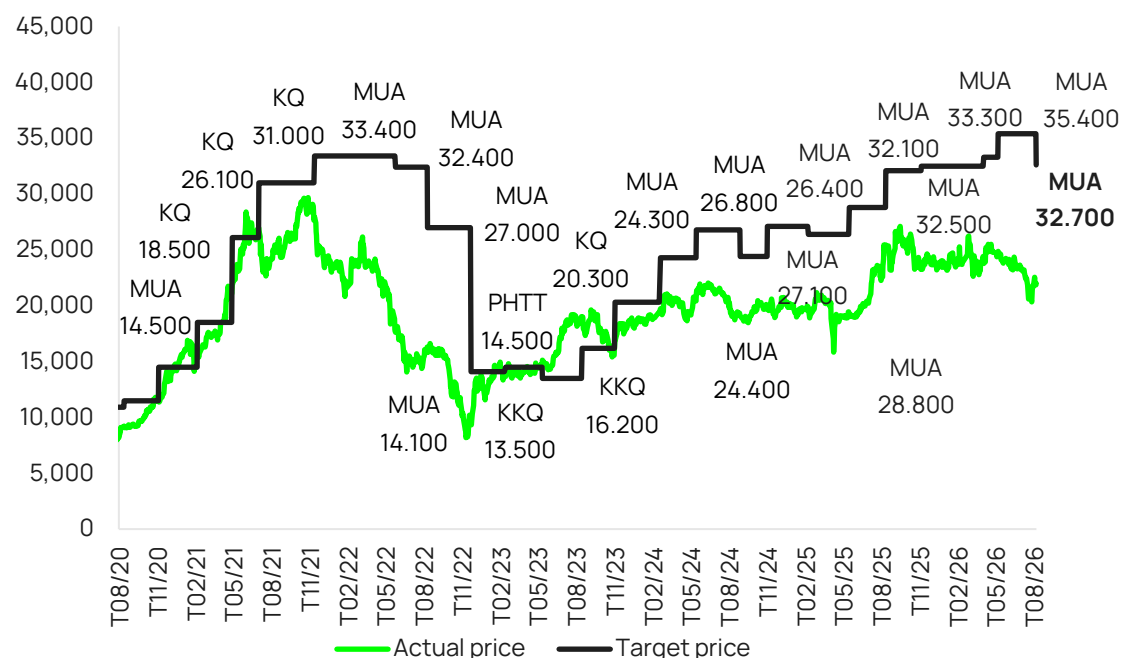
Hình 23: Diễn biến P/B của HPG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 24: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: diễn biến giá mục tiêu được điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành)

Báo cáo Tài chính

| KQLN (tỷ đồng)                  | 2025     | 2026F    | 2027F    | 2028F    |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Doanh thu thuần                 | 156.116  | 206.540  | 236.870  | 269.409  |
| Giá vốn hàng bán                | -131.618 | -171.653 | -194.313 | -219.426 |
| Lợi nhuận gộp                   | 24.498   | 34.886   | 42.556   | 49.983   |
| Chi phí bán hàng                | -2.634   | -5.180   | -5.128   | -5.642   |
| Chi phí QLDN                    | -1.437   | -1.446   | -1.599   | -1.751   |
| LN từ HĐKD (EBIT)               | 20.428   | 28.260   | 35.829   | 42.590   |
| Doanh thu tài chính             | 2.082    | 8.373    | 3.659    | 4.105    |
| Chi phí tài chính               | -4.604   | -7.325   | -6.190   | -6.438   |
| - trong đó, chi phí lãi vay     | -3.115   | -5.690   | -4.740   | -4.888   |
| LN từ công ty liên kết          | 0        | 0        | 0        | 0        |
| Lợi nhuận/chi phí khác          | 135      | 170      | 170      | 170      |
| LN trước thuế                   | 18.041   | 29.478   | 33.468   | 40.426   |
| Thuế TNDN                       | -2.526   | -4.127   | -4.686   | -5.660   |
| LNST trước CĐTS                 | 15.515   | 25.351   | 28.782   | 34.767   |
| Lợi ích CĐ thiểu số             | -62      | -160     | -236     | -260     |
| LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo   | 15.453   | 25.192   | 28.546   | 34.507   |
| LNST sau lợi ích CĐTS, Cốt lõi* | 15.453   | 21.182   | 28.546   | 34.507   |
| EBITDA                          | 28.898   | 39.664   | 47.833   | 56.164   |
| EPS báo cáo, VND                | 1.791    | 2.924    | 3.313    | 4.005    |
| EPS cốt lõi, VND*               | 1.791    | 2.449    | 3.313    | 4.005    |
| EPS pha loãng, VND              | 1.791    | 2.924    | 3.313    | 4.005    |
| DPS báo cáo, VND                | 500      | 600      | 800      | 900      |
| DPS/EPS báo cáo (%)             | 28%      | 21%      | 24%      | 22%      |

| TỶ LỆ                                | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng                          |       |       |       |       |
| TT Doanh thu                         | 12,4% | 32,3% | 14,7% | 13,7% |
| TT LN từ HĐKD                        | 39,8% | 38,3% | 26,8% | 18,9% |
| TT LNTT                              | 31,7% | 63,4% | 13,5% | 20,8% |
| TT EPS, Cốt lõi*                     | 30,9% | 36,7% | 35,3% | 20,9% |
| Khả năng sinh lời                    |       |       |       |       |
| Biên LN gộp                          | 15,7% | 16,9% | 18,0% | 18,6% |
| Biên LN từ HĐKD                      | 13,1% | 13,7% | 15,1% | 15,8% |
| Biên EBITDA                          | 18,5% | 19,2% | 20,2% | 20,8% |
| Biên LNST sau lợi ích CĐTS, Cốt lõi* | 9,9%  | 10,3% | 12,1% | 12,8% |
| ROE, Cốt lõi*                        | 12,6% | 14,5% | 16,6% | 17,5% |
| ROA, Cốt lõi*                        | 6,4%  | 7,7%  | 9,3%  | 10,5% |
| Chỉ số hiệu quả                      |       |       |       |       |
| Số ngày tồn kho                      | 137,8 | 127,5 | 136,4 | 140,4 |
| Số ngày phải thu                     | 17,9  | 20,2  | 21,1  | 24,0  |
| Số ngày phải trả                     | 48,9  | 50,5  | 51,5  | 49,2  |
| Chu kỳ luân chuyển tiền              | 106,7 | 97,2  | 106,0 | 115,2 |
| Thanh khoản                          |       |       |       |       |
| CS thanh toán hiện hành              | 1,1   | 1,3   | 1,5   | 1,7   |
| CS thanh toán nhanh                  | 0,5   | 0,6   | 0,7   | 0,9   |
| CS thanh toán tiền mặt               | 0,1   | 0,2   | 0,2   | 0,3   |
| Nợ vay/ Tài sản                      | 35,7% | 32,2% | 28,6% | 24,7% |
| Nợ vay/ Vốn                          | 41,3% | 37,2% | 33,0% | 28,3% |
| Nợ vay ròng/ Vốn CSH                 | 49,1% | 36,8% | 26,7% | 14,8% |
| CS khả năng thanh toán lãi vay       | 6,6   | 5,0   | 7,6   | 8,7   |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)              | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Tiền và tương đương tiền         | 8.301   | 16.542  | 21.849  | 32.780  |
| Đầu tư TC ngắn hạn               | 19.484  | 19.484  | 19.484  | 19.484  |
| Các khoản phải thu               | 10.972  | 11.834  | 15.519  | 19.865  |
| Hàng tồn kho                     | 52.828  | 67.136  | 78.128  | 90.630  |
| TS ngắn hạn khác                 | 12.074  | 15.490  | 17.765  | 20.206  |
| Tổng TS ngắn hạn                 | 103.659 | 130.487 | 152.745 | 182.965 |
| TS cố định (nguyên giá)          | 194.437 | 209.841 | 220.539 | 226.819 |
| - Khấu hao lũy kế                | -49.431 | -60.835 | -72.839 | -86.413 |
| TS cố định (ròng)                | 145.006 | 149.006 | 147.700 | 140.406 |
| Đầu tư TC dài hạn                | 2.248   | 10.245  | 10.245  | 10.245  |
| TS dài hạn khác                  | 6.985   | 5.238   | 5.238   | 5.238   |
| Tổng TS dài hạn                  | 154.240 | 164.489 | 163.183 | 155.889 |
| Tổng Tài sản                     | 257.899 | 294.976 | 315.928 | 338.854 |
| Phải trả ngắn hạn                | 21.183  | 26.277  | 28.513  | 30.585  |
| Nợ vay ngắn hạn                  | 64.695  | 68.661  | 68.010  | 68.022  |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 8.308   | 8.308   | 8.308   | 8.308   |
| Tổng nợ ngắn hạn                 | 94.186  | 103.246 | 104.831 | 106.915 |
| Nợ vay dài hạn                   | 27.479  | 26.330  | 22.316  | 15.576  |
| Nợ dài hạn khác                  | 5.014   | 5.014   | 5.014   | 5.014   |
| Tổng nợ                          | 126.679 | 134.590 | 132.160 | 127.505 |
| Cổ phần ưu đãi                   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Vốn cổ phần                      | 76.755  | 84.431  | 84.431  | 84.431  |
| Thặng dư vốn cổ phần             | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Lợi nhuận giữ lại                | 51.038  | 69.889  | 93.035  | 120.357 |
| Vốn khác                         | 1.388   | 1.388   | 1.388   | 1.388   |
| Lợi ích CĐTS                     | 2.039   | 4.677   | 4.913   | 5.173   |
| Vốn chủ sở hữu                   | 131.220 | 160.386 | 183.768 | 211.349 |
| Tổng nguồn vốn                   | 257.899 | 294.976 | 315.928 | 338.854 |
| SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu) | 8.443   | 8.443   | 8.443   | 8.443   |

| LCTT (tỷ đồng)              | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Tiền đầu năm                | 6.888   | 8.301   | 16.542  | 21.849  |
| Thu nhập ròng, Cốt lõi      | 15.515  | 21.341  | 28.782  | 34.767  |
| Khấu hao                    | 8.471   | 11.404  | 12.004  | 13.574  |
| Thay đổi vốn lưu động       | -4.837  | -15.240 | -14.715 | -17.217 |
| Điều chỉnh khác             | -1.782  | 1.243   | -571    | -690    |
| LCTT từ HĐ kinh doanh       | 17.366  | 18.749  | 25.500  | 30.434  |
| Chi mua sắm TSCĐ (ròng)     | -25.748 | -15.404 | -10.698 | -6.280  |
| Khác                        | -66     | 5.757   | 0       | 0       |
| LCTT từ HĐ đầu tư           | -25.814 | -9.647  | -10.698 | -6.280  |
| Cổ tức đã trả               | -37     | -3.838  | -5.066  | -6.754  |
| Tăng (giảm) vốn             | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn | 8.812   | 3.966   | -652    | 13      |
| Tăng (giảm) nợ vay dài hạn  | 399     | -1.149  | -4.014  | -6.740  |
| Khác                        | 687     | 160     | 236     | 260     |
| LCTT từ HĐ tài chính        | 9.862   | -861    | -9.496  | -13.222 |
| Lưu chuyển tiền thuần       | 1.413   | 8.241   | 5.306   | 10.932  |
| Tiền cuối năm               | 8.301   | 16.542  | 21.849  | 32.780  |

Nguồn: HPG, dự báo của Vietcap. \*Áp dụng lợi nhuận cốt lõi không bao gồm các khoản lãi từ thoái vốn ghi nhận một lần. Đối với hệ số P/E, chúng tôi áp dụng mức EPS sau khi trừ các quỹ khen thưởng và phúc lợi (B&W), thù lao HĐQT và các khoản thưởng.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

##### Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

##### Bùi Nguyên Cẩm Giang

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Anthony Le

##### Giám đốc

#### Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

#### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Hoàng Gia Huy và Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị      | Định nghĩa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MUA                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| KHẢ QUAN             | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG   | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%                                                                                                                                                                                                                                                      |
| KÉM KHẢ QUAN         | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| BÁN                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ       | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.                                                                                                                                          |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.