

Báo cáo cổ phiếu: HPG

Dung Quất 2 đưa sản lượng lên ~4 triệu tấn/quý: lợi nhuận H2/2026 phụ thuộc biên trên mỗi tấn giữ được bao nhiêu khi giá thép hạ nhiệt

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG) · BCTC hợp nhất · mô hình sản lượng × biên/tấn, khấu hao theo lớp tài sản, dự báo Q3–Q4/2026 ba kịch bản · giá tham chiếu 20,50 nghìn đồng (05/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST MẸ
6T/2026

15.365

tỷ · lãi 11.533 ·
+52%

DOANH THU
6T/2026

108.058

tỷ đồng · **+47%**

SẢN LƯỢNG
6T/2026

7,14

triệu tấn · **+28%**

LNG TRƯỚC
KH/TẤN THÉP
Q2

3,33

tr đ · 2025: 2,5–2,7

KHẤU HAO MỖI
QUÝ

2.851

tỷ · ~0,75 tr đ/tấn

LNST MẸ 2026F
(CƠ SỞ)

28,4

nghìn tỷ · lãi 24,6

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY

GIÁ HIỆN TẠI

20,50

GIÁ TRỊ HỢP LÝ (CƠ SỞ, P/E
LỖI – P/B 50/50)

27,1 nghìn đ (+32%)

VÙNG KỊCH BẢN

20,7 – 32,6

P/E LỖI · P/B

9,0x · 1,23x

Tích lũy từng phần dưới **23,7 nghìn** (P/B 1,3x BVPS 2026F). P/B 1,23x thấp hơn 96% số phiên từ 2015; nhóm P/B 1,0–1,3x từng cho lợi suất 12 tháng trung bình +73%. **Nâng tỷ trọng** khi BCTC Q3 xác nhận LNG trước KH/tấn khối thép ≥ 3,1 triệu đồng. **Hạ về THEO DÕI** nếu biên/tấn thép Q3 < 2,75 hoặc giá HRC Hòa Phát < 520 USD/tấn trong Q4.

KẾT LUẬN

Kịch bản cơ sở: LNST cổ đông mẹ Q3/2026 khoảng **6.430 tỷ** (khoảng 80%: 5.635–7.451), Q4 khoảng 6.625 tỷ, cả năm 28.420 tỷ (24.588 tỷ nếu bỏ lãi chuyển nhượng BĐS Q1). Sản lượng tăng là chắc chắn hơn; biến quyết định là biên LNG trước khấu hao/tấn: mỗi 0,3 triệu đồng/tấn làm LNST mẹ một quý thay đổi ~1.043 tỷ.

Giá HRC và thép xây dựng Q3 giảm ~4% so với Q2, nhưng dữ liệu 2024–2026 cho thấy biên/tấn của HPG ít phản ứng với giá trong cùng quý. Ngay cả khi biên/tấn về mức 2024–25 (kịch bản thận trọng), cả năm vẫn đạt 23.015 tỷ, cao hơn kế hoạch. Khấu hao ~2,87 nghìn tỷ/quý (~5% doanh thu), đi ngang đến 2031.

THÉP DỆT (HRC)

1.925 nghìn tấn Q2/26 · +75%

- Dung Quất 2 chạy đủ hai lò cao từ 09/2025
- Thuế chống bán phá giá HRC Trung Quốc 23–28%
- Q3/26F ~2.150 nghìn tấn

THÉP DÀI, PHÔI, ỐNG, TÔN

1.870 nghìn tấn Q2/26

- Thép XD thị phần ~36%, ống ~31%
- Q3 mùa mưa: VSA thép XD ~4%
- Mỹ áp thuế thép cây ~123–132%

KHẤU HAO VÀ VỐN

~11,5 nghìn tỷ KH/năm 2026–2031

- Hai khu Dung Quất ~85% khấu hao
- Lãi vay ~1,7 nghìn tỷ/quý, lãi suất tăng theo thị trường
- CAPEX 2026 giảm: ray, hạ nguồn

1

Mô hình kinh doanh: thép tích hợp từ quặng đến thành phẩm, lợi nhuận đi theo sản lượng × biên trên mỗi tấn

Mô hình kinh doanh (Business Model Canvas)

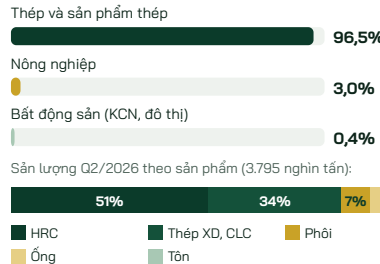
PHÂN KHÚC KHÁCH HÀNG

- Xây dựng dân dụng, đầu tư công: thép XD (thị phần ~36%)
- Nhà máy cán nguội, tôn mạ, ống: HRC (~60% sản lượng HRC trong nước)
- Xuất khẩu 40+ nước: phôi, HRC, thép XD
- Nông nghiệp (HPA): trứng, heo, bò

ĐỊNH VỊ GIÁ TRỊ

- Chi phí thấp nhờ tích hợp từ quặng đến thép thành phẩm
- Quy mô lớn nhất Đông Nam Á, chủ động điện, cảng
- Thay thế HRC nhập khẩu (thuế chống bán phá giá 23–28% từ 07/2025)

DÒNG DOANH THU (6T/2026: 108.060 TỶ)



SẢN PHẨM VÀ CÔNG SUẤT (TRIỆU TẤN/NĂM)

HRC ~9

Dung Quất 1 + 2

Thép dài ~7

thép XD, CLC, phôi

Ống 1,2

4 nhà máy

Tôn mạ 0,4

từ 2016

Ray 0,7

từ 2027

NGUỒN LỰC THEN CHỐT

- Khu liên hợp Dung Quất 12 triệu tấn (171 nghìn tỷ vốn đầu tư)
- Cảng, đội tàu, điện tự sản xuất; hệ thống đại lý toàn quốc

100 ĐỒNG DOANH THU Q2/2026 CHIA THỂ NÀO

- Giá vốn tách KH 76,1 · khấu hao 5,1 · BH&QL 3,5
- Tài chính thuần 2,4 · thuế 1,4 · LNST mẹ 11,5 đồng

Nguồn: BCTN 2025; BCTC hợp nhất soát xét 6T/2026 (báo cáo bộ phận, chi phí theo yếu tố); công bố sản lượng Q2/2026 của HPG; AAS tính. Thị phần theo VSA (2025). "100 đồng doanh thu" tính theo mẫu KQKD tách khấu hao của AAS.

Chuỗi giá trị: HPG tự làm từ quặng đến sản phẩm hạ nguồn

Hoạt động Ô vàng: chỉ tiêu tài chính chịu ảnh hưởng

1 Nguyên liệu đầu vào

- Quặng sắt (Úc, Brazil), than mỡ (Úc): >70% nhập khẩu
- Mỏ trong nước nhỏ; tàu 110 nghìn DWT, cảng Dung Quất
- Trên BCTC: NVL 73.030 tỷ/6T (79% CP theo yếu tố); HTK NVL 25.297

Giá vốn: ~320 USD NVL/tấn thép

2 Cốc, thiêu kết, lò cao

- 6 lò cao Dung Quất + Hải Dương; đập cốc khô
- Tự chủ ~90% điện từ nhiệt dư
- Trên BCTC: nguyên giá TSCĐ 186.818 tỷ; KH 2.851 tỷ/quý

Khấu hao ~5% DT

3 Luyện thép, cán

- BOF → phôi → HRC (~9 triệu tấn), thép XD, thép CLC
- Công suất thép thô ~16 triệu tấn/năm
- Trên BCTC: DT mảng thép 104.295 tỷ/6T

LNG trước KH ~3,4 tr đ/tấn

4 Hạ nguồn

- Ống thép 1,2 triệu tấn, tôn mạ 0,4 triệu tấn
- Container, điện lạnh; ray 0,7 triệu tấn từ 2027
- Trên BCTC: góp trong mảng thép

Sản lượng nhỏ, biên cao hơn

5 Phân phối, xuất khẩu

- Đại lý cấp 1, nhà máy cán nguội, tôn, ống (HRC)
- Xuất khẩu 40+ nước: 21% DT 6T/26
- Trên BCTC: CPBH 3.063 tỷ/6T (vận chuyển B21, XK 649)

BH&QL ~0,5 tr đ/tấn

Nguồn: BCTN 2025 (tự chủ 90% điện, đội tàu, xuất khẩu 40+ nước); BCTC soát xét 6T/2026; phát biểu CFO 06/2026 (>70% nguyên liệu nhập khẩu, chưa đổi chiều BCTN). Định mức 1,6 tấn quặng + 0,65 tấn than cốc/tấn thép là giả định kỹ thuật của AAS.

◆ **Lợi nhuận = sản lượng × biên trên mỗi tấn:** giá thép và giá quặng, than cùng lên xuống, nên biên LNG trước khấu hao/tấn của khối thép ổn định hơn biên %: 2,4–2,7 triệu đồng/tấn trong 2024–2025, lên 3,17–3,33 trong 2026 khi Dung Quất 2 chạy đủ công suất và thuế chống bán phá giá HRC có hiệu lực.

◆ **Chi phí cố định lớn nằm ở khấu hao và lãi vay:** mỗi quý ~2.850 tỷ khấu hao và ~1.500 tỷ lãi vay (~1,15 triệu đồng/tấn); cộng BH&QL ~0,5 triệu đồng/tấn, HPG cần biên LNG trước KH ~1,5 triệu đồng/tấn thép để hòa vốn.

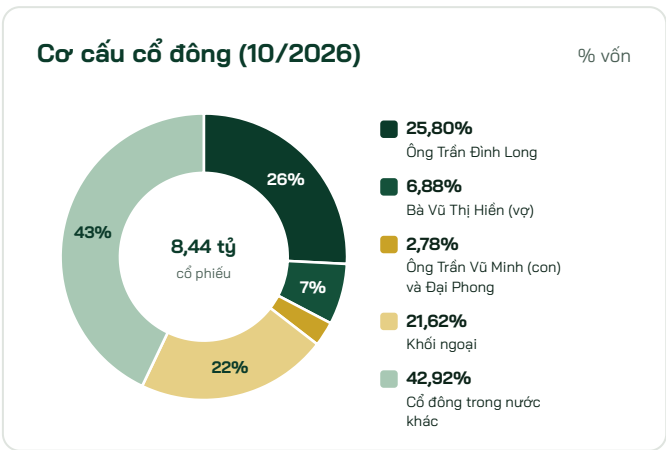
- ◆ **Đầu vào nhập khẩu, đầu ra chủ yếu nội địa:** 79% DT 6T/2026 bán trong nước, nhưng >70% nguyên liệu nhập bằng USD; tồn kho NVL bằng ~0,69 quý tiêu hao nên giá quặng, than tác động vào giá vốn trễ khoảng một quý.
- ◆ **Ngoài thép:** nông nghiệp (HPA, niêm yết 02/2026, HPG còn 84,5%) và BĐS chỉ ~3,5% doanh thu; BĐS đã ra khỏi hợp nhất từ 01/10/2026 (HPG còn 26,55% CTCP PT BĐS Hòa Phát).

Công suất và CAPEX: hai khu Dung Quất 171 nghìn tỷ, đầu tư mới chủ yếu là ray và hạ nguồn

Hạng mục	Công suất (triệu tấn/năm)	Vốn đầu tư (tỷ)	Vận hành	Ghi chú
Dung Quất 1	6 (3 HRC + 3 thép dài)	86.000	2019–Q1/2021	Lò cao 1–2: 2019; HRC thương mại 11/2020; đồng bộ Q1/2021
Dung Quất 2	6 (HRC 5,6)	85.000	Lò cao 1: Q1/2025; đồng bộ từ 09/2025	Chuyển 73.824 tỷ XDCB sang TSCĐ năm 2025; dừng vốn hóa lãi vay
Hải Dương	~4 (suy ra)	—	2010–2017	Thép XD, phôi; số riêng chưa công bố
Tổng thép thô	16 (đạt từ cuối 2026)	—	—	Sản xuất 2025: 11 triệu tấn; Q2/26: hơn 3,6 triệu tấn (~90% công suất)
Ổng thép / tôn mạ	1,2 / 0,4	—	—	Thị phần ống ~31% (số 1); tôn top 5
Ray và thép đặc biệt	0,7	>10.000	Q1–Q2/2027 (dự kiến)	Khởi công 12/2025, xong ~50% (07/2026)
Gang thép Phú Yên	6	~86.000	—	HĐQT đề xuất dừng nghiên cứu 23/09/2026

Nguồn: BCTN 2025, BCTC 2025 và 6T/2026; công bố của HPG về dự án ray (12/2025, 07/2026) và đề xuất dừng dự án Phú Yên (09/2026). Công suất Hải Dương là AAS suy ra (16 – 12).

Cơ cấu cổ đông: gia đình ông Trần Đình Long nắm 35,5%, khối ngoại ~21,6%



Cổ đông	Số CP (triệu)	Tỷ lệ
Trần Đình Long (Chủ tịch)	2.178	25,80%
Vũ Thị Hiền	580,8	6,88%
Trần Vũ Minh	230,7	2,73%
Đại Phong (liên quan ông Minh)	~4	0,05%
Nhóm gia đình	~2.993	35,46%
Nguyễn Ngọc Quang (HĐQT, cuối 2025)	125,5	1,63%
Khối ngoại (room 49%)	1.826	21,62%

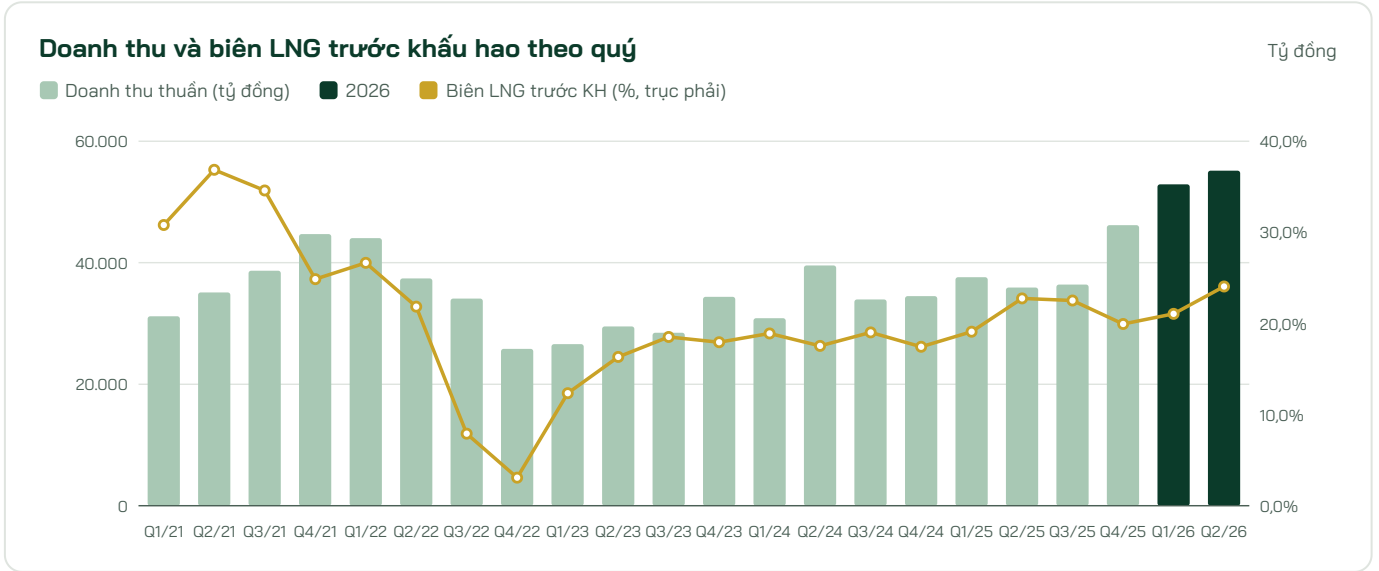
Nguồn: công bố giao dịch cổ đông nội bộ (10/2026), BCTN 2025; khối ngoại từ dữ liệu room ngoại 02/10/2026 (nắm giữ = room – còn lại); 8.442.964.520 cổ phiếu sau đợt chia 10% (05/2026). Ông Trần Vũ Minh đăng ký mua thêm 50 triệu CP 07/10–05/11/2026.

2

Kết quả 6T/2026: LNST mẹ lãi tăng 52% nhờ sản lượng +28% và biên/tấn thép tăng lên 3,2–3,4 triệu đồng

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	149.677	141.408	118.951	138.853	156.114	73.531	108.058	+47%
LNG trước khấu hao	47.043	23.408	19.542	25.239	32.757	15.349	24.418	+59%
Biên LNG trước KH	31,4%	16,6%	16,4%	18,2%	21,0%	20,9%	22,6%	+1,7 điểm
Khấu hao (tổng)	6.084	6.812	6.772	6.914	8.469	3.418	5.705	+67%
BH&QL (tách KH)	3.288	3.511	3.095	3.707	3.854	2.146	3.612	+68%
LN hoạt động KD	37.671	13.085	9.675	14.618	20.434	9.785	15.100	+54%
Tài chính thuần	-660	-3.285	-2.019	-1.348	-2.521	-1.013	2.761	n/m
trong đó lãi vay	-2.524	-3.081	-3.582	-2.286	-3.114	-1.066	-2.852	n/m
Lợi nhuận trước thuế	37.055	9.924	7.791	13.692	18.039	8.811	17.946	+104%
LNST cổ đông mẹ	34.476	8.483	6.833	12.019	15.452	7.600	15.365	+102%
LNST mẹ lãi (bỏ lãi chuyển nhượng BĐS)	34.085	8.483	6.833	12.019	15.452	7.600	11.533	+52%

Nguồn: BCTC hợp nhất HPG (kho AAS), thuyết minh BCTC soát xét 6T/2026; LNG trước KH theo quy tắc khấu hao giá vốn = KH – KH BH – KH QL (2026 theo thuyết minh, các năm trước ≈ 97,5% KH); AAS tính.



Nguồn: BCTC quý HPG (kho AAS), AAS tính.

- ◆ **Quý 2/2026:** doanh thu 55.159 tỷ (+54%), LNST mẹ 6.371 tỷ (+50%). Biên LNG trước KH 24,1%, cao nhất kể từ Q1/2022, nhờ sản lượng 3,8 triệu tấn và giá HRC tăng lên ~585–600 USD/tấn.
- ◆ **Chất lượng lợi nhuận:** Q1/2026 có ~3.832 tỷ sau thuế từ chuyển nhượng hai công ty BĐS (Bắc QL5 – Phố Nối), là khoản một lần. Bỏ khoản này, LNST mẹ lãi 6T/2026 là 11.533 tỷ (+52%).
- ◆ **Chi phí cố định mới:** khấu hao tăng từ ~1.700 lên ~2.850 tỷ/quý và lãi vay từ ~440–630 lên ~1.500 tỷ/quý khi Dung Quất 2 được ghi tăng TSCĐ và dừng vốn hóa lãi vay. Hai khoản cộng lại 4.371 tỷ trong Q2/2026 so với 2.056 tỷ Q2/2025, tức ~1,15 triệu đồng/tấn so với ~0,98 bình quân năm 2025.

3

Nông nghiệp (HPA): ~5% lợi nhuận, đang giảm từ đỉnh Q2/2025; phần HPG nắm có giá thị trường ~6,3 nghìn tỷ

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Doanh thu thuần	6.757	6.153	6.908	8.116	4.229	3.285
Lợi nhuận gộp	449	543	1.462	2.131	1.207	872
Biên gộp	6,6%	8,8%	21,2%	26,3%	28,5%	26,5%
Khấu hao	569	495	421	406	200	166
Lợi nhuận trước thuế	61	215	1.144	1.751	1.025	712
LNST	22	181	1.030	1.600	939	648
Tỷ trọng trong LNST mẹ lõi HPG	0,2%	2,5%	8,1%	9,8%	11,7%	4,8%

Nguồn: BCTC hợp nhất CTCP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát (HPA) trong kho AAS, khớp báo cáo bộ phận nông nghiệp của HPG (DT 2025: 8.116 so với 8.114; LNST 6T/2026: 648 so với 648). Tỷ trọng tính trên LNST mẹ lõi HPG, sở hữu ~95% trước IPO và 84,54% từ 01/2026; AAS tính.

Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26F	Q4/26F
Doanh thu thuần	1.987	2.242	2.031	1.856	1.763	1.522	1.500	1.500
Biên gộp	26,9%	30,0%	23,8%	23,8%	25,7%	27,5%	—	—
LNTT	446	579	387	339	375	337	271	231
LNST	406	533	358	303	345	303	246	210
thuộc HPG (84,54% từ 2026)	386	506	340	288	292	256	208	177
Kịch bản Thận trọng / Tích cực (LNST)							193 / 303	164 / 303

Nguồn: BCTC quý HPA (kho AAS; Q2/2025 = năm - Q1 - Q3 - Q4); Q3-Q4/26F: AAS dự báo, cơ sở theo tỷ lệ H2/H1 năm 2025 (0,70); thận trọng bằng kế hoạch HPA 2026; tích cực giữ mức Q2/2026.

- ◆ **Quy mô:** doanh thu ~6–8 nghìn tỷ/năm (trứng, heo, bò), ~3% doanh thu HPG; LNST 2025 đạt 1.600 tỷ (biên gộp 26%) nhờ giá heo cao, đóng góp ~10% LNST mẹ HPG năm 2025.
- ◆ **Xu hướng:** doanh thu quý giảm từ 2.242 tỷ (Q2/2025) còn 1.523 tỷ (Q2/2026, -32%) và LNST từ 533 còn 303 tỷ; biên gộp vẫn ~27,5%. Kho AAS chưa có doanh thu theo sản phẩm, nên chưa tách được tác động giá heo và sản lượng.
- ◆ **Tác động lên HPG:** sau IPO (01/2026), HPG còn 84,54%, nên 15,46% LNST HPA (~45–50 tỷ/quý) thuộc cổ đông không kiểm soát. Dự báo H2/2026 HPA đóng góp ~386 tỷ cho LNST mẹ HPG, ~3% tổng; độ nhạy ±60 tỷ/quý, nhỏ so với biên thép.
- ◆ **Giá trị:** HPA vốn hóa 7.410 tỷ (26.000 đ × 285 triệu CP, 05/10/2026), P/E trượt 5,7x; phần của HPG ~6.264 tỷ, tương đương ~742 đồng/CP HPG (~3,6% giá HPG).

Đối chiếu kế hoạch HPA: 6 tháng đạt 64% LNST, kế hoạch ngụ ý H2 chỉ 357 tỷ vì giá heo giảm

HPA năm 2026, tỷ đồng	Kế hoạch ĐHĐCĐ	Thực hiện 6T	% kế hoạch	H2 kế hoạch ngụ ý	H2 AAS thận trọng	H2 AAS cơ sở	H2 AAS tích cực
Doanh thu (gộp)	7.200	3.379	47%	3.821	—	~3.080	—
LNST	1.005	648	64%	357	357	456	606
Cả năm LNST so với kế hoạch					100%	110%	125%

Nguồn: ĐHĐCĐ thường niên HPA ngày 21/04/2026 (tài liệu công bố 02/04/2026): DT 7.200 tỷ, LNST 1.005 tỷ, cổ tức 30%; KQKD 6T/2026 do HPA công bố (DT gộp 3.379 tỷ); AAS tính. Doanh thu AAS là doanh thu gộp ước tính.

Giá heo hơi miền Bắc (đ/kg)	Cuối 05/2026	07/2026	09/2026	Đầu 10/2026	Giá định kế hoạch HPA (bình quân 2026)
Mức giá	67.000–70.000	64.000–67.000	56.000–60.000	~56.000–58.000	~62.000

Nguồn: giá heo hơi niêm yết theo ngày (thông tin công khai), AAS tổng hợp; giá định giá heo bình quân 2026 theo phát biểu của ban lãnh đạo HPA tại ĐHĐCĐ.

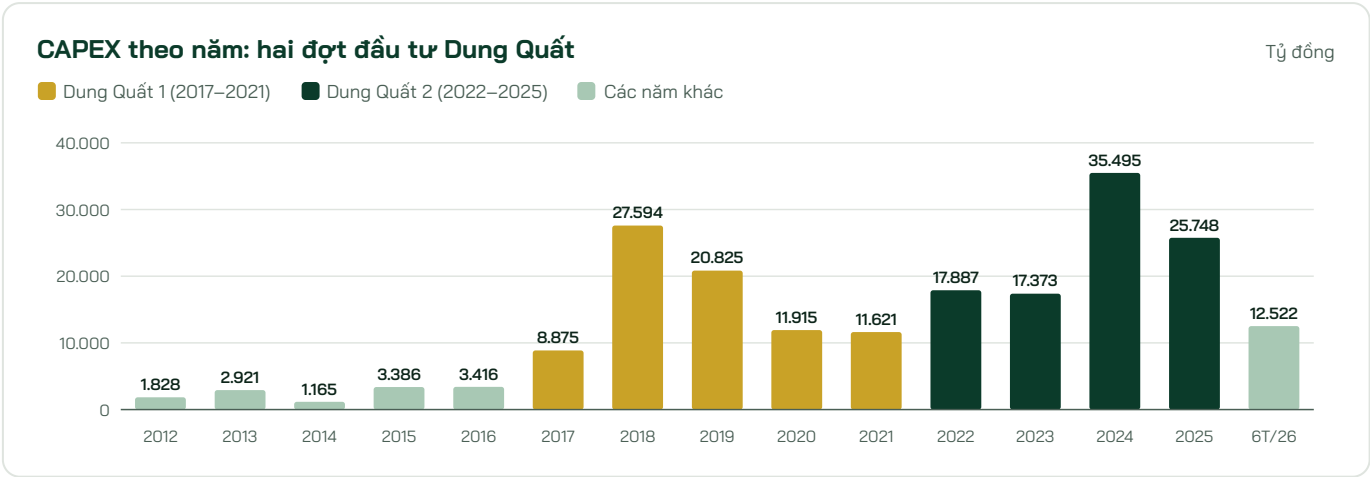
- ◆ **Kế hoạch đã được đối chiếu:** ĐHĐCĐ HPA (21/04/2026) thông qua DT ~7.200 tỷ (–11% so với DT thuần 2025 là 8.116 tỷ) và LNST 1.005 tỷ (–37%), cổ tức 30%, với giá định giá heo bình quân năm ~62.000 đ/kg và chi phí thức ăn +10%. Ban lãnh đạo nói ngành chăn nuôi theo chu kỳ, đỉnh 2015, 2020, 2025.
- ◆ **6 tháng vượt tiến độ:** LNST 648 tỷ (64% kế hoạch), chăn nuôi heo đóng góp 72% LNST Q2 (218/303 tỷ; 664 tỷ doanh thu), xuất bán 212 nghìn con heo trong 6T, ~1 triệu trứng/ngày, 92 nghìn tấn thức ăn bán ngoài.
- ◆ **H2 sẽ thấp hơn H1:** giá heo hơi miền Bắc giảm từ 67–70 nghìn đ/kg (cuối 05) xuống 56–60 nghìn (09), tức Q3 bình quân thấp hơn Q2 ~9–10%. Với doanh thu heo ~660 tỷ/quý, mỗi 10% giá heo ≈ 60–65 tỷ LNST/quý. Ước cơ sở AAS (Q3 246, Q4 210 tỷ) tương ứng giá Q3 ~61 nghìn và Q4 ~57 nghìn; kế hoạch HPA (H2 357 tỷ) ngụ ý giá hoặc chi phí xấu hơn mức đó.
- ◆ **Tác động lên HPG nhỏ:** chênh lệch giữa kế hoạch HPA và ước cơ sở AAS ở H2 là ~100 tỷ LNST, tức ~85 tỷ LNST mẹ HPG (~0,6% LNST mẹ H2).

4

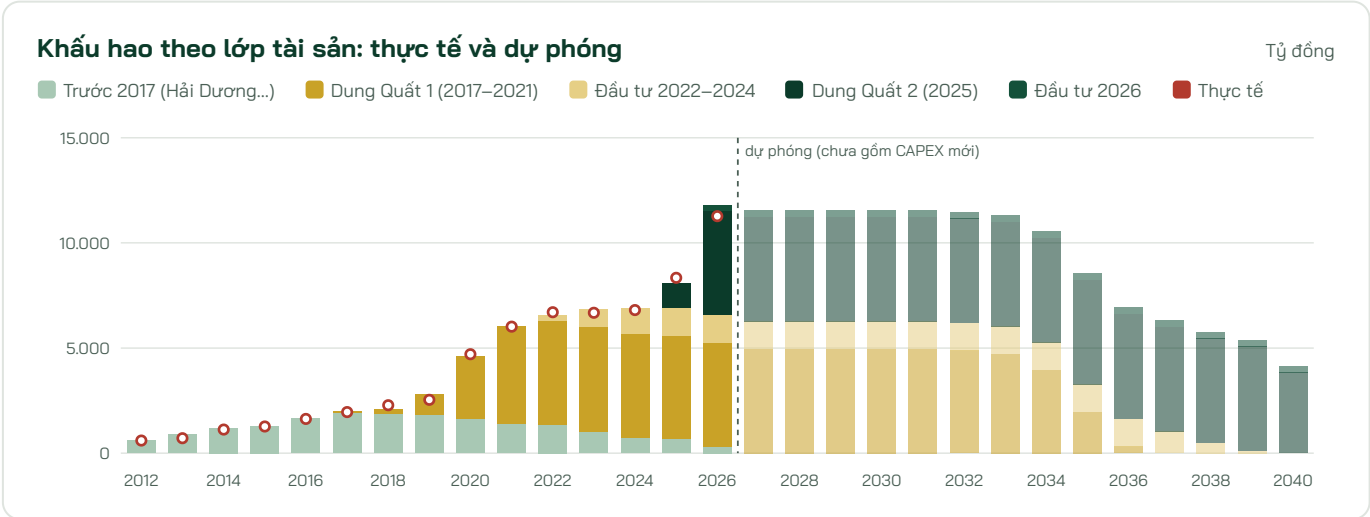
Khấu hao: ~11,5 nghìn tỷ/năm từ 2026, khoảng 5% doanh thu và 0,75 triệu đồng mỗi tấn thép

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	6T/2026	2026F
Khấu hao (tổng)	6.812	6.772	6.914	8.469	5.705	11.465
vào giá vốn	~6.640	6.608	6.752	8.256	5.564	~11.205
vào BH&QL	~170	164	162	213	141	~260
Khấu hao/doanh thu	4,8%	5,7%	5,0%	5,4%	5,3%	~5,2%
Khấu hao/tấn (tr đ)	—	—	0,75	0,71	0,80	~0,75
Nguyên giá TSCĐ hữu hình cuối kỳ	98.976	106.923	108.146	182.308	186.818	—
XDCB dở dang cuối kỳ	13.334	26.052	63.655	10.721	13.986	—

Nguồn: BCTC hợp nhất HPG (lưu chuyển tiền tệ, thuyết minh TSCĐ, chi phí theo yếu tố, CPBH, QLDN); 2026F: AAS dự báo. Khấu hao giá vốn = khấu hao theo yếu tố – khấu hao trong CPBH – khấu hao trong QLDN; 2022 ước 97,5%.



Nguồn: lưu chuyển tiền tệ hợp nhất HPG (tiền chi mua sắm TSCĐ), kho AAS; 2026 là 6 tháng.



Nguồn: thuyết minh TSCĐ hữu hình 2008–6T/2026; AAS phân bổ khấu hao theo năm tài sản đưa vào sử dụng (bình quân 10 năm cho tài sản trước 2017, 15 năm cho tài sản từ 2017). Dự phóng chưa gồm CAPEX mới sau 6T/2026.

Tỷ đồng/năm	2024	2025	2026	2028	2030	2032	2034	2036	2038
Trước 2017 (Hải Dương...)	737	650	304	0	0	0	0	0	0
Dung Quất 1 (2017–2021)	4.950	4.950	4.950	4.950	4.950	4.867	3.958	326	0
Đầu tư 2022–2024	1.210	1.312	1.312	1.312	1.312	1.312	1.312	1.312	483
Dung Quất 2 (2025)	0	1.147	4.970	4.970	4.970	4.970	4.970	4.970	4.970
Đầu tư 2026	0	0	241	321	321	321	321	321	321
Tổng (mô hình)	6.897	8.059	11.778	11.554	11.554	11.471	10.562	6.930	5.774
Thực tế	6.810	8.336	11.272*						

Nguồn: AAS tính; dòng tổng 2026 của bảng lớp tài sản cao hơn dự báo quý (11.465) ~2,7% vì tính cả năm theo nguyên giá cuối 2025. Chính sách BCTC: khấu hao đường thẳng; máy móc 2–25 năm, nhà xưởng 5–50 năm.

- ◆ **Quy mô:** khấu hao tăng từ ~6,9 nghìn tỷ (2024) lên 8,5 nghìn tỷ (2025) và ~11,5 nghìn tỷ (2026F), tương đương ~2.850–2.890 tỷ mỗi quý, ~5% doanh thu và ~0,75 triệu đồng/tấn thép bán ra.
- ◆ **Cơ cấu:** hai khu Dung Quất chiếm ~85% khấu hao 2026: Dung Quất 1 (ghi tăng TSCĐ chủ yếu 2019–2020) ~4,95 nghìn tỷ/năm và Dung Quất 2 (ghi tăng 74,6 nghìn tỷ năm 2025) ~4,97 nghìn tỷ/năm; phần còn lại là Hải Dương, đầu tư

- 2022–2024 và hạ nguồn.
- ◆ **Ghi nhận:** ~97,5% khấu hao nằm trong giá vốn (Q2/2026: 2.786/2.851 tỷ), ~65 tỷ/quý trong chi phí bán hàng và quản lý. Vì vậy, trong mẫu KQKD tách khấu hao, khoản này là chi phí cố định đứng ngay sau LNG trước khấu hao.
 - ◆ **Triển vọng:** CAPEX sau Dung Quất 2 thấp hơn (ray và thép đặc biệt >10 nghìn tỷ, vận hành 2027; dự án Phú Yên đã đề xuất dừng), nên khấu hao đi ngang ~11,5 nghìn tỷ/năm đến 2031 rồi giảm dần. Khi sản lượng tiến tới ~16 triệu tấn/năm, khấu hao/tấn giảm còn ~0,7 triệu đồng.

5

Dự báo: LNST mẹ Q3/2026 cơ sở ~6.430 tỷ, cả năm ~28,4 nghìn tỷ, vượt kế hoạch ở cả ba kịch bản

LNST cổ đông mẹ	Q3/2026F	Q4/2026F	Năm 2026F
Cơ sở AAS	6.430	6.625	28.420
Khoảng 80%	5.635–7.451	5.497–8.074	—
Thận trọng / Tích cực	4.260 / 7.041	3.390 / 7.898	23.015 / 30.304
So với cùng kỳ (cơ sở)	+61%	+71%	+84%

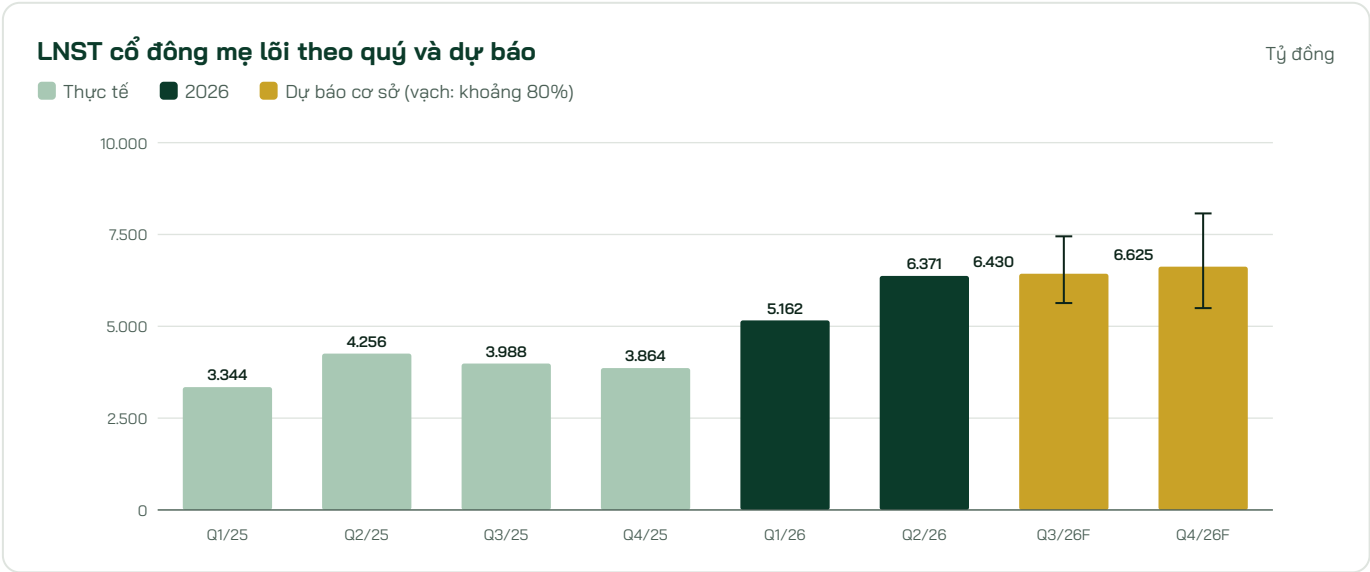
Nguồn: AAS dự báo. Chưa tính lãi/lỗ (nếu có) khi CTCP PT BĐS Hòa Phát thành công ty liên kết từ 01/10/2026.

Tỷ đồng	Thận trọng Q3	Thận trọng Q4	Cơ sở Q3	Cơ sở Q4	Tích cực Q3	Tích cực Q4
Sản lượng thép (nghìn tấn)	3.755	3.945	3.929	4.100	4.050	4.330
LNG trước KH/tấn thép (tr đ)	2,80	2,60	3,33	3,33	3,33	3,33
Doanh thu thuần (ước)	51.350	51.054	54.976	55.204	57.636	61.300
LNG trước KH khối thép	10.514	10.257	13.080	13.649	13.483	14.415
Khấu hao (thép)	2.790	2.810	2.790	2.810	2.790	2.810
BH&QL tách KH (thép)	1.840	1.933	1.886	1.673	1.904	1.526
LN hoạt động KD (thép)	5.884	5.514	8.404	9.166	8.789	10.078
Tài chính thuần (thép)	-1.356	-1.884	-1.356	-1.635	-1.356	-1.557
trong đó lãi vay	1.711	1.802	1.711	1.755	1.711	1.727
trong đó lãi/lỗ tỷ giá	96	-302	96	-100	96	-50
LNTT khối thép	4.560	3.700	7.080	7.601	7.465	8.591
LNTT nông nghiệp (HPA)	212	180	271	231	333	333
LNTT bất động sản	110	0	145	0	180	0
Lợi nhuận trước thuế	4.882	3.881	7.496	7.831	7.979	8.924
Thuế TNDN	587	460	866	895	885	975
LNST	4.295	3.421	6.630	6.937	7.093	7.949
Lợi ích CĐKKs	35	30	43	37	52	52

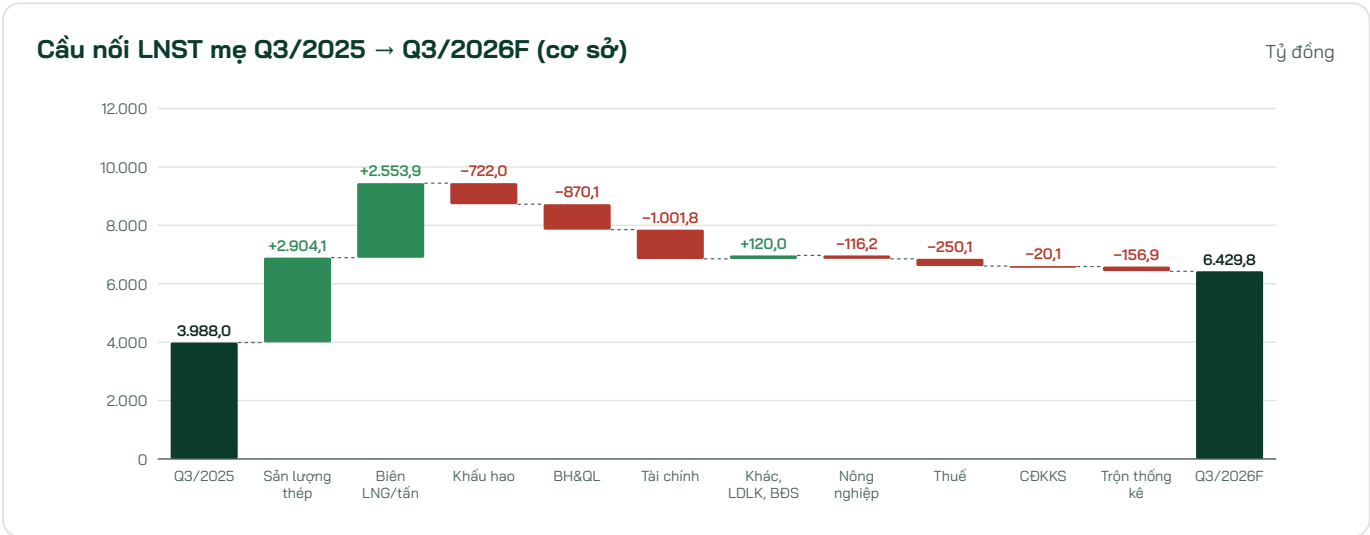
Tỷ đồng	Thặng trọng Q3	Thặng trọng Q4	Cơ sở Q3	Cơ sở Q4	Tích cực Q3	Tích cực Q4
LNST cổ đông mẹ theo kịch bản	4.260	3.390	6.587	6.899	7.041	7.898
LNST cổ đông mẹ cơ sở AAS			6.430	6.625		

Khoảng 80%5.635–7.4515.497–8.074

AAS dự báo. Khối thép = hợp nhất – HPA; doanh thu ước = sản lượng × giá bán thép + DT HPA + BDS, khác (BDS ra khỏi hợp nhất từ Q4). LNG trước KH theo quy tắc khấu hao giá vốn của người dùng. CĐKKS = 15,46% LNST HPA + ~5 tỷ.



Nguồn: BCTC HPG; Q1/26 đã bỏ ~3.832 tỷ lãi chuyển nhượng; AAS dự báo.



AAS tính: sản lượng = ΔV × biên/tấn Q3/25; biên/tấn = Δbiên × V Q3/26.

Năm 2026, tỷ đồng	Thực hiện 6T	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Kế hoạch ĐHĐCĐ
Lợi nhuận trước thuế	17.946	26.709	32.822	34.849	—
LNST	15.479	23.194	28.639	30.522	22.000
LNST cổ đông mẹ	15.365	23.015	28.420	30.304	—
LNST mẹ lõi (bỏ ~3.832 lãi chuyển nhượng)	11.533	19.183	24.588	26.472	—
EPS lõi (đồng, 8,44 tỷ CP)	1.366	2.272	2.912	3.135	—
So với LNST mẹ 2025 (15.453)		+49%	+84%	+96%	LNST +42%

Nguồn: BCTC 6T/2026; kế hoạch ĐHĐCĐ 21/04/2026 (LNST hợp nhất); AAS dự báo. EPS trên 8.442.964.520 cổ phiếu.

- ◆ **Vì sao Q3 cơ sở tăng ~61% so với cùng kỳ:** sản lượng +38% (Dung Quất 2) đóng góp ~2,9 nghìn tỷ và biên/tấn thép 3,33 so với 2,68 đóng góp ~2,6 nghìn tỷ; bị trừ bởi khấu hao +0,7, BH&QL +0,9, tài chính -1,0 nghìn tỷ (lãi suất vay lên ~6,9%, bù một phần bởi lãi tỷ giá ~+0,1 nghìn tỷ khi VND tăng giá) và HPA -0,1 nghìn tỷ.
- ◆ **Vì sao Q3 có thể thấp hơn Q2:** giá bán giảm ~4% và thép xây dựng mùa mưa; nếu biên/tấn thép giảm 0,5 triệu đồng (về ~2,9), LNST mẹ Q3 còn ~4,8 nghìn tỷ, thấp hơn một chút so với các ước tính công khai (5,4–5,6 nghìn tỷ).
- ◆ **Q4/2026:** mùa cao điểm thép xây dựng, sản lượng bán ~4,1 triệu tấn = sản xuất ~95% công suất 16 triệu tấn/năm (Q2: ~90%) + bán bớt ~0,1 triệu tấn thành phẩm tồn kho; BĐS thành công ty liên kết từ 01/10 làm mất ~145 tỷ LNTT/quý (chỉ còn phần lãi liên kết ~40 tỷ); lãi suất vay HPG ~7,1% làm lãi vay lên ~1,75 nghìn tỷ.

Ba yếu tố cần theo dõi

- ◆ **Biên LNG trước khấu hao/tấn:** mỗi ±0,3 triệu đồng/tấn ≈ ±1.000 tỷ LNST mẹ một quý; giá bán Q3 giảm ~4% là rủi ro chính.
- ◆ **Sản lượng Q3–Q4:** HRC ~2,15–2,2 triệu tấn/quý (Dung Quất 2), thép xây dựng vào mùa cao điểm Q4.
- ◆ **Khoản một lần Q4:** lãi/lỗ khi CTCP PT BĐS Hòa Phát chuyển thành công ty liên kết từ 01/10/2026 (chưa công bố).

6 Định giá: giá trị hợp lý cơ sở ~27,1 nghìn đồng, P/B thấp nhất lịch sử

Hiện tại (05/10/2026)	Giá trị	Phân vị toàn kỳ	Phân vị 3 năm	z 750 phiên	Trung vị toàn kỳ	Trung vị 3 năm
P/B	1,23x	4%	1%	-2,47	1,71x	1,59x
P/E lõi trượt	9,0x	45%	1%	-0,62	9,4x	14,6x

Nguồn: kho AAS, BCTC HPG; P/E trên LNST mẹ lõi 4 quý; AAS tính.

Kịch bản	LNST mẹ lõi 2026	EPS lõi	P/E	Giá trị P/E	BVPS 2026F	P/B	Giá trị P/B	Bình quân	So với giá
Thận trọng	19.183	2.272	8,0x	18.177	17.566	1,32x	23.268	20.722	+1%
Cơ sở	24.588	2.912	9,4x	27.268	18.206	1,48x	26.987	27.127	+32%
Tích cực	26.472	3.135	11,0x	34.489	18.429	1,67x	30.739	32.614	+59%

Nguồn: AAS tính. P/E: thận trọng 8x, cơ sở trung vị toàn kỳ 9,4x, tích cực 11x (không dùng trung vị 3 năm 14,6x vì 2023 LN đầy chu kỳ làm P/E cao). P/B: phân vị 10% toàn kỳ, 25% và 75% của 3 năm. BVPS 2026F = VCSH mẹ 30/06/26 + LN H2.



Nguồn: AAS tính.

- ◆ **Vì sao dùng cả P/B:** lợi nhuận thép theo chu kỳ, P/E thấp ở đỉnh lợi nhuận (2021) và cao ở đáy (2022–23). P/B ổn định hơn và có quan hệ rõ với lợi suất 12 tháng sau.
- ◆ **Thị trường đang chiết khấu gì:** P/B 1,2x với ROE lõi 2026F ~17% hàm ý thị trường lo biên/tấn 2026 là đỉnh (giá HRC giảm, Vin Metal gia nhập HRC, thuế xuất khẩu). Kịch bản thận trọng (~21 nghìn) gần giá hiện tại, nên rủi ro giảm thêm hạn chế.

7 Giao dịch theo định giá: P/B thấp cho lợi suất 12 tháng cao, nhưng quy tắc vào/ra chưa thắng mua và giữ

z-score là gì: z cho biết P/B (hoặc P/E) hôm nay cách mức trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên) bao nhiêu độ lệch chuẩn. $z = -2,7$ nghĩa là HPG đang rẻ bất thường so với chính nó trong 3 năm qua. Bảng dưới gom các phiên từ 2015 theo nhóm z và đo lợi suất (gồm cổ tức) nếu mua ở phiên đó và giữ 250 phiên.

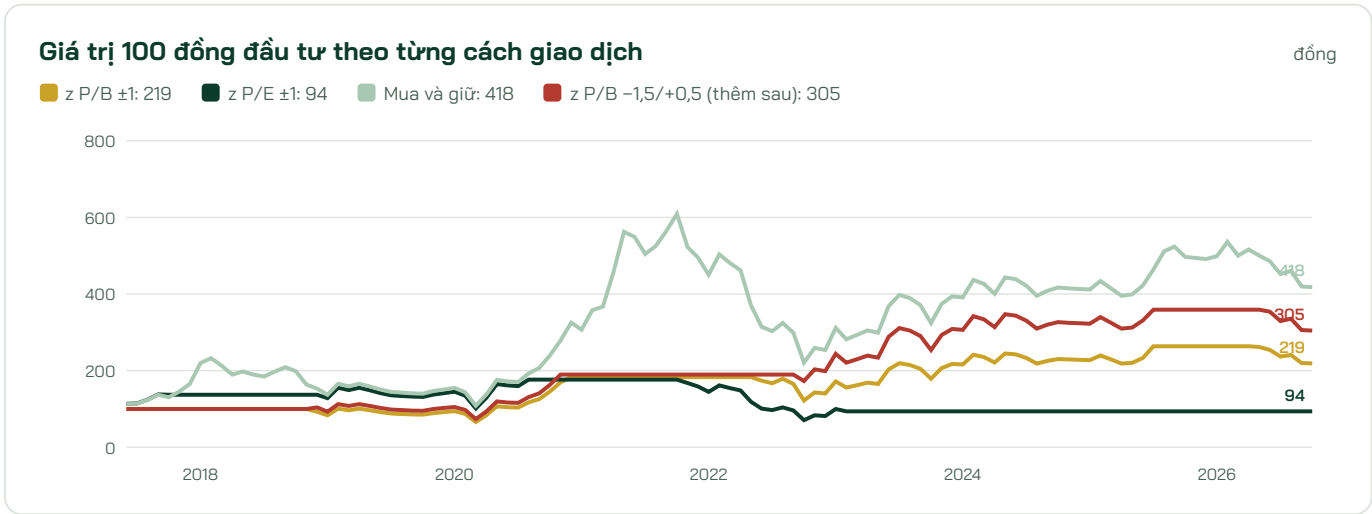
Nhóm z P/B	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên	Mức P/B	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
$-\infty \dots -1,5$	+52%	+30%	274	0,0 – 1,0	+99%	+84%	30
$-1,5 \dots -0,5$	+61%	+34%	591	1,0 – 1,3	+73%	+44%	173
$-0,5 \dots 0,5$	+23%	+15%	688	1,3 – 1,6	+57%	+28%	709
$0,5 \dots 1,5$	+31%	+48%	425	1,6 – 2,0	+30%	+6%	658
$1,5 \dots +\infty$	-6%	-22%	370	2,0 – $+\infty$	+16%	+23%	1.027

Nguồn: AAS tính, 05/2015–10/2026; lợi suất tổng 250 phiên trên giá điều chỉnh. Các nhóm chồng lấn thời gian nên không độc lập.

Cách kiểm tra quy tắc: chỉ dùng BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau cuối quý), tín hiệu hôm nay khớp lệnh phiên sau, phí 0,4% mỗi chiều, không nhìn trước tương lai. Hai quy tắc đầu đặt trước khi xem kết quả; quy tắc z P/B $-1,5/+0,5$ và P/B 1,3/2,0 đặt sau khi xem bảng trên nên có rủi ro "khớp quá mức".

Quy tắc (khớp phiên sau, phí 0,4%/chiều)	100 đồng →	CAGR	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Hiện tại
z P/B < -1,5 mua, > +0,5 bán (thêm sau khi xem bảng z-bucket)	305	+12,7%	-40%	3	ĐANG GIỮ
P/B < 1,3 mua, > 2,0 bán (thêm sau khi xem bảng mức P/B)	242	+9,9%	-51%	2	ĐANG GIỮ
z P/E < -1 mua, > +1 bán (định trước)	94	-0,7%	-70%	3	ĐỨNG NGOÀI
z P/B < -1 mua, > +1 bán (định trước)	219	+8,7%	-51%	3	ĐANG GIỮ
Theo đà: z P/E > +0,5 mua, < -0,5 bán (định trước)	419	+16,6%	-53%	4	ĐỨNG NGOÀI
Mua và giữ	418	+16,6%	-72%	—	—

Nguồn: AAS backtest 06/2017–10/2026.



Nguồn: AAS backtest, đã trừ phí; mua và giữ gồm cổ tức tái đầu tư.

- ◆ **Kết quả:** không quy tắc nào thắng mua và giữ về tổng lợi suất (100 → 418); quy tắc z P/B giảm sụt giảm tối đa từ -72% xuống -40% đến -51%. Mỗi quy tắc chỉ 2–4 lệnh nên kết quả mang tính tham khảo.
- ◆ **Ý nghĩa hiện tại:** cả ba quy tắc P/B đang ở trạng thái GIỮ; hai quy tắc z P/B mua 05–06/2026 ở 23,6–26,5 nghìn (đang lỗ 12–22%), quy tắc P/B < 1,3x giữ từ 06/2022. Nhóm z P/B < -1,5 lịch sử cho lợi suất 12 tháng trung bình +52% nhưng có thể rẽ thêm trước khi hồi.

P/B	Giá theo BVPS hiện tại (16.660)	Giá theo BVPS 2026F (18.206)	Hành động
≤ 1,20x	19.992	21.847	Mua thêm: đáy định giá lịch sử (phân vị 4%), kích bản thận trọng ~21 nghìn
1,20 – 1,30x	21.658	23.668	Tích lũy từng phần: nhóm P/B 1,0–1,3x cho LS 250 phiên TB +73%
1,30 – 1,48x	24.656	26.945	Nắm giữ: tiến về giá trị hợp lý cơ sở ~27,1 nghìn
1,48 – 1,67x	27.822	30.404	Chốt lời một phần (1/3–1/2)
> 2,0x	33.319	36.412	Rủi ro cao: nhóm z P/B > +1,5 cho LS 250 phiên TB -6%

Nguồn: AAS tính; BVPS hiện tại = VCSH mẹ 30/06/26 / 8,443 tỷ CP; BVPS 2026F gồm LN H2 cơ sở, chưa trừ cổ tức 2026.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH HPG

- ◆ **Điểm vào tốt nhất:** 20–23,7 nghìn (P/B 1,2–1,3x BVPS 2026F), đặc biệt nếu giá giảm trước BCTC Q3 vì lo giá thép. Dưới 21 nghìn là vùng giá trị kích bản thận trọng.
- ◆ **Chia phần:** 1/3 hiện tại; 1/3 khi HPG công bố sản lượng Q3 $\geq 3,8$ triệu tấn (giữa 10/2026); 1/3 khi BCTC Q3 xác nhận biên LNG trước KH/tấn khối thép $\geq 2,9$ triệu đồng.
- ◆ **Điểm vào tệ nhất:** mua đuổi trên 30,4 nghìn (P/B $> 1,67x$) khi giá HRC đang giảm: giá đã phản ánh kích bản tích cực.
- ◆ **Chốt lời:** 1/3–1/2 ở 26,9–30,4 nghìn; phần còn lại giữ nếu biên/tấn thép Q4 $\geq 3,1$. Trên 36,4 nghìn (P/B 2,0x) là vùng rủi ro cao.
- ◆ **Hạ về THEO DỐI:** biên/tấn thép Q3 $< 2,75$ triệu đồng, giá HRC Hòa Phát < 520 USD trong Q4, hoặc thuế chống bán phá giá HRC bị điều chỉnh.
- ◆ **Mốc theo dõi:** sản lượng Q3 (giữa 10) → BCTC Q3 (cuối 10) → giá HRC giao 12/2026 → BCTC Q4 (khoản một lần BĐS) → nhà máy ray (Q1–Q2/2027).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 05/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cần nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.