Cập nhật dự phóng: HPG

Q3 vượt dự phóng 1.788 tỷ đồng chủ yếu nhờ sản lượng; LNG trước khấu hao/tấn thấp hơn dự phóng 2,9%. LNST công ty mẹ Q4/2026 ước 7.246 tỷ đồng, cả năm 30.828 tỷ đồng

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG) · Cập nhật sau BCTC hợp nhất Q3/2026 (ký 29/10/2026) · giá tham chiếu 21,3 nghìn đồng (30/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CTY MẸ Q3/2026 (THỰC TẾ)	DỰ PHÓNG Q3 BẢN 05/10	LNST CTY MẸ Q4/2026F	LNST CTY MẸ 2026F	LNST CTY MẸ LÕI 2026F	THAY ĐỔI SO BẢN 05/10
8.217 tỷ đồng · **+106%** so cùng kỳ	**6.430** tỷ đồng · thực tế **+27,8%**	**7.246** tỷ đồng · **+88%** so cùng kỳ	**30.828** tỷ đồng · **+100%** so 2025	**26.996** tỷ đồng · bỏ lãi chuyển nhượng BĐS Q1	**+2.408** tỷ đồng LNST cty mẹ 2026F

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	EPS LÕI 2026F	P/E LÕI 2026F	P/B 2026F
TÍCH LŨY	**21,3** nghìn đ ngày 30/10/2026	**28,6** nghìn đ **+34%** so giá	**3.197** đ/cp 8,443 tỷ cp	**6,7** lần trên EPS lõi	**1,15** lần BVPS 18.482 đ

Tích lũy khi giá dưới P/B 1,3 lần giá trị sổ sách 2026F (24,0 nghìn đồng); giá hiện tại tương ứng P/B 1,15 lần. Giá trị hợp lý 28,6 nghìn đồng (bản 05/10: 27,1). Hạ về NẮM GIỮ nếu sản lượng bán Q4 dưới 4,1 triệu tấn và LNG trước khấu hao/tấn dưới 2,8 triệu đồng (kịch bản thận trọng).

1 Q3/2026: LNST công ty mẹ 8.217 tỷ đồng, vượt dự phóng 1.788 tỷ; sản lượng bán đóng góp +1.208 tỷ, LNG/tấn thấp hơn dự phóng

Doanh thu thuần Q3/2026 62.214 tỷ đồng (+71% so cùng kỳ), LNTT 9.109 tỷ đồng, LNST công ty mẹ 8.217 tỷ đồng (+106%). Bản 05/10 dự phóng 6.430 tỷ đồng (dải 80%: 5.635–7.451); thực tế cao hơn 27,8% và nằm ngoài dải trên. Theo phương trình (chưa trộn thống kê) dự phóng là 6.587 tỷ đồng; phần trộn 25% thống kê kéo xuống thêm 157 tỷ.

Tỷ đồng	Q3/2026F (bản 05/10)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
Sản lượng bán (nghìn tấn)	3.929	4.339	+410
LNG trước KH/tấn thép (triệu đồng)	3,329	3,233	−0,096
LNG trước khấu hao khối thép	13.080	14.029	+950
Khấu hao khối thép	−2.790	−2.984	−194
BH&QL (không gồm KH)	−1.886	−1.874	+12
Chi phí lãi vay	−1.711	−1.774	−63
Lãi tiền gửi, TC khác	260	701	+441
Lãi/lỗ tỷ giá thuần	96	118	+22
Thu nhập khác, LDLK	32	290	+258

Tỷ đồng	Q3/2026F (bản 05/10)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
LNTT khối thép	7.080	8.506	+1.426
Thuế suất khối thép (%)	11,5	8,8	−2,7
LNST nông nghiệp (HPA)	246	300	+54
LNST BĐS	117	205	+87
Thiểu số	−43	−48	−5
LNST cty mẹ (phương trình)	**6.587**	**8.217**	**+1.631**
LNST cty mẹ (công bố bản 05/10, trộn thống kê)	**6.430**	**8.217**	**+1.788**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 của HPG (KQKD, thuyết minh VII.4–7, báo cáo bộ phận); sản lượng bán theo VSA; bản dự phóng AAS 05/10/2026. Khối thép = hợp nhất − nông nghiệp − BĐS; khấu hao Q3 = LCTT 9T − 6T.

- **Sản lượng bán 4.339 nghìn tấn, cao hơn dự phóng 410 nghìn tấn** (+1.208 tỷ đồng). Thép thô sản xuất 3,7 triệu tấn (+3% so Q2), HRC bán kỷ lục 2.077 nghìn tấn, trong đó xuất khẩu 512 nghìn tấn (24,6%). Bán vượt sản xuất nhờ giảm tồn kho thành phẩm 1.227 tỷ đồng (khoảng 106 nghìn tấn).
- **LNG trước khấu hao/tấn 3,23 triệu đồng, thấp hơn 0,10 triệu đồng so với dự phóng** (−368 tỷ). Doanh thu thép/tấn giảm từ 14,08 xuống 13,91 triệu đồng do tỷ trọng HRC và xuất khẩu tăng; than cốc bình quân 247 USD/tấn (Q2: 238). Sai số −2,9% nằm trong dải sai số của phương trình.
- **Các dòng dưới LN gộp cộng thêm khoảng 992 tỷ:** lãi tiền gửi 704 tỷ (lợi suất ~5,1%/năm), thu nhập khác 287 tỷ, thuế suất khối thép chỉ 8,8% (dự phóng 11,5%), BĐS lãi 205 tỷ trong quý cuối còn hợp nhất. Ngược lại, khấu hao tăng lên 3.064 tỷ (Dung Quất 2 chạy đủ) và lãi vay 1.774 tỷ.

2 Ý kiến CFO: biên LNST khối thép Q3 12,9%, cao hơn dải 11–12%; tồn kho nguyên liệu giảm 7.435 tỷ dù giá than tăng

Sau buổi làm việc với Giám đốc Tài chính HPG, chúng tôi ghi nhận ba điểm: (i) giá bán HRC đặt để giữ biên khoảng 11–12%, không ép giá làm đối thủ trong ngành phá sản; (ii) tồn kho quản trị theo kế hoạch sản xuất, không đầu cơ khi thấy giá có thể tăng (dù vẫn có thể tận dụng cơ hội); (iii) mảng BĐS bán ra ngoài, sẽ mua lại khi dự án đi vào hoạt động. Đối chiếu với BCTC:

Quý	Sản lượng bán (nghìn tấn)	DT thép/tấn (triệu đồng)	LNG trước KH/tấn (triệu đồng)	LNG trước KH/DT (%)
2025 Q1	2.655	13,25	2,47	18,6
2025 Q2	2.926	11,44	2,53	22,1
2025 Q3	2.845	11,94	2,68	22,4
2025 Q4	3.445	12,69	2,52	19,8
2026 Q1	3.347	15,20	3,17	20,9
2026 Q2	3.795	14,08	3,37	23,9
2026 Q3	4.339	13,91	3,29	23,7

Khối thép = hợp nhất − HPA (2024 chia đều theo năm). Sản lượng 2026 theo VSA; trước đó theo số HPG công bố và AAS suy ra. AAS tính.

- **Giá bán theo biên: phù hợp một phần.** Biên LNST khối thép (LNST thép/doanh thu thép) 11,2% ở Q2 và 12,9% ở Q3, sát dải CFO nêu. Tỷ lệ LNG trước khấu hao/doanh thu dao động ít hơn LNG/tấn (hệ số biến thiên 0,119 so với 0,129). Nhưng dùng "biên % quý trước × doanh thu" để dự báo cho sai số 8,3%, lớn hơn "LNG/tấn quý trước" (5,5%), nên mô hình giữ phương trình LNG/tấn và dùng dải 11–12% để chặn kịch bản.
- **Hệ quả cho Q4:** Q3 đã vượt dải trên. Nếu HPG giữ nguyên tắc không đẩy giá khi biên cao, thì LNG/tấn khó tăng tiếp. Kịch bản cơ sở Q4 cho biên LNST khối thép 11,8%.
- **Tồn kho: phù hợp.** Tồn kho giảm từ 55.683 tỷ (30/06) xuống 47.022 tỷ (30/09); số ngày tồn kho giảm từ 113 xuống 85 ngày. Nguyên liệu và hàng đi đường giảm khoảng 7.435 tỷ đúng lúc giá than cốc tăng lên 277 USD/tấn tháng 9, tức HPG không gom nguyên liệu khi giá tăng. Tồn kho ít hơn nên giá than cốc đi vào giá vốn nhanh hơn.
- **BĐS: phù hợp.** Tại 30/09/2026, CTCP Phát triển BĐS Hòa Phát (26,547%) và CTCP Tập đoàn Tương lai Sông Hồng (25,133%) là công ty liên kết, khoản đầu tư 12.664 tỷ; thanh lý công ty con làm giảm lợi ích cổ đông không kiểm soát 1.706 tỷ. Lãi chuyển nhượng 4.915 tỷ (Q1) đã tính riêng là khoản một lần. Mua lại sau này sẽ là dòng tiền ra và giao dịch với bên liên quan; cần theo dõi giá mua lại so với giá đã bán.

3 Cơ cấu: LNST khối thép 8.806 tỷ trước loại trừ; doanh thu xuất khẩu 16.395 tỷ, gấp 3,6 lần cùng kỳ

Q3/2026, tỷ đồng	DT ra bên ngoài	LNTT	LNST	Biên LNST
Sản xuất, kinh doanh thép	60.362	9.538	8.806	14,6%
Nông nghiệp	1.637	339	300	18,3%
Kinh doanh BĐS	215	264	205	95,1%
Loại trừ	–	−1.032	−1.046	–
Hợp nhất	**62.214**	**9.109**	**8.265**	**13,3%**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026, thuyết minh VIII.1 (báo cáo bộ phận). Loại trừ gồm giao dịch nội bộ giữa các bộ phận.

Sản lượng Q3/2026 (nghìn tấn)	Nội địa	Xuất khẩu	Tổng
Thép xây dựng	1.184	154	1.338
HRC	1.565	512	2.077
Ống thép	–	–	681
Tôn mạ	–	–	307
Thép dự ứng lực	–	–	192
Tổng bán hàng (VSA)	**–**	**–**	**4.339**

Nguồn: Tổng quan tình hình kinh doanh Q3/2026 của HPG; tổng bán hàng theo VSA.

- **Xuất khẩu tăng mạnh:** doanh thu nước ngoài 16.395 tỷ đồng (26% doanh thu); chi phí vận chuyển và xuất khẩu 1.063 tỷ (Q3/2025: 348 tỷ). HRC xuất khẩu của HPG gần bằng toàn bộ HRC xuất khẩu của ngành theo VSA (509 nghìn tấn).
- **Hải quan (chỉ báo dẫn, không phải doanh thu):** Hòa Phát Dung Quất xuất khẩu 978,8 triệu USD trong 8 tháng (+84%), riêng tháng 8 là 190,7 triệu USD (+265% so cùng kỳ). Doanh thu nước ngoài Q3 trên BCTC 16.395 tỷ đồng, tương đương khoảng 209 triệu USD/tháng, cùng quy mô với số thông quan. Xuất khẩu thép của cả nước sang Mỹ (517 nghìn tấn) và Brazil (476 nghìn tấn) trong Q3 cao nhất nhiều quý.

- **Nông nghiệp:** LNST 300 tỷ đồng, 9 tháng 948 tỷ (kế hoạch năm của HPA 1.005 tỷ). **BĐS:** LNST 205 tỷ, quý cuối còn hợp nhất; từ Q4 ghi theo phần lãi công ty liên kết.

4 Q4/2026: LNST công ty mẹ ước 7.246 tỷ đồng (dải 6.404–8.327), cả năm 30.828 tỷ đồng; giá bán nội địa là biến chính

Tỷ đồng	Q4/2025	Q3/2026	Q4/26F thận trọng	Q4/26F cơ sở	Q4/26F tích cực
Sản lượng bán (nghìn tấn)	3.445	4.339	4.100	4.350	4.550
LNG trước KH/tấn thép (triệu đồng)	2,52	3,23	2,80	3,13	3,30
Doanh thu thuần	46.176	62.214	56.926	61.207	66.163
LNG trước KH khối thép	–	14.029	11.480	13.616	15.015
Khấu hao khối thép	–	−2.984	−3.010	−3.010	−3.010
BH&QL (không gồm KH)	–	−1.874	−1.771	−1.597	−1.474
Chi phí lãi vay	−1.236	−1.774	−1.921	−1.882	−1.853
Lãi tiền gửi, TC khác	–	701	567	567	567
Lãi/lỗ tỷ giá thuần	−130	118	−176	18	76
Thu nhập khác, LDLK	–	290	0	90	230
LNTT khối thép	–	8.506	5.170	7.802	9.551
Thuế suất khối thép (%)	–	8,8	11,0	10,0	9,0
LNST nông nghiệp + BĐS	–	505	200	270	320
Thiểu số	−24	−48	−36	−47	−54
LNST cty mẹ (phương trình)	**3.864**	**8.217**	**4.765**	**7.249**	**8.964**
Biên LNST khối thép (%)	–	12,9	8,3	11,8	13,5

Q4/2025 theo BCTC hợp nhất. Q4/2026F theo phương trình của mô hình; LNST cty mẹ công bố = 75% phương trình + 25% trung vị 6 mô hình thống kê (7.236 tỷ) = 7.246 tỷ đồng. Dải 80% từ sai số LNG/tấn chạy lùi. AAS tính.

- **Sản lượng 4.350 nghìn tấn** (Q3: 4.339): thép thô khoảng 3,85 triệu tấn (96% công suất) và giảm thêm một phần tồn kho thành phẩm (còn 13.188 tỷ, cao hơn mức thường 10–12 nghìn tỷ). Trừ bớt xuất khẩu: Mỹ áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp chính thức với thép cốt bê tông từ 18/09 (HPG 128,53%), Mexico áp thuế chống bán phá giá HRC từ 04/09 (Dung Quất 0,2855 USD/kg).
- **Tỷ trọng xuất khẩu về 22–23% doanh thu** (CFO HPG; 9 tháng 2026 theo tổng quan của HPG là 23%, riêng Q3 26,4%). Ở doanh thu Q4 cơ sở 61.207 tỷ, xuất khẩu còn khoảng 13.772 tỷ, ít hơn Q3 2.624 tỷ (khoảng 189 nghìn tấn). Kịch bản cơ sở giả định nội địa bù được phần này nhờ mùa xây dựng cuối năm; nếu không bù được thì sản lượng về kịch bản thận trọng.
- **LNG trước KH/tấn 3,13 triệu đồng** (Q3: 3,23). Đến 20/10, quặng giảm 9,3% và than cốc tăng 9,9% so với cuối Q2; với độ trễ tồn kho, chi phí nguyên liệu Q4 gần như không đổi so với Q3 (−0,07 triệu đồng/tấn). Áp lực nằm ở giá bán: nhiều

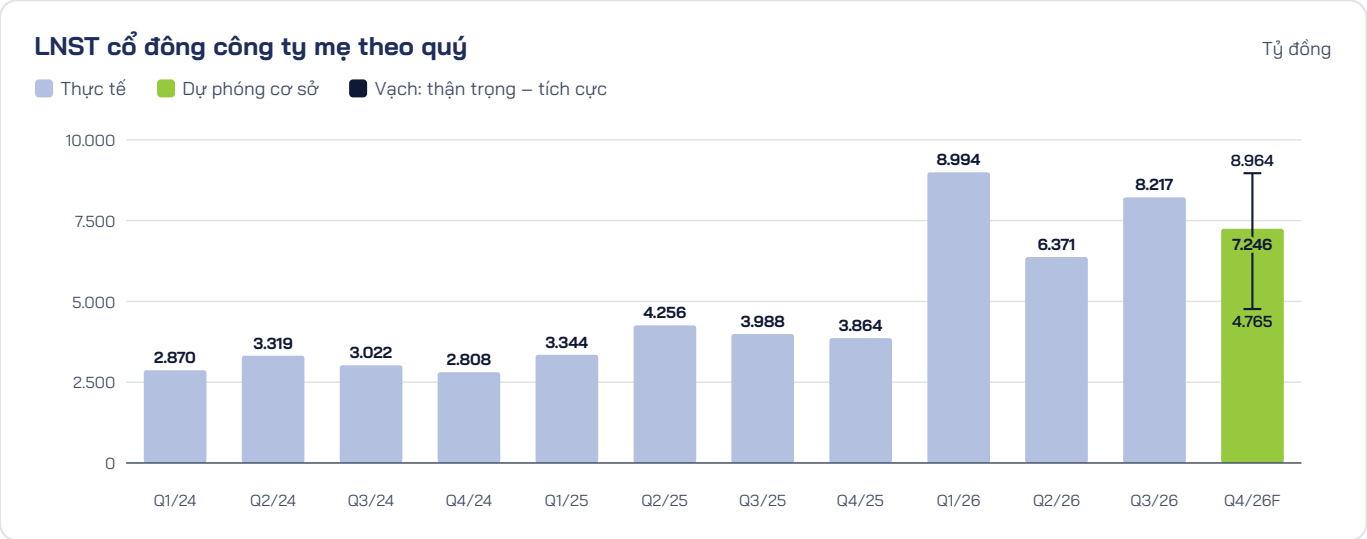
loại thép xây dựng trong nước đang thấp hơn cuối Q2 do hàng nhập khẩu từ Ấn Độ, Indonesia, Đài Loan; HRC Trung Quốc giảm 5% từ cuối tháng 8.

- **Dưới LN gộp:** lãi vay 1.882 tỷ (lãi suất 7,11%, vay 105.737 tỷ cuối Q3), lãi tiền gửi 586 tỷ, tỷ giá +18 tỷ (USD/VND giảm 0,54% từ 30/09), thuế suất khối thép 10%, lãi công ty liên kết BĐS khoảng 40 tỷ.

Cả năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực
LNST cty mẹ 9 tháng (thực tế)	11.588	23.582	23.582	23.582
LNST cty mẹ Q4	3.864	4.765	7.246	8.964
LNST cty mẹ cả năm	**15.452**	**28.348**	**30.828**	**32.547**
Trong đó lãi chuyển nhượng BĐS Q1 (một lần)	–	3.832	3.832	3.832
LNST cty mẹ lõi	15.452	24.516	26.996	28.715
So 2025 (lõi)	–	+59%	+75%	+86%

2026F = 9 tháng thực tế + Q4F. Kịch bản cơ sở dùng số trộn. AAS tính.



Nguồn: BCTC hợp nhất HPG (kho AAS, Q3/2026 bản gốc), AAS dự phóng.

Thay đổi so với bản 05/10

Chỉ tiêu (cơ sở)	Bản 05/10	Bản 30/10	Chênh lệch	Lý do
Sản lượng bán Q4 (nghìn tấn)	4.100	4.350	+250	Định nghĩa theo VSA; Q3 bán 4.339; trừ phần xuất khẩu vướng thuế Mỹ, Mexico
LNG trước KH/tấn Q4 (triệu đồng)	3,33	3,13	−0,20	Q3 thực tế 3,23 trừ 0,10 do giá thép nội địa dưới cuối Q2
Khấu hao khối thép Q4	2.810	3.010	−200	Khấu hao Q3 thực tế 3.064 tỷ (hợp nhất)
Lãi tiền gửi, TC khác Q4	~260	567		Lãi tiền gửi Q3 704 tỷ, lợi suất 5,1%
Thuế suất khối thép Q4 (%)	11,5	10,0		Q3 thực tế 8,8%; Q2 10,4%

Chỉ tiêu (cơ sở)	Bản 05/10	Bản 30/10	Chênh lệch	Lý do
LNST cty mẹ Q4	**6.625**	**7.246**	**+621**	
LNST cty mẹ 2026	**28.420**	**30.828**	**+2.408**	**Q3 thực tế vượt 1.788 tỷ; Q4 cao hơn**

Bản 05/10: báo cáo HPG AAS Research 05/10/2026, kịch bản cơ sở.

5 Mốc kiểm chứng: sản lượng tháng 10–11 và giá HRC nội địa quyết định Q4

Mốc	Thời điểm	Ngưỡng	Ý nghĩa với dự phóng
Sản lượng bán tháng 10–11 (VSA, HPG)	Giữa tháng 11, 12/2026	Bình quân dưới 1,37 triệu tấn/tháng	Q4 về kịch bản thận trọng (4.100 nghìn tấn)
Giá HRC Hòa Phát giao tháng 12, tháng 1	Cuối tháng 10, 11	Giảm thêm trên 20 USD/tấn	LNG/tấn Q4 dưới 3,0 triệu đồng
Giá than cốc HCC	Hằng tuần	Trên 275 USD/tấn kéo dài	Chi phí Q4 +0,1 triệu đồng/tấn; LNST −332 tỷ
Xuất khẩu HRC sau thuế Mexico, thép cốt bê tông sau thuế Mỹ	Tổng quan Q4 (cuối 01/2027)	Xuất khẩu HRC dưới 300 nghìn tấn/quý	Phải bán thêm nội địa, áp lực giá
Xuất khẩu Hòa Phát Dung Quất theo Hải quan	Tháng 9, 10/2026	Dưới 120 triệu USD/tháng	Xuất khẩu Q4 giảm mạnh sau thuế Mỹ, Mexico
Giao dịch mua lại BĐS Hòa Phát	Khi dự án vận hành	Giá mua so với giá đã bán	Dòng tiền ra; giao dịch với bên liên quan

AAS tổng hợp.

KHUYẾN NGHỊ

TÍCH LŨY. Tích lũy khi giá dưới P/B 1,3 lần giá trị sổ sách 2026F (24,0 nghìn đồng); giá hiện tại tương ứng P/B 1,15 lần. Giá trị hợp lý 28,6 nghìn đồng (bản 05/10: 27,1). Hạ về NẮM GIỮ nếu sản lượng bán Q4 dưới 4,1 triệu tấn và LNG trước khấu hao/tấn dưới 2,8 triệu đồng (kịch bản thận trọng). Phương pháp định giá theo báo cáo HPG ngày 05/10/2026: bình quân P/E lõi 9,36 lần EPS lõi 2026F (3.197 đồng) và P/B 1,48 lần BVPS 2026F (18.482 đồng).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 30/10/2026, 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 cân 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.