

## CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b> VND12.100	<b>Giá mục tiêu</b> VND20.900	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 4,13%	<b>Khuyến nghị</b> KHẢ QUAN	<b>Ngành</b> Thép
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	----------------------

Ngày 11/11/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Trung bình  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

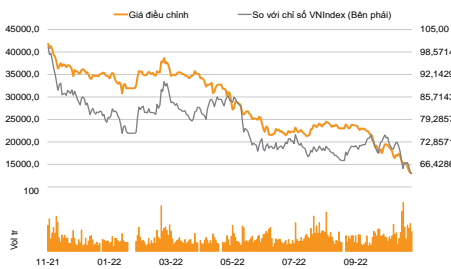
Consensus\*: Mua:13 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -37,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh giảm 45,3%-52,6% dự phóng EPS giai đoạn 2022-24.
- Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 44,6%.

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	41.853
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	527.355tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	70.359
Free float (%)	29
P/E trượt (x)	3,9
P/B hiện tại (x)	0,7

### Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	26,1%
Vũ Thị Hiền	7,3%
Khác	66,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Giảm mạnh dự phóng lợi nhuận ròng

- HPG công bố KQKD Q3/22 lỗ do nhu cầu thép yếu, biên lợi nhuận (LN) gộp mỏng và lỗ tỷ giá, kết quả là LN ròng 9T22 giảm 61,3% svck.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh 45,3%-52,6% dự phóng EPS giai đoạn 2022-24 do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng và giá bán thép giảm.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 20.900 đồng/cp.

### Kết quả kinh doanh (KQKD) quý 3/2022 (Q3/22) gây thất vọng

HPG ghi nhận lỗ ròng 1.776 tỷ đồng trong Q3/22 do doanh thu giảm 11,8% svck, biên LN gộp mỏng và lỗ tỷ giá 1.013 tỷ đồng. Lũy kế 9T22, doanh thu vẫn tăng 10,1% svck tuy nhiên LN ròng lại giảm mạnh 61,3% svck xuống 10.475 tỷ đồng, tương ứng 44,3% dự phóng cả năm của chúng tôi. Biên LN gộp Q3/22 chỉ đạt 2,9%, giảm mạnh từ mức 17,5% trong Q2/22 do lượng tồn kho than cốc giá cao từ quý trước đó. Trong khi đó, trung bình giá HRC Q3/22 giảm mạnh 27,4% svck do nhu cầu tiêu thụ ống thép và tôn mạ yếu (HRC là đầu vào để sản xuất 2 sản phẩm này).

### Thời điểm khó khăn của các nhà sản xuất thép Việt Nam

Ngành thép nội địa đang đứng trước nhiều thách thức: (1) thị trường bất động sản định trệ, (2) giá nguyên liệu đầu vào cao (bao gồm giá than cốc, thép phế), (3) lãi suất tăng cao và đồng VND yếu. Hàng loạt nhà sản xuất thép hàng đầu như HPG, POM, VN-Steel đã thông báo đóng cửa một phần các dây chuyền sản xuất. Theo Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), sản lượng sản xuất Q3/22 đã giảm 7% svck. Chúng tôi cũng ước tính tổng hàng tồn kho cuối Q3/22 của các doanh nghiệp thép niêm yết đã giảm 22,5% so với quý trước đó kéo theo số ngày tồn kho bình quân giảm xuống chỉ còn 101 ngày trong Q3/22 từ mức 126 ngày trong Q2/22.

### Khi nào xu hướng tiêu cực sẽ đảo chiều?

Chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu có thể là tiền đề cho việc ngành thép được cải thiện: (1) giá than cốc được dự báo sẽ giảm từ mức 420 USD/tấn của năm 2022 xuống lần lượt 258-220 USD/tấn trong năm 2023-24 khi các mỏ khai thác than cốc được hoạt động bình thường trở lại, (2) Trung Quốc dỡ bỏ giãn cách xã hội sẽ kích thích nhu cầu thép toàn cầu và (3) đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt Nam sẽ bù đắp phần nào cho việc thị trường bất động sản trì trệ.

### Giảm 45,3%- 52,6% dự phóng lợi nhuận ròng giai đoạn 2022-24

Mức điều chỉnh lớn phản ánh KQKD Q3/22 thất vọng, trong đó sản lượng tiêu thụ thép giảm 4,5% và biên LN gộp thu hẹp so với dự báo trước đó.

### Giảm giá mục tiêu xuống 20.900 đồng/cp, duy trì khuyến nghị Khả quan

HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 2022-23 lần lượt là 7,1-5,7 lần, không thật sự hấp dẫn để đầu tư ngắn hạn, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu ngành suy yếu. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với thị phần lớn và hiệu suất vận hành vượt trội – HPG sẽ phục hồi nhanh hơn các công ty trong ngành khi các tín hiệu tích cực xuất hiện. Động lực tăng giá là các dự án mới để mở rộng chuỗi giá trị. Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép thấp hơn và lãi suất cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	149.680	143.541	145.880	160.144
Tăng trưởng DT thuần	66,1%	(4,1%)	1,6%	9,8%
Biên lợi nhuận gộp	27,5%	14,0%	14,6%	15,8%
Biên EBITDA	29,8%	15,1%	17,0%	18,6%
LN ròng (tỷ)	34.478	11.213	13.869	16.619
Tăng trưởng LN ròng	156,3%	(67,5%)	23,7%	19,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	156,3%	(67,5%)	23,7%	19,8%
EPS cơ bản	5.929	1.928	2.385	2.858
EPS điều chỉnh	5.734	1.832	2.265	2.702
BVPS	15.585	16.985	18.881	21.307
ROAE	46,1%	11,8%	13,3%	14,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH 1

**GIẢM MẠNH DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN RÒNG**

**KQKD Q3/22: biên LN gộp chịu áp lực nặng nề hơn kỳ vọng của chúng tôi**

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q3/22

tỷ đồng	Q3/22	Q3/21	% svck	9T22	9T21	svck	% sv dự báo cả năm	Nhận xét
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>34.103</b>	<b>38.674</b>	<b>-11,8%</b>	<b>115.584</b>	<b>104.969</b>	<b>10,1%</b>	<b>74,9%</b>	
Thép	32.256	36.497	-11,6%	110.273	97.796	12,8%	76,3%	Doanh thu mảng thép Q3/22 giảm 11,6% svck do trung bình giá thép xây dựng và HRC giảm lần lượt 2,5%/27,4% svck.
Nông nghiệp	1.743	1.568	11,2%	5.068	6.185	-18,1%	58,7%	
Bất động sản	104	609	-82,9%	243	988	-75,4%	15,5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.001</b>	<b>11.861</b>	<b>-91,6%</b>	<b>17.649</b>	<b>31.521</b>	<b>-44,0%</b>	<b>56,1%</b>	
Biên LNG	2,9%	30,7%	-27,7 đ %	15,3%	30,0%	-14,8 đ %	-5,1 đ %	HPG ghi nhận biên LN gộp thấp kỷ lục, chỉ đạt 2,9% trong Q3/22 do giá bán giảm và chi phí nguyên vật liệu đầu vào cao. Tại thời điểm cuối Q2/22, HPG sở hữu một lượng hàng tồn kho rất lớn, lên tới 57,6 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty đã cố gắng giảm lượng nguyên vật liệu đầu vào tồn kho (phần lớn có giá cao), điều này đã phản ánh vào giá vốn hàng bán cao trong Q3/22.
Chi phí BH&QLDN	929	819	13,5%	2.626	2.224	18,1%	81,6%	
Chi phí BH&QLDN/DTT	2,7%	2,1%	0,6 đ %	2,3%	2,1%	0,2 đ %	0,2 đ %	Cao hơn dự phóng của chúng tôi do HPG đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép xây dựng trong Q3/22 với chi phí vận chuyển cao hơn so với việc bán hàng tại nội địa.
EBITDA	1.808	12.600	-85,6%	20.114	33.817	-40,5%	60,0%	
Biên EBITDA	5,3%	32,6%	-27,3 đ %	17,4%	32,2%	-14,8 đ %	-4,3 đ %	
Chi phí tài chính ròng	1.423	89	1501,1%	3.136	333	841,0%	148,5%	Chi phí tài chính ròng Q3/22 tăng gấp 15 lần svck chủ yếu do HPG ghi nhận khoản lỗ 1.013 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá ròng trong bối cảnh đồng USD tăng giá mạnh vào cuối Q3/22.
Chi phí lãi vay	837	675	23,9%	2.151	1.896	13,4%	82,6%	Cao hơn dự phóng của chúng tôi do lãi vay tăng trong Q3/22.
Lợi nhuận trước thuế	(1.300)	10.979	NA	12.001	29.018	-58,6%	46,3%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>(1.774)</b>	<b>10.352</b>	<b>NA</b>	<b>10.475</b>	<b>27.051</b>	<b>-61,3%</b>	<b>44,3%</b>	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Biên LN ròng	-5,2%	26,8%	-32,0 đ %	9,1%	25,8%	-16,7 đ %	-6,3 đ %	
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	<b>1.980.219</b>	<b>2.015.748</b>	<b>-1,8%</b>	<b>6.517.530</b>	<b>6.313.697</b>	<b>3,2%</b>	<b>76,0%</b>	
Thép xây dựng	1.077.151	959.447	12,3%	3.448.574	2.797.579	23,3%	75,1%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi.
Phôi thép	22.650	212.217	-89,3%	206.696	803.989	-74,3%	68,1%	Sản lượng tiêu thụ phôi thép giảm mạnh svck trong 9T22 do (1) HPG tập trung sản xuất & tiêu thụ thép thành phẩm và (2) thị trường nhập khẩu phôi thép chính - Trung Quốc đang thực hiện giãn cách xã hội khiến nhu cầu thép giảm.
Ống thép	200.092	122.667	63,1%	577.063	497.916	15,9%	76,3%	Sản lượng tiêu thụ ống thép tăng mạnh svck trong Q3/22 từ mức nền thấp của cùng kỳ năm ngoái và nhu cầu trong nước phục hồi tốt.
Tôn mạ	68.692	113.123	-39,3%	248.557	273.075	-9,0%	72,4%	Sản lượng tiêu thụ tôn mạ thấp trong Q3/22 do nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu suy giảm, đặc biệt từ thị trường EU và Mỹ.
HRC	611.634	608.294	0,5%	2.036.640	1.941.138	4,9%	79,0%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Thị trường BĐS nhà ở chậm lại đã khiến nhu cầu thép trong nước giảm**

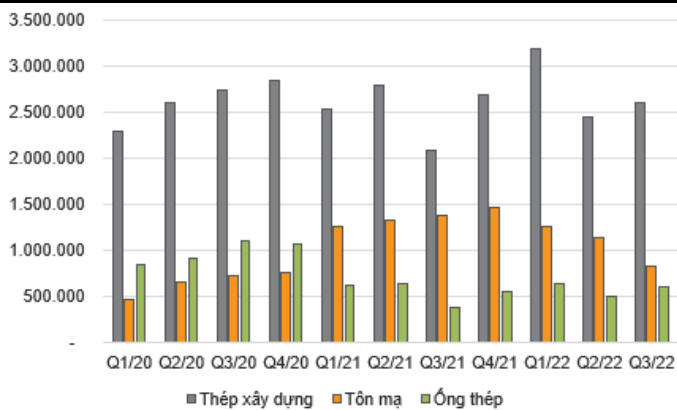
Giá thép toàn cầu tiếp tục giảm trong Q3/22 ở tất cả các sản phẩm, trong bối cảnh nhu cầu yếu do lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu và gia hạn giãn cách xã hội tại Trung Quốc. Tại Việt Nam, tổng sản lượng tiêu thụ thép (bao gồm thép xây dựng, ống thép và tôn mạ) vẫn tăng 5% svck lên 4,05 triệu tấn trong Q3/22 so với mức nền thấp trong Q3/21 (dữ liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam - VSA). Chúng tôi lưu ý rằng trong Q3/21, Việt Nam đã áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt, làm ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu thép trong nước. So với cùng kỳ năm 2020, tổng sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam trong Q3/22 đã giảm 11%.

Thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam đã hạ nhiệt kể từ Q2/22 do sự kiện bất giữ một số nhà lãnh đạo doanh nghiệp BĐS lớn khi vi phạm quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp, lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Ngành thép trong nước cũng đang chịu tác động từ những khó khăn như: (1) giá nguyên liệu đầu vào cao (bao gồm than cốc và thép phế) và (2) áp lực lạm phát kéo dài khiến các nền kinh tế lớn phải thắt chặt chính sách tiền tệ, từ đó phủ bóng đen lên triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Điều này khiến cho nhu cầu thép toàn cầu sụt giảm, gây khó khăn cho hoạt động xuất khẩu của các doanh nghiệp thép Việt Nam. Mặc dù giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong những quý tới, chúng tôi dự báo tổng nhu cầu thép trong nước sẽ tăng trưởng âm một chữ số vào năm 2023.

Từ cuối tháng 9, nhiều doanh nghiệp thép đã công bố kế hoạch cắt giảm sản lượng lớn như (1) CTCP Thép Pomina (POM VN, HOSE) thông báo đóng cửa lò cao - POM 2 kể từ ngày 25/09/2022; (2) Công ty TNHH Thép Miền Nam đã cho nhân viên nghỉ luân phiên theo kế hoạch ngừng sản xuất trong Q4/22, (3) các nhà sản xuất tôn mạ lớn đã tạm ngừng một số dây chuyền sản xuất và (4) HPG có kế hoạch đóng cửa 2 lò cao (trong 3 lò) tại nhà máy Hải Dương và 2 lò cao (trong 4 lò) tại Khu liên hợp gang thép Dung Quất (KLHDQ) vào tháng 11/2022. Nếu nhu cầu tiếp tục yếu hơn kỳ vọng trong tháng cuối năm, HPG sẽ xem xét đóng cửa thêm 1 lò cao nữa (lò thứ 5) vào tháng 12/2022.

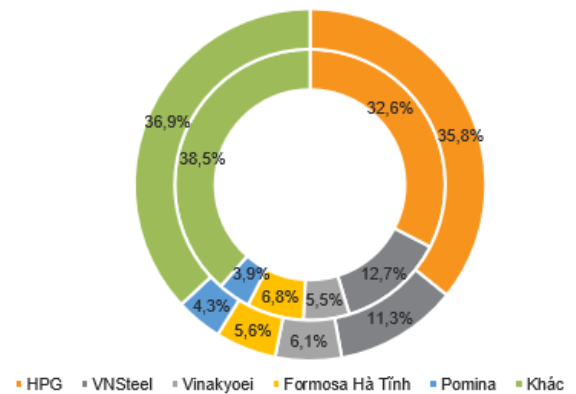
Với kế hoạch đóng cửa 5/7 lò cao tại 2 khu liên hợp sản xuất thép, đây là thông điệp rất tiêu cực của ban lãnh đạo HPG về nhu cầu thép trong ngắn hạn.

**Hình 2: Sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam theo quý (tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

**Hình 3: Thị phần thép xây dựng tại Việt Nam**



Vòng trong: 2021; Vòng ngoài: 9T22  
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Trong 9T22, HPG vẫn duy trì vị thế dẫn đầu khi sở hữu 35,8% thị phần thép xây dựng tại Việt Nam, tăng từ mức 32,6% trong năm 2021. Đáng chú ý, khoảng cách giữa HPG với công ty có thị phần lớn thứ 2 đã tăng lên 24,5% trong 9T22 từ mức 19,9% trong năm 2021.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG trong năm 2023-24, nhưng sản lượng vẫn sẽ tăng trưởng dương so với năm 2022. Chúng tôi tin rằng HPG sẽ được hưởng lợi trong xu hướng tập trung hơn của thị phần ngành đặc biệt trong bối cảnh thị trường chung nhiều thách thức. Lợi thế của HPG đến từ mô hình sản xuất quy mô lớn, mạng lưới phân phối rộng khắp và hiệu quả vận hành đã được chứng minh.

**Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng biên LN gộp HPG trong năm 2022-24 phản ánh KQKD thấp trong 9T22**

**Giá bán thép xây dựng của HPG tại thị trường nội địa đang biến động quanh mức 15.000 đồng/kg từ tháng 8/2022**

Trong 10T22, trung bình giá bán thép xây dựng tại thị trường nội địa của HPG là 16.700 đồng/kg (+6,7% svck), cao hơn 3,7% so với dự phóng cả năm của chúng tôi. Với kỳ vọng giá thép sẽ tiếp tục giảm trong những tháng tới do nhu cầu yếu, chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng giá bán thép xây dựng của HPG trong năm 2022 là 16.100 đồng/kg (+2% svck). Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự phóng 4%-3% dự phóng giá thép xây dựng của HPG năm 2023-24 xuống lần lượt 14.200-13.200 đồng/kg.

Đối với sản phẩm HRC, giá chào bán cho lô hàng tháng 12 của HPG là 545 USD/tấn, giảm mạnh 41,1% so với mức đỉnh 925 USD/tấn của tháng 6-7. Do đó chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự phóng giá HRC trong năm 2022-23 xuống lần lượt là 685-615 USD/tấn.

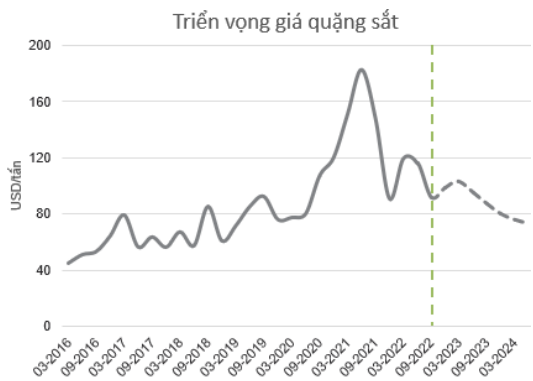


Nguồn: HPG

**Nhu cầu tăng trưởng yếu và nguồn cung nhiều hơn sẽ đẩy giá quặng sắt giảm dần đến tới năm 2024**

Giá quặng sắt đang giao dịch quanh mức 80 USD/tấn, giảm 45% so với vùng đỉnh hồi tháng 4/2022. Kết hợp với lo ngại suy thoái toàn cầu gia tăng, đợt bùng phát Covid-19 mới và sự suy yếu trong lĩnh vực bất động sản tại Trung Quốc đã làm giảm nhu cầu thép và quặng sắt toàn cầu trong những tháng gần đây.

Việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng mới và các điều kiện tín dụng nới lỏng tại Trung Quốc trong những tháng gần đây được kỳ vọng sẽ hỗ trợ phần nào nhu cầu (và giá) quặng sắt. Tuy nhiên, các chính sách này đến thời điểm hiện tại vẫn chưa thể hỗ trợ hoàn toàn cho sự yếu kém của ngành bất động sản Trung Quốc. Khởi công xây dựng mới và doanh số bán nhà tại quốc gia này tiếp tục sụt giảm 2 chữ số so với cùng kỳ trong tháng 9. Chúng tôi lưu ý rằng xây dựng bất động sản là ngành tiêu thụ thép lớn nhất của Trung Quốc và ngành bất động sản cũng chiếm tới 30% GDP của quốc gia này. Do đó, nếu lĩnh vực này không sớm ổn định và hồi phục trong thời gian tới, nhu cầu thép của Trung Quốc sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp.



Nguồn: DISR DỰ PHÓNG

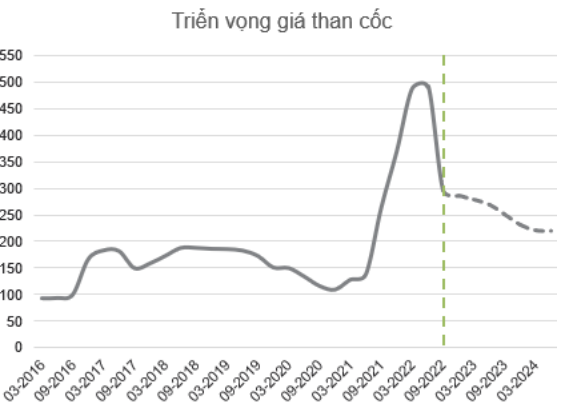
Tầm nhìn đến năm 2027, giá quặng sắt được dự báo sẽ giảm xuống mức thấp hơn trong dài hạn. Sự sụt giảm này đến từ mức tăng trưởng khiêm tốn trong sản xuất thép lò cao (so với thập kỷ trước) từ các nhà sản xuất lớn như EU, Hoa Kỳ và Trung Quốc khi xu hướng toàn cầu chuyển sang trạng thái cắt giảm phát thải. Mức cầu tăng chậm lại này cũng sẽ diễn ra cùng với nguồn cung ngày càng tăng từ Australia, Brazil và Châu Phi, và dự kiến sẽ làm giảm giá quặng sắt cho đến năm 2024.

Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Australia (DISR), trung bình giá quặng sắt năm 2022 được dự báo đạt 110 USD/tấn (-29,5% svck), trước khi giảm xuống dưới 90-70 USD/tấn trong năm 2023-24.

**Giá than cốc dự kiến sẽ giảm dần trong thời gian tới**

Giá than cốc đã giảm mạnh trong tháng 5-7 trước khi phục hồi nhẹ. Nguồn cung than cốc tiếp tục đối mặt với sự gián đoạn do lũ lụt ở Australia và các hiện tượng thời tiết cực đoan khác. Giá năng lượng cao trên toàn cầu đã hạn chế hoạt động sản xuất thép, đặc biệt là tại Trung Quốc và châu Âu – nơi tình trạng thiếu khí đốt đang trở nên trầm trọng trong mùa đông.

DISR dự báo trung bình giá than cốc sẽ giảm dần từ mức 420 USD/tấn trong năm 2022 sau khi nguồn cung được dần quay trở lại bình thường. Giá than cốc năm 2024 sẽ chỉ còn 220 USD/tấn.

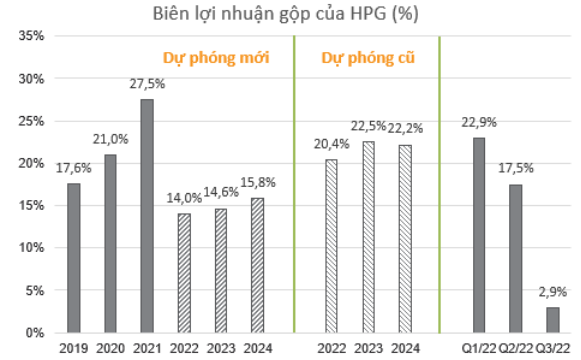


Nguồn: DISR DỰ PHÓNG

**Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng biên LN gộp của HPG trong năm 2022-24**

Mặc dù giá bán HRC của HPG đã liên tục giảm trong tháng 10-11, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ phục hồi dần trong Q4/22 nhờ chi phí đầu vào bình quân thấp hơn khi lượng hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận một phần trong KQKD Q3/22. Giá nguyên vật liệu đầu vào giao ngay cũng đang dần trở lại mức bình thường. Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của HPG sẽ sớm chạm đáy, tuy nhiên tốc độ phục hồi khá chậm do nhu cầu thép yếu.

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của HPG năm 2022-23-24 sẽ đạt lần lượt 14,0%/14,6%/15,8%, thấp hơn dự phóng trước đó của chúng tôi là 20,4%/22,5%/22,2% do (1) trung bình giá bán thép giảm lần lượt 1,6%/2,7%/2,8% và (2) giá than cốc tăng lần lượt 9,1%/28,0%/13,6%.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 4: Biến động của giá quặng sắt và than cốc**

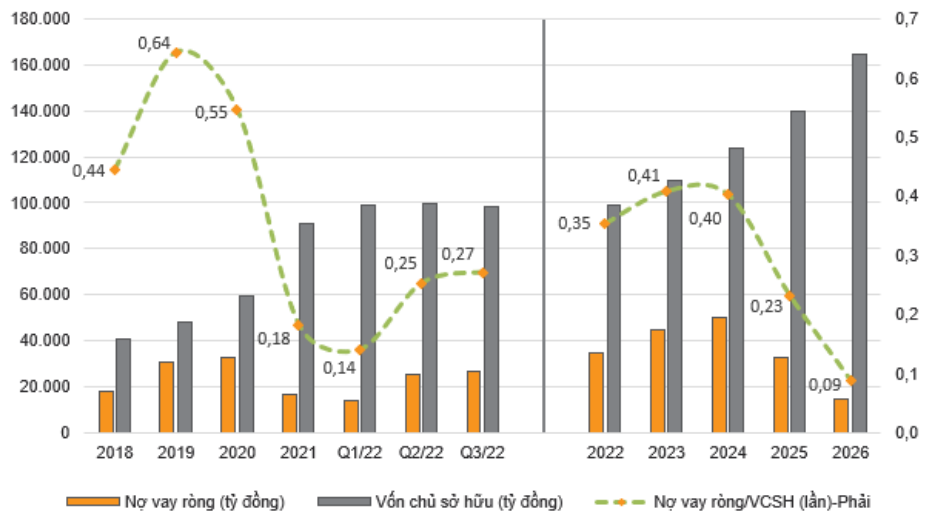
Giá hàng hóa	Giá hiện tại	Biến động giá hàng hóa so với			VNDS giá định			DISR dự phóng			
		Tháng trước	Quý trước	Năm trước	2022	2023	Dài hạn	2022	2023	Dài hạn	
Quặng sắt 62% Fe	USD/tấn	79,8	-16,5%	-22,5%	-20,8%	110	100	85	107	89	65
Than cốc	USD/tấn	312,0	14,5%	46,5%	-17,0%	420	320	150	420	258	150

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DISR

**Sức khỏe tài chính có phần suy giảm tuy nhiên vẫn trong tầm kiểm soát**

Tại thời điểm cuối tháng 9/2022, nợ vay ròng của HPG đã tăng 91,6% kể từ đầu năm lên 26.589 tỷ đồng, kéo theo tỷ lệ đòn bẩy cũng tăng lên 0,27x từ mức 0,18x cuối năm 2021. 80% tổng nợ vay của HPG là nợ ngắn hạn do công ty cần tài trợ nhu cầu vốn lưu động và xây dựng KLHDQ 2. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy của công ty hiện vẫn trong tầm kiểm soát và tốt hơn đáng kể so với giai đoạn 2018-20 – thời điểm HPG đầu tư phát triển KLHDQ 1 (tổng mức đầu tư 52.000 tỷ đồng).

**Hình 5: Chúng tôi dự phóng tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của HPG sẽ đạt đỉnh 0,4 lần trong giai đoạn 2023-24 do đầu tư phát triển KHLĐQ 2**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng nợ vay ròng của HPG vào cuối năm 2022 sẽ tăng 31,2% so với hiện tại. Trong giai đoạn 2023-24, nợ ròng của công ty sẽ tiếp tục tăng lần lượt 28,4%/11,1% svck lên 44.808 tỷ đồng/49.787 tỷ đồng theo tiến độ giải ngân tại KLHDQ 2 (tổng mức đầu tư 85.000 tỷ đồng). Tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu của HPG sẽ đạt đỉnh 0,4x trong giai đoạn 2023-24 tuy nhiên vẫn thấp hơn

đáng kể so với thời điểm công ty đầu tư KLHDQ 1 (2018-20) – với mức đầu tư thấp hơn. Chúng tôi kỳ vọng sau khi KLHDQ 2 đi vào hoạt động thương mại hoàn toàn trong năm 2026, tỷ lệ Nợ vay ròng/Vốn chủ sở hữu sẽ giảm xuống mức rất thấp là 0,09 lần.

Chúng tôi ước tính chi phí vay vốn của HPG trong Q3/22 là 4,94%. Với vị thế nợ vay ròng hiện tại, LN trước thuế của HPG sẽ bị ảnh hưởng trong bối cảnh lãi suất tăng. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh tăng lần lượt 19,0%-28,9% dự phóng chi phí lãi vay của công ty trong năm 2022-23 lên 3.099 tỷ đồng/3.192 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính LN trước thuế của HPG trong năm 2022 sẽ giảm 1% nếu chi phí vay tăng mỗi 20 điểm cơ bản.

Là nhà nhập khẩu hàng hóa, HPG phải chịu áp lực từ sự biến động của tỷ giá hối đoái, chủ yếu là USD. Việc đồng USD tăng giá sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của công ty thông qua: (1) chi phí nguyên vật liệu đầu vào cao hơn và (2) lỗ tỷ giá hối đoái và lãi suất cho các khoản vay bằng USD cao hơn.

Theo ban lãnh đạo của HPG, công ty đang nỗ lực giảm dần các khoản vay ngắn hạn bằng USD bằng cách cắt giảm lượng hàng tồn kho nguyên vật liệu đầu vào. Tại thời điểm cuối Q2/22, nợ ngắn hạn bằng USD của công ty là 27.477 tỷ đồng, chiếm 49% tổng nợ ngắn hạn. Lãi suất cho khoản nợ vay này giao động trong khoảng 1,6-3,4%. Việc đồng VND mất giá 9% so với USD kể từ đầu năm sẽ khiến các khoản nợ vay này sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của HPG, đặc biệt là trong Q4/22.

Về nợ vay dài hạn, các khoản vay bằng USD của HPG đến từ ngân hàng BNP Paribas và Woori VietNam với tổng trị giá 129,5 triệu USD. Tuy nhiên, HPG đã mua một hợp đồng hoán đổi tiền tệ (bảo hiểm rủi ro tỷ giá cho 90 triệu USD) nhằm giảm bớt rủi ro VND mất giá. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động của việc VND giảm giá đối với nợ dài hạn sẽ ở mức hạn chế.

Về dòng tiền, chúng tôi dự phóng dòng tiền ròng sẽ âm 16.730 tỷ đồng và đạt 5.752 tỷ đồng tiền mặt vào cuối năm 2022 do công ty sẽ cần giải ngân vốn đầu tư lớn tại KLHDQ 2. Dòng tiền ròng năm 2023 sẽ dương trở lại nhờ kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng sẽ được cải thiện.

**Thay đổi dự phóng năm 2022-24**

Hình 6: Điều chỉnh dự phóng năm 2022-24 (tỷ đồng)

	Dự báo cũ			Dự báo mới			% thay đổi			Ghi chú
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>154.315</b>	<b>158.858</b>	<b>170.383</b>	<b>143.541</b>	<b>145.880</b>	<b>160.144</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-6,0%</b>	
Thép	144.606	148.616	157.852	135.021	136.817	148.757	-6,6%	-7,9%	-5,8%	
Nông nghiệp	8.640	9.452	11.090	6.955	7.764	9.399	-19,5%	-17,9%	-15,3%	
Bất động sản	1.564	1.299	1.988	1.564	1.299	1.988	0,0%	0,0%	0,0%	
LN gộp	31.451	35.682	37.752	20.030	21.331	25.287	-36,3%	-40,2%	-33,0%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,6%</i>	<i>15,8%</i>	<i>-6,4 đ %</i>	<i>-7,8 đ %</i>	<i>-6,4 đ %</i>	
CPBH&QLDN	3.217	3.312	3.552	3.423	3.333	3.659	6,4%	0,6%	3,0%	
<i>CPBH&amp;QLDN/DTT</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>0,3 đ %</i>	<i>0,2 đ %</i>	<i>0,2 đ %</i>	Chúng tôi điều chỉnh tăng CPBH&QLDN/DTT năm 2022 lên 2,4% nhằm phản ánh chi phí vận chuyển cao hơn trong 9T22. Tỷ lệ này sẽ giảm dần xuống 2,3% trong giai đoạn 2023-24 nhờ chi phí vận chuyển giảm khi giá nguyên liệu và cước tàu biển cho hoạt động xuất khẩu thấp hơn.
EBITDA	33.547	37.616	41.389	18.959	22.423	27.346	-43,5%	-40,4%	-33,9%	
<i>Biên EBITDA</i>	<i>21,7%</i>	<i>23,7%</i>	<i>24,3%</i>	<i>13,2%</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,1%</i>	<i>-8,5 đ %</i>	<i>-8,3 đ %</i>	<i>-7,2 đ %</i>	
Chi phí lãi vay	2.604	2.477	2.137	3.099	3.192	3.115	19,0%	28,9%	45,8%	Chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí lãi vay do lãi suất và dư nợ vay ròng cao hơn.
LN trước thuế	25.917	30.688	33.380	12.386	15.260	18.353	-52,2%	-50,3%	-45,0%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>23.657</b>	<b>28.087</b>	<b>30.406</b>	<b>11.213</b>	<b>13.869</b>	<b>16.619</b>	<b>-52,6%</b>	<b>-50,6%</b>	<b>-45,3%</b>	
<i>Biên LN ròng</i>	<i>15,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,4%</i>	<i>-7,5 đ %</i>	<i>-8,2 đ %</i>	<i>-7,5 đ %</i>	
<b>Sản lượng (nghìn tấn)</b>	<b>8.575</b>	<b>9.056</b>	<b>9.734</b>	<b>8.134</b>	<b>8.563</b>	<b>9.437</b>	<b>-5,1%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-3,1%</b>	
Thép xây dựng	4.593	5.055	5.055	4.134	4.704	4.821	-10,0%	-6,9%	-4,6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ thép xây dựng do nhu cầu bất động sản trong nước yếu hơn.
Phôi thép	304	228	224	242	189	198	-20,1%	-17,1%	-11,6%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ phôi thép năm 2022 do nhu cầu yếu của cả sản phẩm thép thanh và thép cuộn tại Trung Quốc trong những tháng gần đây cũng đã khiến sản lượng xuất khẩu phôi thép của HPG giảm đáng kể.
Ông thép	756	794	834	756	794	834	0,0%	0,0%	0,0%	
Tôn mạ	343	377	385	322	354	361	-6,3%	-6,3%	-6,3%	Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong giai đoạn 2022-24 do nhu cầu yếu của sản phẩm này tại các thị trường xuất khẩu.
HRC	2.578	2.602	3.236	2.679	2.522	3.223	3,9%	-3,0%	-0,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Luận điểm đầu tư**

HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 2022-23 lần lượt là 7,1-5,7 lần, không thật sự hấp dẫn để đầu tư ngắn hạn, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu ngành suy yếu. Mặc dù chưa đưa ra dự báo về thời điểm nhu cầu thép hồi phục tuy nhiên chúng tôi vẫn ưu tiên HPG cho đầu tư dài hạn nhờ (1) vị thế hàng đầu của HPG trong ngành thép Đông Nam Á sẽ giúp công ty hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng mạnh mẽ ở cả mảng dân dụng và cơ sở hạ tầng, (2) bảng cân đối kế toán lành mạnh của công ty với lượng tiền mặt dồi dào sẽ giúp HPG có thể gia tăng thị phần trong giai đoạn giá thép giảm và (3) KLHDQ 2 sẽ giúp HPG tăng công suất sản xuất thép thô lên 14,6 triệu tấn/năm từ năm 2025, tăng 66% so với hiện nay. Bên cạnh đó, thép cuộn cán nóng (HRC) - sản phẩm đầu ra chính của KLHDQ 2, vẫn đang đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn cung tại thị trường nội địa và phụ thuộc vào xuất khẩu, do đó những lo ngại về tình trạng dư cung thép của HPG trong giai đoạn 2025-30 là thấp, theo quan điểm của chúng tôi.

Động lực tăng giá là các dự án mới (dự án nhôm, bất động sản và thiết bị gia dụng) để phát triển chuỗi giá trị. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) chính sách tiền tệ thắt chặt tại Việt Nam khiến lãi vay cao hơn kỳ vọng và (2) giá USD tăng mạnh hơn kỳ vọng

**Chúng tôi giảm giá mục tiêu của HPG 44,6% xuống 20.900 đồng/cp**

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp 2 phương pháp với tỉ trọng bằng nhau là định giá DCF trong dự báo 10 năm và định giá P/B.

Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi chuyển năm cơ sở định giá sang 2023 và tăng lãi suất phi rủi ro lên 4% từ mức 3% trước đó nhằm phản ánh môi trường lãi suất tăng trên toàn cầu. Do đó, giá mục tiêu của phương pháp này giảm 41,7% so với mô hình trước đó phản ánh EPS 2023-24 thấp hơn.

Trước những khó khăn hiện tại của ngành thép, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/B thay thế cho định giá P/E trong báo cáo trước đó nhằm phản ánh tốt hơn chất lượng tài sản của các công ty thuộc ngành chu kỳ. Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 1,0x với giá trị sổ sách năm 2023, tương đương với mức P/B của các công ty cùng ngành với mức sinh lời tương đương trong khu vực.

Kết quả định giá của 2 phương pháp định giá có khoảng cách là 18% do chúng tôi đã đưa đóng góp của dự án KHLĐQ 2 vào mô hình DCF từ năm 2024 khiến định giá P/B có kết quả thấp hơn.

Hình 7: Các giả định chính của mô hình định giá DCF

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP-10 năm)	4,0%
Phần bù rủi ro	11,0%
Beta	1,2
Chi phí vốn	17,2%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	6,0%
WACC	13,4%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	103.831
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	64.907
Giá trị doanh nghiệp	168.739
Trừ: tổng nợ	65.254
Cộng: tiền và tương đương tiền	30.360
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	155
Giá trị cổ phần	133.690
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5.815
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	22.991

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Phương pháp định giá so sánh P/B

Giá trị sổ sách 2023 (đồng)	18.881
P/B bình quân ngành	0,8
Premium	25,0%
P/B mục tiêu	1,0
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	18.881

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 9: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	22.991	50%	11.496
P/B	18.881	50%	9.440
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			20.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

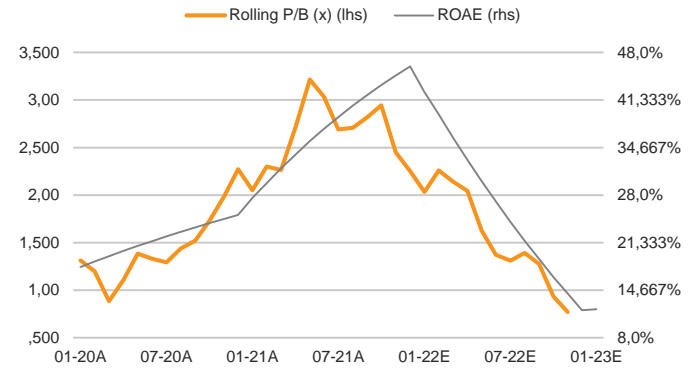
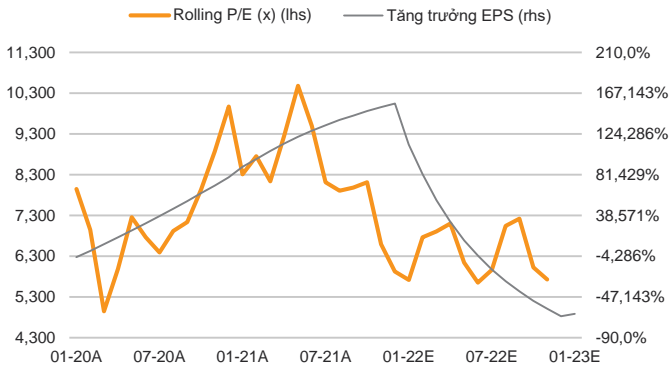
Hình 10: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Giá ht		Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng		P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	tr.USD		2022	2023	EPS 3 năm (%)	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
<b>Các doanh nghiệp thép trong khu vực</b>														
JSW Steel	JSTL IN	701,1	20.729	23,7	12,1	68,1	2,4	2,0	10,8	7,4	10,5	17,9		
Tata Steel	TATA IN	104,7	15.642	6,8	7,4	147,8	1,0	0,9	5,1	5,4	15,0	12,4		
Nippon Steel Corp	5401 JP	361,4	11.410	7,8	8,1	63,9	1,0	0,9	5,2	5,3	14,1	12,2		
Hindalco Industries	HNDL IN	474,9	5.925	10,0	8,7	na	1,2	1,0	5,8	5,5	12,4	12,5		
JFE Holding Inc	5411 JP	112,7	4.040	6,7	6,8	36,3	1,1	1,0	4,5	4,5	16,2	18,7		
Bluescope Steel Ltd	BSL AU	1.896,0	14.099	4,1	5,4	na	0,5	0,5	4,6	5,5	14,9	9,4		
NMDC	NMDC IN	1.478,0	6.197	5,6	6,2	na	0,4	0,4	6,2	6,9	7,6	6,3		
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	21,3	4.703	6,7	7,7	120,8	0,7	0,7	3,4	3,8	11,1	9,0		
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	2,7	3.252	8,6	6,3	64,5	0,4	0,4	5,3	4,1	4,7	6,0		
<i>Trung bình</i>			8.899	8,3	7,2	83,6	0,9	0,8	5,5	5,3	11,5	11,0		
<i>Trung vị</i>			6.061	6,8	7,1	66,3	0,9	0,8	5,2	5,4	11,8	10,8		
<b>Tập đoàn Hòa Phát</b>	<b>HPG VN</b>	<b>12.100</b>	<b>2.830</b>	<b>6,6</b>	<b>5,3</b>	<b>68,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>11,8</b>	<b>13,3</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 10/11/2022



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	143.541	145.880	160.144
Giá vốn hàng bán	(123.511)	(124.549)	(134.857)
Chi phí quản lý DN	(2.153)	(2.042)	(2.242)
Chi phí bán hàng	(1.270)	(1.291)	(1.417)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>16.607</b>	<b>17.998</b>	<b>21.628</b>
EBITDA thuần	22.842	24.327	29.919
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(6.235)</b>	<b>(6.330)</b>	<b>(8.291)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>16.607</b>	<b>17.998</b>	<b>21.628</b>
Thu nhập lãi	2.678	2.273	2.285
Chi phí tài chính	(7.692)	(5.818)	(7.107)
Thu nhập ròng khác	789	802	1.542
TN từ các Cty LK & LD	4	4	4
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.386</b>	<b>15.260</b>	<b>18.353</b>
Thuế	(1.126)	(1.340)	(1.677)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(47)	(52)	(57)
<b>LN ròng</b>	<b>11.213</b>	<b>13.869</b>	<b>16.619</b>
Thu nhập trên vốn	11.213	13.869	16.619
Cổ tức phổ thông	(2.907)	(2.907)	(2.907)
<b>LN giữ lại</b>	<b>8.306</b>	<b>10.962</b>	<b>13.712</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	5.742	5.835	6.406
Đầu tư ngắn hạn	24.619	24.619	24.619
Các khoản phải thu ngắn hạn	11.011	11.191	10.923
Hàng tồn kho	37.222	38.218	40.642
Các tài sản ngắn hạn khác	3.500	3.558	3.905
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>82.095</b>	<b>83.420</b>	<b>86.494</b>
Tài sản cố định	98.517	120.996	142.063
Tổng đầu tư	7	7	7
Tài sản dài hạn khác	4.361	4.432	4.865
<b>Tổng tài sản</b>	<b>184.979</b>	<b>208.854</b>	<b>233.429</b>
Vay & nợ ngắn hạn	46.462	52.034	49.629
Phải trả người bán	15.227	17.061	21.311
Nợ ngắn hạn khác	5.024	5.971	6.533
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>66.713</b>	<b>75.066</b>	<b>77.473</b>
Vay & nợ dài hạn	18.792	23.228	31.183
Các khoản phải trả khác	510	518	569
Vốn điều lệ và	58.148	58.148	58.148
LN giữ lại	36.650	47.612	61.324
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>98.762</b>	<b>109.788</b>	<b>123.894</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	202	254	311
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>184.979</b>	<b>208.854</b>	<b>233.429</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.386</b>	<b>15.260</b>	<b>18.353</b>
Khấu hao	6.228	6.322	8.283
Thuế đã nộp	(1.126)	(1.340)	(1.677)
Các khoản điều chỉnh khác	(940)	(1.066)	(1.205)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>8.982</b>	<b>1.455</b>	<b>1.738</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>25.530</b>	<b>20.632</b>	<b>25.491</b>
Đầu tư TSCĐ	(25.000)	(28.333)	(28.333)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(6.383)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(31.383)</b>	<b>(28.333)</b>	<b>(28.333)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(7.970)	10.702	6.320
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.907)	(2.907)	(2.907)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(10.877)</b>	<b>7.795</b>	<b>3.413</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22.471	5.742	5.835
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(16.730)</b>	<b>94</b>	<b>571</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.742	5.835	6.406

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7,8%	9,5%	10,4%
Vòng quay TS	0,79	0,74	0,72
ROAA	6,2%	7,0%	7,5%
Đòn bẩy tài chính	1,92	1,89	1,89
ROAE	11,8%	13,3%	14,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	28,0	28,0	25,0
Số ngày nắm giữ HTK	110,0	112,0	110,3
Số ngày phải trả tiền bán	45,0	50,0	57,8
Vòng quay TSCĐ	1,61	1,33	1,22
ROIC	6,8%	7,5%	8,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,1	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,6	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4
Vòng quay tiền	93,0	90,0	77,4
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(4,1%)	1,6%	9,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(55,9%)	8,4%	20,2%
Tăng trưởng LN ròng	(67,5%)	23,7%	19,8%
Tăng trưởng EPS	(67,5%)	23,7%	19,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>