

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

05/2020

Khuyến nghị

MUA

Định giá ([Chi tiết trang 21](#))

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu năm 2021

36,730

Giá đóng cửa

26,150

Upside

40%

Nguyễn Tiến Đức (PTKT)

ducnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu

28,360

Vùng mua

23,640

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)

2,761

Vốn hóa (tỷ đ)

59,087

Giá cao nhất 52 tuần

33,400

KLGD TB 10 phiên ('000 cp)

8,154

Sở hữu nước ngoài

21.3%

Cổ đông lớn

Trần Đình Long

25.35%

Vũ Thị Hiền

7.34%

Trần Tuấn Dương

2.68%

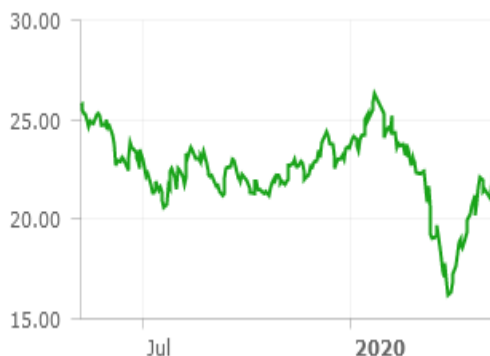
Nguyễn Mạnh Tuấn

2.63%

Đoãn Gia Cường

1.98%

Diễn biến giá cổ phiếu (1 năm)



Tổng quan doanh nghiệp

Hòa Phát là doanh nghiệp thép thị phần số 1 Việt Nam với lợi thế về quy mô lớn, thương hiệu mạnh. Thành công của Hòa Phát có đóng góp quan trọng bởi kinh nghiệm điều hành, quản trị, sự đoàn kết của ban lãnh đạo Tập đoàn cũng như tất cả công ty thành viên trong Tập đoàn.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HPG với giá mục tiêu năm 2021 là **36,730** đồng dựa trên phương pháp định giá so sánh (PE và EV/EBITDA với tỷ trọng 50-50). Vị thế dẫn đầu của Hòa Phát sẽ được củng cố mạnh mẽ trong năm 2021. Năm 2021, HPG cũng sẽ được hưởng lợi từ (1) sự hồi phục của hoạt động xây dựng và đầu tư, (2) việc đưa vào vận hành đồng bộ cả hai giai đoạn của KLH Hòa Phát Dung Quất với sản phẩm phôi HRC sẽ khép kín chuỗi sản xuất và phát huy lợi thế về quy mô. Kỳ vọng tăng trưởng cao về lợi nhuận (+25% yoy) cùng với việc đánh giá lại vị thế của DN khiến cho mặt bằng định giá của HPG về mức hấp dẫn.

Luận điểm đầu tư ([Chi tiết trang 11](#))

(1) Việc đầu tư Khu liên hiệp gang thép Hòa Phát Dung Quất giúp củng cố vị thế doanh nghiệp thép đầu ngành của Hòa Phát

(2) Giá nguyên vật liệu than và quặng sắt trong xu hướng giảm, giúp giảm giá thành sản xuất, tạo dư địa cho HPG giảm giá để đảm bảo tiêu thụ hết sản lượng của Dung Quất

(3) Năm 2021 sẽ có nhiều yếu tố thuận lợi cho HPG, khiến mặt bằng định giá sẽ về mức hấp dẫn ở P/E fw = 6.1 lần.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu
- Rủi ro tiêu thụ
- Rủi ro vận hành đối với KLH Hòa Phát Dung Quất

Cập nhật doanh nghiệp ([Chi tiết trang 23](#))

- (1) **Kế hoạch kinh doanh 2020:** Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng 3.5-3.6 triệu tấn (+26-29% yoy), phôi thép 800 nghìn tấn, ống 750 nghìn tấn tôn mạ 120 nghìn tấn, HRC 500 nghìn tấn. Doanh thu 85,000-95,000 tỷ đồng (+31-47% yoy), LNST 9,000 – 10,000 tỷ (+20-33% yoy). Mảng nông nghiệp đóng góp 10,000 tỷ doanh thu và 1,200 tỷ LNST. Cổ tức 2019 dự kiến 5% tiền mặt và 20% cổ phiếu.
- (2) **Kết quả kinh doanh Q1/2020:** Doanh thu thuần 19,451 tỷ (+28% yoy), LNST 2,305 tỷ (+27% yoy) trong đó mảng nông nghiệp đóng góp 14% doanh thu và 21% LNST. Nếu không tính mảng nông nghiệp, doanh thu thuần đạt 16,453 tỷ (+24.5% yoy) và LNST 1,823 tỷ (+6.1% yoy).

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F	2021F
Tổng tài sản (tỷ)	53,022	78,223	101,791	118,983	130,016
Vốn CSH (tỷ)	32,398	40,623	47,788	51,281	59,933
Doanh thu (tỷ)	46,162	55,836	63,658	83,422	99,988
LNST (tỷ)	8,007	8,573	7,508	9,616	11,990
EPS (đ)	3,081	2,863	4,098	3,483	4,343
ROE	17.3%	15.4%	17.0%	19.4%	21.6%
ROA	30.6%	23.5%	8.3%	8.7%	9.6%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **HPG** với **giá trị hợp lý cho năm 2021 là 36,730 đồng/CP** dựa trên phương pháp định giá P/E (P/E mục tiêu là 8 lần) và EV/EBITDA (EV/EBITDA mục tiêu là 5 lần)

Tổng quan doanh nghiệp

- Hòa Phát là doanh nghiệp thép thị phần số 1 Việt Nam với các sản phẩm chính là thép xây dựng, ống thép, tôn mạ; đóng góp trên 80% doanh thu và 82% lợi nhuận cho Tập đoàn.
- KLH Hòa Phát Dung Quất là trọng tâm đầu tư của Tập đoàn. Giai đoạn 1 dự kiến sẽ hoàn thành chạy thử và vận hành thương mại trong năm 2020, giai đoạn mở rộng hiện đang xin ý kiến ĐHCĐ.

Khu liên hiệp gang thép Hòa Phát Dung Quất giúp củng cố vị thế doanh nghiệp thép đầu ngành

- Hòa Phát Dung Quất giúp khép kín cả quy trình sản xuất thép dài và thép dẹt của HPG với sản phẩm HRC, đồng thời là cánh tay vươn dài của HPG vào thị trường miền Nam.
- Công suất sau khi đầu tư KLH chiếm 21% công suất toàn ngành.
- Thị phần thép xây dựng ước tăng từ 26% năm 2019 lên 35% sau khi Dung Quất GD 1 đi vào hoạt động full công suất (tính theo năng lực SX)

Giá nguyên vật liệu than và quặng sắt trong xu hướng giảm, giúp giảm giá thành sản xuất, tạo dư địa cho HPG giảm giá để đảm bảo tiêu thụ hết sản lượng của Dung Quất

- Giá quặng sắt bình quân năm 2019 tăng trên 30% do các yếu tố đột biến, dự báo sẽ giảm do áp lực từ cả phía cung và cầu.
- Đà giảm giá nguyên vật liệu đầu vào được còn được hỗ trợ trong ngắn hạn bởi nhu cầu tiêu thụ thép ở Trung Quốc giảm nhanh hơn nguồn cung do dịch Covid-19.

Năm 2021 sẽ có nhiều yếu tố thuận lợi cho HPG, khiến mặt bằng định giá sẽ về mức hấp dẫn

- Thứ nhất, nhu cầu đối với các sản phẩm thép dự báo sẽ có tăng trưởng mạnh trong năm 2021 nhờ sự sôi động trở lại của hoạt động xây dựng.
- Thứ hai, việc đưa vào vận hành đồng bộ Khu liên hiệp Hòa Phát Dung Quất sẽ phát huy đầy đủ lợi thế về quy mô. Hoạt động của giai đoạn 2 sản xuất HRC sẽ ổn định giúp sản lượng tiêu thụ tăng mạnh.
- Thứ ba, nhờ tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận, mặt bằng định giá của HPG sẽ được kéo về mức thấp ở P/E fw 2021 = 6.1 lần.

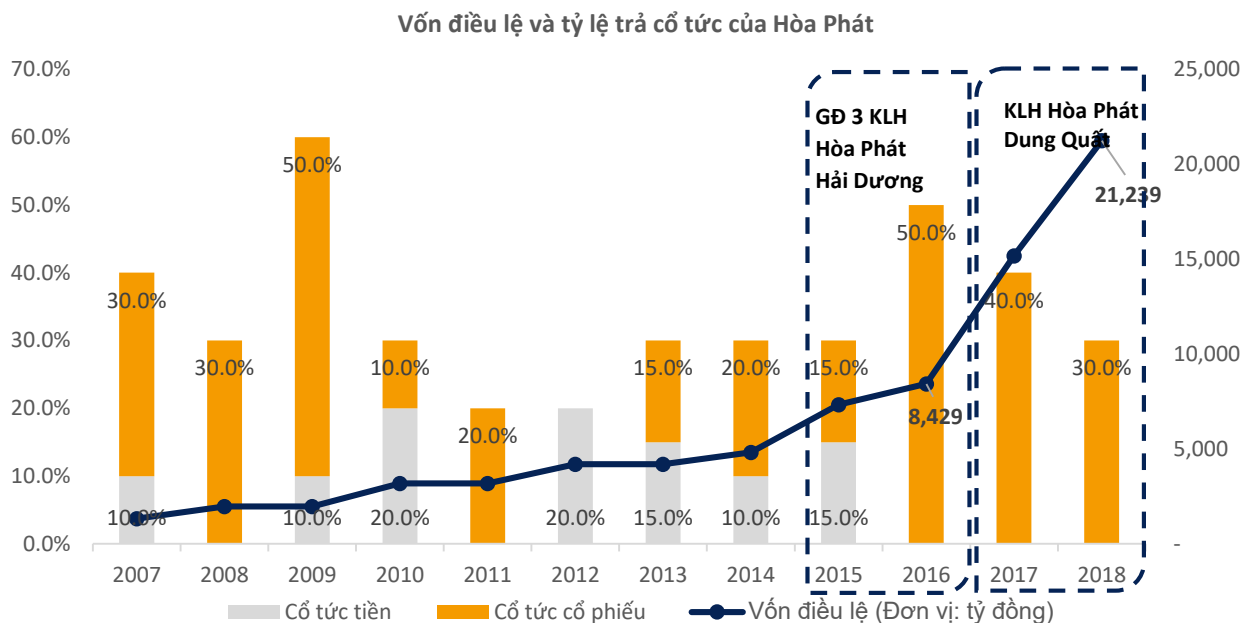
Rủi ro đầu tư

- Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu
- Rủi ro tiêu thụ sản lượng của Hòa Phát Dung Quất
- Rủi ro vận hành KLH Hòa Phát Dung Quất

Tổng quan doanh nghiệp

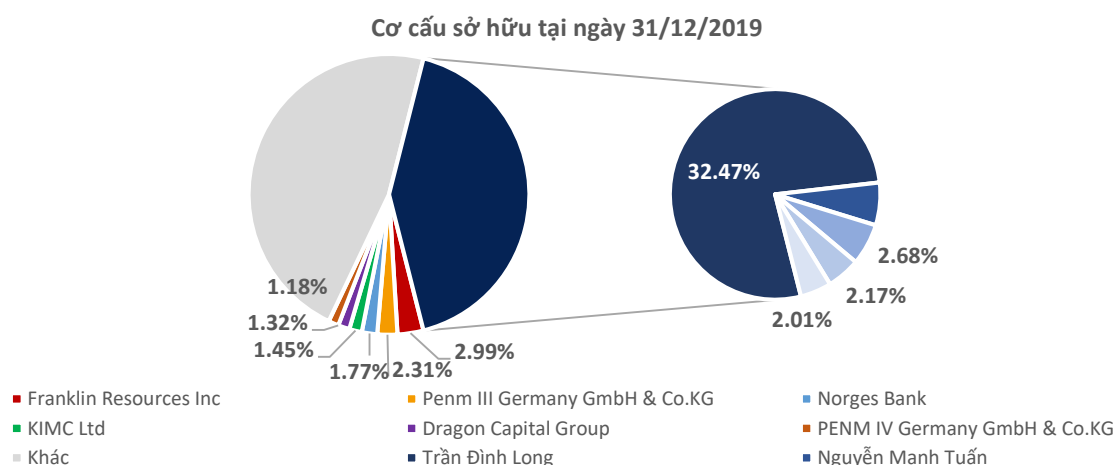
Khởi đầu là một doanh nghiệp sản xuất sản phẩm công nghiệp (thiết bị phụ tùng và nội thất) thành lập từ năm 1992, Hòa Phát đã đầu tư mạnh sang mảng ống thép (1996), thép xây dựng (2001) và hiện là nhà sản xuất thép thị phần số 1 Việt Nam. Cổ phiếu Hòa Phát niêm yết chính thức trên HOSE từ 11/2007.

Lịch sử phát triển và tăng vốn



Vốn điều lệ của Tập đoàn tăng nhanh trong giai đoạn 2015-2018 nhằm đáp ứng nhu cầu vốn để mở rộng tại KLH Hòa Phát Hải Dương và đầu tư mới KLH Hòa Phát Dung Quất. Ngoại trừ lần duy nhất phát hành ra công chúng nhằm tăng vốn từ 12,642 tỷ lên 15,170 tỷ trong năm 2017, những lần tăng vốn điều lệ khác đều do công ty thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối.

Cơ cấu cổ đông

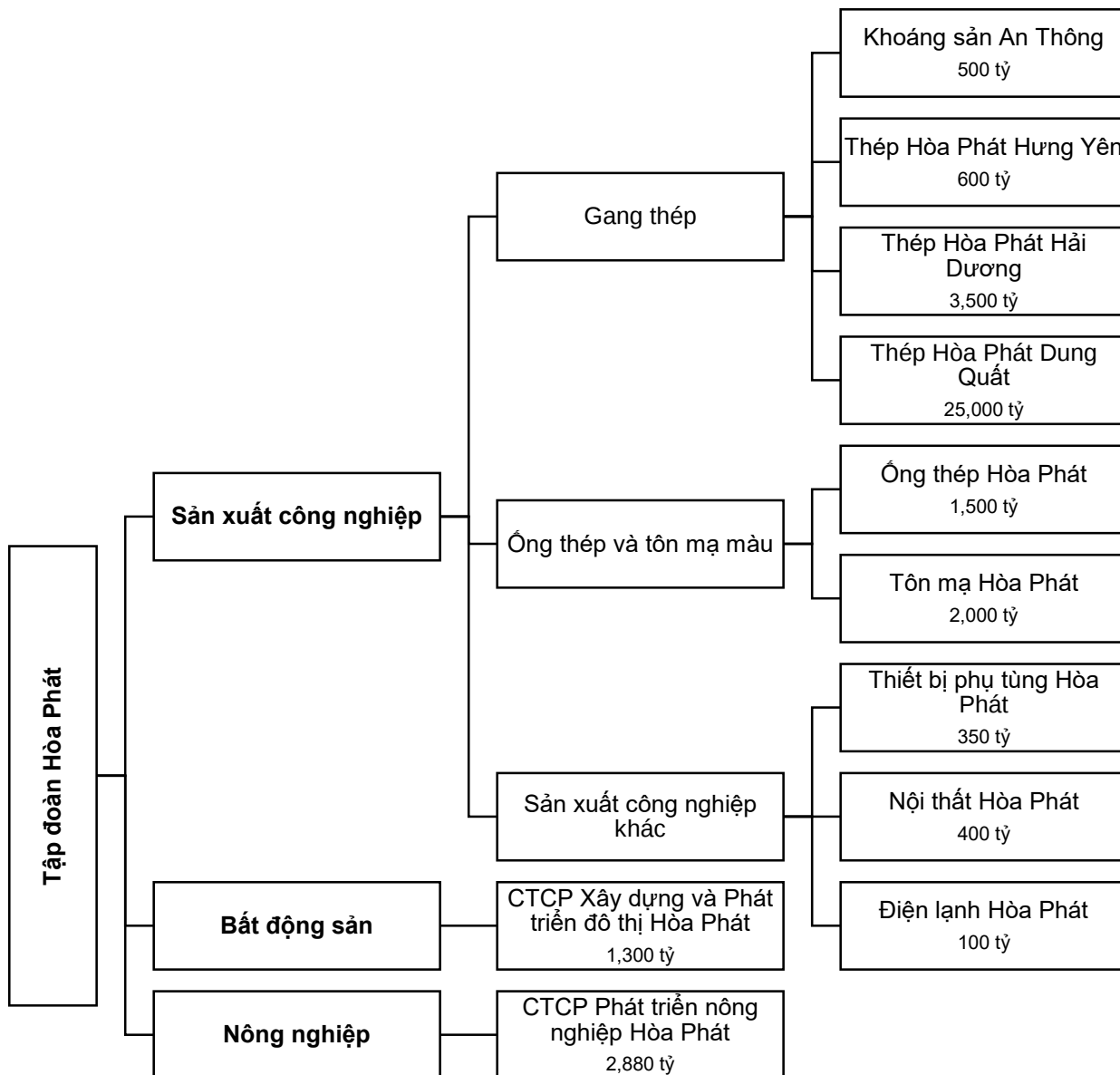


Nguồn: Bloomberg

Nhóm ban lãnh đạo và người có liên quan nắm giữ trên 42% lượng cổ phần. Lượng cổ phần nắm giữ bởi các cổ đông bên ngoài cũng tương đối lớn, thanh khoản tốt và còn room ngoại là một điểm cộng với HPG.

Tổng quan doanh nghiệp

Cấu trúc doanh nghiệp

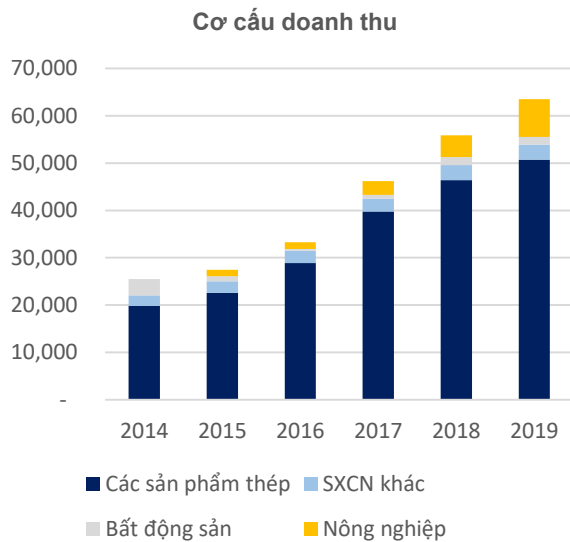


Nguồn: Báo cáo công ty, BSC Research tổng hợp

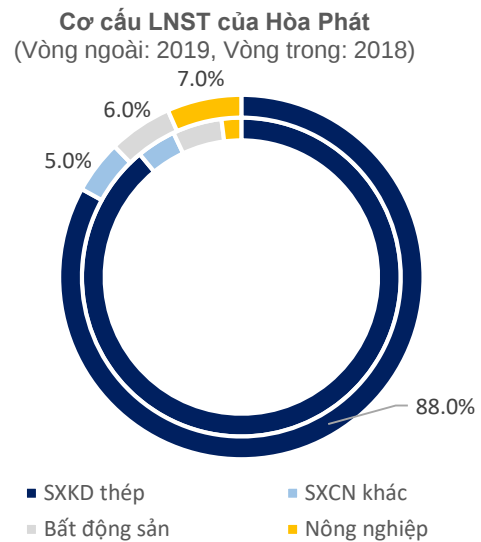
Tổng quan doanh nghiệp

Hoạt động kinh doanh

Sản xuất công nghiệp, trong đó chủ yếu là gang thép và các sản phẩm ống, tôn mạ là trọng tâm hoạt động của Tập đoàn (đóng góp trên 80% doanh thu và lợi nhuận). Bên cạnh đó, Hòa Phát cũng thực hiện đầu tư sang các lĩnh vực khác như nông nghiệp (chăn nuôi, thức ăn chăn nuôi, phân bón) và bất động sản (đầu tư, xây dựng và kinh doanh bất động sản dân dụng và khu công nghiệp).



Nguồn: BSC Reseach



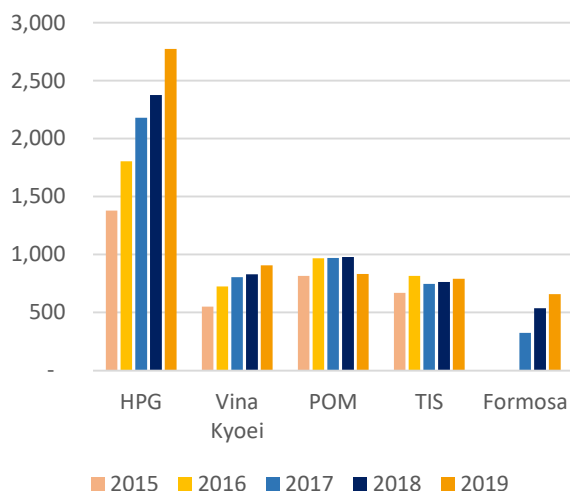
Nguồn: BSC Reseach

Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm thép

Hòa Phát định vị là nhà sản xuất thép hàng đầu Việt Nam, cung cấp danh mục đa dạng và đầy đủ các sản phẩm thép ra thị trường.

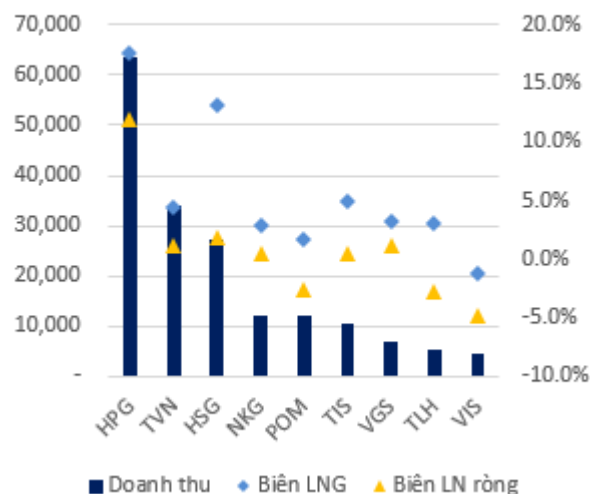
Quy mô sản lượng và hiệu quả hoạt động của Hòa Phát vượt trội so với các doanh nghiệp khác trong ngành nhờ lợi thế công nghệ sản xuất lò cao khép kín từ quặng. Công nghệ sản xuất lò thổi oxy (Basic Oxygen Furnace – BOF) đi từ quặng nên có thể sản xuất được thép chất lượng cao, so với lò hồ quang điện (Electric Arc Furnace – EAF) đi từ thép phế. Bên cạnh đó, Hòa Phát đạt được lợi thế quy mô với công suất lớn, chuỗi giao nhận và mạng lưới khắp cả nước nên có thị trường rộng khắp và giá thành sản xuất thấp hơn so với những doanh nghiệp khác.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng
(Đơn vị: nghìn tấn)



Nguồn: FiinPro

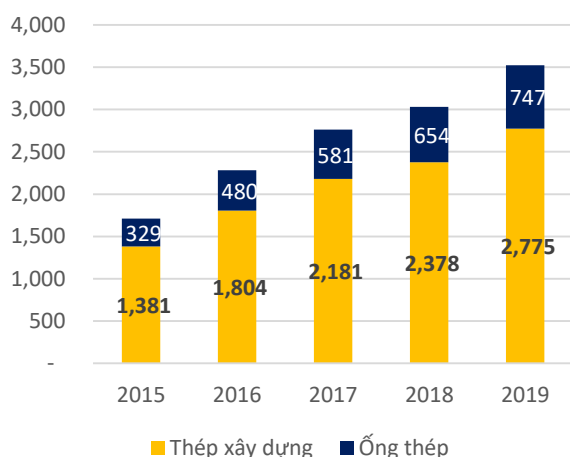
Doanh thu và biên lợi nhuận của một số doanh nghiệp ngành thép



Nguồn: FiinPro

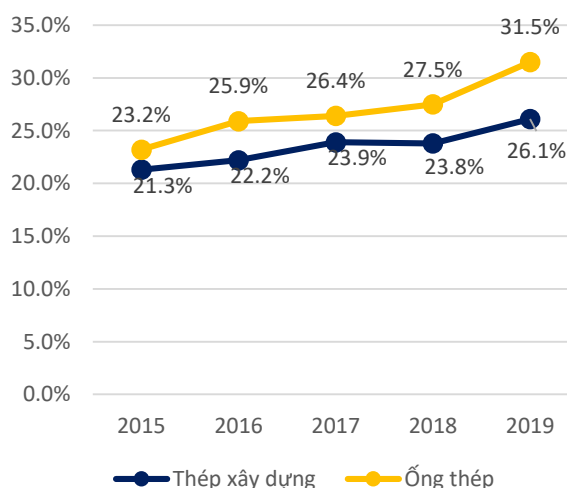
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bình quân 30%/năm trong giai đoạn 2013-2018. **Thị phần gia tăng nhanh chóng**, đặc biệt trong giai đoạn sau khi Hòa Phát đưa vào công suất mới (2013-2014, 2016-2017 và 2019). Quyết định đầu tư mở rộng KLH Hòa Phát Hải Dương của Hòa Phát (GĐ 2 và GĐ 3) rất đúng thời điểm, bởi cùng với giai đoạn phục hồi của thị trường bất động sản, nhờ đó sản lượng tăng thêm được hấp thụ tốt, thị phần nở ra nhanh chóng.

Sản lượng tiêu thụ của HPG
(Đơn vị: nghìn tấn)



Nguồn: FiinPro

Thị phần tiêu thụ thép Hòa Phát



Nguồn: FiinPro

Sau khi chiếm lĩnh thị trường miền Bắc (32% thị phần thép xây dựng và 31% thị phần ống thép) nhờ vào lợi thế về vị trí địa lý của hai nhà máy đều đặt tại đây, HPG đã “Nam tiến” vào thị trường miền Nam với dự án chiến lược Hòa Phát Dung Quất. Thị phần thép xây dựng của Hòa Phát tại thị trường này đã tăng nhanh chóng từ 7.8% năm 2018 lên 13.8% năm 2019. Tỷ trọng sản lượng đóng góp của thị trường miền Nam cũng tăng mạnh từ 14.5% lên 20.1% tổng sản lượng (chủ yếu do tăng thép xây dựng).

Trọng tâm mảng thép của Hòa Phát giai đoạn này là dự án Khu liên hợp Hòa Phát Dung Quất (2 giai đoạn, công suất 2 triệu tấn thép xây dựng và 2 triệu tấn phôi thép cán nóng) tại Quảng Ngãi. Tính

đến thời điểm hiện tại, HPG đã hoàn thành và đưa vào sử dụng hầu hết các hạng mục của giai đoạn 1 sản xuất thép xây dựng và một số hạng mục cảng. Đối với cảng Dung Quất, Hòa Phát cho biết hiện đã hoàn thiện 95%, sẵn sàng đón tàu 200,000 DWT trong tháng 6/2020, giúp giảm đáng kể chi phí vận chuyển. Tiến độ của giai đoạn 2 sản xuất HRC sẽ phụ thuộc vào việc các chuyên gia nước ngoài có thể sang chuyển giao công nghệ và hướng dẫn vận hành, nhưng công ty cho biết sẽ cố gắng đưa vào chạy thử trong tháng 8 và chạy thương mại trong tháng 9. **Bên cạnh đó, công ty cũng đang xin ý kiến cổ đông về việc thực hiện đầu tư giai đoạn mở rộng của KLH Hòa Phát Dung Quất với quy mô 5 triệu tấn sản phẩm** (3 triệu tấn HRC, 1 triệu tấn thép hình, 0.5 triệu tấn thép dây cuộn chất lượng cao và 0.5 triệu tấn thép tròn cơ khí chế tạo) trên diện tích 166 ha. Sau khi được chấp thuận của ĐHCĐ, HPG sẽ tiến hành xin chủ trương đầu tư, tiến hành xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong thời gian 3 năm kể từ ngày được bàn giao đất và cấp phép xây dựng (đối với phân kỳ I) và sau đó 3 năm là phân kỳ II.

Sản xuất công nghiệp khác

Sản xuất công nghiệp là một hoạt động truyền thống của Hòa Phát với 3 mảng sản phẩm chính là thiết bị phụ tùng, nội thất và điện lạnh. Đây là mảng hoạt động góp phần tăng nhận diện của thương hiệu Hòa Phát trên cả nước và có tốc độ tăng trưởng về doanh số ấn tượng 21% trong giai đoạn 2015-2018.

Thiết bị, phụ tùng	Nội thất	Điện lạnh
•Thiết bị xây dựng, khai thác mỏ, thép rút dây, dự ứng lực, mặt bích... •Phân phối khắp cả nước	•Thay đổi mạnh về thương hiệu trong 2017 •Cung cấp chuỗi sản phẩm nội thất đồng bộ	•Điều hòa, tủ đông, tủ mát •Đẩy mạnh tiêu thụ tại miền Trung và miền Nam từ 2016-2017

Bất động sản

Hòa Phát gia nhập thị trường bất động sản từ năm 2001 với hai trụ cột chính là khu công nghiệp và bất động sản dân cư. Mảng bất động sản đóng góp 3-5% doanh thu và 2-5% lợi nhuận sau thuế hàng năm cho tập đoàn.

Một số dự án hiện đang triển khai của Hòa Phát

Dự án	Vị trí	Quy mô
Bất động sản khu công nghiệp		
KCN Phố Nối A	Phố Nối, Hưng Yên	594 ha
<i>GĐ mở rộng</i>		92.5 ha
KCN Hòa Mạc	Hòa Mạc, Hà Nam	200 ha
KCN Yên Mỹ 2	Yên Mỹ, Hưng Yên	169 ha
Bất động sản dân cư		
Mandarin Garden 2	493 Trương Định, Hoàng Mai, Hà Nội	13,000 m2
CC Nguyễn Hữu Cánh	70 Nguyễn Đức Cánh, Tương Mai, Hoàng Mai, Hà Nội	3,461 m2
Khu đô thị Phố Nối	Phố Nối, Hưng Yên	262 ha

Nguồn: Báo cáo công ty, BSC Research tổng hợp

Nông nghiệp

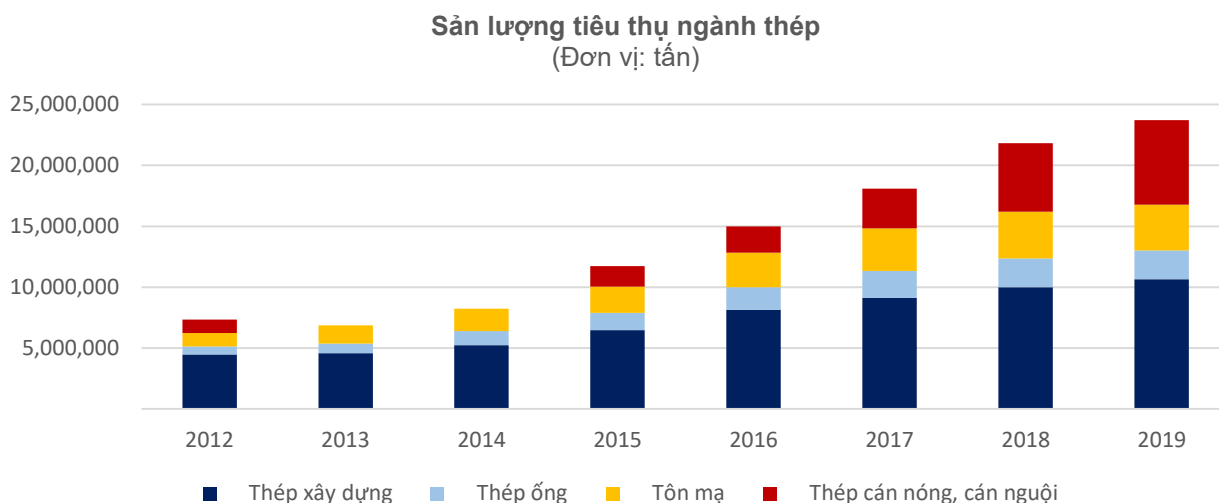
Hòa Phát tham gia vào hoạt động sản xuất nông nghiệp từ năm 2015 với 2 mảng chính là (1) sản xuất thức ăn chăn nuôi; (2) cung cấp các sản phẩm chăn nuôi theo quy trình khép kín (heo, bò, gia cầm). Tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu là 5-12%, lợi nhuận được cải thiện từ năm 2017, năm 2019 đóng góp khoảng 7.5% LNST cho tập đoàn, trong đó mảng heo đóng góp lớn nhất.

Sản phẩm nông nghiệp	Quy mô	Mục tiêu đến 2022
Thức ăn chăn nuôi	2 NM tại Hưng Yên và Đồng Nai, tổng công suất 600,000 tấn/năm	Sản lượng tiêu thụ 1 triệu tấn TACN/năm
Chăn nuôi		
Heo giống, thịt heo	Trang trại tại Yên Bái, Hòa Bình, Bắc Giang, Bình Phước, Hưng Yên	Tiêu thụ 450,000 heo thương phẩm/năm
Bò thịt	Trại chăn nuôi bò thịt CNC tại Thái Bình, Đồng Nai, Quảng Bình	Tiêu thụ 75,000 bò thịt/năm
Gà giống, gà thịt và trứng gà	Gà giống: 25,000 cặp/năm Gà đẻ: 600,000 mái/năm Trứng: 300 triệu quả/năm	Tiêu thụ 300,000 triệu trứng/năm

Nguồn: Báo cáo công ty, BSC Research tổng hợp

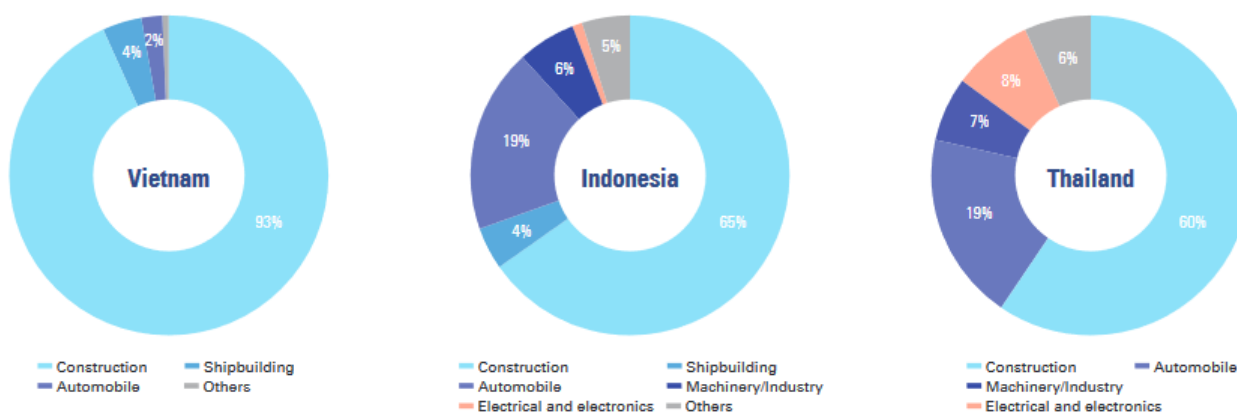
Triển vọng ngành thép Việt Nam

Ngành thép Việt Nam đang trong giai đoạn mở rộng với tốc độ tăng trưởng cao (CAGR 2013-2019 là 18%)



Nguồn: FiinPro

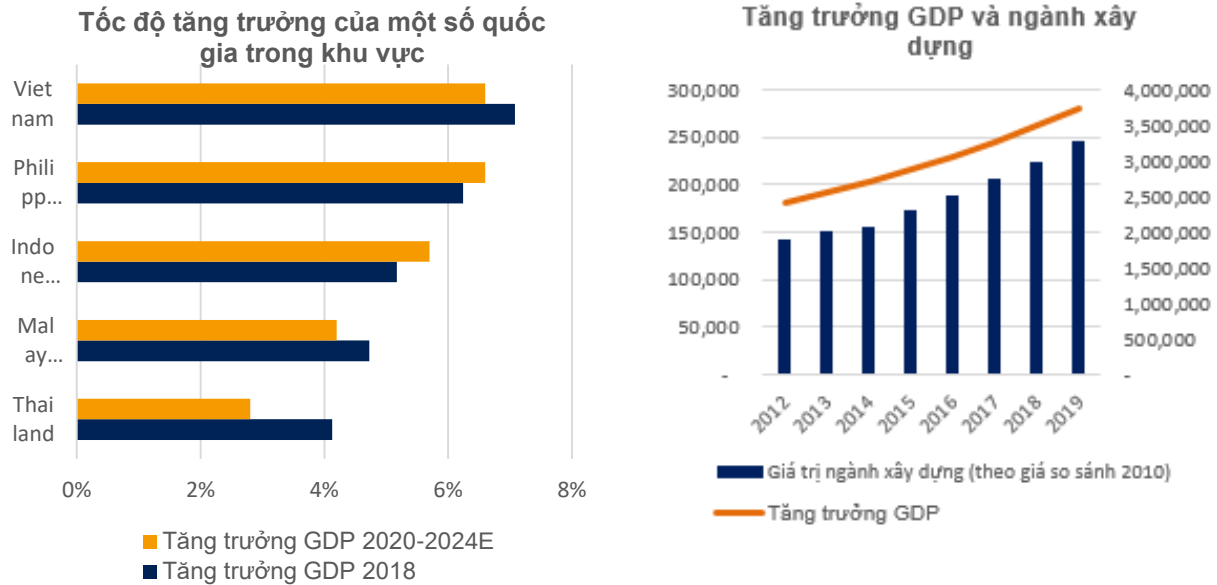
Động lực tăng trưởng chính của ngành đến từ hoạt động xây dựng với sản lượng thép xây dựng thường chiếm 45% trong cơ cấu tiêu thụ và thép dẹt cũng phục vụ chủ yếu cho hoạt động xây dựng do Việt Nam chưa có ngành công nghiệp sản xuất máy móc thiết bị và ô tô lớn như Thái Lan hay Indonesia.



Sources: SEA/ISI (2016)

Chúng tôi đánh giá ngành thép Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ

- (1) **Nhu cầu xây dựng lớn để đáp ứng cho phát triển kinh tế.** Kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng trên 6% trong giai đoạn 2020-2024F (theo WB), cao nhất trong số các quốc gia Đông Nam Á. Tăng trưởng kinh tế cao đi cùng với hoạt động đầu tư, xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông kết nối được đẩy mạnh sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với xây dựng.

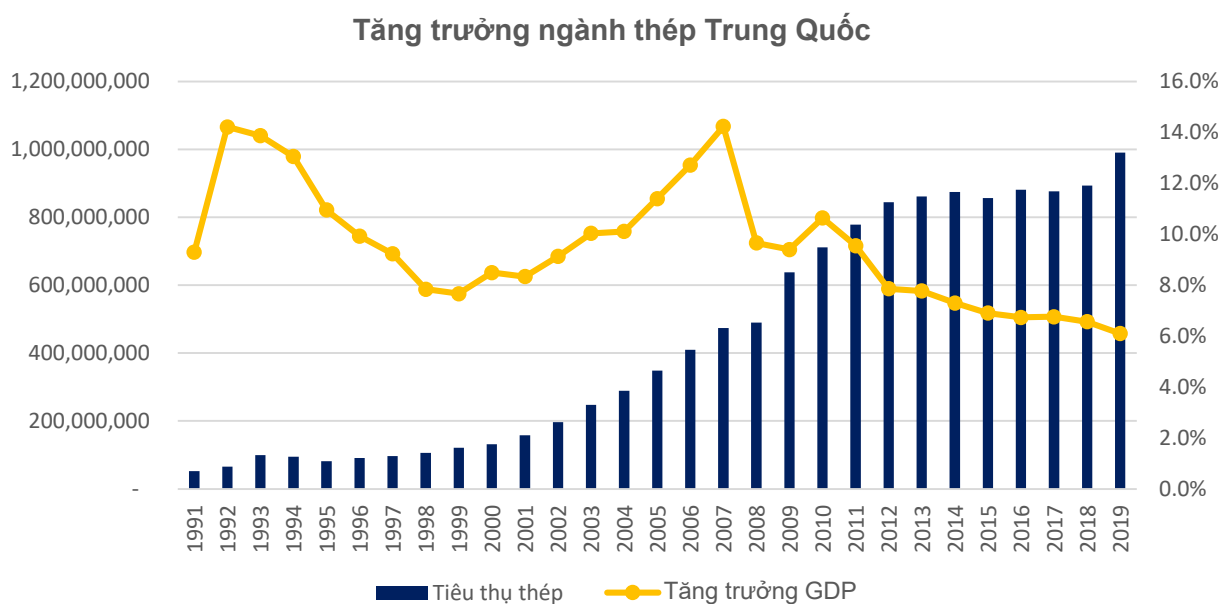


Nguồn: World Bank

Nguồn: Tổng cục thống kê

(2) Tiềm năng từ phát triển các ngành công nghiệp phụ trợ, chế biến chế tạo sẽ làm tăng nhu cầu đối với sản phẩm thép dẹt.

Trong ngắn hạn, những gói kích thích kinh tế của Chính phủ trong giai đoạn dịch bệnh có thể sớm đưa ngành thép tăng trưởng trở lại. Trước diễn biến của đại dịch lần này, Việt Nam đang đẩy mạnh đầu tư công để thúc đẩy tăng trưởng với quy mô 700 nghìn tỷ VND (~30 tỷ USD), tương đương với 11.7% GDP năm 2019 với trọng tâm là lĩnh vực giao thông, hạ tầng đô thị... Nhìn lại bài học từ Trung Quốc trong giai đoạn khủng hoảng 2008-2009 khi nước này tung ra gói kích thích kinh tế trị giá 586 tỷ USD (tương đương với 13% GDP của Trung Quốc năm 2007) tập trung vào các lĩnh vực giao thông (đường sắt, cao tốc, sân bay...), hạ tầng điện, nhà ở xã hội, hạ tầng nông thôn... đã giúp cho hoạt động xây dựng tại Trung Quốc hồi phục đáng kể, nhu cầu thép tăng 30% trong năm 2009, 10% trong giai đoạn 2010-2011 sau đó ổn định. Với quy mô lớn tương đương (tính tỷ lệ trên GDP), chúng tôi kỳ vọng ngân sách đầu tư công đợt này cũng sẽ tạo cú hích cho hoạt động xây dựng và nhu cầu cho nhóm vật liệu, trong đó có thép.

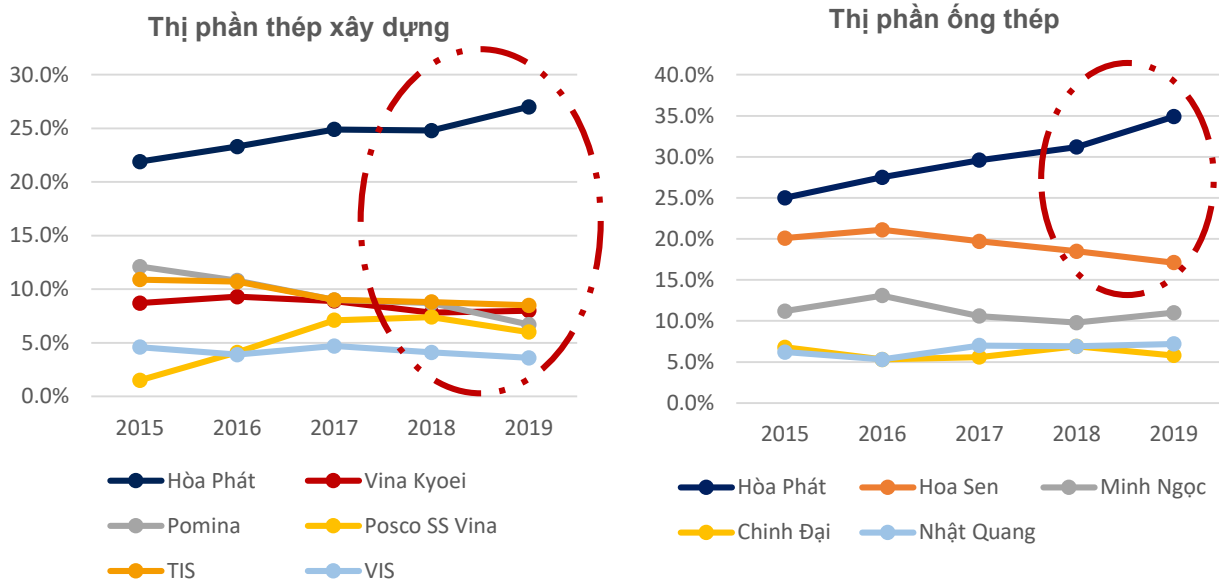


Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn 1: Việc đầu tư Khu liên hiệp gang thép Hòa Phát Dung Quất giúp củng cố vị thế doanh nghiệp thép đầu ngành của Hòa Phát

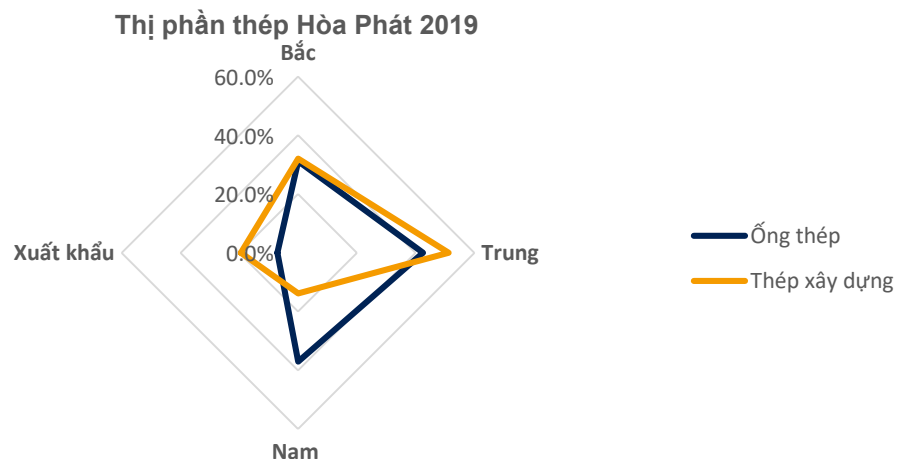
Hòa Phát trước khi có Khu liên hiệp gang thép Dung Quất – BIG BUT NOT GREAT

Nhà sản xuất thép thị phần số 1 Việt Nam, nhưng mới chỉ tập trung vào sản phẩm thép xây dựng và thị trường miền Bắc.



Nguồn: FiinPro, BSC Research

Năm 2019, Hòa Phát nắm giữ 27% thị phần thép xây dựng và 35% thị phần ống thép. Tuy nhiên, thương hiệu Hòa Phát chỉ mạnh ở thị trường miền Bắc và Bắc Miền Trung với thị phần lần lượt là 24% và 42.3%, trong khi **chưa được biết đến rộng tại thị trường miền Nam** (thị phần 7.5% năm 2019). Vị thế của Hòa Phát tại miền Bắc tương đối vững chắc với hệ thống mạng lưới phân phối gần 200 đại lý và khoảng cách trên 20% thị phần với đối thủ ngay kế tiếp là TIS. Thị trường miền Bắc là thị trường truyền thống của Hòa Phát với 2 nhà máy thép đầu tiên đều đặt ở đây, chi phí vận chuyển SP thép tương đối lớn là một hạn chế của Hòa Phát trong việc đẩy mạnh sản lượng vào thị trường miền Nam.



Nguồn: FiinPro, BSC Research tổng hợp

Thép cuộn là sản phẩm hiện HPG còn thiếu để khép kín chuỗi sản xuất sản phẩm thép dẹt (ống thép và tôn mạ) cũng như đa dạng danh mục sản phẩm thép của mình. Hiện tại HPG mới chỉ khép kín được quy trình sản xuất thép xây dựng, trong khi vẫn phải nhập thép cuộn cán nóng (HRC) để cán thành ống thép và tôn mạ, làm hạn chế khả năng tự chủ của công ty. Đối với sản phẩm HRC, trong nước hiện chỉ có Formosa có khả năng sản xuất với công suất tối đa 5.2 triệu tấn/năm (tương đương gần 1/2 nhu cầu), Hòa Phát sẽ là nhà sản xuất thứ 2 trên thị trường cung cấp sản phẩm này.

Khu Liên hợp gang thép Dung Quất là nước cờ chiến lược giúp Hòa Phát khẳng định vị thế dẫn đầu của mình với 21% công suất toàn ngành, thị phần dự kiến tăng từ 25% lên 35%

HPG sẽ trở thành doanh nghiệp quy mô lớn nhất cung cấp đầy đủ các sản phẩm ngành thép với một quy trình sản xuất khép kín từ quặng và than đến thép thành phẩm khi tự sản xuất được phôi dẹt HRC. **Công suất thép xây dựng tăng gấp đôi lên 4 triệu tấn/năm (21% tổng công suất ngành), thị phần dự kiến cũng sẽ tăng từ mức 25% hiện tại lên trên 35%,** bỏ xa các đối thủ. Dự án Dung Quất cũng giúp tăng cường nguồn cung phôi thép dẹt nội địa thêm 1 triệu tấn (hiện nguồn cung nội địa chỉ đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu 10-11 triệu tấn/năm), lợi thế về nguồn gốc xuất xứ so với HRC nhập khẩu.

Lợi thế về quy mô giúp tiết giảm chi phí sản xuất, tăng tính cạnh tranh của sản phẩm. Với sản lượng sản xuất lớn, khả năng đàm phán giá của HPG với các nhà cung cấp sẽ tăng lên. Thêm nữa, cảng Dung Quất với khả năng đón tàu lên đến 200,000 DWT sẽ giúp tiết kiệm chi phí vận tải hàng hóa và nhiên liệu (theo đại diện của HPG nếu vận chuyển bằng tàu lớn, chi phí vận tải/ tấn nguyên liệu ở Dung Quất có thể thấp hơn 3-5 USD so với Hòa Phát Hải Dương).

Thị trường tiêu thụ được mở rộng về phía Nam, tăng cường sự hiện diện rộng khắp cả nước. Tổng nhu cầu thép tại thị trường miền Nam năm 2019 chiếm 50% tổng cầu nội địa, đặc biệt là với các sản phẩm tôn mạ (67%) và thép cán (73%), là một thị trường tiềm năng cho HPG. Vị trí của Dung Quất nằm tại khu vực Nam Trung Bộ, có cảng nước sâu với 11 bến tàu sẽ giúp cho hoạt động logistic hàng hóa đến thị trường miền Nam thuận lợi hơn, là cánh tay nối dài của Hòa Phát trong việc chiếm lĩnh thị trường này.

Chúng tôi đánh giá khả năng tiêu thụ sản phẩm của Dung Quất GD 1 là khả thi nhờ vào sự hỗ trợ của nhu cầu xây dựng trong thời gian tới và khả năng cạnh tranh về giá của sản phẩm Hòa Phát.

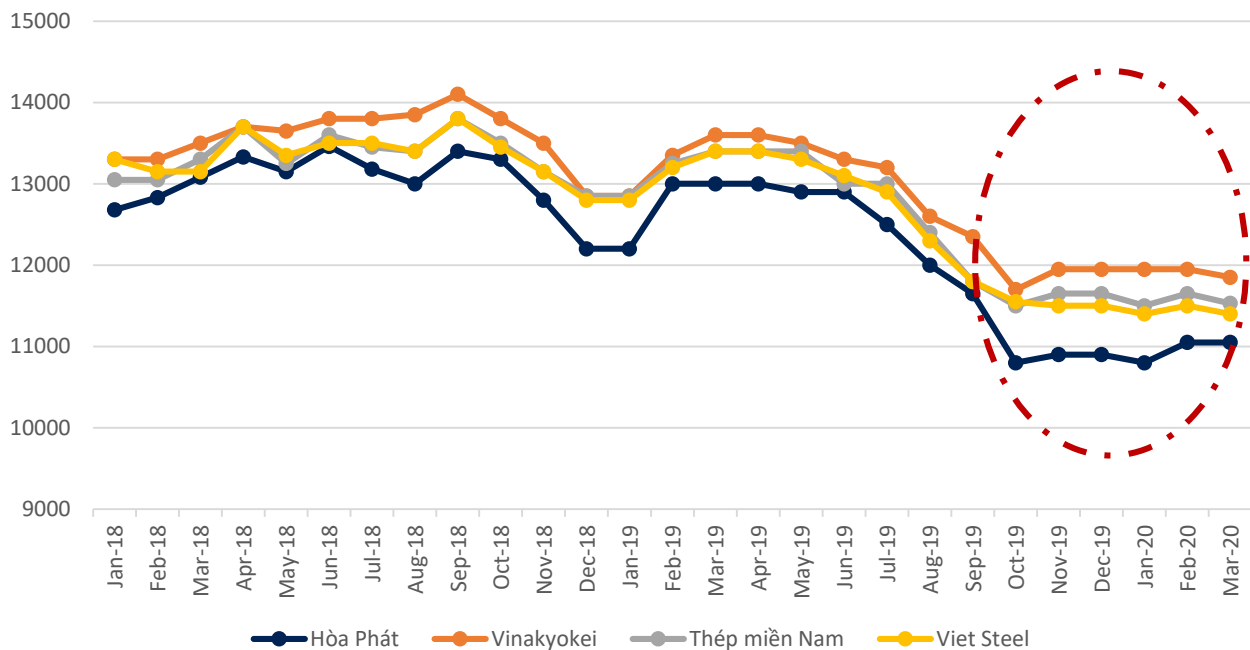
Thép xây dựng

Mặc dù sản lượng thép xây dựng của Dung Quất giai đoạn 1 tăng lên tương ứng với 18% với nhu cầu tiêu thụ năm 2019, chúng tôi tự tin vào khả năng tiêu thụ của Hòa Phát nhờ công ty có lợi thế về giá thành sản xuất cũng như khả năng linh hoạt trong bán hàng đầu ra. Sản phẩm thép xây dựng giai đoạn 1 của Dung Quất có thể có nhiều hướng tiêu thụ như thép thành phẩm hoặc phôi thép, bán tại thị trường nội địa hoặc xuất khẩu nhờ đáp ứng được các tiêu chuẩn về chất lượng.

Hòa Phát thực hiện các chính sách đồng bộ để đẩy mạnh chiếm lĩnh thị trường miền Nam.

- **Chính sách giá:** Giá bán của Hòa Phát thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp khác tại thị trường miền Nam. Tính tại thời điểm T12/2019, giá bán của HPG đang thấp hơn khoảng 5-8% so với một số DN khác tại thị trường miền Nam như Vina Kyoei, Thép miền Nam. Khoảng cách về giá có xu hướng ngày càng được rộng, đặc biệt trong nửa cuối năm 2019 khi giá quặng có xu hướng hạ nhiệt và Dung Quất GD 1 đi vào hoạt động.

Giá thép thanh xây dựng CB300-V/SD295 tại TP Hồ Chí Minh (đồng/kg)



Nguồn: FiinPro, BSC Research tổng hợp

- **Chính sách vận chuyển, dịch vụ hậu cần:** Tại hội nghị khách hàng lớn nhất phía Nam trong trung tuần tháng 7/2019, công ty đã thể hiện cam kết với khách hàng về đảm bảo nguồn cung liên tục, thời gian giao nhận và chủng loại hàng hóa. HPG cũng đã chi khoảng 500 tỷ mua lại cảng Đồng Nai để đảm bảo cung cấp cho vùng Đông Nam Bộ¹ và sẽ đầu tư cảng ở khu vực Cần Thơ để phục vụ hoạt động giao nhận hàng hóa ở khu vực Tây Nam Bộ.
- **Hưởng lợi ngắn hạn do Posco SS Vina dừng hoạt động mảng thép xây dựng tại Việt Nam (công suất 500,000 tấn/năm).** Tháng 12/2020, sau khi bán 49% cổ phần cho tập đoàn Yamato Kogyo (Nhật Bản), Posco Yamato Vina đã thanh lý dây chuyền làm thép xây dựng để tập trung vào sản phẩm thép hình và thép kết cấu, để lại khoảng trống 500,000 tấn/năm tại thị trường miền Nam.

Trong trường hợp nhu cầu thép xây dựng chững lại, Hòa Phát có thể bán phôi thép xây dựng cho các doanh nghiệp tại thị trường miền Nam cũng như xuất khẩu để đảm bảo cho Dung Quất chạy trên công suất hòa vốn. Chúng tôi ước tính giá thành sản xuất ra 1 kg thép xây dựng của HPG năm 2020 (giả định giá quặng giảm về mức trung bình là 87 USD/tấn, giá than 160 USD/tấn) là 9.6-9.7 triệu đồng/tấn. Theo ước tính của chúng tôi, với mức chi phí này, phôi thép xây dựng của Hòa Phát sẽ tương đối cạnh tranh nếu so sánh với giá của Trung Quốc bình quân từ đầu năm khoảng 450 USD/tấn (hiện cũng đang giao dịch quanh 430-450 USD/tấn). Trong 4T2020, sản lượng phôi thép xây dựng của HPG đạt 530 nghìn tấn, trong đó xuất khẩu trên 480 nghìn tấn, chủ yếu sang thị trường Trung Quốc và Đông Nam Á; tiêu thụ nội địa gần 50 nghìn tấn. Chúng tôi đánh giá mặc dù tình hình xuất khẩu phôi trong 4T đầu năm có thể được hưởng lợi từ lệnh hạn chế di chuyển và giãn cách tại Trung Quốc, tuy nhiên việc xuất khẩu được phôi thép sang cường quốc sản xuất thép như Trung Quốc cũng cho thấy sức mạnh cạnh tranh của Hòa Phát.

Bên cạnh đó, xuất khẩu các sản phẩm thép chất lượng cao cũng là một thị trường tiêu thụ tiềm năng của thép Hòa Phát. Sản lượng xuất khẩu năm 2019 đạt 266,457 tấn (+11% YoY), trong đó thép thanh xây dựng tăng mạnh 50% YoY, với các thị trường chính là Campuchia, Nhật Bản...

¹ <https://baodautu.vn/thep-hoa-phat-gam-dan-thi-phan-cua-doi-thu-d105326.html>

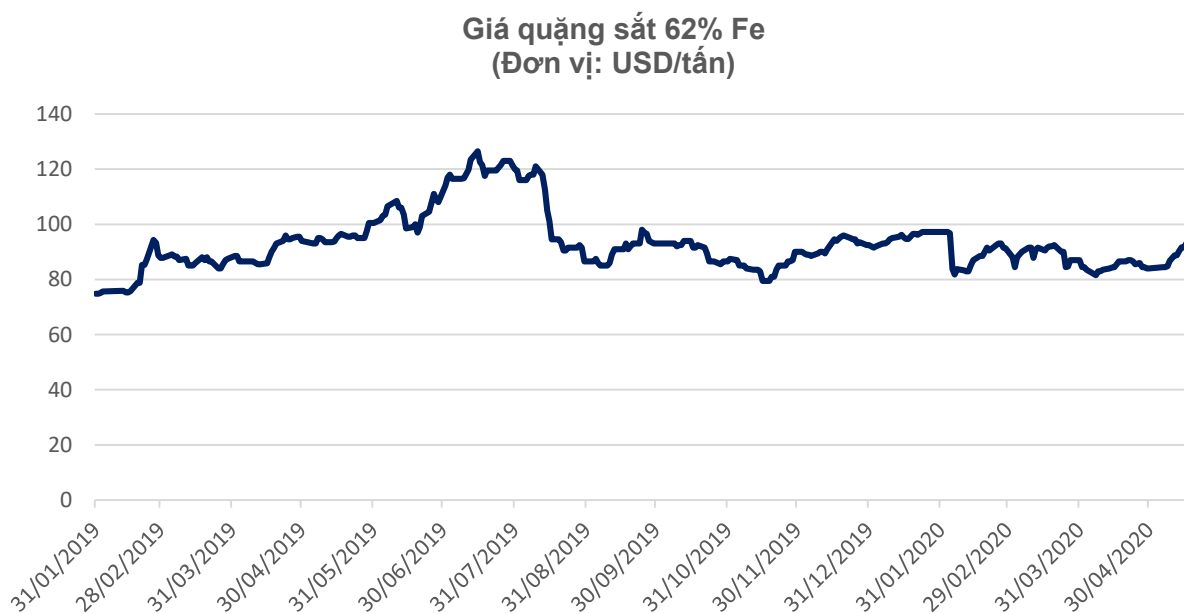
Thép cuộn cán nóng (HRC)

Tiêu thụ nội bộ đảm bảo 50-60% sản lượng đầu ra của Dung Quất giai đoạn 2. Tổng công suất sản xuất ống thép và tôn mạ của HPG là 1.2 triệu tấn/năm, đã tương đương tiêu thụ ½ sản lượng sản xuất HRC.

Khoảng 1 triệu tấn HRC bán ra bên ngoài được đánh giá sẽ không gặp khó khăn trong tiêu thụ. Hàng năm nhu cầu đối với sản phẩm phôi thép dẹt của Việt Nam khoảng 10-11 triệu tấn, tuy nhiên sản lượng sản xuất nội địa của Formosa chỉ đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu. Do đó, 1 triệu tấn phôi dẹt của HPG có thị trường tiêu thụ rất rộng lớn, nhất là trong bối cảnh các quốc gia như Mỹ, EU gia tăng bảo hộ sản xuất, khuyến khích các doanh nghiệp cán thép sử dụng nguồn phôi nội địa.

Điểm nhấn 2: Giá nguyên vật liệu than và quặng sắt trong xu hướng giảm, giúp giảm giá thành sản xuất và tạo dư địa cho HPG giảm giá để đảm bảo tiêu thụ hết sản lượng của Dung Quất

Giá quặng đứng trước áp lực điều chỉnh sau khi tăng đột biến trên 30% trong năm 2019 do (1) sự gián đoạn của hoạt động xuất khẩu quặng tại cảng Hedland, Úc (nơi trung chuyển quặng sắt lớn nhất thế giới) bởi ảnh hưởng của bão nhiệt đới và (2) sự cố vỡ đập Brumandinho của VALE (nhà sản xuất quặng sắt lớn nhất thế giới) vào tháng 1/2019. Trong 4T2019, lượng quặng sắt xuất khẩu thông qua cảng Hedland giảm 3% YoY cùng với lượng xuất khẩu của Brazil giảm 7% YoY đã gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung, đẩy giá quặng tăng cao và đạt đỉnh trong T7/2019 ở mức 123 USD/tấn.



Nguồn: Bloomberg

Trước khi dịch covid-19 bùng phát, giá quặng sắt 2020 được dự báo sẽ giảm về mức tương đương bình quân 2017-2018 là 70-80 USD/tấn (-15-25% YoY) nhờ hỗ trợ từ cả phía cung và phía cầu. Về phía nguồn cung, các nhà sản xuất quặng lớn đều đặt kế hoạch tăng sản lượng trong năm 2020: Vale, Mount Gibson, Rio Tinto, Fortescue đặt kế hoạch tăng lần lượt 12%, 17%, 5% và 3% YoY, giúp cho tổng nguồn cung quặng trên thế giới tiếp tục tăng. Trong khi đó, cầu được dự báo sẽ yếu ở cả xây dựng và công nghiệp chế tạo. Cùng với sức ép đến từ các DN sản xuất với biên lợi nhuận rất mỏng, giá quặng đứng trước áp lực giảm rất lớn. Theo khảo sát về triển vọng ngành thép và quặng do S&P Global Platts thực hiện cuối năm 2019, 62% ý kiến cho rằng giá quặng CFR tại Trung Quốc sẽ bình quân ở

mức 70-80 USD/tấn (giảm 15-25% YoY), còn lại cho rằng giá sẽ dao động 80-90 USD/tấn (giảm 5-15% YoY) và không có ý kiến nào cho rằng giá sẽ vượt trên 90 USD/tấn.

Trước diễn biến phức tạp của dịch bệnh, giá quặng tăng giảm khó dự đoán. Giá quặng sắt 62% Fe ở phía Bắc Trung Quốc nhập khẩu từ Úc bình quân từ đầu năm là 89 USD/tấn (+2% yoy). Giá quặng sắt tại Trung Quốc sau đã giảm kể từ sau kỳ nghỉ lễ đã tăng trở lại trong trung tuần tháng 3 sau khi nước này cơ bản kiểm chế được dịch bệnh và hoạt động sản xuất tại một số vùng được khôi phục. Bên cạnh đó, việc một số cơ sở khai thác tại Nam Phi và Canada để kiểm soát dịch bệnh đang lây lan nhanh làm đẩy lên tâm lý lo ngại thiếu hụt nguồn cung, khiến giá quặng tăng.

Tuy nhiên, trước triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới ảm đạm và hoạt động sản xuất kinh doanh, giao thương bị gián đoạn tại nhiều quốc gia và việc nguồn cung có thể tăng từ một số khu vực không buộc đặt tạm dừng hoạt động (như Úc), chúng tôi cho rằng giá quặng đứng trước áp lực giảm lớn hơn trong thời gian tới.

BSC ước tính dựa trên số liệu năm 2019, nếu giá quặng giảm về mức 87 USD/tấn thì biên lợi nhuận gộp của HPG sẽ tăng 1.2% (các yếu tố khác không thay đổi). Nhờ vậy, HPG sẽ có thêm dư địa để giảm giá bán, tăng chiết khấu, đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ. Trong bối cảnh các doanh nghiệp thép khác đang phải đối mặt với biên lợi nhuận mỏng (biên EBITDA dưới 3.5%), HPG sẽ có lợi thế nhất trong việc cạnh tranh.

Điểm nhấn 3: Năm 2021 với nhiều yếu tố thuận lợi sẽ đem mặt bằng định giá của HPG về mức thấp với P/E fw = 6.1 lần.

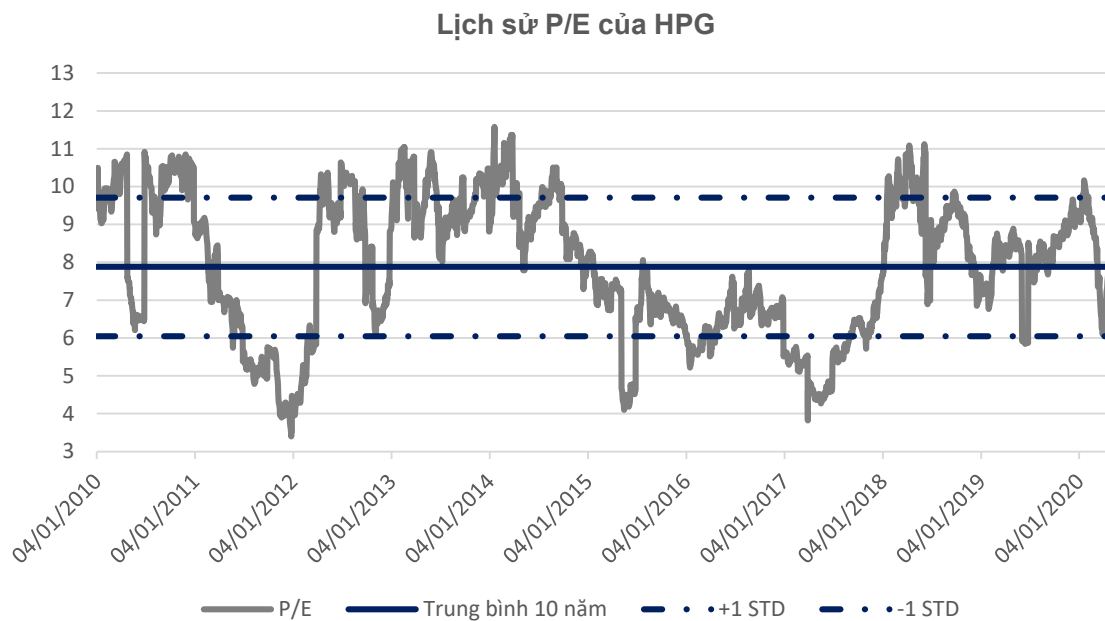
Năm 2021 hứa hẹn nhiều thuận lợi hơn cho hoạt động kinh doanh của Hòa Phát nhờ:

Thứ nhất, nhu cầu đối với các sản phẩm thép dự báo sẽ có tăng trưởng mạnh trong năm 2021 nhờ sự sôi động trở lại của hoạt động xây dựng. Trong ngắn hạn, hoạt động xây dựng sẽ bắt đầu sôi động từ cuối năm 2020 khi các dự án đầu tư công trị giá 700,000 tỷ được giải ngân. Trong trung hạn, áp lực về phát triển hạ tầng nhằm đáp ứng tăng trưởng kinh tế đã bị kìm hãm trong vài năm gần đây (tỷ lệ giải ngân đầu tư công thấp, các công trình hạ tầng giao thông quan trọng có tính chất huyết mạch như cao tốc Bắc Nam, tàu cao tốc đô thị, sân bay Long Thành... bị chậm tiến độ) dự kiến sẽ có tăng trưởng mạnh trở lại sau kỳ Đại hội Đảng năm 2020. Về xây dựng dân dụng, việc phê duyệt pháp lý của các dự án sẽ gặp phải áp lực cần đẩy nhanh khi tình trạng thiếu hụt nguồn cung tại TP Hồ Chí Minh đã đẩy mặt bằng giá tăng mạnh. Những yếu tố nhân khẩu học như tốc độ gia tăng dân số, tỷ lệ dân số trẻ hay tốc độ đô thị hóa đều ủng hộ cho nhu cầu xây dựng dân dụng trong thời gian tới.

Thứ hai, việc đưa vào vận hành đồng bộ Khu liên hợp Hòa Phát Dung Quất sẽ phát huy đầy đủ lợi thế về quy mô. Ví dụ chi phí vận chuyển đối với 1 tấn nguyên vật liệu đầu vào sẽ giảm 3-5 USD/tấn khi cảng Dung Quất đưa vào hoạt động toàn bộ hệ thống cầu cảng, trong đó cho phép đón tàu trọng tải lớn nhất lên đến 200,000 DWT. Ngoài ra khi vận hành toàn bộ khu liên hiệp, lượng nhiệt thừa được tận dụng để phát chạy có thể đáp ứng 60-65% nhu cầu điện của toàn khu liên hợp, giúp tiết kiệm chi phí đáng kể. Giai đoạn 2 của dự án hoạt động cũng sẽ giúp Hòa Phát có thể tự chủ trong cung cấp sản phẩm phôi thép dẹt HRC, phục vụ cho sản xuất ống thép và tôn mạ. Giá thành sản xuất HRC của Hòa Phát theo ước tính của chúng tôi thấp hơn giá HRC nhập khẩu nên sẽ giúp cho công ty có thể cải thiện được lợi nhuận đối với mảng thép dẹt. Nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu chứng lại sẽ là yếu tố tạo sức ép giảm giá đối với các nguyên vật liệu đầu vào. Điều này sẽ giúp lợi nhuận sau thuế của công ty tăng trưởng mạnh 25% trong năm 2021.

Thứ ba, nhờ tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận, mặt bằng định giá của HPG sẽ được kéo về mức thấp ở P/E fw 2021 = 6.1 lần. Mức P/E này thấp hơn 24% so với P/E bình quân 10

năm của HPG. Bên cạnh đó, nếu xét thêm đến quy mô, vị thế và tiềm năng tăng trưởng của HPG trong giai đoạn tăng trưởng mới thì mức định giá này là rẻ.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phân tích chỉ tiêu tài chính

	2015	2016	2017	2018	2019	
1. Khả năng thanh toán						
KNTT NH	1.19	1.52	1.79	1.07	1.13	- Khả năng thanh toán có xu hướng suy giảm từ sau 2017 khi HPG dồn toàn lực cho đầu tư KLH Dung Quất.
KNTT nhanh	0.47	0.64	1.12	0.42	0.35	
2. Cơ cấu vốn						
TSNH/ TTS	0.47	0.55	0.62	0.33	0.30	- Tỷ trọng tài sản dài hạn tăng mạnh trong năm 2018 khi HPG tiến hành đầu tư KLH Hòa Phát Dung Quất. - Tỷ lệ Nợ tăng lên theo nhu cầu đầu tư KLH Dung Quất. Nợ vay dài hạn gần 20 nghìn tỷ, đã dừng tăng kể từ Q4/2019 và sẽ đến hạn trả nợ đầu tiên vào T8/2020.
TSDH/ TTS	0.53	0.45	0.38	0.67	0.70	
Nợ/ TTS	0.43	0.40	0.39	0.48	0.53	
Nợ/ VCSH	0.76	0.67	0.64	0.93	1.13	
Nợ NH/ TTS	0.39	0.36	0.35	0.31	0.27	
Nợ DH/ TTS	0.04	0.04	0.04	0.17	0.27	
3. Năng lực hoạt động						
Vquay HTK	3.1	2.9	3.2	3.4	3.1	- Quy mô HTK tăng lên đáng kể, đặc biệt là nguyên vật liệu nhằm đáp ứng cho công suất mở rộng tại Hòa Phát Dung Quất. Vòng quay HTK giảm nhẹ so với 2018, tương đương bình quân 4 năm. - Khoản phải trả tại 31/12/2019 tăng mạnh gần 1,000 tỷ chủ yếu là phải thu do hoạt động xuất nhập khẩu.
Vquay Pthu	23.1	24.9	26.6	26.5	25.9	
Vquay Ptrả	9.4	8.7	9.3	6.4	7.0	
Số ngày HTK	119.6	127.8	113.0	106.9	116.6	
Số ngày Pthu	15.8	14.7	13.7	13.8	14.1	
Số ngày Ptrả	38.9	41.8	39.2	57.2	52.2	
CCC	96.5	100.7	87.5	63.4	78.4	
4. Khả năng sinh lời						
ROS	12.8%	19.8%	17.4%	15.4%	11.9%	- Hiệu suất sinh lời năm 2019 giảm do ảnh hưởng kép của những khó khăn trong tiêu thụ và giá quặng sắt đầu vào tăng.
ROE	26.7%	38.5%	30.7%	23.6%	17.1%	
ROA	14.7%	22.5%	18.6%	13.1%	8.4%	
Biên EBIT	14.9%	23.1%	20.0%	18.0%	14.2%	
5 . Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	1.81	1.71	1.65	1.80	2.04	- Tỷ suất sinh lời của vốn CSH giảm do ảnh hưởng giảm của biên lợi nhuận, trong khi đòn bẩy tăng nhẹ do nợ vay đầu tư KLH Dung Quất.
DT/TTS	1.15	1.13	1.07	0.85	0.71	
EBIT/DT	0.15	0.24	0.21	0.19	0.16	
EBT/EBIT	0.94	0.96	0.95	0.95	0.91	
LNST/LNTT	0.88	0.86	0.86	0.85	0.83	

Nguồn: FiinPro, BSC Research

Rủi ro

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

Thép và các đầu vào (quặng, than...) đều là các hàng hóa có biến động giá lớn và ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận của HPG (ước tính chi phí than và quặng chiếm khoảng 60-65% giá thành sản xuất 1 tấn thép lò cao của Hòa Phát). Ước tính khoảng 60-70% quặng sắt của HPG và hầu hết than nhiệt tiêu thụ là nhập khẩu, do đó biến động giá nguyên liệu trên thị trường quốc tế sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của HPG. Chúng tôi ước tính dựa trên các giả định cho năm 2019, 1% tăng lên của giá quặng và giá than sẽ khiến lợi nhuận sau thuế của HPG giảm lần lượt 0.8% và 0.9% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi.

Rủi ro tiêu thụ

Khả năng hấp thụ của thị trường là một ẩn số đối với Hòa Phát. Công suất thép xây dựng tăng thêm của Dung Quất là 2 triệu tấn, tức tương đương với 20% nhu cầu tiêu thụ hàng năm. Trong bối cảnh năm 2020, HPG dự kiến tăng sản lượng tiêu thụ thêm 1.5 - 2 triệu tấn là một kế hoạch đầy tham vọng trong bối cảnh thị trường chung ảm đạm và tác động khó lường của dịch bệnh. Tuy nhiên, việc tiêu thụ hết sản lượng trên không phải không khả thi, nhưng sẽ phụ thuộc vào khả năng cạnh tranh giành thêm thị phần của Hòa Phát từ các DN khác.

Rủi ro vận hành

KLH Gang thép Dung Quất là một đại dự án có quy mô lớn gấp đôi so với Hải Dương với rất nhiều hạng mục công trình liên hoàn. Do đó, vận hành trơn tru và đồng bộ dự án này sẽ tương đối phức tạp, và tiềm ẩn những rủi ro chưa lường trước được, có thể ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất, đặc biệt là với sản phẩm mới là HRC. Bên cạnh đó, các yếu tố liên quan đến môi trường cũng có thể vấp phải sự phản đối của người dân, gây ra những thông tin không tốt cho doanh nghiệp.

Dự báo KQKD và Định giá

Dự báo kết quả kinh doanh

Năm 2020

Chúng tôi dự báo năm 2020 doanh thu của Hòa Phát đạt 83,422 tỷ đồng (+31% YoY), LNST = 9,616 tỷ (+27.7% YoY), tương đương với EPS = 3,483 đồng/CP.

Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định sau:

Mảng thép:

- Giai đoạn 1 của Hòa Phát Dung Quất đi vào vận hành full công suất trong năm 2020. Giai đoạn 2 đi vào vận hành thương mại trong Q4, sản lượng HRC sản xuất trong năm là 500 nghìn tấn, sử dụng nội bộ.
- Sản lượng thép và phôi thép xây dựng tiêu thụ đạt 4.28 triệu tấn (+54% YoY), ống thép 757 nghìn tấn (tương đương cùng kỳ), tôn mạ 120 nghìn tấn; giá bình quân giảm 5% YoY. So với quan điểm trước đây trong Báo cáo ngành 2020, BSC đánh giá tình hình tiêu thụ chung toàn ngành sẽ khó khăn và diễn biến phức tạp hơn trong năm 2020 trước tình hình của dịch bệnh Covid 19 lên toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên, dịch bệnh cũng mở ra cơ hội cho Hòa Phát xuất khẩu phôi thép xây dựng sang Trung Quốc (hoạt động sản xuất và vận chuyển sản phẩm thép bị ảnh hưởng do dịch bệnh) và một số quốc gia Đông Nam Á với sản lượng trong 4T2020 đạt 530 nghìn tấn (1/3 tổng sản lượng tiêu thụ). Bên cạnh đó, nhờ lợi thế về quy mô, giá thành sản xuất thấp giúp HPG có thể giảm giá, duy trì khoảng cách về giá với các đối thủ để đẩy mạnh tiêu thụ. Chúng tôi cũng điều chỉnh giả định giá bán bình quân từ giảm 3% lên giảm 5% yoy do tăng tỷ trọng phôi trong cơ cấu tiêu thụ.
- Giá quặng HPG nhập khẩu bình quân là 87 USD/tấn (-11.2% YoY), giá than cám luyện coke 160 USD/tấn (-10% YoY), HRC 500 USD/tấn (-3% YoY).
- Khấu hao tăng thêm từ KLH Dung Quất là 2,700 tỷ đồng. CP lãi vay trong năm khoảng 3,000 tỷ.

Mảng nông nghiệp:

Đây là mảng hoạt động chứng kiến nhiều đột biến của Hòa Phát kể từ Q4/2019. Trong bối cảnh biên lợi nhuận mảng thép giảm do chiến lược giành thị phần cũng như hiệu quả sản xuất của Dung Quất chưa được như Hải Dương, biên lợi nhuận ròng của mảng nông nghiệp lại được hưởng lợi từ giá thịt heo tăng (biên LNST trong Q4/2019 và Q1/2020 dao động 15-17.4%). **Chúng tôi đưa ra giả định doanh thu nông nghiệp năm 2020 đạt 9,982 tỷ (+25% yoy), LNST 1,200 tỷ dựa trên đánh giá về xu hướng duy trì doanh thu và biên LN trong các quý tiếp theo so với Q1/2020.** Chúng tôi đánh giá giá thịt lợn sẽ giảm dần từ Q3/2020 khi các giải pháp của Chính phủ về bình ổn giá lương thực thực phẩm phát huy hiệu quả, đồng thời nguồn cung tăng từ tái đàn mới.

Năm 2021

Chúng tôi dự báo doanh thu 2021 của Hòa Phát đạt 99,988 tỷ đồng (+20% YoY), LNST 11,989 tỷ (+24.7% YoY), tương đương với EPS = 4,342 đồng/CP (tính dựa trên số CP hiện tại).

Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định sau:

- Hòa Phát đưa vào hoạt động full KLH Hòa Phát Dung Quất trong năm 2021.
- Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ đạt 4.42 triệu tấn (+3.3% YoY), ống thép 800 nghìn tấn (+5.6% YoY), tôn mạ 190 nghìn tấn, HRC 1 triệu tấn.
- Giá quặng HPG nhập khẩu bình quân là 80 USD/tấn (-8% YoY), giá than cám luyện coke 165 USD/tấn (+3% YoY), HRC 500 USD/tấn (+11% YoY).

Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh HPG 2020-2021

Đơn vị: Tỷ đồng	2017A	2018A	2019E	2020F	2021F
Doanh thu thép	39,738	46,424	50,654	69,282	85,700
% YoY	37.7%	16.8%	9.1%	35.2%	23.7%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	2,761,766	3,031,688	3,534,933	5,658,401	6,411,630
% YoY	20.9%	9.8%	16.6%	60.2%	13.3%
Thép xây dựng	2,180,766	2,377,788	2,777,583	4,281,051	4,422,205
% YoY	20.9%	9.0%	16.8%	54.3%	3.3%
Ống thép	581,000	653,900	757,350	757,350	799,425
% YoY	21.0%	12.5%	15.8%	0.0%	5.6%
Tôn mạ	-	-	-	120,000	190,000
% YoY			10%	10%	10%
HRC	-	-	-		1,000,000
% YoY					
Doanh thu	46,161.7	55,836	63,658	83,422	99,988
Giá vốn hàng bán	35,536.1	44,166	52,473	67,297	80,260
Lợi nhuận gộp	10,625.6	11,671	11,185	16,125	19,728
Chi phí bán hàng	594.7	677	873	1,165	1,357
Chi phí QLDN	409.0	444	569	689	797
EBIT	9,621.8	10,550	9,743	14,271	17,575
Doanh thu tài chính	186.2	294	471	249	425
Chi phí tài chính	555.8	772	1,182	3,140	3,555
LN trước thuế	9,288.4	10,071	9,097	11,379	14,445
Thuế TNDN	1,273.6	1,471	1,518	1,764	2,456
Lợi nhuận sau thuế	8,006.7	8,573	7,527	9,616	11,989
EPS cơ bản (đồng)	4,074	4,037	3,081	3,483	4,342
Biên LNG	23.0%	20.9%	17.6%	19.3%	19.7%
Biên LN ròng	17.3%	15.4%	11.8%	11.5%	12.0%
ROE	30.6%	23.5%	17.0%	19.4%	21.6%

Nguồn: BCTC doanh nghiệp, BSC Research dự báo

Định giá

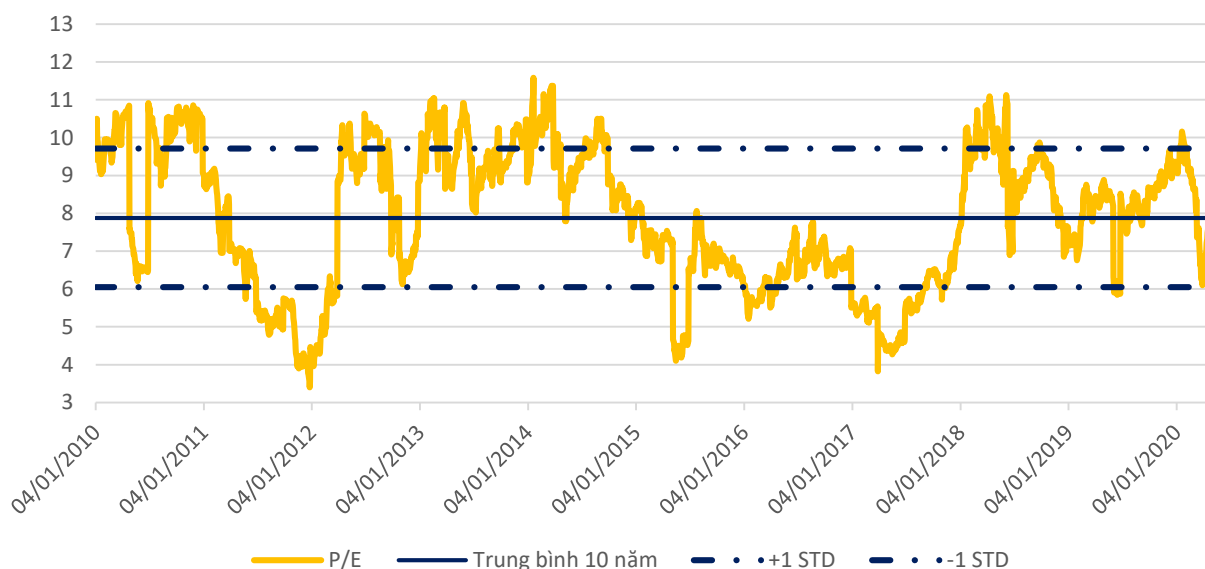
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh để định giá cổ phiếu HPG cho năm 2021

Phương pháp so sánh	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	Giá mục tiêu
P/E	50%	8	34,740
EV/EBITDA	50%	5	38,715
Tổng hợp định giá			36,730

1. So sánh P/E

Mức P/E bình quân 10 năm của HPG là 7.9 lần, mức P/E chúng tôi xem xét lại dựa trên công thức tính dựa trên tăng trưởng g và hiệu suất sinh lời ROE là 7.34 lần. Chúng tôi đánh giá 2021 là năm vị thế dẫn đầu của HPG sẽ được khẳng định, tăng trưởng mạnh mẽ nhờ lợi thế về quy mô và khép kín chuỗi sản xuất. Với mức P/E mục tiêu là 8 lần, giá HPG tại thời điểm cuối năm 2021 kỳ vọng đạt 34,740 đồng/CP.

Lịch sử P/E của HPG



Tính justified P/E

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%
Hiệu suất sinh lời của vốn chủ sở hữu bình quân 11 năm (2008-2019)	24.5%
Lợi tức kỳ vọng của vốn chủ sở hữu (k_e)	15%

$$\text{Justified P/E} = \frac{(ROE - g) / ROE}{k - g} = 7.3 \text{ (lần)}$$

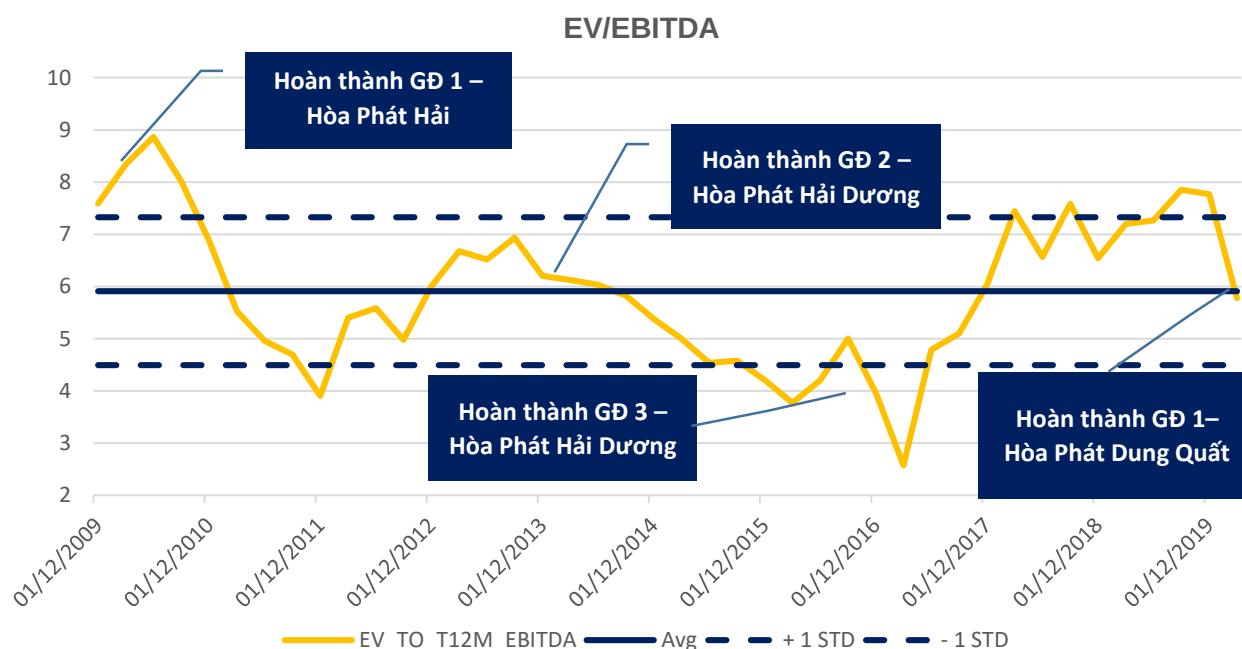
Phương pháp P/E

EPS 2021F (đồng/CP)	4,343
P/E mục tiêu (lần)	8
Giá mục tiêu cho 2021 (đồng)	34,740

2. So sánh EV/EBITDA

Chúng tôi sử dụng giá trị EV/EBITDA mục tiêu là 5 lần cho cổ phiếu HPG, thấp hơn 15% so với mức trung bình 10 năm của Hòa Phát. Chúng tôi nhận thấy mức EV/EBITDA của HPG sẽ có điều chỉnh sau mỗi chu kỳ đầu tư mở rộng của công ty khi nợ vay giảm dần và tài sản đạt được hiệu quả sinh lời kéo EBITDA tăng lên.

EBITDA 2021	25,518
EV/EBITDA mục tiêu	8
Giá trị doanh nghiệp	127,589
+ Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	20,010
- Nợ vay	(40,705)
Giá trị vốn chủ sở hữu	106,894
Số lượng CP hiện đang lưu hành	2,761,074,115
Giá trị 1 cổ phần (VND)	38,715



Nguồn: Bloomberg

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ VND)	Giá trị DN (tỷ VND)	EV / EBITDA	P/E	D/E	Biên LN ròng	ROE	ROA
HPG VN Equity	64,885	98,636	5.8	9.6	83	11.8%	17%	8%
600019 CH Equity	350,119	494,796	N/A	9.5	28	3.6%	6%	3%
000898 CH Equity	75,867	149,793	N/A	14.6	46	1.6%	3%	2%
TATA IN Equity	95,615	421,305	5.4	3.0	141	5.9%	16%	5%
5401 JP Equity	183,755	743,434	8.1	N/A	83	-2.0%	-15%	-6%
005490 KS Equity	277,732	512,648	3.7	9.6	51	3.2%	3%	2%
BSL AU Equity	75,780	84,300	7.0	9.3	18	4.2%	9%	5%
JSTL IN Equity	129,779	266,391	5.9	5.1	138	9.2%	24%	7%
SAIL IN Equity	37,343	175,668	6.4	4.8	105	3.6%	6%	2%
Trung vị	95,615	266,391	5.9	9.4	83	3.6%	6%	3%

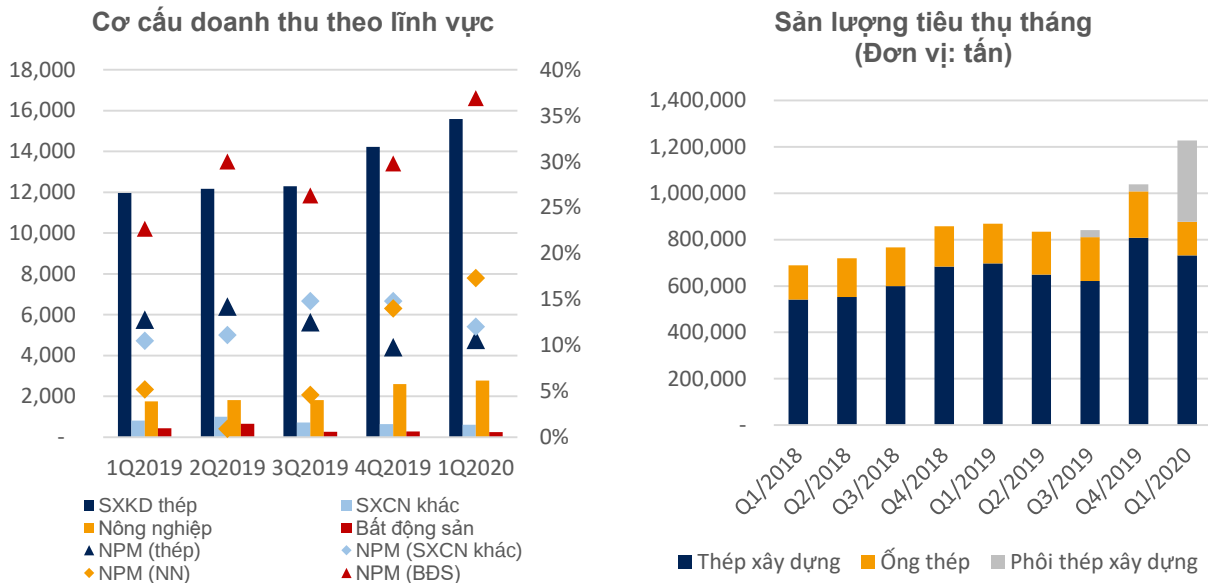
Nguồn: Bloomberg

Cập nhật doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh Q1/2020

Mảng nông nghiệp cứu cánh, biên lợi nhuận mảng thép giảm

Doanh thu thuần 19,451 tỷ (+28% yoy), LNST 2,305 tỷ (+27% yoy) trong đó đóng góp chính từ mảng thép và chăn nuôi. Nếu không tính mảng nông nghiệp, doanh thu thuần đạt 16,453 tỷ (+24.5% yoy) và LNST 1,823 tỷ (+6.1% yoy).



Nguồn: FiinPro, BCTC doanh nghiệp, BSC Research tổng hợp

Mảng thép: Thị phần tăng, biên lợi nhuận giảm

Doanh thu thuần đạt 15,591 tỷ đồng (+30% yoy) nhờ tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại của HPG đạt 1.23 triệu tấn (+41.6% yoy). Biên LNST giảm từ khoảng 12.8% về 10.6% chủ yếu do giá bán giảm và hiệu quả hoạt động của Dung Quất chưa được bằng Hải Dương (chi phí khấu hao và lãi vay tăng lên từ GD 1 của Dung Quất +700 tỷ).

Thép xây dựng:

- **Sản lượng thép xây dựng đạt 732 nghìn tấn (+5.1% yoy):** nội địa 597 nghìn tấn (-3.7% yoy) và xuất khẩu 135 nghìn tấn (+75% yoy). **Thị phần thép xây dựng của HPG tăng từ 26.1% lên 29.5%**, chứng tỏ lợi thế cạnh tranh của thép Hòa Phát trong bối cảnh tiêu thụ ngành giảm. Sản lượng tiêu thụ Q1.2020 tương ứng hoàn thành 21% kế hoạch sản lượng thép xây dựng tiêu thụ năm 2020 được đưa ra trong BCTN 2019 (3.5-3.6 triệu tấn (+26-30% yoy)).
- **Đặc biệt trong Q1/2020, lượng phôi thép Hòa Phát cung cấp cho thị trường đạt khoảng 350 nghìn tấn**, chủ yếu là xuất khẩu (Trong đó tháng 3/2020, HPG xuất khẩu 135 nghìn tấn phôi thép). Chúng tôi cho rằng sản lượng phôi thép xuất khẩu của HPG trong Q1/2020 có đột biến do tình hình dịch bệnh tại Trung Quốc, ảnh hưởng đến hoạt động vận tải hàng hóa giữa các vùng và các quốc gia. Do đó, sản lượng xuất khẩu trong các tháng tiếp theo nhiều khả năng sẽ giảm khi hoạt động sản xuất và vận tải dần trở lại bình thường, tồn kho thép tại Trung Quốc tăng trong khi nhu cầu nhìn chung giảm. Giả định của chúng tôi sản lượng xuất

khẩu phối thép sẽ giảm về bình quân 60-70,000 tấn/tháng. Đối với thép xây dựng, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ bình quân dao động 230-250 nghìn tấn/tháng.

- **Giá bán thép xây dựng tính từ đầu năm giảm khoảng 200,000 đồng/ tấn (tương đương 1.7%) trong Q1/2020.** Giá bán tại thời điểm hiện tại khoảng 11 triệu đồng/tấn. Trước áp lực cạnh tranh và nhu cầu tiêu thụ chững lại, chúng tôi cho rằng giá bán đối mặt với áp lực giảm trong thời gian tới.

Ổng thép:

- Sản lượng tiêu thụ 144.9 nghìn tấn (-15.8% yoy). **Thị phần ống thép tăng từ 31.6% lên 32.1%.**

Mảng nông nghiệp

Doanh thu nông nghiệp trong Q1/2020 đạt 2,779 tỷ đồng (+58.5% yoy), biên LNST tăng mạnh từ 5.2% trong Q1/2019 lên 17.3% trong Q1/2020 nhờ giá thịt lợn tăng. LNST của mảng nông nghiệp đóng góp trong Q1 là 482 tỷ (gấp 5.2 lần cùng kỳ, tương đương 21% tổng LNST).

Mảng SXCN khác doanh thu 610 tỷ (-24.6% yoy), LNST 73 tỷ (-14.1% yoy), biên LNST tăng đáng kể từ 8% lên 11.7%

Mảng bất động sản doanh thu 252 tỷ (-42.3% yoy), LNST giảm nhẹ 6% về 93 tỷ đồng.

Dư nợ vay ngắn hạn tăng mạnh trên 4,200 tỷ so với đầu năm nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động cho giai đoạn 1 của KLG Hòa Phát Dung Quất. Nợ vay dài hạn tăng thêm 400 tỷ trong Q1.2020.

Cập nhật Analyst Meeting Q1.2020

(1) Kế hoạch kinh doanh 2020: Lạc quan với thị trường.

- **Doanh thu 85,000-95,000 tỷ đồng (+31-47% yoy), LNST 9,000 – 10,000 tỷ (+20-33% yoy).** Kế hoạch kinh doanh trên của HPG phụ thuộc vào diễn biến của dịch bệnh, khả năng đưa vào vận hành dự án HRC... Trong đó, mảng nông nghiệp đóng góp 10,000 tỷ doanh thu và 1,200 tỷ LNST.
- **Kế hoạch sản lượng:** Thép xây dựng 3.5-3.6 triệu tấn (+26-29% yoy), phối thép khoảng 800 nghìn tấn, ống 750 nghìn tấn (tương đương 2019), tôn mạ 120 nghìn tấn, HRC 500 nghìn tấn (nếu chạy thương mại từ tháng 9/2020).
- **Kế hoạch CAPEX 2020:** 10,000 tỷ cho tất cả các mảng
- **Cổ tức 2019:** dự kiến 5% tiền mặt và 20% cổ phiếu. Trong những năm tới, HPG chưa có kế hoạch đầu tư nhiều thì có thể trả cổ tức tiền mặt.
- **Quy mô nợ vay:** Duy trì tỷ lệ nợ vay/ vốn CSH duy trì ở mức 70%. Dư nợ vay tính đến cuối năm 2020 đạt 46,000-47,000 tỷ (dư nợ vay dài hạn khoảng 22,000-23,000 tỷ). Chi phí lãi vay năm 2020 ước đạt 3,000 tỷ đồng.

(2) Mảng thép:

- **HPG đánh giá triển vọng tiêu thụ thép năm 2020 khả quan** nhờ nhu cầu xây dựng và đầu tư công sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Gói đầu tư công 700,000 tỷ của Chính phủ, tập trung chủ yếu vào các công trình hạ tầng, đường xá, cầu cống... sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với thép xây dựng. **Với đánh giá đó, HPG đặt mục tiêu tăng thị phần thép xây dựng từ 26% năm 2019 lên 40% trong năm 2020.** HPG cho biết thép xây dựng Hòa Phát đã vươn lên vị trí số 1 tại thị trường miền Nam trong tháng 5.
- **HPG cho biết quan trọng nhất là bán được hàng, nhu cầu của thị trường dân dụng sẽ không bị ảnh hưởng do dịch bệnh** (trong Q1/2020 sản lượng bán hàng của HPG qua kênh dân dụng tăng trưởng tốt, đặc biệt tại thị trường miền Nam). Bên cạnh đó hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh trong thời gian tới sẽ hỗ trợ nhu cầu.

- **Về hoạt động xuất khẩu phôi thép, phôi HPG chủ yếu xuất khẩu sang Trung Quốc.** HPG đánh giá đây là tín hiệu tốt chứng tỏ sức cạnh tranh của thép Hòa Phát. Tuy nhiên, trong kế hoạch của HPG đặt ra về tiêu thụ phôi cũng khá thận trọng với 800 nghìn tấn (sản lượng tiêu thụ 4T2020 là 530 nghìn tấn trong đó xuất khẩu khoảng 480 nghìn) và công ty cũng cho biết sẽ đa dạng thị trường, xuất khẩu sang các quốc gia Đông Nam Á chứ không chỉ tập trung vào Trung Quốc.
- **Tỷ trọng tiêu thụ thép của HPG theo kênh dân dụng/ công trình dự án/ chất lượng cao là 60-30-10.**
- **Tiến độ KLH Hòa Phát Dung Quất**
 - + **Giai đoạn 2 – KLH Hòa Phát Dung Quất:** Việc đưa vào vận hành GD2 phụ thuộc vào thời gian các chuyên gia nước ngoài có thể sang để vận hành, chạy thử dây chuyền cán HRC. HPG cho biết sẽ cố gắng đưa vào chạy thử dây chuyền trong tháng 7-8 và đưa vào vận hành thương mại trong tháng 9/2020. Kế hoạch sản lượng HPG xây dựng cho năm 2020 là 500 nghìn tấn, đóng góp lợi nhuận 500 tỷ.
 - + **Các hạng mục cảng đã hoàn thành 95%, dự tính tháng 6/2020 sẽ đón tàu 200,000 DWT.** Việc đón được tàu lớn sẽ giúp cho HPG có thể nhập khẩu quặng trực tiếp từ các quốc gia khác như Brazil mà không phải qua các cảng trung chuyển, giúp tiết kiệm chi phí vận chuyển 3-5 USD/tấn.
- **Việc sản xuất HRC:** HPG cho biết giá thành SX sẽ cao hơn thép dài do CP đầu tư ban đầu cao hơn nhưng chạy sẽ có lãi.
- **Nguồn cung và giá nguyên vật liệu**
 - Quặng sắt:**
 - + Giá quặng sắt từ đầu năm đến nay vẫn ở mức cao, trái với kỳ vọng và nhiều dự báo.
 - + HPG tích cực tìm kiếm các mỏ ở Úc nhằm tìm kiếm cơ hội đầu tư hơn là cho nhu cầu “an ninh lương thực” do trữ lượng quặng sắt thế giới còn lớn.
 - Than:**
 - + Giá than trong xu hướng giảm, giúp HPG tiết kiệm chi phí đáng kể (than chiếm 35%-40% giá thành SX)
- (3) Mảng nông nghiệp**
 - Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận của mảng nông nghiệp trong Q1.2020 là khoảng 60% từ lợn, 30% từ bò và 10% từ thức ăn chăn nuôi và các SP khác.
 - Sản phẩm lợn: HPG tự chủ 100% giống. Khả năng cung cấp 5,000-10,000 con/ tháng và khoảng 200,000 con lợn thịt/năm (tương đối nhỏ so với các đối thủ khác trên thị trường).
 - Sản phẩm bò Úc: 150,000-170,000 con (thị phần 50%)
 - Sản phẩm trứng: 700,000 quả.
 - HPG đang phân phối chủ yếu thông qua thương lái và các đại lý, chưa phát triển thương hiệu riêng. Khâu chế biến hiện đang dừng lại ở bước nghiên cứu.

Phân tích kỹ thuật

HPG – CTCP Tập đoàn Hòa Phát – Chuẩn bị xuất phát

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: xuất hiện Golden Cross.
- Chỉ báo RSI: Tăng dần trên giá trị 50 nhưng chưa đi vào vùng quá mua.
- Đường MA: EMA12 ở dưới EMA26.

Nhận định:

HPG đang trong quá trình tăng giá trở lại sau khi đã rớt giá mạnh trong đầu năm do ảnh hưởng bởi đà bán tháo của thị trường chung. Các chỉ báo kỹ thuật hiện đang dần chuyển sang trạng thái tích cực. Đường EMA12 tuy vẫn còn ở dưới đường EMA26 nhưng giá cổ phiếu cũng đã cắt vượt qua hai đường này nên chúng đã trở thành dải hỗ trợ mềm cho HPG. Thanh khoản trong những tuần gần đây có chiều hướng giảm dần cho thấy phần lớn các nhà đầu tư đang đứng ngoài do chưa chắc chắn về sự bền vững của đà tăng hiện tại nhưng khối lượng giao dịch vẫn giữ giá trị tốt và ổn định. Điều đáng chú ý là chỉ báo MACD vừa tạo Golden Cross nên đây có thể là sự đánh dấu cho sự khởi đầu của một quá trình tăng dài hạn của HPG. Bên cạnh đó, chỉ báo động lượng RSI cũng đang tăng dần trên giá trị 50 và vẫn còn cách khá xa vùng quá mua nên dư địa tăng vẫn còn nhiều. Dự kiến HPG có thể sẽ tiếp cận trở lại vùng giá xung quanh 26 và sự điều chỉnh ngắn hạn tiềm năng xuất hiện tại khu vực này trước khi tiếp tục đà tăng của mình.

Khuyến nghị:

Nhà đầu tư có thể mua khi cổ phiếu vẫn dao động tại khu vực xung quanh mốc 23.5 và nên ưu tiên nắm giữ trong dài hạn. Nếu giao dịch ngắn và trung hạn có thể chốt lãi một phần khi cổ phiếu tiến vào vùng giá 28-28.5, cắt lỗ nếu mốc 21 bị xuyên thủng.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

Phụ lục 01: Báo cáo kết quả kinh doanh

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A	2020 F	2021 F
Doanh thu thuần	33,283	46,162	55,836	63,658	83,422	99,988
Giá vốn hàng bán	24,533	35,536	44,166	52,473	67,297	80,260
Lợi nhuận gộp	8,751	10,626	11,671	11,185	16,125	19,728
Chi phí bán hàng	490	595	677	873	1,165	1,357
Chi phí QLDN	405	409	444	569	689	797
EBIT	7,856	9,622	10,550	9,743	14,271	17,575
Doanh thu tài chính	197	186	294	471	249	425
Chi phí tài chính	368	556	772	1,182	3,140	3,554
Lợi nhuận trước thuế	7,702	9,288	10,071	9,097	11,380	14,446
Thuế TNDN	6,602	8,007	8,573	7,527	9,616	11,990
Lợi nhuận sau thuế	7,162	4,074	4,037	3,082	3,483	4,343
EPS cơ bản (đồng)	33,283	46,162	55,836	63,658	83,422	99,988

Phụ lục 02: Bảng cân đối kế toán

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A	2020 F	2021 F
Tài sản ngắn hạn	18,183	33,068	25,309	30,437	45,343	57,407
Tiền và tương đương tiền	5,252	14,201	6,240	5,919	13,983	20,010
Các khoản phải thu	2,395	6,555	3,210	3,561	4,440	5,280
Hàng tồn kho	10,247	11,749	14,115	19,412	24,896	29,692
Tài sản ngắn hạn khác	289	562	1,743	1,544	2,024	2,426
Tài sản dài hạn	832	833	834	835	836	837
Tài sản cố định	12,488	13,012	12,565	30,980	56,509	69,153
Xây dựng dở dang	1,155	5,469	38,107	37,435	14,185	-
Tài sản dài hạn khác	919	1,058	1,756	2,004	2,626	3,148
TỔNG TÀI SẢN	33,227	53,022	78,223	101,776	118,983	130,016
Nợ phải trả	13,376	20,625	37,600	53,989	67,702	70,084
Phải trả ngắn hạn	3,734	4,226	8,707	7,507	9,219	10,995
Vay ngắn hạn	5,488	11,329	11,495	16,838	23,810	23,981
Vay và thuê tài chính dài hạn	972	1,651	12,811	19,842	22,561	16,724
Vốn chủ sở hữu	19,850	32,398	40,623	47,786	51,281	59,933
TỔNG NGUỒN VỐN	33,227	53,022	78,223	101,775	118,983	130,016

Nguồn: BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel:+84439352722
Fax:+84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:+84838218885
Fax:+84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

