Shinhan Securities



CTCP Tập đoàn Hòa Phát

[Việt Nam / Thép]

Bloomberg Code (HPG VN) | Reuters Code (HPG.HM)

MUA

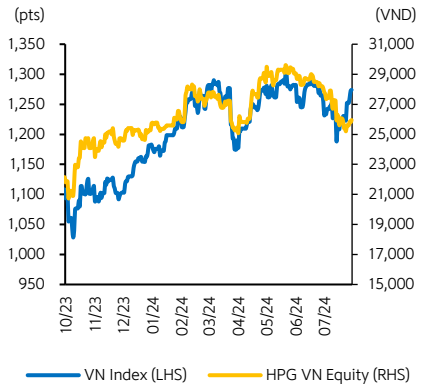
Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**34,000 VND**
Giá hiện tại (28/08/2024)	26,000 VND
Suất sinh lời (%)	31%

VNINDEX	1,281.14
HNXINDEX	238.23
Vốn hóa (tỷ VND)	166,302
SLCP lưu hành (triệu CP)	6,396
Tự do giao dịch (triệu CP)	3,578
52-tuần cao/thấp (VND)	29,600/20,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	22.13
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	627
Cổ đông lớn (%) Trần Đình Long	26.08%
Dragon Capital	7.65%

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-7.1	-0.4	-0.4
So với VN-Index (%)	-6.3	-3.3	-0.1

Nguồn: Bloomberg



Lê Thiên Hương

☎ (84-28) 6299-8004

✉ huong.lt1@shinhan.com

Ly Bùi - Giám đốc Phân tích

☎ (84-28) 6299-8029

✉ ly.btt@shinhan.com





Bước chuyển mình

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,000 đồng

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) là một trong những doanh nghiệp ngành thép hàng đầu Việt Nam. Chúng tôi định giá lần đầu đối với cổ phiếu HPG ở mức giá 34,000 đồng tương ứng với mức sinh lời 31%, bằng phương pháp định giá P/E và DCF với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50%, với những luận điểm chính sau: **(i)** "Ông trùm" thép Việt Nam với triển vọng dự án Dung Quất 2, **(ii)** Cú "huých" từ thị trường Bất động sản dân dụng và Đầu tư công, **(iii)** Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tận dụng chi phí đầu vào thấp**, (iv)** Thuế chống bán phá giá (CBPG) HRC nhập khẩu giúp giảm áp lực cạnh tranh trong nước.

"Ông trùm" thép Việt Nam và triển vọng dự án Dung Quất 2 vận hành đầu năm 2025

Trải qua chu kỳ "trầm lặng" của thị trường thép trong nước và thế giới, Hòa Phát vẫn giữ vững thị phần số 1 nội địa với lợi thế sở hữu "full" chuỗi giá trị ngành thép. Tính đến T5/2024, thị phần thép xây dựng của HPG đã đạt 38%. Bên cạnh đó, **siêu dự án Khu liên hợp Gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 sẽ nâng tầm vị thế của Hòa Phát từ năm 2025**, góp phần tăng sản lượng hơn 70% so với hiện tại.

Cú "huých" từ thị trường Bất động sản dân dụng và Đầu tư công

Thị trường Bất động sản dân dụng (chiếm 60% nhu cầu tiêu thụ thép) sẽ khởi sắc từ cuối năm 2024 nhờ: **(1)** Chính sách tín dụng nới lỏng đang dần "ngấm" đối với thị trường Bất động sản, **(2)** Tình trạng thủ tục pháp lý chồng chéo được cải thiện nhờ các bộ luật liên quan có hiệu lực sớm từ ngày 1/8/2024. Ngoài ra, tiến độ giải ngân đầu tư công kỳ vọng bứt tốc trong nửa cuối năm 2024 sẽ là điểm sáng cho ngành thép.

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tận dụng chi phí đầu vào thấp

Biên lợi nhuận gộp của mảng thép sẽ tiếp tục được cải thiện từ mức 8.8% năm 2023 lên 13.5% năm 2024 và 15% năm 2025 nhờ (1) giá nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục neo ở mức thấp, (2) Giá thép trong nước kỳ vọng phục hồi vào giai đoạn cuối năm 2024, đầu năm 2025.

Khởi xướng áp thuế chống bán phá giá đối với HRC nhập khẩu vào Việt Nam

Việc làn sóng thép ngoại sẽ được hạn chế (nhập khẩu thép HRC từ Trung Quốc 4.4 triệu tấn tính đến tháng 6/2024, + 52.6% YoY) nếu bộ Công Thương có kết luận áp dụng thuế CBPG với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ từ cuối năm nay.

Rủi ro : (1) Rủi ro biến động giá thép và giá than cốc; **(2)** Chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản thẩm thấu chậm; **(3)** Rủi ro tình hình thị trường Bất động sản tại Trung Quốc; **(4)** Rủi ro xuất khẩu qua Châu Âu; **(5)** Rủi ro cạnh tranh với thép giá rẻ đến từ Trung Quốc.

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**141,409**	**118,953**	**138,266**	**180,182**	**240,697**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	7,651	12,707	18,339	35,731
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**8,444**	**6,800**	**11,411**	**16,586**	**32,082**
EPS (đồng)	1,452	1,117	1,954	2,844	5,509
BPS (đồng)	16,511	17,674	18,753	19,748	22,074
OPM (%)	7%	6%	9%	10%	15%
NPM (%)	6%	6%	8%	9%	13%
ROE (%)	**9%**	**7%**	**10%**	**11%**	**17%**
PER (x)	11.0	23.8	13.2	9.1	4.7
PBR(x)	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	7.8	11.9	9.0	6.9	3.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 Tổng quan doanh nghiệp

7 Quan điểm đầu tư

11 Dự phóng kết quả kinh doanh

14 Định giá và khuyến nghị

19 Rủi ro

20 Phụ lục: Báo cáo tài chính

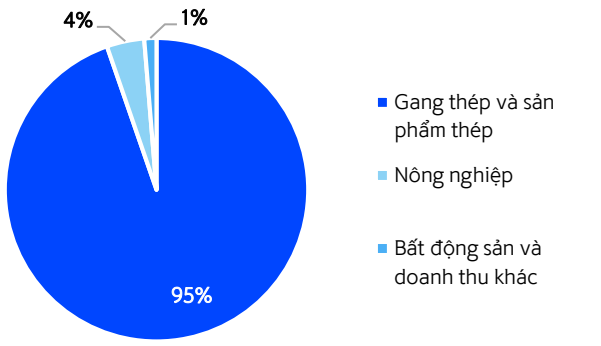
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành doanh nghiệp

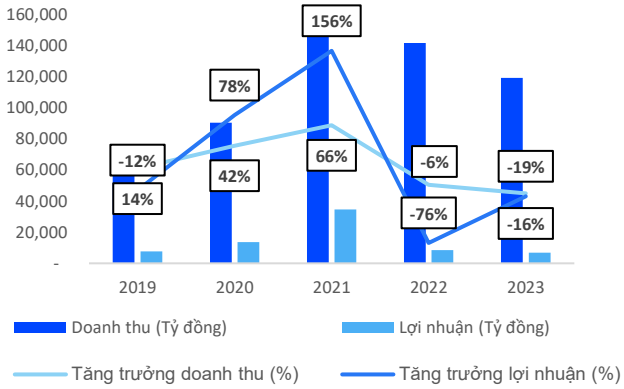
Tập đoàn Hòa Phát được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như nội thất, ống thép, thép xây dựng, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Ngày 15/11/2007, Hòa Phát chính thức niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam với mã chứng khoán HPG.

Hiện nay, tập đoàn hoạt động trong 05 lĩnh vực**: Gang thép (thép xây dựng, thép cuộn cán nóng), Sản phẩm thép (gồm Ống thép, tôn mạ, thép rút dây, thép dự ứng lực), Nông nghiệp, Bất động sản và điện máy gia dụng.** Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Hòa Phát là Thép, đóng góp trên 90% doanh thu và lợi nhuận của cả tập đoàn. Với công suất trung bình 8.5 triệu tấn thép thô/ năm, Hòa Phát đang nắm giữ top 1 thị phần Việt Nam về thép xây dựng và ống thép, top 10 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam và nằm trong 15 công ty thép có mức vốn hóa lớn nhất trong ngành thép thế giới. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trung bình của Hòa Phát từ năm 2019-2023 đạt 22% và 35%.

Cơ cấu doanh thu Hòa Phát năm 2023 (%)

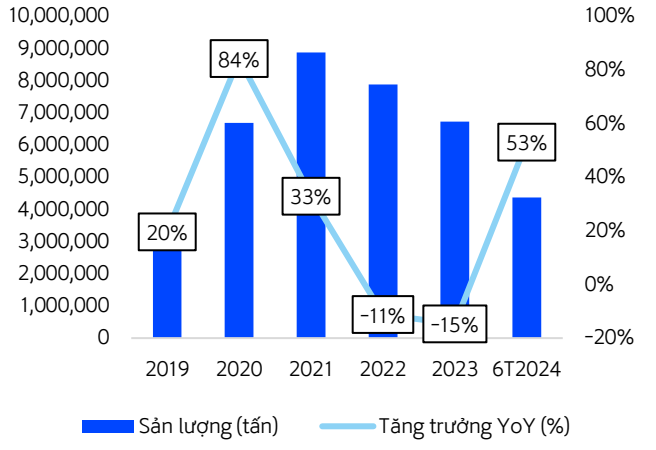


Doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát 2019-2023 (Tỷ đồng)

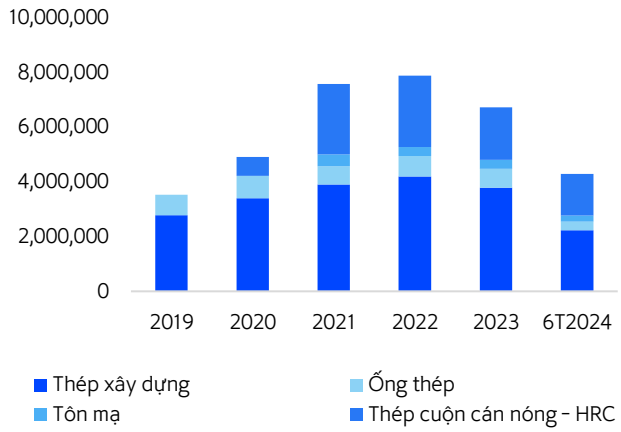


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng bán hàng Hòa Phát 2019 – 6T2024 (tấn)



Sản lượng tiêu thụ theo cơ cấu sản phẩm 2019-6T2024 (tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

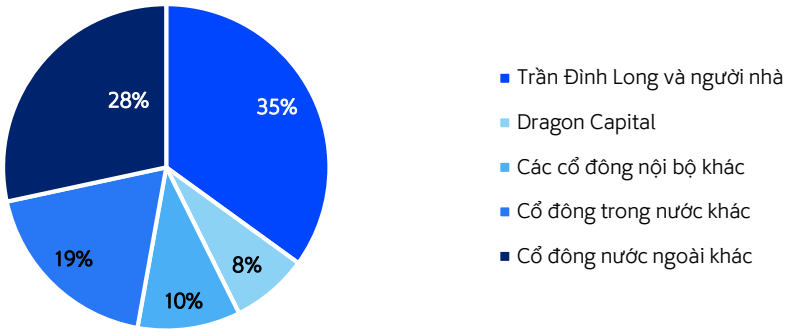
Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng - HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ. Trong đó, đóng góp lớn nhất là thép xây dựng (50%) và thép cuộn cán nóng – HRC (37%).

Sản lượng bán hàng của thép Hòa Phát cũng có sự tăng trưởng đáng kể. Trong vòng 5 năm, sản lượng thép của Hòa Phát đã tăng trưởng gần gấp đôi từ 3.5 triệu tấn trong năm 2019 lên 6.7 triệu tấn vào năm 2023.

1. Cơ cấu cổ đông

Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành của HPG tại ngày 30/07/2024 là gần 6.4 tỷ cổ phiếu. Trong đó, tổng tỷ lệ sở hữu của ông Trần Đình Long – chủ tịch HĐQT HPG và người nhà chiếm 35%. Ngoài ra, quỹ Dragon Capital nắm giữ 8%, các cổ đông nội bộ khác nắm 10%, còn lại là các cổ đông trong nước và nước ngoài khác.

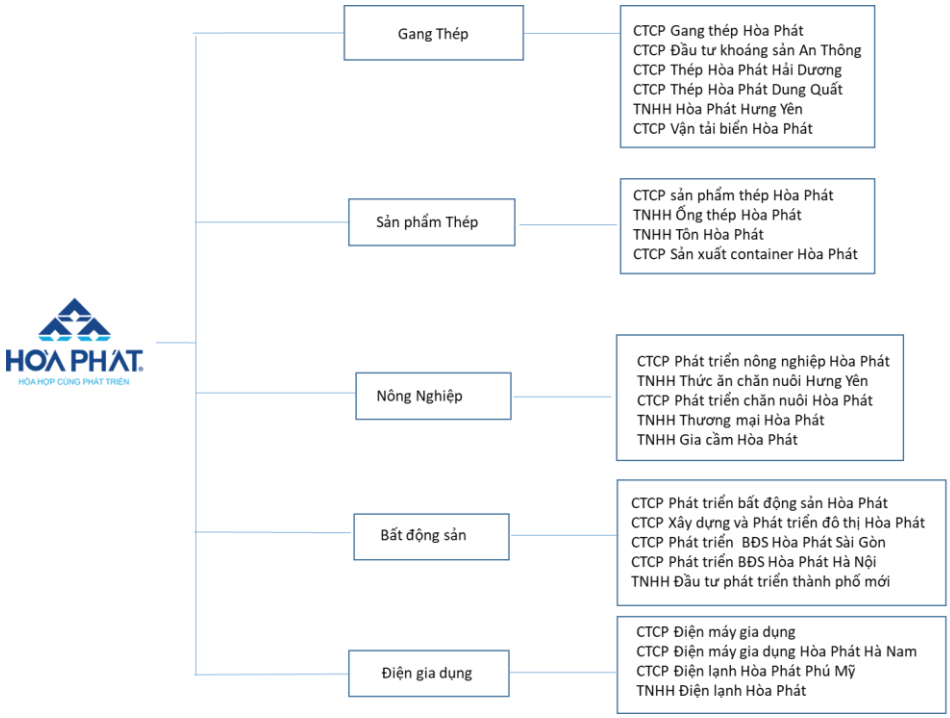
Cơ cấu cổ đông Hòa Phát (%)



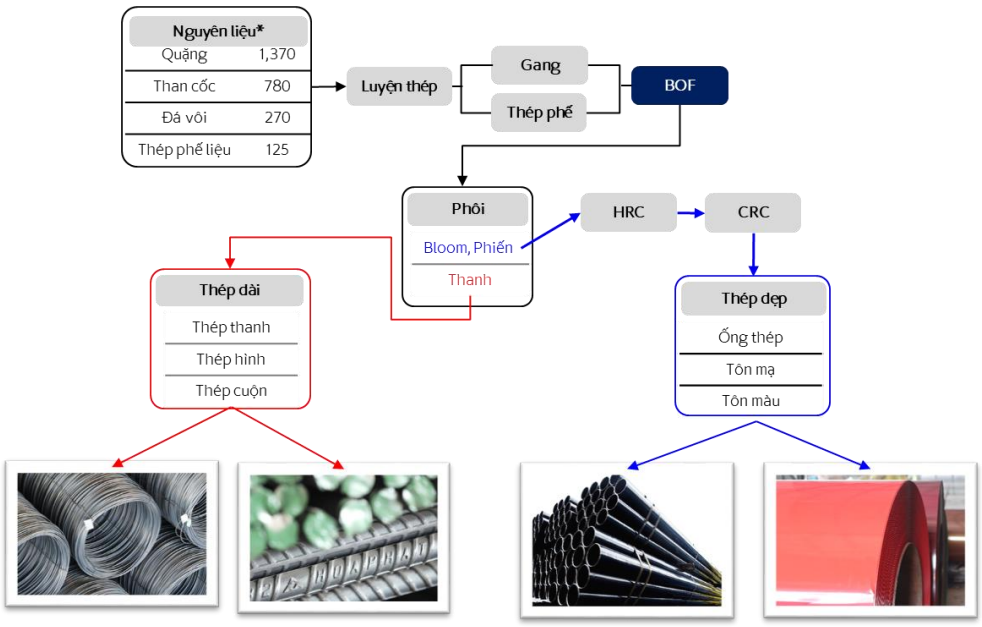
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

2. Cơ cấu tổ chức

Hoạt động kinh doanh của HPG gồm 5 mảng: **Gang Thép, Sản phẩm thép, Nông Nghiệp, Bất động sản, Điện gia dụng.** HPG sở hữu tổng cộng 24 công ty con với nhiều lĩnh vực khác nhau.



3. Chuỗi giá trị mảng Thép

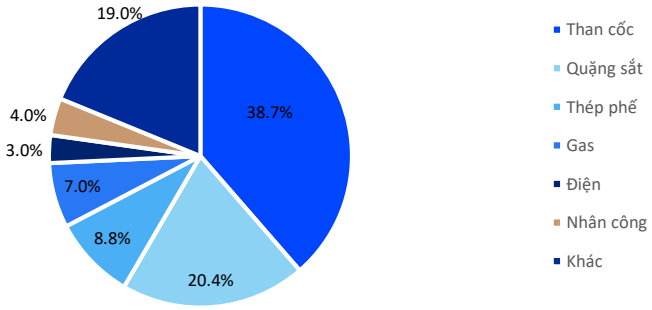


(*) Đơn vị: tấn

3.1. Đầu vào:

Than cốc, quặng sắt và thép phế là 3 thành phần chính trong giá thành sản xuất thép của HPG. Doanh nghiệp sử dụng công nghệ lò cao để luyện gang và lò thổi oxy (BOF) để luyện thép. Trong năm 2023, than cốc (38.7%), quặng sắt (20.4%), và thép phế (8.8%) chiếm tỷ trọng 67.9% chi phí luyện ra 1 tấn thép theo công nghệ lò BOF.

Cơ cấu chi phí của mảng thép Hòa Phát (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

3.2. Sản xuất:

HPG sử dụng công nghệ sản xuất thép chu trình tuần hoàn, khép kín hiện đại của Châu Âu, với các công đoạn chính gồm có: Tinh luyện nguyên liệu thô (thiêu kết, vê viên quặng sắt + luyện than cốc) -> Lò cao-> Lò thổi -> Đúc phôi -> Cán thép. Với công suất thiết kế tính đến năm 2023 là 8.5 triệu tấn thép thô/năm, HPG hoạt động sản xuất thép tập trung tại 3 tỉnh Hải Dương, Hưng Yên và Quảng Ngãi.

Doanh nghiệp đang đẩy mạnh kế hoạch mở rộng mảng Gang thép khi xây dựng thêm nhà máy Hòa Phát Dung Quất 2, dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2025 và nâng công suất thép thô của Hòa Phát lên 14.5 triệu tấn thép thô/năm.

3.3. Đầu ra:

Danh mục sản phẩm của HPG phong phú hơn các doanh nghiệp khác trên thị trường. Đầu ra

mảng thép của HPG gồm có kinh doanh phôi thép và các sản phẩm sau cán gồm có **thép xây dựng, thép đặc biệt (dây rút đen, dây rút mạ kẽm,…), thép HRC, ống thép và tôn mạ.** Tại Việt Nam, duy nhất HPG có năng lực sản xuất các sản phẩm thép đặc biệt như thép dự ứng lực (PC Bar và PC strand), thép dây mạ kẽm, vỏ container, phục vụ xuất khẩu tới các thị trường khó tính như EU, Mỹ, Canada,…



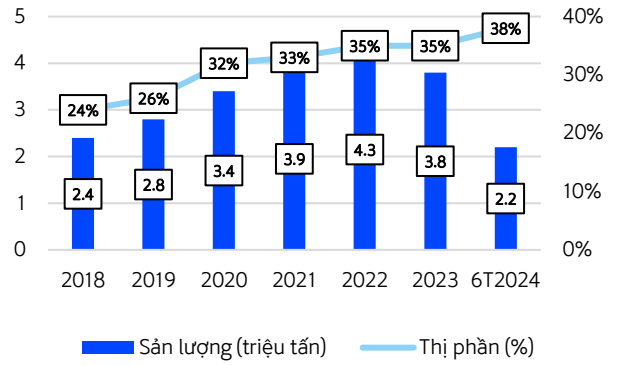
Mặc dù trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm của thị trường thép trong nước và thế giới, thị phần HPG không chỉ giữ vững mà còn liên tục tăng trưởng. Tính đến T6/2024, **HPG cung cấp lần lượt 38% và 27% nhu cầu thép xây dựng và ống thép trong nước.**

Quan điểm đầu tư

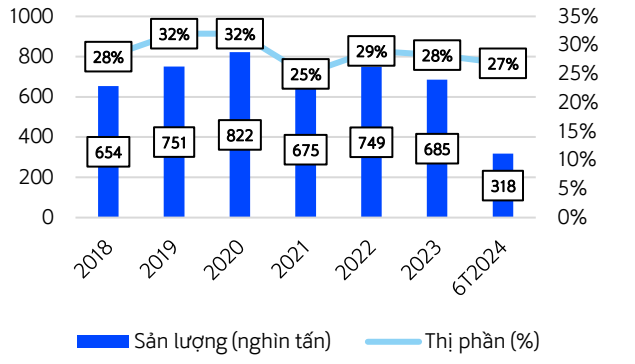
1. "Ông trùm" thép Việt Nam và triển vọng dự án Dung Quất 2 vận hành đầu năm 2025

HPG là "ông trùm" sản xuất thép trong nước với thị phần ~38% tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng. **Miếng bánh thị phần của HPG sẽ tiếp tục nở ra khi dự án Khu Liên hợp gang Thép Hòa Phát Dung Quất 2 đi vào hoạt động vào đầu năm 2025** (năm bản lề của nền kinh tế nói chung và thị trường Bất động sản nói riêng); dự kiến đưa tổng công suất HRC lên 8.6 triệu tấn/năm. Thực tế, biên lãi gộp của mảng HRC ở nội địa cao hơn so với việc xuất khẩu, nên khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động, HRC tiêu thụ tại thị trường nội địa sẽ được đẩy mạnh hơn; trong bối cảnh nguồn cung HRC chưa đủ cầu trong nước.

Sản lượng và thị phần thép xây dựng 2018 – 6T/2024



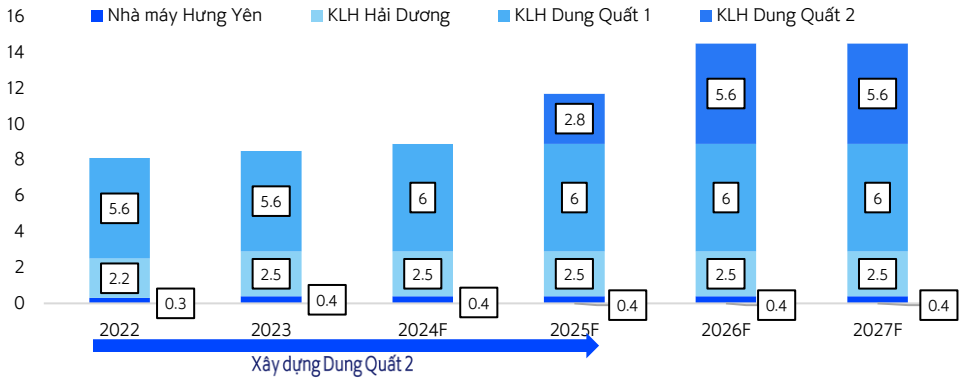
Sản lượng và thị phần ống thép 2018 - 6T/2024



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cập nhật tiến độ của Dự án Dung Quất 2: dự án Dung Quất 2 sẽ được chia thành 2 giai đoạn với giai đoạn 1 sẽ hoàn thành vào Q4/2024 với công suất đạt 2 triệu tấn thép HRC. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ sẽ hoàn thành vào Q3/2025 với công suất đạt 3.6 triệu tấn thép HRC. **Doanh nghiệp cho biết hiện tại đã hoàn thành 80% ở giai đoạn 1.** Dự kiến Q1/2025 sẽ có những sản phẩm đầu tiên đưa ra thị trường. Sau khi hoàn thành toàn bộ dự án, năng lực sản xuất thép thô của Hòa Phát sẽ đạt trên 14.5 triệu tấn/ năm.

Công suất thép thô của Hòa Phát 2017-2027 (triệu tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

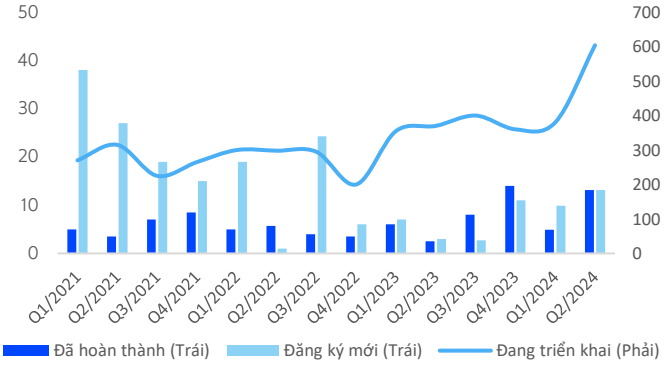
Những lợi thế giúp Hòa Phát giữ vững vị thế ở sân chơi thép: **(1)** doanh nghiệp Việt duy nhất

sở hữu "full" chuỗi giá trị ngành thép, và có thể sản xuất ra thép chất lượng cao; **(2)** hệ thống phân phối rộng khắp; **(3)** lợi thế về cảng nước sâu Dung Quất, HPG có thể nhập nguyên liệu khối lượng lớn với giá rẻ hơn từ 3-5 USD/Tấn (trên tổng nhu cầu nguyên liệu nhập khẩu từ 10-15 triệu tấn/năm), **(4)** Dung Quất 2 là "cú đấm thép" khẳng định vị thế của doanh nghiệp trong dài hạn.

Song, chúng tôi cho rằng **khả năng tiêu thụ lượng HRC của Hòa Phát sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động phụ thuộc lớn vào chính sách thuế chống bán phá giá với HRC Trung Quốc do** (1) Tình trạng cạnh tranh mạnh mẽ giữa thép Trung Quốc và thép nội địa, (2) tình trạng cung vượt cầu có thể xảy ra nếu CBPG không được áp dụng.

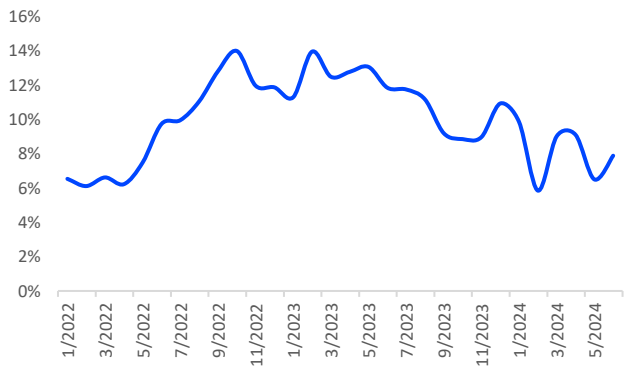
2. Cú "huých" từ thị trường Bất động sản dân dụng và Đầu tư công

Số lượng dự án nhà ở thương mại Q1/2021-Q2/2024 (Dự án)



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tín dụng ngành Xây dựng và Bất động sản (%)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Thị trường Bất động sản dân dụng sẽ khởi sắc từ cuối năm 2024 do**:**

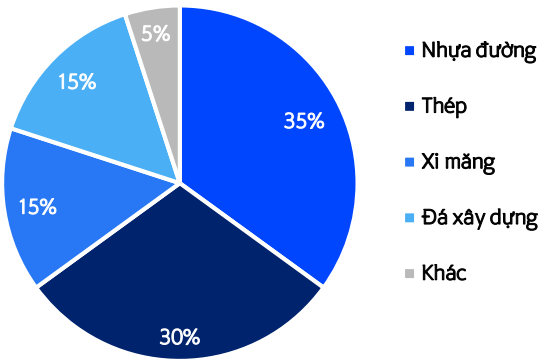
Thứ nhất, các chính sách gỡ rối cho thị trường Bất động sản như: **(1)** Luật Nhà ở, **(2)** Luật Kinh doanh Bất động sản, **(3)** Luật Đất đai sửa đổi có hiệu lực sớm hơn từ ngày 1/8/2024; sẽ cởi trói pháp lý, tạo đà cho sự khởi sắc của thị trường Bất động sản trong thời gian tới.

Thứ hai, **mặt bằng lãi suất thấp được duy trì liên tục từ năm 2023 cho đến hiện tại** (trong tháng 6/2024, lãi suất cho vay trung và dài hạn bình quân khoảng 6.9-9.3%/năm, mức thấp nhất trong vòng 2 năm) sẽ là yếu tố hỗ trợ thanh khoản cho nền kinh tế nói chung và thị trường Bất động sản nói riêng. Thực tế, trong Q2/2024, số lượng dự án đăng ký, cấp phép và hoàn thành đã có sự phục hồi mạnh so với Q1, tương đương với số lượng của cả năm 2023. Đồng thời, tăng trưởng tín dụng cho ngành xây dựng và Bất động sản ghi nhận tín hiệu phục hồi, giá bán căn hộ cũng tăng lên trong Q2, đặc biệt tại phân khúc căn hộ sơ cấp. Như vậy, ngành Bất động sản đang dần "bám sát" tiến trình hồi phục; kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho ngành thép trong cuối năm. Tuy nhiên, những bộ luật mới có hiệu lực cần thời gian để "ngấm" vào thị trường (khoảng 6 tháng), nên sự hồi phục rõ nét sẽ đến vào giai đoạn cuối năm 2024, đầu năm 2025.

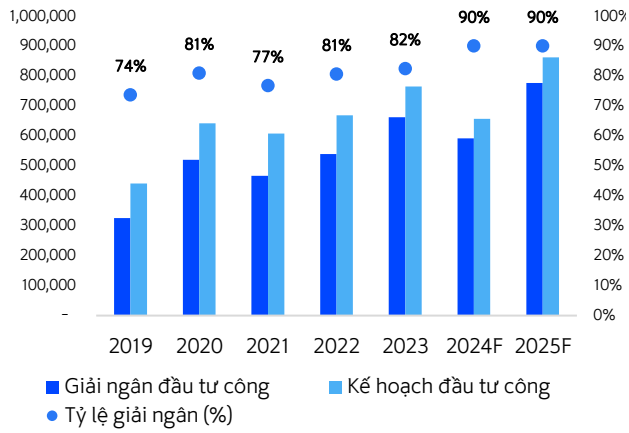
Đầu tư công là điểm sáng cho ngành thép trong năm

Với việc các dự án lớn đều đã xong khâu đấu thầu, đang bước vào thi công, thì việc huy động lớn lượng nguyên vật liệu cho năm 2024 là động lực quan trọng đối với ngành thép. Theo kế hoạch, tổng vốn đầu tư công năm 2024 đạt 669,264 tỷ đồng (-12 YoY); tính đến hết tháng 7/2024, cả nước đã giải ngân được 232,091 tỷ đồng (đạt 34.6% kế hoạch). Dự kiến, tiến độ xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ được đẩy nhanh hơn trong 5 tháng cuối năm2024 để sớm hoàn thành mục tiêu đề ra.

Cơ cấu nguyên vật liệu xây dựng cầu đường (%)



Giải ngân đầu tư công 2018 – 2025 (tỷ đồng)



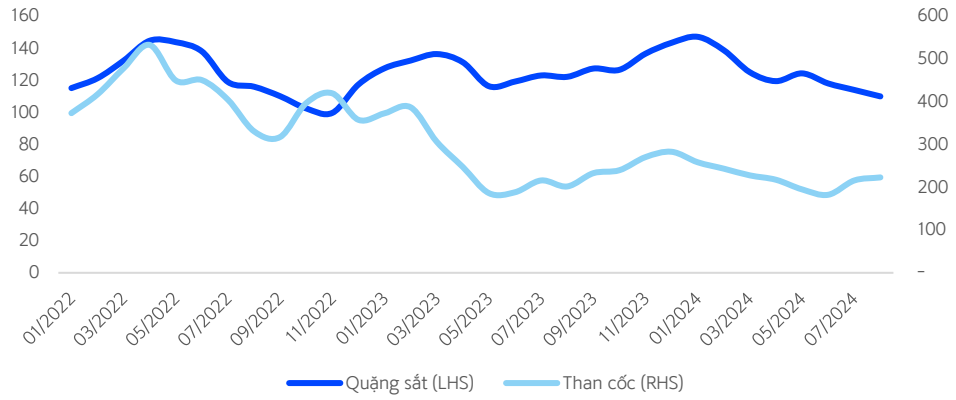
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

3. Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tận dụng chi phí đầu vào thấp

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng thép sẽ cải thiện từ mức 8.8% năm 2023 lên mức 13.5% năm 2024 và 15% năm 2025 nhờ **(1)** giá nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục neo ở mức thấp, **(2)** Giá thép trong nước hồi phục nhẹ.

Thứ nhất, giá than cốc, quặng sắt, thép phế tiếp tục điều chỉnh trong Q3/2024 do **(1)** tình trạng dư thừa nguồn cung thép tại Trung Quốc làm giảm nhu cầu cho nguyên vật liệu, **(2)** nguồn cung quặng sắt gia tăng tại Úc. Chúng tôi cho rằng **giá quặng sắt và than cốc sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2024,** lần lượt ở mức 116 USD/tấn (-5% YoY) và 190 USD/tấn (-6%YoY) do nhu cầu yếu và nguồn cung ổn định. Trong ngắn hạn, việc giá nguyên liệu đầu vào neo ở mức thấp là nhân tố níu chân các nhà sản xuất thép trong bối cảnh giá thép điều chỉnh.

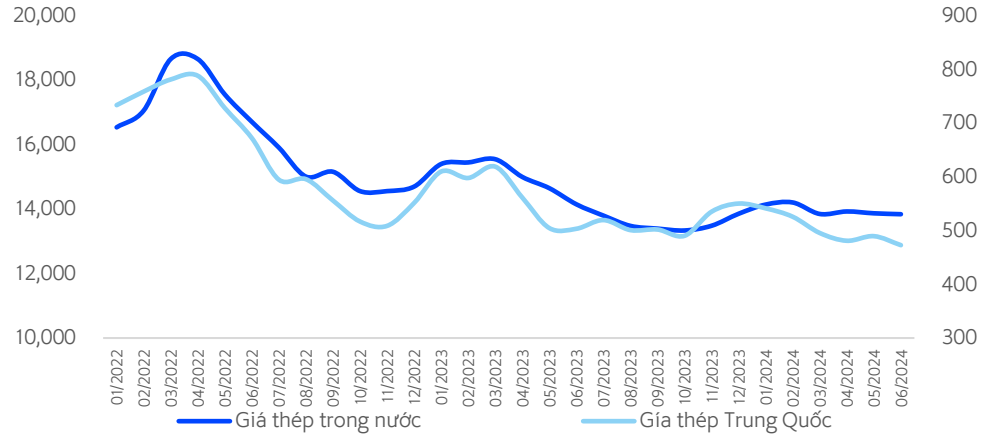
Gía quặng sắt và than cốc (USD/Tấn)



Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Thứ hai, mặc dù giá thép Trung Quốc đã giảm ~17.2%YTD, do sự "trì trệ" kéo dài của thị trường Bất động sản khiến lượng hàng tồn kho thép gia tăng.; **giá thép trong nước vẫn không giảm quá mạnh (-2.1% YTD)**. Chúng tôi đánh giá, giá thép Trung Quốc đang tiến vào giai đoạn đáy và sẽ không giảm đáng kể so với giá hiện tại bởi nếu giá tiếp tục điều chỉnh có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các nhà máy thép và khiến sản lượng thấp hơn trong những tháng tới. Dựa trên quan điểm về sự phục hồi của nhu cầu nội địa, **chúng tôi cho rằng giá thép trong nước có thể sẽ hồi phục nhẹ (+7% YoY) trong năm 2024** nhờ giá thép thế giới tạo đáy và nhu cầu nội địa hồi phục.

Giá thép trong nước và Trung Quốc (USD/ Tấn)



Nguồn: Bloomberg và Fiinpro, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

4. Khởi xướng áp thuế chống bán phá giá đối với HRC và tôn mạ nhập khẩu vào Việt Nam

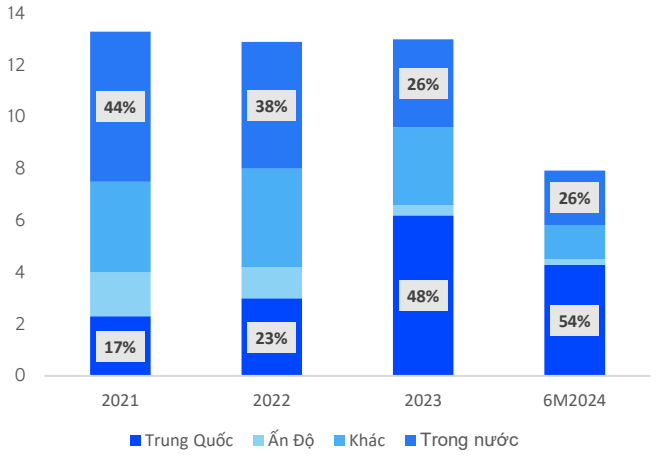
Thuế chống bán phá giá với sản phẩm HRC và tôn mạ từ Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc dự kiến sớm được ban hành vào T10, T11/2024. Đây sẽ là động lực giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ của HPG, nhất là ở sản phẩm HRC. Sau khi nâng công suất nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động vào đầu năm 2025, thị trường nội địa sẽ là thị trường tiêu thụ chính của HPG, và việc áp thuế CPBG sẽ giảm áp lực cạnh tranh từ thép ngoại khi có tới 60-70% tiêu thụ ngành tới từ nhập khẩu.

Tiến độ điều tra chống bán phá giá HRC và tôn mạ:

- **CBPG đối với HRC nhập khẩu:** Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định số 1985/QĐ-BCT về quyết định điều tra CBPG đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ vào ngày 26/07/2024. Qua đó, bên khiếu nại đã cung cấp đủ dữ liệu cho thấy biên độ bán phá giá đối với HRC từ Ấn Độ là 22.27% và từ Trung Quốc là 27.83%. **Nếu có đủ bằng chứng, biện pháp CPBG tạm thời với HRC nhập khẩu sẽ được áp dụng vào giữa tháng 11/2024.**
- **CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu**: Bộ Công Thương đã ban hành quyết định số 1535/QD-BCT điều tra chính thức tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Qua đó, bên khiếu nại đã cung cấp đầy đủ dữ liệu cho thấy biên độ bán phá giá là 69.23% đối với tôn mạ nhập khẩu của Trung Quốc và 3.41% đối với tôn mạ nhập khẩu từ Hàn Quốc, đồng thời đề xuất mức thuế CBPG tương đương. **Nếu có đủ bằng chứng, biện pháp CBPG tạm thời với tôn mạ nhập khẩu sẽ được áp dụng vào giữa tháng 9/2024.**

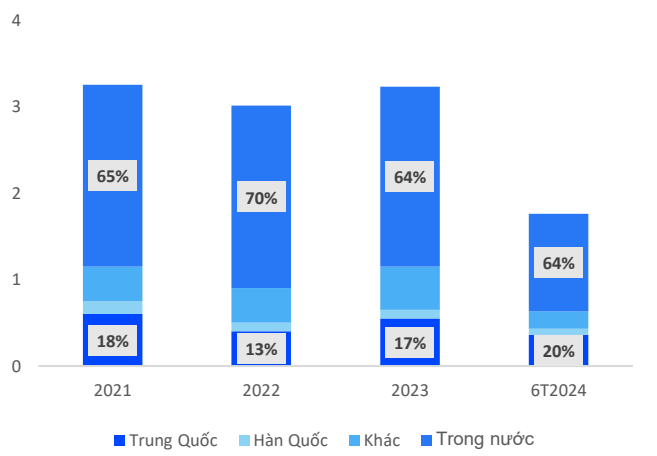
  Chúng tôi cho rằng việc áp dụng thuế chống bán phá giá với HRC và tôn mạ là cần thiết trong bối cảnh **(1)** sản lượng tiêu thụ thép trong nước sụt giảm do cạnh tranh gắt gao với thép nhập khẩu dẫn giá thép trong nước bị ảnh hưởng, **(2)** công suất các lò sản xuất HRC trong nước sẽ gia tăng trong năm 2025 để đáp ứng tốt nhu cầu nội địa, nên cần có biện pháp để bảo vệ lợi ích của các doanh nghiệp.

Cơ cấu nguồn cung HRC Việt Nam (Triệu tấn)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu nguồn cung tôn mạ Việt Nam (Triệu tấn)



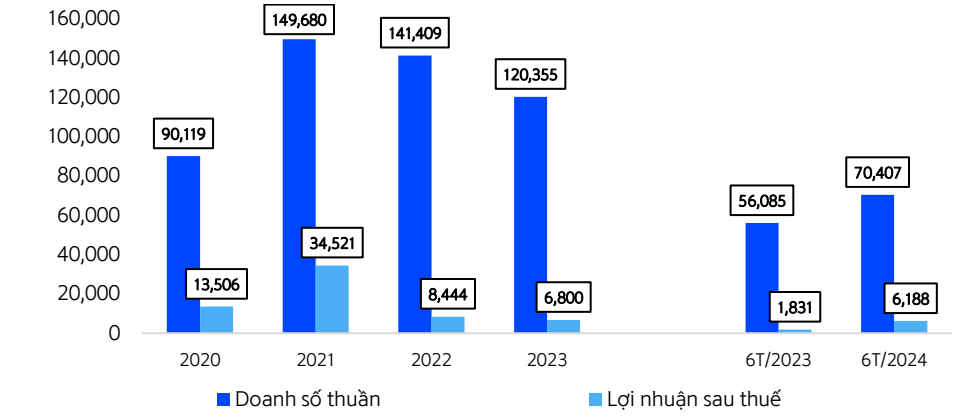
Nguồn: Tổng cục Hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng kết quả kinh doanh

1. Cập nhật kết quả kinh doanh 6T/2024

Kết quả kinh doanh Hòa Phát trong 6T/2024 tăng mạnh so với mức nền thấp cùng kỳ

Doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát 2019-6T/2024 (tỷ đồng)

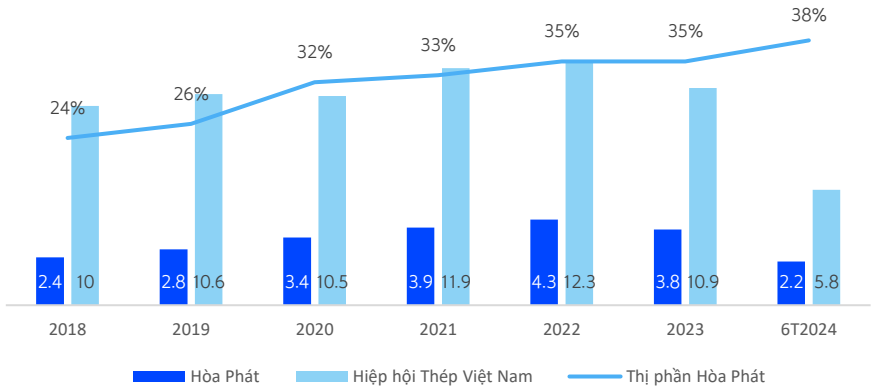


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hòa Phát đạt **doanh thu thuần trong 6T/2024 là 70,407 tỷ đồng (+25% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 6,188 tỷ đồng (+237% YoY).** Kết quả tích cực chủ yếu đến từ **(1)** doanh thu tăng mạnh nhờ sự đóng góp của mảng thép xây dựng, **(2)** biên lợi nhuận ròng cải thiện (từ 3.2% lên 8.7%) và **(3)** chi phí tài chính sụt giảm.

Tính chung 6 tháng 2024, Hòa Phát đã sản xuất 4.37 triệu tấn thép thô (+53% YoY), **động lực tăng trưởng sản lượng chính đến từ thép xây dựng (2.22 triệu tấn, +39% YoY)**, sản lượng HRC đạt 1.5 triệu tấn (+25.7 YoY). Thị phần thép xây dựng trong nước vẫn duy trì vị thế dẫn đầu với 38%. Sản lượng thép xây dựng tăng mạnh do **(1)** mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái **(2)** nhu cầu xây dựng trong nước bắt đầu hồi phục nhẹ, nhất là trong quý 2 (mùa cao điểm xây dựng).

Sản lượng và thị phần thép xây dựng (triệu tấn)

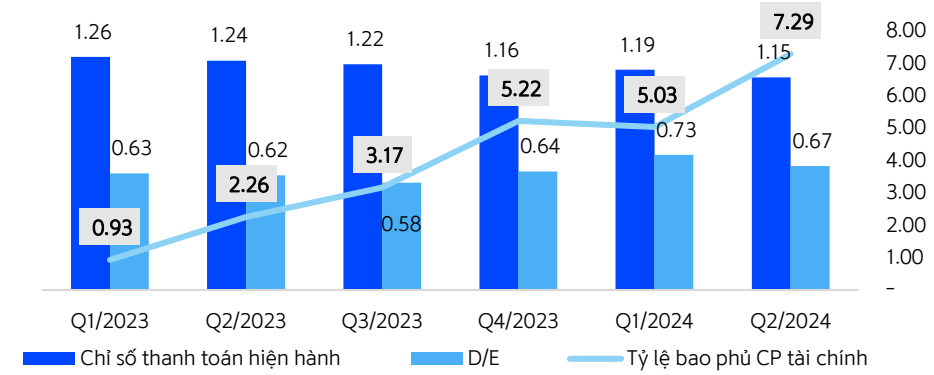


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong điều kiện giá bán thép xây dựng và HRC trong Q2/2024 giảm, Hòa Phát vẫn giữ được mức tăng trưởng về biên lợi nhuận do **(1)** Chi phí tài chính sụt giảm, **(2)** chi phí đầu vào (than cốc, quặng sắt) thấp hơn và việc doanh nghiệp đã tự chủ hoàn toàn nguồn điện từ Q4/2023.

Chi phí tài chính của Hòa Phát đã có sự sụt giảm so với cùng kỳ (-21% YoY). Tỷ lệ bao phủ chi phí tài chính gia tăng đáng kể nhờ chi phí lãi vay giảm (654 tỷ, -11% QoQ) và việc HPG đã điều chỉnh cấu trúc vốn vay linh hoạt (giảm vay USD, tăng vay VND) giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá tăng cao trong Q2. Dư nợ vay dài hạn tăng lên đến từ giải ngân vốn đầu tư cho dự án Dung Quất 2, nhưng nợ vay ngắn hạn giảm. Ngoài ra, Hòa Phát vẫn duy trì được các chỉ số thanh toán hiện hành ở mức quanh 1.2, chỉ số D/E quanh 0.6; cho thấy sức khỏe tài chính ổn định.

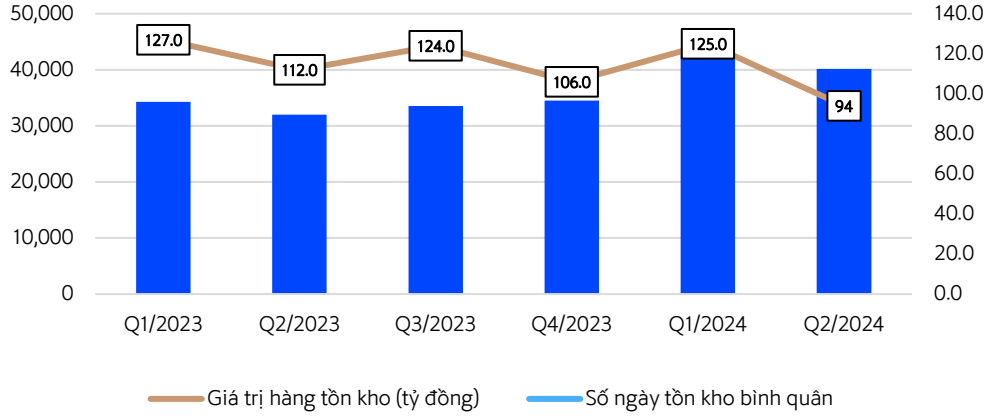
Chỉ số thanh khoản và đòn bẩy của Hòa Phát 2018 – Q2/2024



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Hàng tồn kho ròng và số ngày tồn kho bình quân của HPG đã giảm đáng kể trong Q2/2024, lần lượt ghi nhận 40,164 tỷ và 94 ngày nhờ **(1)** sản lượng tiêu thụ khả quan hơn và **(2)** chính sách kiểm soát nhập NVL đầu vào tương đối chặt chẽ của Hòa Phát trong bối cảnh giá NVL giảm và giá thép nội địa tiềm ẩn rủi ro điều chỉnh.

Hàng tồn kho và số ngày tồn kho bình quân của Hòa Phát Q1/2023-Q2/2024

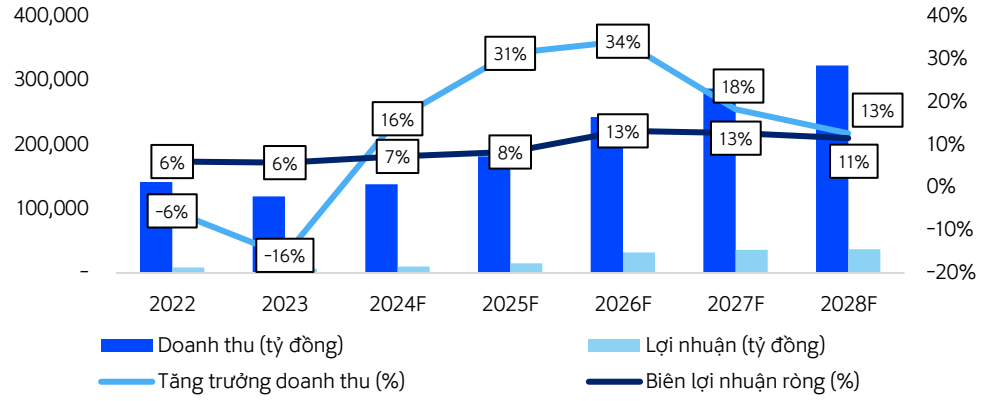


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

2. "Bước chuyển mình" từ sau năm 2024

Dự kiến tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng dương trở lại

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận Hòa Phát năm 2021 – 2027F

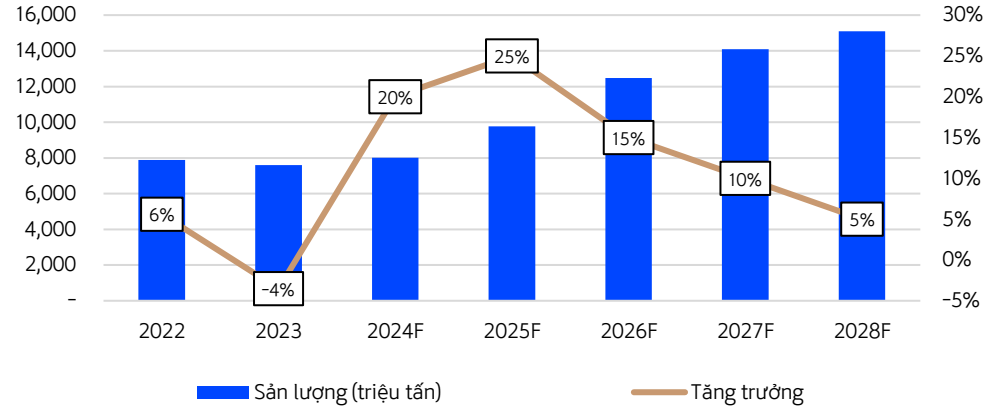


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sau những bất ổn liên quan đến ngành thép trong năm 2023, doanh thu của Hòa Phát dự kiến hồi phục trong năm 2024 khi các vấn đề liên quan đến bất động sản dần được gỡ rối và tình hình kinh tế hồi phục. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HPG sẽ đạt 137,922 tỷ đồng (+15.9% YoY) và LNST đạt 8,879 tỷ đồng (+44.6% YoY), biên lợi nhuận ròng sẽ tiếp tục cải thiện lên 7% nhờ vào tăng trưởng sản lượng bán hàng (7.98 triệu tấn, +19.1% YoY) và giá bán trung bình phục hồi (+7% YoY).

Triển vọng sản lượng tăng trở lại sau năm 2024

Dự phóng sản lượng Hòa Phát năm 2021 – 2027F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản lượng bán hàng Hòa Phát dự kiến phục hồi từ mức cơ sở thấp (+19.1% YoY) cho tất cả

các mảng thép của HPG:

- Thép xây dựng: sản lượng bán hàng đạt 4.0 triệu tấn (+7% YoY), dựa theo dự báo tăng trưởng chung của ngành xây dựng.
- HRC: sản lượng bán hàng đạt 2.8 triệu tấn (+2% YoY) do HPG gần đạt công suất tối đa cho HRC trước giai đoạn 2 của Nhà máy Dung Quất.
- Ống thép: sản lượng bán hàng đạt 710 ngàn tấn (+4% YoY), nhờ kỳ vọng thị trường Bất động sản dân dụng hồi phục nhẹ.
- Tôn mạ: sản lượng bán hàng đạt 370 ngàn tấn (+10% YoY) nhờ kỳ vọng thuế CPBG đối với tôn mạ từ Ấn Độ và Hàn Quốc được áp dụng (dự kiến tháng 9/2024).

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,000 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 34,000 đồng tương ứng với mức tăng 31%. Đối với tầm nhìn trong 12 tháng tới, HPG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

(1) "Ông trùm" thép Việt Nam và triển vọng dự án Dung Quất 2 vận hành đầu năm 2025
(2) Cú "huých" từ thị trường Bất động sản dân dụng và Đầu tư công
(3) Biên lợi nhuận cải thiện nhờ tận dụng chi phí đầu vào thấp
(4) Khởi xướng thuế chống bán phá giá với thép HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ giúp gia tăng sản lượng bán hàng trong nước

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (FCFF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
P/E	50%	36,200
FCFF	50%	31,700
Giá mục tiêu		**34,000**
Giá hiện tại		26,000
Tỷ suất sinh lời (%)		**31%**

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.44
Beta	1.13
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Chi phí sử dụng vốn	13.05%
Chi phí nợ	5.46%
WACC	10.92%

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.9% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của HPG và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCFF của HPG được định giá ở mức 31,700 đồng.

Mô hình định giá FCF của HPG					
Đơn vị: tỷ VND	**2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
LN ròng	11,411	16,586	32,082	38,291	38,987
Cộng: Lãi vay sau thuế	3,482	5,502	7,574	5,819	6,292
Cộng: Khấu hao	7,863	8,729	9,621	9,879	8,899
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	1,542	12,204	8,657	9,300	9,166
Trừ: Vốn đầu tư	20,749	24,018	10,951	5,944	5,876
Dòng tiền tự do (FCFF)	466	-5,404	29,669	38,744	39,135
Tỷ lệ chiết khấu	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	**420**	**-4,392**	**21,740**	**25,594**	**23,307**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	180,472				
Giá trị doanh nghiệp	247,141				
Nợ	72,989				
Tiền và tương đương tiền	28,346				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	6.396				
Giá mục tiêu	**31,700**				

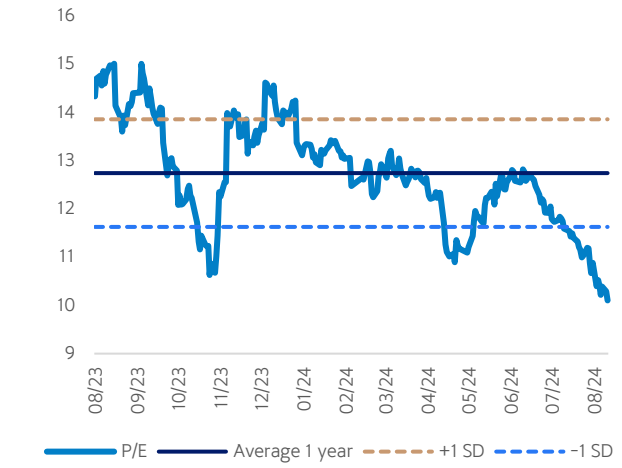
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Phương pháp P/E

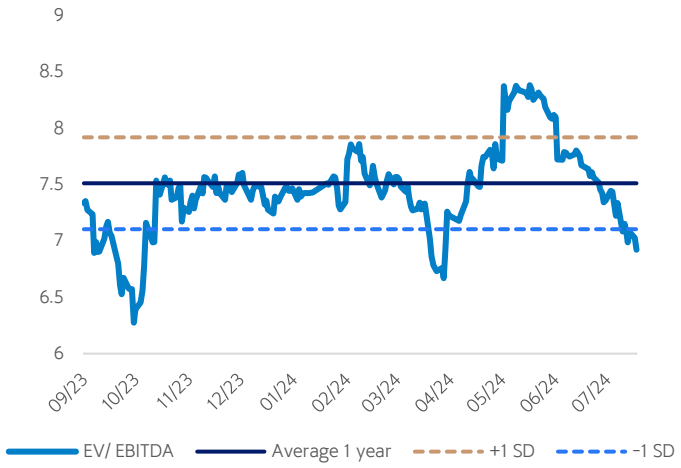
Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các công thép trong và ngoài nước. Chúng tôi ước tính P/E mục tiêu của HPG ở 12.72. Kết hợp cùng EPS dự phóng ở mức 2,844 đồng, giá mục tiêu của HPG được định giá ở mức 36,185 đồng.

Mã CP	Tên công ty	Vốn hóa (USD)	P/E	Biên lợi nhuận gộp (%)	ROE (%)	ROA (%)
HPG	TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT	6.6B	11.8	13.3	8	5.83
HSG	TẬP ĐOÀN HOA SEN	515M	11	12.33	2.46	1.31
NKG	CTCP THÉP NAM KIM	226T	13.58	9.04	3.87	1.7
600019	Baoshan Iron &Steel	19.7B	11.53	4.75	6.04	3.13
000709	HBIS Co	2.7 B	20.30	8.91	1.92	0.38
Trung bình			11.80			
Median			13.64			
P/E mục tiêu			12.72			
HPG EPS Forward (VND)			2,844			
Giá mục tiêu (VND)			**36,185**			

P/E 1 năm qua

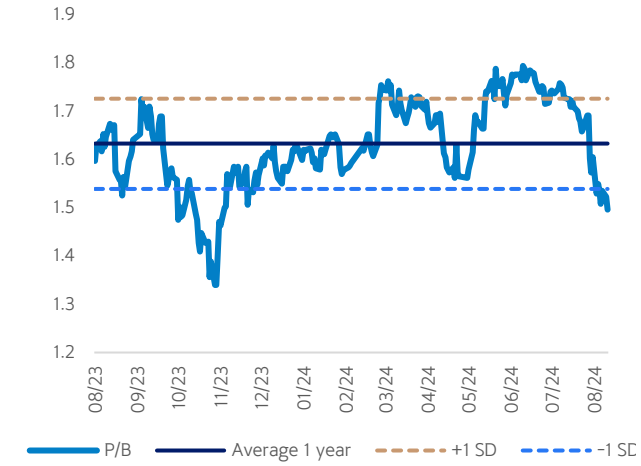


EV/EBITDA 1 năm qua

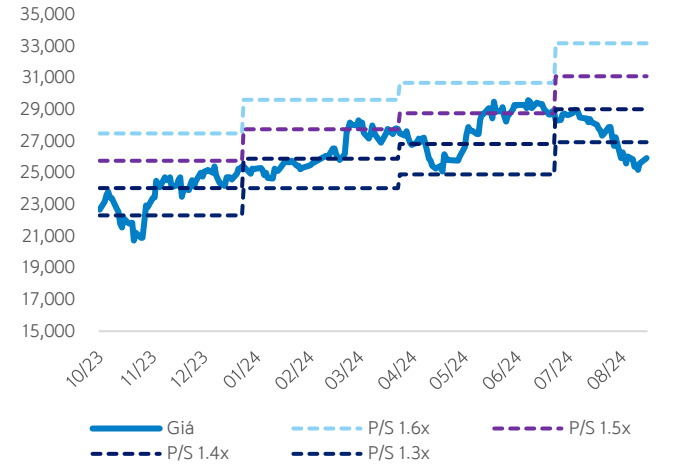


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B 1 năm qua

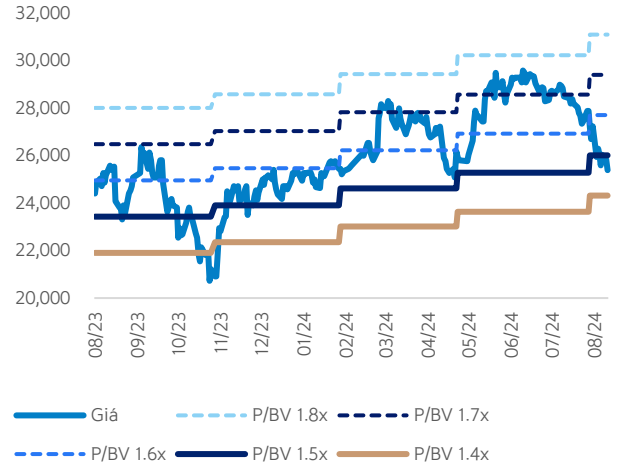


Giá với các mức P/S

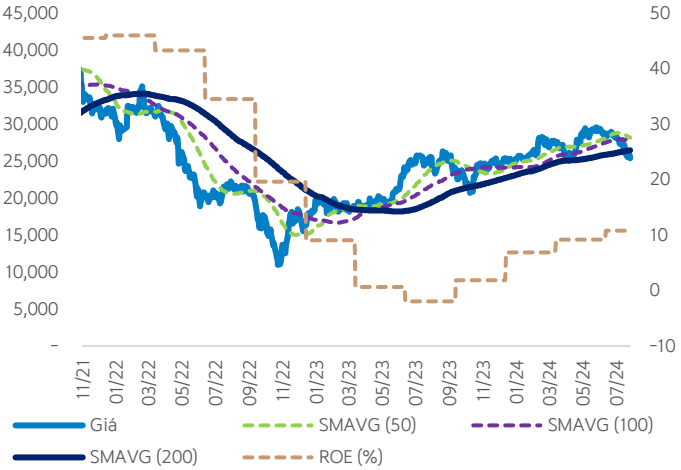


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B

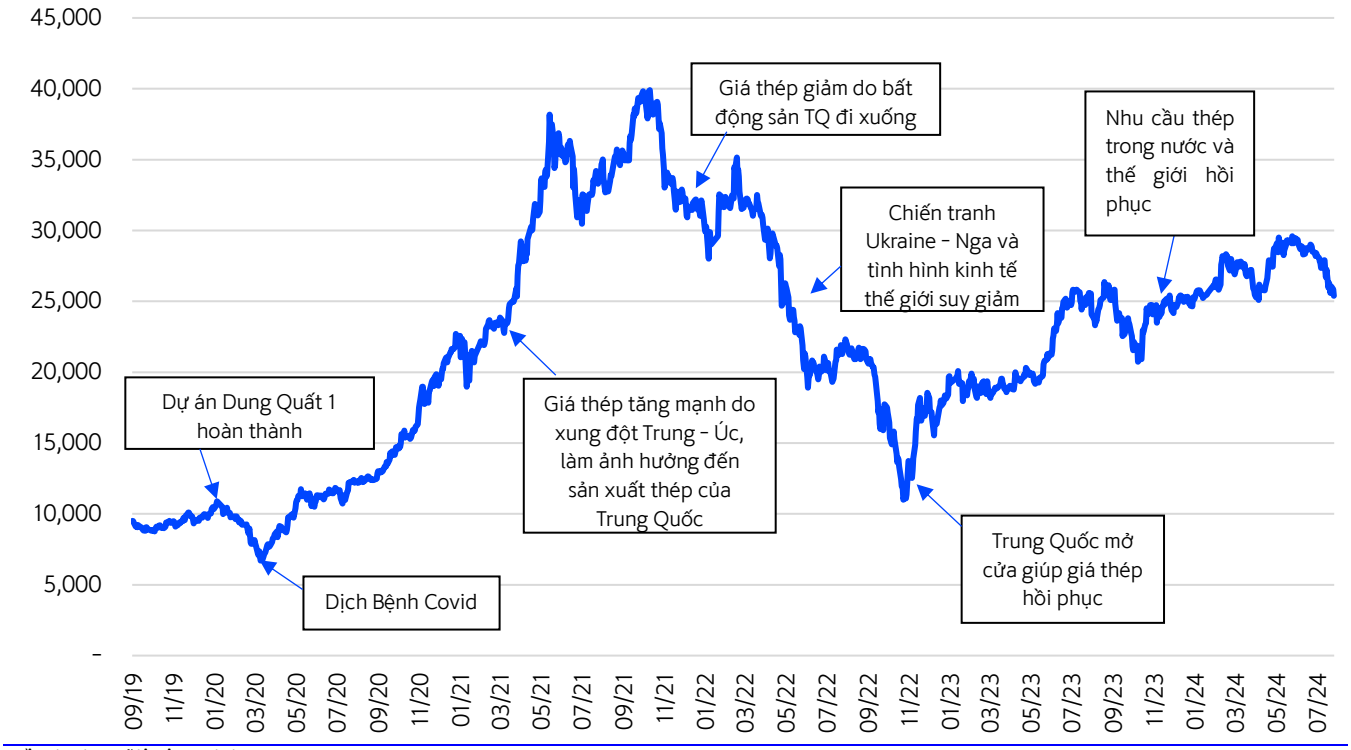


ROE và đường trung bình 1 năm qua



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của HPG



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro biến động giá thép và giá than cốc

Biến động giá thép có tác động to lớn đến giá bán của Hòa Phát. Với tỉ lệ doanh thu xuất khẩu chiếm từ 20% – 30% tổng doanh thu, giá bán thép của Hòa Phát chịu ảnh hưởng bởi diễn biến giá thép trong nước và thế giới. Giá than cốc tác động trực tiếp đến chi phí đầu vào của Hòa Phát qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của Hòa Phát.

Rủi ro thị trường bất động sản trong nước bất ổn

Thị trường bất động sản ảnh hưởng trực tiếp đến lượng thép tiêu thụ của Hòa Phát. Lượng thép tiêu thụ của trong lĩnh vực bất động sản chiếm hơn 30% sản lượng tiêu thụ thép trong nước. Những diễn biến bất ổn của tình hình bất động sản sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành thép.

Rủi ro tình hình thị trường Bất động sản tại Trung Quốc

Việt Nam hiện tại đang nhập khẩu một lượng lớn thép Trung Quốc (đặc biệt là sản phẩm thép cuộn cán nóng – HRC). Thị trường bất động sản của Trung Quốc diễn biến bất ổn sẽ khiến giá thép nước này neo ở mức thấp, ảnh hưởng đến giá thép nội địa của Việt Nam.

Rủi ro xuất khẩu sang Châu Âu

Uỷ ban Châu Âu (EC) đã ban hành quyết định điều tra thuế chống bán phá giá với thép nhập khẩu đến hết tháng 6/2026, đồng thời áp dụng hạn ngạch 15% đối với thép nhập khẩu từ nước khác (tương đương với 142 nghìn tấn/quý đối với Việt Nam). Ngoài ra, EC cũng đã nhận được yêu cầu điều tra chống bán phá giá đối với hàng nhập khẩu HRC từ Việt Nam. Nếu thuế này được áp dụng, HPG phải giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường Châu Âu.

Rủi ro cạnh tranh với thép giá rẻ đến từ Trung Quốc

Như số liệu đã đề cập đến trong báo cáo , nhập khẩu thép Trung Quốc vào Việt Nam tăng mạnh trong Q2/2024, trong khi giá nhập khẩu lại giảm do tình trạng thừa cung nghiêm trong tại nước này. Nếu vấn đề này không được khắc phục bằng các biện pháp bảo hộ, giá thép nội địa sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng, tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép trong nước.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**170,336**	**187,783**	**239,366**	**305,420**	**353,065**
Tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	122,260	173,025	219,340
Tiền và tương đương tiền	8,325	12,252	54,257	85,396	107,220
Đầu tư TC ngắn hạn	26,268	22,177	20,194	26,316	35,155
Các khoản phải thu	9,893	10,702	9,967	12,922	15,877
Hàng tồn kho	34,491	34,504	37,842	48,390	61,089
Tài sản dài hạn	89,821	105,066	117,106	132,395	133,725
Tài sản cố định	70,199	71,787	93,551	107,709	121,829
Đầu tư dài hạn	1	40	40	40	40
Tài sản dài hạn khác	4,100	4,454	4,454	4,454	4,454
Tổng nợ	**86,060**	**98,379**	**146,311**	**190,061**	**193,351**
Nợ ngắn hạn	74,223	84,946	123,264	164,139	170,461
Khoản phải trả	15,637	16,532	17,624	19,052	26,194
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	46,749	54,982	82,594	119,165	121,378
Khác	4,530	4,144	4,113	5,993	8,103
Nợ dài hạn	11,837	13,433	23,047	25,922	22,890
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	11,152	10,399	20,057	22,932	19,900
Khác	686	3,034	2,990	2,990	2,990
Vốn chủ sở hữu	**96,113**	**102,836**	**120,061**	**145,415**	**186,929**
Vốn góp chủ sở hữu	58,148	58,148	63,963	73,557	84,591
Thặng dư vốn	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212
Vốn khác	34,648	41,411	52,775	68,488	98,923
Lợi nhuận giữ lại	33,834	40,593	51,957	67,670	98,105
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	106	66	112	158	204
*Nợ vay	57,900	65,381	102,651	142,097	141,278
*Nợ ròng (tiền)	23,307	30,952	28,200	30,385	(1,097)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**141,409**	**118,953**	**138,266**	**180,182**	**240,697**
Tăng trưởng (%)	-5.5	-15.9	16.2	30.3	33.6
Giá vốn hàng bán	(124,646)	(106,015)	(119,944)	(153,792)	(193,859)
Lợi nhuận gộp	**16,763**	**12,938**	**18,323**	**26,389**	**46,839**
Biên lợi nhuận gộp (%)	11.9	10.9	13.3	14.6	19.5
Chi phí BH & QLDN	(3,685)	(3,269)	(3,179)	(4,142)	(5,534)
LN từ HĐKD	**9,794**	**7,651**	**12,707**	**18,339**	**35,731**
Tăng trưởng (%)	(73.5)	(21.9)	66.1	44.3	94.8
Biên LN từ HĐKD (%)	6.9	6.4	9.2	10.2	14.8
LN khác	(4,026)	(2,648)	(3,073)	(4,541)	(6,209)
Thu nhập tài chính	3,744	3,173	2,481	3,106	3,512
Chi phí tài chính	(7,027)	(5,192)	(4,918)	(7,014)	(9,086)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(3,084)	(3,585)	(3,104)	(4,906)	(6,752)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(743)	(630)	(637)	(633)	(635)
LNTT	**9,923**	**7,793**	**12,978**	**18,616**	**36,005**
Thuế TNDN	(1,479)	(992)	(1,567)	(2,030)	(3,922)
LNST	**8,444**	**6,800**	**11,411**	**16,586**	**32,082**
Tăng trưởng (%)	(75.5)	(19.5)	67.8	45.4	93.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.0	5.7	8.3	9.2	13.3
LNST cổ đông công ty mẹ	8,484	6,835	11,365	16,540	32,036
Lợi ích CĐTS	(39)	(35)	46	46	46
LN trước thuế và lãi vay	**13,007**	**11,378**	**16,082**	**23,522**	**42,757**
Tăng trưởng (%)	(67.1)	(12.5)	41.3	46.3	81.8
Biên LN (%)	9.2	9.6	11.6	13.1	17.8
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**19,502**	**17,736**	**23,945**	**32,251**	**52,378**
Tăng trưởng (%)	(56.2)	(9.1)	35.0	34.7	62.4
Biên LN (%)	13.8	14.9	17.3	17.9	21.8

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**12,278**	**8,643**	**16,723**	**11,533**	**30,937**
Lợi nhuận ròng	8,444	6,800	11,411	16,586	32,082
Khấu hao TSCĐ	6,495	6,359	7,863	8,729	9,621
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(1,832)	(1,928)	(1,010)	(1,579)	(2,109)
Thay đổi vốn lưu động	(6,274)	(2,151)	(1,542)	(12,204)	(8,657)
Thay đổi khác	5,445	(437)	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**1,698**	**2,222**	**(17,756)**	**(28,561)**	**(17,680)**
Thay đổi tài sản cố định	(7,950)	(7,947)	(28,617)	(21,308)	(21,632)
Thay đổi tài sản đầu tư	-	-	1,983	(6,122)	(8,839)
Khác	**9,648**	**10,169**	**8,878**	**(1,131)**	**12,791**
Tiền từ HĐ tài chính	-	-	43,038	48,168	8,566
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	5,815	9,594	11,034
Tiền đi vay/(trả) nợ	-	-	37,270	39,447	(819)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	**-**	**-**	**(47)**	**(873)**	**(1,648)**
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	13,975	10,865	42,005	31,140	21,824
Tổng tiền đầu năm	22,471	8,325	12,252	54,257	85,396
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	**8,325**	**12,252**	**54,257**	**85,396**	**107,220**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

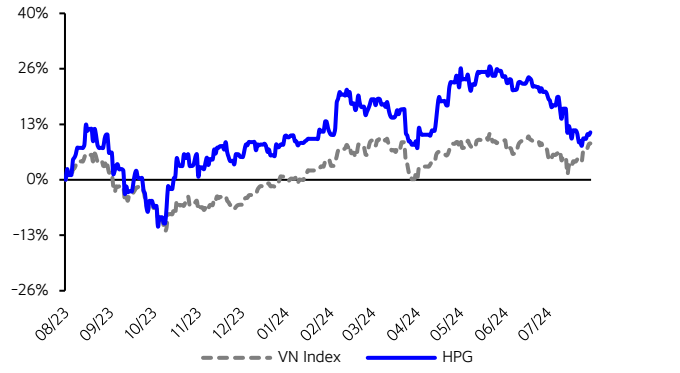
Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	1,452	1,117	1,954	2,844	5,509
BPS (đồng)	16,511	17,674	18,753	19,748	22,074
DPS (đồng)	13.1	25.4	16.5	11.0	5.1
PER (x)	11.0	23.8	13.2	9.1	4.7
PBR (x)	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	7.8	11.9	9.0	6.9	3.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	2%	2%	2%	2%	1%
Lãi cổ tức (%)	2%	1%	1%	1%	1%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	13.8	14.9	17.3	17.9	21.8
Biên LN từ HĐKD (%)	6.9	6.4	9.2	10.2	14.8
Biên LNST (%)	6.0	5.7	8.3	9.2	13.3
ROA (%)	5.0	3.6	4.8	5.4	9.1
ROE (%)	8.8	6.6	9.50	11.4	17.2
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	60.2	63.6	85.5	97.7	75.6
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	119.5	174.5	117.8	94.2	(2.1)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	46.6	40.5	60.4	68.1	83.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	4.2	3.2	5.2	4.8	6.3
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	45.0	36.0	34.2	26.9	23.6
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	112.2	118.8	110.1	102.3	103.1
Số ngày khoản phải thu (ngày)	22.7	31.6	27.3	23.2	21.8

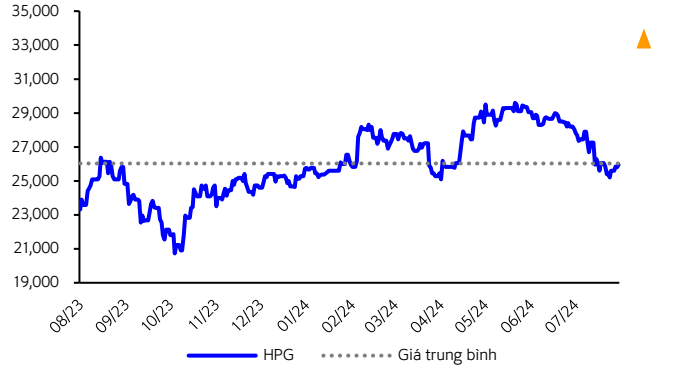
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
28/08/2024 (BC lần đầu)	MUA	34,000	35.46	14.19/66.46

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Huong Le

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: HPG VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang Street,
Thu Thiem Ward, Thu Duc City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000