

Mua vào (giữ nguyên)

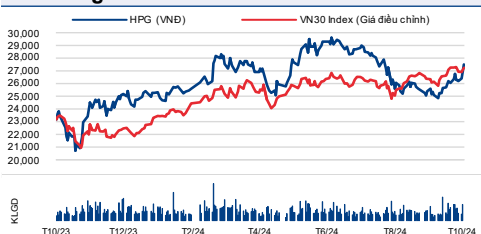
Giá mục tiêu: VNĐ35,000 (từ VNĐ33,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (9/10/2024)	27,500
Mã Bloomberg	HPG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,727-29,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	175,897
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	7,083
Slg CP lưu hành (tr.đv)	6,396
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	3,134
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,700
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.4%
Tỷ lệ freefloat	54.1%
Cổ đông lớn	Trần Đình Long (26.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.42	(5.17)	18.6
So với chỉ số	3.86	(7.29)	0.94
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,784	1,816	(1.8)
2025F	2,359	2,378	(0.8)
2026F	2,935	3,472	(15.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Hòa Phát là Tập đoàn sản xuất công nghiệp hàng đầu Việt Nam với bốn mảng kinh doanh chính bao gồm: Thép xây dựng, Ống thép & Tôn, Bất động sản & Khu công nghiệp và Nông nghiệp.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Triển vọng lợi nhuận tích cực hơn; tăng 4% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG và tăng 4% giá mục tiêu lên 35.000đ (tiềm năng tăng giá 27%) nhờ giá thép phục hồi gần đây và nhu cầu dự báo tăng mạnh hơn.
- Cho giai đoạn 2024-2026, chúng tôi tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 76% so với cùng kỳ (nửa cuối năm 2024 - tăng 17%; Q3/2024 - tăng 37%), sau đó tăng bình quân 28% trong năm 2025-2026 – chủ yếu nhờ bổ sung công suất sản xuất HRC.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 11,1 lần. Chúng tôi cho rằng HPG có triển vọng lợi nhuận tích cực (lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 42,5%), nên cổ phiếu xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn. Kết quả thuận lợi liên quan đến việc áp thuế chống bán phá giá HRC sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q3/2024

HPG đã bán được tổng cộng 773.000 tấn thép thành phẩm trong tháng 9, tăng 16% so với cùng kỳ nhưng giảm 8% so với tháng trước, một phần là do bão Yagi gây thiệt hại ở miền Bắc, dẫn đến sản lượng tiêu thụ trong Q3/2024 tăng 22% so với cùng kỳ (nhưng giảm 6% so với quý trước) đạt 2,4 triệu tấn. Với sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, doanh thu thuần Q3/2024 của HPG đạt 34 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ (nhưng giảm 14% so với quý trước do sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân giảm). Theo đó, doanh thu 9 tháng đầu năm 2024 tăng 23%, đạt 105 nghìn tỷ đồng.

Dựa trên KQKD này, HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 2.753 tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ (nhưng giảm 17% so với quý trước). Nếu HPG đạt được kết quả trên, lợi nhuận thuần của HPG trong 9 tháng đầu năm 2024 sẽ đạt 8.943 tỷ đồng, tăng 132% so với cùng kỳ.

Tác động: Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Sau khi giá thép phục hồi mạnh trong thời gian gần đây cùng với sản lượng tiêu thụ tích cực trong Q3/2024, HSC tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 12 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 76%. Dự báo mới cho cả năm 2024 và Q3/2024 cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 dự kiến đạt 3.066 tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ và 11,4% so với quý trước). Trong khi đó, cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng lần lượt 3% và 6% đạt 15,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 32%) và 19,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24%). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 43%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn so với VN Index 5%, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 11,1 lần. HSC cho rằng HPG xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 35.000đ (tiềm năng tăng giá 27%).

Lưu ý rằng kết quả tích cực liên quan đến việc áp thuế chống bán phá giá HRC sẽ trở thành động lực tăng trưởng đối với giá cổ phiếu. Trong kịch bản tích cực của HSC, lợi nhuận năm 2025 dự kiến tăng trưởng 63%, so với dự báo 32% trong kịch bản cơ sở.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	19,893	16,443	23,327	30,701	37,613
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,484	6,835	12,009 ▲	15,885	19,758 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,784 ▲	2,359	2,935 ▲
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	16,511	17,674	18,760	20,619	22,554
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.22	11.6	9.66	7.52	5.85
P/E ĐC (lần)	19.8	24.6	15.4	11.7	9.37
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.82	3.64	5.45
P/B (lần)	1.67	1.56	1.47	1.33	1.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	59.7	32.3	24.4
ROAE (%)	9.09	6.88	10.8	12.6	14.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Lợi nhuận tăng + động lực tăng trưởng hiện hữu = duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 để phản ánh việc giá thép phục hồi trong thời gian gần đây và nhu cầu được dự báo tăng mạnh. Đáng lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa phản ánh tiềm năng tăng giá từ kết quả thuận lợi liên quan đến việc áp thuế CBPG HRC. Trong kịch bản tích cực mà HSC đưa ra, lợi nhuận năm 2025 dự báo tăng trưởng 63% (so với mức tăng trưởng 32% trong kịch bản cơ sở). HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 35.000đ (tiềm năng tăng giá 27%). Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua, HPG đang giao dịch với P/E cao hơn một chút so với bình quân 5 năm – nhưng mức định giá này là hợp lý nhờ vào tiềm năng tăng trưởng tích cực.

Dự báo KQKD Q3/2024

Sản lượng tiêu thụ Q3/2024 tích cực, tăng 22% so với cùng kỳ nhờ phân khúc thép xây dựng

HPG vừa công bố sản lượng tiêu thụ trong tháng 9, với tổng sản lượng tiêu thụ đạt 773.000 tấn, tăng 16% so với cùng kỳ (giảm 8% so với tháng trước do so với mức nền cao và ảnh hưởng của bão Yagi tại miền Bắc). Kết quả trên đây sản lượng tiêu thụ Q3/2024 tăng mạnh 22% so với cùng kỳ (giảm 6% so với quý trước do yếu tố thời vụ) và giúp sản lượng tiêu thụ 9 tháng đầu năm 2024 đạt gần 7 triệu tấn, tăng 30% so với cùng kỳ. Chi tiết như sau:

Đối với các sản phẩm thượng nguồn:

- Sản lượng tiêu thụ **thép xây dựng** phục hồi mạnh trong tháng 9, ở mức 370.000 tấn, tăng 5% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với tháng trước. Kết quả trên đây sản lượng tiêu thụ Q3/2024 tăng trưởng khá tốt với mức tăng 19% so với cùng kỳ (giảm 14% so với quý trước), góp phần giúp sản lượng tiêu thụ 9 tháng đầu năm 2024 đạt 3,3 triệu tấn, tăng 29% so với cùng kỳ.
- HRC** ghi nhận sản lượng tiêu thụ tăng 4% so với cùng kỳ (giảm 6% so với tháng trước) đạt 244.000 tấn trong tháng 9, đẩy sản lượng tiêu thụ trong Q3/2024 đạt 738.028 tấn (giảm 4% so với cùng kỳ nhưng tăng 2% so với quý trước). Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ HRC đạt 2,3 triệu tấn, tăng 14% so với cùng kỳ.
- Phôi thép** tiếp tục ghi nhận sản lượng tiêu thụ tích cực trong tháng 9, đạt 68.000 tấn, tăng 608% so với cùng kỳ, nhưng giảm 29% so với tháng trước do chúng tôi tin rằng bão Yagi phần nào ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất và sản lượng tiêu thụ của phôi thép trong tháng 9.
- HSC ước tính sản lượng thép thô trong tháng 9 giảm 6% so với tháng trước nhưng tăng 5% so với cùng kỳ do Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Hải Dương phần nào bị ảnh hưởng do bão Yagi. Nhà máy này đã khôi phục hoạt động trở lại kể từ nửa cuối tháng 9.

Đối với các sản phẩm hạ nguồn, sản lượng tiêu thụ ống thép trong tháng 9 có vẻ ổn định ở mức 60.000 tấn, tăng 25% so với cùng kỳ và đi ngang so với tháng trước. Theo đó, sản lượng tiêu thụ trong Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024 đạt lần lượt 185.256 tấn (tăng 14% so với cùng kỳ) và 502.630 tấn (tăng 3% so với cùng kỳ). Đối với phân khúc tôn mạ, sản lượng tiêu thụ đạt 31.000 tấn trong tháng 9, tăng 48% so với cùng kỳ (giảm 35% so với tháng trước) và 123.006 tấn trong Q3/2024, tăng 89% so với cùng kỳ. Với kết quả trên, sản lượng tiêu thụ tôn mạ trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng mạnh 43% so với cùng kỳ đạt 345.095 tấn và cao hơn sản lượng tiêu thụ của cả năm 2023 ở mức 329.236 tấn.

Bảng 1: Sản lượng tiêu thụ trong tháng 9 & Q3/2024, HPG

Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong Q3/2024, dẫn dắt bởi mảng thép xây dựng & tôn mạ

Tấn	T9/2024	% so với cùng kỳ	% so với tháng trước	Q3/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2024	% so với cùng kỳ
SP thượng nguồn	682,000	14.3%	-7.2%	2,050,407	19.9%	-6.7%	6,096,639	32.1%
Thép xây dựng	370,000	4.8%	-2.2%	1,095,587	19.0%	-13.8%	3,323,322	29.1%
Phôi thép	68,000	608.2%	-29.4%	216,792	885.6%	7.8%	505,714	777.8%
HRC	244,000	4.2%	-6.1%	738,028	-3.7%	1.9%	2,267,603	14.4%
Ông thép	60,000	25.2%	0.6%	185,256	13.9%	-1.3%	502,630	3.1%
Tôn mạ	31,000	47.8%	-35.3%	123,006	88.9%	-0.9%	345,095	43.4%
Tổng sản lượng tiêu thụ	773,000	16.2%	-8.2%	2,358,669	21.8%	-6.0%	6,944,364	29.9%
Sản lượng thép thô (*)	670,000	5.4%	-5.6%	2,109,426	7.9%	-6.0%	6,478,194	34.5%

Ghi chú: (*) HSC ước tính
Nguồn: HPG, HSC

Doanh thu tăng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mặc dù giá bán bình quân giảm

Trong Q3/2024, HSC dự báo giá bán bình quân thép xây dựng giảm 2% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước xuống 13.636đ/kg. Nhờ có mức thuế bảo hộ tốt (lên đến 21%) tại thị trường Việt Nam, giá thép xây dựng trong Q3/2024 giảm ít hơn so với mức giảm 6% so với quý trước tại thị trường Trung Quốc.

Đối với sản phẩm HRC, xin lưu ý HPG bán HRC dưới hình thức hợp đồng kỳ hạn (kỳ trước 2 tháng), do đó giá bán bình quân của HRC trong Q3/2024 thấp hơn giá giao ngay trên thị trường toàn cầu. HSC dự báo giá bán bình quân của HRC trong Q3/2024 sẽ ở mức 566 USD/tấn, giảm 4% so với cùng kỳ và so với quý trước.

HPG báo cáo doanh thu Q3/2024 đạt 34 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ (giảm 14% so với quý trước) do mức tăng mạnh của sản lượng tiêu thụ bù trừ hoàn toàn cho mức giảm của giá bán bình quân. Với kết quả trên, doanh thu 9 tháng đầu năm 2024 của Công ty đạt 105 nghìn tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ và hoàn thành 75% dự báo doanh thu cả năm 2024 (đã được điều chỉnh ở mức 139 nghìn tỷ đồng).

Bảng 2: Giá bán, HPG

Giá bán giảm trong Q3/2024 do giá thép của Trung Quốc giảm mạnh

	Q3/2023	Q2/2024	Q3/2024F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Thép xây dựng (đồng/kg)	13,909	14,171	13,636	-2.0%	-3.8%
HRC (USD/tấn)	587	589	566	-3.5%	-3.8%

Nguồn: HSC

Bảng 3: Ước tính lợi nhuận Q3/2024, HPG

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 2.753 tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/24F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	9T2024F	% so với cùng kỳ	2024F	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	33,929	19.1%	-14.2%	104,337	23.4%	138,522	16.5%	75.3%
Lợi nhuận thuần	2,753	37.3%	-17.1%	8,943	131.6%	12,009	75.7%	74.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.1%	+110 điểm %	-30 điểm %	8.6%	+400 điểm %	8.7%	+300 điểm %	

Nguồn: HPG, HSC

Dự báo lợi nhuận thuần tăng 37% so với cùng kỳ

Dựa trên doanh thu và giá bán bình quân, HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 của HPG đạt 2.753 tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ (nhưng giảm 17% so với quý trước), tương ứng với tỷ suất lợi nhuận thuần 8,1%, so với mức 7% trong Q3/2023 và 8,4% trong Q2/2024. Tỷ suất lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng nhưng giảm so với quý trước đa phần do giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ giảm.

Do giá thép phục hồi mạnh trong thời gian gần đây, đặc biệt là giá HRC (tăng 6% so với tháng trước lên 543 USD/tấn cho đơn hàng giao trong tháng 12/2024) và giá thép xây dựng tăng 1-2%, HSC cho rằng rủi ro trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho cho Q3/2024 đã giảm đáng kể. Bên cạnh đó, tiềm năng lãi tỷ giá có thể sẽ được ghi nhận trong Q3/2024 nhờ đồng USD giảm giá gần đây sẽ giúp hỗ trợ lợi nhuận thuần.

Nếu đạt được kết quả trên, lợi nhuận thuần của HPG trong 9 tháng đầu năm 2024 dự báo đạt 8.943 tỷ đồng, tăng 132% so với cùng kỳ và hoàn thành 74% dự báo lợi nhuận

thuần cho cả năm 2024 của chúng tôi ở mức 12 nghìn tỷ đồng (tăng 76% so với cùng kỳ).

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

HSC tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 để phản ánh về việc giá thép phục hồi trong thời gian gần đây và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh. Theo đó, chúng tôi tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 12 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 76% do giảm giả định trích lập dự phòng (500 tỷ đồng so với 1 nghìn tỷ đồng trước đó).

Chúng tôi tăng lần lượt 3% và 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 lên lần lượt 15,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 32%) và 19,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 24%) nhờ bổ sung công suất sản xuất HRC từ năm 2025. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 43%.

Những giả định chính được trình bày trong các Bảng 4-9.

Bảng 4: Dự báo cũ và mới, HPG

Chúng tôi tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi nâng giả định sản lượng tiêu thụ & hạ giả định khoản trích lập dự phòng trong năm 2024

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	132,045	154,348	181,382	138,522	158,303	192,008	4.9%	2.6%	5.9%	16.5%	14.3%	21.3%
Lợi nhuận thuần	11,215	15,467	18,573	12,009	15,885	19,758	7.1%	2.7%	6.4%	75.7%	32.3%	24.4%
Lợi nhuận "cốt lõi"	12,215	15,467	18,573	12,509	15,757	19,643	2.4%	1.9%	5.8%	104.3%	26.0%	24.7%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Sản lượng tiêu thụ thực tế & dự báo, HPG

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2026...

Tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	3,787,853	4,463,322	4,955,715	5,507,194
Phôi thép	138,650	715,714	100,000	0
HRC	2,796,037	3,075,641	3,921,442	5,293,947
Ông thép	684,680	705,220	775,742	853,317
Tôn mạ	329,236	460,930	530,070	583,077

Nguồn: HSC

Bảng 6: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thực tế & dự báo, HPG

Trong đó, HRC sẽ là động lực chính dựa trên công suất mới bổ sung

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-11.3%	17.8%	11.0%	11.1%
Phôi thép	-51.8%	416.2%	-86.0%	-100.0%
HRC	6.3%	10.0%	27.5%	35.0%
Ông thép	-8.6%	3.0%	10.0%	10.0%
Tôn mạ	0.4%	40.0%	15.0%	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giá bán bình quân thực tế & dự báo, HPG

Chúng tôi dự báo giá bán bình quân sẽ phục hồi trong giai đoạn 2025-2026...

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	14.6	14.2	14.4	14.7
HRC	15.7	14.6	14.9	15.2

Nguồn: HSC

Bảng 8: Tăng trưởng giá bán bình quân thực tế & dự báo, HPG

...nhờ triển vọng kinh tế tươi sáng hơn

	2023	2024F	2025F	2026F
Thép xây dựng	-13.7%	-3.0%	2.0%	2.0%
HRC	-11.0%	-6.8%	2.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tỷ suất lợi nhuận thực tế & dự báo, HPG

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng lên trong giai đoạn 2025-2026 sau khi cải thiện mạnh mẽ trong năm 2024

	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.9%	13.5%	15.5%	15.9%
Tỷ lệ chi phí BH&QL / Doanh thu thuần	2.7%	2.9%	2.9%	2.8%
Tỷ suất LNTT	6.6%	9.7%	11.0%	11.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.7%	8.7%	10.0%	10.3%

Nguồn: HSC

Chúng tôi tăng giả định sản lượng tiêu thụ năm 2025-2026, với việc điều chỉnh tăng sản lượng HRC (lần lượt 3% và 6%) lên 3,9 triệu tấn trong năm 2025 và 5,3 triệu tấn trong năm 2026 do tin rằng HPG sẽ tìm được thị trường thích hợp để tiêu thụ sản phẩm từ phần công suất được bổ sung.

Liên quan đến dự án Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất Giai đoạn 2 (bổ sung công suất thiết kế lên 5,6 triệu tấn HRC mỗi năm, nâng sản lượng sản xuất thép thô lên 14,1 triệu tấn mỗi năm), HPG hiện đã hoàn thành 80% công tác xây dựng cho phân kỳ 1 và 50% công tác xây dựng cho phân kỳ 2. Trong đó:

- Do thời gian xây dựng phân kỳ 1 thuộc giai đoạn 2 (bổ sung thêm 2,8 triệu tấn công suất mỗi năm) đang đúng tiến độ, HPG dự kiến tiến hành chạy thử nhà máy HRC vào cuối năm nay. Do đó, nửa đầu năm 2025 sẽ là giai đoạn mở rộng công suất đối với nhà máy mới này, chuẩn bị cho việc vận hành chính thức trong nửa cuối năm 2025. Theo đó, chúng tôi giả định HPG có thể vận hành ở mức 60% công suất thiết kế trong nửa cuối năm 2025, bổ sung khoảng 850.000 tấn HRC vào sản lượng tiêu thụ trong năm 2025, so với năm 2024.
- Công tác xây dựng phân kỳ 2 thuộc giai đoạn 2 (bổ sung thêm 2,8 triệu tấn mỗi năm) dự kiến sẽ được hoàn thành vào cuối năm 2025 và bắt đầu giai đoạn mở rộng công suất trong nửa đầu năm 2026. Với việc vận hành chính thức từ nửa cuối năm 2026, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ HRC năm 2026 sẽ tăng lên 5,3 triệu tấn, tăng trưởng 35%.
- Chúng tôi giả định HPG sẽ vận hành Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất Giai đoạn 2 với công suất tối đa vào năm 2028. Trong năm đầu, nhà máy mới được dự báo sẽ hoạt động ở mức hòa vốn và bắt đầu tạo ra lợi nhuận từ năm 2026.

Đối với thép xây dựng, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ hàng năm sẽ đạt mức tăng trưởng 10% và 11% lần lượt trong năm 2025 và 2026, sau khi tăng 17,8% trong năm nay, được hỗ trợ từ sự hồi phục của thị trường BĐS và việc đẩy mạnh phát triển CSHT.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tăng 4% giá mục tiêu đối với HPG lên 35.000đ (tiềm năng tăng giá 27%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 (chúng tôi giữ nguyên giả định định giá). Chúng tôi tiếp tục giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% và WACC 12,1%.

Bảng 10: Tính toán WACC 1, HPG

Chi phí vốn CSH & chi phí nợ không đổi, lần lượt là 15,1% & 6,2%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.3
Chi phí vốn CSH	15.1%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	10.8%
Chi phí nợ sau thuế	6.2%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán WACC 2, HPG

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,1% (không đổi)

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	66.8%
Nợ / Tổng nguồn vốn	33.2%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HPG

HSC dự báo dòng tiền sẽ đảo chiều từ năm 2025 do việc giải ngân vốn đầu tư tài sản cố định cho dự án Dung Quất giai đoạn 2 sẽ sớm được hoàn thành

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận thuần	6,835	12,009	15,885	19,758	28,312	35,844
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	3,069	2,055	3,047	4,183	4,255	4,137
+ Khấu hao	6,394	8,623	10,777	12,393	12,766	12,895
- Thay đổi vốn lưu động	(1,470)	(9,017)	(7,806)	(12,623)	(15,666)	(19,518)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(20,295)	(34,335)	(19,699)	177	(363)	(2,123)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(5,468)	(20,665)	2,203	23,887	29,303	31,235

Nguồn: HSC

Bảng 13: Định giá DCF, HPG

HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 35.000đ, tiềm năng tăng giá là 27%

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(20,665)	2,203	23,887	29,303	31,235
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)	0	0	0	0	2%
Giá trị dài hạn	0	0	0	0	314,587
Dòng tiền tương lai	(20,665)	2,203	23,887	29,303	345,822
Giá trị hiện tại	(20,665)	2,203	21,304	23,307	245,311
Giá trị của doanh nghiệp	292,126				
- Tổng nợ	(87,025)				
+ Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	32,114				
Giá trị của vốn CSH	237,215				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn cổ phiếu)	6,396,264				
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	37,086				
Giá mục tiêu giữa năm 2025	35,023				

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá quan trọng, HPG

Kịch bản cơ sở của HSC dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	34,459	33,071	31,769	30,543	29,387
	1.5%	36,246	34,735	33,319	31,992	30,744
	2.0%	38,222	36,568	35,023	33,579	32,225
	2.5%	40,419	38,598	36,904	35,326	33,851
	3.0%	42,875	40,859	38,992	37,258	35,643

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 5% so với VN Index, HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, cao hơn một chút so với bình quân 5 năm ở mức 11,1 lần. HSC cho rằng HPG xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với HPG với giá mục tiêu mới là 35.000đ (tiềm năng tăng giá 27%).

Lưu ý rằng các kết quả thuận lợi liên quan đến việc áp thuế chống bán phá giá HRC sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu. Chúng tôi thảo luận về tình huống này và các kết quả có thể xảy ra ở phần bên dưới.

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, HPG

HPG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, HPG

...cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm là 11,1 lần



Nguồn: HSC

Bảng 17: Lợi nhuận thuần & phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, HPG

Trong trường hợp tích cực nhất, giá mục tiêu sẽ là 49.000đ, tiềm năng tăng giá: 78%

Tỷ đồng	2024	2025	Tăng trưởng năm 2024	Tăng trưởng năm 2025	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá
Kịch bản cơ sở	12,009	15,885	75.7%	32.3%	35,023	27.4%
Tăng 5%	12,009	17,650	75.7%	47.0%	39,376	43.2%
Tăng 10%	12,009	19,598	75.7%	63.2%	48,993	78.2%

Nguồn: HSC

Cập nhật tình hình thuế chống bán phá giá

Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi chưa phản ánh tác động tiềm năng từ việc áp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu lên lợi nhuận của HPG. Do đó, chúng tôi dự đoán sẽ phải điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và định giá khi thuế CBPG chính thức được áp dụng.

Công tác điều tra nhằm áp thuế CBPG đối với HRC nhập khẩu đã được triển khai vào tháng 7/2024. Ngày cuối cùng để các bên tham gia nộp phản hồi là 18/10/2024. Theo mốc thời gian này, chúng tôi dự báo việc áp thuế CBPG tạm thời (nếu có) sẽ được thực hiện sớm nhất vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau. Đây sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho giá cổ phiếu và mang lại tiềm năng lợi nhuận và mức định giá cao hơn so với dự báo hiện tại.

Trong báo cáo này, chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy để đánh giá lợi ích tiềm năng mà HPG có thể nhận được khi thuế CBPG đối với HRC được áp dụng. Dựa trên mức thuế được đề xuất trong quá trình điều tra, chúng tôi giả định thuế CBPG sẽ dao động trong khoảng 22-27%.

HSC tiến hành phân tích dựa theo 2 kịch bản: giá HRC của HPG tăng 5% và 10% sau khi áp dụng thuế CBPG. Chúng tôi tin rằng giá HRC khó có thể tăng 20% vì giá này sẽ cao hơn giá nhập khẩu từ Nhật Bản/Hàn Quốc vào Việt Nam và sẽ kém cạnh tranh hơn. Kết quả như sau:

- Kịch bản 1: Giá HRC tăng 5%
- Kịch bản 2: Giá HRC tăng 10%

Vui lòng tham khảo kết quả chi tiết trong Bảng 17.

Nếu thuế CBPG được áp dụng trong năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng 47% đạt 18 nghìn tỷ đồng (theo kịch bản 1) và tăng trưởng 63% đạt 20 nghìn tỷ đồng (theo kịch bản 2), so với mức tăng trưởng 32% đạt 16 nghìn tỷ đồng trong kịch bản cơ sở.

Thuế CBPG có hiệu lực từ 3 đến 5 năm, tùy thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau. Việc áp thuế CBPG sẽ ảnh hưởng đến HPG và cần thiết phải điều chỉnh lại giá mục tiêu. Theo đó, giá mục tiêu theo kịch bản 1 (giá HRC tăng 5%) sẽ là 39.400đ (tiềm năng tăng giá 43%), trong khi giá mục tiêu theo kịch bản 2 (giá HRC tăng 10%) sẽ là 49.000đ (tiềm năng tăng giá 78%).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	141,409	118,953	138,522	158,303	192,008
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	18,694	24,486	30,565
Chi phí BH&QL	(3,685)	(3,269)	(4,017)	(4,591)	(5,376)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	13,078	9,669	14,677	19,895	25,189
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,347)	(2,636)	(3,719)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(1.07)	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	129	142	69.3	79.2	96.0
LNTT	9,923	7,793	13,399	17,338	21,566
Chi phí thuế TNDN	(1,479)	(992)	(1,340)	(1,387)	(1,725)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39.1	34.7	(50.0)	(66.1)	(82.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,484	6,835	12,009	15,885	19,758
Lợi nhuận thuần ĐC	8,059	6,493	11,409	15,091	18,770
EBITDA ĐC	19,893	16,443	23,327	30,701	37,613
EPS (đồng)	1,459	1,175	1,878	2,483	3,089
EPS ĐC (đồng)	1,386	1,117	1,784	2,359	2,935
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,815	5,815	6,396	6,396	6,396

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	8,325	12,267	15,226	16,283	27,467
Đầu tư ngắn hạn	26,268	22,162	13,852	15,830	19,201
Phải thu khách hàng	9,893	10,702	13,852	15,830	19,201
Hàng tồn kho	34,491	34,504	40,171	46,700	57,603
Các tài sản ngắn hạn khác	1,538	3,081	4,848	6,332	8,640
Tổng tài sản ngắn hạn	80,515	82,716	87,951	100,976	132,111
TSCĐ hữu hình	83,562	97,886	123,576	132,476	119,881
TSCĐ vô hình	634	211	232	255	281
Bất động sản đầu tư	629	594	567	538	506
Đầu tư dài hạn	0	40.0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0.70	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	4,995	6,335	6,553	7,472	9,044
Tổng tài sản dài hạn	89,821	105,066	130,929	140,741	129,711
Tổng cộng tài sản	170,336	187,783	218,879	241,717	261,822
Nợ ngắn hạn	46,749	54,982	58,179	60,155	67,203
Phải trả người bán	11,107	12,387	13,852	15,830	19,201
Nợ ngắn hạn khác	3,020	2,457	2,282	2,207	2,317
Tổng nợ ngắn hạn	62,385	71,513	76,278	80,438	91,444
Nợ dài hạn	11,152	10,399	20,152	26,870	23,511
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	31.2	30.0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	597	2,948	2,339	2,340	2,342
Tổng nợ dài hạn	11,780	13,378	22,491	29,210	25,853
Tổng nợ phải trả	74,223	84,946	98,769	109,648	117,297
Vốn chủ sở hữu	96,007	102,771	119,994	131,887	144,261
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	65.8	116	182	264
Tổng vốn chủ sở hữu	96,113	102,836	120,110	132,069	144,525
Tổng nợ phải trả và VCSH	170,336	187,783	218,879	241,717	261,822
BVPS (đ)	16,511	17,674	18,760	20,619	22,554
Nợ thuần*/(tiền mặt)	49,576	53,114	63,105	70,742	63,247

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	13,078	9,669	14,677	19,895	25,189
Khấu hao	(6,814)	(6,773)	(8,650)	(10,806)	(12,425)
Lãi vay thuần	(3,283)	(2,018)	(1,347)	(2,636)	(3,719)
Thuế TNDN đã nộp	(1,242)	(560)	(1,340)	(1,387)	(1,725)
Thay đổi vốn lưu động	(5,765)	(6,243)	(14,035)	(15,570)	(24,607)
Khác	(3,777)	(3,753)	(2,471)	(3,491)	(4,709)
LCT thuần từ HKKD	12,192	9,472	7,765	13,565	11,119
Đầu tư TS dài hạn	(17,966)	(17,353)	(34,335)	(19,699)	177
Góp vốn & đầu tư	(53,800)	(38,417)	8,211	(1,998)	(3,404)
Thanh lý	47,055	42,969	111	159	135
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(24,712)	(12,801)	(26,013)	(21,538)	(3,092)
Cổ tức trả cho CSH	(2,247)	(8.01)	(3,198)	(6,396)	(9,594)
Thu từ phát hành CP	4.08	(1.64)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	626	7,283	24,405	15,426	12,751
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,617)	7,273	21,207	9,029	3,157
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,471	8,325	12,267	15,226	16,283
LCT thuần trong kỳ	(14,137)	3,944	2,959	1,057	11,183
Ảnh hưởng của tỷ giá	(9.64)	(0.73)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,325	12,267	15,226	16,283	27,467
Dòng tiền tự do	(5,774)	(7,881)	(26,570)	(6,134)	11,296

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.9	10.9	13.5	15.5	15.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	13.8	16.8	19.4	19.6
Tỷ suất LNT (%)	6.00	5.75	8.67	10.0	10.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	14.9	12.7	10.0	8.00	8.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.53)	(15.9)	16.5	14.3	21.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(54.5)	(17.3)	41.9	31.6	22.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(75.4)	(19.4)	75.7	32.3	24.4
Tăng trưởng EPS (%)	(81.1)	(19.4)	59.7	32.3	24.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(81.1)	(19.4)	59.7	32.3	24.4
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	26.6	40.3	48.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.09	6.88	10.8	12.6	14.3
ROACE (%)	12.3	8.62	11.3	13.1	15.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.81	0.66	0.68	0.69	0.76
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.93	0.98	0.53	0.68	0.44
Số ngày tồn kho	101	119	122	127	130
Số ngày phải thu	29.0	36.8	42.2	43.2	43.4
Số ngày phải trả	32.5	42.6	42.2	43.2	43.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	52.5	52.4	53.3	54.4	44.7
Nợ/tài sản (%)	34.5	35.2	36.2	36.4	35.1
EBIT/lãi vay (lần)	3.98	4.79	10.9	7.55	6.77
Nợ/EBITDA (lần)	2.95	4.02	3.40	2.87	2.44
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.29	1.16	1.15	1.26	1.44
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.30	1.61	1.63	1.46	1.15
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.22	11.6	9.66	7.52	5.85
P/E (lần)	18.8	23.4	14.6	11.1	8.90
P/E ĐC (lần)	19.8	24.6	15.4	11.7	9.37
P/B (lần)	1.67	1.56	1.47	1.33	1.22
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	1.82	3.64	5.45

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn