

### Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ18,600 (từ VNĐ18,500)

Tiềm năng tăng/giảm: -3.9%

| Giá cổ phiếu (đồng) (26/9/2025) | 19,350        |
|---------------------------------|---------------|
| Mã Bloomberg                    | HSG VN        |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)        | 12,500-20,950 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)        | 19,200        |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)       | 12,016        |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)     | 455           |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)         | 621           |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)   | 304           |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)      | 248           |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN        | 49.0%         |
| Tỷ lệ sở hữu của NN             | 9.13%         |
| Tỷ lệ freefloat                 | 51.6%         |
| Cổ đông lớn                     | HSIT (19.9%)  |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

### Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | 4.88   | 15.5   | (4.25)  |
| So với chỉ số    | 4.67   | (8.74) | (30.2)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F         | 1,182 | 1,330      | (11.1)    |
| 2026F         | 1,281 | 1,538      | (16.7)    |
| 2027F         | 1,457 | 1,720      | (15.3)    |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

### Mô tả doanh nghiệp

HSG là một trong những doanh nghiệp đầu ngành thép Việt Nam với hệ thống phân phối rộng khắp. Các sản phẩm chính của HSG bao gồm tôn thép, ống thép và ống nhựa.

### 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

## Nhu cầu xuất khẩu vẫn yếu; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với HSG và điều chỉnh tăng nhẹ giá mục tiêu lên 18.600đ do tác động tích cực của việc thay đổi các giả định định giá đã bù trừ cho tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 4%.
- Chúng tôi giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn tài chính 2025–2027 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9) trên cơ sở dự báo nhu cầu xuất khẩu suy yếu kéo dài. Dự báo mới – thấp hơn 11–17% so với bình quân dự báo thị trường– cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 53%, 8%, 14% trong các NĐTC 2024-2025, 2025-2026 và 2026-2027, tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23,7%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần. Dù mức này rẻ hơn so với bình quân 3 năm là 23,1 lần, chúng tôi cho rằng cổ phiếu có khả năng bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn do triển vọng đang xấu đi.

### Sự kiện: Cập nhật sản lượng tiêu thụ 11 tháng đầu NĐTC 2024-2025

Theo báo cáo hàng tháng mới nhất từ Hiệp hội Thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ của HSG trong 11 tháng NĐTC 2024-2025 (từ tháng 9/2024 đến tháng 8/2025) giảm 3,6% so với cùng kỳ. Mức sụt giảm chung này chủ yếu đến từ xuất khẩu, giảm mạnh 27% so với cùng kỳ, mặc dù sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 19,9% so với cùng kỳ. Xét riêng 2 tháng đầu của quý hiện tại, sức tiêu thụ yếu càng rõ rệt hơn: tổng sản lượng thép tiêu thụ của HSG giảm 10,8% so với cùng kỳ. Sự sụt giảm này đến từ việc xuất khẩu giảm sâu 45,1% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa vẫn tăng 21,4% so với cùng kỳ.

### Tác động: Giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn tài chính 2025–2027

Để phản ánh sản lượng xuất khẩu thấp hơn kỳ vọng, HSC điều chỉnh giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027; các dự báo mới thấp hơn 11–17% so với ước tính chung của thị trường và cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23,7% (dự báo trước đó: 37,1%). Đối với NĐTC 2024-2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 790 tỷ đồng, tăng trưởng 53,4%. Theo đó, lợi nhuận thuần Q4 của NĐTC này đạt 143 tỷ đồng, phục hồi so với khoản lỗ thuần 186 tỷ đồng trong Q4/NĐTC 2023-2024 nhưng giảm 47,9% so với quý trước do nhu cầu giảm. Trong các NĐTC 2025-2026 và 2026-2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tiếp tục tăng trưởng lần lượt 8,3% và 13,8% đạt 855 tỷ đồng và 973 tỷ đồng, sau khi đã điều chỉnh giảm giả định sản lượng tiêu thụ và tăng giả định chi phí đầu vào do mức bảo hộ HRC nội địa gia tăng.

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 23,1 lần. HSC điều chỉnh tăng nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 18.600đ do tác động tích cực của việc giảm hệ số beta trong giả định WACC đã bù trừ cho tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ với rủi ro giảm giá 4% tại giá mục tiêu mới; HSG nhiều khả năng sẽ bị định giá lại ở mặt bằng thấp hơn. Dù đã nỗ lực đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ trong nước, tăng trưởng vẫn chưa đủ để bù đắp cho sự sụt giảm của xuất khẩu. Bên cạnh đó, nguy cơ chi phí đầu vào gia tăng, bắt nguồn từ chính sách bảo hộ HRC trong nước, nhiều khả năng sẽ tiếp tục gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của HSG.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/9.

| Cuối năm: Tháng 9         | 09-23A | 09-24A | 09-25F  | 09-26F  | 09-27F  |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 1,308  | 1,413  | 1,640 ▼ | 1,576 ▼ | 1,651 ▼ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 30.0   | 515    | 790 ▼   | 855 ▼   | 973 ▼   |
| EPS ĐC (đồng)             | 45.3   | 777    | 1,182 ▼ | 1,281 ▼ | 1,457 ▼ |
| DPS (đồng)                | 500    | 500    | 500 ▼   | 500 ▼   | 500 ▼   |
| BVPS (đồng)               | 17,475 | 17,697 | 17,309  | 18,090  | 19,048  |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 10.9   | 11.8   | 9.53    | 8.59    | 7.14    |
| P/E ĐC (lần)              | 427    | 24.9   | 16.4    | 15.1    | 13.3    |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 2.58   | 2.58   | 2.58    | 2.58    | 2.58    |
| P/B (lần)                 | 1.11   | 1.09   | 1.12    | 1.07    | 1.02    |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (88.4) | 1,615  | 52.2    | 8.34    | 13.8    |
| ROAE (%)                  | 0.28   | 4.75   | 7.29    | 7.78    | 8.44    |

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

## Xuất khẩu tiếp tục xấu đi; giảm dự báo lợi nhuận

Sản lượng xuất khẩu đã giảm mạnh trong những tháng gần đây, đặc biệt là mức giảm 54% so với cùng kỳ trong tháng 8/2025 và giảm 27% trong 11 tháng đầu NĐTC 2024-2025. Đà suy giảm này, vốn không thể được bù đắp hoàn toàn bởi tăng trưởng sản lượng nội địa, còn trở nên trầm trọng hơn bởi nguy cơ chi phí đầu vào tăng cao, nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của HSG. Do những yếu tố này, HSC điều chỉnh giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn tài chính 2025–2027 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ và tăng giá mục tiêu lên 18.600đ (rủi ro giảm giá 4%) do tác động tích cực của việc giảm giá định WACC đã bù trừ cho tác động tiêu cực của việc hạ dự báo lợi nhuận..

## Đánh giá/Dự báo KQKD

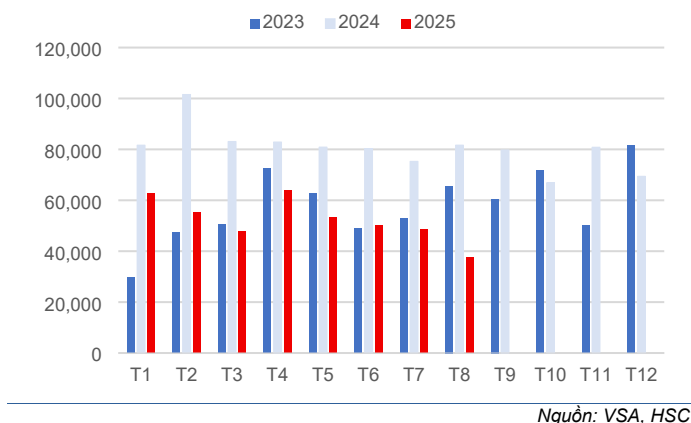
### Cập nhật công bố số liệu sản lượng 11 tháng NĐTC 2024-2025

Theo Hiệp hội Thép Việt Nam, sản lượng tiêu thụ thép của HSG trong tháng 8/2025 giảm mạnh 24% so với cùng kỳ, xuống chỉ còn 125.472 tấn, chủ yếu do xuất khẩu giảm 54% so với cùng kỳ, xuống chỉ còn 37.514 tấn – mức thấp nhất kể từ tháng 1/2023. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 87.958 tấn (tăng 6% so với cùng kỳ) nhưng vẫn không đủ để bù đắp sự suy yếu từ xuất khẩu (Bảng 1–2). Trong 11 tháng đầu NĐTC 2024-2025, HSG đã bán được tổng cộng 1.672.227 tấn thép, giảm 3,6% so với cùng kỳ (Bảng 3), bao gồm:

- Xuất khẩu giảm 27% so với cùng kỳ xuống 635.900 tấn. Tỷ trọng xuất khẩu/tổng sản lượng thép giảm xuống chỉ còn 38% so với mức 50,2% trong 11 tháng NĐTC 2024-2025.
- Tiêu thụ nội địa tăng 19,9% so với cùng kỳ đạt 1.036.327 tấn, nâng tỷ trọng tiêu thụ nội địa/tổng sản lượng thép lên mức 62% so với 49,8% trong 11 tháng NĐTC 2024-2025.

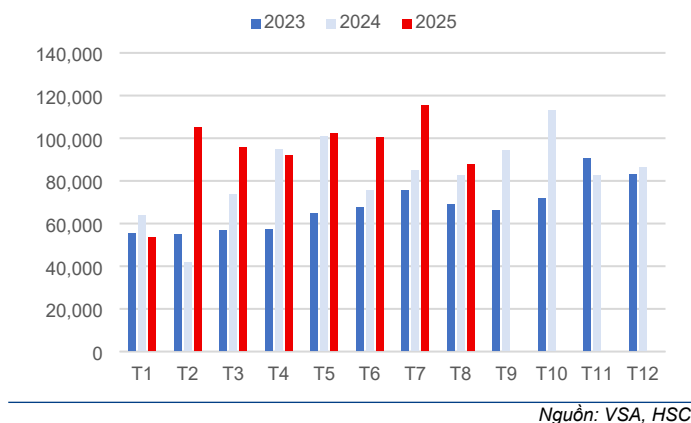
**Biểu đồ 1: Sản lượng xuất khẩu theo tháng (tấn), HSG**

Sản lượng xuất khẩu T8/2025 ở mức thấp nhất kể từ T1/2023



**Biểu đồ 2: Sản lượng tiêu thụ trong nước theo tháng (tấn), HSG**

Có cải thiện nhưng không bù đắp được sản lượng xuất khẩu sụt giảm



**Bảng 3: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ thép, HSG**

Kết quả kém tích cực, do xuất khẩu suy yếu

| Tân                            | T7+T8/24       | T7+T8/25       | Svck          | 11 tháng-FY9/24  | 11 tháng FY9/25  | Svck         |
|--------------------------------|----------------|----------------|---------------|------------------|------------------|--------------|
| <b>Tôn mạ</b>                  | <b>259,012</b> | <b>215,048</b> | <b>-17.0%</b> | <b>1,409,957</b> | <b>1,286,203</b> | <b>-8.8%</b> |
| Trong nước                     | 105,645        | 130,650        | 23.7%         | 557,637          | 670,941          | 20.3%        |
| Xuất khẩu                      | 153,367        | 84,398         | -45.0%        | 852,320          | 615,262          | -27.8%       |
| <b>Ông thép</b>                | <b>65,784</b>  | <b>74,804</b>  | <b>13.7%</b>  | <b>325,311</b>   | <b>386,024</b>   | <b>18.7%</b> |
| Trong nước                     | 62,166         | 73,091         | 17.6%         | 306,643          | 365,386          | 19.2%        |
| Xuất khẩu                      | 3,618          | 1,713          | -52.7%        | 18,668           | 20,638           | 10.6%        |
| <b>Tổng sản lượng tiêu thụ</b> | <b>324,796</b> | <b>289,852</b> | <b>-10.8%</b> | <b>1,735,268</b> | <b>1,672,227</b> | <b>-3.6%</b> |
| Tổng sản lượng trong nước      | 167,811        | 203,741        | 21.4%         | 864,280          | 1,036,327        | 19.9%        |
| Tổng sản lượng xuất khẩu       | 156,985        | 86,111         | -45.1%        | 870,988          | 635,900          | -27.0%       |
| <b>Tỷ trọng</b>                |                |                |               |                  |                  |              |
| Trong nước                     | 51.7%          | 70.3%          |               | 49.8%            | 62.0%            |              |
| Xuất khẩu                      | 48.3%          | 29.7%          |               | 50.2%            | 38.0%            |              |

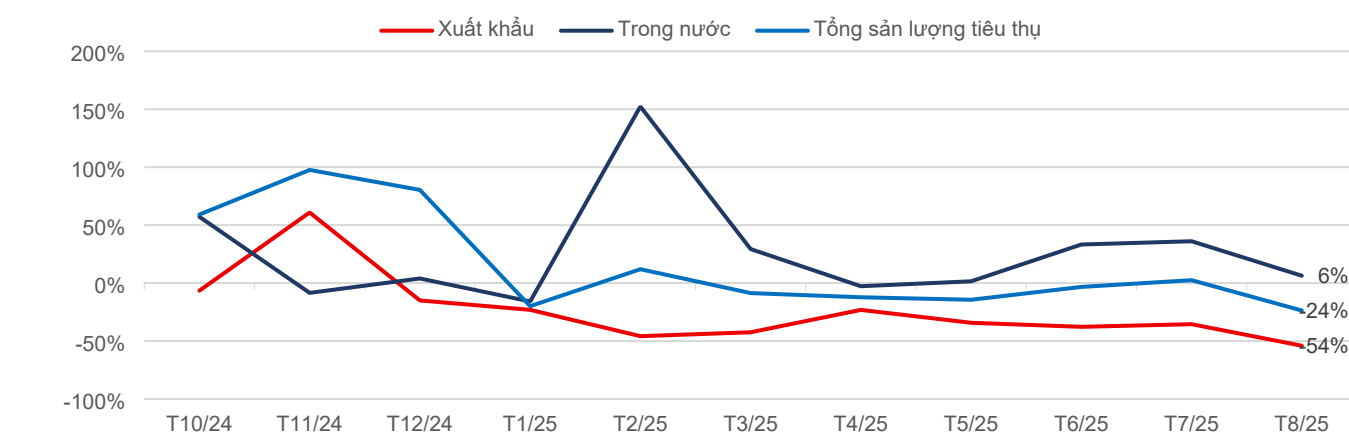
Nguồn: VSA, HSC

Nguyên nhân chính dẫn đến xuất khẩu sụt giảm từ đầu năm là do mất thị trường Mỹ, sau khi các sản phẩm tôn thép Việt Nam bị điều tra kèp về chống bán phá giá (CBPG) và chống trợ cấp kể từ tháng 9/2024. Với kết luận bất lợi được công bố trong tháng 8/2025 – áp thuế CBPG lên tới 110% đối với HSG (dù thuế chống trợ cấp là 0%) – HSC cho là sẽ rất khó có khả năng HSG có thể nối lại hoạt động xuất khẩu sang Mỹ. Đối với thị trường Ấn Độ, mặc dù hiện tại chưa có thuế CBPG/chống trợ cấp nhưng quy trình cấp phép nhập khẩu kéo dài đã làm giảm đáng kể khả năng HSG có thể gia tăng đáng kể xuất khẩu sang thị trường này.

Chiến lược xuất khẩu trọng tâm của HSG hiện nay tập trung vào các nước lân cận như Mexico và Canada (thay vì thị trường Mỹ) nơi mức thuế CBPG bình quân thấp hơn nhiều (khoảng 5%). Dù đây là lựa chọn khả thi hơn nhưng bức tranh xuất khẩu nói chung vẫn đặt ra nhiều thách thức do làn sóng bảo hộ gia tăng trên toàn cầu cùng với sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc. Ở giai đoạn hiện tại, các thị trường xuất khẩu cốt lõi của HSG vẫn là EU và các quốc gia ASEAN, bên cạnh việc duy trì tiếp cận có chọn lọc tại khu vực Bắc Mỹ, bao gồm Mexico và Canada.

**Biểu đồ 4: Tăng trưởng sản lượng qua các tháng, HSG**

Xuất khẩu giảm mạnh so với cùng kỳ, dẫn đến sản lượng tiêu thụ hàng tháng suy yếu



Nguồn: VSA, HSC

**Bảng 5: Dự báo lợi nhuận Q4 NĐTC 2025, HSG**

Đảo chiều so với cùng kỳ nhưng vẫn giảm 48% so với quý trước

| Tỷ đồng             | 4Q-FY9/24 | 3Q-FY9/25 | 4Q-FY9/25 | Tăng trưởng | So với quý trước | FY9/24 | FY9/25 | Tăng trưởng |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|------------------|--------|--------|-------------|
| Doanh thu thuần     | 10,109    | 9,509     | 9,032     | -10.7%      | -5.0%            | 39,272 | 37,213 | -5.2%       |
| Lợi nhuận thuần     | (186)     | 274       | 143       | Đảo chiều   | -47.9%           | 510    | 790    | 54.8%       |
| Lợi nhuận 'cốt lõi' | (135)     | 201       | 104       | Đảo chiều   | -48.0%           | 486    | 431    | -11.4%      |

*Nguồn: HSG, HSC*
**Ước tính KQKD Q4/NĐTC 2024-2025**

Dựa trên số liệu sản lượng thép tháng 7 và 8/2025 do Hiệp hội Thép Việt Nam công bố, HSC ước tính sản lượng tiêu thụ Q4/NĐTC 2024-2025 của HSG (bao gồm cả thép và ống nhựa) đạt 438.352 tấn, giảm 14,1% so với cùng kỳ và giảm 7,7% so với quý trước, trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ thép ước tính giảm 14,9% so với cùng kỳ và giảm 8,1% so với quý trước xuống 424.852 tấn.
- Sản lượng ống nhựa ước tính đạt 13.000 tấn, tăng mạnh 17,1% so với cùng kỳ nhưng đi ngang so với quý trước, với thị phần mở rộng lên mức 13,8% trong Q4/NĐTC 2024-2025 so với 12,9% cùng kỳ năm trước.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần Q4/NĐTC 2024-2025 đạt 143 tỷ đồng, đảo chiều so với khoản lỗ 186 tỷ đồng trong cùng kỳ năm trước (nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện) nhưng giảm 47,9% so với quý trước do nhu cầu giảm và tỷ suất lợi nhuận giảm. Lợi nhuận HĐKD cốt lõi ước tính đạt khoảng 104 tỷ đồng, đảo chiều so với khoản lỗ HĐKD cốt lõi 135 tỷ đồng trong cùng kỳ năm trước nhưng vẫn giảm 48% so với quý trước.

Nếu công ty đạt được kết quả này, lợi nhuận thuần NĐTC 2024-2025 sẽ ở mức 790 tỷ đồng, tăng trưởng 55% nhưng thấp hơn 9% so với dự báo trước đó của HSC (868 tỷ đồng) do giả định sản lượng tiêu thụ đã được điều chỉnh giảm.

**Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn tài chính 2025-2027**

Trước tình hình nhu cầu xuất khẩu của HSG suy yếu kéo dài, HSC điều chỉnh giảm bình quân 14% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 (năm tài chính kết thúc vào tháng 9). Kết hợp với việc giảm nhẹ tỷ suất lợi nhuận thuần do chính sách bảo hộ nguồn cung HRC nội địa, chúng tôi giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn tài chính 2025-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần của HSG sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23,7% (so với 37,1% trong dự báo trước đó) trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,6% (so với 34% trong dự báo trước đó).

Những giả định chính như sau:

- Giả định sản lượng tiêu thụ:** Trong NĐTC 2024-2025, sản lượng tiêu thụ tôn mạ dự báo giảm 10,6% sau mức giảm mạnh trong 11 tháng đầu NĐTC này. Trong khi đó, HSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của mảng ống thép trong NĐTC 2024-2025 sẽ tăng trưởng 17,2% nhờ nhu cầu nội địa ổn định. Cuối cùng, sản lượng tiêu thụ mảng ống nhựa trong NĐTC 2024-2025 dự kiến tăng 18,3% so với cùng kỳ đạt 49.700 tấn nhờ mở rộng thị phần.

Trong các NĐTC 2025-2026 và 2026-2027, chúng tôi dự báo sản lượng tôn mạ sẽ quay lại tăng trưởng dương nhờ so với hiệu ứng nền thấp của năm nay trong khi nhu cầu ống thép và ống nhựa tiếp tục tăng trưởng nhờ môi trường vĩ mô thuận lợi từ đầu tư công và sự phục hồi của ngành BĐS.

- Giá bán bình quân:** HSC giả định giá bán bình quân năm nay tăng 1,1% và sẽ tiếp tục tăng 2%/năm trong các NĐTC 2025-2026 và 2026-2027. Việc tăng giá này phần nào nhằm bù đắp cho chi phí HRC (nguyên liệu đầu vào chính) dự kiến tăng trong những năm tới khi chính sách bảo hộ trở nên hiệu quả hơn nếu cuộc điều tra đối với HRC khổ rộng Trung Quốc được tiến hành.
- Tỷ suất lợi nhuận:** Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong các NĐTC 2025-2026 và 2026-2027 sẽ bị thu hẹp còn 11,7% so với mức 12,2% năm nay, do HSG không còn lợi thế chi phí đầu vào rẻ. Theo đó, chúng tôi dự báo tỷ suất

lợi nhuận thuần trong giai đoạn tài chính 2025–2027 sẽ vào khoảng 2,1%, điều chỉnh giảm nhẹ so với mức 2,2% trong dự báo trước đó.

**Bảng 6: Dự báo cũ và dự báo mới cho lợi nhuận, HSG**

HSC hạ dự báo lợi nhuận thuần NTĐC 2025-2027 là 17%, theo đó CAGR 3 năm đạt 23,7%

| Tỷ đồng             | Dự báo cũ |        |        | Dự báo mới |        |        | Điều chỉnh |        |        | So với cùng kỳ |        |        |
|---------------------|-----------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|----------------|--------|--------|
|                     | FY9/25    | FY9/26 | FY9/27 | FY9/25     | FY9/26 | FY9/27 | FY9/25     | FY9/26 | FY9/27 | FY9/25         | FY9/26 | FY9/27 |
| Doanh thu thuần     | 42,677    | 47,039 | 52,515 | 37,213     | 41,280 | 45,747 | -12.8%     | -12.2% | -12.9% | -5.2%          | 10.9%  | 10.8%  |
| Lợi nhuận thuần     | 868       | 1,012  | 1,325  | 790        | 855    | 973    | -9.0%      | -15.5% | -26.6% | 53.4%          | 8.3%   | 13.8%  |
| Lợi nhuận 'cốt lõi' | 490       | 1,012  | 1,325  | 431        | 655    | 873    | -12.1%     | -35.2% | -34.1% | -11.4%         | 52.2%  | 33.2%  |

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Giả định doanh thu, HSG**

Chúng tôi hạ bình quân 14% dự báo sản lượng tiêu thụ NTĐC 2025-2027, do nhu cầu xuất khẩu yếu

|                | FY9/24    | FY9/25F   | FY9/26F   | FY9/27F   |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tôn mạ (tấn)   | 1,550,523 | 1,386,203 | 1,513,674 | 1,665,041 |
| Tăng trưởng    | 39.5%     | -10.6%    | 9.2%      | 10.0%     |
| Ống thép (tấn) | 359,130   | 421,024   | 443,346   | 465,513   |
| Tăng trưởng    | 25.0%     | 17.2%     | 5.3%      | 5.0%      |
| Ống nhựa (tấn) | 42,000    | 49,700    | 52,185    | 54,794    |
| Tăng trưởng    | 20.0%     | 18.3%     | 5.0%      | 5.0%      |

Nguồn: HSC

**Bảng 8: Giả định tỷ suất lợi nhuận, HSG**

HSC hạ nhẹ 0,1 điểm phần trăm ước tính tỷ suất lợi nhuận thuần, do chi phí đầu vào tăng với chính sách bảo hộ HRC trong nước

| (%)                           | FY9/24 | FY9/25F | FY9/26F | FY9/27F |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|
| Chi phí BH&QL/doanh thu thuần | 9.8%   | 10.1%   | 9.8%    | 9.8%    |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp         | 10.9%  | 12.2%   | 11.7%   | 11.7%   |
| Tỷ suất LNTT                  | 1.4%   | 2.3%    | 2.3%    | 2.3%    |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần       | 1.3%   | 2.1%    | 2.1%    | 2.1%    |

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Chính sách cổ tức, HSG**

HSC dự báo cổ tức bằng tiền sẽ ổn định trong các năm tới

|                                    | FY9/24 | FY9/25F | FY9/26F | FY9/27F | FY9/28F |
|------------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Cổ tức tiền mặt (đồng)             | 500    | 500     | 500     | 500     | 500     |
| Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức (%) | 59.8%  | 39.3%   | 36.3%   | 31.9%   | 28.8%   |
| Lợi suất cổ tức (%)                | 2.6%   | 2.6%    | 2.6%    | 2.6%    | 2.6%    |

Nguồn: HSC

- **Cổ tức tiền mặt:** Sau khi hạ dự báo lợi nhuận, HSC giảm dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn tài chính 2025–2027 xuống 500đ/cp (so với dự báo trước đó là 1.000đ/cp), tương đương lợi suất cổ tức hằng năm là 2,6%.

## Định giá và khuyến nghị

HSC tăng nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 18.600đ (so với 18.500đ trước đó) do việc hạ dự báo lợi nhuận đã được bù đắp hoàn toàn bởi việc giảm giả định chi phí WACC. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với HSG, với rủi ro giảm giá 4% tại giá mục tiêu mới.

Chi tiết như sau:

- Giảm bình quân 17% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn tài chính 2025–2027 như đã đề cập ở trên.
- Giả định WACC giảm xuống mức 13,5% (so với 14,5% trước đó) sau khi hệ số beta 5 năm giảm xuống 1,5 lần từ 1,67 lần theo cập nhật từ Bloomberg.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 1%.

**Bảng 10: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, HSG**

Hạ giả định chi phí vốn CSH từ 18,6% xuống mức 17,1%...

| CAPM                       | Giá trị      |
|----------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro        | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro thị trường  | 8.75%        |
| Beta                       | 1.5          |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>     | <b>17.1%</b> |
| Chi phí nợ                 | 5.5%         |
| Thuế suất                  | 12.0%        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b> | <b>4.8%</b>  |

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Cơ cấu nguồn vốn và WACC, HSG**

...theo đó WACC giảm xuống 13,5% từ mức 14,5% trước đó

| Cơ cấu nguồn vốn         |              |
|--------------------------|--------------|
| Vốn CSH / Tổng nguồn vốn | 70.3%        |
| Nợ / Tổng nguồn vốn      | 29.7%        |
| <b>WACC</b>              | <b>13.5%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Tính toán FCFF, HSG**

Chúng tôi dự báo dòng tiền sẽ ổn định trong các năm tới

| Tỷ đồng                                 | FY9/24A        | FY9/25F      | FY9/26F      | FY9/27F      | FY9/28F      |
|-----------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Thu nhập thuần                          | 515            | 790          | 855          | 973          | 1,079        |
| + Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)     | 113            | 157          | 125          | 126          | 119          |
| + Khấu hao                              | 990            | 871          | 773          | 774          | 776          |
| - Thay đổi vốn lưu động                 | (3,254)        | 1,720        | 81           | 543          | (408)        |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định        | (292)          | (75)         | (83)         | (91)         | (101)        |
| <b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b> | <b>(1,929)</b> | <b>3,463</b> | <b>1,751</b> | <b>2,325</b> | <b>1,465</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 13: Định giá DCF, HSG**

Giá mục tiêu gần như không đổi tại 18.600đ (rủi ro giảm giá 4%)

| Tỷ đồng                                              | FY25F        | FY26F         | FY27F        | FY28F        |
|------------------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Dòng tiền tự do của doanh nghiệp                     | 3,463        | 1,751         | 2,325        | 1,465        |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) (%)                   |              |               |              | 1.0%         |
| Giá trị dài hạn                                      |              |               |              | 11,857       |
| Dòng tiền tương lai                                  | 3,463        | 1,751         | 2,325        | 13,322       |
| <b>Giá trị hiện tại</b>                              | <b>3,463</b> | <b>1,751</b>  | <b>2,049</b> | <b>9,252</b> |
| Giá trị của doanh nghiệp                             |              | 13,052        |              |              |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2028          |              | 4,938         |              |              |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn                 |              | 8,114         |              |              |
| - Tổng nợ                                            |              | (4,736)       |              |              |
| + Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn |              | 3,246         |              |              |
| <b>Giá trị của vốn CSH</b>                           |              | 11,562        |              |              |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)     |              | 621           |              |              |
| <b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu cuối năm 2025</b>     |              | <b>18,600</b> |              |              |

Nguồn: HSC

**Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), HSG**

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%

| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | Lãi suất phi rủi ro |        |        |        |        |        |
|----------------------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                            |                     | 3.0%   | 3.5%   | 4.0%   | 4.5%   | 5.0%   |
|                            | 0.0%                | 18,500 | 18,000 | 17,500 | 17,100 | 16,700 |
|                            | 0.5%                | 19,100 | 18,500 | 18,100 | 17,600 | 17,200 |
|                            | 1.0%                | 19,700 | 19,100 | 18,600 | 18,100 | 17,700 |
|                            | 1.5%                | 20,400 | 19,800 | 19,200 | 18,700 | 18,200 |
|                            | 2.0%                | 21,200 | 20,500 | 19,900 | 19,300 | 18,800 |

Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

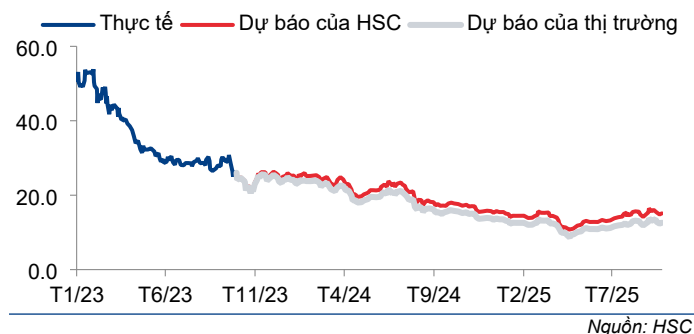
Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn VN Index, HSG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, hso với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,1 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/B dự phóng NĐTC 2024-2025 là 1,12 lần, hơi thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 1,2 lần.

Đáng chú ý, dù HSG hiện đang giao dịch dưới mức định giá bình quân 3 năm của chính mình, HSC vẫn không đánh giá cổ phiếu này hấp dẫn khi so sánh với các doanh

nghiệp cùng ngành như HPG (Mua vào, giá mục tiêu 37.900đ). Chúng tôi kỳ vọng HPG có lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 37%, cao hơn nhiều so với mức 23,7% dự phóng cho HSG. Ngoài ra, HPG còn đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm chỉ là 11 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 13,3 lần. Cùng với bối cảnh chính sách hiện tại ưu tiên bảo hộ cho các nhà sản xuất HRC nội địa – vốn tạo bất lợi cạnh tranh cho các doanh nghiệp hạ nguồn như HSG – HSC cho rằng không có nhiều tiềm năng tăng giá đối với HSG.

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

HSG hiện giao dịch tại /E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần...


**Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn, HSG**

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 23,1 lần



## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 09-23A       | 09-24A       | 09-25F       | 09-26F       | 09-27F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 31,651       | 39,272       | 37,213       | 41,280       | 45,747       |
| Lợi nhuận gộp                       | 3,061        | 4,264        | 4,531        | 4,849        | 5,360        |
| Chi phí BH&QL                       | (2,884)      | (3,840)      | (3,762)      | (4,045)      | (4,483)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>177</b>   | <b>423</b>   | <b>769</b>   | <b>804</b>   | <b>876</b>   |
| Lãi vay thuần                       | (80.7)       | 87.2         | 17.4         | 54.1         | 102          |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 49.9         | 40.6         | 70.7         | 78.4         | 86.9         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>146</b>   | <b>551</b>   | <b>857</b>   | <b>936</b>   | <b>1,065</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (116)        | (36.5)       | (67.7)       | (80.7)       | (91.8)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (0.05)       | (0.04)       | 0            | 0            | 0            |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>30.0</b>  | <b>515</b>   | <b>790</b>   | <b>855</b>   | <b>973</b>   |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>27.9</b>  | <b>479</b>   | <b>734</b>   | <b>796</b>   | <b>905</b>   |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>1,308</b> | <b>1,413</b> | <b>1,640</b> | <b>1,576</b> | <b>1,651</b> |
| EPS (đồng)                          | 48.7         | 835          | 1,271        | 1,377        | 1,567        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 45.3         | 777          | 1,182        | 1,281        | 1,457        |
| DPS (đồng)                          | 500          | 500          | 500          | 500          | 500          |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 616          | 616          | 621          | 621          | 621          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 616          | 616          | 621          | 621          | 621          |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 616          | 616          | 621          | 621          | 621          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 09-23A        | 09-24A        | 09-25F        | 09-26F        | 09-27F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 597           | 602           | 1,109         | 3,195         | 5,043         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 26.2          | 30.6          | 39.8          | 51.8          | 67.3          |
| Phải thu khách hàng             | 2,322         | 2,985         | 2,977         | 2,890         | 2,745         |
| Hàng tồn kho                    | 7,629         | 9,712         | 8,001         | 8,256         | 8,234         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 701           | 844           | 800           | 887           | 983           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>11,275</b> | <b>14,174</b> | <b>12,927</b> | <b>15,279</b> | <b>17,072</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 4,833         | 3,915         | 2,796         | 2,051         | 1,313         |
| TSCĐ vô hình                    | 187           | 196           | 206           | 216           | 227           |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 531           | 665           | 930           | 930           | 930           |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tài sản dài hạn khác            | 539           | 616           | 1,884         | 1,086         | 1,199         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>6,090</b>  | <b>5,391</b>  | <b>5,816</b>  | <b>4,283</b>  | <b>3,669</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>17,365</b> | <b>19,566</b> | <b>18,743</b> | <b>19,562</b> | <b>20,741</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 2,936         | 5,364         | 4,739         | 4,736         | 4,846         |
| Phải trả người bán              | 2,885         | 2,328         | 2,233         | 2,477         | 2,745         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 433           | 635           | 703           | 763           | 933           |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>6,569</b>  | <b>8,632</b>  | <b>7,963</b>  | <b>8,296</b>  | <b>8,879</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Nợ dài hạn khác                 | 0.71          | 0.71          | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>0.71</b>   | <b>0.71</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>6,585</b>  | <b>8,649</b>  | <b>7,978</b>  | <b>8,312</b>  | <b>8,897</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 10,764        | 10,901        | 10,749        | 11,234        | 11,828        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 16.1          | 16.1          | 16.1          | 16.1          | 16.1          |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>10,780</b> | <b>10,917</b> | <b>10,765</b> | <b>11,250</b> | <b>11,844</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>17,365</b> | <b>19,566</b> | <b>18,743</b> | <b>19,562</b> | <b>20,741</b> |
| BVPS (đ)                        | 17,475        | 17,697        | 17,309        | 18,090        | 19,048        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | 2,339         | 4,762         | 3,629         | 1,541         | (196)         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 09-23A         | 09-24A         | 09-25F         | 09-26F        | 09-27F        |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| EBIT                                       | 177            | 423            | 769            | 804           | 876           |
| Khấu hao                                   | (1,131)        | (990)          | (871)          | (773)         | (774)         |
| Lãi vay thuần                              | (80.7)         | 87.2           | 17.4           | 54.1          | 102           |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (54.1)         | (84.9)         | (94.3)         | (112)         | (128)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 1,238          | (3,005)        | 357            | (2,074)       | (1,259)       |
| Khác                                       | (629)          | 311            | 88.1           | 133           | 188           |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>1,866</b>   | <b>(1,415)</b> | <b>2,212</b>   | <b>(423)</b>  | <b>501</b>    |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (374)          | (771)          | (74.5)         | (82.6)        | (91.5)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | (17.6)         | (4.26)         | 4.40           | 6.04          | 16.0          |
| Thanh lý                                   | 41.6           | 50.9           | 62.2           | 61.1          | 61.2          |
| Khác                                       | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(350)</b>   | <b>(724)</b>   | <b>(7.86)</b>  | <b>(15.4)</b> | <b>(14.3)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             |
| Thu từ phát hành CP                        | 0              | 22.1           | 0              | 0             | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (1,251)        | 2,428          | (1,616)        | 2,625         | 1,512         |
| Khác                                       | (0.01)         | (308)          | (80.9)         | (102)         | (150)         |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(1,251)</b> | <b>2,142</b>   | <b>(1,697)</b> | <b>2,524</b>  | <b>1,362</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 330            | 597            | 602            | 1,109         | 3,195         |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>265</b>     | <b>3.55</b>    | <b>507</b>     | <b>2,085</b>  | <b>1,848</b>  |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 1.54           | 1.66           | 0              | 0             | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>597</b>     | <b>602</b>     | <b>1,109</b>   | <b>3,195</b>  | <b>5,043</b>  |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>1,492</b>   | <b>(2,185)</b> | <b>2,137</b>   | <b>(505)</b>  | <b>409</b>    |

| Các chỉ số tài chính      | 09-23A | 09-24A | 09-25F | 09-26F | 09-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 9.67   | 10.9   | 12.2   | 11.7   | 11.7   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 4.13   | 3.60   | 4.41   | 3.82   | 3.61   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 0.09   | 1.31   | 2.12   | 2.07   | 2.13   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 79.4   | 6.63   | 7.90   | 8.62   | 8.62   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (36.3) | 24.1   | (5.24) | 10.9   | 10.8   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (25.0) | 8.08   | 16.0   | (3.90) | 4.74   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (88.1) | 1,615  | 53.4   | 8.34   | 13.8   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (88.4) | 1,615  | 52.2   | 8.34   | 13.8   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (88.4) | 1,615  | 52.2   | 8.34   | 13.8   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | nm     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 1,026  | 59.8   | 39.3   | 36.3   | 31.9   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 0.28   | 4.75   | 7.29   | 7.78   | 8.44   |
| ROACE (%)                 | 1.62   | 3.90   | 7.09   | 7.29   | 7.58   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 1.84   | 2.13   | 1.94   | 2.16   | 2.27   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 10.6   | (3.34) | 2.88   | (0.53) | 0.57   |
| Số ngày tồn kho           | 97.4   | 101    | 89.4   | 82.7   | 74.4   |
| Số ngày phải thu          | 29.6   | 31.1   | 33.2   | 29.0   | 24.8   |
| Số ngày phải trả          | 36.8   | 24.3   | 24.9   | 24.8   | 24.8   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 23.1   | 45.5   | 35.5   | 15.6   | 0.30   |
| Nợ/tài sản (%)            | 17.7   | 28.4   | 26.3   | 25.3   | 24.5   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 2.19   | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 2.35   | 3.94   | 3.00   | 3.14   | 3.08   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.72   | 1.64   | 1.62   | 1.84   | 1.92   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 0.45   | 0.42   | 0.42   | 0.33   | 0.26   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 10.9   | 11.8   | 9.53   | 8.59   | 7.14   |
| P/E (lần)                 | 397    | 23.2   | 15.2   | 14.0   | 12.3   |
| P/E ĐC (lần)              | 427    | 24.9   | 16.4   | 15.1   | 13.3   |
| P/B (lần)                 | 1.11   | 1.09   | 1.12   | 1.07   | 1.02   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 2.58   | 2.58   | 2.58   | 2.58   | 2.58   |

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)