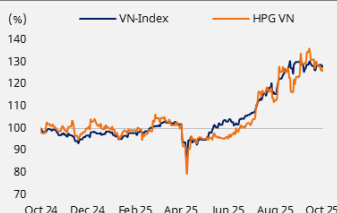


(Cập nhật)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	▲ 35,750
Thị giá (10/10/2025, VND))	29,600
Lợi nhuận kỳ vọng	20.8%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	29,560
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	39.9%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	
P/E (26F, x)	10.4
P/E thị trường (x)	16.9
VNIndex	1,748
Vốn hóa (tỷ đồng)	215,681
SLCP đang lưu hành (triệu)	7,675
% tự do chuyển nhượng (%)	59.0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18.9
Beta (12T)	1.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	30,850

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	2.9	38.0	27.0
Tương đối	3.9	0.5	-1.9



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraesec.com.vn

HOSE: HPG • Thép

CTCP Tập đoàn Hòa Phát

Tăng trưởng công suất nâng dư địa định giá

Sản lượng thép của HPG ghi nhận dấu hiệu phục hồi trong tháng 9, với tổng sản lượng thép đạt 1,071 nghìn tấn, tăng 23.6% so với T8 và 38.5% cùng kỳ. Trong đó nhóm sản phẩm thép xây dựng, thép ống và tôn mạ tăng lần lượt 1%, 18% và 26% cùng kỳ trong khi HRC tăng mạnh 95% nhờ mức nền so sánh thấp của cùng kỳ năm trước. Dù chịu áp lực ngắn hạn trong mùa mưa cũng như nhu cầu thấp trong T7 âm lịch, tổng sản lượng lũy kế trong 9T2025 của HPG vẫn đạt 8.47 triệu tấn (+22% svck, tương đương 74% dự báo cả năm), nhờ nhu cầu cao điểm đầu năm.

Sau giai đoạn chậm nhịp so với đà tăng chi phí nguyên liệu trong tháng 7-8, HPG đã nâng giá HRC hai tháng liên tiếp, với đơn hàng giao tháng 10/2025 hiện chào ở mức 528 USD/tấn, quay lại ngang mức hồi tháng 4/2025 (-2.4% YTD / +2.1% ck). Với các sản phẩm khác như thép cây, thép cuộn và tôn mạ, giá cũng đã được điều chỉnh tăng khoảng 300 nghìn đồng/tấn (+2%) trong tháng 9. Dự kiến tác động từ các đợt tăng giá này sẽ phản ánh rõ ràng hơn từ quý 4/2025.

Bên cạnh tín hiệu tích cực từ giá bán, hai động lực quan trọng đối với triển vọng tăng trưởng tiếp theo bao gồm: (1) biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện dần từ Q4/2025 sau khi thu hẹp trong Q3 nhờ các đợt tăng giá gần đây bù đắp chi phí gia tăng từ nguyên liệu than cốc và quặng sắt nhập khẩu; và (2) tiến độ đẩy nhanh công suất tại Dung Quất 2. Chúng tôi duy trì dự phóng sản lượng 2025 ở mức 11.3 triệu tấn (+20.6% CK), song nếu HPG giữ vững nhịp sản xuất cao như hiện nay (hiệu suất HRC T9 đạt 99%) và lò cao số 2 tại Dung Quất 2 bắt đầu đóng góp từ đầu Q4, triển vọng sản lượng có thể tích cực hơn so với dự báo hiện tại.

Triển vọng: Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ cải thiện khi hoạt động xây dựng phục hồi khỏi giai đoạn trũng mùa vụ, được hỗ trợ bởi tiến độ giải ngân đầu tư công và các dự án bất động sản mới mở bán trong nửa cuối 2025. Ở khía cạnh thương mại, việc Cục Phòng vệ Thương mại tiếp nhận đơn điều tra CBPG với HRC khổ rộng (chiếm 16% tổng nhập khẩu 7T2025, chưa chịu thuế AD20) đang làm giảm sức cạnh tranh của kênh nhập khẩu này. Về sản lượng, lò cao số 1 tại DQ1 đã được khởi động lại, trong khi lò cao số 2 tại DQ2 bắt đầu chạy thử nóng từ tháng 8, mở ra dư địa gia tăng sản lượng HRC.

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 sẽ đánh dấu mức tăng trưởng cao với doanh thu mặng thép tăng 12% và lợi nhuận hoạt động bật tăng 37%, qua đó đưa doanh thu hợp nhất tăng 12% và lợi nhuận sau thuế tăng 27% so với cùng kỳ, nhờ biên lợi nhuận mở rộng và sản lượng tiêu thụ cải thiện ổn định.

Định giá: Chúng tôi nâng giá mục tiêu HPG lên 35,750 đồng/cp (từ 29,850) khi chuyển mô hình dự báo sang 2026. Giá mục tiêu được xác định dựa trên P/B mục tiêu 2.1x, chiết khấu 20% so với mức mặt bằng định giá P/B-ROE của các doanh nghiệp khu vực.

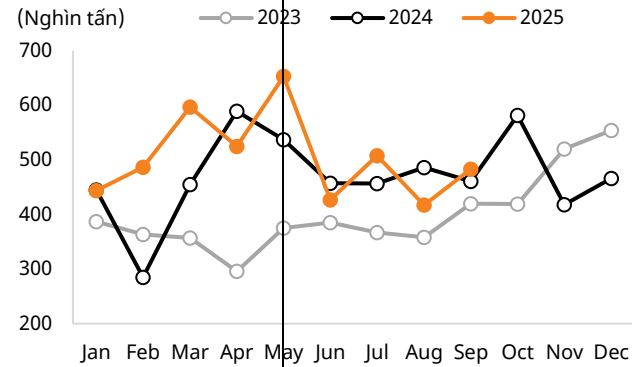
FY (t)	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027
Doanh thu (tỷ đồng)	118,953	138,855	155,643	194,872	220,617
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	9,669	14,615	20,148	29,560	33,920
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	8.1	10.5	12.9	15.2	15.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6,835	12,020	15,218	21,287	25,860
EPS (VND)	1,169	1,879	1,983	2,774	3,370
ROE (%)	6.84	11.1	12.4	15.3	16.5
P/E (x)	25.9	15.4	14.6	10.4	8.6
P/B (x)	1.6	1.6	1.7	1.5	1.3
Lợi suất cổ tức (%)	1.4	0	0	1.8	3.6

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

Please see analyst certifications and important disclosures & disclaimers in Appendix 1 at the end of the report.

Tổng quan hoạt động kinh doanh

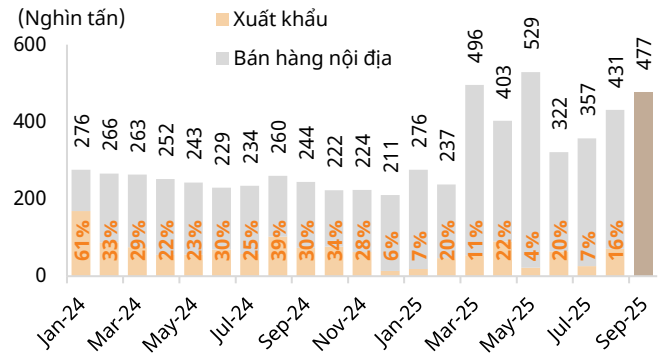
Hình 1. Sản lượng bán hàng nhóm các sản phẩm thép XD giảm trong Q3 dưới tác động của T7 âm lịch và mùa mưa



Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, ống thép và tôn mạ của HPG						
(Nghìn tấn)	T9/2025	Sv. T8	Svck	9T2025	Svck	Tỷ trọng
Thép xây dựng	373	17%	1%	3,586	8%	79%
Ống thép	71	0%	18%	626	24%	14%
Tôn mạ	39	40%	26%	328	-5%	7%
Tổng tiêu thụ	483	16%	5%	4,540	9%	100%

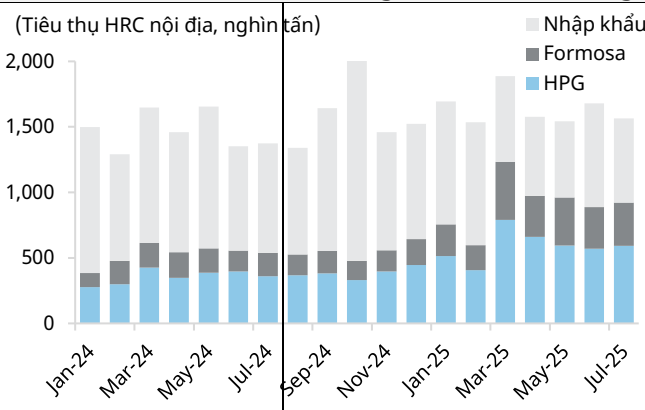
Nguồn: VSA, HPG, Mirae Asset Research

Hình 2. Sản lượng HRC duy trì mức tăng ổn định từ T3, nhờ DQ2 đi vào vận hành và thuế CBPG có hiệu lực



Sản lượng tiêu thụ HRC của HPG					
(nghìn tấn)	T9/2025	Sv. T8	Svck	9T2025	Svck
HRC	477	11%	95%	3,528	56%
(nghìn tấn)	8T2025	Svck	Tỷ trọng		
Nội địa	2,658	97%	87%		
Xuất khẩu	393	-42%	13%		

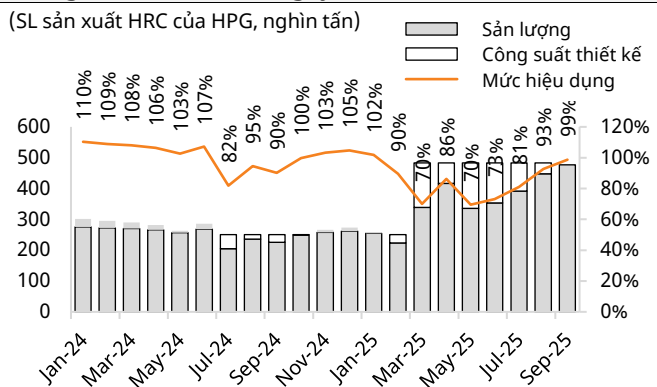
Hình 3. HPG là công ty hưởng lợi chính với sản lượng HRC nội địa 8T2025 +97% CK so với mức tăng 12% của cả thị trường



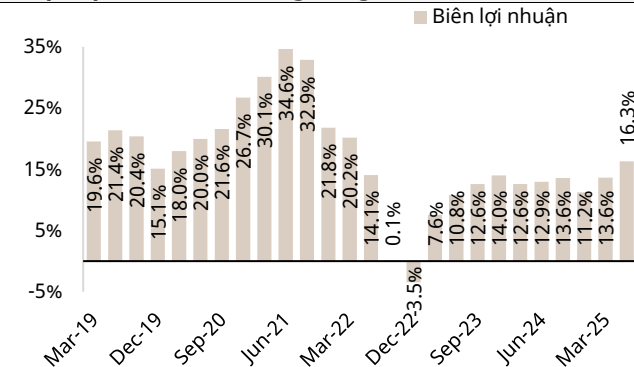
Nguồn: VSA, HPG, Mirae Asset Research

Ghi chú: mức hiệu dụng tháng 9 được tính toán dựa trên số liệu bán hàng HRC sơ bộ thay vì sản lượng sản xuất

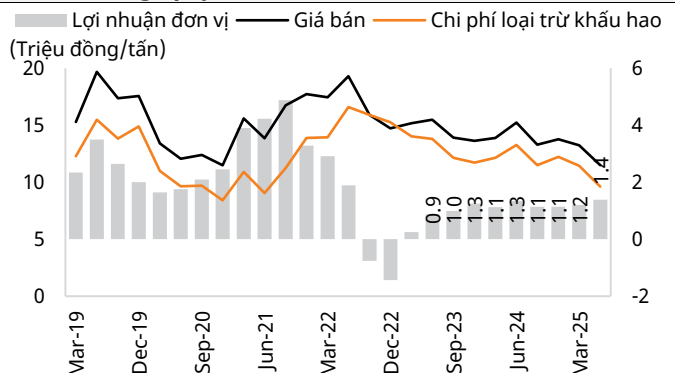
Hình 4. Kể từ khi bổ sung thêm công suất mới từ lò cao số 1 Dung Quất 2, HPG đã nâng tỷ lệ vận hành lên mức tối ưu



Hình 5. Tiếp nối đà phục hồi từ Q1/2025, biên lợi nhuận mảng thép tiếp tục được mở rộng trong Q2/2025

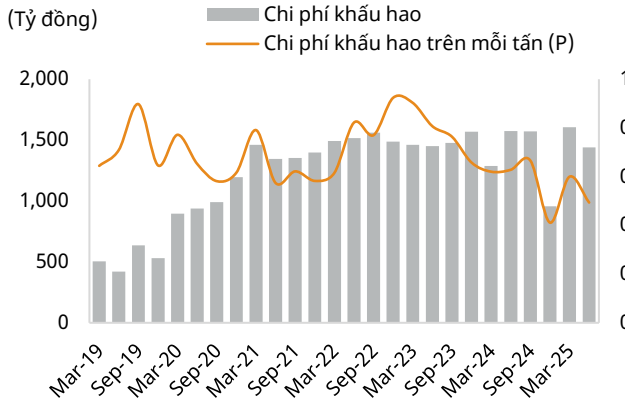


Hình 6. Dù giá bán ghi nhận giảm 13% sv. Q1, chi phí đầu vào hạ nhiệt đã giúp tỷ lệ lợi nhuận đạt mức cao nhất kể từ 2022

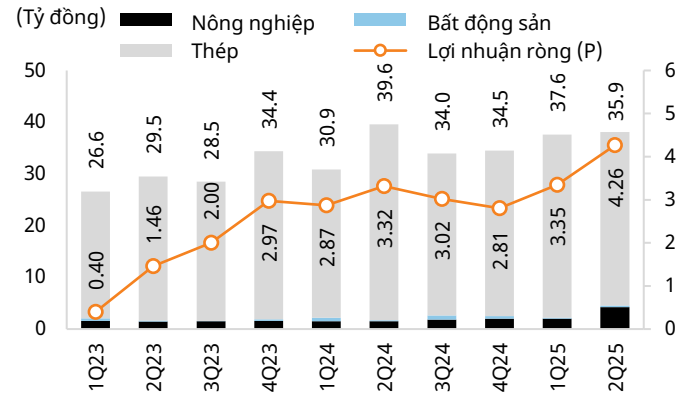


Nguồn: HPG, Mirae Asset Research; Ghi chú: Biên lợi nhuận trước thuế trước khấu hao

Hình 7. Biên lợi nhuận còn được hỗ trợ nhờ yếu tố kỹ thuật về khấu hao, khi phần TSCĐ từ Dung Quất 2 (19 nghìn tỷ đồng) được chuyển ngược về tài sản dở dang trong Q2

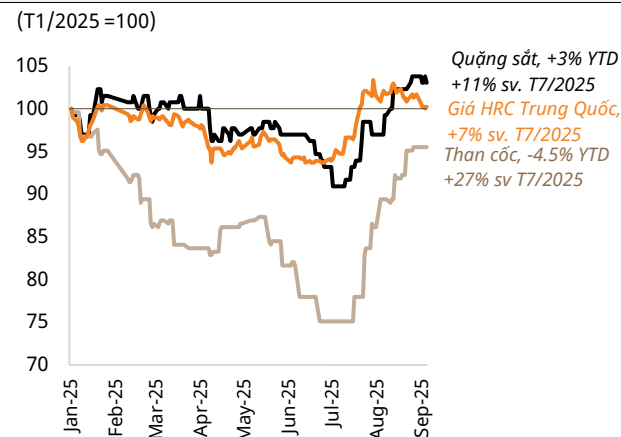


Hình 8. Ở góc độ hợp nhất, doanh thu trong Q2/2025 giảm 5% ck do giá thép giảm. Ngược lại LNST tăng mạnh 28% CK nhờ biên lợi nhuận mở rộng

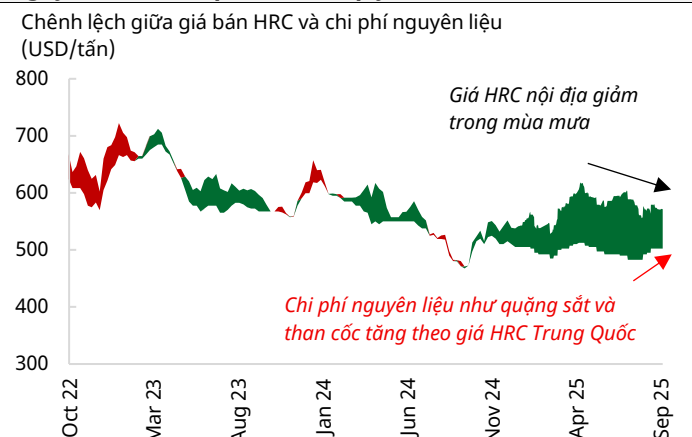


Nguồn: VSA, HPG, Mirae Asset Research

Hình 9. Từ T4/2025, giá HRC tại TQ đã tăng mạnh từ đáy, kéo theo giá các nguyên liệu chính như quặng và than cốc tăng nhanh

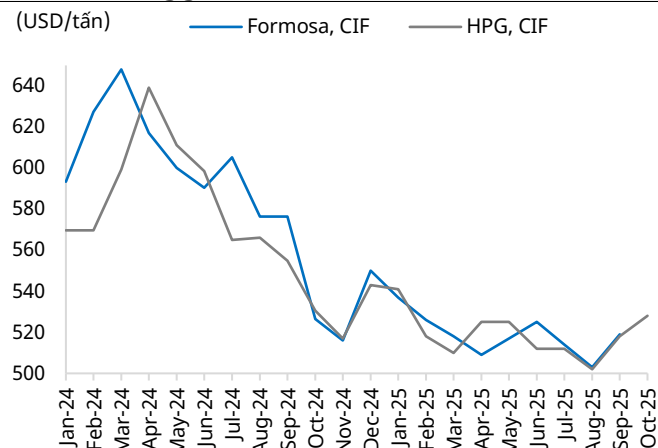


Hình 10. Trong Q3, giá bán của HPG điều chỉnh chậm hơn so với đà tăng chi phí, khiến mức chênh lệch giữa giá bán-chi phí nguyên liệu thu hẹp lại so với 2 quý đầu năm

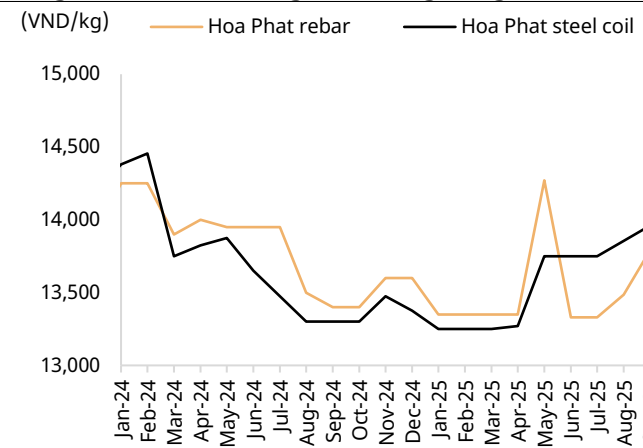


Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 11. Trước xu hướng tăng của giá nguyên liệu, HPG đã điều chỉnh tăng giá chào bán HRC cho T9 và T10/2025



Hình 12. Giá thép xây dựng giao dịch trong biên độ hẹp và đang được điều chỉnh tăng lên lại trong tháng 9



Nguồn: Fiinpro, Bigmint, Mirae Asset Research

Các giả định chính và dự phóng

Dự phóng kết quả kinh doanh

Theo xu hướng chung của ngành, HPG ghi nhận sản lượng bán ra thép xây dựng và các sản phẩm hạ nguồn giảm trong giai đoạn tháng 7-8/2025, do hoạt động xây dựng bị gián đoạn trong mùa mưa. Tuy nhiên, nhu cầu này không mất đi mà chỉ bị trì hoãn, phản ánh yếu tố mùa vụ (mùa mưa, tháng 7 âm lịch) và quá trình cải cách hệ thống như việc sắp nhập các tỉnh. Trong thời gian tới, Nhu cầu bị dồn nén được kỳ vọng sẽ từng bước được giải tỏa trong các tháng tới, khi hoạt động xây dựng trở lại nhịp bình thường sau mùa mưa. Đáng chú ý, sản lượng bán tháng 9 đạt 1,071 nghìn tấn (+23,6% so với tháng trước) cho thấy những tín hiệu sớm của đà phục hồi đang hình thành.

Bên cạnh đó, HPG đã điều chỉnh tăng giá HRC trong hai tháng liên tiếp (tháng 9 và 10) và vẫn còn dư địa so với mặt bằng giá HRC nhập khẩu để tiếp tục tăng giá thêm trong quý 4, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và duy trì mức độ mở rộng của biên lợi nhuận. Tổng thể, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận hoạt động mangan thép năm 2025 tăng lần lượt 12% và 37% so với cùng kỳ, góp phần thúc đẩy doanh thu hợp nhất và lợi nhuận sau thuế đạt 155,643 tỷ đồng (+12% CK) và 15,218 tỷ đồng (+27% cùng kỳ).

Tiếp nối xu hướng, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ mạnh mẽ hơn trong 2026, được thúc đẩy bởi xu hướng hồi phục chung của giá thép và công suất bổ sung từ hai lò cao Dung Quất 2. Trên cơ sở đó, doanh thu và lợi nhuận dự kiến tăng tương ứng 25% và 40%.

Hình 13. Tóm tắt dự phóng kết quả kinh doanh và tăng trưởng giai đoạn 2025-27

Tỷ đồng	Dự phóng			Tăng trưởng cùng kỳ			Kế hoạch kinh doanh	
	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25	Dự phóng/KH
Doanh thu	155,643	194,872	220,617	12%	25%	13%	170,000	-8.4%
Lợi nhuận ròng	15,218	21,287	25,860	27%	40%	21%	15,000	1.6%

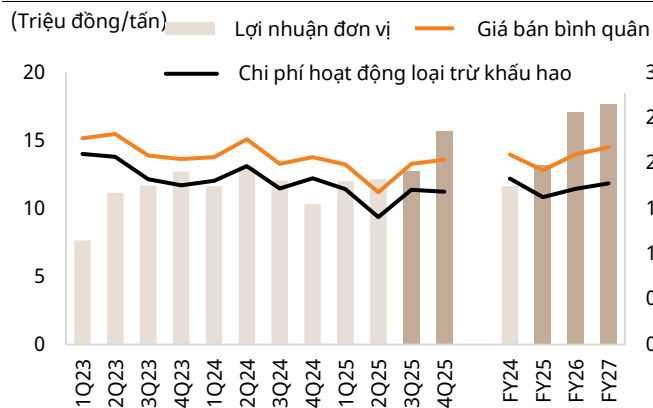
Nguồn: HPG, Mirae Asset Research

Hình 14. Dự phóng kết quả kinh doanh và mức kỳ vọng của thị trường

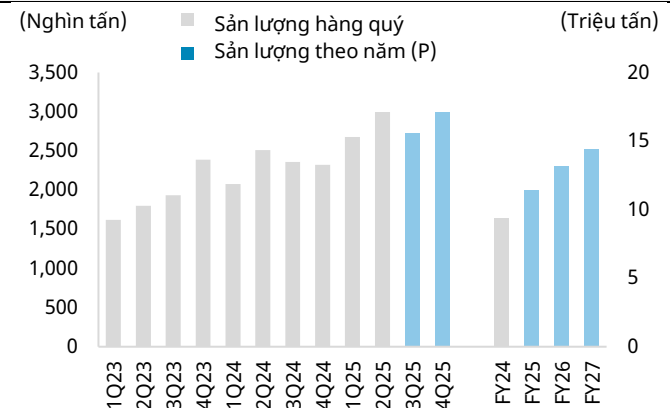
Tỷ đồng	Dự phóng			Kỳ vọng thị trường			Dự phóng sv. KVT		
	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu	155,822	194,872	220,617	167,036	208,579	246,946	-6.8%	-6.6%	-10.7%
Lợi nhuận ròng	15,218	21,287	25,860	16,632	22,049	28,447	-8.5%	-3.5%	-9.1%

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 15. Chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ duy trì đà tăng trong thời gian tới, qua đó tạo điều kiện để biên lợi nhuận mảng thép tiếp tục được mở rộng

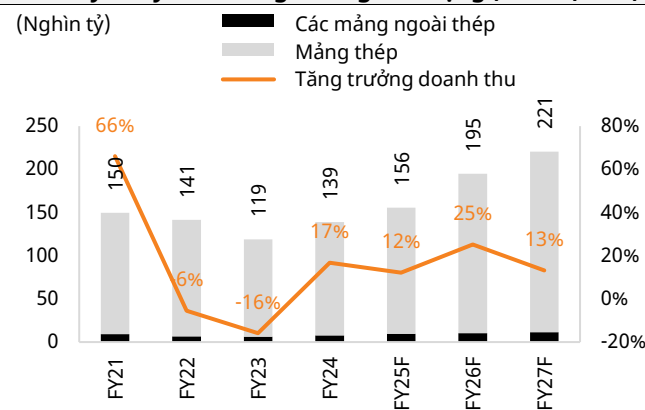


Hình 16. Sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng dần, nhờ nhu cầu trong nước duy trì ổn định và HPG nâng dần tỷ lệ công suất tại hai lò cao Dung Quất 2

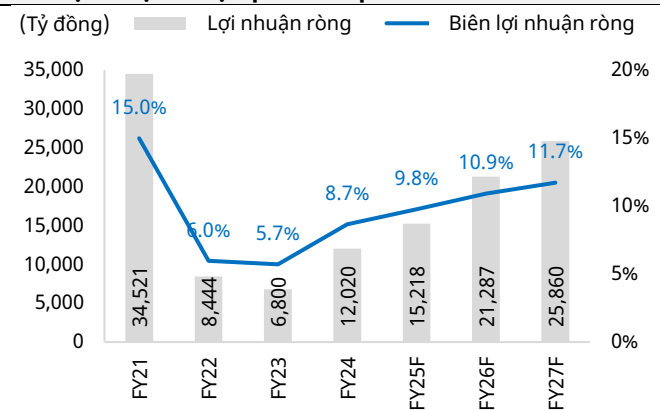


Source: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 17. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần mảng thép tăng trưởng trung bình 17%/năm trong giai đoạn 2024-27, được thúc đẩy chủ yếu bởi tăng trưởng sản lượng (+15,4%/năm)



Hình 18. Với kỳ vọng giá bán tăng chậm (trung bình 14 và 14.5 triệu đồng/tấn cho 2026 và 2027), động lực hỗ trợ chính cho biên lợi nhuận là việc quản lý chi phí sản xuất



Source: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 19. Dự phóng kết quả kinh doanh theo mảng hoạt động giai đoạn 2025-2027

(Tỷ đồng)	FY24	FY25	FY26	FY27
Doanh thu	138,855	155,643	194,872	220,617
Thép	129,833	145,970	184,442	209,260
Nông nghiệp	6,907	8,816	9,451	10,273
Bất động sản	2,115	856	979	1,084
Lợi nhuận hoạt động	13,267	17,624	24,715	29,816
Thép	11,043	15,158	22,528	27,276
Nông nghiệp	1,151	1,686	1,682	1,972
Bất động sản	1,073	780	505	568
Lợi nhuận ròng	12,020	15,218	21,287	25,860
Tăng trưởng doanh thu (%)	16.7	12.1	25.2	13.2
Thép	4.5	12.4	26.4	13.5
Nông nghiệp	12.2	27.6	7.2	8.7
Bất động sản	110.4	-59.5	14.3	10.7
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	73.4	32.8	40.2	20.6
Thép	60.9	37.3	48.6	21.1
Nông nghiệp	165.8	46.5	-0.2	17.2
Bất động sản	88.6	-27.3	-35.3	12.4
Biên lợi nhuận gộp (%)	5.9	16.1	18.0	18.2
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	9.6	11.3	12.7	13.5
Thép	8.5	10.4	12.2	13.0
Nông nghiệp	16.7	19.1	17.8	19.2
Bất động sản	50.7	91.1	51.6	52.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.7	9.8	10.9	11.7

Nguồn: Mirae Asset Research

Định giá

Quan điểm định giá

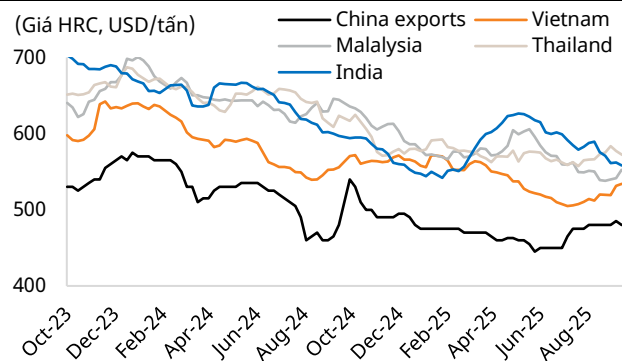
Để trung hòa tác động của chu kỳ đối với thước đo định giá, chúng tôi tiếp tục sử dụng PB-ROE của các doanh nghiệp thép Châu Á làm khung tham chiếu chính. Theo kịch bản cơ sở, ROE bình quân giai đoạn FY25–27 ước đạt 15.2%, tương ứng với hệ số PB khoảng 1.8x. Tuy nhiên, với việc HPG đã tái định giá thành công so với các chu kỳ trước và môi trường kinh doanh đang trở nên thuận lợi hơn, chúng tôi nhận thấy dư địa cho định giá vượt “vùng chuẩn” mà chúng tôi tham chiếu trong các báo cáo trước.

Cơ sở cho quan điểm này dựa trên: (1) Nhu cầu thép HRC trong nước vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng (sản lượng bán hàng HRC tại nội địa của HPG tăng 97% CK trong 8T2025). Kế hoạch giải ngân đầu tư công và số lượng dự án bất động sản dự kiến mở bán trong thời gian tới sẽ tiếp tục củng cố xu hướng này; (2) Các biện pháp CBPG đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc đã phát huy hiệu quả, thể hiện qua sản lượng bán hàng cũng như thị phần HRC nội địa của HPG tăng rõ rệt so với thời gian trước; (3) Giá bán, yếu tố duy nhất còn chậm nhịp của ngành, đã bắt đầu phục hồi từ vùng đáy giữa năm và vẫn còn dư địa tăng thêm khoảng 12–15%, xét theo chênh lệch với một số sản phẩm HRC nhập khẩu.

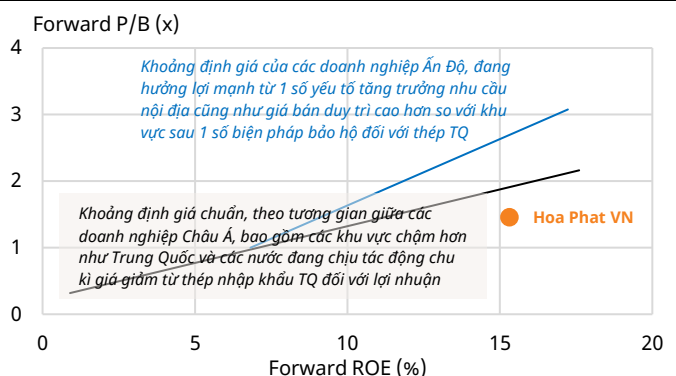
Dù cần theo dõi thêm sức mua trong nước sau các đợt điều chỉnh giá gần đây, HPG hiện vẫn duy trì biên lợi nhuận ròng ổn định ở mức 9–12% trong 4 quý gần nhất. Bỏ qua giả định giá thép tăng trưởng mạnh, yếu tố có kỳ vọng thấp trong chu kỳ này, chúng tôi cho rằng sự kết hợp giữa biên lợi nhuận ổn định và dư địa từ công suất mới đủ để thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận bền vững ở mức 27.8%/năm giai đoạn 2024–2027, một động lực mang tính bền vững hơn so với kỳ vọng tăng trưởng từ chu kỳ giá lên.

Về định giá, sự khác biệt trong môi trường kinh doanh khiến kỳ vọng P/B-ROE giữa các doanh nghiệp thép trong khu vực có sự phân hóa rõ nét (Hình 21). Những doanh nghiệp vẫn chịu áp lực biên lợi nhuận do thép giá rẻ từ Trung Quốc thường giao dịch ở vùng định giá thấp hơn. Ngược lại, nhóm doanh nghiệp Ấn Độ – vốn có biên lợi nhuận dự phóng cao hơn nhờ ít chịu ảnh hưởng từ thép nhập khẩu Trung Quốc và nhu cầu nội địa tăng trưởng mạnh – lại được thị trường định giá ở vùng cao hơn. Ở góc độ so sánh, chúng tôi nhận thấy môi trường kinh doanh của Việt Nam đang dần tiệm cận với Ấn Độ, khi các biện pháp chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc bắt đầu phát huy tác dụng và sản lượng tiêu thụ nội địa duy trì tích cực. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng định giá của HPG sẽ tiến gần hơn tới nhóm dẫn đầu khu vực.

Hình 20. Giá HRC tại Ấn Độ có mức độ tương quan thấp hơn so với Trung Quốc nhờ thuế chống bán phá giá, qua đó duy trì mặt bằng giá cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tương tự sẽ sớm hình thành tại Việt Nam.



Hình 21. Qua đó hỗ trợ cho tỷ suất lợi nhuận và các chỉ tiêu sinh lời của HPG, giúp doanh nghiệp có thể hưởng mức định giá cao hơn so với mặt bằng các doanh nghiệp thép châu Á, và từng bước hướng tới vùng định giá của Ấn Độ



Nâng khuyến nghị lên MUA với GMT 35,750/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu của HPG lên 35,750 đồng/cp (từ 29,850 đồng/cp) khi chuyển mô hình dự báo sang năm 2026. Đồng thời, hệ số P/B mục tiêu được điều chỉnh lên 2.1x (từ 1.8x), tương ứng với mức chiết khấu 20% so với mặt bằng định giá P/B-ROE của các doanh nghiệp thép Ấn Độ. Điều chỉnh này nhằm phản ánh triển vọng tăng trưởng và khả năng cải thiện lợi nhuận của HPG, qua đó đưa cổ phiếu tiệm cận nhóm định giá cao hơn trong khu vực.

	GMT sv. các kịch bản dự phóng				ROE dự phóng	
	GMT	BPS	P/B		FY26F	FY25-28F
			Fwd	TTM		
Giá đóng cửa	29,600	15,943		1.9x		
Kịch bản cơ sở	35,754	16,943	2.1x	1.7x	14.2%	15.2%
Kịch bản tiêu cực	29,300	16,459	1.7x	1.8x	13.8%	13.1%
Kịch bản tích cực	39,720	17,576	2.2x	1.7x	14.7%	16.1%

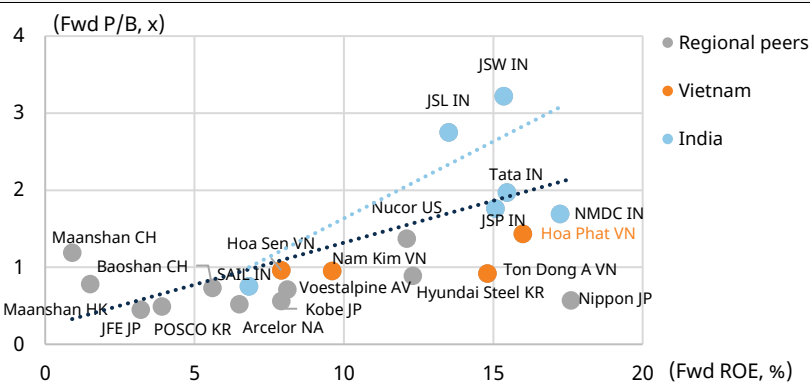
Nguồn: Mirae Assets Research

Hình 23. Chỉ tiêu tài chính và định giá các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Khu vực	Vốn hóa US\$mn	Biên LNHH (%)			Tăng trưởng EPS (%)			Fwd. PE (x)			ROE (%)			Fwd. PB (x)		
			FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3	FY+1	FY+2	FY+3
Jindal Steel	TQ	12,072	21	20	20	115	40	13	17.0	12.2	10.7	12.2	15.1	13.6	2.2	1.8	1.5
JSW Steel	India	31,848	23	23	23	234	31	9	23.1	17.7	16.4	14.2	15.4	15.8	3.6	3.2	2.9
SAIL	India	6,152	12	13	13	66	5	8	14.5	12.9	9.7	8.2	6.8	6.1	0.8	0.8	0.7
Tata Steel	India	23,903	11	12	12	266	30	12	17.3	13.2	11.8	12.9	15.5	15.7	2.2	2.0	1.7
Jindal Stainless	India	16	10	10	10	10	27	20	20.9	17.0	14.3	13.4	13.5	12.8	3.2	2.8	2.3
KEI Industries	India	4,424	9	10	10	16	21	19	45.0	37.1	31.4	14.8	15.8	18.8	5.9	5.1	4.4
NMDC	India	7,525	34	34	34	13	-2	-1	9.1	8.7	8.8	18.8	17.2	14.5	1.9	1.7	1.5
Hyundai Steel	Korea	3,133	9	11	10	N/M	4221	20	35.8	7.0	5.9	0.6	12.3	14.2	0.3	0.9	0.8
POSCO	Korea	15,624	3	5	5	73	38	6	17.6	12.8	12.0	2.9	3.9	3.9	0.5	0.5	0.5
Maanshan (HK)	China	3,965	8	8	10	N/M	233	73	56.1	12.3	9.4	0.8	1.5	2.2	0.8	0.8	0.7
Maanshan (CH)	China	3,964	1	3	4	N/M	350	37	86.3	16.2	13.9	0.3	0.9	1.3	1.2	1.2	1.4
Baoshan	China	21,625	4	5	5	45	10	16	14.5	12.8	11.2	5.1	5.6	6.6	0.8	0.7	0.7
JFE Holdings	Japan	7,689	3	3	4	N/M	-11	75	11.0	14.5	8.3	3.7	3.2	5.3	0.5	0.5	0.4
Kobe Steel Ltd	Japan	4,613	10	11	11	N/M	-15	-1	7.5	7.0	6.9	8.8	7.9	7.6	0.6	0.6	0.5
Nippon Steel	Japan	21,743							10.5	8.7	7.4	16.0	17.6	17.1	0.6	0.6	0.5
ArcelorMittal SA	Europe	32,734	7	7	8	171	2	17	8.9	8.2	7.0	6.3	6.5	7.4	0.6	0.5	0.5
Voestalpine AG	Europe	6,818	3	3	5	159	39	37	13.0	15.2	11.0	8.6	8.1	6.7	0.7	0.7	0.7
Nucor Corp	US	31,685	8	9	9	-10	47	23	17.6	14.3	12.0	9.6	12.1	12.0	1.5	1.4	1.3
Hoa Sen Group	Vietnam	443	3	3	3	39	11	28	13.5	11.7	10.5	8.0	7.9	8.5	1.0	1.0	0.9
Nam Kim Steel	Vietnam	300	2	3	3	75	98	1	17.6	8.9	8.8	6.4	9.6	9.7	1.1	1.0	0.9
Ton Dong A	Vietnam	100	3	3	3	31	23	18	8.8	7.2	6.1	12.7	14.8	16.3	1.0	0.9	0.8
Hoa Phat Group	Vietnam	8,500	11	13	14	-6	14	12	14.2	10.1	8.3	12.5	15.3	16.5	1.7	1.5	1.3
Asia			5	6	7	73	38	22	14.5	12.8	9.4	5.1	6.5	6.7	0.6	0.7	0.7
India			12	13	13	66	27	12	17.3	13.2	11.8	13.4	15.4	14.5	2.2	2.0	1.7
Vietnam			3	3	3	39	23	18	13.5	8.9	8.8	8.0	9.6	9.7	1.0	1.0	0.9
China			4	5	5	45	233	37	56.1	12.8	11.2	0.8	1.5	2.2	0.8	0.8	0.7

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research. Dữ liệu HPG dựa trên ước tính của chúng tôi, trong khi dữ liệu của các doanh nghiệp cùng ngành được lấy theo đồng thuận từ Bloomberg.

Hình 24. Tương quan định giá các doanh nghiệp trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, Mirae Assets Research

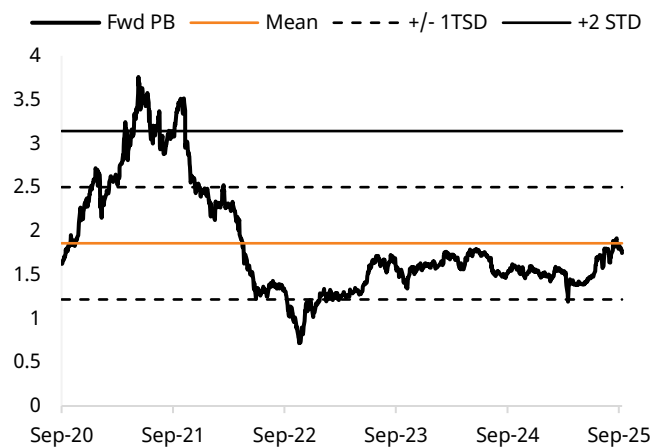
Hình 25. Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

VNDbn	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	Giá trị cuối
Lợi nhuận sau thuế	8,484	6,835	12,020	15,218	21,287	25,860	35,730	
Khấu hao	6,759	6,762	6,916	9,092	11,219	10,949	12,023	
Đầu tư xây dựng cơ bản	-13,383	-21,068	-15,282	-25,788	-5,856	-6,629	-7,623	
Lãi vay sau thuế	5,980	4,530	3,482	5,064	8,004	7,843	7,765	
Thay đổi vốn lưu động	-5,915	-1,103	-5,411	1,795	3,065	4,429	1,486	
Dòng tiền tự do	1,925	-4,044	1,724	5,381	37,719	42,453	49,380	455,644
Discounting factor				1.15	1.29	1.45	1.63	1.84
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do				782	29,223	29,237	30,229	247,935

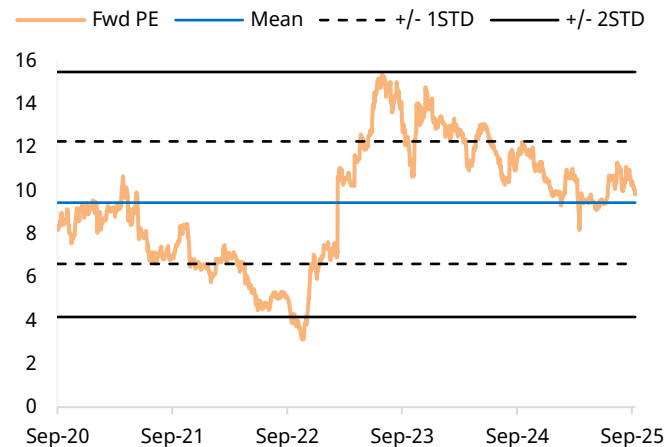
Giả định	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.00%
WACC	12.50%

DCF	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	89,470
Giá trị hiện tại của giá trị cuối (tỷ đồng)	247,935
Nợ ròng (Q2/2025, tỷ đồng)	65,732
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	271,673
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	7,675
Giá trị mỗi cổ phần (VND/cp)	35,399

Nguồn: Mirae Assets Research

Hình 26. HPG hiện đang giao dịch tại mức P/B xấp xỉ trung vị 5 năm gần đây

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 27. Định giá P/E forward của HPG cũng đang dần quay về mức trung vị của 5 năm gần nhất

Các cập nhập khác

Thép cán nóng khổ rộng nhập khẩu vào tầm ngắm điều tra

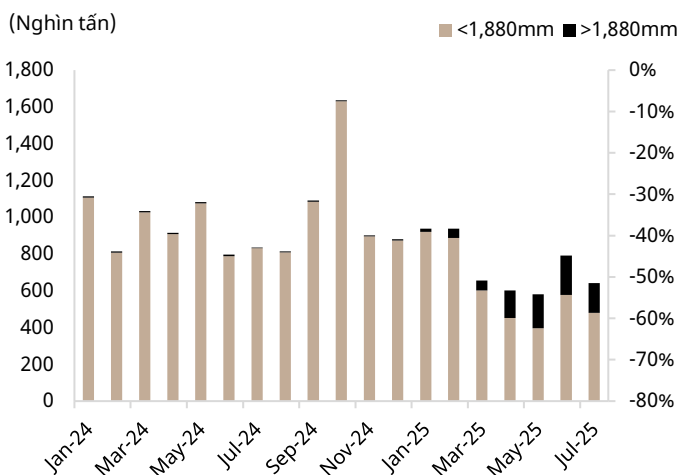
Trước tình trạng thép cán nóng (HRC) khổ rộng gia tăng nhập khẩu vào Việt Nam nhằm né tránh mức thuế chống bán phá giá AD20 hiện áp dụng với HRC, các nhà sản xuất trong nước đã đồng loạt gửi kiến nghị lên Bộ Công Thương đề nghị tiến hành điều tra hành vi lẩn tránh thuế đối với mặt hàng này. Theo đó, Cục Phòng vệ thương mại vừa tiếp nhận hồ sơ đầy đủ, hợp lệ yêu cầu điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá thép cán nóng (HRC) khổ rộng, lớn hơn 1,880 mm và nhỏ hơn 2,300 mm xuất xứ từ TQ.

HRC khổ rộng trên 1,880mm không nằm trong phạm vi áp thuế chống bán phá giá theo các quyết định tạm thời (T2/2025) và chính thức (T7/2025). Trước đây, sản phẩm này hầu như không đáng kể trong cơ cấu nhập khẩu (<0.3% lượng nhập khẩu 2024). Tuy nhiên, sau khi AD20 được áp dụng đối với HRC dưới 1,880mm, lượng nhập khẩu HRC khổ rộng đã tăng đột biến, trở thành kênh lách thuế phổ biến. Trong 7T2025, nhập khẩu HRC khổ rộng đạt 832 nghìn tấn, tăng gấp 18 lần svck và chiếm tới 16% tổng lượng HRC nhập khẩu. Đến đầu tháng 10, giá chào HRC khổ rộng nhập khẩu chỉ ở mức 490 USD/tấn, thấp hơn đáng kể so với vùng 515–528 USD/tấn của HRC nội địa, qua đó kích thích nhập khẩu và làm giảm một phần tác động của thuế CBPG đối với HRC Trung Quốc.

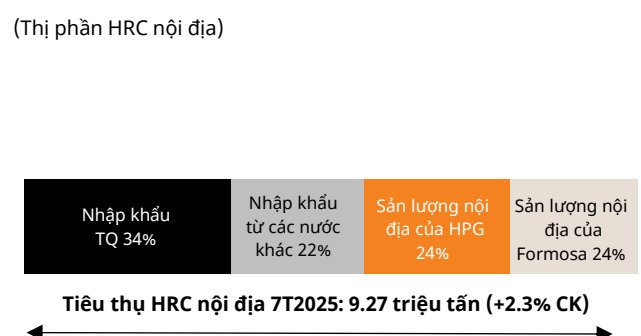
Tác động tích cực đối với HPG: Nếu quyết định điều tra và áp thuế với HRC khổ rộng được thông qua, lợi thế về giá của hàng nhập khẩu sẽ bị thu hẹp đáng kể. Điều này sẽ trực tiếp hỗ trợ HPG khi doanh nghiệp đang nắm giữ 36% thị phần HRC trong 8T2025, đồng thời giúp bảo vệ công suất hiện tại cũng như đạo đả để doanh nghiệp tiếp tục gia tăng thêm sản lượng nhờ nhu cầu ổn định và công suất mới từ lò cao số 2 của Dung Quất 2. Trong ngắn hạn, việc Bộ Công Thương tiếp nhận hồ sơ điều tra đã khiến người mua thận trọng hơn với HRC nhập khẩu, từ đó làm giảm sức tiêu thụ và chuyển hướng nhu cầu sang HRC nội địa trong giai đoạn từ giữa T9/2025.

Yếu tố theo dõi: Theo quy trình làm việc, Bộ Công Thương sẽ tiến hành thẩm định hồ sơ kiến nghị trước khi đưa ra quyết định về việc có khởi xướng điều tra chính thức hay không trong thời hạn tối đa 45 ngày. Theo đó quyết định chính thức sẽ được công bố trước T11/2025.

Hình 28. Sau khi áp thuế CBPG tạm thời, HRC nhập khẩu vào Việt Nam giảm rõ rệt, trong khi HRC khổ rộng (không chịu thuế AD20) có dấu hiệu tăng mạnh



Hình 29. Với thị phần bán hàng HRC cao, HPG là DN hưởng lợi nhiều nhất đối với các biện pháp hạn chế hàng HRC nhập khẩu



Dự kiến IPO và niềm yết mǎng nông nghiệp

Giữa tháng 9, Tập đoàn Hòa Phát (HPG) công bố kế hoạch IPO công ty con Hoa Phát Agri (HPA), dự kiến niêm yết trên HOSE sớm nhất vào T12/2025. Các thông tin chính bao gồm:

- **Giá chào bán:** không thấp hơn giá trị sổ sách, 11,883 đồng/cp (tính đến T6/2025).
- **Khối lượng phát hành:** 30 triệu cổ phiếu mới. Sau IPO, HPG giảm sở hữu từ 95% xuống 85%, tương ứng free float 10%.
- **Mục đích sử dụng vốn huy động** nhằm mở rộng mǎng nông nghiệp.

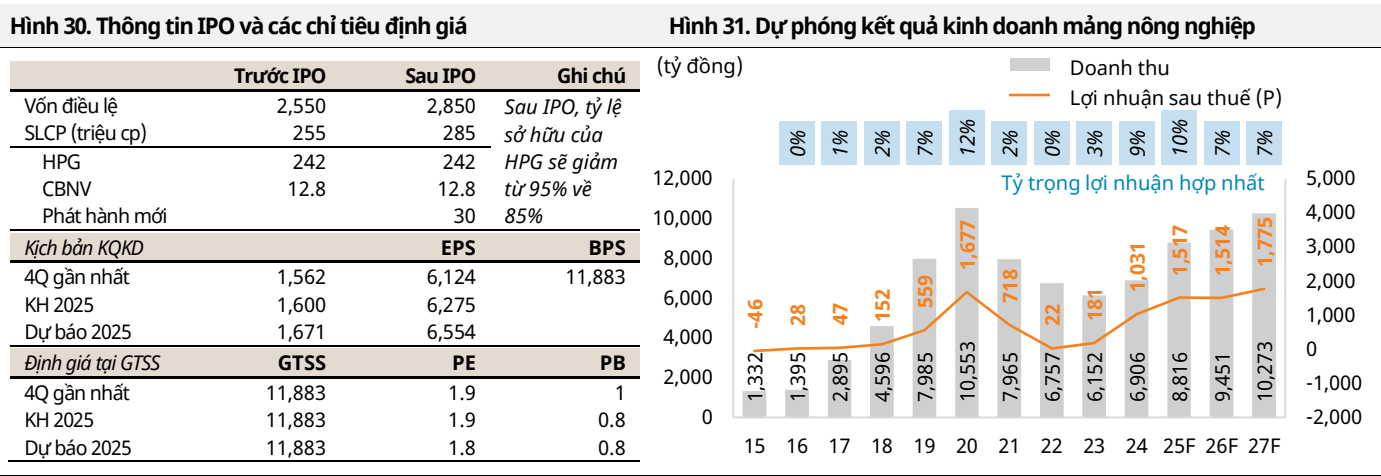
Hoạt động chính: HPA thành lập năm 2015, hoạt động trong mǎng chăn nuôi và sản xuất thức ăn chăn nuôi, với quy mô: 600,000 tấn thức ăn/năm, 600,000 con heo/năm, 150,000 con bò/năm và 330 triệu quả trứng/năm.

Kết quả tài chính: Nửa đầu năm 2025, HPA ghi nhận doanh thu tăng 38% CK và lợi nhuận ròng tăng 130% CK. Động lực chính đến từ giá heo duy trì ở mức cao, đưa biên lợi nhuận hoạt động lên mức cao nhất kể từ khi thành lập, đạt 25.8% trong Q2/2025 (sv mức 22.4% ở Q2/2025 và 15.9% ở Q2/2024).

Triển vọng 2025: HPA đặt kế hoạch lợi nhuận năm 2025 đạt 1.6 nghìn tỷ đồng (+55% CK), trong đó riêng 6T2025 đã hoàn thành 59% mục tiêu cả năm. Tuy nhiên, triển vọng 6T cuối năm kém thuận lợi hơn khi giá heo đã giảm 13.5% kể từ tháng 6/2025 do dư cung và nhu cầu suy yếu trong bối cảnh lo ngại dịch tả heo châu Phi. Yếu tố này nhiều khả năng sẽ tạo áp lực lên biên lợi nhuận trong nửa cuối năm.

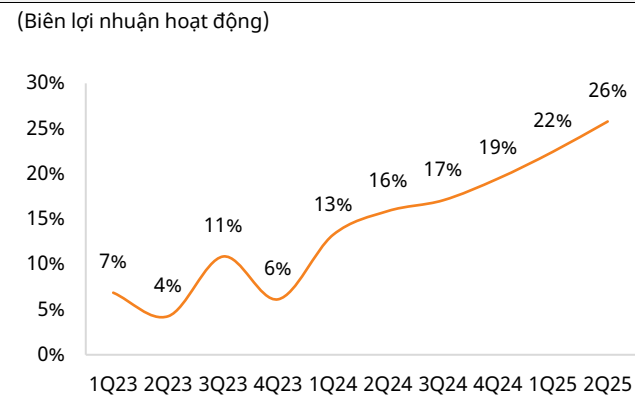
Dựa trên giả định biên lợi nhuận hoạt động giảm về 14.4% trong 2H25 (so với 24.2% ở 1H25), dự phóng lợi nhuận ròng FY25 đạt 1.67 nghìn tỷ đồng (+62% CK). Theo đó, đóng góp của HPA vào lợi nhuận hợp nhất của HPG ước tính đạt khoảng 10% trong năm 2025, tăng so với mức 9% của năm trước.

Quan điểm định giá: Dựa trên lợi nhuận dự phóng 2025, việc so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành cho thấy HPA có thể được định giá trong một khoảng khá rộng. Thông thường, với ROE khoảng 7%, các công ty sẽ được định giá quanh mức giá trị sổ sách. Tuy nhiên, phần lớn doanh nghiệp tham chiếu là những công ty đã phát triển ổn định với quy mô tài sản lớn, trong khi HPA có quy mô nhỏ hơn (tổng tài sản ~5,000 tỷ đồng, vốn đầu tư lũy kế 3,000 tỷ đồng). Kết hợp với mức lợi nhuận nhỏ, các chỉ tiêu hoạt động tốt cùng tiềm năng tiếp tục tăng trưởng nhờ nguồn vốn đầu tư mới, điều này có thể giúp HPA được hưởng mức định giá P/B cao hơn.

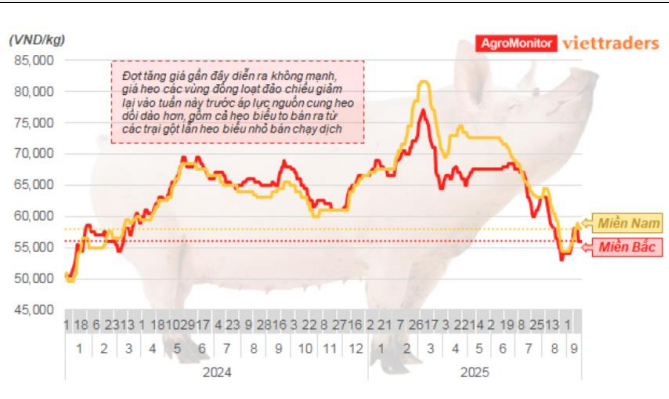


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Assets Research,

Hình 32. Xu hướng biên lợi nhuận HPA các quý gần đây



Hình 33. Diễn biến giá heo tại thị trường trong nước



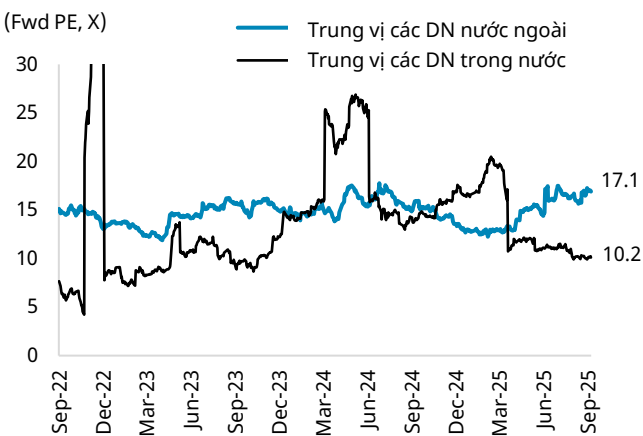
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Agromonitor, Mirae Asset Research

Hình 34. Chỉ tiêu tài chính dự phóng và định giá các doanh nghiệp cùng ngành

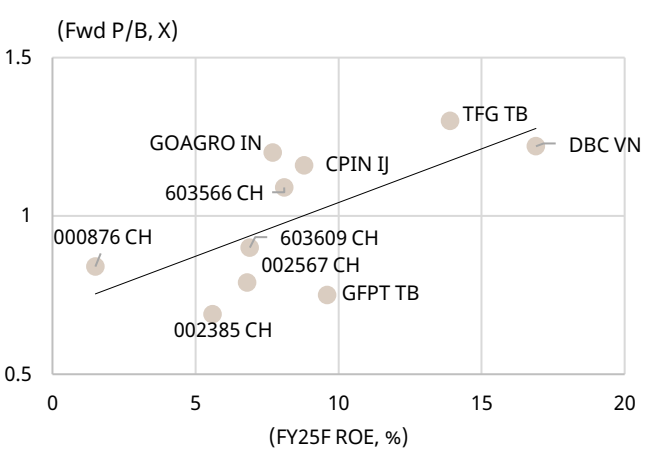
Công ty	Ticker	Khu vực	Vốn hóa Triệu USD	Biên LNHD			Tăng trưởng EPS (%)			PE (x)			ROE (%)			PB (x)		
				FY25	FY26	FY27	FY25	FY26	FY27	FY25	FY26	FY27	FY25	FY26	FY27	FY25	FY26	FY27
Gojei Agrovet	GODE IN	India	1,495	7.8	9.1	9.9	299.5	46.2	14.6	23.7	17.0	14.9	7.7	10.3	10.7	1.2	1.2	1.1
CP Indonesia	CPIN IJ	Indonesia	4,609	7.6	7.9	7.9	66.7	15.6	11.4	13.16	11.39	10.22	8.8	9.5	9.7	1.16	1.07	0.99
Thaifoods PCL	TFG TB	Thailand	882	8.0	8.5	8.5	8.0	-3.0	-7.3	9.4	9.6	10.3	13.9	12.0	10.7	1.3	1.2	1.2
GFPT PCL	GFPT TB	Thailand	387	14.2	14.6	15.1	65.1	-4.2	-5.4	7.84	8.18	8.64	9.6	9	8.4	0.75	0.74	0.7
Tangrenshen	002567 CH	China	966	5.5	7	8	96.4	83.6	28.2	11.25	6.12	4.79	6.8	11.6	13.5	0.79	0.71	0.59
Tecon Biology	603566 CH	China	668	15.6	15.5	15.7	36.4	13.7	12.1	13.37	11.79	10.54	8.1	8.7	8.7	1.09	1.03	0.92
Wellhope Foods	603609 CH	China	1,023	2.2	3.1	3.4	93.4	14.9	15.4	13.07	11.36	9.81	6.9	8.6	9.5	0.9	0.92	0.91
New Hope Liuhe	000876 CH	China	6,198	0.9	1.6	1.9	-36.2	247.4	52.8	56.82	16.36	10.74	1.5	5.1	7.1	0.84	0.83	0.76
Beijing Dabeinong	002385 CH	China	2,464	2.2	2.5	2.7	618.2	-4.4	6.0	12.94	13.52	12.75	5.6	5	5.1	0.69	0.67	0.65
Dabaco	DBC VN	Vietnam	397	10.1	9.9	9.2	66.3	10.5	7.5	7.83	7.08	6.56	16.9	15.9	14	1.22	1.04	0.86
Mean										16.9	11.2	9.9				1.0	0.9	0.9

Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 35. Khoảng trung vị giao dịch PE của các doanh nghiệp cùng ngành



Hình 36. Tương quan giữa fwd PB và dự phóng ROE



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Báo cáo kết quả kinh doanh (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	138,855	155,643	194,872	220,617
Giá vốn hàng bán	120,358	130,658	159,777	180,420
Lợi nhuận gộp	18,498	24,985	35,094	40,197
Chi phí bán hàng & quản lý	3,883	4,837	5,534	6,277
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	14,615	20,148	29,560	33,920
Lợi nhuận hoạt động	13,267	17,624	24,715	29,816
Lợi nhuận khác	-1,348	-2,524	-4,845	-4,104
Thu nhập tài chính thuần	-1,348	-2,524	-4,845	-4,104
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	13,693	17,669	24,715	29,816
Chi phí thuế TNDN	-1,673	-2,451	-3,428	-3,956
LN từ HĐKD liên tục	13,267	17,624	24,715	29,816
LN từ HĐKD không thường xuyên	426	45	0	0
Lợi nhuận sau thuế	12,020	15,218	21,287	25,860
LN sau thuế CĐ của Cty mẹ	12,020	15,218	21,287	25,860
LN sau thuế CĐ thiểu số	0	0	0	0
NPATMI	12,020	15,218	21,287	25,860
EBITDA	21,530	29,240	40,778	44,869
Dòng tiền tự do	1,724	5,381	37,719	42,453
Biên lợi nhuận gộp (%)	13.3	16.1	18.0	18.2
Biên EBITDA (%)	15.5	18.8	20.9	20.3
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	9.6	11.3	12.7	13.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.7	9.8	10.9	11.7

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	6,608	17,013	24,352	30,289
Lợi nhuận sau thuế	12,020	15,218	21,287	25,860
Khấu hao và phân bổ	6,903	9,092	11,219	10,949
Thay đổi khoản phải thu	1,647	-2,846	-3,059	-2,928
Thay đổi hàng tồn kho	-12,016	-1,805	-6,830	-4,654
Thay đổi khoản phải trả	1,722	925	2,475	1,867
Thay đổi tài sản ngắn hạn khác	642	-2,579	-1,343	-1,182
Thay đổi nợ ngắn hạn khác	1,367	-992	604	378
Thay đổi khác	-5,677	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-29,788	-26,062	-6,144	-6,930
Thay đổi tài sản cố định	-15,282	-25,788	-5,856	-6,629
Thay đổi tài sản dài hạn khác	701	-274	-287	-302
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-37,651	0	0	0
Thay đổi khác	22,443	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	17,815	4,038	-11,090	-16,175
Thay đổi tài sản cố định	16,681	1,713	-4,849	-4,871
Thay đổi nợ vay dài hạn	-5,692	5,925	-4,035	-4,168
Thay đổi nợ dài hạn khác	4,225	-3,601	992	539
Cổ tức bằng tiền mặt	0	0	-3,198	-7,675
Phát hành cổ phiếu mới	5,815	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	-3,214	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần	-5,365	-5,012	7,119	7,184
Số dư đầu kì	12,252	6,888	1,876	8,995
Số dư cuối kì	6,887	1,876	8,995	16,179

Source: Company data, Mirae Asset Securities Research estimates

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	87,079	89,298	107,649	123,598
Tiền và các khoản tương đương tiền	6,888	1,876	8,995	16,179
Phải thu và các khoản phải thu khác	7,622	12,168	14,572	17,371
Hàng tồn kho	46,521	48,326	55,156	59,810
Tài sản ngắn hạn khác	26,048	26,928	28,927	30,238
Tài sản dài hạn	137,411	154,381	149,306	145,287
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	63,749	52,083	32,151	32,924
Tài sản cố định hữu hình	67,244	95,773	110,513	105,594
Tài sản dài hạn khác	6,418	6,524	6,641	6,769
Tổng tài sản	224,490	243,678	256,955	268,885
Nợ ngắn hạn	75,503	81,362	80,406	78,483
Phải trả người bán	15,531	16,457	18,932	20,799
Nợ vay ngắn hạn	55,883	61,808	57,773	53,605
Nợ ngắn hạn khác	4,090	3,096	3,702	4,079
Nợ dài hạn	34,339	32,451	28,594	24,262
Nợ vay dài hạn	27,080	28,793	23,944	19,074
Nợ dài hạn khác	7,258	3,658	4,650	5,189
Tổng nợ phải trả	109,842	113,813	109,001	102,745
Vốn chủ sở hữu	114,355	129,866	147,955	166,140
Vốn điều lệ	63,963	76,747	76,747	76,747
Lợi nhuận giữ lại	49,576	52,010	70,099	88,285
Thặng dư vốn và các khoản khác	816	816	816	816
Lợi ích cổ đông thiểu số	293	293	293	293
Tổng cộng nguồn vốn	114,647	129,866	147,955	166,140

Chỉ tiêu tài chính và định giá

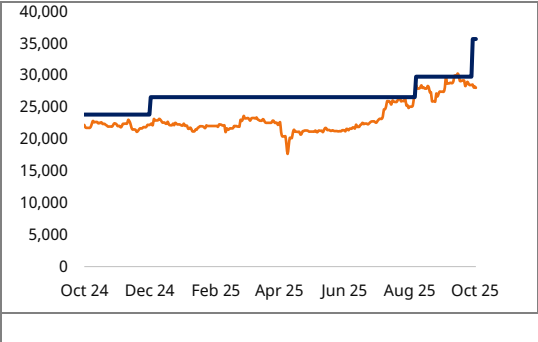
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	15.4	14.6	10.4	8.6
P/CF (x)	-34.5	-44.3	31.2	30.9
P/B (x)	1.6	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	12.1	10.0	6.8	5.8
EPS (VND)	1,879	1,983	2,774	3,370
CFPS (VND)	-839	-653	928	936
BPS (VND)	17,924	16,921	19,278	21,648
DPS (VND)	0	0	417	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	3.3	4.7
Lợi suất cổ tức (%)	0.0	0.0	1.7	3.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	16.7	12.1	25.2	13.2
Tăng trưởng EBITDA (%)	31.0	35.8	39.5	10.0
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	73.4	32.8	40.2	20.6
Tăng trưởng EPS (%)	68.2	5.5	39.9	21.5
Vòng quay khoản phải thu (x)	30.1	20.3	18.0	15.9
Vòng quay hàng tồn kho (x)	2.6	2.7	2.9	3.0
Vòng quay khoản phải trả (x)	8.5	8.7	9.1	9.3
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (%)	11.1	12.4	15.3	16.5
Lợi nhuận trên tổng tài sản (%)	5.8	6.5	8.5	9.8
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư (%)	7.4	11.2	15.3	17.4
Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (%)	72.4	69.8	55.2	43.7
Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu (%)	37.0	37.2	31.8	27.0
Hệ số thanh toán hiện hành (%)	1.2	1.1	1.3	1.6
Khả năng thanh toán lãi vay (lx)	6.4	4.5	4.2	4.9

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	10/10/2025	MUA	35,750
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	7/10/2025	MUA	29,850
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	5/6/2025	MUA	26,667
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	12/2/2024	TĂNG TỶ TRỌNG	23,917
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	8/30/2024	TĂNG TỶ TRỌNG	27,083
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	8/9/2024	MUA	27,083
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	6/3/2024	TĂNG TỶ TRỌNG	27,576
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	4/2/2024	TĂNG TỶ TRỌNG	29850



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nằm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như quỹ phân Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336