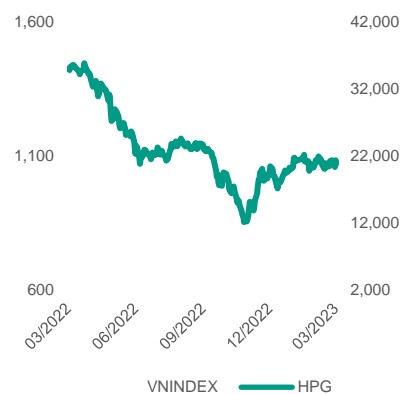


KHUYẾN NGHỊ		MUA		CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)		CÚ ĐẤM THÉP	
Giá hiện tại:	30,200	Ngày viết báo cáo:	14/05/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG			
Giá mục tiêu trước:	41,500	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	5,815	TRẦN ĐÌNH LONG	26.1%		
Giá mục tiêu mới:	42,000	Vốn hóa (tỷ VND)	175,513	VŨ THỊ HIỀN	7.3%		
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân (tỷ VND)	930	VOF INVESTMENT LIMITED	3.7%		
Tiềm năng tăng giá	39%	Sở hữu nước ngoài	25.25 %	VINA CAPITAL VN OPP FUND	3.6%		

Bộ phận Research:

Phạm Quang Minh
(Cảng biển, Vật liệu xây dựng)
minhpg@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

So với [Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024](#), Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2025 là **42,000 VNĐ/CP** (Upside +39% so với giá đóng cửa ngày 13/05/2024) với mức chiết khấu 15%-16%/năm kể từ năm 2026 – khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động 90% công suất.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kết quả kinh doanh của HPG đã tạo đáy trong năm 2023 và tiếp tục phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024** nhờ sản lượng thép nội địa tăng và diễn biến giá thép khả quan hơn. BSC dự báo HPG ghi nhận LNST – CĐTS = 13,806 tỷ VNĐ trong năm 2024 với kịch bản lợi nhuận Quý 2 >3,300 tỷ VNĐ và lợi nhuận 2H.2024 trung bình đạt 3,800 – 4,000 tỷ VNĐ/quý.
- Dự án Dung Quất 2 sẽ sớm lấp đầy 85% công suất giai đoạn 1 vào năm 2025 và 90% công suất cả 2 giai đoạn trong năm 2026.** Cụ thể, BSC dự báo trong năm 2026, quy mô doanh thu của HPG + 60% và lợi nhuận tăng gấp 2.46 lần so với năm 2024 nhờ dự án Dung Quất 2.
- Định giá rẻ P/E FWD 2025 = 7.8x, P/B FWD 2025 = 1.3x** trước giai đoạn mở rộng và chu kỳ ngành thép mới.

Catalyst: (1) KQKD HPG cải thiện theo từng quý, (2) Dự án DQ 2 đi vào hoạt động, (3) HPG là cổ phiếu được hưởng lợi lớn khi Việt Nam được nâng hạng thị trường.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2024 – 2025

So với [Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024](#), BSC tăng dự báo +14% dự báo lợi nhuận của HPG chủ yếu đến từ việc (1) ghi nhận lợi nhuận bất thường 374 tỷ VNĐ trong Quý 1, (2) điều chỉnh tăng sản lượng thép do số liệu bán hàng tích cực trong Tháng 4.

Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 146,136 tỷ VNĐ (+23% yoy), NPATMI = 13,806 tỷ VNĐ (+102% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,374 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 12,9, P/B FWD 2024 = 1.5x dựa trên các giả định chính sau: Sản lượng + 16% YoY chủ yếu đến từ thị trường nội địa phục hồi. Trong đó, thép xây dựng +16% yoy, ống thép + 12% yoy, tôn mạ + 12% yoy, HRC +8% yoy; Biên lợi nhuận gộp đạt 15.9%.

Trong năm 2025, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 189,896 tỷ VNĐ (+30% yoy), NPATMI = 22,627 tỷ VNĐ (+64% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 3,891 VNĐ/CP, P/E FWD 2025 = 7.9, P/B FWD 2025 = 1.3x dựa trên các giả định chính sau:

- Sản lượng + 26% YoY, tương ứng với công suất nhà máy DQ2 giai đoạn 1 = 85%
- Biên lợi nhuận gộp đạt 19.4%.

Chỉ số	2023	2024F	2025F	2026F	KQKD	2023	2024F	2025F	2026F
PE (x)	28.7	12.9	7.9	5.5	Doanh thu thuần	118,953	146,136	189,896	238,710
PB (x)	1.6	1.5	1.3	1.0	Lợi nhuận gộp	12,938	23,207	36,828	48,921
PS (x)	0.80	1.3	1.2	1.0	NPATMI	6,835	13,806	22,627	32,660
ROE (%)	9%	7%	12%	16%	EPS	1,175	2,374	3,891	5,617
ROA (%)	5%	4%	7%	8%	Tăng trưởng EPS	-19%	102%	64%	44%

I. CẬP NHẬT KQKD QUÝ 1.2024

KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1.2024 – VƯỢT DỰ BÁO DO THU NHẬP KHÁC

Hình 1: Tóm tắt KQKD của HPG trong Quý 1.2024

BC KQKD	Q1.2023	Q1.2024	% QoQ	% YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	26,589	30,852	-10%	16%	<p>Kết thúc Quý 1.2024, HPG ghi nhận DTT = 30,852 tỷ VNĐ (+16% yoy), LNST - CĐTS = 2,871 tỷ VNĐ so với cùng kỳ ghi nhận lãi 397 tỷ VNĐ. Trong đó:</p> <p>1. Doanh thu mảng thép +17% yoy chủ yếu do sản lượng +24% yoy</p> <p>2. Biên lợi nhuận gộp +7 điểm % do mức nền thấp cùng kỳ chịu ảnh hưởng bởi sản lượng thấp. Nếu loại bỏ đi hoàn nhập dự phòng 948 tỷ VNĐ trong Quý 1.2023, thì biên lợi nhuận gộp trong Quý 1.2024 +10.7 điểm % svck.</p> <p>3. Doanh thu tài chính = 752 tỷ VNĐ (-19% yoy), Chi phí lãi vay đạt 636 tỷ VNĐ (-36% yoy) chủ yếu do mặt bằng lãi suất giảm.</p> <p>4. Thu nhập khác đạt 374 tỷ VNĐ</p>
Giá vốn	(24,912)	(26,698)	-11%	7%	
Lãi gộp	1,676	4,154	-7%	148%	
DTTC	903	752	3%	-17%	
CPTC	(1,331)	(1,061)	-6%	-20%	
Trong đó: Lãi vay	(990)	(636)	-11%	-36%	
Lãi từ CTLK	-	-			
CP BH	(477)	(640)	75%	34%	
CP QLDN	(281)	(317)	-20%	13%	
Lãi từ HӨKD					
Thu nhập khác, ròng	40	374	442%	830%	
EBT					
Thuế TNDN	(149)	(392)	-6%	163%	
NPAT	383	2,869	-3%	649%	
Lợi ích CĐTS	(14)	(1)	-63%	-90%	
NPATMI	397	2,871	-3%	622%	
Doanh thu					<p>Như vậy, so với cùng kỳ năm 2023, KQKD của HPG +622% yoy nhờ (1) sản lượng + 24% yoy, kéo theo biên lợi nhuận gộp + 10.7 điểm %, (2) ghi nhận thu nhập khác 374 tỷ VNĐ.</p> <p>So với Quý 4, KQKD Quý 1.2024 của HPG -3% QoQ. Nguyên nhân chủ yếu do sản lượng -14% QoQ do vướng Tết nguyên đán, được bù đắp nhờ ghi nhận thu nhập khác 374 tỷ VNĐ.</p> <p>Biên lợi nhuận đi ngang do HPG đẩy hết hàng tồn kho giá cao trong Tháng 3.</p>
Thép	24,573	28,637	-12%	17%	
Nông nghiệp	1,588	1,517	-3%	-4%	
Bất động sản	427	712	155%	67%	
Sản lượng					
Tổng tiêu thụ	1,608,819	1,989,615	-14%	24%	
Thép xây dựng	869,616	956,414	-21%	10%	
Thép ống	160,053	129,682	-34%	-19%	
Tôn mạ	77,989	97,963	11%	26%	
HRC/CRC	482,161	805,556	-1%	67%	
Giá bán bình quân (VNĐ/Kg)	15,274	14,393	2%	-6%	
Giá bán niêm yết thép					
Thép xây dựng	15,630	15,627	4%	0%	
Thép ống	21,433	19,433	4%	-9%	
Tôn mạ	30,033	25,267	1%	-16%	
HRC/CRC	632	613	6%	-3%	
Biên lợi nhuận gộp	6%	13.5%	0%	7%	
Biên lợi nhuận ròng	1%	9%	1%	8%	

Nguồn: HPG

Đánh giá chung:

- KQKD Quý 1.2024 cao hơn 300 - 400 tỷ VNĐ so với kỳ vọng của BSC, chủ yếu đến từ HPG ghi nhận thu nhập khác (374 tỷ VNĐ).

- Triển vọng Quý 2.2024: BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh Quý 2 của HPG sẽ tiếp tục khả quan (3,300 tỷ VNĐ) nhờ:

- (1) Sản lượng thép +15% QoQ nhờ sản lượng thép nội địa phục hồi.
- (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1.5 điểm % nhờ (i) hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận hết trong Tháng 3, (ii) sản lượng hồi phục.

II. CẬP NHẬT LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ SO VỚI BÁO CÁO THÁNG 3.2024

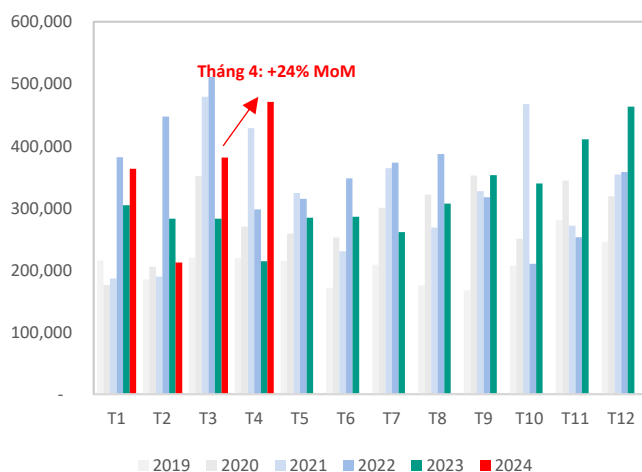
Q2.2024 – TÍN HIỆU PHỤC HỒI TỪ THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA. 2H.2024 - KỶ VỌNG LỢI NHUẬN 3,800 – 4,000 TỶ/QUÝ

1. Thứ nhất, BSC giữ nguyên quan điểm: Kết quả kinh doanh của HPG sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 nhờ sản lượng thép nội địa tăng và diễn biến giá thép khả quan hơn.

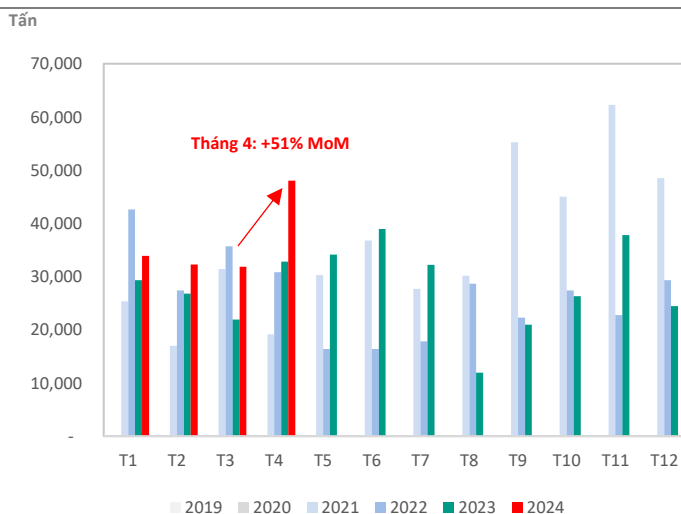
BSC lặp lại quan điểm sản lượng thép của HPG sẽ phục hồi trong 2H.2024 – 2025 nhờ thị trường Bất động sản quay trở lại. Tại tháng 4.2024, BSC nhận thấy ngành thép đã có các tín hiệu phục hồi:

- Thứ nhất, sản lượng thép nội địa của HPG +30% - 35% MoM trong Tháng 4.2024, và các đại lý đang tích lũy trái vụ trong khi Quý 2 thường là mùa xả hàng. Cụ thể, thép xây dựng +24% MoM, tôn mạ + 51% MoM, thép ống + 67% MoM. BSC nhấn mạnh lại về yếu tố mùa vụ: Thông thường, Tháng 12 – Tháng 3 là giai đoạn tích hàng để chuẩn bị cho Tháng 4 xả hàng tiêu thụ. BSC cho rằng đây là yếu tố đột biến, việc các đại lý tích lũy vào Tháng 4, phần nào phản ánh nhu cầu cuối đang cải thiện và tồn kho đại lý đang ở mức thấp.

Hình 2: Sản lượng thép xây dựng nội địa +24% MoM + 120% YoY trong Tháng 4.2024

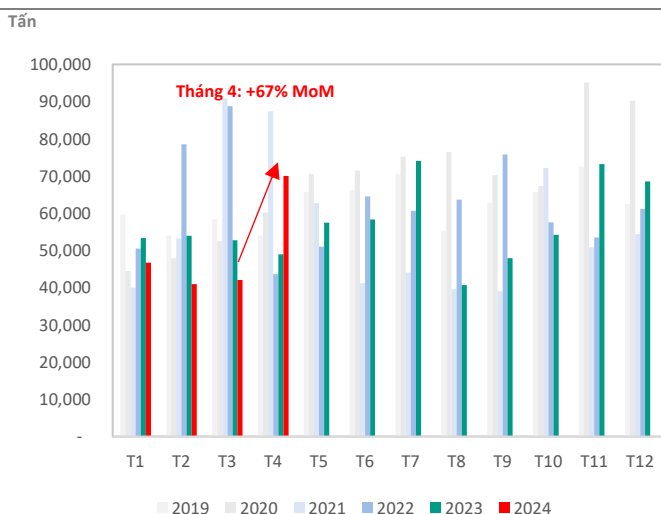


Hình 3: Sản lượng tôn mạ + 51% MoM, +46% YoY trong Tháng 4.2025

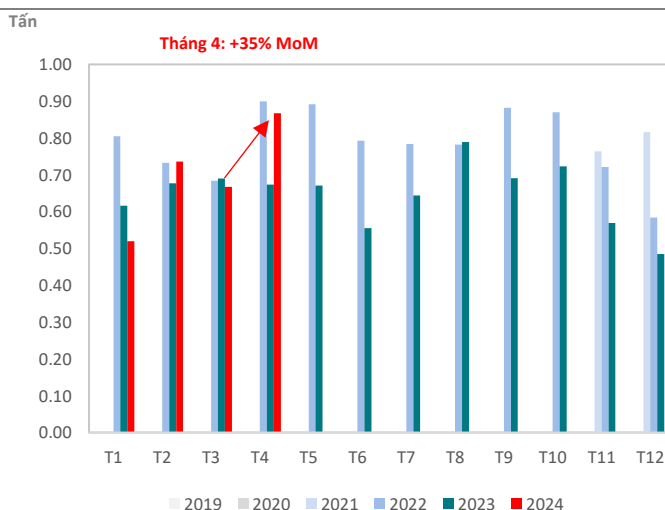


Nguồn: BSC Research

Hình 4: Sản lượng thép ống +67% MoM, +43% YoY trong Tháng 4.2024



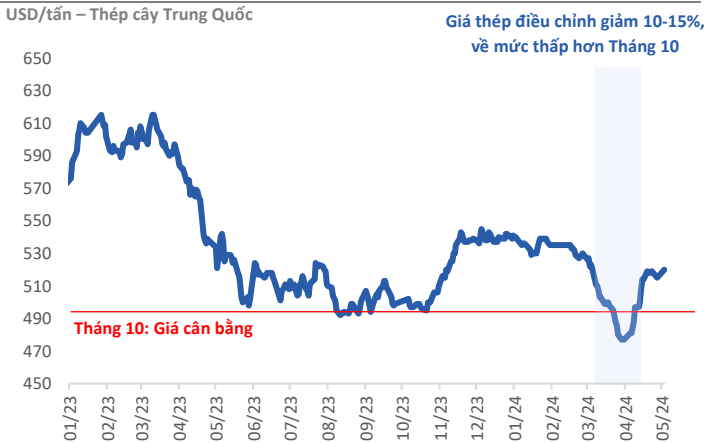
Hình 5: Sản lượng thép xây dựng toàn miền Bắc +35% MoM trong T4.2024



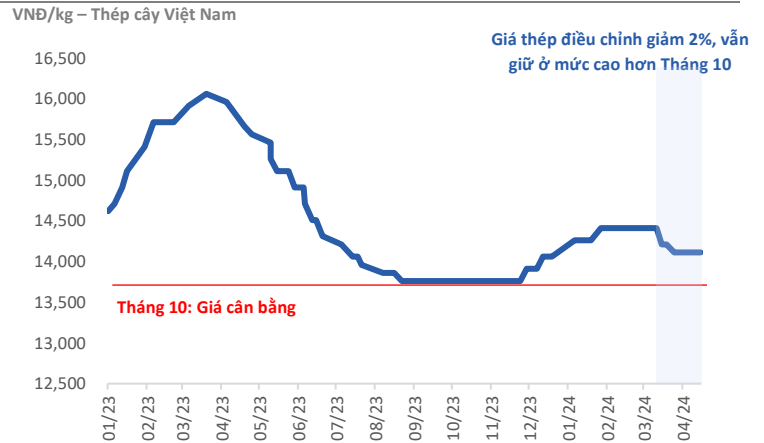
Nguồn: BSC Research

- Thứ hai, biên độ dao động giảm giá thép Việt Nam kể từ T2-T4 đã siết lại hơn khi so với TQ và vẫn giữ ở mức cao hơn vùng đáy của T10.2023, cho thấy sức mua đại lý đang quay trở lại. Do ngành thép Việt Nam nhập khẩu nguyên vật liệu để sản xuất, nên, giá thép nội địa thường biến động tương đương hoặc mạnh hơn giá thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc. Tuy nhiên, trong giai đoạn từ Tháng 2 – Tháng 4, BSC nhận thấy giá thép nội địa chỉ giảm 2% và vẫn giữ ở mức cao hơn vùng giá cân bằng – Tháng 10.2023, Tháng 10.2022. Bên cạnh đó, các đợt giảm giá diễn ra tương đối nhỏ lẻ (từ 100 – 200 VNĐ/kg/lần giảm). BSC cho rằng (1) biên độ dao động giảm giá hẹp, đi kèm (2) sản lượng tăng mạnh, cho thấy sức mua đang quay trở lại.

Hình 6: Diễn biến giá thép Trung Quốc trong Tháng 4.2024



Hình 7: Diễn biến giá thép Việt Nam trong Tháng 4.2024



Nguồn: BSC Research tổng hợp

- ⇒ Với 2 tín hiệu kể trên, **BSC duy trì quan điểm ngành thép sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 2H.2024 – 2025.** BSC giữ nguyên các dự báo sản lượng thép của HPG + 12% yoy trong năm 2024 chủ yếu đến từ sản lượng nội địa phục hồi.

Tiếp đó, **BSC lập lại quan điểm giá thép đang ở vùng đáy. Diễn biến giá thép sẽ tích cực và trong xu hướng đi lên trong 2H.2024 – 2025.** Tính đến đầu Tháng 4, giá thép chạm lại vùng giá đáy của Tháng 10.2023 và Tháng 11.2022. BSC cho rằng đây là vùng giá cân bằng cung cầu, khó có khả năng giá thép tiếp tục giảm thêm. Quan điểm này đã xuyên suốt từ Báo cáo ngành thép tại Quý 3.2023. BSC kỳ vọng giá thép sẽ xu hướng đi lên trong 2H.2024 nhờ thị trường thép nội địa và Trung Quốc hồi phục.

Hình 8: Diễn biến giá thép cây Trung Quốc



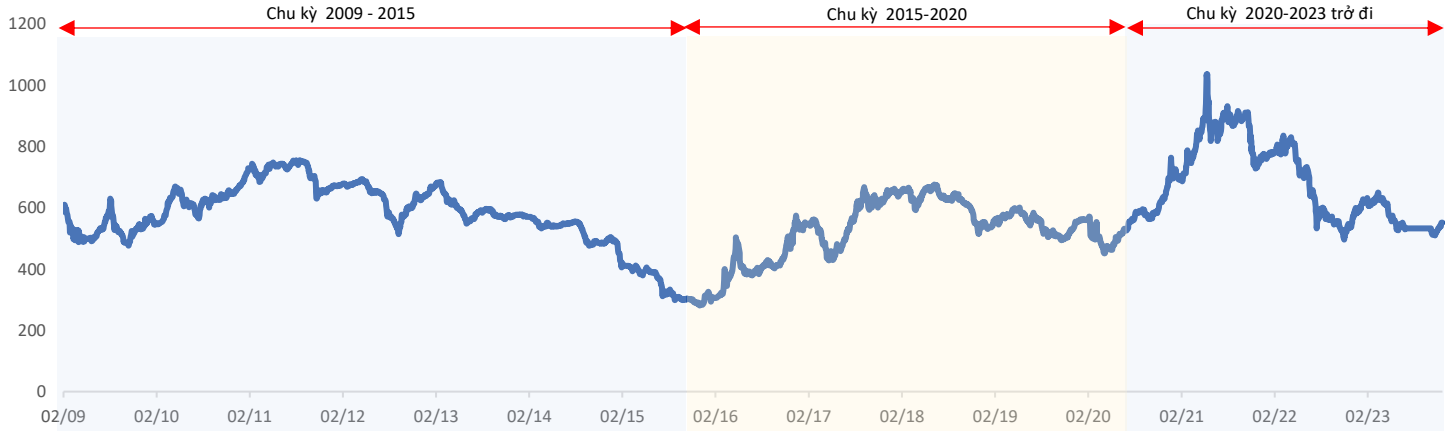
Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC giữ nguyên quan điểm biên lợi nhuận gộp sẽ dần phục hồi về giai đoạn bình thường vào 1H. 2025. Kết thúc Quý 1.2024, lợi nhuận gộp của HPG đạt 1.8 triệu VNĐ/tấn thép, tương đương biên lợi nhuận gộp 13.5%. Xu hướng cải thiện biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục trong thời gian tới nhờ (1) tăng tỷ trọng đóng góp của mảng nội địa vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn, (2) xu hướng giá thép đi lên.

Với biên lợi nhuận gộp thép nội địa (18% - 20%), trong khi thép xuất khẩu (8-9%), thì trong giai đoạn bình thường, BSC cho rằng HPG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp từ 18-20%, tương đương lợi nhuận gộp/tấn đạt khoảng 3- 3.1 triệu VNĐ/tấn vào 1H.2025. (Chi tiết tại [Báo cáo trước đó tại Tháng 12.2023](#)). Trong năm 2024, BSC dự báo biên lợi nhuận gộp của HPG đạt 15-16%.

Hình 9: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử

Giá HRC USD/tấn



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 10: Biên lợi nhuận gộp HPG theo chu kỳ thép

Năm	Chu kỳ 2009 – 2014							Chu kỳ 2015 – 2020								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Biên lợi nhuận gộp	15%	24%	17%	16%	15%	17%	20%	20%	26%	23%	21%	18%	21%	27%	12%	11%
Lợi nhuận gộp/tấn	2.2	3.0	2.4	2.9	3.1	2.7	3.0	2.7	3.5	3.4	3.3	2.4	4.4	8.1	2.3	2.4
Trung bình	Biên Lợi nhuận: 18% Lợi nhuận gộp/tấn: 2.8 triệu VNĐ/tấn							Biên lợi nhuận gộp: 22% Lợi nhuận gộp/tấn: 3.3 triệu VNĐ/tấn								

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Quan điểm về ngành thép & KQKD của HPG ở đáy chu kỳ trong năm 2023 và lợi nhuận sẽ phục hồi” về giai đoạn bình thường vào 1H.2025 đã được BSC đề cập xuyên suốt qua các Báo cáo:

- **12/3/2024:** [HPG MUA TP 41,500 VNĐ Upside 38% Cơ hội để đầu tư HPG ở đáy chu kỳ và trước giai đoạn mở rộng DQ2 BSC Company Update](#)
- **8/12/2023:** [HPG MUA TP 33,000 VNĐ Upside 18% Trong ngắn hạn bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, kỳ vọng phục hồi năm 2024 BSC Company Update.](#)
- **6/4/2023:** [HPG MUA TP 25,000 VNĐ Upside 16% Thời điểm xấu nhất đã qua, hướng tới phục hồi BSC Company Update.](#)

Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 146,136 tỷ VND (+23% yoy), NPATMI = 13,806 tỷ VND (+102% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,374 VND/CP, P/E FWD 2024 = 12,9, P/B FWD 2024 = 1.5x dựa trên các giả định chính sau:

- Sản lượng + 16% YoY chủ yếu đến từ thị trường nội địa phục hồi. Trong đó, thép xây dựng +16% yoy, ống thép + 12% yoy, tôn mạ + 12% yoy, HRC +8% yoy;
- Biên lợi nhuận gộp đạt 15.9%.

Dự báo của BSC được xây dựng dựa trên:

- Trong Quý 2.2024, HPG sẽ ghi nhận Doanh thu >34,000 tỷ VNĐ (+12-15% QoQ), Lợi nhuận đạt 3,300 tỷ VNĐ (+15% QoQ) nhờ: (i) Sản lượng thép +15% QoQ nhờ sản lượng thép nội địa phục hồi.(ii) Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1.5 điểm % nhờ (i) hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận hết trong Tháng 3, (ii) sản lượng hồi phục.

Hình 11: Dự báo KQKD Quý 2.2024

Dự báo	Q1.2024	Q2.2024	% QoQ – Q2.2024	Chú thích
Doanh thu	30,852	34,555	+15%	Doanh thu +15% QoQ chủ yếu đến từ việc giá bán đi ngang và sản lượng nội địa + 12% QoQ
LNST – CĐTS	2,869	3,302	+15%	
LNST – CĐTS (loại bỏ thu nhập khác)	2,469	3,302	+32%	
Sản lượng	2,076,700	2,379,200	15%	Sản lượng +15% QoQ do thị trường nội địa hồi phục
Thép xây dựng	956,000	1,191,000	25%	
Thép ống	130,900	167,200	28%	
Tôn mạ	98,000	111,000	13%	
Thép cán nóng, cán nguội	804,800	730,800	-9%	
Phôi thép	87,000	179,200	+106%	
Biên lợi nhuận gộp	13.5%	15%	1.5 điểm %	Biên lợi nhuận gộp cải thiện 1.5 điểm % nhờ (i) hàng tồn kho giá cao đã được ghi nhận hết trong Tháng 3, (ii) sản lượng hồi phục.

- Theo đó, trong 2H.2023, BSC kỳ vọng HPG có thể ghi nhận lợi nhuận 3,800 – 4,000 tỷ VNĐ/quý nhờ (i) sản lượng tăng khi thị trường nội địa phục hồi, (ii) biên lợi nhuận gộp ở mức 18%.

NĂM 2025/2026 - CÚ ĐẤM THÉP TỪ DỰ ÁN DUNG QUẮT 2

2. Thứ hai, BSC vẫn giữ quan điểm: Dự án Dung Quất 2 sẽ sớm lấp đầy 90% trong năm 2026 và giúp HPG tăng quy mô doanh thu + 60% và tăng lợi nhuận tăng gấp 2.46 lần so với năm 2024.

So với Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024, BSC giữ nguyên quan điểm dự án Dung Quất 2 sẽ sớm lấp đầy 85% giai đoạn 1 trong năm 2025 và 90% trong năm 2026 nhờ:

- (1) Với việc Ban lãnh đạo HPG giàu kinh nghiệm vận hành, BSC cho rằng thời điểm đi vào hoạt động dự án nhà máy Dung Quất 2 kỳ vọng sẽ rơi vào Chu kỳ ngành Thép và Bất động sản mới. [\(Chi tiết tại Báo cáo Tháng 3.2024\)](#)
- (2) Lợi thế về quy mô sẽ giúp HPG tiếp tục giảm được giá thành sản xuất.

BSC cập nhật lại dự báo của Dự án Dung Quất 2 theo 2 giai đoạn 1 & 2 như sau:

- Trong năm 2025, BSC dự báo HPG sẽ ghi nhận doanh thu ~190,000 tỷ VNĐ, LNST – CĐTS ~22,000 – 23,000 tỷ VNĐ. Theo đó, quy mô doanh thu tăng 30% và lợi nhuận tăng 64% so với năm 2024 dựa trên giả định:
 - Công suất Dung Quất 2- GĐ 1 năm 2025 = 85%, tương ứng sản lượng + 26% YoY.
 - Chi phí biến đổi/doanh thu = 75%, tương ứng biên lợi nhuận gộp = 19.4%. Biên lợi nhuận gộp + 4 điểm % nhờ sức mua từ thị trường nội địa phục hồi.
 - Lãi suất vay dài hạn = 10%/năm. Nợ vay dài hạn tới cuối năm 2025 = 34,400 tỷ VNĐ.
- Trong năm 2026, BSC dự báo HPG sẽ ghi nhận doanh thu ~230,000 tỷ VNĐ, LNST – CĐTS ~32,000 tỷ VNĐ. Theo đó, quy mô doanh thu tăng 60% và lợi nhuận tăng gấp 2.46 lần so với năm 2024, dựa trên các giả định chính:
 - Công suất năm 2026 = 90% tương ứng sản lượng + 26% YoY, +59% so với năm 2024.
 - Chi phí biến đổi/doanh thu = 74% (tương đương với giá trị trung bình trong Chu kỳ 20215 – 2020).
 - Lãi suất vay dài hạn = 10%/năm. Nợ vay dài hạn tới cuối năm 2026 = 41,400 tỷ VNĐ.

Hình 12: Thống kê chi phí biến đổi/doanh thu theo chu kỳ thép

Năm	Chu kỳ 2009 – 2014							Chu kỳ 2015 – 2020								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Biên lợi nhuận gộp	15%	24%	17%	16%	15%	17%	20%	20%	26%	23%	21%	18%	21%	27%	12%	11%
Chi phí biến đổi/doanh thu	83%	73%	80%	81%	82%	79%	75%	75%	69%	73%	75%	78%	74%	68%	83%	83%
Trung bình	Biên Lợi nhuận: 18% Chi phí biến đổi/doanh thu: 79%							Biên lợi nhuận gộp: 22% Chi phí biến đổi/doanh thu: 74%								

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 13: Ước tính lợi nhuận của HPG trong giai đoạn 2025 – 2026 sau khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động

Dự báo	2025 FW	2026 FW	Giả định
Công suất các nhà máy	400,000	400,000	BSC giả định nhà máy Dung Quất 1, Hải Dương, Hưng Yên hoạt động 120% công suất và nhà máy Dung Quất 2 hoạt động 85%-90% công suất trong năm 2025-26
EAF - Hưng Yên	120%	120%	
% công suất	2,200,000	2,200,000	
BOF 1,2,3 - Hải Dương	115%	115%	
% công suất	2,400,000	2,400,000	
BOF 1,2 Dung Quất 1	125%	125%	
% công suất	2,400,000	2,400,000	
BOF 3,4 Dung Quất 1	125%	125%	
% công suất	2,800,000	2,800,000	
Dung Quất 2 - 1	85%	90%	
% công suất	2,800,000	2,800,000	
Dung Quất 2 - 2	0%	90%	
% công suất	-	-	
Tổng hợp sản lượng (tấn)	11,825,449	14,934,044	
1. Thép xây dựng	4,657,544	4,936,997	
2. Ống thép	804,008	844,208	
3. Tôn mạ	396,971	416,819	
4. HRC	5,056,983	7,735,082	
5. Phôi thép	909,943	1,000,938	
Giá thép (VNĐ/CP)			Dựa trên kịch bản giá thép năm 2024, BSC giả định giá bán thép +5% yoy trong năm 2025 do nhu cầu thế giới hồi phục, và đi ngang trong năm 2026.
1. Thép xây dựng	15,559	15,715	
% YoY	5%	1%	
2. Ống thép	21,151	21,363	
% YoY	5%	1%	
3. Tôn mạ	23,806	24,044	
% YoY	5%	1%	
4. HRC (VNĐ/kg)	14,410	14,626	
% YoY	6%	2%	
Chi phí biến đổi/doanh thu	75%	74%	BSC giả định chi phí biến đổi/doanh thu = 74% tương đương giá trị trung bình của chu kỳ thép 2015 - 2020
Chi phí khấu hao (tỷ VNĐ)	9,896	12,830	
Nợ vay dài hạn (tỷ VNĐ)	34,422	41,428	
Kịch bản giá nguyên vật liệu			
1. Quặng sắt	126	125	Giá quặng sắt giảm do Trung Quốc cắt giảm sản xuất thép
% YoY	-3%	-1%	
2. Than cốc	246	233	Giá than cốc giảm do (1) Trung Quốc cắt giảm sản xuất thép, (2) Trung Quốc tăng khai thác than nội địa và nhập khẩu khan từ Mông Cổ thông qua đường sắt, (3) Chiến tranh Nga – Ukraine hạ nhiệt. BSC đưa ra kịch bản giá than cốc giảm với tốc độ giảm nhanh hơn so với giá quặng sắt do xét cả yếu tố chiến tranh Nga – Ukraine.
% YoY	-12%	-5%	
3. Thép phế	388	384	
% YoY	-3%	-1%	
Doanh thu thuần	189,896	238,710	
COGS	(153,068)	(189,789)	
Lãi gộp	36,828	48,921	
Thu nhập tài chính	1,797	3,330	BSC ước tính chi phí lãi vay đạt 7,341 tỷ VNĐ dựa trên giả định lãi suất vay dài hạn = 10%, vay dài hạn = 40,000 - 42,000 tỷ VNĐ
Chi phí tài chính	(6,920)	(7,460)	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(5,021)	(7,341)	
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	
Chi phí BH	(3,131)	(3,936)	
Chi phí QLDN	(2,089)	(2,626)	
Lãi từ HĐKD	26,485	38,229	
Thu nhập khác, ròng	-	-	
LNTT	26,485	38,229	
Thuế TNDN	(3,973)	(5,734)	
LNST	22,512	32,495	
Lợi ích CĐKKS	(115)	(166)	
LNST Công ty mẹ	22,627	32,660	

Hình 14: Bảng độ nhạy lợi nhuận của HPG theo công suất của Dung Quất 2 (giai đoạn 1) trong năm 2025

% Công suất Dung Quất 2 – GD 1	Biên lợi nhuận gộp 2025 (%)	Lợi nhuận 2025 (tỷ VNĐ)	EPS 2025 (VNĐ/CP)	P/E FWD
65%	19.3%	19,903	3,423	8.9
75%	19.3%	21,265	3,657	8.3
85%	19.4%	22,627	3,891	7.8
95%	19.4%	23,989	4,126	7.4
105%	19.5%	25,352	4,360	7.0

Nguồn: BSC Research dự báo

Hình 15: Bảng độ nhạy lợi nhuận của HPG theo công suất của Dung Quất 2 (2 giai đoạn) trong năm 2026

% Công suất Dung Quất 2 – GD 1+2	Biên lợi nhuận gộp 2026 (%)	Lợi nhuận 2026 (tỷ VNĐ)	EPS 2026 (VNĐ/CP)	P/E FWD 2026
70%	20.2%	28,075	4,828	6.3
80%	20.4%	30,368	5,223	5.8
90%	20.5%	32,660	5,617	5.4
100%	20.6%	34,953	6,011	5.1
110%	20.7%	37,245	6,405	4.8

Nguồn: BSC Research dự báo

ĐỊNH GIÁ RẺ TRƯỚC GIAI ĐOẠN MỞ RỘNG DUNG QUẤT 2 VÀ CHU KỲ NGÀNH THÉP MỚI

3. Thứ ba, BSC giữ quan điểm định giá của HPG đang rẻ trước giai đoạn mở rộng mạnh mẽ và chu kỳ thép mới:

Với kịch bản cơ sở NPATMI 2025 = 22,732 tỷ VNĐ, NPATMI 2026 = 32,919 tỷ VNĐ, cổ phiếu HPG đang giao dịch với mức

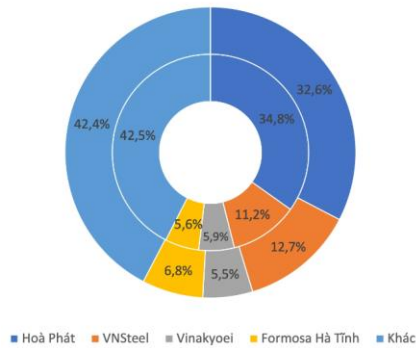
- P/E FWD 2025 = 7.8x, P/B FWD 2025 = 1.3x
- P/E FWD 2026 = 5.4x, P/B FWD 2026 = 1.0x

Các chỉ số trên đều thấp hơn so với chỉ số định giá của HPG trong 1 chu kỳ thép: P/E trung bình = 7-8x, P/B trung bình = 1.5-1.7x. **BSC lập lại quan điểm rằng đây là mức rẻ để đầu tư HPG khi:**

- **Thời điểm đáy của chu kỳ thép đã qua trong năm 2023. Giá thép và kết quả kinh doanh đã tạo đáy.** Đồng thời, BSC cho rằng kết quả kinh doanh của HPG sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới nhờ thị trường nội địa hồi phục.
- **HPG đang ở trước giai đoạn mở rộng mạnh mẽ.** Dự án Dung Quất 2 giúp HPG tăng quy mô doanh thu + 60% và tăng lợi nhuận tăng gấp 2.46 lần so với năm 2024, tăng thị phần từ 30-35% lên 40-45% cả nước.
- **Ban lãnh đạo HPG có tầm nhìn phát triển, chiến lược quản trị hàng tồn kho rất tốt.**

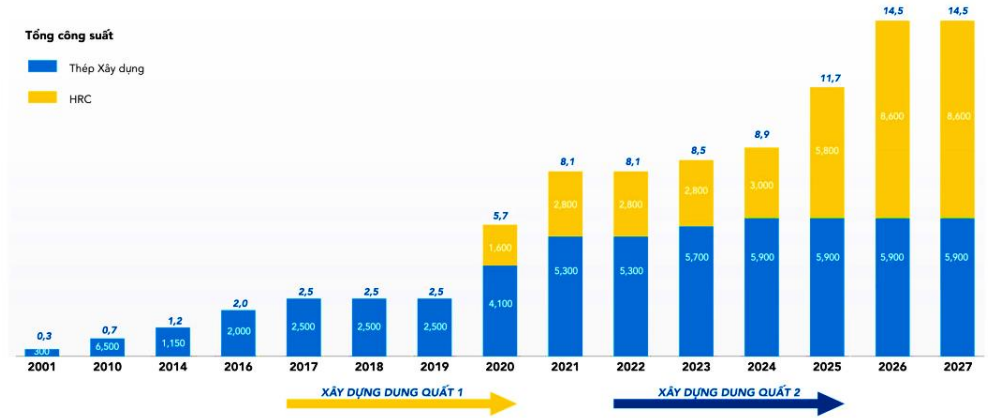
Hình 16: Thị phần thép xây dựng của HPG = 33%, dẫn đầu ngành thép

Vòng trong: 2021, Vòng ngoài: 2022



Hình 17: Công suất nhà máy của HPG sẽ + 50% -60% sau khi Dung Quất 2 (GD 1+ GD 2) đi vào hoạt động

Triệu tấn thép thô/năm



Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC lưu ý các dự báo về kết quả kinh doanh của HPG trong năm 2025 – 2026 chủ yếu đến từ giả định tăng sản lượng + 26% YoY, chưa xét tới yếu tố về chu kỳ giá thép mới.

Hình 18: Bảng độ nhạy lợi nhuận của HPG theo tăng trưởng giá thép trong năm 2025 (giả định chi phí đầu vào giữ nguyên dự báo).

% Tăng trưởng giá thép so với năm 2024	Lợi nhuận 2025 (tỷ VNĐ)	EPS 2025 (VNĐ/CP)	P/E FWD
3%	19,897	3,422	8.9
4%	21,262	3,657	8.3
5%	22,627	3,891	7.8
6%	23,992	4,126	7.4
7%	25,357	4,361	7.0

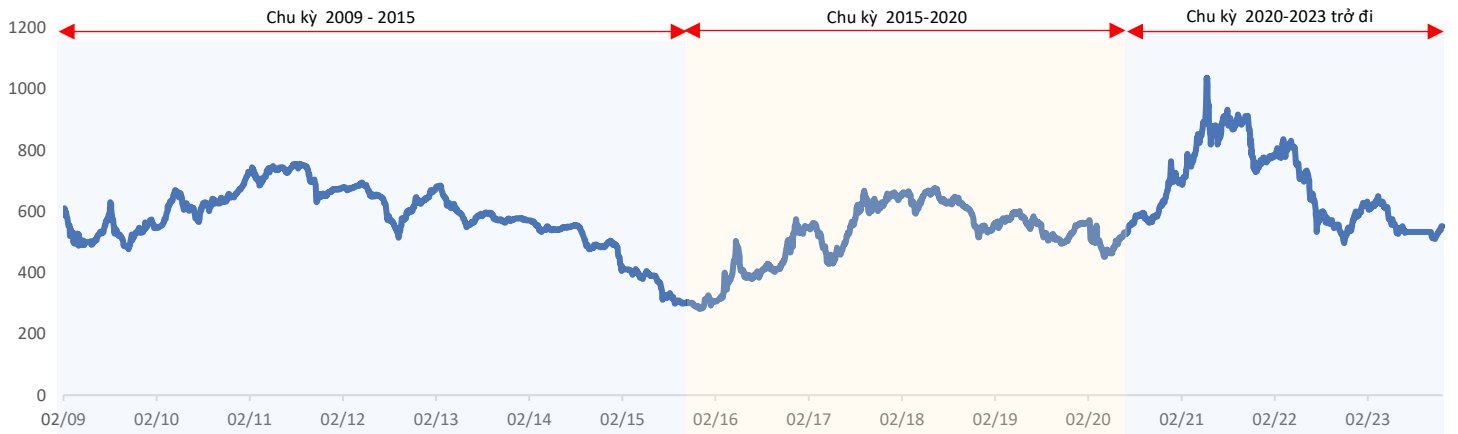
Nguồn: BSC Research dự báo

BSC cho rằng có 3 động lực để giá cổ phiếu HPG tăng trong thời gian tới nhờ:

1. KQKD HPG cải thiện theo Quý và đạt 3,800 – 4,000 tỷ VNĐ/quý trong 2H.2024 nhờ thị trường bất động sản phục hồi. BSC nhấn mạnh lại quan điểm (1) biên độ giảm giá hẹp, đi kèm (2) sản lượng tăng mạnh, cho thấy cầu thép đang quay lại.
2. Dự án DQ 2 đi vào hoạt động vào cuối năm 2024 – đầu năm 2025
3. HPG là một trong cổ phiếu được mua nhiều nhất từ dòng tiền ngoại khi Việt Nam được nâng hạng thị trường ([Chi tiết](#)).

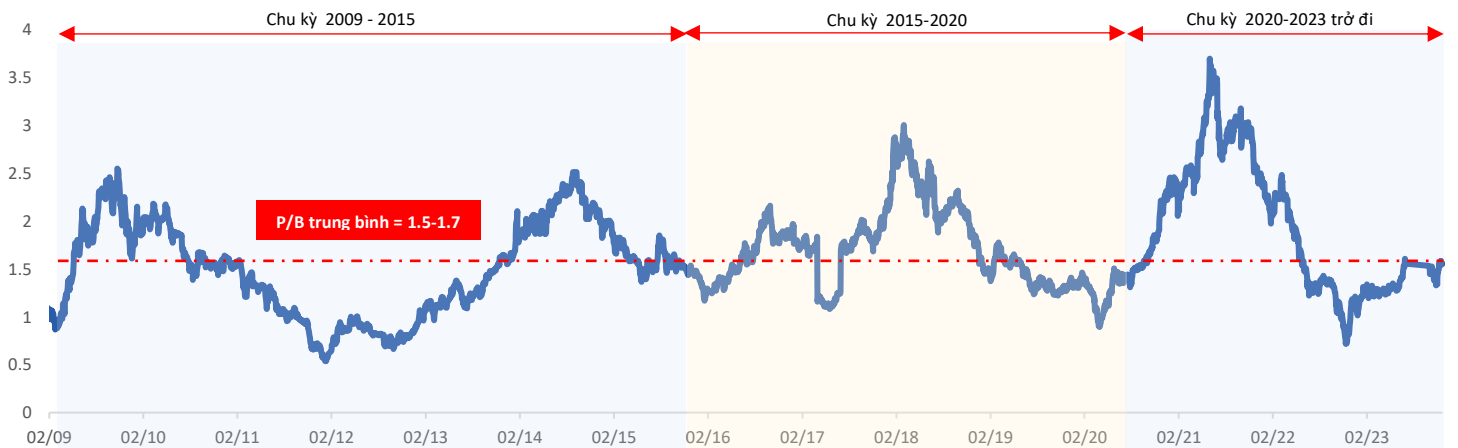
Hình 19: Các chu kỳ giá thép trong lịch sử

Giá HRC USD/tấn



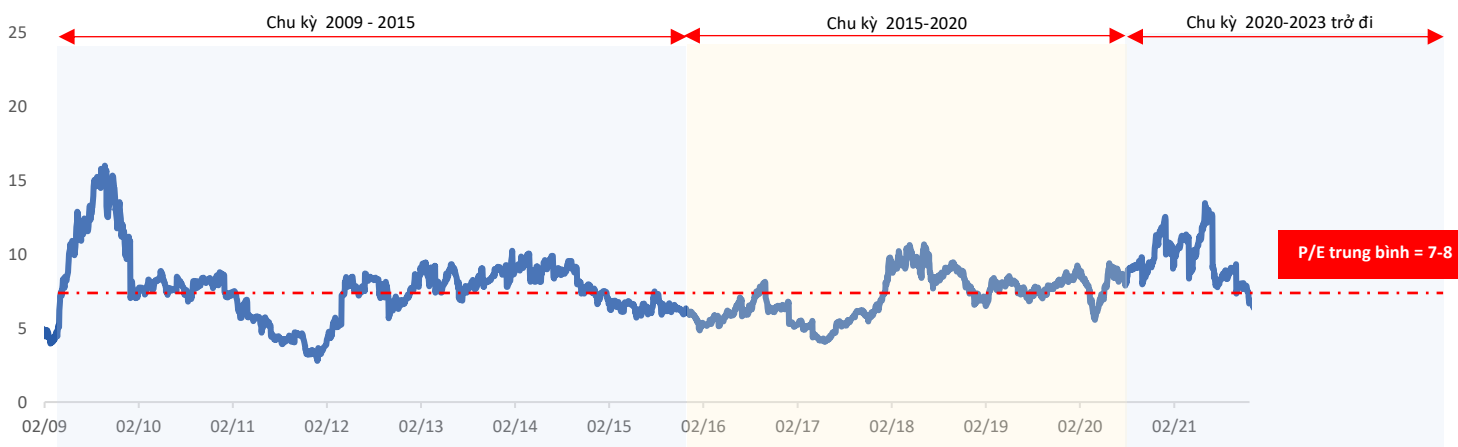
Hình 20: Định giá PB của HPG

Lần



Hình 21: Định giá PE của HPG

Lần



Nguồn: Bloomberg

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Sơ với [Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024](#), BSC tăng dự báo +14% dự báo lợi nhuận của HPG, chủ yếu đến từ việc (1) điều chỉnh ghi nhận lợi nhuận bất thường 374 tỷ VNĐ trong Quý 1, (2) điều chỉnh tăng trưởng sản lượng thép từ 10% yoy lên 15% yoy do số liệu bán hàng tích cực trong Tháng 4.

Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 146,136 tỷ VNĐ (+23% yoy), NPATMI = 13,806 tỷ VNĐ (+102% yoy), tương đương EPS FWD 2024 = 2,374 VNĐ/CP, P/E FWD 2024 = 12.9, P/B FWD 2024 = 1.5x dựa trên các giả định chính sau:

- Sản lượng + 16% YoY chủ yếu đến từ thị trường nội địa phục hồi. Trong đó, thép xây dựng +16% yoy, ống thép + 12% yoy, tôn mạ + 12% yoy, HRC +8% yoy;
- Biên lợi nhuận gộp đạt 15.9%.

Trong năm 2025, BSC dự báo HPG ghi nhận DTT = 189,896 tỷ VNĐ (+30% yoy), NPATMI = 22,627 tỷ VNĐ (+64% yoy), tương đương EPS FWD 2025 = 3,891 VNĐ/CP, P/E FWD 2025 = 7.9, P/B FWD 2025 = 1.3x dựa trên các giả định chính sau:

- Sản lượng + 26% YoY, tương ứng công suất nhà máy DQ2 giai đoạn 1 = 85%
- Biên lợi nhuận gộp đạt 19.4% do sức mua phục hồi.

Hình 22: Cập nhật dự báo năm 2024 -2026

	Dự báo				% Tăng trưởng			
	2023F	2024F	2025F	2026F	% YoY 2023	% YoY 2024	% YoY 2025	% YoY 2026
Doanh thu thuần	118,953	146,136	189,896	238,710	-16%	23%	30%	26%
Giá vốn hàng bán	(106,015)	(122,929)	(153,068)	(189,789)	-15%	16%	25%	24%
Lợi nhuận gộp	12,938	23,207	36,828	48,921	-23%	79%	59%	33%
Thu nhập tài chính	3,173	2,452	1,797	3,330	-15%	-23%	-27%	85%
Chi phí tài chính	(5,192)	(5,777)	(6,920)	(7,460)	-26%	11%	20%	8%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(3,585)	(3,584)	(5,021)	(7,341)	16%	0%	40%	46%
Chi phí BH	(1,961)	(2,410)	(3,131)	(3,936)	-26%	23%	30%	26%
Chi phí QLDN	(1,307)	(1,754)	(2,089)	(2,626)	28%	34%	19%	26%
Lãi từ HKKD	7,651	15,719	26,485	38,229	-22%	105%	68%	44%
Thu nhập khác, ròng	(630)	375	-	-	-589%	-160%	-100%	
LNTT	7,793	16,094	26,485	38,229	-21%	107%	65%	44%
Thuế TNDN	81	(2,358)	(3,973)	(5,734)	-105%	-3003%	68%	44%
LNST	6,800	13,736	22,512	32,495	-19%	102%	64%	44%
Lợi ích CĐKKS	(35)	(70)	(115)	(166)	-11%	102%	64%	44%
NPATMI	6,835	13,806	22,627	32,660	-19%	102%	64%	44%
Giả định								
Doanh thu	126,884	146,136	189,896	238,710	-10%	15%	30%	26%
Sản xuất thép	119,647	140,507	183,830	232,146	-12%	17%	31%	26%
Nông nghiệp	6,370	4,852	5,095	5,350	45%	-24%	5%	5%
Bất động sản	867	777	971	1,214	60%	-10%	25%	25%
Biên lợi nhuận gộp	10.9%	15.9%	19.4%	20.5%	-1%	5%	4%	1%
Sản lượng	8,062,261	9,379,400	11,825,449	14,934,044	-2%	16%	26%	26%
Phôi thép	457,131	827,221	909,943	1,000,938	24%	81%	10%	10%
Thép xây dựng	3,787,853	4,393,909	4,657,544	4,936,997	-10%	16%	6%	6%
Ống thép	683,680	765,722	804,008	844,208	-9%	12%	5%	5%
Tôn mạ	337,560	378,067	396,971	416,819	6%	12%	5%	5%
HRC	2,796,037	3,014,481	5,056,983	7,735,082	6%	8%	68%	53%
Giá bán (VNĐ/kg)								
Thép xây dựng	14,730	14,818	15,559	15,715	-12%	1%	5%	1%
Ống thép	20,024	20,144	21,151	21,363	-12%	1%	5%	1%
Tôn mạ	22,537	22,673	23,806	24,044	-12%	1%	5%	1%
HRC (USD/tấn)	603	633	671	681	-19%	5%	6%	1%

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

So với [Báo cáo trước đó tại Tháng 3.2024](#), Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **HPG** với giá trị hợp lý năm 2025 là **42,000 VNĐ/CP**, (Upside +39% so với giá đóng cửa ngày 13/05/2024) với mức chiết khấu 15%/năm kể từ năm 2026 – khi Dung Quất 2 đi vào hoạt động 90% công suất. BSC cho rằng đây là thời điểm thích hợp để mua HPG khi:

1. Ngành thép nội địa đang phục hồi và kết quả kinh doanh của HPG sẽ tiếp tục cải thiện về mức trung bình của chu kỳ thép thép (Lợi nhuận gộp = 3.1 triệu VNĐ/tấn, biên lợi nhuận gộp 18 -20%).
2. Dự án Dung Quất 2 giúp HPG tăng quy mô lợi nhuận năm 2026 lên gấp 2.46 lần so với năm 2024. Trong (1) giai đoạn bình thường, và (2) nhà máy Dung Quất 2 hoạt động ổn định công suất 90%, BSC ước tính lợi nhuận HPG đạt >32,000 tỷ VNĐ, tương đương giá trị hợp lý năm 2026 là 56,617 VNĐ/CP (P/E mục tiêu = 10x). BSC cho rằng dự án Dung Quất sẽ tiêu thụ tốt, và kỳ vọng lấp đầy 90% công suất trong năm 2026 nhờ (1) lợi thế về quy mô tiếp tục giảm giá thành sản xuất, (2) thời điểm đi vào hoạt động rơi vào chu kỳ mới.
3. Định giá rẻ trước chu kỳ và giai đoạn mở rộng: P/E FWD 2025 = 7.8x, P/B FWD 2025 = 1.3x; P/E FWD 2026 = 5.4x, P/B FWD 2026 = 1.0x

Hình 23: Định giá cổ phiếu

Phương pháp	
Phương pháp PE – Giá trị hợp lý	
EPS FW 2026 – Nhà máy Dung Quất 2 hoạt động 90%	5,661
P/E mục tiêu	10
Giá trị cổ phiếu trong năm 2026 (VNĐ/cổ phiếu)	56,617
Discount về năm 2024 (15%/năm)	42,000

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Danh sách Báo cáo cập nhật HPG của BSC

- 12/3/2024: [HPG MUA TP 41,500 VNĐ Upside 38% Cơ hội để đầu tư HPG ở đáy chu kỳ và trước giai đoạn mở rộng DQ2 BSC Company Update](#)
- 8/12/2023: [HPG MUA TP 33,000 VNĐ Upside 18% Trong ngắn hạn bị ảnh hưởng bởi giá đầu vào cao, kỳ vọng phục hồi năm 2024 BSC Company Update.](#)
- 6/4/2023: [HPG MUA TP 25,000 VNĐ Upside 16% Thời điểm xấu nhất đã qua, hướng tới phục hồi BSC Company Update.](#)

PHỤ LỤC

KQKD(TỶ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	141,409	118,953	146,136	189,896
Giá vốn hàng bán	(124,646)	(106,015)	(122,929)	(153,068)
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	23,207	36,828
Thu nhập tài chính	3,744	3,173	2,452	1,797
Chi phí tài chính	(7,027)	(5,192)	(5,777)	(6,920)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(3,084)	(3,585)	(3,584)	(5,021)
Lãi/(lỗ) từ CTLK	(1)	-	-	-
Chi phí BH	(2,666)	(1,961)	(2,410)	(3,131)
Chi phí QLDN	(1,019)	(1,307)	(1,754)	(2,089)
Lãi từ HĐKD	9,794	7,651	15,719	26,485
Thu nhập khác, ròng	129	(630)	375	-
LNTT	9,923	7,793	16,094	26,485
Thuế TNDN	(1,479)	81	(2,358)	(3,973)
LNST	8,444	6,800	13,736	22,512
Lợi ích CĐKKS	(39)	(35)	(70)	(115)
LNST Công ty mẹ	8,484	6,835	13,806	22,627
EPS	1,459	1,175	2,374	3,891

CĐKT (TỶ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	8,325	12,267	16,263	49,252
Đầu tư ngắn hạn	26,268	22,162	23,048	23,970
Phải thu ngắn hạn	9,893	10,702	13,148	17,085
Hàng tồn kho	34,491	34,504	35,195	35,898
TS ngắn hạn khác	1,538	3,081	3,784	5,697
TS ngắn hạn	80,515	82,716	91,438	131,903
Phải thu dài hạn	894	1,881	2,311	3,003
TSCĐ nguyên giá	99,721	107,296	108,366	151,946
Khấu hao	(28,888)	(35,282)	(42,272)	(52,168)
TSDT nguyên giá	860	860	594	328
Khấu hao	(231)	(266)	(266)	(266)
TS dở dang dài hạn	13,363	26,083	45,981	24,731
ĐT dài hạn	1	40	-	-
TS dài hạn khác	4,100	4,454	5,472	7,110
TS dài hạn	89,821	105,066	120,186	134,685
Tổng TS	170,336	187,783	211,624	266,588
Nợ phải trả	15,637	16,532	18,790	22,833
Vay ngắn hạn	46,749	54,982	56,642	70,204
Tổng Nợ ngắn hạn	62,385	71,513	75,432	93,037
Vay dài hạn	11,152	10,399	19,575	34,422
Nợ dài hạn khác	686	3,034	44	44
Tổng Nợ dài hạn	11,837	13,433	19,619	34,465
Tổng Nợ phải trả	74,223	84,946	95,051	127,503
Vốn góp	58,148	58,148	58,148	58,148
Thặng dư vốn	3,212	3,212	3,212	3,212
Vốn chủ khác	814	818	818	818
Lãi chưa phân phối	33,834	40,593	54,399	77,027
Lợi ích CĐTS	106	66	(4)	(119)
Tổng VCSH	96,113	102,836	116,573	139,085
Tổng nguồn vốn	170,336	187,783	211,624	266,588

LCTT (TỶ VND)	2022	2023	2024F	2025F
(LỖ)/LNTT	9,923	7,793	16,094	26,485
Khấu hao và phân bổ	6,814	6,773	6,990	9,896
Thay đổi vốn lưu động	(1,954)	(2,066)	(6,019)	(4,841)
Điều chỉnh khác	(2,592)	(3,028)	(4,079)	(5,742)
LCTT từ HĐKD	12,192	9,472	12,987	25,798
Tiền chi mua TSCĐ	(17,953)	(30,154)	(20,702)	(22,064)
Đầu tư khác	(6,759)	3,181	875	847
LCTT từ HĐĐT	(24,712)	1,371	(19,827)	(21,217)
Tiền chi trả cổ tức	(2,247)	-	-	-
Tiền từ vay ròng	626	7,280	10,836	28,409
Tiền thu khác	4	7,266	-	-
LCTT từ HĐTC	(1,617)	-	10,836	28,409
Dòng tiền đầu kỳ	22,471	8,325	12,267	16,263
Tiền trong kì	(14,137)	3,944	3,996	32,989
Dòng tiền cuối kỳ	8,325	12,267	16,263	49,252

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.3	1.2	1.2	1.4
H số TT nhanh	0.7	0.6	0.7	1.0
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	44%	45%	45%	48%
H số Nợ/VCSH	77%	83%	82%	92%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	101	119	104	86
Số ngày phải thu ngắn hạn	26	33	33	33
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	11.9%	10.9%	15.9%	19.4%
Lợi nhuận LNST	6%	6%	9%	12%
ROE	9%	7%	12%	16%
ROA	5%	4%	7%	8%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-6%	-16%	23%	30%
Tăng trưởng EBIT	-67%	-13%	73%	60%
Tăng trưởng LNTT	-73%	-21%	107%	65%
Tăng trưởng EPS	-81%	-19%	102%	64%
SLCP lưu hành (triệu)	4,473	5,815	5,815	5,815
BVPS	16,529	17,685	20,048	23,919

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings

Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place

93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,

Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh.

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

