

# CTCP Tập đoàn Hoà Phát (HPG)

## Biên lãi cải thiện trong 2Q2023, kỳ vọng xuất khẩu

19/09/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
 nguyenn1@kbsec.com.vn

Doanh thu và LNST của cổ đông 2Q2023 đạt lần lượt 29,496 tỉ VND và 1,460 tỉ VND

Doanh thu 2Q2023 tăng nhẹ so với 1Q2023 nhờ nhu cầu cải thiện, mặc dù vẫn ở mức yếu, trong khi đó, diễn biến giá nguyên vật liệu đầu vào thuận lợi giúp biên lãi gộp đạt 11% (tăng 5% QoQ), từ đó giúp HPG ghi nhận LNST cổ đông công ty mẹ đạt 1,460 tỉ VND

Nhu cầu nhập khẩu HRC tại Châu Âu gia tăng trong 3Q2023 thúc đẩy sản lượng tiêu thụ thép của HPG

Các lò cao HRC hoạt động với công suất 100% trong 3Q2023 nhờ các đơn hàng xuất khẩu gia tăng, trong bối cảnh các nhà máy tại Châu Âu tạm dừng để bảo dưỡng, khiến các nhà phân phối đẩy mạnh nhập hàng từ đầu T7/2023. Tuy vậy, HPG cũng phải chịu sự cạnh tranh về giá với các đơn vị từ Trung Quốc

Tiêu thụ nội địa tiếp tục duy trì ở mức thấp, kỳ vọng sức hồi phục mạnh mẽ hơn từ nhóm Bất động sản từ 2Q2024

Sức tiêu thụ tại thị trường nội địa vẫn ở mức yếu, đồng thời, còn chịu sự cạnh tranh từ các sản phẩm thép giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc trong giai đoạn đầu 3Q2023. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG trong T8/2023 cũng đã được cải thiện nhờ đẩy mạnh kênh xuất khẩu (tăng 17% MoM)

Giá thép có thể cải thiện trong 4Q2023 và 1Q2024

Chúng tôi kỳ vọng giá thép cải thiện nhờ (1) đà hồi phục của ngành Bất động sản tại Trung Quốc và (2) chính sách hạn chế sản xuất thép tại Trung Quốc giúp thúc đẩy nhu cầu trong các tháng cuối năm

Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 32,000 VND/cổ phiếu

Chúng tôi áp dụng 2 phương pháp DCF và P/E mục tiêu cho 2024 để xác định giá trị hợp lý của HPG, và khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32,000 VND/cổ phiếu.

## MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 32,600
Tăng/giảm	16%
Giá hiện tại (19/09/2023)	VND 28,150
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 28,500
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	16.04/6.58

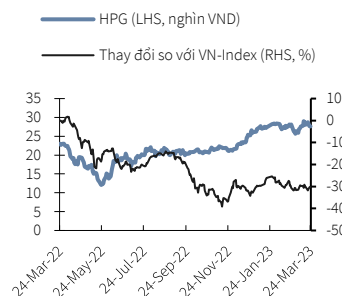
Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	735.44/30.8
Sở hữu nước ngoài (%)	25.39%
Trần Đình Long (%)	26.08%
Vũ Thị Hiền (%)	7.34%

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2%	18%	35%	20%
Tương đối	0%	9%	19%	22%

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	149,680	141,409	111,947	121,633
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	37,008	9,794	6,126	10,545
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	34,478	8,484	5,204	8,963
EPS (VND)	7,708	1,459	895	1,541
Tăng trưởng EPS (%)	90%	-81%	-39%	72%
P/E (x)	4.6	12.3	31.5	18.3
P/B (x)	1.8	1.1	1.6	1.5
ROE (%)	46%	9%	5%	8%
Tỉ suất cổ tức (%)	1.1%	2.1%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cập nhật KQKD

**Bảng 1: Sản lượng tiêu thụ thép 2Q2023 so với các giai đoạn trước đó**

(tấn)	2Q2022	2Q2023	+/-%YoY	1H2022	1H2023	+/-%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	1,041,000	784,036	-25%	2,383,754	1,652,036	-31%	
Thép cuộn cán nóng	752,000	733,468	-2%	1,422,118	1,215,468	-15%	
Ống thép	159,000	164,304	3%	366,000	324,304	-11%	
Tôn mạ	74,200	105,754	43%	179,827	175,754	-2%	
Phôi thép	117,000	10,000	-91%	194,128	38,000	-80%	
<b>Tổng</b>	<b>2,143,200</b>	<b>1,797,562</b>	<b>-16%</b>	<b>4,545,827</b>	<b>3,405,562</b>	<b>-25%</b>	

**Bảng 2: Giá bán thành phẩm và giá nguyên liệu đầu vào trung bình giai đoạn 2Q2023 và trước đó**

(USD/tấn)	2Q2022	2Q2023	+/-%YoY	1Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
Thép xây dựng	749	570	-24%	662	-14%	
Thép cuộn cán nóng	808	591	-27%	659	-10%	
Ống thép	130	107	-17%	117	-8%	
Tôn mạ	351	223	-37%	333	-33%	
Phôi thép	660	514	-22%	511	0%	

**Bảng 3: Cập nhật KQKD**

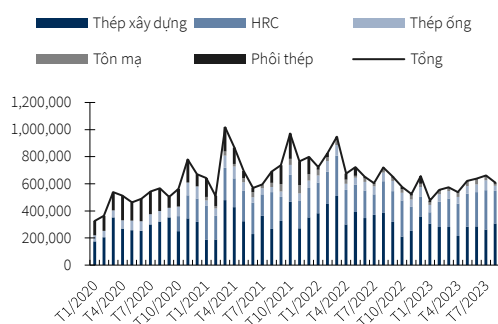
(tỷ VND)	2Q2022	2Q2023	+/-%YoY	1H2022	1H2023	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>37,422</b>	<b>29,496</b>	<b>-21%</b>	<b>81,480</b>	<b>56,085</b>	<b>-31%</b>	Doanh thu 2Q2023 giảm 21% YoY do (1) giá bán giảm trung bình 25% YoY, (2) sản lượng tiêu thụ giảm 16% YoY, trong đó sản lượng tiêu thụ thép xây dựng giảm 25% YoY
Giá vốn hàng bán	-30,882	-26,301	-15%	-64,832	-51,214	-21%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>6,540</b>	<b>3,195</b>	<b>-51%</b>	<b>16,648</b>	<b>4,871</b>	<b>-71%</b>	
<i>Biên lãi gộp</i>	<i>17%</i>	<i>11%</i>	<i>-7%</i>	<i>20%</i>	<i>9%</i>	<i>-12%</i>	Biên lãi gộp 2Q2023 giảm 7% so với cùng kỳ do áp lực giá bán giảm mạnh trong bối cảnh nhu cầu yếu, tuy nhiên, cũng đã tăng 5% QoQ nhờ chi phí đầu vào thuận lợi
Thu nhập tài chính	662	740	12%	1,431	1,644	15%	
Chi phí tài chính	-2,033	-1,349	-34%	-3,144	-2,679	-15%	
Chi phí lãi vay	-717	-1,029	43%	-1,314	-2,018	54%	Chi phí lãi vay gia tăng do tác động từ 2 đợt tăng lãi suất trong 4Q2022, dự kiến sẽ giảm trong 2H2023
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0	-100%	-1	0	-100%	
Chi phí SG&A	-856	-871	2%	-1,697	-1,629	-4%	
<i>Biên SG&amp;A</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>1%</i>	
<b>Lãi/(lỗ) từ HBKD</b>	<b>4,313</b>	<b>1,715</b>	<b>-60%</b>	<b>13,237</b>	<b>2,207</b>	<b>-83%</b>	
Thu nhập khác, ròng	67	-13	-120%	64	27	-58%	
<b>LNTT</b>	<b>4,379</b>	<b>1,702</b>	<b>-61%</b>	<b>13,301</b>	<b>2,234</b>	<b>-83%</b>	
<i>Biên LNTT</i>	<i>12%</i>	<i>6%</i>	<i>-6%</i>	<i>16%</i>	<i>4%</i>	<i>-12%</i>	
Chi phí thuế	-357	-254	-29%	-1,073	-403	-62%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>4,023</b>	<b>1,448</b>	<b>-64%</b>	<b>12,229</b>	<b>1,831</b>	<b>-85%</b>	
<i>Biên LNST</i>	<i>11%</i>	<i>5%</i>	<i>-6%</i>	<i>15%</i>	<i>3%</i>	<i>-12%</i>	
<b>Lợi nhuận CĐ công ty mẹ</b>	<b>4,032</b>	<b>1,460</b>	<b>-64%</b>	<b>12,249</b>	<b>1,858</b>	<b>-85%</b>	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	<i>11%</i>	<i>5%</i>	<i>-6%</i>	<i>15%</i>	<i>3%</i>	<i>-12%</i>	

**Sản lượng tiêu thụ HRC trong 3Q2023 được cải thiện nhờ các đơn đặt hàng mới giá tăng, ước tính công suất HRC đạt 100% trong kỳ**

Theo chia sẻ của đại diện HPG, các đơn hàng HRC trong 3Q2023 đạt 100% công suất của nhà máy (250,000 tấn/tháng). Nhu cầu chủ yếu tới từ kênh xuất khẩu, do các lò cao tại Châu Âu tạm dừng hoạt động để bảo trì từ T7/2023, khiến các nhà phân phối đẩy mạnh nhập khẩu và tích trữ hàng tồn kho. Sản lượng tiêu thụ HRC của HPG đạt lần lượt 291,000 tấn và 241,000 tấn trong T7/2023 và T8/2023, với các thị trường xuất khẩu chính tại Châu Âu và Châu Á.

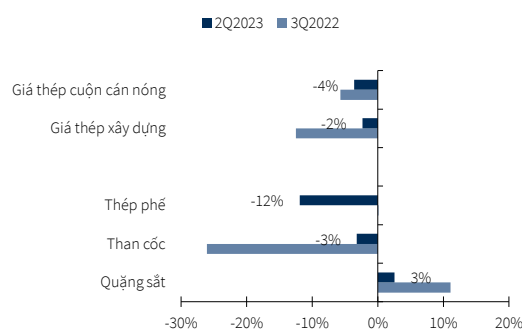
Tuy nhiên, bước sang 4Q2023, chúng tôi cho rằng nhu cầu HRC sẽ đi đi ngang so với 3Q2023 trước khi cải thiện từ 2Q2024, do trong Q4 (1) các nhà máy tại Châu Âu quay trở lại hoạt động, (2) nhu cầu tiêu thụ vẫn duy trì ở mức yếu tại Mỹ và EU, (3) HPG chịu áp lực cạnh tranh với Trung Quốc (với chiến lược giá rẻ để giảm tồn kho) tại các thị trường xuất khẩu từ đầu 2H2023. Điều này được phản ánh khi khoảng chênh lệch giữa giá thép tại Mỹ, Châu Âu so với Trung Quốc, Việt Nam có xu hướng giảm dần trong 3Q2023, trong đó, tại T8/2023 đã giảm xấp xỉ 50% so với thời điểm T5/2023.

**Biểu đồ 4. Sản lượng tiêu thụ cải thiện nhờ xuất khẩu (tấn)**



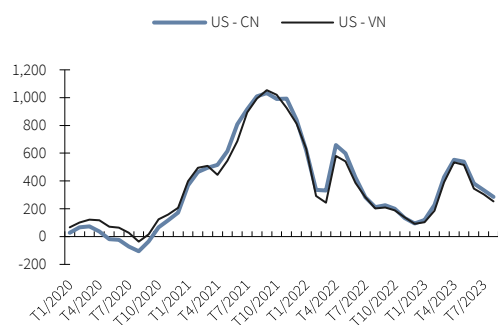
Nguồn: HPG, KBSV ước tính

**Biểu đồ 5. Diễn biến giá 3Q2023 so với 2Q2023 và 3Q2022**



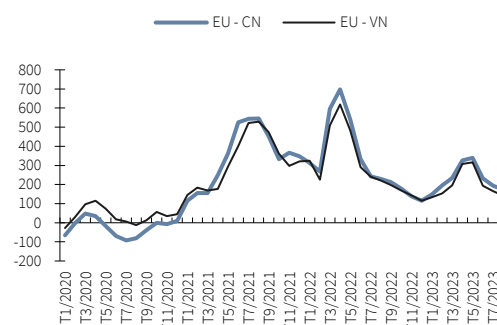
Nguồn: FiinPro, Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 6. Chênh lệch giá xuất khẩu HRC tại Mỹ (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

**Biểu đồ 7. Chênh lệch giá xuất khẩu HRC tại EU (USD/tấn)**



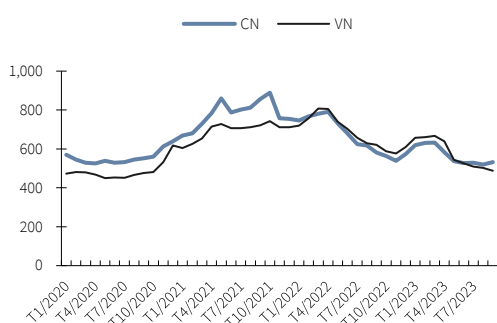
Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

## Tiêu thụ nội địa ảm đạm, kỳ vọng hồi phục từ 2Q2024

Sức tiêu thụ tại thị trường nội địa tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 2Q2023 khi sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đi ngang so với 1Q2023, với 15 dự án Bất động sản được phép xây dựng trong kỳ. Bước sang 3Q2023, ngành thép nội địa gia tăng sự cạnh tranh khi (1) sức tiêu thụ trong nước vẫn đang duy trì ở mức thấp và (2) sản lượng nhập khẩu thép từ Trung Quốc có sự gia tăng trong T7/2023 và T8/2023, nguyên nhân chủ yếu từ việc giá các mặt hàng thép Trung Quốc giảm 3-5% QoQ do các nhà phân phối đẩy mạnh cắt giảm hàng tồn kho. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy dấu hiệu tích cực với HPG khi sản lượng xuất khẩu thép xây dựng của HPG đạt 98,000 tấn trong T8/2023 (tăng 2x so với mức trung bình của 6 tháng đầu năm). Trong các tháng cuối cùng của năm, chúng tôi cho rằng kênh xuất khẩu sẽ hỗ trợ cải thiện sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG.

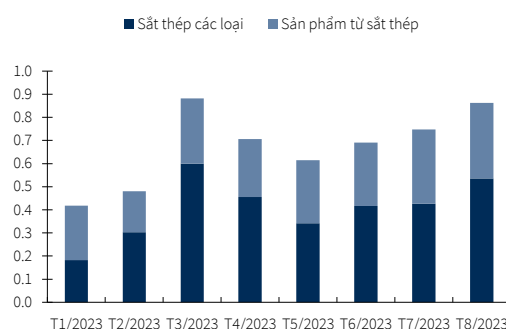
Trong 3Q2023, HPG cũng đã mở lại lò cao cuối cùng tại vào đầu T7/2023, đồng thời, tổ máy số 3 tại Hải Dương cũng đã tạm dừng sản xuất theo kế hoạch từ đầu năm để bảo trì và nâng cấp (ước tính công suất thép xây dựng của HPG trong giai đoạn này sẽ giảm 100,000 tấn/tháng, và sau khi quay trở lại hoạt động, công suất sản xuất thép thô sẽ tăng 1.2%). Trong điều kiện thị trường với sức tiêu thụ yếu, HPG định hướng sẽ tiếp tục tối ưu và duy trì số ngày quay vòng hàng tồn kho ở mức thấp (2Q2023 là 119 ngày) tới cuối năm để kiểm soát chi phí trong quá trình sản xuất và hạn chế tác động của tỷ giá.

Biểu đồ 8. Giá thép xây dựng (USD/tấn)



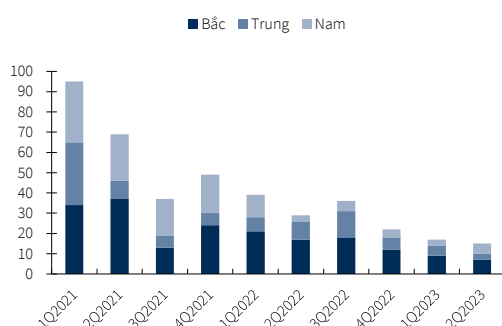
Nguồn: VSA, FiinPro, Bloomberg, KBSV ước tính

Biểu đồ 9. Nhập khẩu thép Trung Quốc vào Việt Nam (tỉ USD)



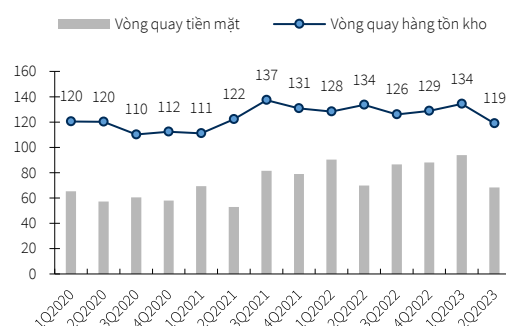
Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Số dự án BĐS được cấp phép xây dựng



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11. Vòng quay hàng tồn kho của HPG (ngày)



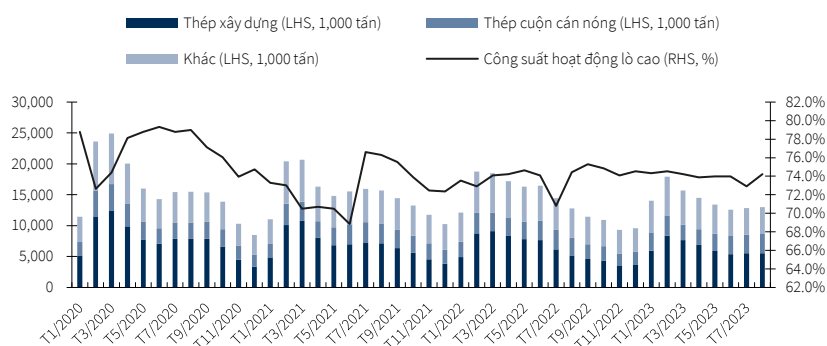
Nguồn: HPG, KBSV ước tính

**Sự hồi phục của ngành Bất động sản tại Trung Quốc thúc đẩy đà tăng của giá thép trong 2H2023, cùng với đó là chính sách cắt giảm sản lượng sản xuất thép thô**

Chúng tôi cho rằng giá thép sẽ có sự cải thiện trong 4Q2023 nhờ (1) sự hồi phục của thị trường Bất động sản. Cụ thể, sau khi tồn kho thép giảm 4 tháng liên tiếp trong 1H2023, chúng tôi nhận thấy công suất sản xuất tại các lò cao tại Trung Quốc đã có sự cải thiện lên mức 74.4% trong T9/2023 (so với 72.9% trong T7/2023) nhờ việc Chính phủ Trung Quốc có các biện pháp ngành Bất động sản (bao gồm giảm tỉ lệ cho vay mua nhà và giảm mức đặt cọc mua nhà). Một số tín hiệu tích cực đã được ghi nhận khi doanh số mua nhà mới và số lượng giao dịch bất động sản tại Thượng Hải và các thành phố lớn khác gia tăng trong T9/2023.

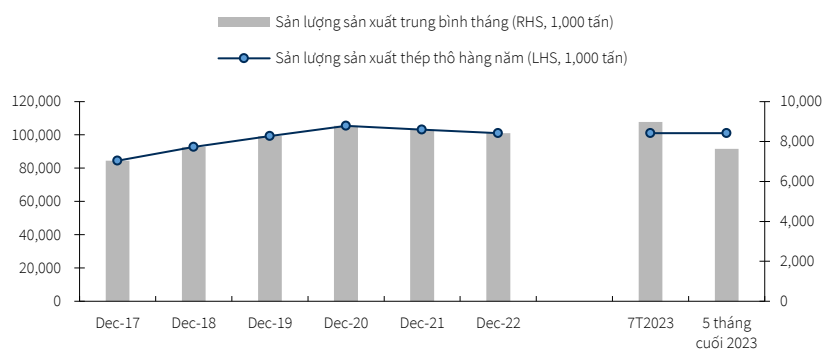
Thêm vào đó, (2) việc Trung Quốc áp dụng chính sách hạn chế sản xuất thép để giảm thiểu tác động môi trường cũng sẽ tạo động lực cho giá thép gia tăng trong giai đoạn cuối năm. Trong 7 tháng đầu năm 2023, sản lượng sản xuất thép thô tại Trung Quốc đạt 62.9 triệu tấn thép, trung bình 8.9 triệu tấn/tháng. Giả định sản lượng sản xuất thép 2023 đi ngang, công suất trung bình tháng hiện tại đang cao hơn mức trung bình của 2022 là 7%. Điều này sẽ khiến cho công suất trung bình trong 5 tháng cuối năm phải cắt giảm xuống còn 7.6 triệu tấn/tháng (-15% MoM). Với sự hồi phục của nhóm Bất động sản, việc hạn chế sản xuất sẽ mở ra cơ hội xuất khẩu thép vào Trung Quốc, đồng thời cải thiện giá bán cuối năm.

**Biểu đồ 12. Tồn kho thép và công suất hoạt động Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

**Biểu đồ 13. Sản lượng sản xuất thép tại Trung Quốc sẽ giảm trong phần còn lại 2023**

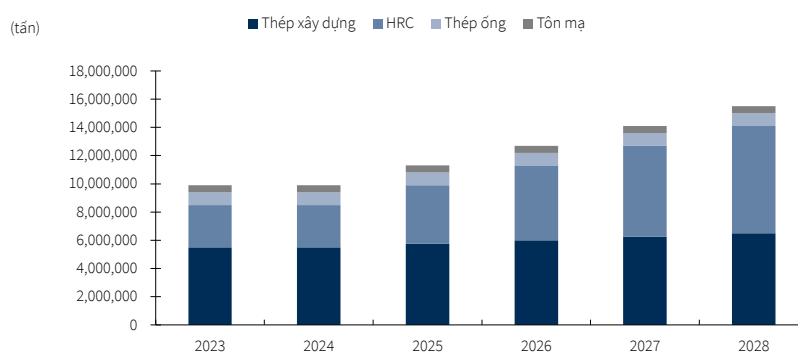


Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Tới cuối T8/2023, tiến độ triển khai của Dung Quất 2 đã đạt 35% kế hoạch, dự kiến sẽ đi vào sản xuất từ 1Q2025

Tới cuối T8/2023, dự án Dung Quất 2 đã hoàn thành nền móng để xây dựng các lò BOF, tiến độ giải phóng mặt bằng đạt 90%. Việc xây dựng đang được triển khai theo đúng tiến độ với CAPEX đạt 30% kế hoạch, HPG dự kiến dự án Dung Quất 2 sẽ có sản phẩm HRC đầu tiên từ 1Q2025, với công suất 1.5 triệu tấn/năm cho giai đoạn 1. Dung Quất 2 có công suất 5.6 triệu tấn/năm (bao gồm 4.6 triệu tấn HRC và 1 triệu tấn thép đặc biệt), HPG dự kiến sẽ mất 3 năm để công suất của Dung Quất 2 được vận hành ở mức tối đa,

**Biểu đồ 14. Dung Quất 2 nâng công suất sản xuất của HPG thêm 5.6 triệu tấn**



Nguồn: HPG, KBSV ước tính

## Dự phóng KQKD

**Bảng 15. Bảng cập nhật giá định**

	Đơn vị	Giá định mới			Giá định cũ			Thay đổi		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<b>Tiêu thụ</b>										
Thép xây dựng	Tấn	3,353,900	4,262,500	5,390,600	3,585,167	5,225,000	5,581,250	-6.5%	-18.4%	-3.4%
Thép cuộn cán nóng	Tấn	2,741,700	2,850,000	3,942,500	2,649,500	2,850,000	3,942,500	3.5%	0.0%	0.0%
Ổng thép	Tấn	664,000	700,000	700,000	640,000	700,000	700,000	3.8%	0.0%	0.0%
Tôn mạ	Tấn	335,700	340,000	360,000	355,000	360,000	360,000	-5.4%	-5.6%	0.0%
Phôi thép	Tấn	98,000	160,000	160,000	114,000	160,000	160,000	-14.0%	0.0%	0.0%
<b>Tổng</b>	<b>Tấn</b>	<b>7,193,300</b>	<b>8,312,500</b>	<b>10,553,100</b>	<b>7,343,667</b>	<b>9,295,000</b>	<b>10,743,750</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>-1.8%</b>
<b>Giá nguyên liệu đầu</b>										
Quặng sắt	USD/tấn	107	96	95	109	100	100	-1.2%	-3.8%	-5.0%
Than cốc	USD/tấn	242	195	195	252	240	240	-4.0%	-18.8%	-18.8%
Thép phế	USD/tấn	486	475	480	504	510	510	-3.5%	-6.9%	-5.9%
<b>Giá bán</b>										
Thép xây dựng	USD/tấn	587	563	552	622	630	625	-5.7%	-10.7%	-11.7%
Thép cuộn cán nóng	USD/tấn	598	570	570	584	584	584	2.4%	-2.4%	-2.4%

Nguồn: KBSV ước tính

**Bảng 16: Dự phóng KQKD 2023 - 2024**

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>141,409</b>	<b>111,947</b>	<b>-21%</b>	<b>121,633</b>	<b>9%</b>	Kỳ vọng doanh thu 2024 tăng trưởng nhờ sự hồi phục trong sản lượng tiêu thụ thép xây dựng
Giá vốn hàng bán	-124,646	-101,025	-19%	-105,455	4%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>16,763</b>	<b>10,922</b>	<b>-35%</b>	<b>16,179</b>	<b>48%</b>	Nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng gia tăng giúp giá bán thuận lợi, từ đó cải thiện biên lãi gộp
<i>Biên lãi gộp</i>	12%	10%	-2%	13%	4%	
Thu nhập tài chính	3,744	2,798	-25%	3,041	9%	
Chi phí tài chính	-7,027	-3,984	-43%	-5,025	26%	
Chi phí lãi vay	-3,084	-3,984	29%	-5,025	26%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	-1	0	-100%	0	100%	
Chi phí SG&A	-3,685	-3,610	-2%	-3,649	1%	Chi phí SG&A được tối ưu, kỳ vọng đi ngang so với 2023
<i>Biên SG&amp;A</i>	3%	3%	1%	3%	0%	
<b>Lãi/(lỗ) từ HBKD</b>	<b>9,794</b>	<b>6,126</b>	<b>-37%</b>	<b>10,545</b>	<b>72%</b>	
Thu nhập khác, ròng	129	27	-79%	0	-100%	
<b>LNTT</b>	<b>9,923</b>	<b>6,153</b>	<b>-38%</b>	<b>10,545</b>	<b>71%</b>	
<i>Biên LNTT</i>	7%	5%	-2%	9%	3%	
Chi phí thuế	-1,479	-923	-38%	-1,582	71%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,444</b>	<b>5,230</b>	<b>-38%</b>	<b>8,963</b>	<b>71%</b>	
<i>Biên LNST</i>	6%	5%	-1%	7%	3%	
<b>Lợi nhuận CD công ty mẹ</b>	<b>8,484</b>	<b>5,204</b>	<b>-39%</b>	<b>8,963</b>	<b>72%</b>	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	8%	4%	-3%	7%	3%	

**Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu 32,600 VND/cổ phiếu,**

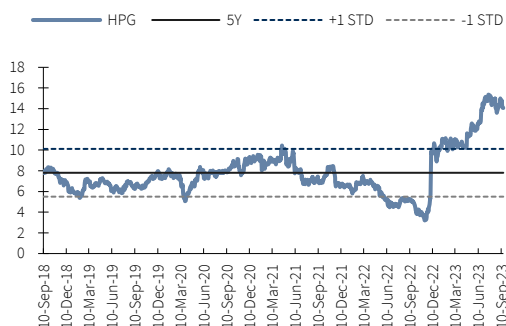
Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E và DCF nhằm xác định giá trị hợp lý của HPG trong khung thời gian 1 năm, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG là 32,600 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 16% so với giá đóng cửa ngày 19/09/2023.

**Bảng 17. Bảng tổng hợp định giá**

Phương pháp	Đơn vị	Tỉ trọng	Giá trị
<b>DCF</b>			
Beta	x		1.4
Risk-free rate	%		5.00%
Risk premium	%		7.55%
WACC	%		11%
Giá trị doanh nghiệp	Tỉ VND		257,496
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỉ VND		36,101
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	Tỉ VND		60,627
Giá trị VCSH	Tỉ VND		232,970
SLCP	Triệu		5,815
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		40,060
<b>P/E</b>			
EPS @ 2024	VND		1,541
P/E target	x		10
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		15,400
DCF	VND/cổ phiếu	70%	28,000
P/E mục tiêu 2024	VND/cổ phiếu	30%	4,600
Giá trị mục tiêu	VND/cổ phiếu		32,600

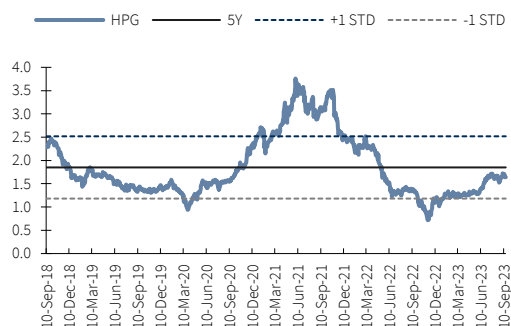
Nguồn: KBSV ước tính

**Biểu đồ 18. Diễn biến lịch sử P/E của HPG**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 19. Diễn biến lịch sử P/B của HPG**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp



## PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2021	2022	2023F	2024F	(Báo cáo chuẩn)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	149,680	141,409	111,947	121,633	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	178,236	170,336	184,412	217,329
Giá vốn hàng bán	-108,571	-124,646	-101,025	-105,455	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	94,155	80,515	79,170	91,270
Lãi gộp	41,108	16,763	10,922	16,179	Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	3,825	12,883
Thu nhập tài chính	0	0	0	0	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	18,236	26,268	27,421	27,421
Chi phí tài chính	3,071	3,744	2,798	3,041	Các khoản phải thu	7,663	9,893	14,736	13,240
Trong đó: Chi phí lãi vay	-3,732	-7,027	-3,984	-5,025	Hàng tồn kho, ròng	42,134	34,491	30,686	35,223
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	4	-1	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	84,082	89,821	105,242	126,059
Chi phí bán hàng	-2,120	-2,666	-2,527	-2,554	Phải thu dài hạn	809	894	899	899
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,324	-1,019	-1,083	-1,095	Tài sản cố định	69,281	70,833	85,134	105,951
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	37,008	3,453	5,545	5,283	Tài sản dở dang dài hạn	9,699	13,363	14,405	14,405
Thu nhập khác	797	872	0	0	Đầu tư dài hạn	7	1	1	1
Chi phí khác	-748	-743	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	48	129	27	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	87,456	74,223	83,069	107,022
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	49,848	52,551
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	37,057	9,923	6,153	10,545	Phải trả người bán	23,729	11,107	13,139	12,170
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,536	-1,479	-923	-1,582	Vay ngắn hạn	43,748	46,749	32,283	36,293
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	34,521	8,444	5,230	8,963	Phải trả ngắn hạn khác	5,983	4,530	4,426	4,088
Lợi ích cổ đông thiểu số	43	-39	-26	0	Nợ dài hạn	13,996	11,837	33,221	54,471
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	34,478	8,484	5,204	8,963	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Vay dài hạn	13,465	11,152	32,402	53,652
<b>Chỉ số hoạt động</b>					Phải trả dài hạn khác	532	686	819	819
(%)	2021	2022	2023F	2024F	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	90,781	96,113	101,317	110,280
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.5%	11.9%	9.8%	13.3%	Vốn góp	44,729	58,148	58,148	58,148
Tỷ suất EBITDA	31.3%	12.2%	14.7%	14.7%	Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
Tỷ suất EBIT	27.2%	7.4%	8.5%	8.5%	Quỹ khác	1,076	920	920	920
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	24.8%	7.0%	5.5%	8.7%	Lãi chưa phân phối	41,763	33,834	39,037	48,001
Tỷ suất lãi hoạt động KD	24.7%	2.4%	5.0%	4.3%	Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	23.1%	6.0%	4.7%	7.4%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b> (Tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F	<b>Chỉ số chính</b> (x, %, VND)	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	37,057	9,923	6,153	10,545	<b>Chỉ số định giá</b>				
Khấu hao TSCĐ	6,077	6,814	6,949	7,516	P/E	4.6	12.3	31.5	18.3
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,661	-1,822	0	0	P/E pha loãng	4.6	12.3	31.5	18.3
Chi phí lãi vay	44,209	19,199	17,087	23,087	P/B	1.8	1.1	1.6	1.5
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	44,209	19,199	17,087	23,087	P/S	79.0	51.8	80.9	80.9
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,039	4,723	-4,843	1,495	P/Tangible Book	2.3	1.5	1.9	1.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-16,949	8,022	3,805	-4,537	P/Cash Flow	6.0	8.6	14.7	13.5
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	9,250	-14,681	2,032	-969	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	4.3	7.8	13.1	10.4
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-814	-19	-4	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	4.9	11.9	22.2	15.5
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-5,936	-5,053	-6,961	-6,945	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	26,721	12,192	11,119	12,131	ROE%	4%	9%	13%	11%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-11,621	-17,966	-21,250	-28,333	ROA%	3%	7%	10%	9%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	49	14	0	0	ROIC%	4%	8%	12%	10%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-41,061	-55,506	0	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	31,076	47,413	-1,153	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.1	0.2
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-372	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.7	0.9	1.0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	834	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.3	1.6	1.7
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,054	1,706	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	15%	12%	32%	49%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-19,669	-24,712	-22,403	-28,333	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	8%	7%	18%	25%
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	11	4	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	48%	49%	32%	33%
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	25%	27%	18%	17%
Tiền thu được các khoản đi vay	125,075	135,257	142,041	167,301	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	33%	16%	17%	15%
Tiền trả các khoản đi vay	-121,653	-134,631	-135,257	-142,041	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	17%	9%	10%	7%
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	33%	17%	18%	15%
Cổ tức đã trả	-1,693	-2,247	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	17%	10%	10%	8%
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	1,740	-1,617	6,784	25,260	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	33.6	35.7	25.0	22.2
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8,792	-14,137	-4,499	9,058	Hệ số quay vòng HTK	3.2	3.3	3.1	3.2
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	3,825	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.2	5.8	8.3	8.3
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,471	8,325	3,825	12,883					

Nguồn: KBSV ước tính

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

**Khoảng phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

**Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

**Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyenn1@kbsec.com.vn

**Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

**Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

**Công nghệ thông tin & Tiện ích**

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuann1@kbsec.com.vn

**Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhdt@kbsec.com.vn

**Vĩ mô & Ngân hàng**

**Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích**  
thanhdh@kbsec.com.vn

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Chiến lược đầu tư**

**Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích**  
congth@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienss@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.