

# CTCP Tập đoàn Hoà Phát (HPG)

## Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ hồi phục vào cuối năm

15/06/2023

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

**Doanh thu, LNST cổ đông công ty mẹ 1Q2023 đạt lần lượt 26,589 tỷ VND (+3% QoQ) và 393 tỷ VND**

**Lợi nhuận dự báo sẽ tiếp tục được gia tăng trong 2Q2023 nhờ diễn biến giá nguyên vật liệu đầu vào thuận lợi**

**HPG đang hoạt động 3 lò cao tại Hải Dương và 3 lò cao tại Dung Quất, có thể mở lại thêm 1 lò cao cuối trong 3Q2023**

**Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu**

HPG quay trở lại ghi nhận lợi nhuận dương nhờ (1) hoàn nhập 928 tỉ dự phòng hàng tồn kho, giúp biên lãi gộp tăng từ 3% lên 6%, và (2) chi phí SG&A giảm 28% QoQ do cắt giảm hoạt động 3-4 lò cao tại Hải Dương và Dung Quất trong 1Q2023. Thêm vào đó, giá thép tăng nhẹ trong 1Q2023 nhờ kỳ vọng kinh tế hồi phục tại Trung Quốc

Trong khi giá chi phí đầu vào giảm mạnh (quặng sắt, than cốc, thép phế giảm lần lượt 10% QoQ, 44% QoQ, 18% QoQ), thép xây dựng và HRC tại Việt Nam có sự suy giảm nhẹ hơn (lần lượt -6% và -15% QoQ), tạo điều kiện cho HPG tiếp tục cải thiện biên lãi gộp trong quý

Số liệu T5/2023 cho thấy sản lượng sản xuất trong tháng đạt 75% công suất thiết kế và 95% công suất tổng của doanh nghiệp, chủ yếu là nhờ đơn hàng xuất khẩu HRC tăng mạnh trong T4 và T5/2023. Đồng thời, tỉ trọng hàng tồn kho thành phẩm của HPG cũng có xu hướng gia tăng từ đầu năm tới nay. Có thể thấy, HPG đang tích cực chuẩn bị cho sự hồi phục của thị trường tiêu thụ thép trong thời gian tới.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 19% so với giá đóng cửa ngày 15/06/2023.

## MUA

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 27,400</b>
Tăng/giảm	19%
Giá hiện tại (15/06/2023)	VND 23,150
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 21,500
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	134.3/5.7

### Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	10.62/0.45
Sở hữu nước ngoài (%)	24.5%
Cổ đông lớn	41.47%

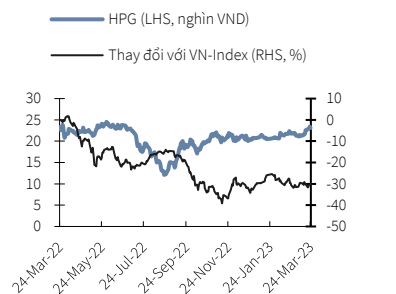
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5	8	20	-1
Tương đối	0	3	14	8

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	141,409	114,617	146,411	175,311
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	7,783	12,385	14,595
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	8,484	6,650	10,528	12,405
EPS (VND)	1,459	1,144	1,810	2,133
Tăng trưởng EPS (%)	-81%	-22%	58%	18%
P/E (x)	12.3	20.2	12.8	10.8
P/B (x)	1.1	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	9%	7%	10%	10%
Tỉ suất cổ tức (%)	2.5%	0%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cập nhật KQKD

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

(tấn)	1Q2022	1Q2023	+/-%YoY	4Q2022	1Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
Thép xây dựng	1,342,754	868,000	-35%	820,000	868,000	6%	
Thép cuộn cán nóng	764,118	482,000	-37%	591,000	482,000	-18%	
Ổng thép	207,000	160,000	-23%	184,000	160,000	-13%	
Tôn mạ	105,627	70,000	-34%	79,000	70,000	-11%	
Phôi thép	77,128	28,000	-64%	82,000	28,000	-66%	
<b>Tổng</b>	<b>2,496,627</b>	<b>1,608,000</b>	<b>-36%</b>	<b>1,756,000</b>	<b>1,608,000</b>	<b>-8%</b>	<b>Nhu cầu tiêu thụ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong bối cảnh thị trường Bất động sản suy yếu</b>

**Bảng 2: Giá bán thành phẩm và giá nguyên liệu đầu vào trung bình giai đoạn 1Q2023 và trước đó**

(USD/tấn)	1Q2022	1Q2023	+/-%YoY	4Q2022	1Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
Thép xây dựng	762	662	-13%	591	662	12%	Giá bán thành phẩm tăng trong 1Q2023 do có sự điều chỉnh ở giá nguyên liệu đầu vào
Thép cuộn cán nóng	825	659	-20%	557	659	18%	
Quặng sắt	129	117	-10%	95	117	23%	Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng nhờ kỳ vọng Trung Quốc mở cửa trong 1Q2023, qua đó kích thích nhu cầu tiêu thụ thép và vật liệu xây dựng
Than cốc	285	333	17%	300	333	11%	
Thép phế	626	511	-18%	388	511	32%	

**Bảng 3: Cập nhật KQKD**

(tỷ VND)	1Q2022	1Q2023	+/-%YoY	4Q2022	1Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>44,058</b>	<b>26,589</b>	<b>-40%</b>	<b>25,826</b>	<b>26,589</b>	<b>3%</b>	Doanh thu tăng 3% QoQ nhờ giá bán thành phẩm tăng 12% QoQ, trong khi đó sản lượng tiêu thụ giảm 8% QoQ
Giá vốn hàng bán	-33,950	-24,912	-27%	-26,711	-24,912	-7%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>10,108</b>	<b>1,676</b>	<b>-83%</b>	<b>-885</b>	<b>1,676</b>		<b>Hoàn nhập 928 tỷ VND dự phòng hàng tồn kho giúp biên lãi gộp tăng từ -3% lên 6% trong 1Q2023</b>
<i>Biên lãi gộp</i>	23%	6%	-17%	-3%	6%	9%	
Thu nhập tài chính	769	903	17%	1,541	903	-41%	
Chi phí tài chính	-1,111	-1,331	20%	-1,688	-1,331	-21%	
Chi phí lãi vay	-597	-990	66%	-933	-990	6%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0	0		
Chi phí SG&A	-841	-757	-10%	-1,059	-757	-28%	SG&A giảm 28% QoQ nhờ tạm dừng hoạt động 4lò cao tại Hải Dương và Dung Quất từ T11/2022
<i>Biên SG&amp;A</i>	2%	3%		4%	3%	-1%	
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>	<b>8,924</b>	<b>492</b>	<b>-94%</b>	<b>-2,091</b>	<b>492</b>		
Thu nhập khác, ròng	-2	40		13	40	211%	
<b>LNTT</b>	<b>8,922</b>	<b>532</b>	<b>-94%</b>	<b>-2,079</b>	<b>532</b>		
<i>Biên LNTT</i>	20%	2%	-18%	-8%	2%	10%	
Chi phí thuế	-716	-149	-79%	80	-149	-287%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,206</b>	<b>383</b>	<b>-95%</b>	<b>-1,999</b>	<b>383</b>		
<i>Biên LNST</i>	19%	1%	-18%	-8%	1%	9%	
<b>Lợi nhuận CĐ công ty mẹ</b>	<b>8,217</b>	<b>397</b>	<b>-95%</b>	<b>-1,992</b>	<b>397</b>		
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	19%	1%	-18%	-8%	1%	9%	

**Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận 2Q2023 được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm mạnh trong khi giá bán thành phẩm giảm nhẹ hơn**

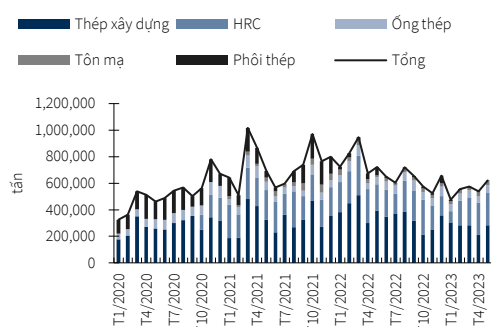
Trong T4/2023 và T5/2023, sản lượng tiêu thụ của HPG đạt lần lượt 538,800 tấn và 621,000 tấn, chủ yếu tới từ việc các đơn hàng xuất khẩu HRC tăng vọt trong T4/2023 và T5/2023 do sự cố thiếu hụt tại Châu Âu từ cuối 1Q2023.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận 2Q2023 của HPG sẽ được cải thiện nhờ các yếu tố sau đây:

- (1) Sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ so với 1Q2023 tới từ nhu cầu gia tăng của HRC như đã trình bày ở trên
- (2) Giá nguyên liệu đầu vào trên thế giới trong 2Q2023 có xu hướng giảm (chi tiết xem tại biểu đồ 2), tuy nhiên giá thép xây dựng và giá HRC tại Việt Nam có sức giảm nhẹ hơn, từ đó cải thiện biên lợi nhuận trong quý

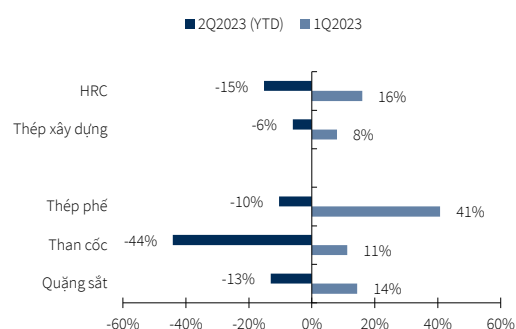
Tuy nhiên, tỉ trọng trả trước người bán tiếp tục tăng trong 1Q2023 (55% so với 45% trong 1Q2022). Chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ còn kéo dài trong 2023 và HPG cần cân đối mục tiêu doanh thu, lợi nhuận với dòng tiền trong bối cảnh thị trường tiêu thụ còn gặp khó khăn.

**Biểu đồ 1. Sản lượng tiêu thụ đi ngang so với 1Q2023**



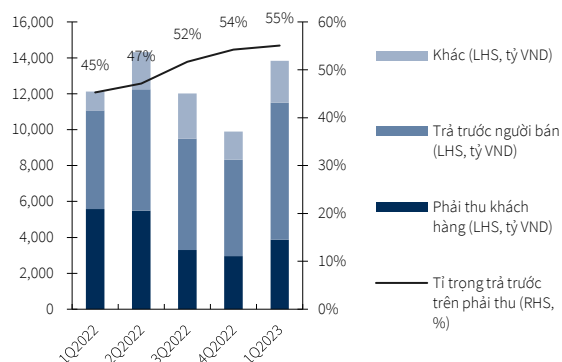
Nguồn: HPG, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 2. So sánh tăng/giảm giá bán và giá đầu vào 2Q2023**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 3. Tỉ trọng các khoản trả trước người bán tiếp tục tăng trong 1Q2023**



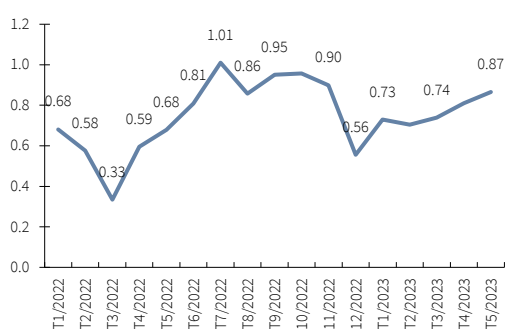
Nguồn: HPG, KBSV ước tính

**HPG gia tăng tỉ trọng hàng tồn kho thành phẩm và sẽ dần mở lại 1 lò cao cuối tại Dung Quất trong 3Q2023 khi thị trường đang trong quá trình hồi phục**

Tới T5/2023, HPG hiện đang hoạt động 3 lò BOF tại Hải Dương và 3 lò BOF tại Dung Quất, bên cạnh đó là 1 lò EAF tại Hưng Yên, với tổng công suất thiết kế là 85%. Sản lượng sản xuất trong T5/2023 của HPG đạt 669,998 tấn, tương đương với 95% công suất sản xuất của Hòa Phát. Đây cũng là mức công suất lớn nhất được ghi nhận từ T10/2022 tới nay.

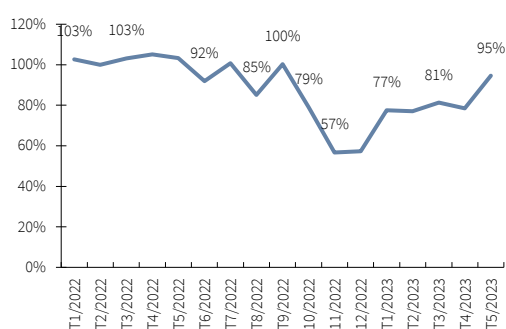
Bên cạnh đó, HPG cũng có sự chuẩn bị cho sự hồi phục của thị trường khi liên tục gia tăng hàng tồn kho thành phẩm từ đầu năm tới nay (sau giai đoạn xử lý hàng tồn kho giá cao vào 4Q2022).

**Biểu đồ 4. Tỉ lệ Tồn kho/Tiêu thụ TB 3 tháng xu hướng tăng**



Nguồn: FiinPro, KBSV ước tính

**Biểu đồ 5. Công suất T5/2023 cao nhất từ T10/2022 tới nay**

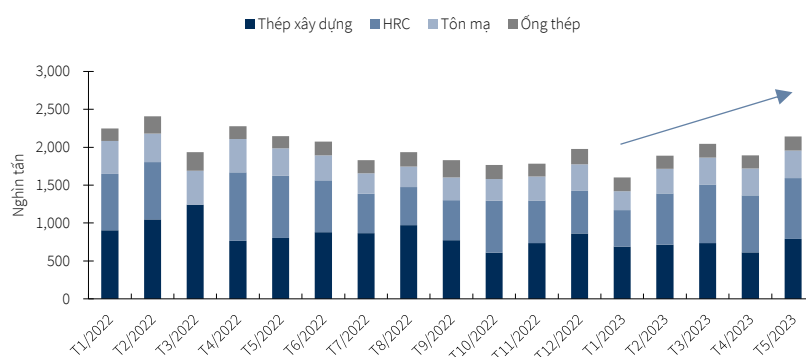


Nguồn: FiinPro, KBSV ước tính

**Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ toàn ngành hồi phục với tốc độ ổn định trong 2H2023 trước khi tăng trưởng mạnh hơn trong 2024**

Sức tiêu thụ toàn ngành thép trong 5 tháng đầu năm 2023 tiếp tục duy trì ở mức yếu (sau khi loại trừ đi các đơn hàng xuất khẩu HRC đột biến trong T4 và T5/2023), tuy vậy chúng tôi cũng nhận thấy xu hướng tăng ở nhu cầu tiêu thụ từ đầu năm tới nay. Trong kịch bản Cơ sở, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ hồi phục mạnh vào cuối 3Q2023 và đầu 4Q2023, trước khi có sự tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong 2024 (chi tiết xem tại phần đánh giá Rủi ro).

**Biểu đồ 6. Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa tuy còn ở mức thấp nhưng có xu hướng tăng từ đầu năm tới nay**



Nguồn: VSA, FiinPro, KBSV tổng hợp

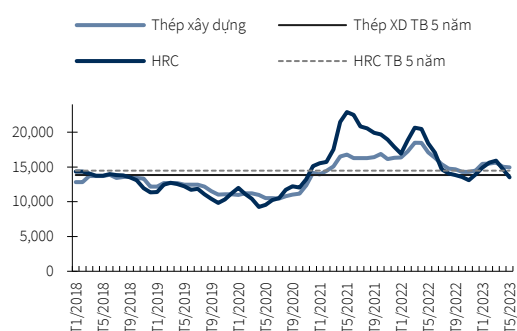
## Kỳ vọng giá thép ổn định trong 2H2023 và quay lại tăng trưởng từ 2024

Kịch bản Cơ sở với kỳ vọng giá thép ổn định xuất phát từ 2 lý do chính:

- (1) Nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường quốc tế vẫn ở mức yếu, khiến cho giá nguyên vật liệu (quặng sắt, than cốc, thép phế) giảm mạnh về vùng đáy 5 năm.
- (2) Giá thép xây dựng và thép HRC tại Việt Nam (đi cùng với diễn biến chi phí đầu vào) cũng đã giảm về vùng trung bình 5 năm trong bối cảnh sức tiêu thụ nội địa còn yếu.

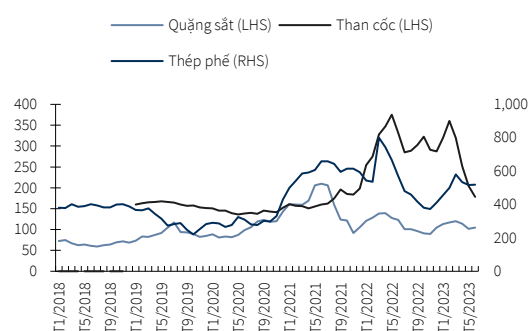
Chúng tôi cho rằng diễn biến về chi phí đầu vào và giá bán sẽ có xu hướng đi ngang và ổn định trong 2H2023 trước khi tăng trở lại trong 2024 khi nhu cầu được cải thiện tại các thị trường quốc tế. Trong kịch bản Tích cực, chúng tôi cho rằng giá thép sẽ tăng mạnh hơn trong giai đoạn cuối năm với giả định rằng nền kinh tế Trung Quốc sẽ quay trở lại tăng trưởng trong 4Q2023.

**Biểu đồ 7. Giá thép xây dựng và giá HRC tiệm cận TB 5 năm**



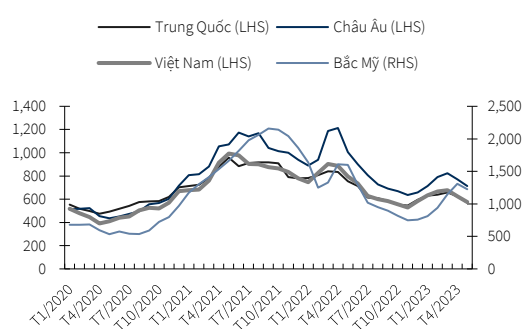
Nguồn: FiinPro, Bloomberg, KBSV ước tính

**Biểu đồ 8. Giá nguyên vật liệu giảm mạnh, tiệm cận đáy 5 năm**



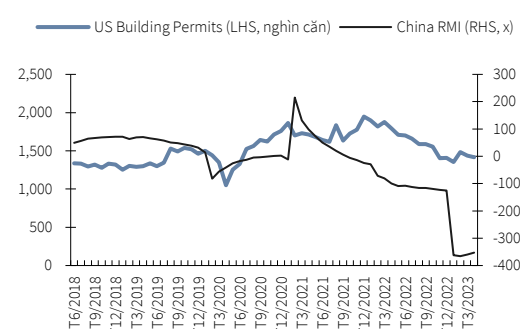
Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

**Biểu đồ 9. Giá thép HRC trên thị trường thế giới suy giảm**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 10. Nhu cầu BĐS dân cư tại Mỹ và Trung Quốc vẫn yếu**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

### Rủi ro ở sự hồi phục của ngành thép không đạt kỳ vọng trong 2023 do nhu cầu tiêu thụ từ nhóm Bất động sản duy trì ở mức thấp trong 2H2023

Chúng tôi nhận thấy ngành thép trong giai đoạn sắp tới vẫn sẽ chịu nhiều khó khăn từ nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa do những khó khăn liên quan tới thị trường Bất động sản. Cụ thể:

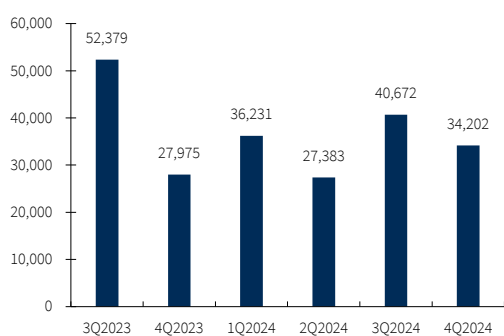
(1) Các chủ đầu tư có xu hướng hạn chế mở bán trong năm 2023 khi nền kinh tế còn nhiều khó khăn, mà thay vào đó là tập trung vào việc bàn giao các dự án đã mở bán cho khách hàng. Do đó, nhu cầu xây dựng cho các dự án mới cũng sẽ duy trì ở mức thấp trong năm

(2) Theo thống kê từ HNX, giá trị TPDN vỡ nợ kỹ thuật từ đầu 2023 tới nay đã đạt xấp xỉ 42,000 tỉ, trong khi đó giá trị đáo hạn trong 2H2023 và 2024 đạt lần lượt 80,354 tỉ và 138,488 tỉ.

(3) Tín dụng cả nền kinh tế từ đầu năm tới nay tăng 3.17%, các Ngân hàng cũng hạn chế giải ngân cho vay với các doanh nghiệp Bất động sản trong bối cảnh rủi ro từ TPDN của nhóm này vẫn còn hiện hữu, cùng với đó là giá trị đáo hạn lớn trong thời gian sắp tới.

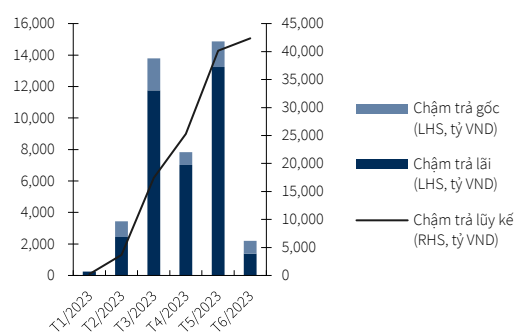
Do đó, trong kịch bản Cơ sở, chúng tôi giả định rằng nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa sẽ bắt đầu hồi phục mạnh mẽ hơn từ 4Q2023 khi lãi suất cho vay suy giảm so với hiện tại. Cùng với đó, giá thép cũng sẽ duy trì ổn định trong 2H2023 trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ trên thế giới vẫn ở mức thấp. Trong kịch bản Tích cực, giá thép có thể tăng trong 4Q2023 với giả định Trung Quốc bắt đầu hồi phục mạnh mẽ trong giai đoạn cuối năm.

**Biểu đồ 11. Giá trị đáo hạn TPDN nhóm BĐS**



Nguồn: HNX, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 12. Giá trị TPDN BĐS chậm trả gốc, lãi lũy kế 2023**



Nguồn: HNX, KBSV tổng hợp

## Dự phóng KQKD

**Bảng 4: Dự phóng sản lượng tiêu thụ 2023 - 2024**

(tấn)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	4,279,754	3,585,167	-16%	5,225,000	46%	
Thép cuộn cán nóng	2,624,118	2,649,500	1%	2,850,000	8%	
Ống thép	750,000	640,000	-15%	700,000	9%	
Tôn mạ	328,000	355,000	8%	360,000	1%	
Phôi thép	298,128	114,000	-62%	240,000	111%	
<b>Tổng</b>	<b>8,280,000</b>	<b>7,343,667</b>	<b>-11%</b>	<b>9,375,000</b>	<b>28%</b>	

**Bảng 5: Dự phóng giá nguyên liệu đầu vào và giá bán trung bình 2023 - 2024**

(USD/tấn)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	683	628	-8%	644	2%	
Thép cuộn cán nóng	698	552	-21%	545	-1%	
Quặng sắt	113	105	-7%	100	-5%	
Than cốc	307	243	-21%	230	-5%	
Thép phế	532	495	-7%	510	-3%	

**Bảng 6: Dự phóng KQKD 2023 - 2024**

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	141,409	111,290	-21%	146,411	32%	Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ hồi phục mạnh trong 2024 giúp doanh thu tăng trưởng 28%
Giá vốn hàng bán	124,646	100,045	-20%	127,883	28%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>16,763</b>	<b>11,246</b>	<b>-33%</b>	<b>18,529</b>	<b>65%</b>	
<i>Biến lý gộp</i>	11.9%	10.1%	-1.7%	12.7%	2.6%	HPG có thể duy trì biên lãi gộp ở mức tốt trong 2H2023 nhờ diễn biến giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi
Thu nhập tài chính	3,744	2,852	-24%	3,291	15%	
Chi phí tài chính	7,027	3,879	-45%	5,097	31%	
Chi phí lãi vay	3,084	3,879	26%	5,097	31%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	1	0		0		
Chi phí SG&A	3,685	3,172	-14%	4,392	38%	
<i>Biến SG&amp;A</i>	2.6%	2.9%	0.2%	3%	0.2%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	9,794	7,046	-28%	12,330	75%	
Thu nhập khác, ròng	129	40	-69%	0	-100%	
LNTT	9,923	7,086	-29%	12,330	74%	
<i>Biến LNTT</i>	7.0%	6.4%	-0.6%	8.4%	2.1%	
Chi phí thuế	1,479	1,063	-29%	1,850	74%	
Lợi nhuận sau thuế	8,444	6,023	-28%	10,481	74%	
<i>Biên LNST</i>	6.0%	5.4%	-0.6%	7.2%	1.7%	
<b>Lợi nhuận CD công ty mẹ</b>	<b>8,484</b>	<b>6,023</b>	<b>-28%</b>	<b>10,481</b>	<b>74%</b>	Lợi nhuận phục hồi mạnh trong 2024 khi thị trường tiêu thụ nội địa khởi sắc hơn, nhóm Bất động sản
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	6.0%	5.4%	-0.6%	7%	1.7%	

## Định giá

**Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu 27,400 VND/cổ phiếu,**

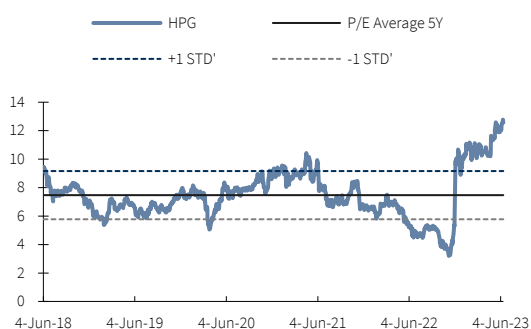
Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E và DCF nhằm xác định giá trị hợp lý của HPG trong khung thời gian 1 năm, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG là 27,400 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 19% so với giá đóng cửa ngày 15/06/2023.

**Bảng 7. Bảng tổng hợp định giá**

Phương pháp	Giá trị
<b>DCF</b>	
Giá trị doanh nghiệp (tỷ VND)	280,969
Tiền và tương đương tiền (tỷ VND)	32,508
Tiền mặt tối thiểu (tỷ VND)	6,677
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	83,566
Số lượng cổ phiếu (triệu)	235,404
Giá trị cổ phiếu (tỷ VND)	5,815
Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	40,484
<b>P/E</b>	
EPS (2024)	1,802
P/E mục tiêu (x)	8
Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	14,419
<b>Tỉ trọng áp dụng</b>	
DCF	50%
P/E	50%
<b>Giá cổ phiếu hợp lý (VND/cổ phiếu)</b>	<b>27,400</b>

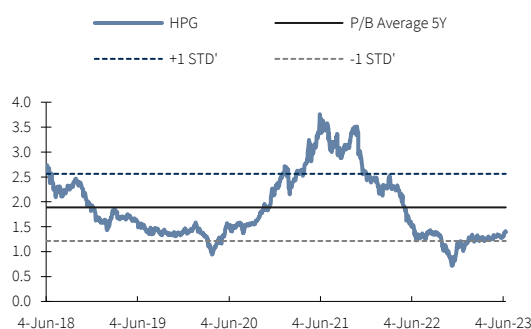
Nguồn: KBSV ước tính

**Biểu đồ 13. Diễn biến lịch sử P/E của HPG**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 14. Diễn biến lịch sử P/B của HPG**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp



## PHỤ LỤC

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD</b> (Tỷ VND)					<b>Bảng cân đối kế toán</b> (Tỷ VND)				
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>(Báo cáo chuẩn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Doanh số thuần	149,680	141,409	111,290	146,411	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	178,236	170,336	177,646	230,017
Giá vốn hàng bán	-108,571	-124,646	-100,045	-127,883	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	94,155	80,515	72,461	104,015
Lãi gộp	41,108	16,763	11,246	18,529	Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	5,087	17,502
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	2,852	3,291	Các khoản phải thu	7,663	9,893	7,914	9,656
Trong đó: Chi phí lãi vay	-3,732	-7,027	-3,879	-5,097	Hàng tồn kho, ròng	42,134	34,491	30,054	47,451
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	4	-1	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	84,082	89,821	105,185	126,002
Chi phí bán hàng	-2,120	-2,666	-2,220	-3,075	Phải thu dài hạn	809	894	899	899
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,324	-1,019	-952	-1,318	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	40	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	87,456	74,223	75,510	117,400
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	42,341	62,982
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	37,057	9,923	7,086	12,330	Phải trả người bán	23,729	11,107	8,902	15,396
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,536	-1,479	-1,063	-1,850	Vay ngắn hạn	43,748	46,749	29,066	41,711
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	34,521	8,444	6,023	10,481	Phải trả ngắn hạn khác	5,983	4,530	4,374	5,875
Lợi ích cổ đông thiểu số	43	-39	0	0	Nợ dài hạn	13,996	11,837	33,169	54,419
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	34,478	8,484	6,023	10,481	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Phải trả dài hạn khác	13,465	11,152	32,402	53,652
					Vay dài hạn	532	686	767	767
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>90,781</b>	<b>96,113</b>	<b>102,136</b>	<b>112,617</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.5%	11.9%	10.1%	12.7%	Vốn góp	44,729	58,148	58,148	58,148
Tỷ suất EBITDA	31.3%	12.2%	14.7%	12.2%	Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
Tỷ suất EBIT	27.2%	7.4%	8.5%	7.1%	Quỹ khác	1,076	920	920	920
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	24.8%	7.0%	6.4%	8.4%	Lãi chưa phân phối	41,763	33,834	39,857	50,338
Tỷ suất lãi hoạt động KD	24.7%	2.4%	5.0%	3.6%	Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	23.1%	6.0%	5.4%	7.2%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b> (Tỷ VND)	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>Chỉ số chính</b> (x, %, VND)	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Lãi trước thuế	37,057	9,923	7,086	12,330	<b>Chỉ số định giá</b>				
Khấu hao TSCĐ	6,077	6,814	6,949	7,516	P/E	4.6	12.3	22.3	12.8
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,661	-1,822	0	0	P/E pha loãng	4.6	12.3	22.3	12.8
Chi phí lãi vay	44,209	19,199	17,915	24,943	P/B	1.8	1.1	1.3	1.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	44,209	19,199	17,915	24,943	P/S	79.0	51.8	66.4	66.4
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,039	4,723	1,979	-1,742	P/Tangible Book	2.3	1.5	1.6	1.3
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-16,949	8,022	4,437	-17,397	P/Cash Flow	18.2	-7.4	-41.5	10.8
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	9,250	-14,681	-2,205	6,494	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	4.3	7.8	10.6	8.5
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-814	-19	-4	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	4.9	11.9	17.4	12.2
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-5,936	-5,053	-6,528	-5,445					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	26,721	12,192	15,598	6,853	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-11,621	-17,966	-21,250	-28,333	ROE%	4%	9%	13%	11%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	49	14	0	0	ROA%	3%	7%	10%	9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-41,061	-55,506	0	0	ROIC%	4%	8%	12%	10%
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	31,076	47,413	-1,153	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-372	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.1	0.3
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	834	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.7	1.0	0.9
Cố tức và tiền lãi nhận được	1,054	1,706	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.3	1.7	1.7
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-19,669	-24,712	-22,403	-28,333	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	11	4	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.3	0.4
Tiền thu được các khoản đi vay	125,075	135,257	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền trả các khoản đi vay	-121,653	-134,631	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Cố tức đã trả	-1,693	-2,247	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.1	0.1	0.1
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	1,740	-1,617	3,567	33,895	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8,792	-14,137	-3,237	12,415	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	33.6	35.7	28.6	28.6
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	5,087	Hệ số quay vòng HTK	3.2	3.3	3.1	3.3
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,471	8,325	5,087	17,502	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.2	5.7	10.0	10.5

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.