

CTCP Tập đoàn Hoà Phát (HPG)

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục cải thiện

18/12/2023

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

Doanh thu và LNST đạt lần lượt 28,484 tỉ VND (-16% YoY) và 2,000 tỉ VND (cùng kỳ đạt -1,744 tỉ VND)

So với 2Q2023, doanh thu giảm 3% QoQ và LNST tăng 37% QoQ nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 8% (tiêu thụ thép xây dựng tăng 17% nhờ kênh xuất khẩu) và (2) giá nguyên liệu đầu vào giảm giúp biên lãi gộp tăng 178 bps QoQ

Sản lượng tiêu thụ 4Q2023 tiếp tục xu hướng tăng nhờ kênh xuất khẩu và tiêu thụ thép xây dựng hồi phục

Ước tính công suất sản xuất HRC ở mức 100% trong 4Q2023 (tương đương 750,000 tấn/quý), cùng với đó là tiêu thụ thép xây dựng tiếp tục được cải thiện nhờ xu hướng tích trữ hàng tồn kho của các đại lý trước khi HPG điều chỉnh giá bán

Giá nguyên vật liệu tăng trở lại trong 4Q2023 tác động tới biên lãi gộp

Chúng tôi ước tính biên lãi gộp HPG suy giảm trong 4Q2023 do giá quặng sắt và than cốc ước tính tăng trung bình 9% QoQ và 30% QoQ

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ duy trì và đà tăng giá bán dần phản ánh trong 1Q2024

Chúng tôi cho rằng giá nhập khẩu cạnh tranh tiếp tục tạo lợi thế xuất khẩu tới các thị trường Mỹ, EU, đồng thời sản lượng sẽ được duy trì nhờ động lực gia tăng hàng tồn kho của các nhà phân phối trước mùa xây dựng

Kỳ vọng thị trường Bất động sản Dân cư dần hồi phục từ 2Q2024

Thị trường Bất động sản Dân cư tại Việt Nam có những dấu hiệu hồi phục trong 4Q2023 khi giá trên thị trường thứ cấp đã tạo đáy và số lượng giao dịch đất nền gia tăng. Kỳ vọng ngành Bất động sản dần hồi phục từ 2Q2024

Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với HPG, với lợi nhuận kỳ vọng ở mức 21% so với giá đóng cửa ngày 18/12/2023

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 32,200
Tăng/giảm	21%
Giá hiện tại (18/12/2023)	VND 26,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 29,050
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	15.6/6.4

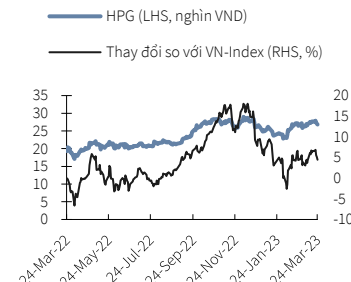
Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	618.9/25.4
Sở hữu nước ngoài (%)	25.39%
Cổ đông lớn (Trần Đình Long)	26.08%

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	118,166	133,023
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	37,008	9,794	6,366	11,919
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	34,478	8,484	5,436	10,131
EPS (VND)	7,708	1,459	935	1,742
Tăng trưởng EPS (%)	90%	-81%	-36%	86%
P/E (x)	4.6	12.3	28.5	15.3
P/B (x)	1.8	1.1	1.6	1.5
ROE (%)	46%	9%	6%	10%
Tỉ suất cổ tức (%)	3.8%	3.9%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cập nhật KQKD

Bảng 1: Sản lượng tiêu thụ thép 3Q2023 so với các giai đoạn trước đó

(tấn)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	1,076,000	920,987	-14%	3,459,754	2,573,023	-26%	Sản lượng tiêu thụ nội địa suy giảm do cầu yếu
Thép cuộn cán nóng	611,000	766,522	25%	2,033,118	1,981,990	-3%	Đơn hàng HRC đạt 102% công suất sản xuất
Ống thép	200,000	162,648	-19%	566,000	486,952	-14%	
Tôn mạ	69,173	65,109	-6%	249,000	240,863	-3%	
Phôi thép	22,000	24,000	9%	216,128	62,000	-71%	Giảm mạnh do nhu cầu thép xây dựng yếu
Tổng	1,978,173	1,939,266	-2%	6,524,000	5,344,828	-18%	

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

(USD/tấn)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	2Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
Thép xây dựng	638	566	-11%	623	-9%	Nhu cầu yếu khiến giá giảm
Thép cuộn cán nóng	669	574	-14%	662	-13%	
Quặng sắt	116	112	-3%	115	-3%	
Than cốc	303	232	-23%	287	-19%	Giá chịu tác động của ngành BĐS Trung Quốc
Thép phế	423	389	-8%	396	-2%	

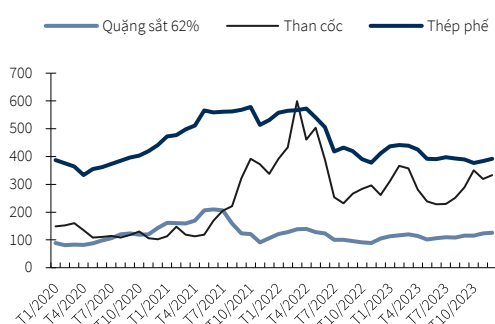
Bảng 3: Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	34,103	28,484	-16%	115,584	84,569	-27%	Doanh thu giảm 16% YoY do tiêu thụ nội địa yếu, trong đó thép xây dựng và thép ống giảm lần lượt 14% YoY và 19% YoY
Giá vốn hàng bán	-33,103	-24,889	-25%	-97,935	-76,103	-22%	
Lãi gộp	1,001	3,595	259%	17,649	8,466	-52%	Lãi gộp tăng 259% YoY nhờ quản lý hàng tồn kho hiệu quả, đồng thời tiếp tục duy trì tăng QoQ khi giá nguyên liệu giảm mạnh
<i>Biên lãi gộp</i>	3%	13%	10%	15%	10%	-5%	
Thu nhập tài chính	886	851	-4%	2,317	2,494	8%	
Chi phí tài chính	-2,309	-1,438	-38%	-5,453	-4,118	-24%	Chi phí tài chính giảm 38% YoY nhờ tồn kho giảm giúp hạn chế biến động tỷ giá, trong 3Q2023 USD/VND tăng 1.9% YoY
Chi phí lãi vay	-837	-856	2%	-2,151	-2,874	34%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		-1	0		
Chi phí SG&A	-929	-879	-5%	-2,626	-2,508	-5%	
<i>Biên SG&A</i>	3%	3%	0%	2%	3%	1%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	-1,352	2,128	-257%	11,885	4,335	-64%	
Thu nhập khác, ròng	52	46	-11%	116	73	-37%	
LNTT	-1,300	2,174	-267%	12,001	4,408	-63%	
<i>Biên LNTT</i>	-4%	8%	11%	10%	5%	-5%	
Chi phí thuế	-486	-174	-64%	-1,558	-577	-63%	
Lợi nhuận sau thuế	-1,786	2,000	-212%	10,443	3,831	-63%	
<i>Biên LNST</i>	-5%	7%	12%	9%	5%	-5%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	-1,774	2,005		10,475	3,862	-63%	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	-5%	7%	12%	9%	5%	-4%	

Ước tính biên lãi gộp 4Q2023 suy giảm do chi phí đầu vào tăng mạnh

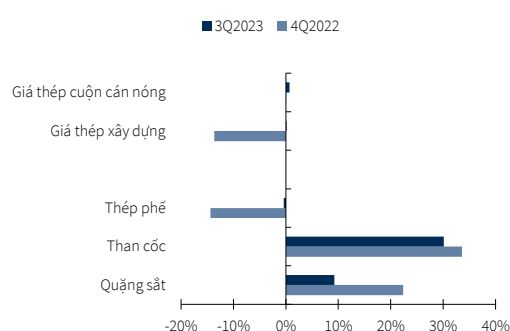
Trong 4Q2023, giá than cốc và quặng sắt tăng trung bình 30% QoQ và 9% QoQ do (1) sự thiếu hụt nguyên vật liệu sản xuất ô tô diễn ra sau khi công đoàn ngành ô tô Mỹ (UAW) kết thúc đình công, (2) chính phủ Trung Quốc công bố các gói kích thích kinh tế cho lĩnh vực Bất động sản (giảm lãi suất mua nhà, giảm thuế mua nhà lần đầu và lần hai, tăng thời gian cho vay mua nhà từ 25 năm lên 30 năm, etc.) đã thúc đẩy nhu cầu sản xuất và tiêu thụ thép trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng biên lãi gộp của HPG sẽ chịu tác động tiêu cực trước đà tăng của giá nguyên vật liệu đầu vào, mặc dù HPG đã có những điều chỉnh về giá bán trong T11-T12/2023.

Biểu đồ 4. Diễn biến giá nguyên vật liệu đầu vào (USD/tấn)



Nguồn: HPG, KBSV ước tính

Biểu đồ 5. Diễn biến giá 4Q2023 so với 3Q2023 và 4Q2022 (%)

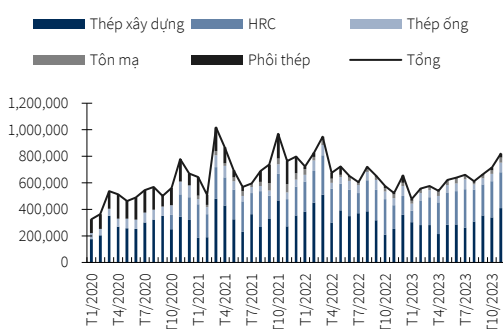


Nguồn: FiinPro, Bloomberg, KBSV tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ trong 4Q2023 tiếp tục tăng QoQ

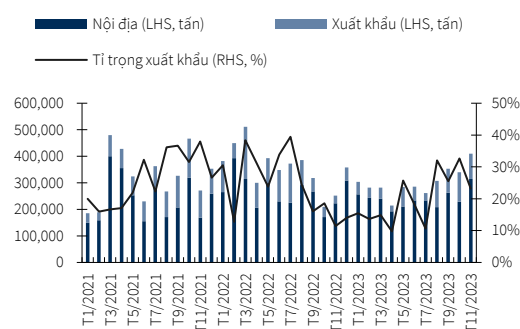
Sản lượng tiêu thụ thép của HPG tiếp tục duy trì xu hướng tăng trưởng trong 4Q2023, trong đó, tiêu thụ T10-T11/2023 tăng lần lượt 8% MoM và 14% MoM, trong đó kênh xuất khẩu đóng góp lần lượt 36% và 28%. Tại thị trường nội địa, tiêu thụ thép xây dựng trong T11/2023 ghi nhận mức tăng 21% MoM nhờ (1) xu hướng tích trữ tồn kho giá rẻ của các đại lý trước khi HPG tăng giá bán thành phẩm và (2) nhu cầu gia tăng từ lĩnh vực đầu tư công. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ 4Q2023 ở mức 2,135,000 tấn (+10% QoQ), trong đó tiêu thụ HRC tiếp tục ghi nhận ở mức cao nhờ đơn hàng đặt trước trong quý đạt 100% công suất sản xuất (xấp xỉ 750,000 tấn/quý).

Biểu đồ 6. Sản lượng tiêu thụ thép của HPG (tấn)



Nguồn: HPG, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 7. Nhu cầu thép xây dựng nội địa 4Q2023 cải thiện



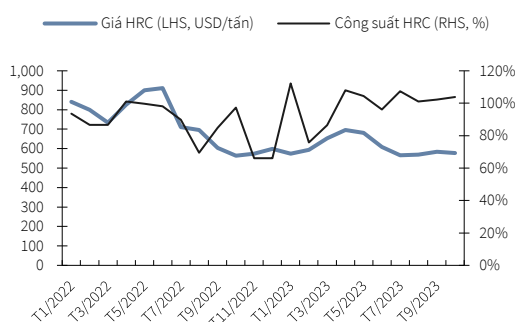
Nguồn: HPG, FiinPro, KBSV tổng hợp

Kỳ vọng lợi nhuận cải thiện trong 1Q2024 nhờ kênh xuất khẩu và nền giá bán cải thiện

Thống kê cho thấy sản lượng tiêu thụ của HPG cũng đã được cải thiện tại thị trường EU (trong đó sản lượng xuất khẩu đi Italy trong 10T2023 ước tính tăng 8x so với cùng kỳ), mở rộng thêm một số thị trường mới như Bỉ, Bồ Đào Nha. Trong 3Q2023, các nhà máy sản xuất tại Châu Âu đã phải tạm dừng sản xuất hoặc cắt giảm sản lượng khi phải cạnh tranh với thép nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc và các nước Châu Á, cùng với đó nhu cầu tiêu thụ duy trì ở mức thấp. Bước sang 4Q2023, nguồn tin từ GMK cho biết, một số nhà máy đã phải chủ động duy trì tỉ lệ hoạt động ở mức thấp nhằm cân bằng cung cầu thị trường và tối ưu lợi nhuận hoạt động. (1) Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ từ kênh xuất khẩu sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong 1Q2024 nhờ lợi thế về giá bán cạnh tranh, đặc biệt là tại thị trường EU, cùng với đó là xu hướng gia tăng tích trữ hàng tồn kho giá rẻ nhập khẩu.

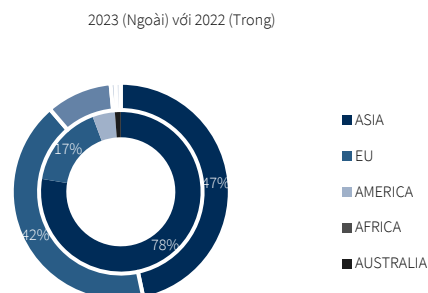
(2) Chúng tôi giả định giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ duy trì ở mức hiện tại trong 1Q2024 (sau khi đã tăng trung bình 15-20% trong 4Q2023) nhờ nhu cầu sản xuất gia tăng sau giai đoạn cắt giảm sản lượng cuối năm 2023, cùng với đó là kỳ vọng hồi phục của ngành Bất động sản tại Trung Quốc. Bên cạnh đó, giá bán tại các thị trường xuất khẩu như Mỹ, EU sẽ giữ ở mức hiện tại sau khi tăng từ đáy 3Q2023. Điều này sẽ giúp cải thiện biên lãi gộp của HPG.

Biểu đồ 8. Công suất sản xuất và giá HRC của HPG



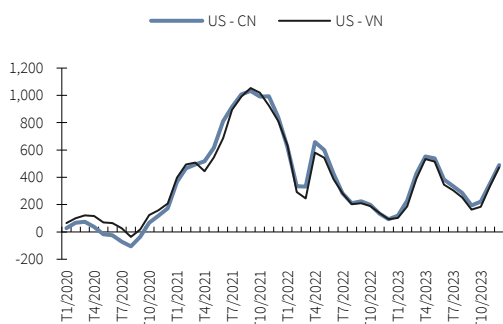
Nguồn: HPG, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 9. Cơ cấu thị trường xuất khẩu HPG 10T2023 (%)



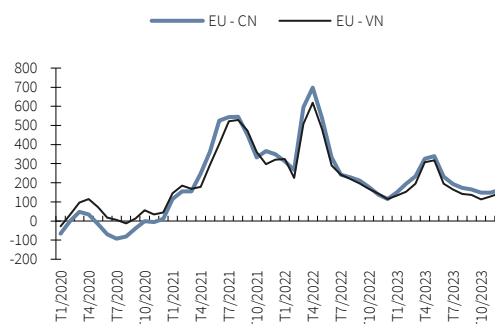
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Chênh lệch giá HRC tại Mỹ (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Biểu đồ 11. Chênh lệch giá HRC tại EU (USD/tấn)

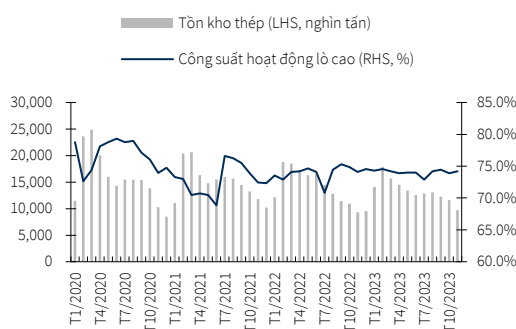


Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Chờ đợi tác động của gói kích thích kinh tế của Chính phủ Trung Quốc lên ngành thép trong 2024

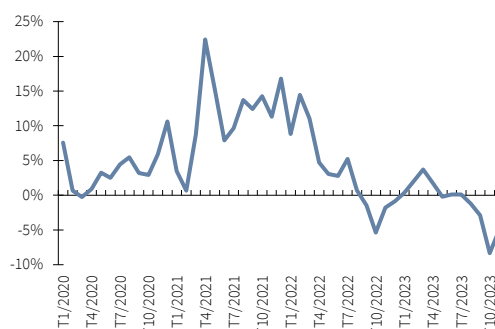
Chính phủ Trung Quốc lên kế hoạch cho gói kích thích kinh tế 112 tỉ USD, định hướng phát triển nhà ở xã hội và cải tạo các khu dân cư tại vùng ven, đi kèm với đó cũng là các chính sách mới nhằm hỗ trợ người mua nhà. Điều này đã tạo kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ thép trong 2024, khiến giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh trong 4Q2023 như đã trình bày ở trên. Tuy nhiên, dữ liệu mới được công bố tiếp tục phản ánh sức tiêu thụ yếu và tâm lý thận trọng trong ngành Bất động sản khi giá nhà mới giảm 0.3% MoM (giảm liên tiếp 5 tháng) và doanh số bán hàng tại khu vực cấp 1 giảm 4% MoM. Điều này khiến triển vọng tăng trưởng của ngành thép tại Trung Quốc gặp khó khăn khi thị trường Bất động sản chưa có xu hướng hồi phục rõ ràng. Chúng tôi kỳ vọng gói kích thích kinh tế sẽ sớm được công bố, đồng thời cho rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc sẽ cần thời gian để hấp thụ các chính sách mới, khôi phục niềm tin của nhà đầu tư và người tiêu dùng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi duy trì sự thận trọng khi dự phòng giá thép sẽ có xu hướng suy giảm trong 2024 trước khi quay trở lại tăng trong 2025.

Biểu đồ 12. Tồn kho và công suất lò cao tại Trung Quốc



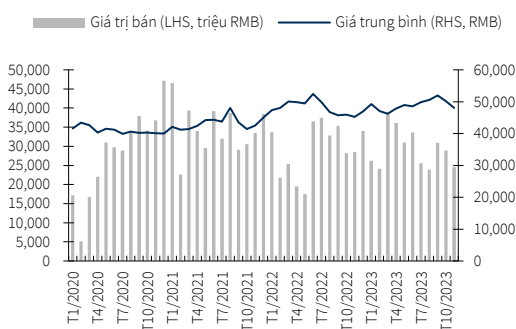
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 13. Biên lãi gộp thép xây dựng nội địa Trung Quốc (%)



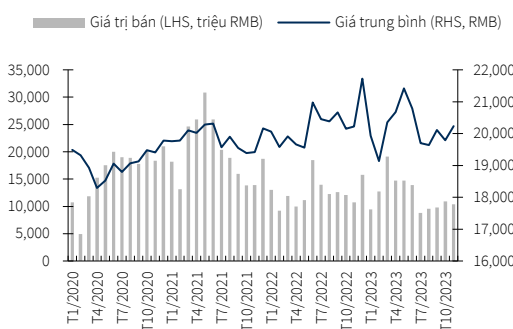
Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Biểu đồ 14. Doanh số, giá trung bình khu vực 1 Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 15. Doanh số, giá trung bình khu vực 2 Trung Quốc



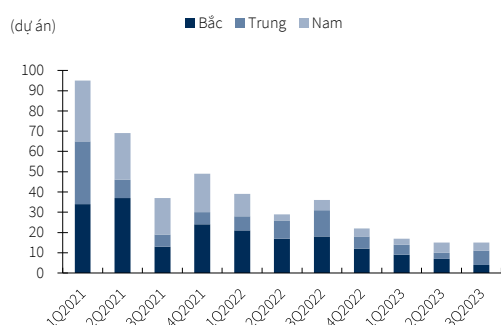
Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Kỳ vọng thị trường Bất động sản dân cư dần hồi phục từ 2Q2024 giúp kích thích nhu cầu tiêu thụ thép

3Q2023 ghi nhận 15 dự án Bất động sản được cấp phép xây dựng, đi ngang so với 2Q2023. Tuy nhiên, thị trường đã bắt đầu ghi nhận những tín hiệu tích cực khi (1) giá đất nền, căn hộ trên thị trường thứ cấp đã có dấu hiệu tạo đáy và đi ngang, (2) số lượng giao dịch đất nền có xu hướng gia tăng từ nửa cuối 2023. Với các chính sách hỗ trợ thị trường (hạ/giữ mặt bằng lãi suất cho vay ở mức thấp, đẩy mạnh tháo gỡ các vấn đề pháp lý cho các dự án dân cư và đầu tư công, etc.) chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản Dân cư sẽ dần hồi phục từ 2Q2024, từ đó tạo động lực tiêu thụ cho ngành thép trong năm sau.

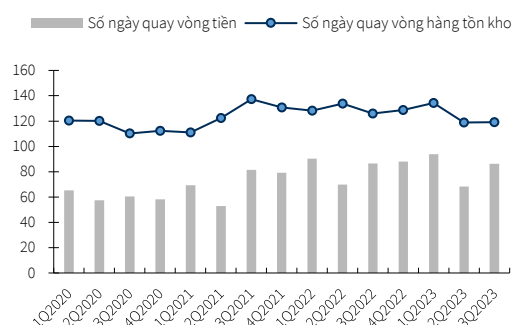
Đại diện HPG cho biết, HPG định hướng duy trì vòng quay hàng tồn kho ở mức ổn định nhằm hạn chế những biến động trên thị trường nguyên vật liệu, đảm bảo biên lợi nhuận hoạt động. Điều này phù hợp với kịch bản cơ sở của chúng tôi.

Biểu đồ 16. Số dự án BĐS được cấp phép xây dựng



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 17. Số ngày quay vòng tiền và hàng tồn kho của HPG

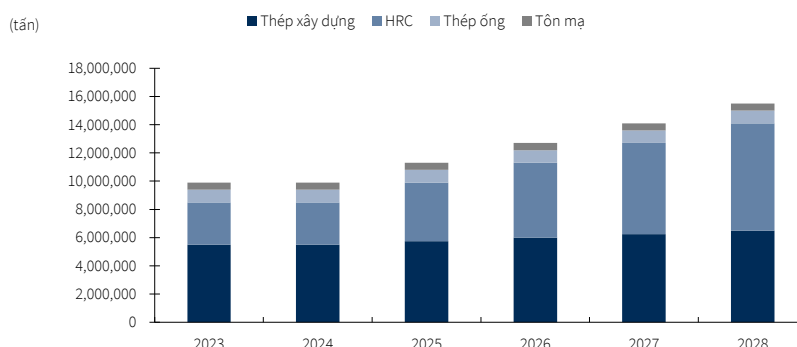


Nguồn: HPG, KBSV ước tính

Kỳ vọng Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ cuối 1Q2025

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. Chúng tôi ước tính CAPEX của HPG trong 2023 ở mức 16,500 tỉ VND, việc giải ngân vốn sẽ kéo dài tới cuối 2028 khi khu liên hợp Dung Quất 2 đi vào vận hành 100%, trong đó 70% vốn sẽ tới từ nợ vay và 30% sẽ tới từ vốn chủ sở hữu.

Biểu đồ 18. Dung Quất 2 nâng công suất sản xuất của HPG thêm 5.6 triệu tấn



Nguồn: HPG, KBSV ước tính

Dự phóng KQKD

Bảng 17. Bảng cập nhật giả định

Đơn vị		Giả định mới			Giả định cũ			Thay đổi		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Tiêu thụ										
Thép xây dựng	Tấn	3,673,000	4,468,700	5,334,300	3,372,036	4,262,500	5,390,625	8.9%	4.8%	-1.0%
Thép cuộn cán nóng	Tấn	2,731,900	2,850,000	3,669,300	2,747,718	2,850,000	3,942,500	-0.6%	0.0%	-6.9%
Ổng thép	Tấn	646,000	700,000	700,000	664,304	700,000	700,000	-2.8%	0.0%	0.0%
Tôn mạ	Tấn	325,800	340,000	360,000	335,754	340,000	360,000	-3.0%	0.0%	0.0%
Phôi thép	Tấn	102,000	160,000	160,000	98,000	160,000	160,000	4.1%	0.0%	0.0%
Tổng	Tấn	7,478,700	8,518,700	10,223,600	7,217,812	8,312,500	10,553,125	3.6%	2.5%	-3.1%
Giá nguyên liệu đầu										
Quặng sắt	USD/tấn	106	106	105	107	96	95	-1.7%	10.1%	10.5%
Than cốc	USD/tấn	268	216	220	242	195	195	11.1%	10.9%	12.8%
Thép phế	USD/tấn	410	388	400	486	475	480	-15.7%	-18.4%	-16.7%
Giá bán										
Thép xây dựng	USD/tấn	608	588	600	608	563	552	0.1%	4.4%	8.7%
Thép cuộn cán nóng	USD/tấn	592	608	617	597	570	570	-1.0%	6.7%	8.2%

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 18: Dự phóng KQKD 2023 - 2024

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	141,409	118,166	-16%	133,023	13%	Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tạo đáy trong 2023 và hồi phục từ 2024
Giá vốn hàng bán	-124,646	-106,488	-15%	-115,911	9%	
Lãi gộp	16,763	11,679	-30%	17,112	47%	Sản lượng cải thiện và giá bán có xu hướng đi ngang giúp lãi gộp cải thiện
Biên lãi gộp	12%	10%	-2%	13%	3%	
Lãi tiền gửi	1,822	2,486	36%	2,390	-4%	Lỗ tỉ giá giảm trong 2023 nhờ giảm hàng tồn kho, duy trì tỉ lệ quay vòng ở mức hiệu quả với hoạt động kinh doanh
Chi phí lãi vay	-3,084	-3,770	22%	-3,593	-5%	
Lãi/(lỗ) tỷ giá	-1,863	-283	-85%	0	-100%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	-1	0	-100%	0	100%	
Chi phí SG&A	-3,685	-3,448	-6%	-3,991	16%	Biên SG&A
Biên SG&A	3%	3%	0%	3%	0%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	9,794	6,366	-35%	11,919	87%	Thu nhập khác, ròng
Thu nhập khác, ròng	129	73	-43%	0	-100%	
LNTT	9,923	6,327	-36%	11,919	88%	Biên LNTT
Biên LNTT	7%	5%	-2%	9%	4%	
Chi phí thuế	-1,479	-865	-42%	-1,788	107%	Lợi nhuận sau thuế
Lợi nhuận sau thuế	8,444	5,462	-35%	10,131	85%	
Biên LNST	6%	5%	-1%	8%	3%	Lợi nhuận CĐ công ty mẹ
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	8,484	5,436	-36%	10,131	86%	
Biên LNCD công ty mẹ	7%	4%	-3%	8%	4%	

Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu,

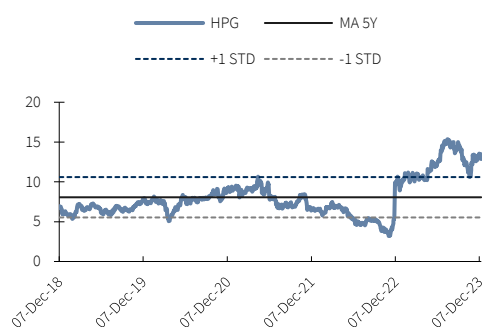
Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E và DCF nhằm xác định giá trị hợp lý của HPG trong khung thời gian 1 năm, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HPG là 32,300 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 21% so với giá đóng cửa ngày 18/12/2023.

Bảng 19. Bảng tổng hợp định giá

Phương pháp	Đơn vị	Tỉ trọng	Giá trị
FCFF			
Beta	x		1.5
Risk-free rate	%		5.00%
Risk premium	%		8.00%
WACC	%		12%
Giá trị doanh nghiệp	Tỉ VND		252,736
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỉ VND		29,654
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	Tỉ VND		57,982
Giá trị VCSH	Tỉ VND		224,408
SLCP	Triệu		5,815
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		38,590
P/E			
EPS @ 2024	VND		1,742
P/E target	x		10
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		17,400
FCFF	VND/cổ phiếu	70%	27,000
P/E mục tiêu 2024	VND/cổ phiếu	30%	5,200
Giá trị mục tiêu	VND/cổ phiếu		32,200

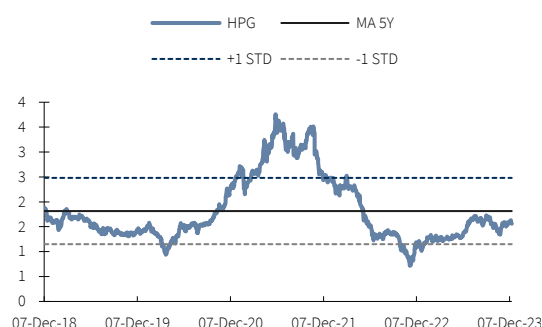
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 20. Diễn biến lịch sử P/E của HPG



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 21. Diễn biến lịch sử P/B của HPG



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	149,680	141,409	118,166	133,023
Giá vốn hàng bán	-108,571	-124,646	-106,488	-115,911
Lãi gộp	41,108	16,763	11,679	17,112
Lãi tiền gửi	1,194	1,822	2,188	2,390
Chi phí lãi vay	-2,526	-3,084	-3,770	-3,593
Lãi/(lỗ) tỷ giá	225	-1,863	-283	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	4	-1	0	0
Chi phí bán hàng	-2,120	-2,666	-2,414	-2,793
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,324	-1,019	-1,035	-1,197
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	37,008	3,453	5,545	5,283
Thu nhập khác	797	872	0	0
Chi phí khác	-748	-743	0	0
Thu nhập khác, ròng	48	129	73	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	37,057	9,923	6,327	11,919
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,536	-1,479	-965	-1,788
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	34,521	8,444	5,462	10,131
Lợi ích cổ đông thiểu số	43	-39	-26	0
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	34,478	8,484	5,436	10,131

Chỉ số hoạt động				
(%)	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	27.5%	11.9%	9.9%	12.9%
Tỷ suất EBITDA	28.6%	8.6%	10.7%	9.4%
Tỷ suất EBIT	24.6%	3.8%	4.9%	4.0%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	24.8%	7.0%	5.4%	9.0%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	24.7%	2.4%	4.7%	4.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	23.1%	6.0%	4.6%	7.6%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)				
	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	37,057	9,923	6,327	11,919
Khấu hao TSCĐ	6,077	6,814	6,798	7,281
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,661	-1,822	0	0
Chi phí lãi vay	2,526	3,084	3,770	3,593
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	44,209	19,199	16,894	22,792
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-3,039	4,723	-2,664	-1,487
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-16,949	8,022	-4,458	-4,896
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	9,250	-14,681	1,213	2,019
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-814	-19	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-5,936	-5,053	-5,548	-5,916
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	26,721	12,192	5,438	12,512
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-11,621	-17,966	-17,493	-30,515
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	49	14	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-41,061	-55,506	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	31,076	47,413	6,272	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-372	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	834	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,054	1,706	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-19,669	-24,712	-11,221	-30,515
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	11	4	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	125,075	135,257	9,201	18,327
Tiến trả các khoản đi vay	-121,653	-134,631	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-1,693	-2,247	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	1,740	-1,617	9,201	18,327
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	8,792	-14,137	3,418	324
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	13,696	22,471	8,325	11,742
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	22,471	8,325	11,742	12,066

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2021	2022	2023F	2024F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	178,236	170,336	182,849	206,416
TÀI SẢN NGẮN HẠN	94,155	80,515	86,005	92,713
Tiền và tương đương tiền	22,471	8,325	11,742	12,066
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	18,236	26,268	19,957	19,957
Các khoản phải thu	7,663	9,893	12,559	14,046
Hàng tồn kho, ròng	42,134	34,491	38,949	43,845
TÀI SẢN DÀI HẠN	84,082	89,821	96,844	113,703
Phải thu dài hạn	809	894	893	893
Tài sản cố định	69,281	70,833	73,603	83,220
Tài sản dở dang dài hạn	9,699	13,363	17,464	24,706
Đầu tư dài hạn	7	1	40	40
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	87,456	74,223	85,125	104,936
Nợ ngắn hạn	73,459	62,385	64,269	70,989
Phải trả người bán	23,729	11,107	12,320	14,339
Vay ngắn hạn	43,748	46,749	47,025	52,262
Phải trả ngắn hạn khác	5,983	4,530	4,924	4,388
Nợ dài hạn	13,996	11,837	20,857	33,947
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	13,465	11,152	20,077	33,167
Phải trả dài hạn khác	532	686	780	780
VỐN CHỦ SỞ HỮU	90,781	96,113	97,724	101,480
Vốn góp	44,729	58,148	58,148	58,148
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
Quỹ khác	1,076	920	920	920
Lãi chưa phân phối	41,763	33,834	35,445	39,201
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính (x, %, VND)				
	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ số định giá				
P/E	4.6	12.3	28.5	15.3
P/E pha loãng	4.6	12.3	28.5	15.3
P/B	1.8	1.1	1.6	1.5
P/S	0.0	0.0	0.0	0.0
P/Tangible Book	2.3	1.5	2.1	1.9
P/Cash Flow	6.0	8.6	28.4	12.4
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	4.5	8.3	15.7	11.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	5.3	13.1	19.4	12.4
Hiệu quả quản lý				
ROE%	4%	9%	13%	11%
ROA%	3%	7%	10%	9%
ROIC%	4%	8%	12%	10%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.2	0.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.7	0.7	0.6
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.3	1.3	1.3
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	15%	12%	21%	33%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	8%	7%	11%	16%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	48%	49%	48%	51%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	25%	27%	26%	25%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	33%	16%	18%	18%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	17%	9%	9%	9%
Tổng công nợ/Vốn CSH	33%	17%	18%	19%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	17%	10%	10%	9%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	33.6	35.7	28.6	22.2
Hệ số quay vòng HTK	3.2	3.3	2.9	2.8
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.2	6.1	9.1	8.7

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Khối 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
nguyennd1@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
thuannd@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
anhtd@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
Website: 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.