

 **HÒA HỢP  
CÙNG PHÁT TRIỂN**



Với tâm huyết dẫn đầu bằng chất lượng  
Hòa Phát vươn cao tầm vóc mới



**BÁO CÁO CẬP NHẬT**

**CTCP Tập đoàn  
Hòa Phát**

**Khó khăn hiện hữu  
Kỳ vọng dài hạn**

**Dương Thiện Chí**

[Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)



### (MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)

Luận điểm đầu tư

**Dưới áp lực chung của toàn ngành, công ty cổ phần tập đoàn Hòa Phát cùng gánh chịu khó khăn trong ngắn hạn với kết quả kinh doanh kém khả quan trong quý 3/2022. Dù vậy, với tầm nhìn trung và dài hạn, chúng tôi khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu HPG với các luận điểm sau đây : (1) Duy trì vị thế dẫn đầu ngành, (2) biên lợi nhuận gộp đầu ngành mặc dù gánh chịu khó khăn chung trong ngắn hạn, (3) kế hoạch phát triển, mở rộng năng lực sản xuất với các dự án Dung Quất 2 và 3 đồng thời chủ động trong nguyên liệu đầu vào trong tương lai và (4) kỳ vọng nền kinh tế 2023 giảm áp lực và dần phục hồi trong 2024 tạo bước đệm phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ.**

#### Cập nhật doanh nghiệp

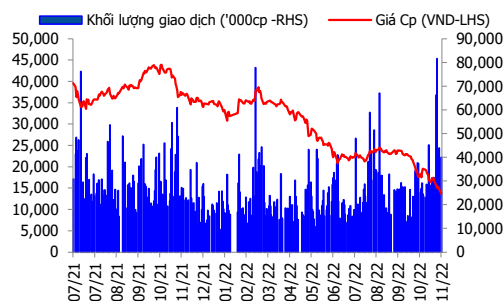
**Dù trì và kiểm soát sản lượng tiêu thụ dù thị trường kém khả quan:** Tổng sản lượng tiêu thụ 9 tháng đầu năm đạt hơn 5.9 triệu tấn (+13% YoY) nhưng sự kém khả quan trong tháng 10 đã khiến lũy kế 10 tháng giảm nhẹ so với cùng kỳ đạt 6.2 triệu tấn (-3% YoY). Trong đó, thép xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất đạt hơn 3.6 triệu tấn tăng mạnh 13% so với cùng kỳ. Kể đến là thép cuộn cán nóng đạt 2.3 triệu tấn (+9% YoY). Sản lượng tiêu thụ ống thép ghi nhận khả quan với 634 nghìn tấn (+11% YoY) và sản lượng tiêu thụ Tôn mạ các loại đạt 276 nghìn tấn (-13% YoY).

**Hoạt động sản xuất kinh doanh khó khăn trong ngắn hạn:** Doanh thu quý 3 và 9T/2022 ghi nhận suy giảm so với cùng kỳ đạt lần lượt hơn 34 nghìn tỷ đồng (-11.8% YoY) và hơn 115 nghìn tỷ đồng (+10.1% YoY). Do giá chi phí nguyên vật liệu tăng đột biến trong khoảng thời gian vừa qua đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến biên lợi nhuận gộp trong quý 3 dẫn đến biên lợi nhuận gộp 9T/2022 không được khả quan. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp trong quý 3 đạt hơn 2.93% và 9T/2022 đạt hơn 15.27%. Bên cạnh đó, với áp lực từ tỷ giá đã khiến chi phí tài chính của Hòa Phát tăng trưởng đột biến, điều này dẫn đến lợi nhuận sau thuế trong quý 3 và 9T/2022 suy giảm so với cùng kỳ lần lượt là -1,786 nghìn tỷ đồng (-117% YoY) và hơn 10 nghìn tỷ đồng (-61.5% YoY).

**Phát triển chuỗi giá trị và qui mô sản xuất hướng tới tầm nhìn dài hạn :** Dung Quất 2 sẽ bắt đầu khởi công vào năm nay, bên cạnh đó HPG có kế hoạch sản xuất container, phát triển bất động sản và điện máy gia dụng nhằm mở rộng chuỗi giá trị. Đồng thời có kế hoạch đầu tư xây dựng Dung Quất 3.

**Định giá :** Chúng tôi kết hợp đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị MUA mã cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 17,700 đồng/CP tức upside 29% so với thị giá. **Rủi ro :** căng thẳng chính trị và chiến tranh giữa Nga và Ukraine vẫn chưa đến hồi kết, bên cạnh đó các chính sách sản xuất và tiêu thụ thép từ Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lớn đến sự biến động của giá thép và nguyên vật liệu đầu vào. Lạm phát toàn cầu kéo dài, lãi suất tăng mạnh và tiềm ẩn suy thoái.

Biểu đồ giá cổ phiếu



#### Diễn biến giá

	1M	3M	12M
HPG	-25%	-41%	-68%
VNIndex (%)	-6%	-22%	-33%

Ngày báo cáo	7-11-2022
Thị giá ngày báo cáo	13,700 VND/cp
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>17,700 VND/cp</b>
<b>Tăng / giảm (%)</b>	<b>29%</b>
Mã Bloomberg	HPG VN
Vốn hóa	79,663 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 13,700 – VND 42,986
KLGD BQ	771 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	22%

	Đơn vị	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>149,680</b>	<b>131,976</b>	<b>134,485</b>	<b>144,463</b>	<b>167,558</b>
EBIT	Tỷ VND	37,664	14,486	16,102	17,585	20,474
<b>LNST</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>34,521</b>	<b>10,712</b>	<b>13,667</b>	<b>14,956</b>	<b>17,474</b>
EPS	VND	8,867	2,083	2,323	2,482	2,824
Tăng trưởng EPS	%	99%	-77%	12%	7%	14%
<b>P/E</b>	<b>Lần</b>	<b>4.8</b>	<b>8.6</b>	<b>7.7</b>	<b>7.2</b>	<b>6.4</b>
EV/EBITDA	Lần	5.3	6.1	5.7	5.5	5.0
Cổ tức trên mệnh giá	VND	500	500	500	500	500
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	3%	3%	3%	3%	3%
P/B	Lần	2.1	1.0	0.9	0.9	0.8
<b>ROE</b>	<b>%</b>	<b>38%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
Nợ vay / Vốn CSH	%	63%	63%	59%	56%	49%

Nguồn: MBS Research

### Giá sắt thép tại thị trường quốc tế tiếp tục đà suy giảm

- Giá thép tại Trung Quốc sau đà suy giảm từ mức đỉnh giai đoạn cuối năm 2021 đang có xu hướng dịch chuyển lên mặc dù có nhiều biến động lên xuống ngắn hạn. Tuy nhiên dưới sự bùng phát trở lại của đại dịch covid tại Thượng Hải đã tác động lớn đến tình hình hoạt động kinh doanh sản xuất cũng như nhu cầu thép tại thị trường này trong ngắn hạn. Đồng thời lượng hàng tồn kho tăng đã tác động khiến cho giá thép giảm mạnh từ mức đỉnh trong tháng 5. Những lo ngại về suy thoái tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu đối với thép và các kim loại cơ bản khác, hạn chế sự phục hồi của giá. Ngoài ra, trong 9 tháng đầu năm 2022 đầu tư vào lĩnh vực bất động sản của Trung Quốc đã giảm hơn 8% so với cùng kỳ năm ngoái, báo hiệu việc sử dụng thép ngày càng giảm. Bên cạnh đó, các nhà chức trách Trung Quốc nhấn mạnh rằng sẽ tuân theo chính sách zero-Covid, bác bỏ những tin đồn cho rằng nền kinh tế sẽ mở cửa trở lại. Tháng trước, Hiệp hội Thép Thế giới đã điều chỉnh dự báo nhu cầu toàn cầu giảm 2,3% trong năm nay, so với dự báo trước đó là tăng 0,4%.
- Giá quặng sắt có hàm lượng sắt 63,5% giao đến Thiên Tân giảm xuống 88,5 USD / tấn từ mức cao nhất một tuần là 89 USD chạm vào ngày 4/11 sau khi các nhà chức trách Trung Quốc nhấn mạnh rằng chính sách zero-Covid sẽ vẫn được áp dụng trong thời điểm hiện tại, xóa bỏ hy vọng trước đây rằng nền kinh tế sẽ mở cửa trở lại. Nhu cầu thép thấp khiến nhập khẩu quặng sắt giảm 4,7% trong tháng 10 dù đầu tháng 11 có sự phục hồi nhẹ, tuy nhiên giá quặng sắt đã giảm 45% so với mức đỉnh hồi tháng 3 trong bối cảnh lo ngại suy thoái và tai ương trong lĩnh vực bất động sản của Trung Quốc. Theo tradingeconomic các chỉ số PMI sản xuất chính ở Trung Quốc cho thấy hoạt động của nhà máy tiếp tục giảm vào đầu quý 4/2022.

**Biến động giá thép và quặng sắt tại thị trường Trung Quốc**

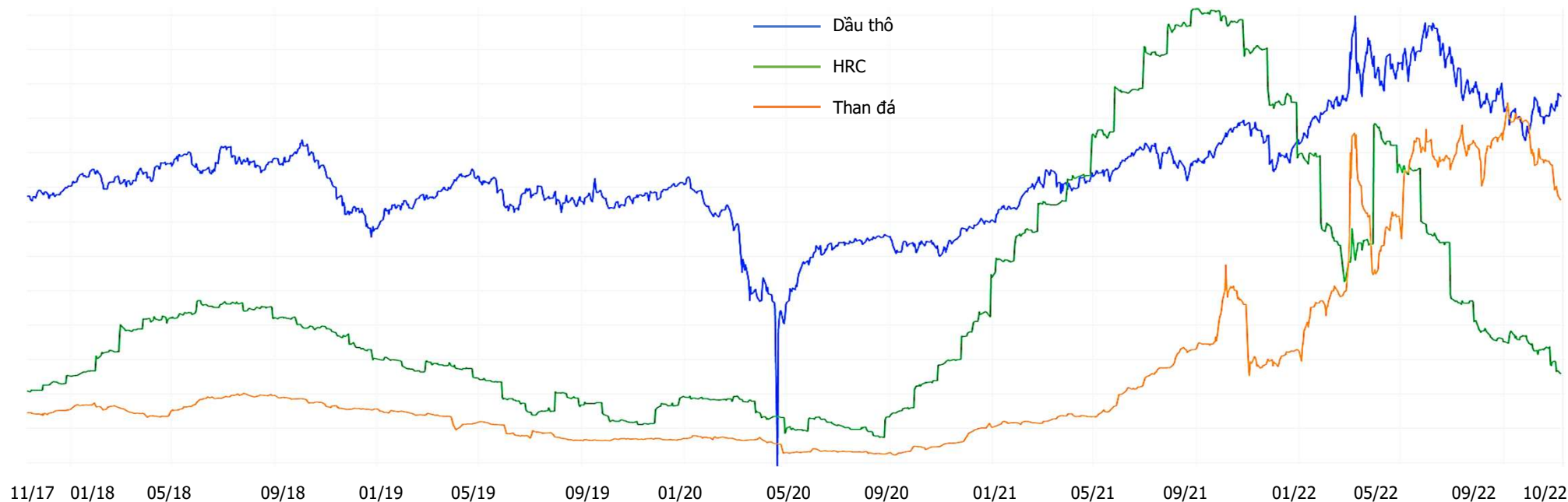


Nguồn: tradingeconomics, MBS Research

### Giá than đá và dầu thô tiếp tục giữ ở mức cao

- Trong bối cảnh từ các dấu hiệu cho thấy nguồn cung than sẽ đủ để đáp ứng cho nhu cầu mùa đông ở châu Á và châu Âu, giá than giao sau tại Newcastle giảm xuống dưới mốc 350 USD / tấn, mức chưa từng thấy kể từ đầu tháng 5 và giảm hơn 20% so với mức đỉnh kỷ lục trong tháng 9. Việc châu Âu cấm nhập khẩu than từ Nga đã tạo cho các nhà sản xuất khác, đặc biệt là Nam Phi, một động lực để thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu. Ngoài ra, Trung Quốc tuyên bố sẽ nâng công suất sản xuất than trong năm nay lên 300 triệu tấn, tương đương với lượng than mà Trung Quốc nhập khẩu hàng năm. Tuy nhiên, giá than vẫn sẽ tăng trong trung và dài hạn do nhu cầu mạnh mẽ. Cơ quan Năng lượng Quốc tế nhận thấy nhu cầu than toàn cầu tăng khoảng 1% từ năm 2021 lên khoảng 8 tỷ tấn trong năm nay bằng mức cao nhất mọi thời đại vào năm 2013.

**Biến động giá than đá, HRC và dầu thô tại thị trường Trung Quốc**



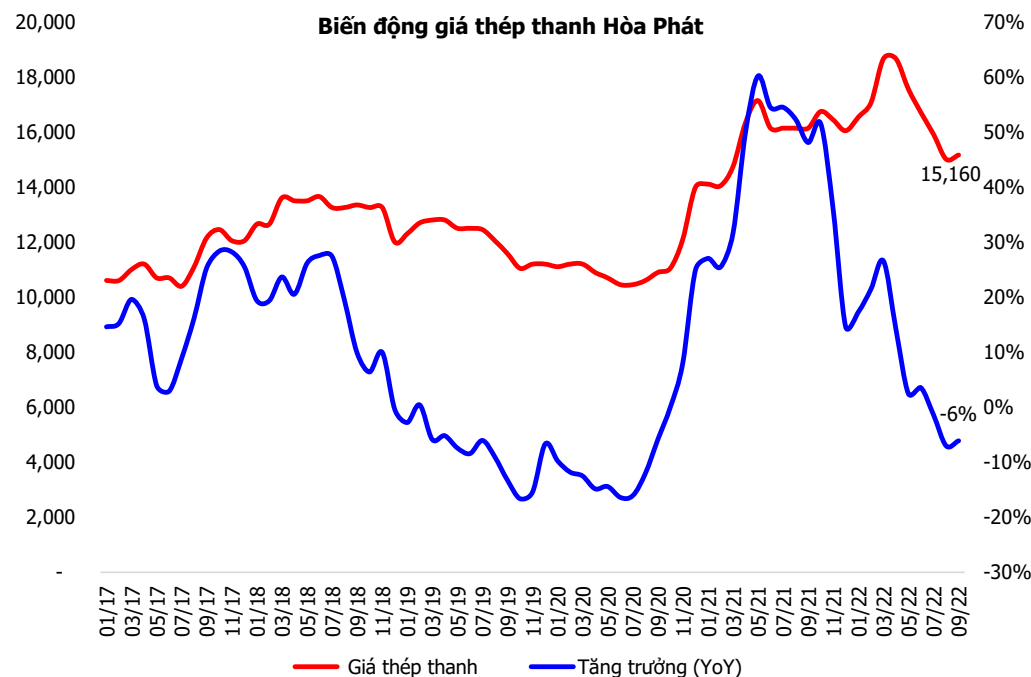
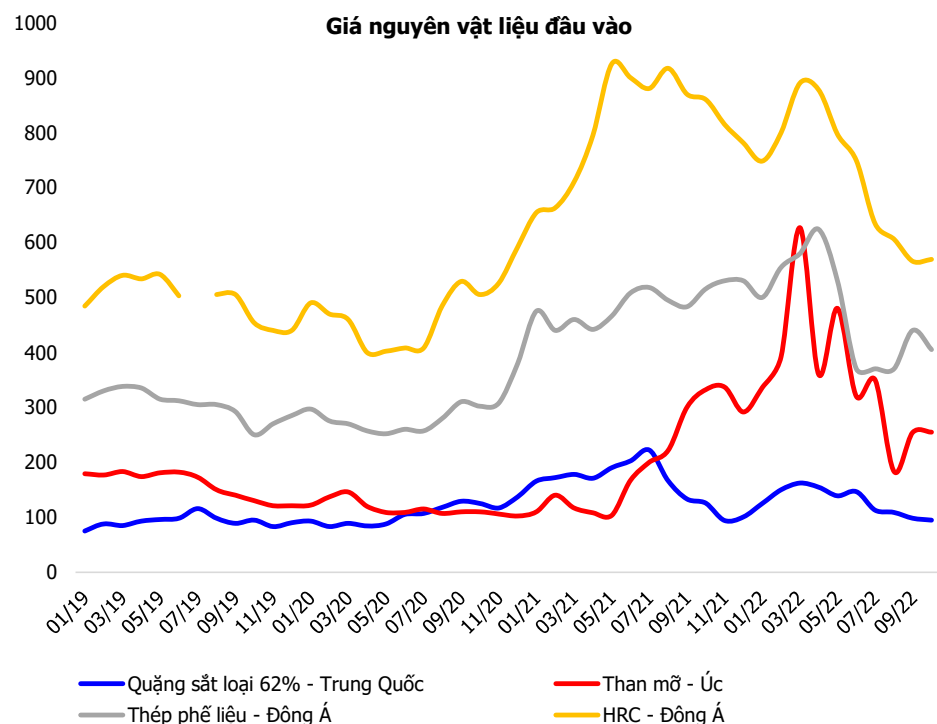
Nguồn: tradingeconomics, MBS Research

# TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA



## Tình hình biến động giá nguyên liệu sản xuất và giá thép trong nước

- Giá thép nội địa tiếp tục suy giảm, cụ thể giá thép Hòa Phát tại thời điểm tháng 9/2022 đạt 15,160/kg giảm 6% so với cùng kỳ. Thời gian qua giá thép nội địa liên tục suy giảm đồng pha với giá thép thế giới bởi sự ảnh hưởng từ suy giảm nguồn cầu tác động bởi chiến tranh và lạm phát cũng như khó khăn ngành Bất động sản trong nước. Bên cạnh đó, giá nguyên vật liệu đầu vào như than, quặng sắt cũng đang trong đà suy giảm bởi nguồn cung than đang được nới rộng cũng như nguồn cầu nguyên vật liệu suy yếu.
- Chúng tôi cho rằng giá thành thép sẽ tiếp tục suy giảm nhẹ đến cuối năm bởi lượng hàng tồn kho cao từ các doanh nghiệp cũng như nhu cầu thấp từ thị trường.

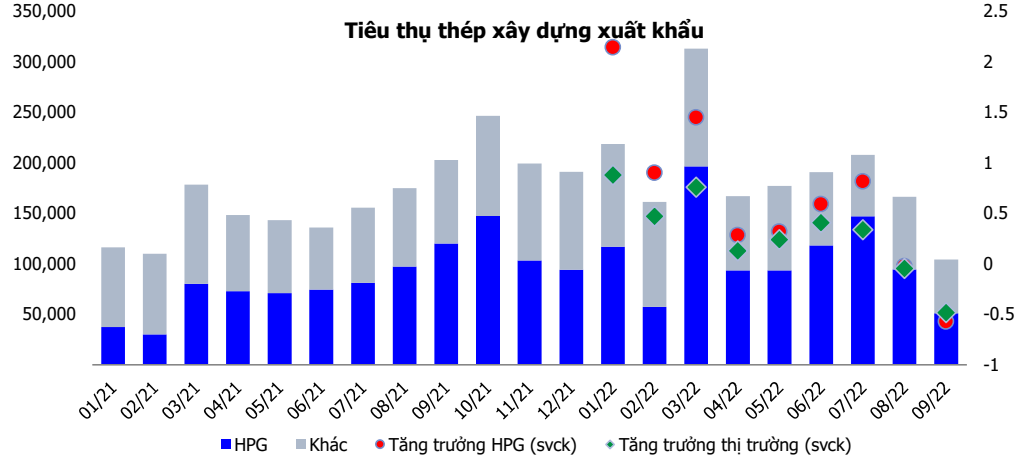
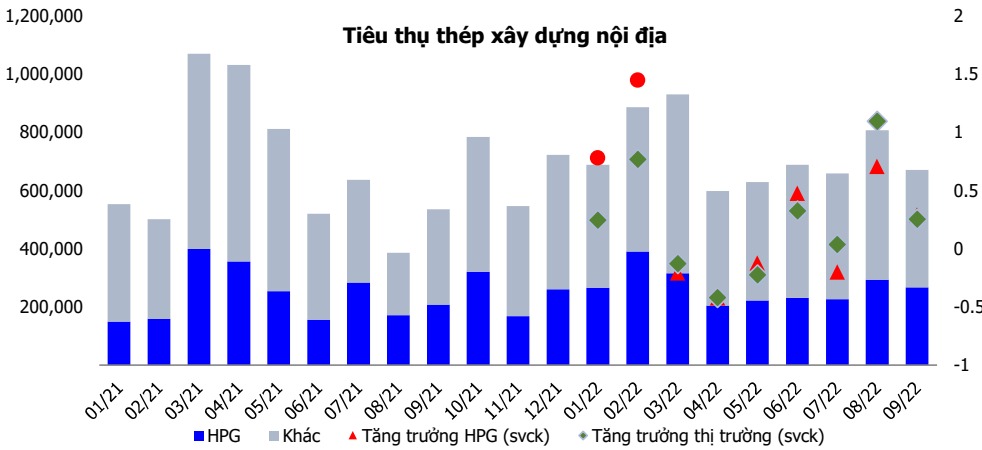
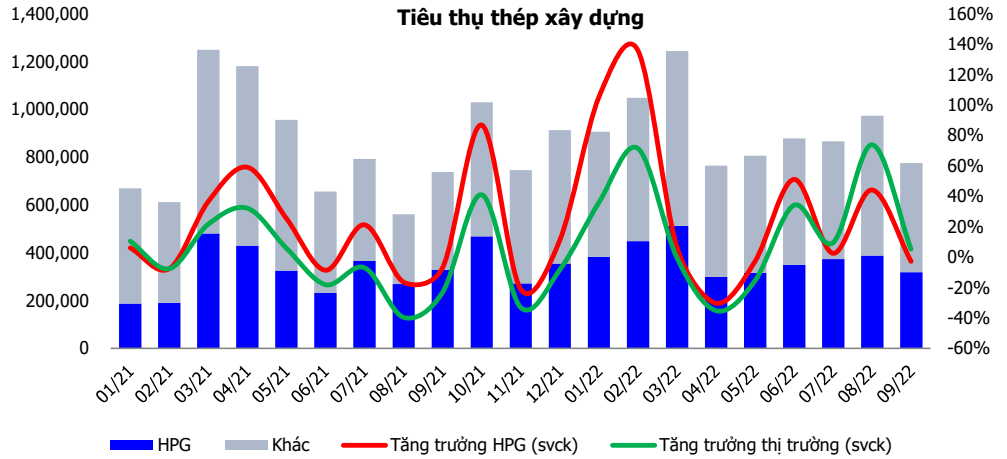


Nguồn: VSA, MBS Research

**(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)**

**Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng giữ đà tăng trưởng so với cùng kỳ, duy trì mức thị phần cao.**

- Trong quý 3/2022 tiêu thụ thép xây dựng HPG đạt hơn 1 triệu tấn thép (+12% svck) chiếm tỷ trọng 41% so với toàn thị trường. Trong đó, chủ yếu là tiêu thụ tại thị trường nội địa với hơn 785 nghìn tấn (+19% svck) chiếm tỷ trọng 37% toàn thị trường. Tại thị trường quốc tế, dưới tác động từ địa chính trị và áp lực lạm phát tăng cao, HPG ghi nhận sản lượng tiêu thụ trong quý 3 suy giảm đạt hơn 292 nghìn tấn (-2% svck) chiếm tỷ trọng 61% toàn thị trường suy giảm thấp hơn so với thị trường (-10% svck).
- Sản lượng tiêu thụ khả quan trong quý 1/2022 giúp cho tổng 9T/2022 khả quan hơn so với kết quả quý 3 với sản lượng tiêu thụ thép xây dựng HPG đạt gần 3,4 triệu tấn (+21% svck) chiếm tỷ trọng 41%. Thị trường nội địa 9T/2022 đạt hơn 2,4 triệu tấn (+13% svck) chiếm tỷ trọng 37% và thị trường xuất khẩu đầy khả quan với hơn 966 nghìn tấn (+46% svck) chiếm tỷ trọng 57%. Giai đoạn đầu năm 2022 là giai đoạn nền kinh tế toàn cầu chưa bị áp lực dưới lạm phát và lãi suất, dẫn đến sự khả quan về sản lượng xuất khẩu cho ngành thép nói chung và HPG nói riêng. Tuy nhiên, với các chính sách kiềm chế lạm phát trong giai đoạn này đến hết năm 2023 từ Mỹ sẽ ảnh hưởng nặng nề lên nền kinh tế toàn cầu trong đó có Việt Nam.

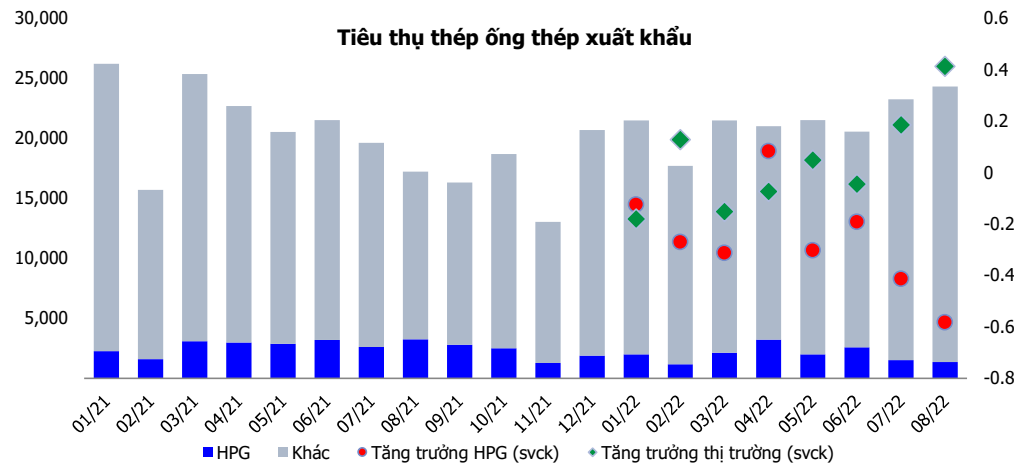
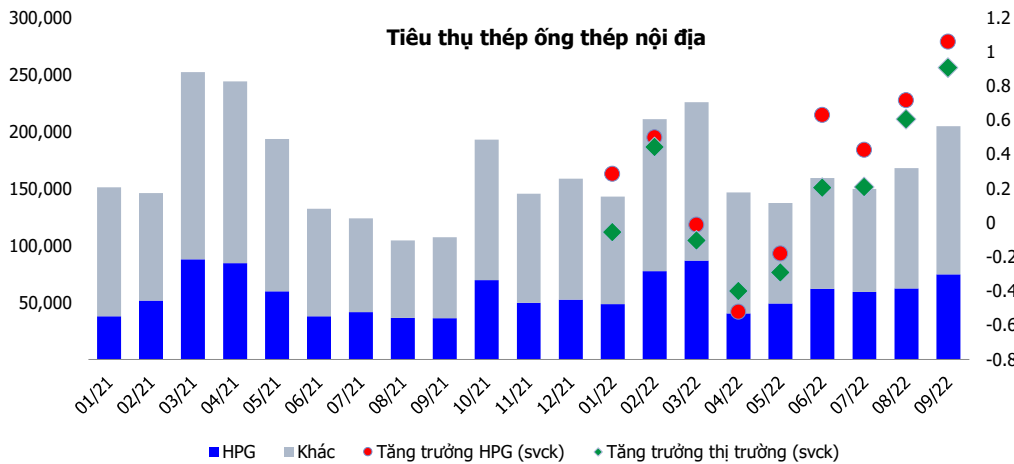
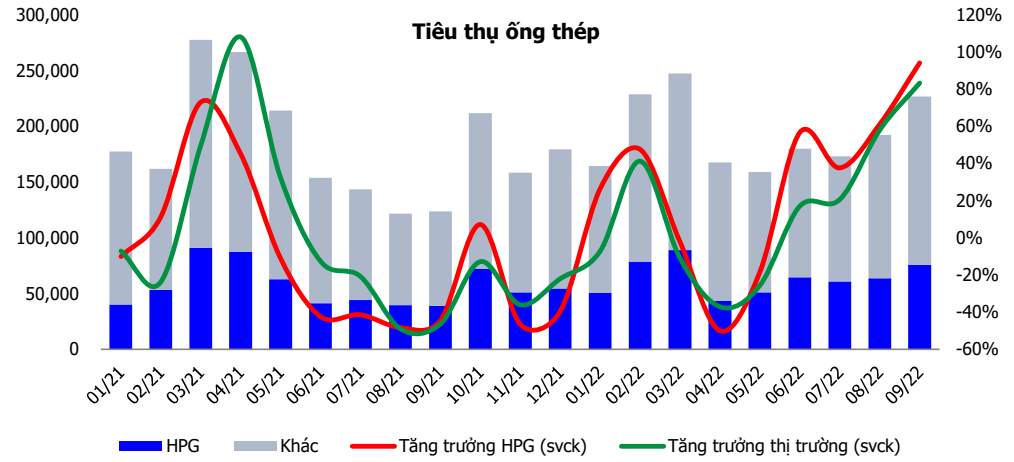


Nguồn: Finpro, MBS Research

**(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)**

**Sản lượng tiêu thụ ống thép tăng trưởng mạnh trong quý 3 chủ yếu đến từ thị trường nội địa**

- Trong quý 3/2022, tổng sản lượng tiêu thụ ống thép đạt hơn 200 nghìn tấn (+63% svck) chiếm tỷ trọng 34% toàn thị trường. Sản lượng tiêu thụ mạnh này đến từ sự tăng trưởng tiêu thụ đột biến trong tháng 8 và tháng 9 lần lượt là 61% svck và 94% svck. Trong đó, hầu như toàn bộ là tiêu thụ tại thị trường nội địa với hơn 196 nghìn tấn (+72% svck) chiếm tỷ trọng 38%. Kinh tế toàn cầu khó khăn trong 2 quý gần nhất dẫn đến sản lượng xuất khẩu ống thép suy giảm nặng nề đạt chỉ gần 4 nghìn tấn (-54% svck).
- 9T/2022, HPG đạt tổng sản lượng tiêu thụ hơn 577 nghìn tấn (+16% svck), thấp hơn khá nhiều so với sự tăng trưởng ở quý 3 bởi ảnh hưởng từ sự suy giảm sản lượng tiêu thụ cuối quý 1 và đầu quý 2. Sản lượng tiêu thụ nội địa 9T/2022 đạt hơn 560 nghìn tấn (+18% svck) chiếm tỷ trọng 36%, sản lượng xuất khẩu đạt chỉ chơn 17 nghìn tấn (-31% svck) ảnh hưởng bởi khó khăn từ nền kinh tế toàn cầu.
- Trong giai đoạn cuối năm 2022 cũng như cả năm 2023 nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục khó khăn và ảm đảm kéo theo nhu cầu tiếp tục suy yếu.

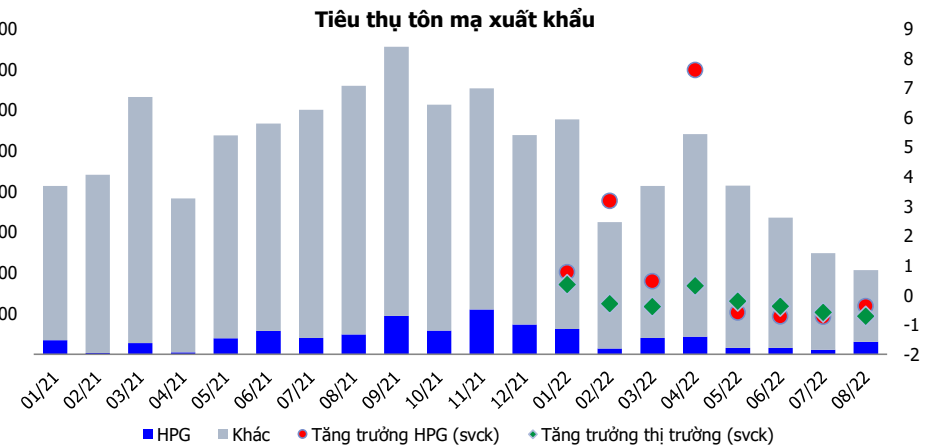
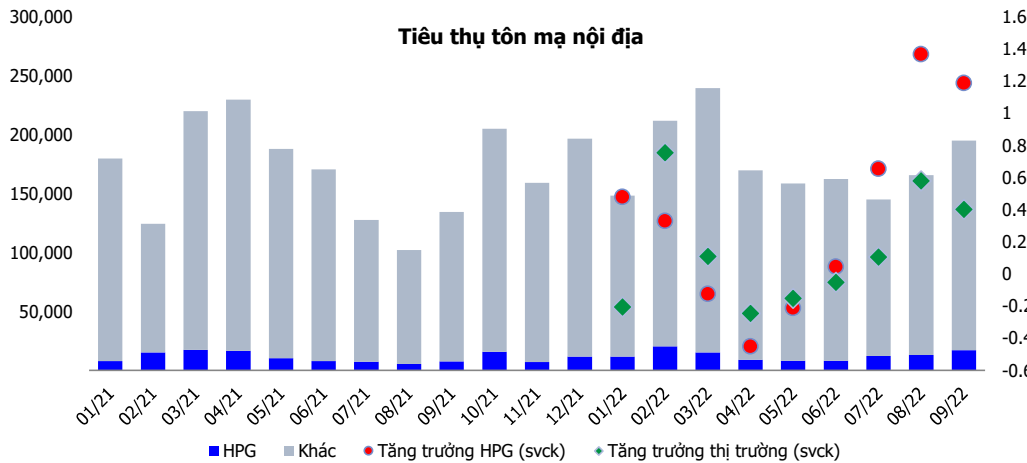
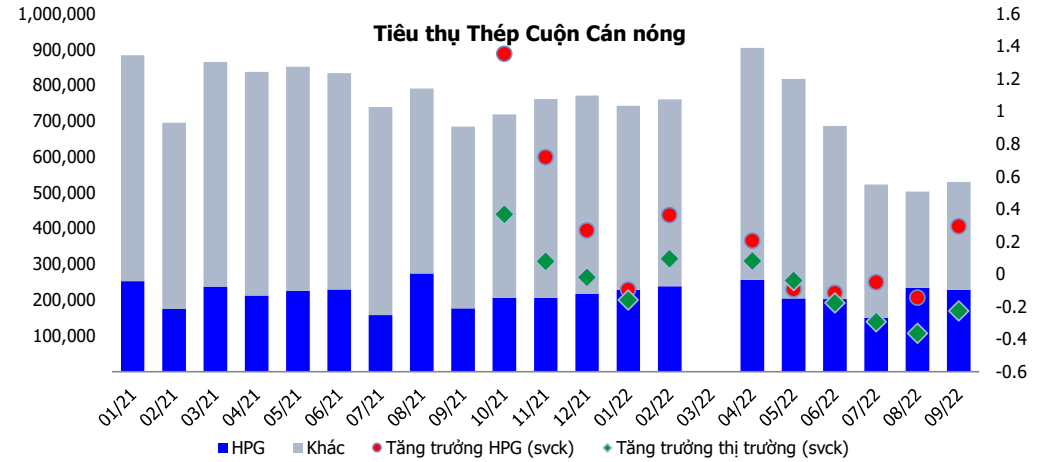


Nguồn: Fiinpro, MBS Research

## (MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)

### Sản lượng tiêu thụ thép cán nóng và tôn mạ

- Hòa Phát không chú trọng trong mảng sản xuất và tiêu thụ tôn mạ, thay vào đó là đẩy mạnh đầu tư sản xuất và tiêu thụ về HRC. Đây cũng là sản phẩm chiếm tỷ trọng lớn và đang được đầu tư nhằm nâng cao năng lực sản xuất trong giai đoạn tới.
- Cụ thể, tỷ trọng tiêu thụ thép cán nóng của Hòa Phát giao động từ 28%-40% thị phần cả nước. Trong đó toàn bộ là tiêu thụ nội địa và chưa có dấu hiệu xuất khẩu do nhu cầu về HRC của thị trường nội địa hiện đang rất cao và tổng cung nội địa đang thâm hụt so với cầu nội địa. Tiêu thụ HRC trong quý 3/2022 đạt hơn 611 nghìn tấn (+1% svck) và tổng 9T/2022 đạt hơn 1,7 triệu tấn (-10% svck).
- Dự kiến sau khi Dung Quất 2 được hoàn thành vào năm 2024 sẽ nâng tổng công suất cho HPG lên thêm 5.6 triệu tấn/ năm trong đó HRC dự kiến 4,6 triệu tấn góp phần cung cấp cho sự thiếu hụt từ thị trường HRC nội địa.



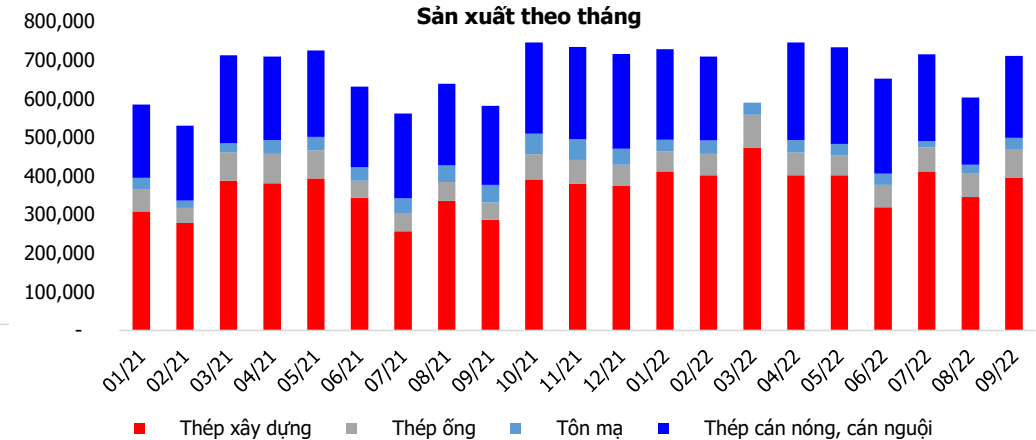
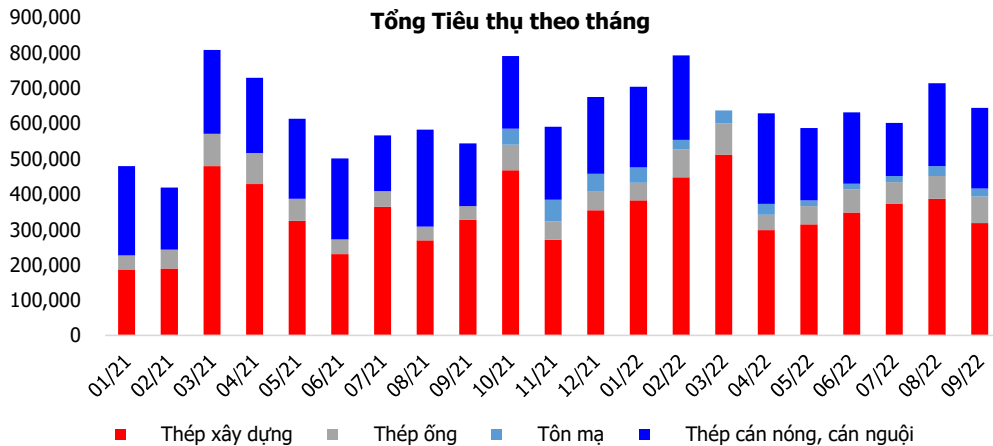
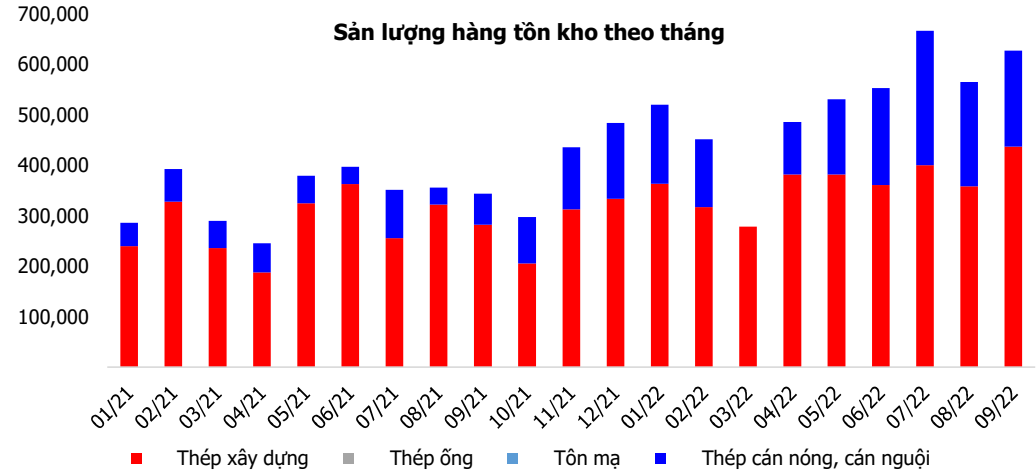
Nguồn: Fiiipro, MBS Research



## (MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)

### Sản lượng hàng tồn kho tăng mạnh so với cùng kỳ

- Sản lượng sản xuất các thành phẩm thép của Hòa Phát vẫn duy trì mức cao trong suốt khoảng thời gian từ cuối năm 2021 đến quý 3/2022. Tuy nhiên với tình hình ảm đạm từ thị trường quốc tế cũng như sự suy giảm tăng trưởng từ thị trường nội địa đã khiến hàng tồn kho của Hòa Phát nhanh chóng tăng mạnh trong quý 2 và quý 3.
- Với lượng hàng tồn kho cao, giá nguyên vật liệu dù có đà suy giảm nhưng hiện vẫn đang ở mức cao do tác động từ địa chính trị đồng thời tác động tiêu cực lên giá thép đã khiến cho Hòa Phát phải tiến hành đóng cửa 4/7 lò cao tạm ngưng hoạt động trong giai đoạn khó khăn trước mắt. Theo chia sẻ, chi phí để vận hành trở lại sẽ rơi vào mức 30 – 40 tỷ/lò trong khoảng thời gian là 1 tuần.



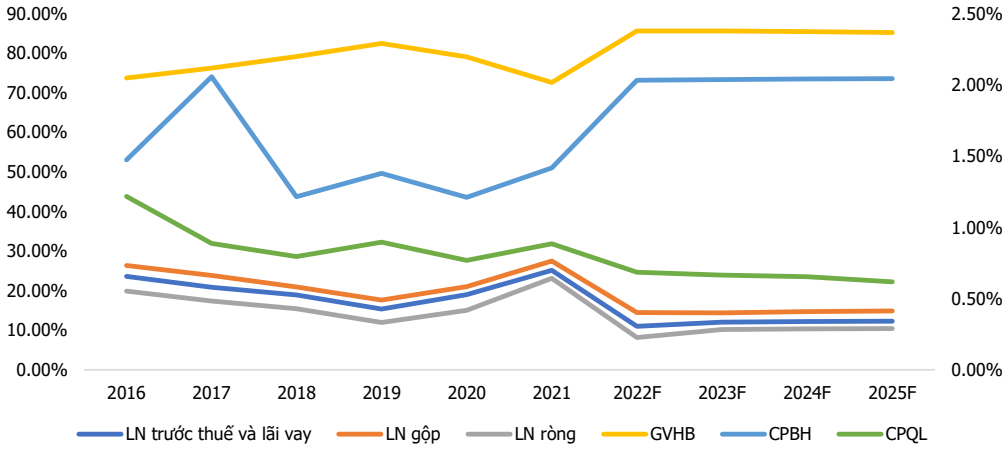
Nguồn: Finpro, MBS Research

# CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

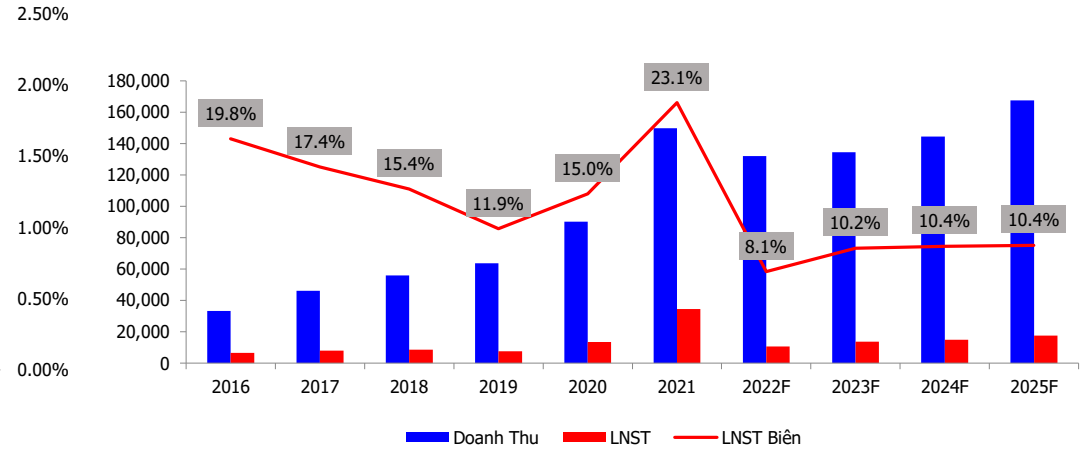


**(MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)**

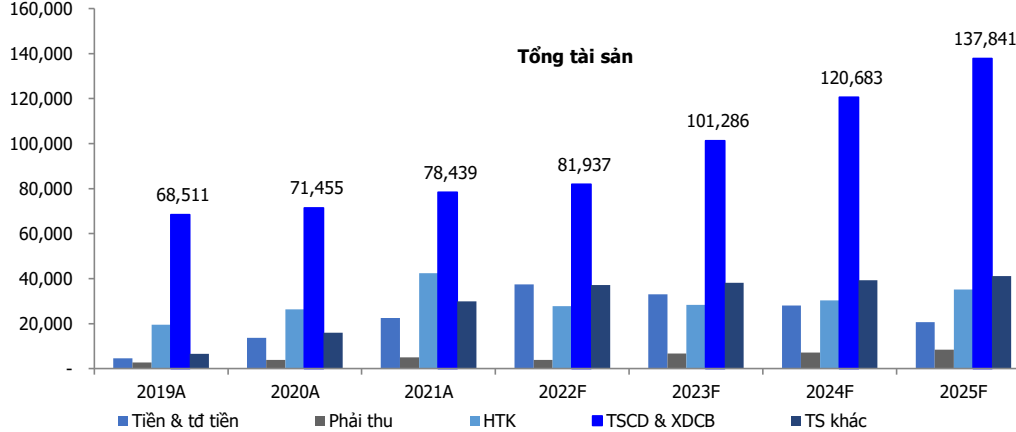
**Chi phí và lợi nhuận biên**



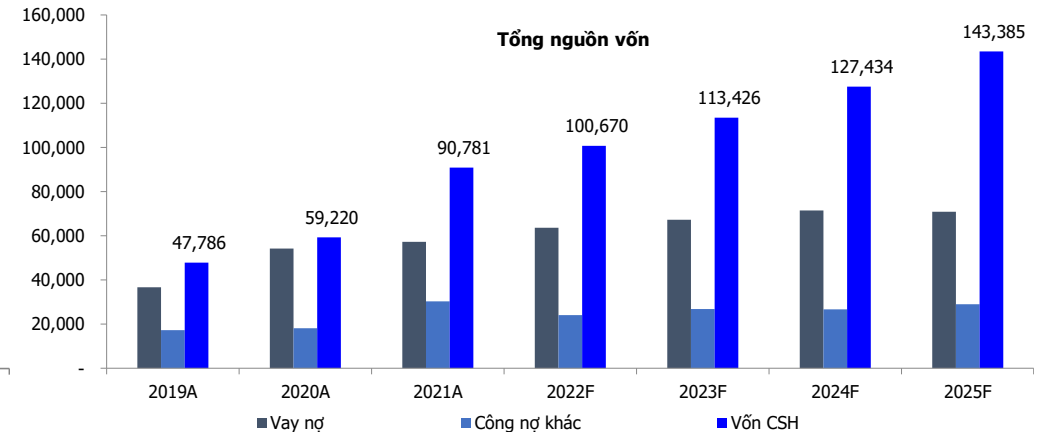
**Doanh thu và lợi nhuận**



**Tổng tài sản**



**Tổng nguồn vốn**



Nguồn: MBS Research

## CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)



### (MUA – GIÁ MỤC TIÊU : VND 17,700)

#### Dự phóng và định giá

- Kỳ vọng nền kinh tế toàn cầu dần bớt áp lực vào năm 2023 bởi tác động từ chính sách luôn có độ trễ, từ đó áp lực về tỷ giá và lãi suất sẽ dần suy giảm cũng như nền kinh tế toàn cầu sẽ phục hồi dần vào cuối năm 2023 và năm 2024 với các dấu hiệu khả quan
- Dự án Dung Quất 2 với công suất là 5 triệu tấn/ năm và tập trung chủ lực vào sản xuất HRC khi nhu cầu HRC trong nước rất cao mà phải nhập khẩu đến 60%. Kỳ vọng Hòa Phát vẫn theo kịp tiến độ đưa Dung Quất 2 vào hoạt động kết hợp đà phục hồi sau giai đoạn khó khăn của nền kinh tế toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ các thành phẩm thép đặc biệt là HRC của Hòa Phát tăng trưởng vượt trội góp phần thúc đẩy tăng trưởng tổng doanh thu.
- Chi phí nguyên vật liệu đặc biệt là giá Than sẽ tiếp đà suy giảm nhẹ bởi lực cung từ các nước Nam Phi cũng như động lực tăng trưởng sản xuất từ Trung Quốc. Bên cạnh đó, mỏ quặng sắt được mua từ Úc sẽ được Hòa Phát tận dụng và khai thác trong tương lai. Với trữ lượng hơn 300 triệu tấn quặng sắt sẽ hỗ trợ tốt cho biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát trong hơn 15 năm (công suất khai thác 4 triệu tấn/năm).
- Kỳ vọng mảng nông nghiệp sẽ đem lại nguồn doanh thu lớn cho Hòa Phát trong 5 năm tới và đạt được mục tiêu đề ra với công suất bò là 200 nghìn con và heo là 750 nghìn con mỗi năm. Bên cạnh đó, mảng công nghiệp của Hòa Phát đang tập trung vào phân khúc thiết bị gia dụng với doanh thu dự kiến đạt 1 tỷ USD trong năm 2030. Hiện Hòa Phát đã khởi công xây dựng nhà máy tại khu công nghiệp Hòa Mạc, tỉnh Hà Nam vào cuối tháng 11/2021 chuyên sản xuất máy lạnh, máy lọc không khí và máy lọc nước, với công suất 1 triệu sản phẩm/năm
- Chúng tôi kết hợp đồng thời 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E để đưa ra mức giá khuyến nghị là 17,700 VNĐ với khả năng upside là 29%.

Phân tích Dupont	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST / Doanh thu	0.15x	0.23x	0.08x	0.10x	0.10x	0.10x
Tổng TS/VCSH	2.22x	1.96x	1.87x	1.83x	1.77x	1.70x
Doanh thu/Tổng TS	0.69x	0.84x	0.70x	0.65x	0.64x	0.69x
<b>ROE</b>	<b>22.8%</b>	<b>38.0%</b>	<b>10.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>12.2%</b>
Vòng quay kinh doanh	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Thời gian thu tiền KH	13 ngày	11 ngày	12 ngày	14 ngày	18 ngày	17 ngày
Thời gian tồn kho	118 ngày	116 ngày	113 ngày	89 ngày	87 ngày	84 ngày
Thời gian phải trả	58 ngày	66 ngày	58 ngày	56 ngày	49 ngày	46 ngày
Chu kỳ tiền mặt	68 ngày	60 ngày	46 ngày	48 ngày	51 ngày	57 ngày

		Terminal FCF Growth Rate:								
		2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%
WACC	11.0%	16,797	17,180	17,584	18,008	18,456	18,929	19,429	19,959	20,521
	11.5%	16,661	17,037	17,432	17,848	18,287	18,750	19,239	19,757	20,307
	12.0%	16,526	16,896	17,283	17,691	18,121	18,574	19,053	19,560	20,097
	12.5%	16,395	16,757	17,138	17,538	17,959	18,403	18,872	19,368	19,893
	13.0%	16,266	16,622	16,995	17,387	17,800	18,235	18,694	19,180	19,693
	13.5%	16,139	16,488	16,855	17,240	17,645	18,071	18,521	18,996	19,498
	14.0%	16,015	16,358	16,718	17,095	17,492	17,910	18,351	18,816	19,307
	14.5%	15,893	16,230	16,583	16,954	17,343	17,753	18,184	18,640	19,121
	15.0%	15,773	16,104	16,451	16,815	17,197	17,599	18,022	18,468	18,939

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F		2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>90,119</b>	<b>149,680</b>	<b>131,976</b>	<b>134,485</b>	<b>144,463</b>	<b>167,558</b>	<b>Định giá</b>						
Giá vốn hàng bán	71,214	108,571	112,880	115,102	123,315	142,691	EPS	4,447	8,867	2,083	2,323	2,482	2,824
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>18,904</b>	<b>41,108</b>	<b>19,096</b>	<b>19,383</b>	<b>21,147</b>	<b>24,867</b>	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	17,874	20,296	17,313	19,059	20,887	22,847
Doanh thu hoạt động tài chính	1,005	3,081	3,279	4,237	3,749	3,286	P/E	9.6	4.8	8.6	7.7	7.2	6.3
Chi phí tài chính	2,837	3,741	6,556	4,020	3,874	3,711	P/B	2.4	2.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,781	3,444	3,581	3,631	3,891	4,455	<b>Khả năng sinh lời</b>						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>15,357</b>	<b>37,057</b>	<b>12,275</b>	<b>15,660</b>	<b>17,138</b>	<b>20,023</b>	Biên lợi nhuận gộp	21%	27%	14%	14%	15%	15%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>13,506</b>	<b>34,521</b>	<b>10,712</b>	<b>13,667</b>	<b>14,956</b>	<b>17,474</b>	Biên EBITDA	24%	29%	16%	18%	19%	20%
							Biên lợi nhuận sau thuế	15%	23%	8%	10%	10%	10%
							ROE	23%	38%	11%	12%	12%	12%
							ROA	10%	19%	6%	7%	7%	7%
							<b>Tăng trưởng</b>						
							Doanh thu	42%	66%	-12%	2%	7%	16%
							Lợi nhuận trước thuế	69%	141%	-67%	28%	9%	17%
							Lợi nhuận sau thuế	78%	156%	-69%	28%	9%	17%
							EPS	43%	99%	-77%	12%	7%	14%
							Tổng tài sản	29%	36%	6%	10%	9%	8%
							Vốn chủ sở hữu	24%	53%	11%	13%	12%	13%
							<b>Thanh khoản</b>						
							Thanh toán hiện hành	1.09	1.28	1.34	1.22	1.16	1.18
							Thanh toán nhanh	0.42	0.55	0.82	0.70	0.62	0.54
							Nợ/tài sản	41%	32%	34%	32%	32%	29%
							Nợ/vốn chủ sở hữu	91%	63%	63%	59%	56%	49%
							Khả năng thanh toán lãi vay	325.72	204.41	7.02	35.62	38.64	45.25
							<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
							Vòng quay phải thu khách hàng	27.1	33.6	29.6	25.2	20.7	21.5
							Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14 ngày	14 ngày	13 ngày	11 ngày	12 ngày	14 ngày
							Vòng quay hàng tồn kho	3.4	3.1	3.1	3.2	3.2	4.1
							Thời gian tồn kho bình quân	108 ngày	117 ngày	118 ngày	116 ngày	113 ngày	89 ngày
							Vòng quay phải trả nhà cung cấp	6.8	6.5	7.7	6.3	5.6	6.3
							Thời gian trả tiền bình quân	53 ngày	56 ngày	47 ngày	58 ngày	66 ngày	58 ngày
							<b>Cashflow Statement (VND bn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
							Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh			26,384	20,342	21,176	23,917
							Dòng tiền từ hoạt động đầu tư			-17,246	-27,917	-29,825	-29,526
							Dòng tiền từ hoạt động tài chính			5,877	3,122	3,637	-1,683
							<b>Dòng tiền trong kỳ</b>			<b>15,015</b>	<b>-4,453</b>	<b>-5,013</b>	<b>-7,293</b>
							<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ</b>			<b>22,471</b>	<b>37,486</b>	<b>33,033</b>	<b>28,020</b>
							<b>Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ</b>			<b>37,486</b>	<b>33,033</b>	<b>28,020</b>	<b>20,728</b>
							<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>56,747</b>	<b>94,154</b>	<b>101,066</b>	<b>100,307</b>	<b>98,615</b>	<b>98,749</b>	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>56,747</b>	<b>94,154</b>	<b>101,066</b>	<b>100,307</b>	<b>98,615</b>	<b>98,749</b>
I. Tiền & tương đương tiền	13,696	22,471	37,486	33,033	28,020	20,728	I. Tiền & tương đương tiền	13,696	22,471	37,486	33,033	28,020	20,728
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	8,127	18,236	24,619	24,643	24,668	24,693	II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	8,127	18,236	24,619	24,643	24,668	24,693
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	3,949	9,973	3,959	6,724	4,973	8,378	III. Các khoản phải thu ngắn hạn	3,949	9,973	3,959	6,724	4,973	8,378
IV. Hàng tồn kho	26,373	42,370	27,769	28,315	30,336	35,102	IV. Hàng tồn kho	26,373	42,370	27,769	28,315	30,336	35,102
V. Tài sản ngắn hạn khác	4,601	6,104	7,233	7,591	8,368	9,848	V. Tài sản ngắn hạn khác	4,601	6,104	7,233	7,591	8,368	9,848
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>74,765</b>	<b>84,083</b>	<b>87,282</b>	<b>107,165</b>	<b>126,977</b>	<b>144,435</b>	<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>74,765</b>	<b>84,083</b>	<b>87,282</b>	<b>107,165</b>	<b>126,977</b>	<b>144,435</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	305	809	849	891	936	983	I. Các khoản Phải thu dài hạn	305	809	849	891	936	983
II. Tài sản cố định	65,562	69,281	71,005	85,575	102,251	118,386	II. Tài sản cố định	65,562	69,281	71,005	85,575	102,251	118,386
1. Tài sản cố định hữu hình	65,308	68,744	70,455	85,007	101,662	117,772	1. Tài sản cố định hữu hình	65,308	68,744	70,455	85,007	101,662	117,772
2. Tài sản cố định vô hình	254	537	550	568	589	614	2. Tài sản cố định vô hình	254	537	550	568	589	614
III. Tài sản cho thuê tài chính	564	548	548	581	622	665	III. Tài sản cho thuê tài chính	564	548	548	581	622	665
IV. Tài sản dở dang dài hạn	5,329	8,610	10,384	15,130	17,810	18,790	IV. Tài sản dở dang dài hạn	5,329	8,610	10,384	15,130	17,810	18,790
V. Đầu tư tài chính dài hạn	171	7	507	532	559	587	V. Đầu tư tài chính dài hạn	171	7	507	532	559	587
VI. Tài sản dài hạn khác	2,833	4,828	3,989	4,455	4,799	5,025	VI. Tài sản dài hạn khác	2,833	4,828	3,989	4,455	4,799	5,025
<b>Tổng tài sản</b>	<b>131,512</b>	<b>178,237</b>	<b>188,348</b>	<b>207,471</b>	<b>225,593</b>	<b>243,184</b>	<b>Tổng tài sản</b>	<b>131,512</b>	<b>178,237</b>	<b>188,348</b>	<b>207,471</b>	<b>225,593</b>	<b>243,184</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>72,292</b>	<b>87,456</b>	<b>87,678</b>	<b>94,045</b>	<b>98,159</b>	<b>99,799</b>	<b>Nợ phải trả</b>	<b>72,292</b>	<b>87,456</b>	<b>87,678</b>	<b>94,045</b>	<b>98,159</b>	<b>99,799</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>51,975</b>	<b>73,459</b>	<b>75,604</b>	<b>82,395</b>	<b>84,820</b>	<b>83,757</b>	<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>51,975</b>	<b>73,459</b>	<b>75,604</b>	<b>82,395</b>	<b>84,820</b>	<b>83,757</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	15,177	29,712	23,213	25,905	25,777	27,908	1. Các khoản phải trả ngắn hạn	15,177	29,712	23,213	25,905	25,777	27,908
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	36,798	43,748	52,391	56,490	59,042	55,849	2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	36,798	43,748	52,391	56,490	59,042	55,849
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>20,316</b>	<b>13,996</b>	<b>12,075</b>	<b>11,650</b>	<b>13,339</b>	<b>16,042</b>	<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>20,316</b>	<b>13,996</b>	<b>12,075</b>	<b>11,650</b>	<b>13,339</b>	<b>16,042</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	2,973	532	845	861	924	1,072	1. Các khoản phải trả dài hạn	2,973	532	845	861	924	1,072
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	17,343	13,464	11,230	10,789	12,415	14,969	2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	17,343	13,464	11,230	10,789	12,415	14,969
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>59,220</b>	<b>90,781</b>	<b>100,670</b>	<b>113,426</b>	<b>127,434</b>	<b>143,385</b>	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>59,220</b>	<b>90,781</b>	<b>100,670</b>	<b>113,426</b>	<b>127,434</b>	<b>143,385</b>
1. Vốn điều lệ	33,133	44,729	58,148	59,515	61,010	62,758	1. Vốn điều lệ	33,133	44,729	58,148	59,515	61,010	62,758
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212	2. Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	21,792	41,762	38,227	49,609	62,112	76,305	3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	21,792	41,762	38,227	49,609	62,112	76,305
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	148	154	167	182	197	215	4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	148	154	167	182	197	215
5. Vốn khác	936	924	916	909	902	896	5. Vốn khác	936	924	916	909	902	896
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>131,512</b>	<b>178,237</b>	<b>188,348</b>	<b>207,471</b>	<b>225,593</b>	<b>243,184</b>	<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>131,512</b>	<b>178,237</b>	<b>188,348</b>	<b>207,471</b>	<b>225,593</b>	<b>243,184</b>

## Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

### Trưởng Phòng

**Hoàng Công Tuấn** [Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

### Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

#### Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Trọng Việt Hoàng** [Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn](mailto:Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn)

#### Trái phiếu

**Lê Minh Anh** [Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

### Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

#### Năng lượng - Dầu khí

**Chu Thế Huỳnh** [Huynh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huynh.ChuThe@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Trần Thái Bình** [Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn)

#### Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

**Phạm Thùy Trang** [Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

#### Bất động sản - Tài chính

**Đình Công Luyện** [Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

#### Tài chính - Ngân hàng

**Đỗ Lan Phương** [Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

#### Tài chính- Vật liệu xây dựng

**Dương Thiện Chí** [Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

## **MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## **MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## **MBS HỘI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)