

Ngành: Thép

## CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HSX: HPG)

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá hiện tại:	50,100
Giá mục tiêu:	61,700
Tỷ suất cổ tức	N/A
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>23%</b>

Ngày viết báo cáo:	03/03/2022	<b>Cơ cấu cổ đông</b>	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	4,473	Trần Đình Long	26.1%
Vốn hóa (tỷ đồng)	208,885	Vũ Thị Hiền	7.3%
KLGDTB 10 phiên	15,965,990	Dragon Capital	4.7%
Sở hữu nước ngoài	25.83%	VOF Investment Limited	3.0%

### Chuyên viên phân tích:

Đình Mạnh Thắng  
(Tiện ích, VLXD)

[thangdm@bsc.com.vn](mailto:thangdm@bsc.com.vn)

### Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

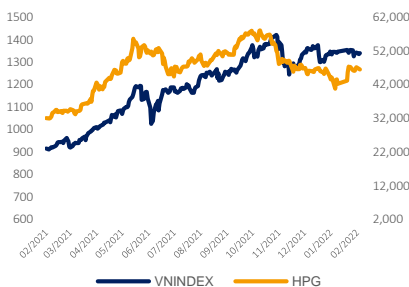
Lê Quốc Trung

[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

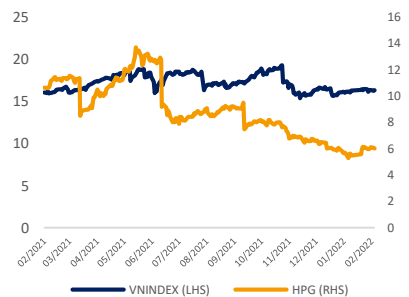
Giá khuyến nghị: 55,000 VNĐ

Giá cắt lỗ: 46,000 VNĐ

### Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### Bảng so sánh P/E và VN index



### Định giá

- BSC khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là **61,700 VNĐ/CP** tương đương upside 23% so với giá ngày 03/03/2022 dựa trên kết hợp 2 phương pháp định giá P/E = 8.0x và EV/EBITDA = 6.5x.

### Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo DTT và LNST của HPG trong năm 2022 lần lượt đạt mức **145,041 tỷ VNĐ (-3.1% YoY)** và **36,202 tỷ VNĐ (+4.8% YoY)**, EPS FW = **8,071 VNĐ/CP** dựa trên các giả định: (i) Tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại tăng 8.7% yoy, (ii) Giá thép điều chỉnh -10% yoy; (iii) Biến động giá nguyên vật liệu theo hướng Giá quặng -20% yoy và Giá than +10% yoy.

### Quan điểm đầu tư

- Chúng tôi kỳ vọng năm 2022, sản lượng tiêu thụ thép nội địa của HPG +9.5% yoy nhờ hưởng lợi từ chính sách tăng giải ngân vốn đầu tư công vào cơ sở hạ tầng; bù đắp cho tăng trưởng xuất khẩu giảm về mức +5% yoy do áp lực cạnh tranh.
- Quy trình sản xuất khép kín giúp HPG duy trì biên lợi nhuận gộp mảng thép tương đương năm 2021.
- Định giá rẻ với PE forward năm 2022 ở mức 6.2x.

### Rủi ro

- Giá bán thép giảm mạnh hơn dự báo;
- Biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận mảng thép.

### Cập nhật doanh nghiệp

- Trong năm 2021, DTT của HPG đạt 149,680 tỷ VNĐ (+66% yoy) và LNST đạt 34,521 tỷ VNĐ (+155% yoy), vượt 91% KH về lợi nhuận trong năm 2021. Mảng thép tiếp tục đóng góp chính vào kết quả kinh doanh năm 2021, ước DTT mảng thép ở mức 138,471 tỷ VNĐ, +81% yoy.
- Sản lượng tiêu thụ thép trong năm 2021 tăng trưởng 52% yoy, đạt mức 8.8 triệu tấn, trong đó đóng góp chính đến từ thép xây dựng thành phẩm với 3.9 triệu tấn (+14% yoy) và HRC 2.6 triệu tấn (gấp 3 lần cùng kỳ).

	2021	2022F	Peer	VN-Index
PE (x)	5.99	6.21	6.49	17.38
PB (x)	2.28	1.63	2.13	2.78
PS (x)	1.38	1.42	1.31	4.50
ROE (%)	38.0%	28.5%	41.4%	10.3%
ROA (%)	19.4%	16.0%	18.6%	6.3%
EV/EBITDA (x)	5.90	N/A	7.98	29.29

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu	63,658	90,119	149,680	145,041
Lợi nhuận gộp	11,185	18,904	41,108	40,948
LNST	7,578	13,506	34,521	36,202
EPS	2,726	4,060	7,708	8,071
Tăng trưởng EPS	N/A	48.90%	89.88%	4.71%
Nợ ròng/ VCSH	67.2%	68.3%	38.3%	41.7%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết quả kinh doanh năm 2021 của HPG tăng trưởng ấn tượng (DTT đạt 149,680 tỷ đồng, +66% yoy và LNST ở mức 34,521 tỷ VNĐ, +156% yoy) với đóng góp chính đến từ hoạt động sản xuất và kinh doanh Thép.

**Bảng 1: Tóm tắt KQKD quý 4/2021 cả năm 2021**

Tỷ VNĐ	Q4.2021	Q4.2020	% yoy	2021	2020	% yoy	Ghi chú
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>44,711</b>	<b>25,778</b>	<b>73%</b>	<b>149,680</b>	<b>90,119</b>	<b>66%</b>	
Thép	42,598	22,263	91%	140,395	76,334	84%	DTT mảng thép tăng trưởng mạnh, khi cả sản lượng thép thô +52% yoy và giá thép bình quân +43% yoy
SXCN khác	-	618	-100%	-	2,505	-100%	HPG thanh lý toàn bộ mảng nội thất, thu lãi 498 tỷ VNĐ
Nông nghiệp	1,781	2,718	-34%	7,966	10,553	-25%	DTT mảng nông nghiệp sụt giảm mạnh do giá thịt lợn -50% yoy. Nguồn cung tăng mạnh khi các hộ chăn nuôi tái đàn trở lại và nhập khẩu thịt lợn tăng.
Bất động sản	332	176	89%	1,319	726	82%	Cho thuê đất KCN ở các dự án Phố Nối A (600ha), Yên Mỹ II (231ha), Hòa Mạc (203ha). Công ty cũng có kế hoạch gia tăng quỹ đất nhà ở thương mại tại các địa phương trên cả nước.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>9,587</b>	<b>6,267</b>	<b>53%</b>	<b>41,108</b>	<b>18,904</b>	<b>117%</b>	
Biên LNG	21.4%	24.3%		27.5%	21.0%		
<b>CPBH&amp;QLDN</b>	<b>1220</b>	<b>497</b>	<b>145%</b>	<b>3444</b>	<b>1781</b>	<b>93%</b>	CPBH tăng mạnh do chi phí xuất khẩu tăng
% CPBH&QLDN/DTT	2.7%	1.9%		2.3%	2.0%		
<b>EBIT</b>	<b>8,367</b>	<b>5,770</b>	<b>45%</b>	<b>37,664</b>	<b>17,123</b>	<b>120%</b>	
Lãi vay	630	662	-5%	2,526	2,192	15%	
DT tài chính	857	355	141%	3,071	1,005	206%	DT tài chính tăng mạnh nhờ Đầu tư tài chính ngắn hạn +78% yoy
<b>LNST</b>	<b>7,419</b>	<b>4,661</b>	<b>59%</b>	<b>34,521</b>	<b>13,506</b>	<b>156%</b>	
Thép	7,327	3,997	83%	33,337	11,110	200%	
SXCN khác	-	67	-100%	-	317	-100%	
Nông nghiệp	(98)	381	-126%	719	1,678	-57%	Giá vốn cao, cộng thêm với chi phí "3 tại chỗ" đột biến
Bất động sản	191	215	-11%	465	401	16%	
<b>Sản lượng tiêu thụ thép (tấn)</b>							
Thép xây dựng	1,092,104	913,487	20%	3,889,683	3,400,404	14%	
Thép ống	177,448	252,762	-30%	675,364	821,840	-18%	
Tôn mạ	155,710	-	N/A	428,785	-	N/A	
HRC, CRC	629,281	379,147	66%	2,570,419	576,622	346%	
<b>Thị phần tiêu thụ nội địa</b>							
Thép xây dựng	36%	31%		36%	32%		Thị phần thép xây dựng trong nước tăng trưởng, dù sản lượng toàn ngành giảm vì ảnh hưởng của dịch bệnh
Thép ống	35%	35%		33%	35%		Tiếp tục dẫn đầu thị trường
Tôn mạ	6%	N/A		6%	N/A		HPG lần đầu cung ứng tôn mạ ra thị trường nhưng đã hoạt động

					vượt công suất thiết kế 400,000 tấn/năm	
<b>Tỷ trọng xuất khẩu trong tổng sản lượng tiêu thụ</b>						
Thép xây dựng	31%	18%	26%	16%	Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng mạnh, +138% yoy, với 2 nhóm sản phẩm chính là thép xây dựng (phôi thép và thành phẩm), và tôn mạ	
Thép ống	3%	2%	4%	3%		
Tôn mạ	78%	N/A	69%	N/A		
<b>Một số chỉ tiêu bảng Cân đối kế toán</b>						
Nợ vay ngắn hạn			43,748	36,798	19%	
Nợ vay dài hạn			13,465	17,343	-22%	Dự án Dung Quất GĐ 1 hoàn tất và đưa vào vận hành toàn bộ trong năm 2021, làm giảm dư nợ dài hạn
Hàng tồn kho			42,134	26,287	60%	
Tiền, tương đương tiền & Đầu tư ngắn hạn			40,708	24,825	64%	

*Nguồn: HPG, Fiiipro, BSC Research*

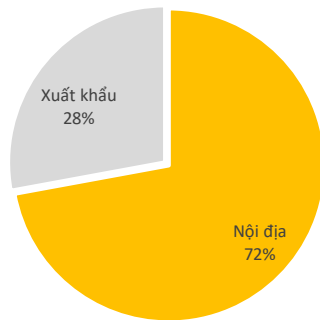
## TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2022

### DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ THÉP VẪN CÒN

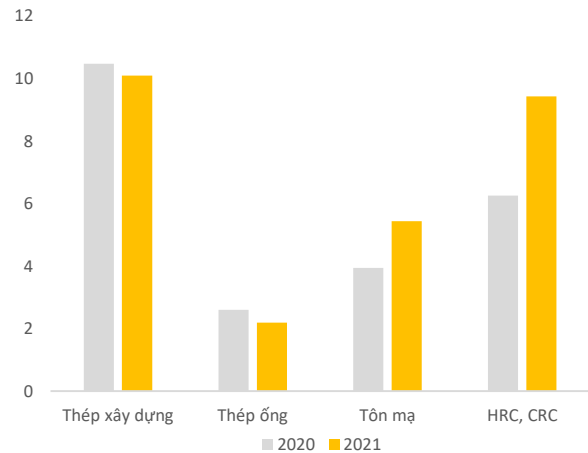
**Nhu cầu trong nước phục hồi tổng giúp sản lượng tiêu thụ thép của HPG theo chúng tôi dự báo +8.7% yoy trong năm 2022.**

Tăng trưởng tổng sản lượng của ngành thép trong năm 2021 đạt 16.6%, nhưng tăng trưởng tiêu thụ nội địa chỉ đạt 5% do ảnh hưởng của dịch bệnh, trong đó thép xây dựng (-10% yoy) và thép ống (-16% yoy) chịu tác động mạnh nhất. Tuy nhiên, thị trường nội địa vẫn là thị trường tiêu thụ chính của ngành thép.

Hình 1: Thị trường nội địa đóng góp phần lớn trong tổng sản lượng toàn ngành



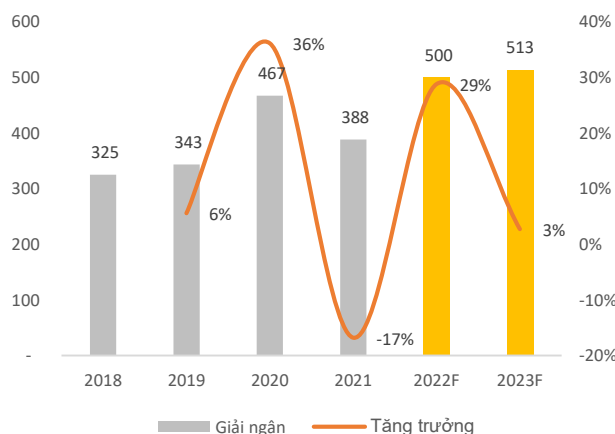
Hình 2: Sản lượng các sản phẩm thép trong năm 2021 (triệu tấn)



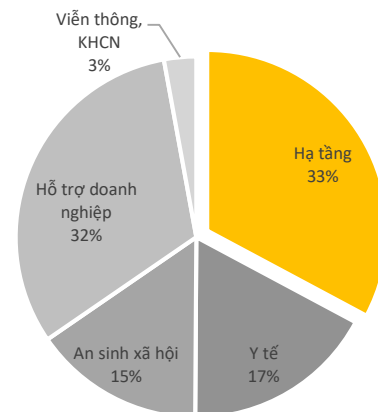
Nguồn: GSO, CBRE, BSC Research

**Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép nội địa tăng trưởng trở lại, ước +13.4% yoy trong năm 2022** nhờ động lực từ Chính sách đẩy mạnh giải ngân đầu tư công của Chính phủ. Trong Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội năm 2022 - 2023 với quy mô 347 nghìn tỷ đồng vừa được Quốc hội thông qua, nguồn vốn phân bổ cho phát triển kết cấu hạ tầng lên tới 113 nghìn tỷ đồng (1.3% GDP), tập trung cho các dự án giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam phía Đông, các dự án kết nối vùng, KCN, cảng biển... **Do đó, chúng tôi cho rằng giải ngân đầu tư công năm 2022 có thể +15%-30% yoy, giúp kích thích nhu cầu tiêu thụ thép trong nước.**

Hình 3: Giải ngân đầu tư công kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2022-2023 (nghìn tỷ đồng)



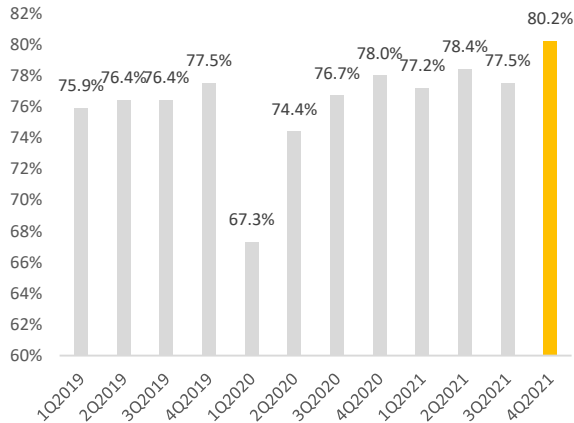
Hình 4: Phát triển cơ sở hạ tầng là trọng tâm trong gói kích thích kinh tế 347 nghìn tỷ đồng



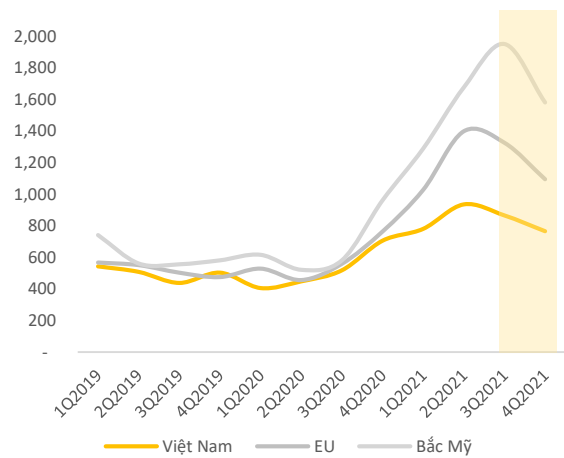
Nguồn: GSO, BSC Research

**Trong khi đó, hoạt động xuất khẩu thép trong năm 2022 có thể sẽ khó khăn hơn do nguồn cung tăng khi các nước phục hồi sản xuất sau khi kiểm soát được dịch bệnh. Áp lực cạnh tranh gia tăng, đặc biệt từ Trung Quốc - nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới - khiến mức chênh lệch giá thép giữa Việt Nam và các thị trường nhập khẩu lớn thu hẹp dần. BSC dự báo sản lượng xuất khẩu thép +5% yoy trong năm 2022, tổng sản lượng nội địa và xuất khẩu +10% yoy.**

**Hình 5: Hiệu suất hoạt động các nhà máy thép tại Trung Quốc tăng lên mức cao nhất trong 2 năm qua**



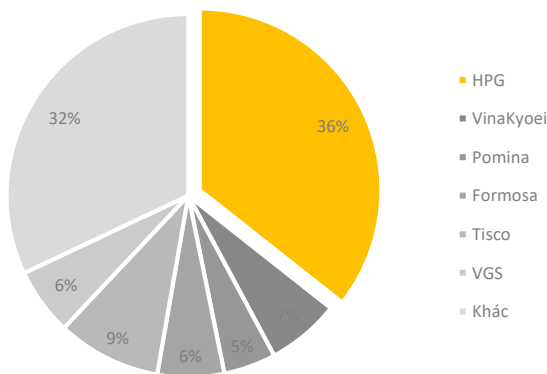
**Hình 6: Chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và các thị trường nhập khẩu lớn đã thu hẹp trong Q4/2021 (USD/tấn)**



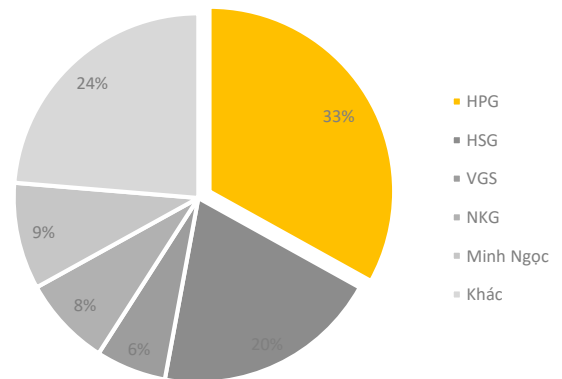
*Nguồn: CNBS, Bloomberg, BSC Research*

**Chúng tôi cho rằng HPG là doanh nghiệp được hưởng lợi khi thị trường tiêu thụ nội địa phục hồi nhờ: (1) thị phần tiêu thụ nội địa dẫn đầu toàn ngành (32.5% về thép xây dựng và 24.8% về ống thép) và (2) khả năng mở rộng công suất nhà máy tại KLH Dung Quất thêm 10%-15% (tương đương sản lượng tăng thêm 760,000 tấn). BSC dự báo tổng sản lượng tiêu thụ thép nội địa của HPG +9.5% yoy trong năm 2022.**

**Hình 5: Thị phần thép xây dựng trong nước năm 2021 tăng trưởng dù sản lượng toàn ngành suy giảm**



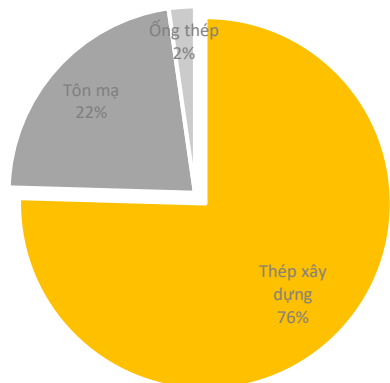
**Hình 6: Thị phần ống thép trong nước -2% yoy nhưng vẫn dẫn đầu ngành thép**



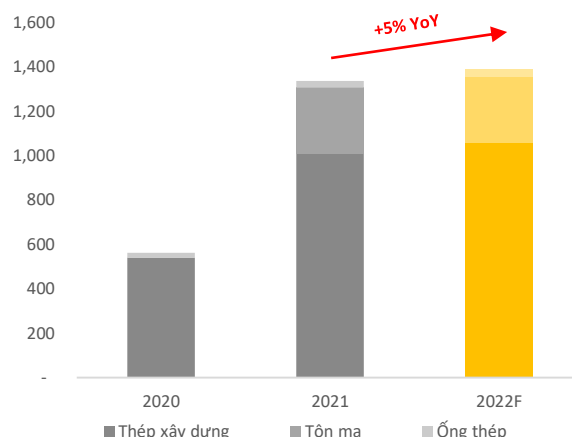
*Nguồn: Fiinpro, VSA, BSC Research*

**Xuất khẩu thép của HPG dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại. Tỷ trọng xuất khẩu trong tổng sản lượng của HPG tăng trưởng trong năm 2021 (từ 12% lên 18%), trong đó xuất khẩu thép xây dựng là chủ yếu (75%) và chiếm 50% lượng xuất khẩu toàn ngành. 70% sản lượng tôn mạ của HPG được tiêu thụ ở thị trường xuất khẩu, nhưng hiện đã chạm đến ngưỡng công suất tối đa. BSC dự báo sản lượng thép xuất khẩu năm 2022 của HPG tăng trưởng tương đương mức tăng toàn ngành, +5% yoy.**

Hình 7: Thép xây dựng đóng góp tỷ trọng lớn trong hoạt động xuất khẩu thép của HPG (năm 2021)



Hình 8: Dự báo sản lượng xuất khẩu thép của HPG tăng nhẹ trong năm 2022 (nghìn tấn)



Nguồn: Fiinpro, VSA, BSC Research

## BIÊN LỢI NHUẬN GỘP MÀNG THÉP DUY TRÌ

Chúng tôi cho rằng việc sở hữu quy trình sản xuất thép khép kín và lợi thế quy mô sản xuất lớn, HPG có khả năng duy trì biên lợi nhuận ở mức tương đương năm 2021.

BSC dự báo giá bán thép bình quân năm 2022 giảm, -10% yoy, dựa trên giả định: (1) giá quặng sắt tiếp tục giảm mạnh -20% yoy và (2) giá than cốc duy trì đà tăng, +10% yoy.

**Quặng sắt (ước tính chiếm ~50% chi phí NVL sản xuất thép của HPG):** Giá quặng sắt thế giới phụ thuộc vào nguồn cung từ các quốc gia xuất khẩu lớn như Úc, Brazil và nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc. Giá quặng đã bắt đầu giảm kể từ Q3/2021 do những lo ngại về thị trường bất động sản lao dốc tại Trung Quốc. Mặc dù vậy, giá quặng sắt đã bật tăng mạnh 25% kể từ đầu năm 2022 nhờ lực mua từ các nhà sản xuất thép tại Trung Quốc, do nước này vừa lùi thời hạn áp dụng giới hạn phát thải đối với ngành thép thêm 5 năm tới năm 2030, đồng thời biến chủng Omicron bùng phát tại các nước xuất khẩu quặng sắt tạm thời làm gián đoạn nguồn cung.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm của giá quặng sẽ tiếp tục trong năm 2022 khi các nhà cung cấp lớn như Fortescue, BHP và Rio Tinto phục hồi sản lượng khai thác về mức trước dịch bệnh. Chúng tôi kỳ vọng giá quặng sắt -20% yoy, ở mức khoảng 120 USD/tấn do tính tới khả năng sản xuất thép tại Trung Quốc phục hồi.

Bảng 2: Tổng hợp dự báo giá quặng sắt 62% Fe, CFR Trung Quốc (USD/tấn)

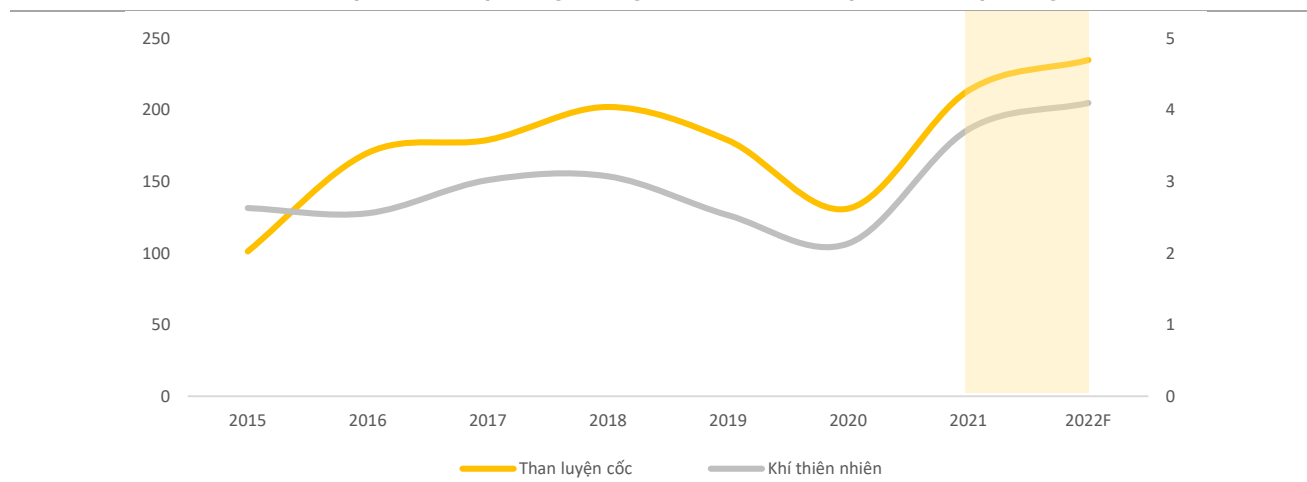
Bên dự báo	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023
Capital Economics Ltd	115	102	89	76	68	63
Westpac Banking Corp	134.5	120.5	101	81.5	71	67
Intesa Sanpaolo SpA	100	95	88	85	85	85
Panmure Gordon & Co PLC	120	130	120	-	-	-
Market Risk Advisory Co Ltd	120	115	115	110	110	100
MPS Capital Services Banca per le Imprese SpA	120	100	110	110	-	-
Natixis SA	90	78	82	82	75	75
Commerzbank AG	93	91	90	90	88	88

Australia & New Zealand Banking Group Ltd	124	102	88.2	85.8	85	82
<b>Trung bình</b>	<b>112.9</b>	<b>103.7</b>	<b>98.1</b>	<b>90.0</b>	<b>83.1</b>	<b>80.0</b>
<b>Trung vị</b>	<b>120.0</b>	<b>102.0</b>	<b>90.0</b>	<b>85.4</b>	<b>85.0</b>	<b>82.0</b>

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Than cốc:** Than cốc cấu thành khoảng 30% giá thép, với nguồn cung xuất khẩu chính từ các nước Úc, Indonesia, Nga, Mỹ, Nam Phi... và tiêu thụ nhiều nhất bởi Trung Quốc (50% nhu cầu thế giới). Chúng tôi cho rằng giá than cốc trong năm 2022 sẽ vẫn ở mức cao, +10% yoy do nguồn cung khai thác mới bị hạn chế bởi các cam kết bảo vệ môi trường, trong khi nhu cầu than tại Trung Quốc tăng mạnh để giải quyết tình trạng thiếu điện hiện nay. Giá khí thiên nhiên (nguyên liệu thay thế cho than trong sản xuất điện) tăng cao theo giá dầu cũng là 1 yếu tố thúc đẩy giá than đi lên.

**Hình 9: Giá khí thiên nhiên dự báo tiếp tục tăng theo giá dầu, Giá than dự báo tiếp tục tăng**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Chúng tôi cho rằng việc sở hữu quy trình sản xuất thép khép kín và lợi thế quy mô sản xuất lớn, HPG có khả năng duy trì biên lợi nhuận** theo chúng tôi ước tính ở mức 25% tương đương năm 2021 với những giả định trên.

### **ĐỊNH GIÁ RẺ ĐỂ TÍCH LŨY**

**Cổ phiếu HPG đang được giao dịch ở mức định giá tương đối thấp (PE =6.2x)** trong lịch sử giao dịch của cổ phiếu này do (1) thị trường có những quan ngại nhất định về triển vọng lợi nhuận năm 2022, (2) HPG cũng bước vào giai đoạn đầu tư tài sản cố định lớn cho dự án Dung Quất 2, với mức vốn dự kiến 85,000 tỷ đồng, bao gồm 70,000 tỷ đồng vốn cố định và 15,000 tỷ đồng vốn lưu động.

Chúng tôi cho rằng **mức định giá PE = 6.2x đủ rẻ để mua tích lũy** vì:

- (1) Lợi nhuận ròng duy trì ở mức cao nhờ lợi thế về quy mô sản xuất lớn và doanh thu tài chính từ nguồn tiền mặt dồi dào. HPG có khả năng tối ưu chi phí, giúp duy trì biên lợi nhuận gộp như chúng tôi đã phân tích ở trên. Bên cạnh đó, chi phí tài chính giảm nhờ một số khoản nợ vay cho dự án Dung Quất 1 tắt toán và doanh thu tài chính từ nguồn tiền dồi dào sẽ gia tăng thêm lợi nhuận năm 2022 của HPG.
- (2) Sức khỏe tài chính của HPG giai đoạn này tốt hơn nhiều so với giai đoạn năm 2018 khi đầu tư xây dựng Dung Quất GD1. Tiền và tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn tại thời điểm 31/12/2021 đạt hơn 40,000 tỷ đồng, ~57% vốn cố định của dự án Dung Quất GD2 (thời điểm bắt đầu xây dựng Dung Quất GD1, chỉ số này chỉ ~12%).

- (3) Chúng tôi cho rằng khi Dung Quất GD2 đi vào vận hành kể từ năm 2024, tổng công suất của HPG sẽ tăng thêm 5.6 triệu tấn (+70%), tập trung sản xuất HRC (hiện tổng công suất trong nước mới đáp ứng được 65% nhu cầu nội địa) sẽ giúp định giá lại cổ phiếu HPG với mức PE cao hơn.

Hình 10: Lịch sử định giá của HPG theo chỉ số PE



Nguồn: Fiipro, BSC Research



## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo DTT và LNST của HPG trong năm 2022 lần lượt đạt 145,041 tỷ VNĐ (-3.1% YoY) và 36,202 tỷ VNĐ (+4.8% YoY), EPS FW = 8,071 VNĐ/CP dựa trên các giả định: (i) Tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại +8.7% yoy, (ii) Giá thép điều chỉnh -10% yoy, (iii) Biến động giá nguyên vật liệu trên thế giới khiến Giá quặng sắt -20% yoy và Giá than +10% yoy.

## ĐỊNH GIÁ

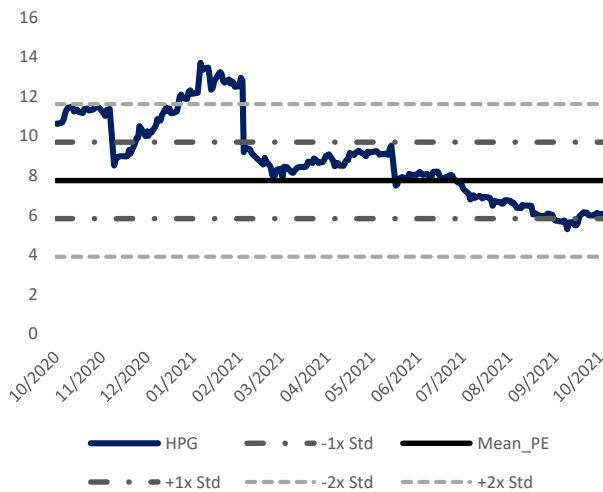
Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp P/E và EV/EBITDA (tỷ lệ 50:50) với mức P/E và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 8.0x và 6.5x – tương đương mức trung bình trong 1 chu kỳ của cổ phiếu HPG. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu **61,700 VNĐ/CP**, **upside 23%** so với giá đóng cửa ngày 03/03/2022.

**Bảng 3: Tổng hợp định giá**

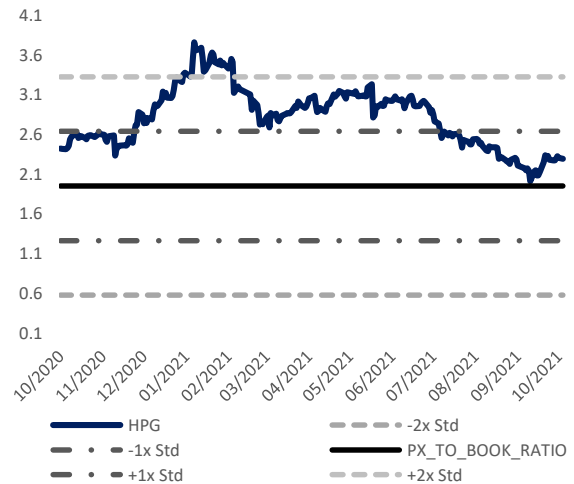
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
P/E	50%	64,572
EV/EBITDA	50%	58,814
Tổng hợp định giá		<b>61,700</b>

Nguồn: BSC Research

Hình 11: Chỉ số P/E của HPG



Hình 12: Chỉ số P/B của HPG



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	LCTT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>63,658</b>	<b>90,119</b>	<b>149,680</b>	<b>145,041</b>	(Lỗ)/LNTT	9,097	15,357	37,057	38,861
Giá vốn hàng bán	52,473	71,214	108,571	104,093	Khấu hao và phân bổ	3,262	6,575	7,487	6,574
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>11,185</b>	<b>18,904</b>	<b>41,108</b>	<b>40,948</b>	Thay đổi vốn lưu động	(4,644)	(10,345)	(17,077)	(10,077)
Chi phí bán hàng	873	1,091	2,120	2,052	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>7,715</b>	<b>11,587</b>	<b>27,466</b>	<b>35,359</b>
Chi phí QLDN	569	690	1,324	1,282	Tiền chi mua TSCĐ	(20,825)	(11,916)	(12,116)	(33,568)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>9,743</b>	<b>17,123</b>	<b>37,664</b>	<b>37,614</b>	Đầu tư khác	2,761	(6,580)	(8,288)	(20,158)
Doanh thu tài chính	471	1,005	3,071	3,789	<b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>	<b>(18,064)</b>	<b>(18,495)</b>	<b>(20,404)</b>	<b>(53,726)</b>
Chi phí tài chính	1,182	2,837	3,732	2,594	Tiền chi trả cổ tức	(13)	(1,419)	(1,704)	-
Chi phí lãi vay	937	2,192	2,526	2,075	Tiền từ vay ròng	12,391	17,470	3,423	14,517
Lợi nhuận từ CTLD/LK	(1)	2	4	4	Tiền thu khác	0	3	11	-
Lãi/lỗ khác	66	65	48	48	<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>12,378</b>	<b>16,054</b>	<b>1,729</b>	<b>14,517</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9,097</b>	<b>15,357</b>	<b>37,057</b>	<b>38,861</b>	Dòng tiền đầu kỳ	2,516	4,545	13,696	22,471
Thuế thu nhập DN	1,518	1,851	2,536	2,659	Tiền trong kì	2,029	9,146	8,792	(3,850)
<b>LN sau thuế</b>	<b>7,578</b>	<b>13,506</b>	<b>34,521</b>	<b>36,202</b>	<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>4,545</b>	<b>13,690</b>	<b>22,488</b>	<b>18,622</b>
CĐTS	51	56	43	99					
LNST - CĐTS	<b>7,527</b>	<b>13,450</b>	<b>34,478</b>	<b>36,103</b>					
<b>EBITDA</b>	<b>12,179</b>	<b>21,657</b>	<b>42,662</b>	<b>43,238</b>					
<b>EPS</b>	<b>2,726</b>	<b>4,060</b>	<b>7,708</b>	<b>8,071</b>					

CĐKT (Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	Chỉ số (%)	2019	2020	2021	2022F
<b>Tiền và DTTC</b>	<b>5,919</b>	<b>21,823</b>	<b>40,708</b>	<b>53,750</b>	<b>Khả năng thanh toán</b>				
Phải thu ngắn hạn	3,561	6,125	7,662	9,067	H số TT ngắn hạn	1.13	1.09	1.28	1.48
Tồn kho	19,412	26,287	42,134	42,542	H số TT nhanh	0.41	0.59	0.71	0.90
TS ngắn hạn khác	1,544	2,513	3,650	3,533					
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>30,437</b>	<b>56,747</b>	<b>94,154</b>	<b>108,893</b>	<b>Cơ cấu vốn</b>				
TSCĐ hữu hình	30,980	65,308	68,744	70,785	Hệ số Nợ/TTS	53%	55%	49%	44%
TSCĐ vô hình	269	254	537	520	Hệ số Nợ/VCSH	113%	122%	96%	78%
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-					
TS dở dang dài hạn	37,435	6,247	10,018	40,992	<b>Năng lực hoạt động</b>				
ĐT dài hạn	46	171	7	42	Số ngày HTK	117	118	150	150
TS dài hạn khác	2,608	2,784	4,776	4,652	Số ngày phải thu	14	13	16	16
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>71,339</b>	<b>74,764</b>	<b>84,082</b>	<b>116,991</b>	Số ngày phải trả	85	71	78	75
<b>Tổng tài sản</b>	<b>101,776</b>	<b>131,511</b>	<b>178,236</b>	<b>225,883</b>	CCC	46	60	53	56
Phải trả ngắn hạn	7,507	10,916	23,729	21,269					
Vay ngắn hạn	16,838	36,798	43,748	46,122	<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Nợ ngắn hạn khác	2,639	4,261	5,983	5,983	Lợi nhuận gộp	18%	21%	27%	28%
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>26,984</b>	<b>51,975</b>	<b>73,459</b>	<b>73,374</b>	Lợi nhuận LNST	12%	15%	23%	25%
Vay dài hạn	19,842	17,343	13,465	25,608	ROE	16%	23%	38%	29%
Nợ dài hạn khác	7,163	2,973	532	532	ROA	7%	10%	19%	16%
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>27,005</b>	<b>20,316</b>	<b>13,996</b>	<b>26,139</b>					
<b>Nợ phải trả</b>	<b>53,989</b>	<b>72,292</b>	<b>87,456</b>	<b>99,513</b>	<b>Định Giá</b>				
Vốn góp	27,611	33,133	44,729	44,729	PE	17.81	11.86	5.62	5.36
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	PB	2.71	2.62	2.13	1.53
LN chưa phân phối	15,877	21,792	41,763	77,866					
Vốn chủ khác	924	934	922	922	<b>Tăng trưởng</b>				
Cổ đông thiểu số	163	149	155	201	Tăng trưởng DTT	14%	42%	66%	-3%
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>47,787</b>	<b>59,220</b>	<b>90,780</b>	<b>126,929</b>	Tăng trưởng EBIT	-8%	76%	120%	0%
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>101,776</b>	<b>131,511</b>	<b>178,236</b>	<b>226,442</b>	Tăng trưởng LNNT	-12%	69%	141%	5%
SLCP (triệu)	2,761	3,313	4,473	4,473	Tăng trưởng EPS	-32%	49%	90%	5%

Nguồn: HPG, BSC Research

## Khuyến cáo sử dụng

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

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 8&9 ThaiHoldings Tower  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

