

## Việt Nam

**KHẢ QUAN** (không thay đổi)

Consensus ratings\*: KQ 6 TL 0 KKQ 1

Giá hiện tại:	VND23.000
Giá mục tiêu:	VND29.700
Giá mục tiêu cũ:	VND26.139
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	29,1%
CGS-CIMB / Consensus:	0,3%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG VN
Thị giá vốn:	US\$2.740tr
	VND63.504 tỷ
GTGD bình quân:	US\$5,13tr
	VND118 tỷ
SLCP đang lưu hành:	2.761 tr
Free float:	59,7%

\*NGUỒN: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Tăng 17,1% EPS dự phóng năm 2020
- Tăng 10,5% EPS dự phóng năm 2021



NGUỒN: Bloomberg

<b>Diễn biến giá</b>	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	1,5	3,4	-1,3
Tương đối (%)	3,8	7,1	-8,3

<b>Cổ đông lớn</b>	% năm giữ
Trần Đình Long	25,4
Dragon Capital	7,7
Vũ Thị Hiền	7,3

# Tập đoàn Hòa Phát

## Mọi ánh nhìn hướng về Dung Quất

- Chúng tôi duy trì đánh giá KHẢ QUAN với cổ phiếu HPG sau chuyến thăm Khu liên hiệp thép Hòa Phát Dung Quất (KLHDQ) tại tỉnh Quảng Ngãi.
- Ban lãnh đạo HPG kỳ vọng sản lượng bán thép xây dựng 2020 tăng 33,3% yoy.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 29.700 đồng/cp nhờ tăng trưởng sản lượng bán cao hơn trong giai đoạn 2020-2021.

### Dung Quất giai đoạn 1 đang trong giai đoạn chạy thử nghiệm

2 lò cao của Khu liên hiệp Dung Quất (KLHDQ/Dung Quất) GD 1 đã bắt đầu chạy thử nghiệm lần lượt vào tháng 7 và tháng 11 năm 2019. Tính đến hiện tại, KLHDQ đã cho ra lò khoảng 840.000 tấn thép xây dựng và phôi thép. Chúng tôi tin rằng giai đoạn 1 sẽ vận hành thương mại trong Q1/20. Khi vận hành tối đa công suất, KLHDQ giai đoạn 1 với công suất thiết kế 2 triệu tấn thép/năm có thể sản xuất tối đa 3 triệu tấn thép xây dựng, giúp nâng tổng công suất của HPG thêm 135,7% vào năm 2020.

### KLHDQ giai đoạn 2 được kỳ vọng sẽ hoàn thành chuỗi giá trị mảng thép dẹt của HPG

Chúng tôi tin rằng KLHDQ GD 2 sẽ bắt đầu chạy thử nghiệm vào cuối Quý 2/2020 và chính thức vận hành thương mại vào cuối năm sau. Khi vận hành tối đa công suất, giai đoạn 2 có thể bổ sung 2,5 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC) vào tổng công suất hàng năm của HPG. Giai đoạn 2 cũng sẽ giúp công ty hoàn thiện chuỗi giá trị sản phẩm thép dẹt, từ quặng sắt đến sản phẩm cuối cùng (tôn mạ và ống thép). Điều này sẽ đem lại lợi thế cạnh tranh đáng kể cho HPG do hầu hết các nhà sản xuất thép dẹt nội địa hiện đang phải nhập khẩu HRC để sản xuất ống thép (với chi phí cao hơn). Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2 có thể gia tăng biên LNG thép dẹt của HPG 8,6-9,0 điểm % trong năm 2020-2021 so với 2019 nhờ nguồn HRC tự cung ứng.

### Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận 2020/2021 lên 17,1/10,5%

Cho năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của HPG đạt lần lượt 72.825 tỷ đồng (+19,0% yoy) và 9.132 tỷ đồng (+21,4% yoy) nhờ vào: (1) sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép tăng lần lượt 33,4% yoy và 10,0% yoy; (2) giá quặng sắt bình quân giảm 5,9%, theo dự báo của chúng tôi; (3) KLHDQ được miễn thuế trong 4 năm đầu tiên và (4) chi phí vận chuyển thấp hơn của Dung Quất so với Hải Dương. Chúng tôi ước tính LNST tiếp tục đã tăng 17,2% yoy trong năm 2021 lên 10.705 tỷ đồng.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan và nâng giá mục tiêu 13,2%

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 29.700 đồng/cp để phản ánh triển vọng tốt hơn cho giai đoạn 2020-2021 và điều chỉnh năm cơ sở định giá sang 2020. Định giá dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 8,0x cho EPS 2020; và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tăng trưởng nhu cầu thép chậm hơn dự kiến, và (2) hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến của KLHDQ.

**Chuyên viên Phân tích**

**Nguyễn Thanh Tuấn**

 T (84) 94 814 2970  
 E tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

**Trần Bá Trung**

 T (84) 97 665 3885  
 E trung.tranba@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	46.162	55.836	61.219	72.825	85.160
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	11.417	12.524	11.893	17.556	19.901
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7.826	8.392	7.331	8.903	10.436
EPS cốt lõi (VND)	2.834	3.039	2.655	3.225	3.780
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	30%	7%	-13%	21%	17%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	8,11	7,57	8,66	7,13	6,08
Cổ tức tiền mặt (tỷ đồng)	1,4	2,1	-	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	0,01%	0,01%	0,00%	2,17%	2,17%
EV/EBITDA (lần)	5,5	6,5	8,6	5,4	4,3
P/FCFE	NA	NA	259,50	20,80	43,70
P/B (lần)	1,97	1,57	1,31	1,11	0,94
ROE	30,1%	23,1%	16,5%	16,9%	16,8%
% thay đổi trong dự báo EPS (so với báo cáo cũ)			3,4%	17,1%	10,5%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,03	1,03	1,09

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

## Mọi ánh nhìn hướng về Dung Quất

### Những điểm chính trong buổi gặp gỡ nhà đầu tư của HPG

#### Dung Quất giai đoạn 1 sẵn sàng vận hành thương mại trong Quý 1/2020

Chúng tôi tin rằng quá trình thử nghiệm lò cao đầu tiên đã diễn ra suôn sẻ kể từ tháng 7 năm 2019, khi đã xuất xưởng được khoảng 340.000 tấn phôi thép và 500.000 tấn thép xây dựng. Lò cao số 2 đã bắt đầu chạy thử vào tháng 11 nhưng sản lượng sản xuất không được tiết lộ. Khi vận hành tối đa, KLHDQ giai đoạn 1 với công suất thiết kế 2 triệu tấn thép/năm có thể sản xuất tối đa đến 3 triệu tấn thép xây dựng, giúp nâng tổng công suất của HPG thêm 135,7% vào năm 2020.

#### Sử dụng công nghệ mới cho KLHDQ giai đoạn 2

Ban lãnh đạo HPG tự tin sẽ vận hành giai đoạn 1 của Khu liên hiệp Dung Quất một cách hiệu quả nhờ kinh nghiệm đã có tại nhà máy Hải Dương. Tuy nhiên giai đoạn 2 sẽ yêu cầu công nghệ và cách vận hành hoàn toàn mới để sản xuất sản phẩm thép HRC. HPG đã có kế hoạch thuê các chuyên gia nước ngoài theo dõi và vận hành trong 6 tháng chạy thử đồng bộ. Ban lãnh đạo kỳ vọng các kỹ sư trong nước có thể đảm nhận và vận hành tốt giai đoạn 2 sau 6 tháng chạy thử.

#### Chi phí sản xuất thấp hơn tại KLHDQ sẽ giúp HPG nâng cao khả năng cạnh tranh

Ban lãnh đạo HPG cho biết khi vận hành ở mức tối ưu, Dung Quất sẽ có tỷ suất EBITDA cao hơn so với nhà máy Hải Dương hiện tại (Nhà máy Hải Dương có biên EBITDA đạt 19,4% năm 2019, theo ước tính của chúng tôi), nhờ:

- Cảng biển nước sâu tại Dung Quất có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lên tới 200.000 DWT (so với chỉ 80.000 DWT tại Cẩm Phả, cấp nguyên liệu cho nhà máy Hải Dương), sẽ làm tăng khối lượng nguyên liệu đầu vào trực tiếp vận chuyển đến nhà máy. Theo ban lãnh đạo, chi phí nguyên liệu đầu vào tại Dung Quất có thể thấp hơn khoảng 3,5-4,7% so với tại Hải Dương.
- Công nghệ và máy móc mới của KLHDQ giúp tỷ lệ hao hụt nguyên vật liệu thấp hơn so với tổ hợp nhà máy Hải Dương (chi tiết không được công bố).

#### Ban lãnh đạo kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng có thể tăng 33,3% trong năm 2020

Ban lãnh đạo ước tính sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong năm 2019 sẽ tăng 13% yoy, đạt 2,7 triệu tấn, thấp hơn 5,3% so với dự báo cũ của chúng tôi. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng năm 2020 được HPG kỳ vọng sẽ tăng khoảng 29,6-33,3% yoy lên 3,5-3,6 triệu tấn nhờ sản lượng bổ sung từ Dung Quất giai đoạn 1. Chúng tôi tin rằng HPG sẽ tiếp tục tăng được thị phần nội địa, đặc biệt tại khu vực miền Nam và miền Trung, trong khi tiếp tục mở rộng xuất khẩu sang các thị trường mới như Canada và Mexico.

### Góc nhìn tích cực hơn cho triển vọng 2020-2021 của HPG

#### KLHDQ giai đoạn 1 sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của HPG năm 2020

Chúng tôi ước tính KLHDQ giai đoạn 1 sẽ vận hành ở mức 45% công suất tối đa và cung ứng ra thị trường 1,35 triệu tấn thép xây dựng, đóng góp 37,6% tổng sản lượng thép xây dựng bán ra năm 2020. Tổng sản lượng thép tiêu thụ ước tính tăng 27,8% yoy trong năm 2020, nhờ: (1) tăng trưởng 33,4% yoy của thép xây dựng, và (2) tăng trưởng 10,0% yoy của ống thép. Chúng tôi cũng kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép sẽ duy trì đà tăng trong năm 2021, đạt mức tăng 20,1% yoy

với động lực từ (1) sản lượng thép xây dựng tăng 12,5% yoy, (2) sản lượng ống thép tăng 10,0% và (3) Dung Quất bắt đầu cung ứng ra thị trường 397.400 tấn HRC.

### Giá thép XD khó có thể hồi phục trong năm 2020

Chúng tôi tin rằng nhu cầu thép trong nước sẽ khó có thể hồi phục trong ngắn hạn khi thị trường bất động sản tiếp tục phải đối mặt với nhiều khó khăn trong năm 2020-21 do tiến độ cấp phép đầu tư chậm trễ. Theo Hiệp hội Bất động sản TP.Hồ Chí Minh, số lượng dự án mới (sẽ bắt đầu xây dựng vào năm 2020) nhận được giấy phép xây dựng đã giảm 38% trong năm 2019. Nhìn từ phía nguồn cung, chúng tôi ước tính sản lượng thép cung ứng cả nước năm 2020 vẫn sẽ tăng 5% yoy, điều này sẽ duy trì áp lực giảm giá bán thép trong năm tới. Chúng tôi giả định giá bán thép bình quân của HPG năm 2020 sẽ giảm 3,9% yoy so với mức dự báo giảm 1,8% của thị trường (số liệu thống kê Bloomberg).

### Điều chỉnh dự báo các năm 2020-21

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo EPS các năm 2020/21 lên 17,1%/10,1% để phản ánh: (1) tăng trưởng 27,8%/20,1% yoy của sản lượng tiêu thụ thép (so với dự báo cũ là 13,3%/9,4% yoy); (2) giá quặng sắt bình quân giảm 5,9%; (3) KLHDQ được miễn thuế trong 4 năm đầu tiên; và (4) chi phí vận chuyển thấp hơn của Dung Quất so với Hải Dương.

**Hình 1: Thay đổi dự báo cho năm 2019-2020 (tỷ đồng)**

	Dự báo cũ		Dự báo mới		% thay đổi		Ghi chú
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>62.657</b>	<b>68.516</b>	<b>61.219</b>	<b>72.800</b>	<b>-2,3%</b>	<b>6,3%</b>	
Thép	51.800	56.830	48.961	60.169	-5,5%	5,9%	Chúng tôi hạ dự báo doanh thu thép do giảm ước tính sản lượng 3,7% và giá bán giảm 1% so với dự báo cũ. Chúng tôi tăng dự báo doanh thu thép 2020 lên 5,9% trên cơ sở sản lượng thép tăng 9,2% và giá bán giảm 2% so với dự báo cũ.
LN gộp	11.097	12.498	11.416	14.291	2,9%	14,3%	
Biên LNG	17,7%	18,2%	18,6%	19,6%	0,9% pts	1,4% pts	Chúng tôi nâng dự báo biên LNG 2019 lên 0,9 điểm % nhờ vào chi phí khấu hao thấp hơn của nhà máy Dung Quất do thời điểm chính thức hoạt động chậm hơn dự kiến. Chúng tôi tăng dự báo biên LNG năm 2020 lên 1,4 điểm % do sản lượng lớn hơn và chi phí đầu vào thấp hơn của dự án Dung Quất.
CPBH&QLDN	1.438	1.573	1.466	1.744	2,0%	10,9%	
EBITDA	12.688	15.923	11.893	17.532	-6,3%	10,1%	
Chi phí lãi vay	1.149	1.715	978	1.782	-14,8%	3,9%	Chúng tôi hạ dự báo chi phí lãi vay trong năm 2019 do giai đoạn chạy thử lâu hơn dự kiến, khiến chi phí lãi vay được vốn hóa vào TSCĐ. Chúng tôi tăng dự báo chi phí lãi vay trong năm 2020 lên 3,9% do ước tính vay ngắn hạn sẽ tăng 7% so với dự báo cũ.
LN Trước thuế	8.585	9.209	9.093	10.737	5,9%	16,6%	
Lợi nhuận sau thuế	7.297	7.828	7.520	9.099	3,0%	16,2%	
Biên LNST	11,6%	11,4%	12,3%	12,5%	0,6% pts	1,1% pts	
Biên EBITDA	20,3%	23,2%	19,4%	24,1%	-0,8% pts	0,8% pts	
CPBH&QLDN/DTT	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	0,1% pts	0,1% pts	
EPS (đồng)	2.567	2.754	2.655	3.225	3,4%	17,1%	
<b>Sản lượng (tấn)</b>							
Thép xây dựng	2.841	3.241	2.691	3.591	-5,3%	10,8%	
Thép ống	719	791	739	813	2,7%	2,7%	

NGUỒN: VNDIRECT, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: Tóm tắt dự báo 2019-2021F (tỷ đồng)**

	2018	2019E	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>55.836</b>	<b>61.219</b>	<b>72.825</b>	<b>85.160</b>
Thép	46.424	48.961	60.169	72.372
LN gộp	11.671	11.416	14.316	16.255
Biên LNG	20,9%	18,6%	19,7%	19,1%
CPBH&QLDN	1.121	1.466	1.744	2.040
EBITDA	12.524	11.893	17.556	19.901
Chi phí lãi vay	540	978	1.782	1.536
LN Trước thuế	10.071	9.093	10.776	12.626
Lợi nhuận sau thuế	<b>8.573</b>	<b>7.520</b>	<b>9.132</b>	<b>10.705</b>
Biên LNST	15,4%	12,3%	12,5%	12,6%
Biên EBITDA	18,5%	16,0%	17,0%	16,4%
CPBH&QLDN/DTT	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%
Tăng trưởng DTT	21,0%	9,6%	19,0%	16,9%
Tăng trưởng LNST	7,1%	-12,3%	21,4%	17,2%
EPS (đồng)	3.039	2.655	3.225	3.780
<b>Sản lượng (tấn)</b>				
Thép xây dựng	2.379	2.691	3.591	4.041
Thép ống	654	739	813	894
Tăng/giảm giá bán	9,8%	-6,1%	-3,9%	0,1%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** và tăng giá mục tiêu lên **29.700 đồng/cp**

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 29.700 đồng/cp để phản ánh triển vọng tốt hơn cho giai đoạn 2020-21 và điều chỉnh năm cơ sở định giá sang 2020. Định giá dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 8,0x cho EPS 2020; và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tăng trưởng nhu cầu thép chậm hơn dự kiến, và (2) hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến tại KLHDQ.

**Hình 3: Các giả định chính của mô hình DCF**

<b>Giả định chung</b>	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP -10 năm)	4,0%
Phần bù rủi ro	10,0%
Beta	1,1
Chi phí vốn	15,1%
Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Chi phí vay	5,0%
WACC	11,8%
<b>(tỷ đồng)</b>	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	84.926
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	45.876
Giá trị doanh nghiệp	130.802
Trừ: tổng nợ	41.605
Cộng: Tiền và tương đương tiền	3.503
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	154
Giá trị cổ phần	92.546
SLCP Đang lưu hành	2.761
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	33.518

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Phương pháp định giá so sánh P/E**

	Giá trị
EPS 2020	3.225
P/E bình quân ngành	6,2x
Premium	29,0%
P/E mục tiêu	8,0x
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	25.796

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá theo tỷ trọng (đồng)
DCF	33.518	50%	16.759
P/E	25.796	50%	12.898
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			29.700

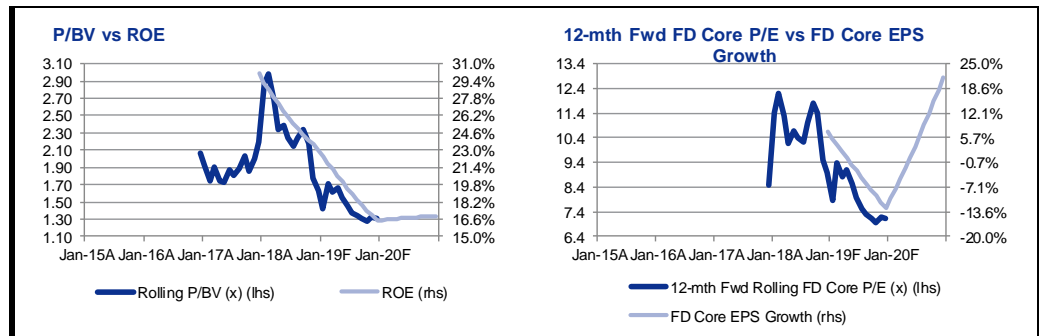
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Mã CK	K/N	Giá ht	Giá mục tiêu	Vốn hóa tr.USD	P/E (x)		Tăng trưởng		P/B	EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		2019F	2020F	EPS 3 năm	2019F		2020F	2019F	2020F	2019F
<b>Các doanh nghiệp thép trong khu vực</b>														
Sansteel Minguang Co Ltd -A	002110 CH	na	8,77	na	3.067	4,2	4,4	na	1,2	1,0	3,2	3,1	19,7	18,7
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	000778 CH	na	4,07	na	2.317	8,4	7,9	76,7	0,8	0,7	5,7	5,4	8,0	8,0
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	na	4,93	na	2.242	4,4	4,4	437,3	0,7	0,6	3,5	3,1	15,8	13,8
Nanjing Iron & Steel Co-A	600282 CH	na	3,3	na	2.085	4,5	4,3	na	0,8	0,7	4,3	4,1	18,6	17,1
Liuzhou Iron & Steel Co-A	601003 CH	na	5,3	na	1.937	6,9	6,5	na	1,2	1,0	14,0	63,8	18,2	17,4
Hangzhou Iron & Steel Co-A	600126 CH	na	4,93	na	2.375	13,3	11,0	na	na	na	14,8	14,4	6,4	7,1
SGIS Songshan Co Ltd-A	000717 CH	na	4,45	na	1.536	5,9	6,0	na	1,4	1,1	3,8	3,6	23,1	18,9
<i>Trung bình</i>					2.141	6,2	5,4	0,8	0,7	6,9	13,7	14,8	13,9	
<i>Trung vị</i>					2.099	4,9	4,7	0,8	0,7	3,9	3,9	17,5	15,7	
<b>Hoa Phat Group</b>	<b>HPG VN</b>	<b>Khả quan</b>	<b>23.000</b>	<b>29.700</b>	<b>2.740</b>	<b>8,7</b>	<b>7,1</b>	<b>35,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,4</b>	<b>16,5</b>	<b>16,9</b>

Ghi chú: Số liệu các công ty không khuyến nghị dựa trên thống kê của Bloomberg.  
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, số liệu ngày 26/12/2019

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>46.162</b>	<b>55.836</b>	<b>61.219</b>	<b>72.825</b>	<b>85.160</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.626</b>	<b>11.671</b>	<b>11.416</b>	<b>14.316</b>	<b>16.255</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>11.417</b>	<b>12.524</b>	<b>11.893</b>	<b>17.556</b>	<b>19.901</b>
Chi phí khấu hao	(1.871)	(2.206)	(2.117)	(5.194)	(5.965)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>9.546</b>	<b>10.318</b>	<b>9.777</b>	<b>12.362</b>	<b>13.936</b>
TN từ hoạt động tài chính	(293)	(245)	(750)	(1.563)	(1.301)
TN từ các Cty LK & LD	(0)	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HKKD	36	(1)	66	(22)	(9)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>9.288</b>	<b>10.071</b>	<b>9.093</b>	<b>10.776</b>	<b>12.626</b>
Các khoản đặc biệt					
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>9.288</b>	<b>10.071</b>	<b>9.093</b>	<b>10.776</b>	<b>12.626</b>
Thuế	(1.274)	(1.471)	(1.546)	(1.616)	(1.894)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8.015</b>	<b>8.601</b>	<b>7.547</b>	<b>9.160</b>	<b>10.732</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(8)	(28)	(28)	(28)	(28)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(181)	(181)	(189)	(229)	(268)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>7.826</b>	<b>8.392</b>	<b>7.331</b>	<b>8.903</b>	<b>10.436</b>
Lợi nhuận thường xuyên	7.822	8.386	7.331	7.523	9.056

### Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
<b>EBITDA</b>	<b>11.417</b>	<b>12.524</b>	<b>11.893</b>	<b>17.556</b>	<b>19.901</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(0)	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.149)	(2.766)	(5.297)	(5.252)	(4.008)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(11)	(73)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	4	(86)	(8)	(134)	(128)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(480)	(540)	(978)	(1.782)	(1.536)
Thuế đã trả	(1.724)	(1.416)	(1.546)	(1.616)	(1.894)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>6.058</b>	<b>7.642</b>	<b>4.065</b>	<b>8.772</b>	<b>12.335</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(8.875)	(27.594)	(14.532)	(1.099)	(800)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	7	65	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn	(9.182)	6.148	2.980	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	124	849	-	-	-
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(17.926)</b>	<b>(20.533)</b>	<b>(11.552)</b>	<b>(1.099)</b>	<b>(800)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	6.520	11.137	7.732	(4.621)	(10.084)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	5.057	11	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(4)	(6)	-	(1.381)	(1.381)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	0	0	0
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>11.574</b>	<b>11.143</b>	<b>7.732</b>	<b>(6.002)</b>	<b>(11.464)</b>

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH (tiếp)

<b>Bảng cân đối Kế toán</b> (tỷ đồng)	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tiền và tương đương tiền	14.201	6.240	3.503	5.175	5.253
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.555	3.210	3.354	6.173	8.166
Hàng tồn kho	11.749	14.115	17.056	19.360	22.786
Tài sản ngắn hạn khác	562	1.743	1.911	2.274	2.659
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>33.068</b>	<b>25.309</b>	<b>25.825</b>	<b>32.982</b>	<b>38.864</b>
Tài sản cố định	18.672	50.852	72.079	69.684	65.732
Tổng đầu tư	17	67	67	67	67
Tài sản vô hình	186	217	206	195	183
Tài sản dài hạn khác	1.079	1.778	1.949	2.319	2.712
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>19.954</b>	<b>52.914</b>	<b>74.301</b>	<b>72.264</b>	<b>68.694</b>
Vay & nợ ngắn hạn	11.329	11.495	22.540	19.492	13.074
Phải trả người bán	4.226	8.707	6.671	8.071	9.407
Nợ ngắn hạn khác	2.965	2.435	2.669	3.175	3.713
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>18.520</b>	<b>22.636</b>	<b>31.880</b>	<b>30.738</b>	<b>26.195</b>
Vay & nợ dài hạn	1.651	12.811	19.065	16.574	13.041
Nợ dài hạn khác	453	2.153	612	728	852
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>2.105</b>	<b>14.964</b>	<b>19.677</b>	<b>17.302</b>	<b>13.893</b>
Dự phòng	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>20.625</b>	<b>37.600</b>	<b>51.557</b>	<b>48.040</b>	<b>40.087</b>
Vốn chủ sở hữu	32.287	40.496	48.414	57.024	67.260
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	127	154	182	210
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>53.022</b>	<b>78.223</b>	<b>100.126</b>	<b>105.246</b>	<b>107.557</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tăng trưởng doanh thu	38,7%	21,0%	9,6%	19,0%	16,9%
Tăng trưởng LNHHKD	25,0%	9,7%	-5,0%	47,6%	13,4%
Biên LNHHKD	24,7%	22,4%	19,4%	24,1%	23,4%
LN trên cổ phiếu	2.834	3.039	2.655	3.225	3.780
Giá trị sổ sách/cp	11.694	14.667	17.534	20.653	24.360
Khả năng thanh toán lãi vay	19,90	19,11	10,00	6,94	9,07
Thuế suất hiệu dụng	13,7%	14,6%	17,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,0%	0,1%	0,0%	13,1%	11,2%
Số ngày phải thu	35,4	31,9	19,6	23,9	30,7
Số ngày tồn kho	112,96	106,87	114,22	113,90	111,63
Số ngày phải trả	40,88	53,44	56,35	46,11	46,29
ROIC	38,5%	27,9%	13,4%	12,0%	13,3%
ROCE	27,2%	19,2%	12,9%	13,7%	15,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	23,43%	16,43%	10,71%	11,66%	12,89%

<b>Giá định chính</b>	<b>12/17A</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19F</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>
Tăng giá bán (%)	15,5%	9,8%	-6,1%	-3,9%	0,1%
Tăng trưởng sản lượng (%)	19,2%	6,4%	13,0%	27,8%	20,1%
Hiệu suất hoạt động (%)	100,0%	84,7%	63,9%	68,9%	77,6%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng nhóm Phân tích

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích

Email: [trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>