

## Vài nét về doanh nghiệp

HPG là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất thép tôn lớn nhất cả nước (chiếm hơn 30% thị phần thép xây dựng năm 2022) với chuỗi giá trị khá hoàn thiện từ khai thác quặng đến các sản phẩm cuối cùng được sử dụng rộng rãi trong nhu cầu xây dựng nhà ở, nhà xưởng, công trình hạ tầng.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>32.000</b>
Tiềm năng tăng giá	18%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	18%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Vật liệu xây dựng
Thị giá (14/10/2024)	27.05
Biến động 1 năm	19.8 – 29.0
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	17.974.700
Vốn hóa (Tỷ đồng)	173.000
P/E	17.x
P/B	1.61x
%NN sở hữu	22.26%

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
<b>DGC</b>	1%	10%	36%
<b>VNindex</b>	4%	9%	12%

### Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	40%
Quý ngoại	25%

### Chuyên viên phân tích

Vũ Thế Duyệt

[vtduyet@vcbs.com.vn](mailto:vtduyet@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## TIẾP ĐÀ HỒI PHỤC

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **32.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 11x dựa trên bối cảnh phục hồi của ngành thép trong năm tới.

**CẬP NHẬT KQKD:** Trong Q3.2024, DT đạt khoảng 34.000 tỷ đồng (+19% yoy) và LNST đạt 3.022 tỷ đồng (+51% yoy, -10% qoq). Sản lượng sản xuất, tiêu thụ của HPG hụt hơi so với Q2.2024 do yếu tố mùa vụ nhưng cho thấy con số duy trì phục hồi tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ. Cụ thể, trong quý 3, doanh số thép xây dựng đạt xấp xỉ 1,1 triệu tấn (+19% yoy, -14% qoq), ống thép đạt 185 ngàn tấn (+14% yoy, -1% qoq), và HRC đạt 739 ngàn tấn (-4% yoy, +2% qoq). Nguyên nhân của lợi nhuận tăng trưởng tích cực chủ yếu do 1) Sản lượng tiêu thụ thép phục hồi tại hầu hết các dòng sản phẩm giúp gia tăng hiệu suất sản xuất lên mức quanh 100% so với 70-80% cùng kỳ; 2) Giá nguyên liệu đầu vào như quặng sắt, than cốc giảm nhanh hơn so với đầu ra hỗ trợ cho biên lợi nhuận; 3) Mảng nông nghiệp thuận lợi lãi lớn tăng trưởng 80% so với cùng kỳ.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Ngành thép hồi phục theo sự hồi phục của thị trường bất động sản nội địa

Thị trường bất động sản trong nước sau nhiều chính sách hỗ trợ của chính phủ và mặt bằng lãi suất thấp đã có dấu hiệu phục hồi đáng kể so với giai đoạn đóng băng trước đó. Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép nội địa có mức hồi phục tương ứng khá tốt trong Q3.2024. Ngoài ra, HPG với vị thế là nhà sản xuất thép số 1 Việt Nam tiếp tục gia tăng thị phần lên 38%. Chúng tôi dự báo KQKD cả năm 2024 HPG sẽ có mức tăng trưởng trở lại theo sự hồi phục của sản lượng tiêu thụ; cụ thể: DT ước đạt 140.000 tỷ đồng (+17% yoy); LNST đạt 12.350 tỷ đồng (+81% yoy).

#### Triển vọng giá thép thế giới tạo đáy và bắt đầu chu kỳ đi lên

Triển vọng lãi suất hạ trên toàn thế giới giúp kích thích thị trường nhà ở tại các quốc gia đối tác chủ lực của Việt Nam như Mỹ, Châu Âu, ASEAN. Điều này tiếp tục là bòn đạp cho thị trường xuất khẩu thép thuận lợi và duy trì được mức sản lượng tốt trong các quý tiếp theo. Ngoài ra, yếu tố thay đổi lớn tới nhu cầu thép toàn thế giới tới từ Trung Quốc sau biện pháp kích thích lớn nhất từ đại dịch. VCBS cho rằng, nhu cầu cho ngành thép Trung Quốc đã tạo đáy và có nhiều động lực phục hồi và kích thích giá thép tăng trong năm tới.

#### Động lực từ đại dự án Dung Quất 2

Theo dự kiến, dự án sẽ hoàn thành sớm hơn tiến độ đề ra với việc có sản phẩm HRC chạy thử đầu tiên vào Q4.2024 và đưa vào hoạt động nhà máy giai đoạn 1 kể từ Q1.2025. Sau khi dự án hoàn thành và hoạt động hết công suất sau 2-3 năm, quy mô doanh thu của tập đoàn có thể duy trì ở mức 175.000-200.000 tỷ đồng/năm với LNST ước tính khoảng 20.000 tỷ đồng-25.000 tỷ đồng. VCBS cho rằng thời điểm HPG đưa nhà máy Dung Quất 2 vào hoạt động cũng khá trùng khớp với thời điểm quyết định áp thuế CBPG với thép HRC Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng khả năng tiêu thụ HRC của HPG phụ thuộc khá lớn vào chính sách bảo hộ thép HRC của chính phủ, vì vậy việc được thông qua có thể là thông tin tích cực cho nội tại cơ bản của doanh nghiệp

Chỉ tiêu tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	66%	-5%	-15%	17%	14%
Tăng trưởng LNST	155%	-75%	-19%	81%	43%
TS LN góp (%)	27,46%	11,85%	10,88%	14%	17%
ROE – TTM (%)	46,03%	10,87%	7,74%	12%	18,4%
EPS - TTM (đồng)	7,166	1,459	1,175	1,927	2,760

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH**
**Tóm tắt biến động kinh doanh 9T.2024**

Tiêu chí	Q3.2023	Q3.2024	% YOY	Luỹ kế 9T2023	Luỹ kế 9T2024	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	28.484	34.000	19%	84.569	104.407	24%	<p>Cho riêng quý 3, doanh số thép ghi nhận tích cực trên cả thị trường nội địa (+20%) bù đắp cho sự sụt giảm 11% yoy của xuất khẩu. Tổng sản lượng thép xây dựng, HRC, tôn mạ ghi nhận tăng trưởng lần lượt 19%/14%/87% yoy.</p> <p>Mặt bằng giá thép xây dựng điều chỉnh giảm khoảng 5% trong tháng 8.2024 xuống mức 13.500 đồng/kg sau đó hồi phục về mốc 13.800 đồng/kg trong bối cảnh giá thép Trung Quốc phục hồi.</p> <p>Giá thịt heo ghi nhận mức tăng 13% yoy, trong vùng khoảng 60.000 đồng/kg, tạo ra đà tăng trưởng cho mảng nông nghiệp.</p>
LNST	2.000	3.022	51%	3.831	9.210	140%	<p>Giá nguyên liệu đầu vào ghi nhận giảm nhanh hơn so với đầu ra. Cụ thể quặng sắt và than cốc giảm lần lượt 10%/16% qoq, trong khi HPG chỉ điều chỉnh giảm 5% qoq bình quân. Nhờ vậy biên lợi nhuận đc mở rộng.</p> <p>Mảng nông nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng 80% yoy về lợi nhuận nhờ giá thịt heo tăng 13% trong bối cảnh giá ngũ cốc đầu vào giảm 15%-25% yoy.</p>
<b>Sản lượng</b>							
- Thép xây dựng	919.000	1.095.683	19%	2.571.000	3.373.756	31%	Sản lượng hồi phục tại cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Giá tăng thị phần lên tới 38% trong bối cảnh đối thủ cạnh tranh dần biến mất. Sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 777.406 tấn (+10% yoy), sản lượng xuất khẩu đạt 318.277 tấn (+47% yoy)
- Ống thép	163.000	185.000	14%	487.800	502.000	3%	Phụ thuộc chủ yếu vào sự phục hồi tại thị trường nội địa.
-HRC	766.000	739.000	-4%	1.981.074	2.268.526	15%	Nhu cầu thị trường nội địa phục hồi cứu cánh cho sự sụt giảm của thị trường xuất khẩu trong Q3.2024. Sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 505.411 tấn (+40%), sản lượng xuất khẩu đạt 233.510 tấn (-42% yoy).
-Tôn mạ	65.000	122.000	87%	240.500	344.000	+43%	Đẩy mạnh tiêu thụ tôn mạ, sản lượng 9M.2024 vượt cả năm 2023.

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

**Giá thép được dự báo đã tạo đáy và có thể quay trở lại chu kỳ tăng trưởng trong tương lai nhờ vào chính sách kích thích quyết liệt của Trung Quốc.**

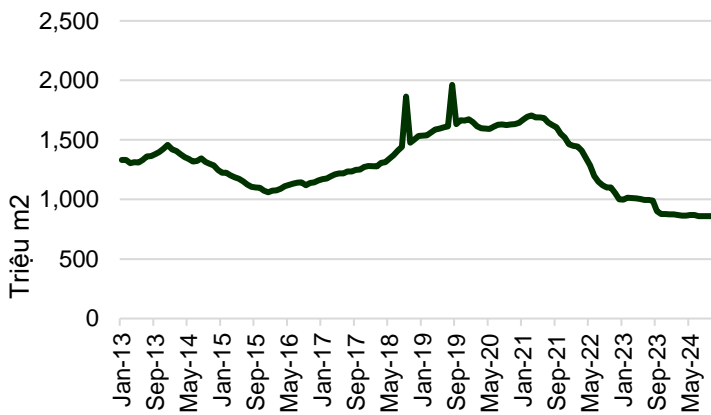
**Giá thép xây dựng tại Trung Quốc bật hồi mạnh từ đáy và phục hồi 21% lên mức 3.420 NDT/Tấn** trước thông tin tích cực về việc PBoC công bố gói kích thích lớn nhất kể từ đại dịch Covid: 1) Cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc 0.5%; 2) Cắt giảm lãi suất thị trường và nới lỏng nhiều chính sách cho vay liên quan tới DN BĐS; 3) Giảm tỷ lệ trả trước cho người sở hữu căn nhà thứ 2 xuống 15% từ 25%.

VCBS cho rằng, bối cảnh của ngành thép Trung Quốc hiện nay khá giống với giai đoạn năm 2015-2016. Các chính sách quyết liệt được đưa ra liên tiếp với quy mô lớn với mục tiêu giải cứu thị trường bất động sản tại quốc gia này. Chúng tôi cho rằng, đà phục hồi của ngành thép tại Trung Quốc sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ hơn nữa sau khi Trung Quốc đẩy mạnh đầu tư công, điều mà năm 2024 Trung Quốc đang thiếu hụt. VCBS đánh giá cần thêm dữ liệu về sự hồi phục của thị trường bất động sản tại quốc gia này để đánh giá chính sách

mức độ hiệu quả của các chính sách được đưa ra. Tuy nhiên, xác suất giá thép thế giới đã tạo đáy và đi lên là rất cao và tạo ra một môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cho các doanh nghiệp thép.

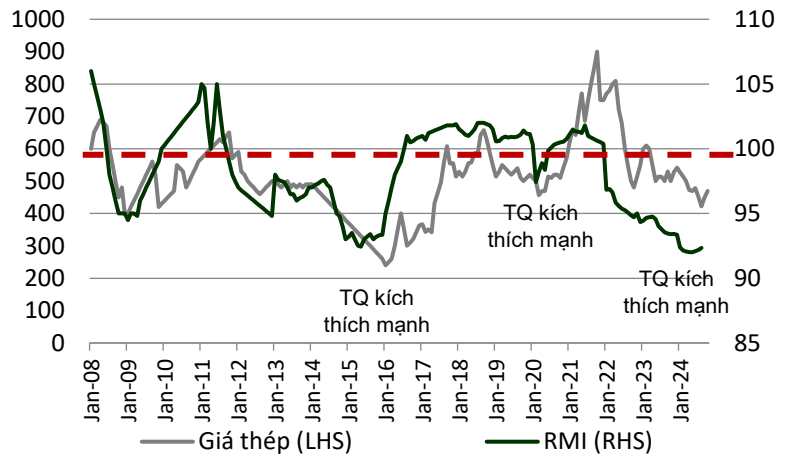
Theo nghiên cứu của VCBS, chỉ số RMI (Thể hiện sức mạnh của thị trường BĐS Trung Quốc) hiện tại tương đồng với giai đoạn ngành năm 2015-2016 trong bối cảnh rất tiêu cực và sụt giảm thời gian dài. Để giá thép có thể thực sự hồi phục mạnh, chỉ số này cần có mức tăng dốc trở lại và vượt mốc 100, và dữ liệu lịch sử cho thấy cần mất từ 6-12 tháng để chính sách thực sự có hiệu quả và ngấm vào thị trường bất động sản Trung Quốc theo như các diễn biến của những gói chính sách trước đây. **Vi vậy, VCBS đánh giá giá thép thế giới đang tạo đáy và có nhiều cơ hội tăng tiếp trong năm sau.**

**Hình 2: Diện tích xây dựng nhà ở mới ở Trung Quốc (cộng dồn 12 tháng)**



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc

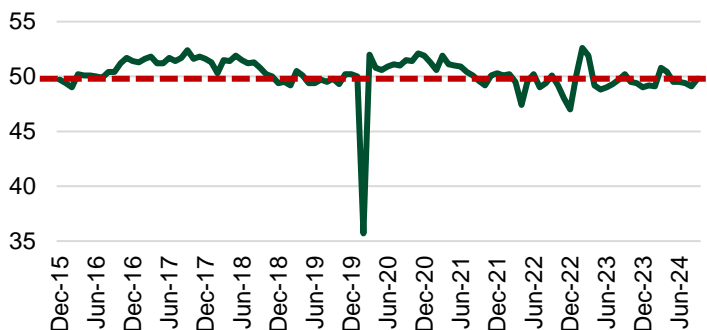
**Hình 3: Giá thép và RMI index trước các đợt kích thích từ Trung Quốc**



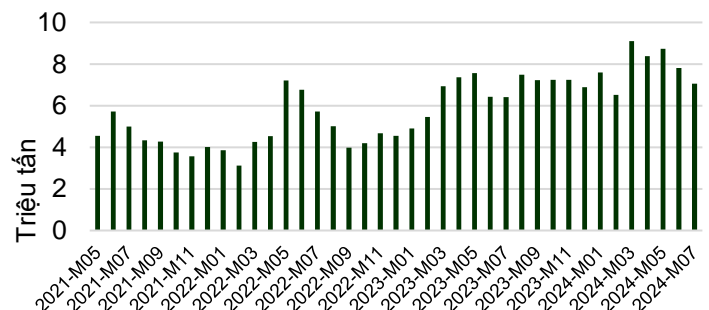
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, trong thời gian chờ chính sách thẩm thấu được vào nền kinh tế Trung Quốc vốn đang giảm tốc và gặp khá nhiều khó khăn, các nhịp tăng ngắn hạn của giá thép có thể kích hoạt các nhà sản xuất thép lớn đẩy mạnh thanh lý hàng tồn kho để duy trì dòng tiền. Điều này làm cho giá thép khó có thể tăng mạnh đặc biệt trong bối cảnh hàng tồn kho có thể gia tăng trong tương lai do các quốc gia tăng cường áp dụng chống bán phá giá với thép Trung Quốc như Mỹ, EU, Việt Nam...

**Hình 4: Chỉ số PMI Trung Quốc liên tiếp duy trì dưới 50**



**Hình 5: Sản lượng xuất khẩu sắt thép Trung Quốc duy trì ở mức cao**

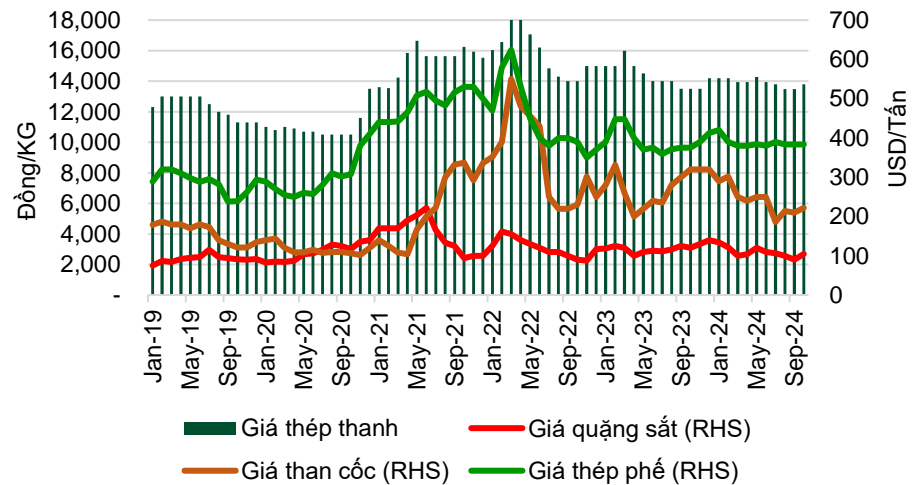


Nguồn: Bloomberg

**Giá nguyên liệu duy trì ổn định ở mức thấp, biên lợi nhuận được kỳ vọng ổn định**

Giá quặng sắt giảm mạnh từ mức nền 107 USD/Tấn xuống 91 USD/Tấn trong Q3.2024. Giá than cốc có mức giảm mạnh từ nền 266 USD/Tấn xuống mức thấp nhất 3 năm đổ lại 186 USD/Tấn trong Q3.2024 đến từ triển vọng ảm đạm của ngành sản xuất thép Trung Quốc. Giá than cốc và quặng sắt hạ nhiệt mạnh hỗ trợ cho biên lợi nhuận của HPG trong bối cảnh giá thép không điều chỉnh nhiều và có dư địa tăng giá trong tương lai. VCBS cho rằng biên lợi nhuận sẽ có thể dư địa mở rộng trong các quý tới nhờ tích trữ được tồn kho giá thấp và giá đầu ra được dự báo tăng nhẹ.

**Hình 6: Biến động giá thép HPG tương đối so với giá nguyên liệu**

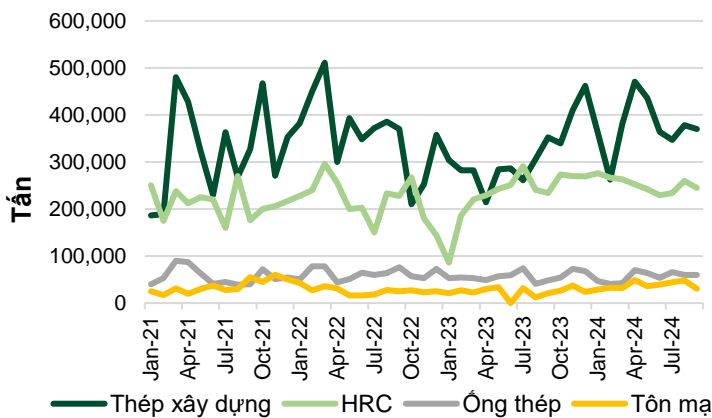


Nguồn: Bloomberg

**Doanh số trong Q4.2024 duy trì đà phục hồi nhờ thị trường nội địa khởi sắc**

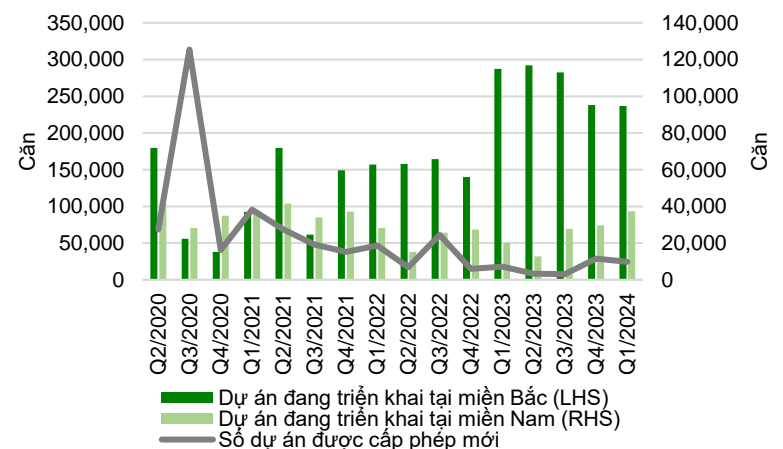
**Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép của HPG hồi phục mạnh** trong bối cảnh nhu cầu BĐS dân dụng trong nước có sự phục hồi đáng kể trong năm 2024. Ngoài ra, nhu cầu đến từ kênh xuất khẩu cũng hỗ trợ cho đà phục hồi của sản lượng tiêu thụ.

**Hình 7: Sản lượng tiêu thụ thép HPG theo tháng**



Nguồn: HPG

**Hình 8: Nguồn cung BĐS tại Việt Nam**



Nguồn: Bộ Xây dựng

Theo thống kê của VARS, trong 9 tháng đầu năm 2024, thị trường ghi nhận 30.589 giao dịch thành công, gấp 2.5 lần năm 2023. Tính riêng Q3.2024, nguồn cung đạt 22.412 sản phẩm được chào bán, tăng 60% so với cùng kỳ.

**Đại dự án Dung Quất 2 là động lực tăng trưởng mới trong dài hạn**

Nhờ vào sự thay đổi Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 và Luật Đất đai 2024 đi vào sớm hơn dự kiến, thị trường bất động sản liên tiếp đón nhận sự phục hồi từ cả nguồn cung lẫn nhu cầu. Số dự án triển khai cũng duy trì mặt bằng cao hơn so với giai đoạn 2021-2022.

Tính tới nay, đại dự án Dung Quất 2 của Hòa Phát với quy mô sản xuất 5,6 triệu tấn HRC chất lượng cao/năm đã hoàn thành 80% tiến độ phân kỳ 1 và 50% phân kỳ 2. Dự kiến, phân kỳ 1 sẽ bắt đầu chạy thử vào cuối năm 2024 và sẵn sàng ra sản phẩm vào Q1.2025. Phân kỳ 2 được chạy thử vào Q3.2025 và hoạt động chính thức Q4.2025. VCBS cho rằng đại dự án Dung Quất 2 sẽ là động lực tăng trưởng mạnh mẽ của HPG trong năm 2025.

Dự báo sản lượng tiêu thụ của Dung Quất 2:

	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng tiêu thụ dự phóng	1,500,000	4,000,000	5,000,000	6,000,000
Hiệu suất giả định đại dự án	27%(*)	54%	89%	107%

(\*) Chúng tôi giả định phân kỳ 1 công suất 2,8 triệu tấn/năm đi vào hoạt động từ cuối quý 1/2025 với hiệu suất ban đầu đạt 60%, tương đương 27% toàn đại dự án

**DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ**
**Một số giả định chính trong dự báo KQKD 2024/25F**

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
<b>Giá bán (đồng/kg)</b>						
Thép xây dựng	14.300	13.800	-3%	14.500	5%	Giá thép tạo đáy và phục hồi. Kịch bản cơ sở sau đợt tăng giá thép của HPG trong giai đoạn cuối tháng 9 đầu tháng 10, giá thép có thể nhích tăng nhẹ giai đoạn cuối năm nhờ nhu cầu xây dựng cuối năm lớn tuy nhiên cần chờ độ thâm thấu của chính sách Trung Quốc cho những đợt tăng giá mạnh mẽ hơn sau khoảng 6-12 tháng tới.
HRC	15.000	14.300	-3%	14.700	3%	
<b>Sản lượng (tấn)</b>						
Thép xây dựng	3.782.342	4.400.000	16%	4.400.000	0%	Hoạt động với hiệu suất 100% tổng công suất nhờ vào nhu cầu thị trường tốt hơn.
HRC	2.794.207	2.900.000	4%	4.400.000	51%	Gia tăng sản lượng tới từ mở rộng nhà máy Dung Quất vào 2025
Ống thép	683.000	700.000	2%	765.000	9%	Nhu cầu thị trường xây dựng phục hồi
<b>Nguyên liệu</b>						
Quặng sắt	130	110	-15%	120	9%	Giá quặng sắt được dự báo hồi phục nhưng không nhanh bằng giá thép.
Than cốc	280	240	-14%	240	0%	
Thép phế	390	390	0%	390	0%	

**Dự báo và định giá**

Trước những thay đổi đáng kể về chính sách mới tại Trung Quốc cùng sự ấm lên của thị trường BĐS nội địa, chúng tôi điều chỉnh nâng dự phóng lợi nhuận của HPG cho năm 2024/25F lần lượt đạt 12.325 và 17.588 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng tiềm năng cải thiện lợi nhuận có thể tốt hơn nữa trong kịch bản giá thép hồi phục mạnh hơn dự kiến.

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **32.000 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 10x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 70/30.

**Giả định tính toán hệ số chiết khấu:**

Chi phí VCSH = 14.9% theo CAPM ( $R_f = 3\%$ , Risk premium = 11%,  $\beta = 1.1$ )

Chi phí vay = 8%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 12.3%

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	12,325	19,267	23,084	26,449	32,163
Khấu hao	6,864	7,419	15,871	16,014	15,682
Thay đổi WC	(2,032)	(3,937)	(12,456)	6,242	(2,698)
CAPEX	(33,643)	(24,281)	(14,911)	(5,986)	(6,079)
Chi phí lãi vay	3,549	4,017	8,291	7,113	6,649
<b>FCFF</b>	<b>(13,647)</b>	<b>1,682</b>	<b>18,221</b>	<b>48,410</b>	<b>44,386</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>301.141</b>
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>					<b>65.482</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>235.659</b>
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>					<b>6.396.250.200</b>
<b>Định giá</b>					<b>37.000</b>

**Thông số tính toán: P/E**

Trung bình/trung vị ngành: 10x

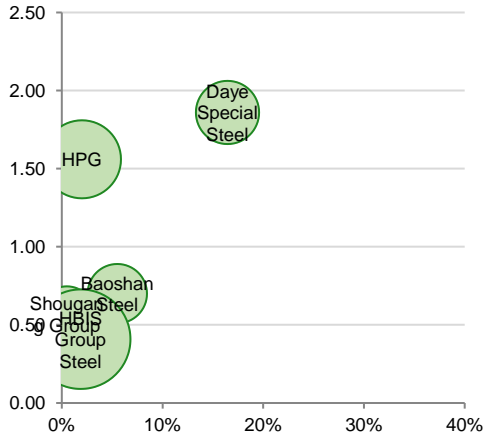
(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

**Định giá bằng phương pháp so sánh P/E**

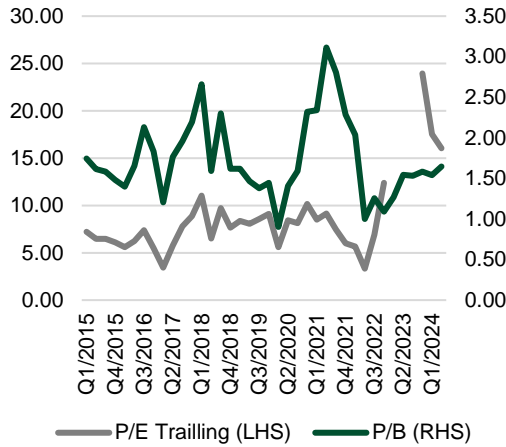
Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	17.347
P/E áp dụng (trung bình/trung vị/lịch sử)	10x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	173.470
Số lượng CPLH (tr.cp)	<b>5.814.785.700</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>30.000</b>

**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

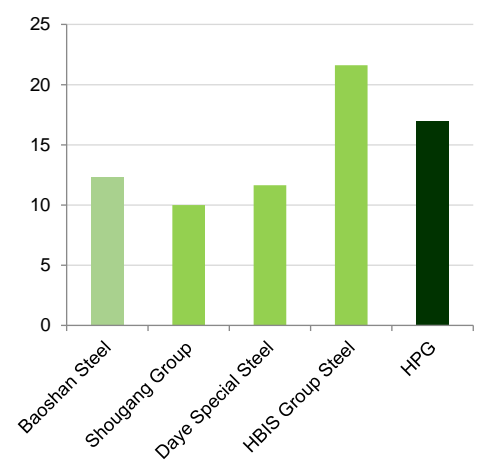
**Tương quan P/B và ROE**



**Lịch sử định giá của HPG**

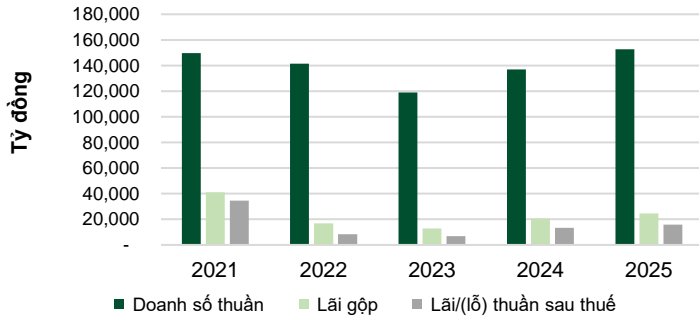


**P/E ngành**

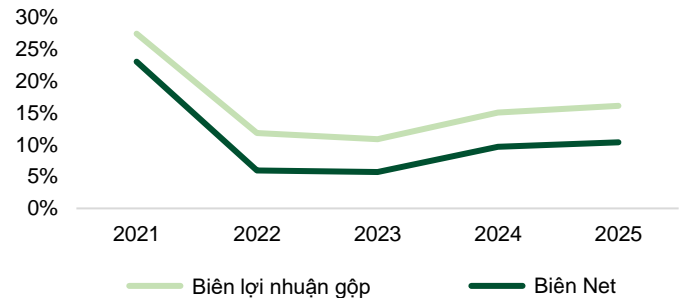


**KẾT QUẢ KINH DOANH**

**Doanh thu và lợi nhuận**

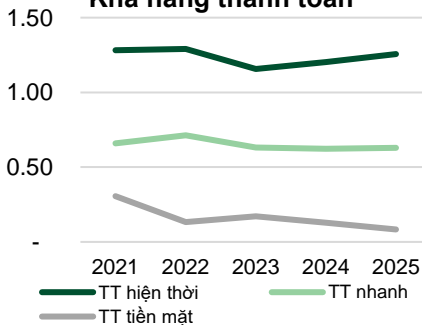


**Biên lợi nhuận**

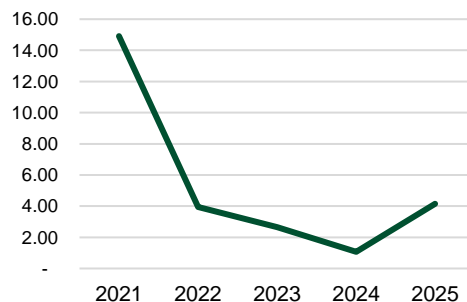


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

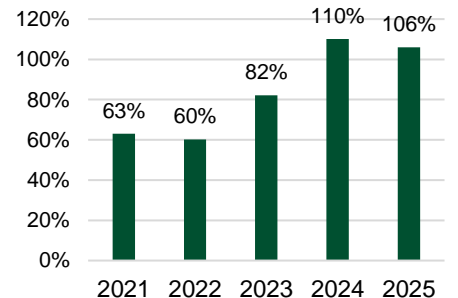
**Khả năng thanh toán**



**Tỷ lệ bao phủ lãi vay**



**Nợ/VCSH**



<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh thu</b>	90,119	149,680	141,409	118,953	139,861	160,227
GVHB	(71,214)	(108,571)	(124,645)	(106,015)	(119,660)	(133,097)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	18,905	41,108	16,763	12,938	20,202	27,130
Chi phí bán hàng	(1,094)	(2,120)	(2,666)	(1,961)	(2,518)	(2,884)
Chi phí QLDN	(690)	(1,324)	(1,019)	(1,307)	(1,537)	(1,761)
<b>EBIT</b>	17,120	37,664	13,078	9,669	16,147	22,485
Doanh thu tài chính	991	3,071	3,743	3,173	3,405	3,901
Chi phí tài chính	(2,824)	(3,732)	(7,026)	(5,192)	(5,646)	(6,449)
Lợi nhuận khác	66	48	129	142	100	50
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	2	4	-	-	-	-
<b>LNTT</b>	15,355	37,057	9,923	7,793	14,006	19,987
Chi phí thuế TNDN	(1,849)	(2,536)	(523)	(992)	(1,681)	(2,398)
<b>LNST</b>	13,506	34,521	8,444	6,800	12,325	17,588
Lợi ích của cổ đông thiểu số	67	43	(39)	(35)	-	-
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	13,439	34,478	8,483	6,835	12,325	17,588
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2,311	7,166	1,459	1,175	1,927	2,750

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	13,001	22,471	8,325	12,267	14,183	2,645
Các khoản đầu tư ngắn hạn	8,822	18,236	26,268	22,162	19,581	22,432
Các khoản phải thu	6,125	7,663	9,893	10,702	11,495	13,169
Hàng tồn kho	26,287	42,134	34,491	34,504	39,340	43,758
Tài sản ngắn hạn khác	2,566	3,650	1,538	3,081	3,131	3,182
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>56,800</b>	<b>94,155</b>	<b>80,515</b>	<b>82,716</b>	<b>87,730</b>	<b>85,186</b>
Tài sản cố định	65,562	69,281	70,833	72,014	58,945	75,807
Các khoản đầu tư dài hạn	171	7	1	40	47	54
Tài sản dài hạn khác	1,862	3,738	4,100	4,454	4,196	4,807
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>74,711</b>	<b>84,082</b>	<b>89,821</b>	<b>105,066</b>	<b>120,189</b>	<b>157,803</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>131,511</b>	<b>178,236</b>	<b>170,336</b>	<b>187,783</b>	<b>207,920</b>	<b>242,989</b>
Các khoản phải trả	10,916	23,729	11,107	12,387	16,392	18,233
Vay nợ ngắn hạn	36,798	43,748	46,749	54,982	53,847	53,239
Nợ ngắn hạn khác	4,261	5,983	4,530	4,144	4,397	4,716
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>51,975</b>	<b>73,459</b>	<b>62,385</b>	<b>71,513</b>	<b>74,635</b>	<b>76,187</b>
Vay nợ dài hạn	17,343	13,465	11,152	10,399	45,399	65,399
Nợ dài hạn khác	2,973	532	686	3,034	57	62
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>20,316</b>	<b>13,996</b>	<b>11,837</b>	<b>13,433</b>	<b>45,456</b>	<b>65,461</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>72,292</b>	<b>87,456</b>	<b>74,223</b>	<b>84,946</b>	<b>120,091</b>	<b>141,648</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	59,220	90,781	96,113	79,608	87,828	101,341
Lợi nhuận chưa phân phối	21,783	41,763	33,834	17,170	25,262	38,599
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-	-
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>59,220</b>	<b>90,781</b>	<b>96,113</b>	<b>79,608</b>	<b>87,828</b>	<b>101,341</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	155	106	155	245	281
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>131,511</b>	<b>178,236</b>	<b>170,336</b>	<b>164,554</b>	<b>207,920</b>	<b>242,989</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	9,004	26,721	12,192	9,472	2,017	(894)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(16,605)	(19,669)	(24,712)	(12,801)	(31,059)	(27,129)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	16,051	1,740	(1,617)	7,273	30,957	16,485
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>8,450</b>	<b>8,792</b>	<b>(14,137)</b>	<b>3,944</b>	<b>1,916</b>	<b>(11,538)</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4,545	13,696	22,471	8,325	12,267	14,183
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>13,001</b>	<b>22,471</b>	<b>8,325</b>	<b>12,267</b>	<b>14,183</b>	<b>2,645</b>



## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 06 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 06 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 06 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Vũ Thế Duyệt

Chuyên viên phân tích

[vtduyet@vcbs.com.vn](mailto:vtduyet@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>