

**CTCP Tập đoàn Hòa Phát - HPG**

**Lấy lại đà tăng trưởng**

Thép | CẬP NHẬT

**Khả quan**

Giá mục tiêu (12T)

VND34.900

Consensus\*: Mua:5 Giữ:4 Bán:2

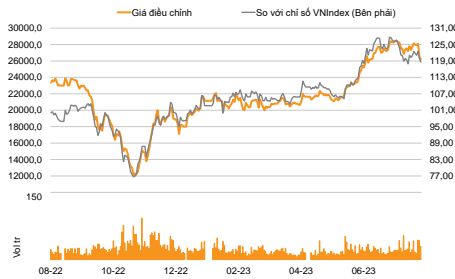
Giá mục tiêu / Consensus: 41,2%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Giảm 27,2% dự phóng EPS 2023
- Tăng 0,2%-7,6% dự phóng EPS 2024-25

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND24.400
Giá thị trường	VND26.200
Cao nhất 52 tuần (VND)	28.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	622.822
Thị giá vốn (tỷ VND)	154.092
Free float	55%
Tỷ suất cổ tức	0%
P/E trượt (x)	247,8
P/B hiện tại (x)	1.59

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Trần Đình Long	26,1%
Vũ Thị Hiền	7,3%
Khác	66,6%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Trần Bá Trung**

trung.tranba@vndirect.com.vn

- HPG ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng Q2/23 đạt 1.460 tỷ đồng, giảm 64% svck nhưng tăng mạnh 268% sv quý trước.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của HPG sẽ tiếp tục cải thiện theo từng quý nhờ giá nguyên liệu đầu vào rẻ hơn, hàng tồn kho giá cao giảm và sản lượng tiêu thụ thép hồi phục.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 34.900 đồng/cp.

**LN Q2/23 được cải thiện sv quý trước, tuy nhiên vẫn thấp hơn kỳ vọng**

HPG ghi nhận kết quả kinh doanh (KQKD) Q2/23 với doanh thu 29.496 tỷ đồng (+11% sv quý trước đó; -21% svck) và LN ròng 1.460 tỷ đồng (+268% sv quý trước đó; -64% svck). Biên LN gộp Q2/23 tăng lên 10,8% từ mức 6,3% trong Q1/23. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện LN sv quý trước nhờ vào (1) hiệu suất vận hành các nhà máy cao hơn, tăng từ mức 58,8% trong Q1/23 lên 72,6% trong Q2/23; (2) sản lượng tiêu thụ tăng trong tháng 5-6/2023, đặc biệt là sản phẩm thép cuộn cán nóng (HRC) xuất khẩu và (3) giá nguyên liệu đầu vào cao đã được phản ánh trong KQKD Q4/22-Q1/23. Lũy kế nửa đầu năm 2023, LN ròng của công ty đã giảm 85% svck xuống 1.858 tỷ đồng, tương đương chỉ 18% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Xuất khẩu thép của Trung Quốc sẽ giảm trong những tháng tới, qua đó giảm áp lực cạnh tranh đối với các nhà sản xuất thép nội địa**

Mặc dù chưa có thông báo chính thức từ chính quyền, nhiều tổ chức (bao gồm Bloomberg, Reuters, S&P Global) đều dự báo sản lượng sản xuất thép thô tại Trung Quốc trong năm 2023 sẽ bằng hoặc thấp hơn năm ngoái. Với việc sản xuất tăng 1,3% svck trong 6T23, chúng tôi ước tính sản lượng sẽ giảm 8-10% svck trong nửa cuối năm 2023. Sản lượng sản xuất thấp hơn cũng sẽ làm hạn chế việc xuất khẩu.

**Liệu cổ phiếu HPG có còn hấp dẫn sau đà tăng giá mạnh trước đó?**

Bất chấp việc giá cổ phiếu đã tăng mạnh 33% trong giai đoạn tháng 6-7/2023, chúng tôi vẫn lạc quan đối với triển vọng của HPG trong thời gian tới nhờ (1) hưởng lợi từ các chính sách của chính phủ, bao gồm giảm lãi suất, đẩy mạnh đầu tư công và đặc biệt là nỗ lực gỡ khó cho thị trường BĐS. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS sẽ hồi phục trong những quý tới trước khi sôi động trở lại kể từ nửa cuối năm 2024, qua đó thúc đẩy nhu cầu thép; (2) trong ngắn hạn, các thị trường xuất khẩu sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ thép của HPG và (3) giá nguyên liệu đầu vào nhiều khả năng sẽ giảm trong nửa cuối năm 2023 khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng và Australia-Brazil tăng sản lượng khai thác.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 34.900 đồng/cp**

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu của HPG lên 34.900 đồng/cp nhờ (1) chuyển năm cơ sở định giá sang giữa 2024; (2) giảm WACC từ 13,4% xuống 11,9% phản ánh môi trường lãi suất thấp hơn và (3) tăng P/B mục tiêu lên 1,8 lần (từ mức 1,3 lần), tương đương mức trung bình lịch sử 5 năm. Bên cạnh đó, thị trường chung đang diễn ra đợt chốt lời sau nhịp tăng mạnh trước đó, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu HPG. Rủi ro giảm giá là ngành BĐS phục hồi chậm hơn dự kiến. Động lực tăng giá là giá quặng sắt thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	149.680	141.409	121.585	141.398
Tăng trưởng DT thuần	66,1%	(5,5%)	(14,0%)	16,3%
Biên lợi nhuận gộp	27,5%	11,9%	11,7%	16,5%
Biên EBITDA	29,8%	13,8%	15,3%	19,1%
LN ròng (tỷ)	34.478	8.484	7.544	14.747
Tăng trưởng LN ròng	156,3%	(75,4%)	(11,1%)	95,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	156,3%	(75,4%)	(11,1%)	95,5%
EPS cơ bản	5.929	1.459	1.297	2.536
EPS điều chỉnh	5.734	1.264	1.232	2.409
BVPS	15.585	16.511	17.711	19.844
ROAE	46,1%	9,1%	7,6%	13,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

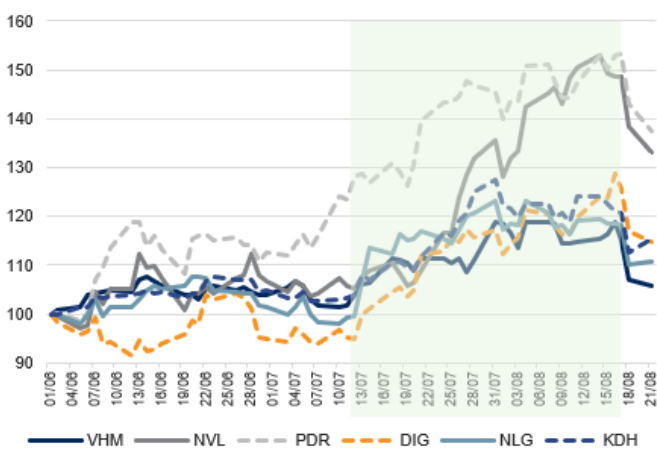
## Lấy lại đà tăng trưởng

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đang lạc quan đối với triển vọng của HPG nhờ (1) hưởng lợi từ các chính sách của chính phủ, bao gồm giảm lãi suất, đẩy mạnh đầu tư công và đặc biệt là nỗ lực gỡ khó cho thị trường BĐS. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS sẽ hồi phục trong những quý tới trước khi sôi động trở lại kể từ nửa cuối năm 2024, qua đó thúc đẩy nhu cầu thép; (2) trong ngắn hạn, các thị trường xuất khẩu sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ thép của HPG và (3) giá nguyên liệu đầu vào nhiều khả năng sẽ giảm trong nửa cuối năm 2023 khi Trung Quốc cắt giảm sản lượng và Australia-Brazil tăng sản lượng khai thác.

Với kỳ vọng những khó khăn của thị trường BĐS sẽ gần được tháo gỡ, các cổ phiếu BĐS cũng đã có đà tăng giá ấn tượng thời gian gần đây. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ tác động tích cực đến quan điểm của nhà đầu tư đối với các cổ phiếu thép, trong đó có HPG. Bên cạnh đó, thị trường chung đang diễn ra đợt chốt lời sau nhịp tăng mạnh trước đó, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu HPG.

Hình 1: Giá cổ phiếu BĐS tăng mạnh trang từ tháng 6/2023 (%)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 2: P/B lịch sử của HPG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

### Tăng giá mục tiêu lên 34.900 đồng/cp, duy trì khuyến nghị **Khả quan**

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp 2 phương pháp với tỷ trọng tương đương là định giá DCF trong dự báo 10 năm và định giá P/B.

- Trong mô hình định giá P/B, chúng tôi sử dụng P/B mục tiêu cho trung bình giá trị sổ sách năm 2023-24 là 1,8 lần, cao hơn 38% so với định giá trước đó và tương đương mức trung bình lịch sử 5 năm. Chúng tôi tin rằng HPG xứng đáng được trả mức P/B cao hơn trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp hơn.
- Trong mô hình định giá DCF, chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro xuống mức 3% (từ mức 4% trước đó) và phân bù rủi ro là 10% (từ 11%). Kết quả là WACC mới đã giảm 1,5 điểm % so với mô hình định giá cũ, xuống mức 11,9%.

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

Giả định chung	
Lãi suất phi rủi ro (TPCP-10 năm)	3,0%
Phân bù rủi ro	10,0%
Beta	1,2
Chi phí vốn	15,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí vay	6,0%
WACC	11,9%
(tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại của dòng tiền 10 năm	124.277
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối chu kỳ	108.012
Giá trị doanh nghiệp	232.289
Trừ: tổng nợ	57.900
Cộng: tiền và tương đương tiền	34.593
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	155
Giá trị cổ phần	208.827
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	5.815
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	35.913

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

Trung bình giá trị sổ sách 2023-24 (đồng)	18.778
P/B bình quân ngành	1,3
Premium	38,5%
P/B mục tiêu	1,8
Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	33.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 5: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá trị mỗi cp (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị tỷ trọng (đồng)
DCF	35.913	50%	17.951
P/B	33.800	50%	16.900
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			34.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

Công ty	Mã CK	Giá ht	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	tr.USD	2023	2024	EPS 3 năm (%)	2023	2024	2023	2024	2023	2024
<b>Các doanh nghiệp thép trong khu vực</b>												
Tata Steel	TATA IN	116,9	17.188	12,7	8,8	142,5	1,3	1,1	6,8	5,6	10,1	13,0
Hindalco Industries	HNDL IN	361,4	12.149	9,7	8,7	62,6	1,0	0,9	6,0	5,6	10,9	10,9
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	653,6	8.021	12,2	9,3	na	1,5	1,3	6,6	5,4	12,9	14,9
NMDC	NMDC IN	118,5	4.178	6,5	6,4	30,2	1,4	1,3	4,2	4,1	23,1	21,1
<i>Trung bình</i>			10.384	10,3	8,3	78,4	1,3	1,2	5,9	5,2	14,3	15,0
<i>Trung vị</i>			10.085	11,0	8,8	62,6	1,4	1,2	6,3	5,5	11,9	14,0
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	26.200	6.399	21,3	10,9	48,1	1,5	1,3	13,7	9,8	7,6	13,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 21/08/2023

Rủi ro giảm giá là ngành BĐS phục hồi chậm hơn dự kiến. Động lực tăng giá là giá quặng sắt thấp hơn dự kiến.

**Tóm tắt KQKD Q2/23: LN ròng thấp hơn kỳ vọng tuy nhiên đã tiếp tục được cải thiện so với 2 quý trước đó**

Biên LN gộp Q2/23 tăng lên 10,8%, cao hơn so với mức 6,3% trong Q1/23 và -3,4% trong Q4/22. Nếu loại trừ 29 tỷ đồng dự phòng giảm giá tồn kho (so với

848 tỷ đồng trong Q1/23), biên LN gộp cốt lõi của công ty đã tăng từ mức 2,7% của quý trước đó lên 10,7% trong Q2/23.

HPG cũng đã ghi nhận khoản lỗ ròng tỷ giá 97 tỷ đồng trong Q2/23 (giảm mạnh so với mức lỗ 1.090 tỷ đồng trong Q2/22). Nếu loại trừ thêm khoản lỗ này, LN ròng cốt lõi trong Q2/23 đạt 1.519 tỷ đồng, giảm 72,7% svck nhưng được cải thiện đáng kể so với khoản lỗ 485 tỷ đồng trong Q1/23.

Hình 7: Tóm tắt KQKD Q2/23

tỷ đồng	Q2/23	Q2/22	% svck	6T23	6T22	% svck	% sv dự báo cả năm	Nhận xét
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>29.496</b>	<b>37.422</b>	<b>-21,2%</b>	<b>56.665</b>	<b>81.480</b>	<b>-30,5%</b>	<b>41,4%</b>	
Thép	27.856	35.636	-21,8%	52.429	78.017	-32,8%	40,9%	
Nông nghiệp	1.478	1.697	-12,9%	3.066	3.325	-7,8%	39,5%	
Bất động sản	162	89	81,7%	590	138	326,1%	57,9%	
Lợi nhuận gộp	3.195	6.540	-51,1%	4.871	16.648	-70,7%	27,7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>10,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>-6,6 đ %</i>	<i>8,6%</i>	<i>20,4%</i>	<i>-11,8 đ %</i>	<i>-4,3 đ %</i>	Biên LN gộp Q2/23 tiếp tục được cải thiện lên 10,8% từ mức 6,3% trong Q1/23 và -3.4% trong Q4/22. Bất chấp việc giá bán thép giảm, chúng tôi tin rằng nguyên vật liệu đầu vào giá cao đã được phản ánh phần lớn trong KQKD Q4/22-Q1/23.
CPBH & QLDN	871	856	1,8%	1.629	1.697	-4,0%	49,6%	
<i>Chi phí BH&amp;QLDN/DTT</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>0,7 đ %</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,1%</i>	<i>0,8 đ %</i>	<i>0,5 đ %</i>	Cao hơn dự phóng của chúng tôi do HPG đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thép xây dựng trong 6T23 với chi phí vận chuyển cao hơn so với việc bán hàng tại nội địa.
EBITDA	3.992	7.363	-45,8%	6.559	18.309	-64,2%	31,0%	
<i>Biên EBITDA</i>	<i>13,5%</i>	<i>19,7%</i>	<i>-6,1 đ %</i>	<i>11,6%</i>	<i>22,5%</i>	<i>-10,9 đ %</i>	<i>-3,9 đ %</i>	
Chi phí lãi vay	1.029	717	43,4%	2.018	1.314	53,6%	66,4%	
Lợi nhuận trước thuế	1.702	4.379	-61,1%	2.234	13.301	-83,2%	19,5%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.460</b>	<b>4.032</b>	<b>-63,8%</b>	<b>1.858</b>	<b>12.249</b>	<b>-84,8%</b>	<b>17,9%</b>	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>4,9%</i>	<i>10,8%</i>	<i>-5,8 đ %</i>	<i>3,3%</i>	<i>15,0%</i>	<i>-11,8 đ %</i>	<i>-4,3 đ %</i>	
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	<b>1.799.042</b>	<b>2.042.204</b>	<b>-11,9%</b>	<b>3.415.000</b>	<b>4.526.679</b>	<b>-24,6%</b>	<b>44,9%</b>	
Thép xây dựng	784.454	1.031.223	-23,9%	1.654.070	2.371.423	-30,2%	42,3%	Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng vẫn yếu trong Q2/23 do thị trường BĐS nội địa âm ỉm.
Phôi thép	9.475	116.186	-91,8%	35.614	184.046	-80,6%	14,8%	
Ông thép	164.984	158.639	4,0%	325.037	376.971	-13,8%	41,3%	Thấp hơn dự phóng của chúng tôi do nhu cầu thép tại Trung Quốc - thị trường xuất khẩu phôi thép chính của HPG đã không phục hồi tốt như kỳ vọng trước đó. Thâm chí sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc trong 6T23 còn cao nhất trong vòng 7 năm trở lại đây.
Tôn mạ	105.908	74.162	42,8%	183.897	169.233	8,7%	53,5%	
HRC	734.221	661.994	10,9%	1.216.382	1.425.006	-14,6%	52,5%	Sản lượng tiêu thụ HRC tăng svck nhờ hoạt động xuất khẩu ấn tượng, với 344.574 tấn (+520% sv quý trước đó và từ mức 0 của Q2/22), chiếm khoảng 47% tổng sản lượng tiêu thụ.

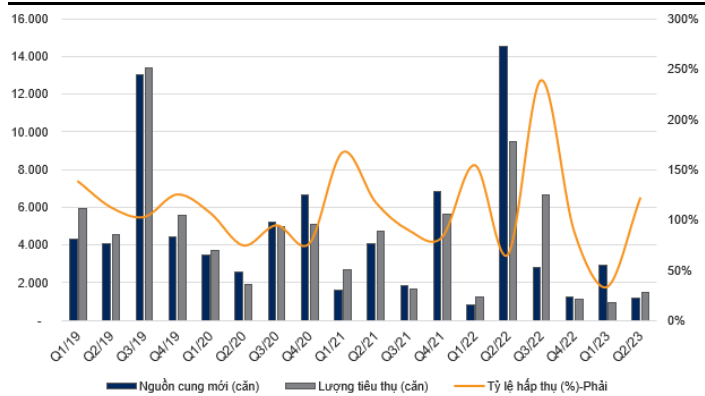
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Nguồn cung BĐS nội địa được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2024

Kể từ Q2/22, ngành BĐS nội địa chứng lại sau hàng loạt sự kiện bất giữ một số nhà lãnh đạo doanh nghiệp BĐS lớn (vi phạm quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp), lãi suất mua nhà tăng và room tín dụng hạn chế. Kết quả là nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM và Hà Nội đã suy giảm đáng kể trong những quý gần đây (chi tiết tại hình 8-9).

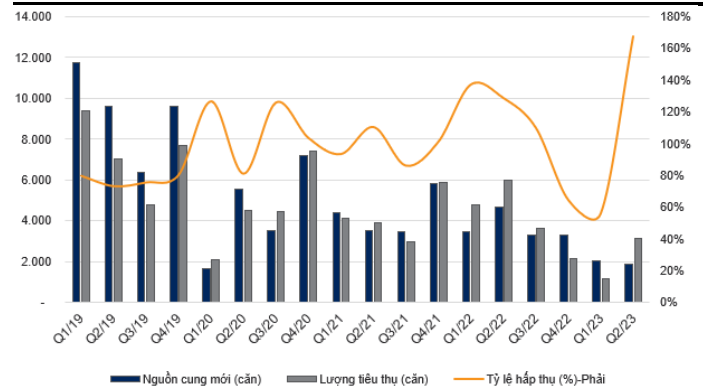
Mặc dù nhu cầu BĐS nhà ở vẫn yếu, lượng tiêu thụ căn hộ tại cả TP.HCM và Hà Nội trong Q2/23 đều ghi nhận mức tăng sv quý trước đó, lần lượt 15-20%.

**Hình 8: Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM giảm mạnh kể từ Q3/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

**Hình 9: Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội đã giảm 4 quý liên tiếp**



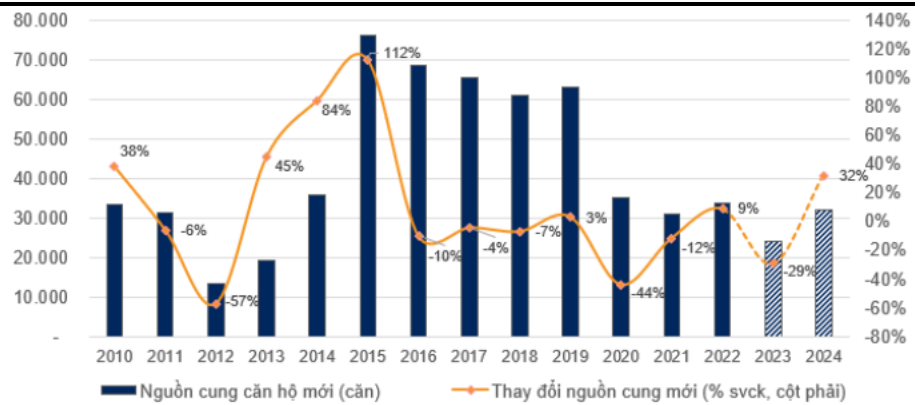
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Chúng tôi nhận thấy Chính phủ đang nỗ lực tháo gỡ những khó khăn của thị trường BĐS nhà ở nội địa trong thời gian gần đây:

- Nhờ Nghị định số 08/2023/NĐ-CP và Nghị quyết 33/2023/NQ-CP, các nhà đầu tư BĐS đã có thể gia hạn các khoản nợ trái phiếu và ngân hàng. Theo dữ liệu của HNX, các công ty BĐS đã tiến hành mua lại 12.561 tỷ đồng trái phiếu trong 6T23, làm giảm lượng trái phiếu đáo hạn trong nửa cuối 2023 và 2024 lần lượt là 12-10% so với thời điểm trước khi mua lại. Điều này đồng nghĩa với việc giảm áp lực dòng tiền cho các nhà đầu tư BĐS, tạo điều kiện các doanh nghiệp có thể triển khai các dự án trong tương lai.
- TP.HCM đặt mục tiêu tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho 50 dự án BĐS trong năm 2023. Thành phố hiện có 156 dự án BĐS (được xây dựng bởi 121 chủ đầu tư) đang chờ giải quyết nhiều vướng mắc (khoảng 70% vướng mắc liên quan đến các vấn đề về pháp lý). Với kỳ vọng những rào cản này được gỡ bỏ, TP.HCM sẽ có khoảng 4.000-5.000 căn hộ được mở bán, giảm bớt áp lực thiếu hụt nguồn cung. Nhiều tỉnh thành khác (bao gồm Đồng Nai, Bình Dương, Bình Thuận) cũng đang tích cực tháo gỡ khó khăn cho các dự án BĐS.
- Chúng tôi tin rằng việc sửa đổi luật Đất đai vẫn đang đi đúng tiến độ và sẽ có hiệu lực từ nửa cuối năm 2024. Điều này sẽ đánh dấu bước ngoặt cho thị trường BĐS khi những vướng mắc trong việc phê duyệt dự án nhà ở mới sẽ được giải quyết, giúp nguồn cung nhà ở phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024-25.

Một số dự án BĐS nhà ở (NovaWorld Hồ Tràm – tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, Bcon Polaris – tỉnh Bình Dương, De La Sol – TP.HCM,...) cũng đã bắt đầu quay trở lại thi công. Do đó, chúng tôi tin rằng nguồn cung BĐS sẽ dần hồi phục trong những quý tới trước khi bùng nổ kể từ nửa cuối năm 2024, qua đó thúc đẩy nhu cầu thép.

**Hình 10: Dự báo nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM và Hà Nội sẽ tăng 32% svck trong năm 2024, từ mức thấp của năm 2023**



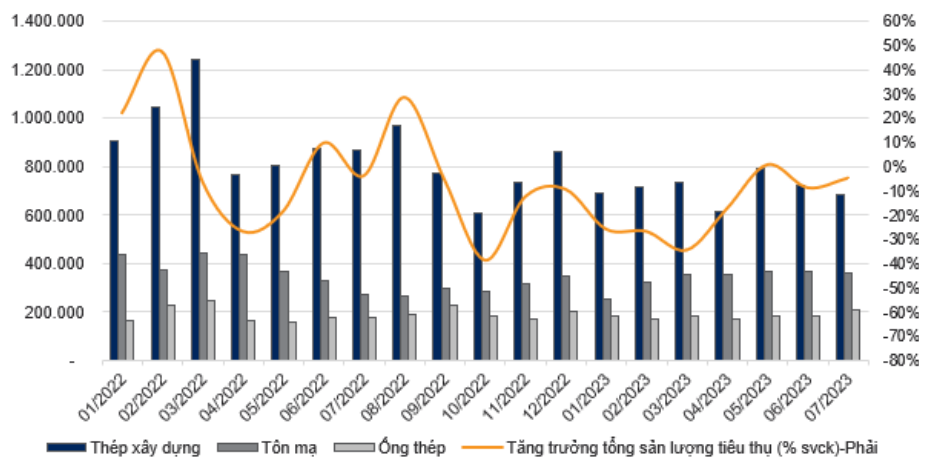
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, SAVILLS

### Một vài tín hiệu tích cực đã dần xuất hiện

*Sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam đã được cải thiện trong tháng 5-7/2023*

Theo dữ liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), tổng sản lượng tiêu thụ thép (bao gồm thép xây dựng, tôn mạ và ống thép) trong tháng 5/2023 đạt 1,3 triệu tấn, tăng 18% so với tháng 4/2023 và là mức cao nhất kể từ tháng 12/2022. Mặc dù sản lượng tiêu thụ có phần hạ nhiệt trong tháng 6-7 sau đó, tuy nhiên vẫn cao hơn so với mức trung bình Q1/23. Đáng chú ý, sản lượng tiêu thụ ống thép và tôn mạ vẫn liên tục cải thiện so với tháng trước đó. Chúng tôi cũng lưu ý rằng, mùa mưa tại miền Nam thường diễn ra từ tháng 4-11 hàng năm, không thuận lợi cho các hoạt động xây dựng. Do đó, chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp tục được cải thiện trong phần còn lại của năm 2023.

**Hình 11: Sản lượng tiêu thụ thép Việt Nam theo tháng (tấn)**



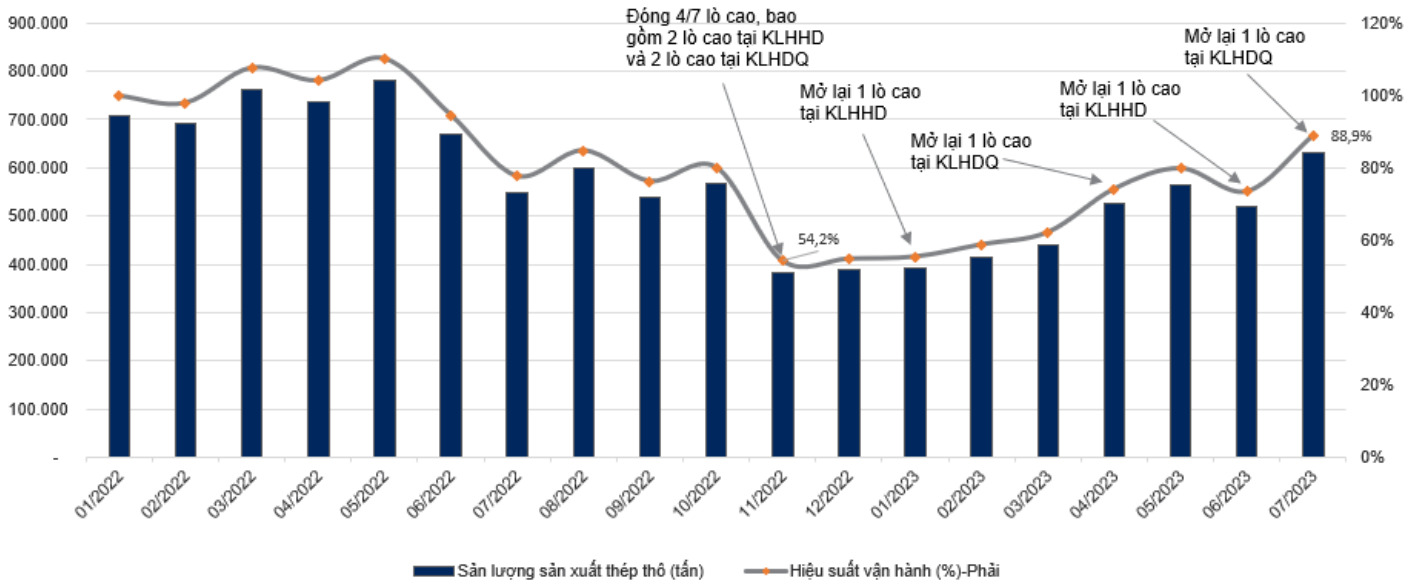
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

### HPG đã mở lại toàn bộ lò cao từ tháng 7/2023

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước đó, HPG đã dừng 4/7 lò cao từ tháng 11/2022, trong đó có 2 lò cao tại Khu liên hợp Hải Dương (KLHHD) và 2 lò cao tại Khu liên hợp Dung Quất (KLHDQ). Quyết định dừng lò cao được đưa ra trong bối cảnh nhu cầu yếu khi ngành BĐS nội địa ảm đạm. Bên cạnh đó,

HPG đã không thực hiện bất cứ hoạt động bảo trì lò cao lớn nào sau giai đoạn 2021-22 – thời điểm vận hành tối đa công suất thiết kế. Kết quả là, tỷ lệ vận hành các nhà máy thép của HPG chỉ đạt 54,2% trong tháng 11/2022.

**Hình 12: Hiệu suất vận hành các nhà máy của HPG theo tháng**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HPG đã lần lượt khởi động lại các lò cao kể từ đầu năm, theo nhu cầu thép của thị trường. Ngày 10/07/2023, HPG đã chính thức mở lại lò cao cuối cùng tại KLHDQ, đồng nghĩa việc toàn bộ 7 lò cao của công ty đều đang vận hành. Sản lượng thép thô của HPG trong tháng 7/2023 đã tăng lên mức 633.000 tấn, tương đương hiệu suất vận hành 88,9%.

Với hơn 30 năm kinh nghiệm làm thép, chúng tôi tin rằng ban lãnh đạo HPG đã nhận thấy việc lực cầu của thị trường hồi phục và quyết định mở lại toàn bộ lò cao.

Theo kế hoạch, HPG sẽ tạm thời dừng 1/3 lò cao tại KLHHD trong tháng 9/2023, nhằm phục vụ hoạt động bảo trì/nâng cấp nhà máy. Giai đoạn này dự kiến sẽ kéo dài 3 tháng và giúp nâng công suất thiết kế của lò cao tăng lên 920.000 tấn thép thô/năm (từ mức 800.000 tấn/năm trước đó). Sau khi nâng cấp, tổng công suất sản xuất thép thô của HPG sẽ tăng lên 8,62 triệu tấn, tương đương tăng 1,4% so với mức 8,5 triệu tấn hiện tại.

### Hoạt động xuất khẩu sẽ hỗ trợ sản lượng tiêu thụ thép của HPG trong giai đoạn nửa cuối năm 2023-6T24

HPG đã bán 1.799.042 tấn thép trong Q2/23, tăng 11,3% sv quý trước đó chủ yếu nhờ vào sản lượng HRC tăng mạnh 52,3% sv quý trước đó, đặc biệt là hoạt động xuất khẩu.

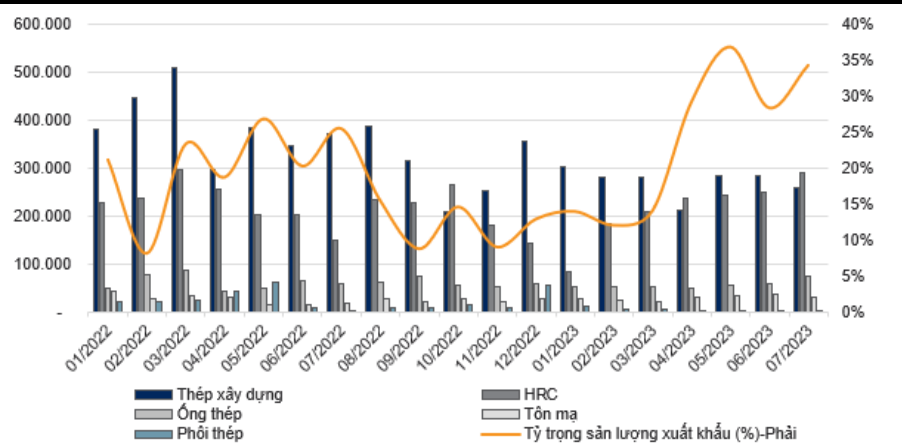
- HRC: sản lượng tiêu thụ Q2/23 đạt 734.221 tấn (+11,3% svck; +52,3% so quý trước đó). Trong đó, sản lượng xuất khẩu tăng mạnh lên 344.574 tấn (+520% sv quý trước đó và so với mức 0 trong Q2/22), chiếm 46,9% tổng sản lượng tiêu thụ trong Q2/23. Sản lượng xuất khẩu mạnh mẽ đã

bù đắp sự ảm đạm của thị trường nội địa, khi giảm 8,7% sv quý trước xuống 389.647 tấn. Các thị trường xuất khẩu HRC chính của công ty là châu Âu và Đông Nam Á.

- Thép xây dựng: sản lượng tiêu thụ Q2/23 giảm 9,8% sv quý trước đó xuống 784.454 tấn. Trong đó, tiêu thụ nội địa giảm 14,1% sv quý trước đó xuống 638.052 tấn trong khi sản lượng xuất khẩu tăng 15% sv quý trước đó lên 146.062 tấn.

Xuất khẩu HRC vẫn là điểm sáng trong tháng 7/2023, với 181.451 tấn (+85,2% sv tháng trước đó). Tổng sản lượng tiêu thụ HRC trong tháng 7/2023 ghi nhận đạt 291.046 tấn, tăng 15,7% sv tháng trước đó và là mức cao nhất kể từ tháng 10/2022.

**Hình 13: Hoạt động xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG kể từ tháng 4/2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng hoạt động xuất khẩu vẫn sẽ là động lực quan trọng cho sản lượng tiêu thụ thép của HPG trong nửa cuối năm 2023 và 6T24 trước khi thị trường BĐS nội địa dần ấm trở lại. Châu Âu và Asean tiếp tục là các thị trường xuất khẩu chính của công ty. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ và xuất khẩu tại Trung Quốc được kỳ vọng sẽ giảm trong nửa cuối năm 2023, từ đó giảm áp lực cạnh tranh cho các nhà xuất khẩu thép Việt Nam, trong đó có HPG.

Viện Sắt thép Đông Nam Á (SEASI) dự phóng nhu cầu thép tại khối các nước Asean-6 sẽ tăng 3,4% svck trong năm 2023 lên 77,6 triệu tấn (năm 2022 tăng 0,3% svck). Động lực tăng trưởng chính đến từ Indonesia và Phillipines. Nhu cầu thép tại Indonesia sẽ được hỗ trợ bởi ngành xây dựng – được kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ nhờ đầu tư cơ sở hạ tầng. Đối với Phillipines, kế hoạch phát triển hạ tầng giao thông và năng lượng của chính phủ được kỳ vọng sẽ hỗ trợ ngành thép, bấp chấ môi trường kinh doanh đầy biến động do lạm phát và lãi suất cao.

**Hình 14: Nhu cầu thép tại các nước khu vực Asean-6 sẽ tăng 3,4% svck trong năm 2023**

Quốc gia	Nhu cầu thép (triệu tấn)	Tăng trưởng nhu cầu thép (%)	Tăng trưởng GDP (%)
Việt Nam	22,4	0,8	6,0-6,5
Indonesia	17,4	5,0	5,3
Thái Lan	16,7	3,7	2,7-3,7
Phillippines	10,8	6,0	6,0-7,0
Malaysia	7,8	4,1	4,5
Singapore	2,5	0,0	0,5-2,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SEASI

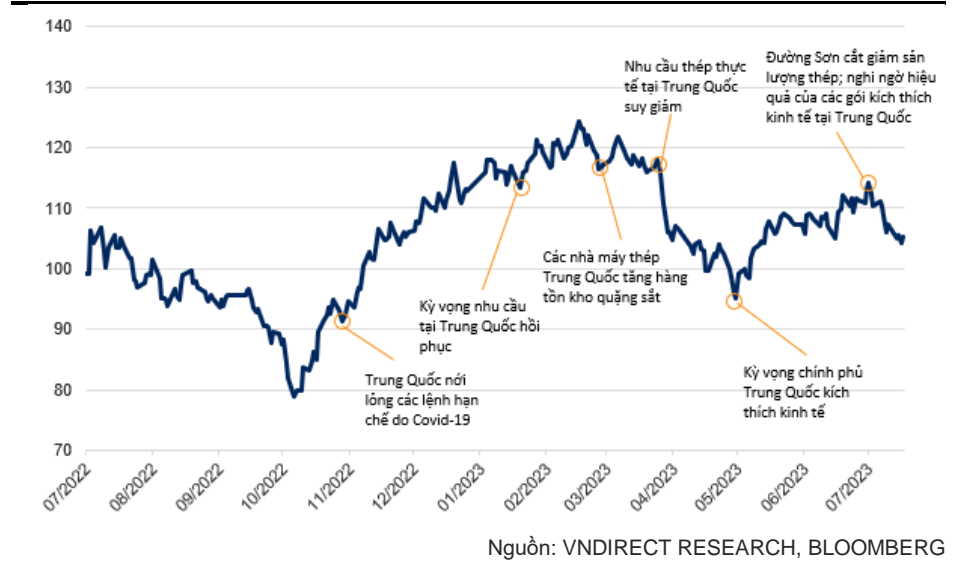


**Chúng tôi kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào sẽ giảm từ nửa cuối năm 2023 nhờ việc (1) Trung Quốc cắt giảm sản lượng sản xuất và (2) nguồn cung mới từ Australia và Brazil**

*Giá quặng sắt giảm do nhu cầu toàn cầu suy yếu*

Giá quặng sắt đã giảm nhẹ trong Q2/23 do tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại và tốc độ tăng sản lượng sản xuất thép tại Trung Quốc hạ nhiệt. Sau khi tăng mạnh lên mức cao nhất 120 USD/tấn vào tháng 3, giá quặng sắt giao ngay (62% Fe, CFR Thanh Đảo) đã giảm xuống quanh mức 105-110 USD/tấn trong tháng 8/2023. Việc giá quặng sắt giảm thời gian gần đây phản ánh việc (1) nguồn cung thép của Trung Quốc chậm lại trong tháng 7 khi chính quyền thành phố Đường Sơn – trung tâm sản xuất thép quốc gia – đã yêu cầu giảm tới 50% sản lượng để đảm bảo giảm ô nhiễm không khí; và (2) những nghi ngờ xung quanh hiệu quả của gói kích thích kinh tế mới của chính phủ Trung Quốc.

**Hình 15: Diễn biến giao dịch của giá quặng sắt giao ngay (USD/tấn)**

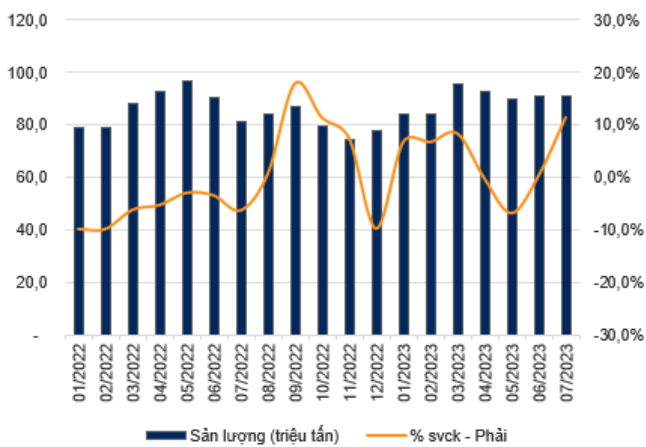


Theo dữ liệu của Hiệp hội thép thế giới (WSA), sản lượng sản xuất thép thô của Trung Quốc trong 7T23 đạt 626,5 triệu tấn, tăng mạnh 2,5% svck. Ủy ban Cải cách và Phát triển quốc gia Trung Quốc (NDRC) được cho là đã có các cuộc họp qua điện thoại với các chính quyền địa phương trên cả nước nhằm đặt mục tiêu cắt giảm sản lượng thép thô svck trong năm 2023.

Vẫn chưa rõ thời điểm khi nào các nhà máy tại Trung Quốc sẽ cắt giảm sản xuất để giữ sản lượng năm nay giảm so với 2022. Một số doanh nghiệp thép ở phía Bắc và phía Đông Trung Quốc cho biết một số nhà máy lớn trong các khu vực này đã nhận được các lệnh bằng lời nói để thực hiện giảm sản xuất trong những tháng cuối năm, bao gồm cả nhà sản xuất thép lớn nhất Trung Quốc là Baowu. Thị trường đang kỳ vọng việc các tỉnh Hà Bắc và Giang Tô cũng sẽ sớm thông báo cho các nhà máy địa phương về sự cần thiết của việc cắt giảm sản xuất.

Điều đó đồng nghĩa rằng sản lượng sản xuất thép thô và nhu cầu quặng sắt của Trung Quốc sẽ giảm trong những tháng còn lại của năm 2023 nhằm bù đắp đà tăng trưởng trong 7T23.

**Hình 16: Sản lượng sản xuất thép thô của Trung Quốc đạt 626,5 triệu tấn trong 7T23, tăng mạnh 2,5% svck**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WSA

**Hình 17: Thống kê ngành thép Trung Quốc trong nửa đầu năm 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, STEELMINT

Trong dài hạn, Trung Quốc – quốc gia chiếm gần 60% nhu cầu quặng sắt toàn cầu – được dự báo sẽ giảm sản lượng sản xuất thép tới năm 2025. Điều này sẽ làm giảm nhu cầu quặng sắt toàn cầu khoảng 1,1%/năm trong giai đoạn 2024-25.

Trung Quốc đang phải đối mặt với một số tác động khiến nhu cầu quặng sắt của nước này suy giảm. Chính phủ đang muốn định hướng nền kinh tế hướng tới động lực chính là tiêu dùng thay vì đầu tư. Dân số giảm cũng phần nào ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng kinh tế và làm giảm nhu cầu xây dựng hạ tầng, nhà ở mới – những lĩnh vực thâm dụng thép. Trong khi đó, sự yếu kém của lĩnh vực BĐS cũng sẽ là trở ngại đối với nhu cầu thép.

Trong khi đó, nhu cầu quặng sắt ngoài Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tăng mạnh do nhu cầu thép và công suất sản xuất tăng ở các quốc gia mới nổi tại Châu Á và Trung Đông. Dự kiến sẽ có hơn 100 triệu tấn thép sản xuất bằng lò cao (với nguyên liệu đầu vào là quặng sắt) được đi vào hoạt động tại châu Á trong một vài năm tới.

Về phía cung, hai nhà sản xuất lớn nhất thế giới - Australia và Brasil - dự kiến sẽ tiếp tục tăng sản lượng xuất khẩu khoảng 3,0%/năm cho tới 2025. Sản lượng gia tăng đến nhờ kế hoạch khai thác mới tại Australia và kế hoạch mở rộng của nhà sản xuất lớn của Brasil (bao gồm Vale, CSN). Nguồn cung mới từ các nhà sản xuất mới nổi ở châu Phi cũng sẽ đóng góp vào mức tăng trưởng hàng năm khoảng 3% trong thương mại quặng sắt toàn cầu.

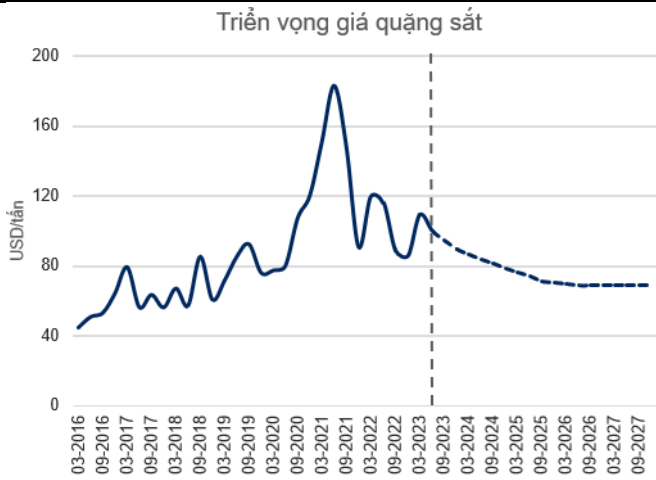
Theo Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Australia (DISR), trung bình giá quặng sắt năm 2023 được dự báo đạt 98 USD/tấn (-7,0% svck), trước khi giảm xuống mức 74 USD/tấn trong năm 2025.

*Giá than cốc được dự báo sẽ tiếp tục giảm*

Giá than cốc đã giảm trong cả Q1-Q2/23 do nguồn cung tại Australia tăng lên, hoạt động sản xuất thép toàn cầu chậm lại và kỳ vọng nhu cầu mạnh mẽ của Trung Quốc sau đại dịch đã không diễn ra.

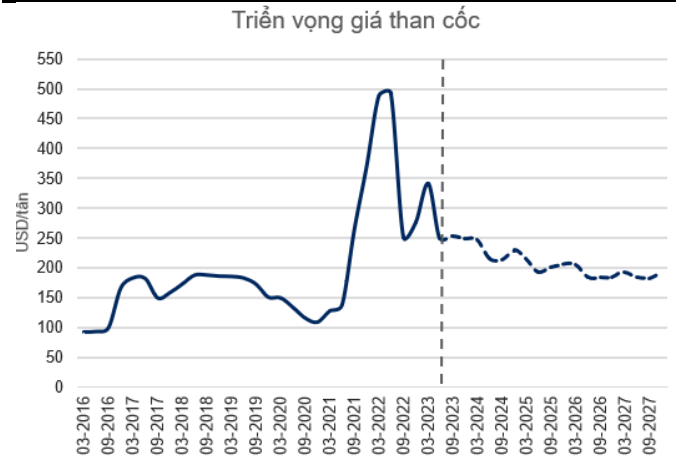
DISR dự báo trung bình giá than cốc sẽ giảm dần từ mức 273 USD/tấn trong năm 2023 sau khi nguồn cung được dần quay trở lại bình thường. Giá than cốc năm 2025 sẽ chỉ còn 200 USD/tấn.

**Hình 18: Triển vọng giá quặng sắt**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DISR

**Hình 19: Triển vọng giá than cốc**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DISR

Giá bán đầu ra giảm chậm hơn so với đầu vào giúp biên EBITDA của các công ty thép (trong đó có HPG) được cải thiện trong tháng 7-8/2023

Theo diễn biến của giá hàng hóa giao ngay (bao gồm giá thép, quặng sắt, than cốc và thép phế), chúng tôi ước tính biên EBITDA của mảng thép HPG trong tháng 7-8/2023 đang cao hơn 1,5 điểm % so với mức trung bình của Q2/23, bất chấp việc giá bán thép giảm.

**Hình 20: Ước tính biên EBITDA của HPG theo diễn biến của giá hàng hóa giao ngay**



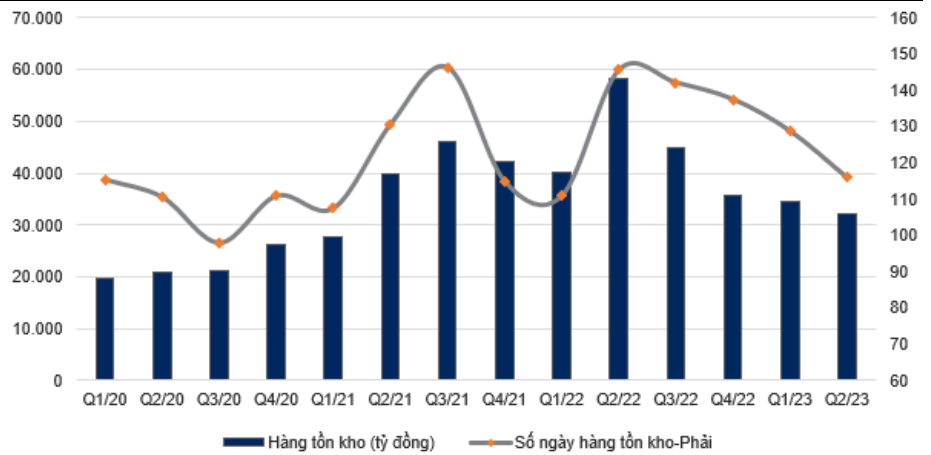
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Mặc dù chịu ảnh hưởng của diễn biến giá hàng hóa giao ngay, chúng tôi cũng lưu ý rằng biên EBITDA thực tế của HPG sẽ phụ thuộc vào việc quản lý hàng tồn kho cũng như mức giá đàm phán được của các hợp đồng kỳ hạn về các sản phẩm đầu ra và nguyên liệu đầu vào.

Chúng tôi kỳ vọng biên EBITDA của HPG trong nửa cuối năm 2023 sẽ tiếp tục được cải thiện so với nửa đầu năm nhờ vào (1) giá nguyên liệu đầu vào (bao gồm quặng sắt, than cốc) được dự báo giảm; (2) lượng hàng tồn kho của công ty trong Q2/23 đã giảm xuống mức thấp nhất từ Q1/21 (thời điểm lò cao thứ 4 tại KLHQ bắt đầu vận hành thương mại) và (3) HPG đã nhận được đơn hàng

xuất khẩu HRC tới tháng 9/2023, đảm bảo việc giá bán thép cao bất chấp giá đầu vào giảm.

**Hình 21: Giá trị hàng tồn kho của HPG trong Q2/23 giảm xuống mức thấp nhất kể từ Q1/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

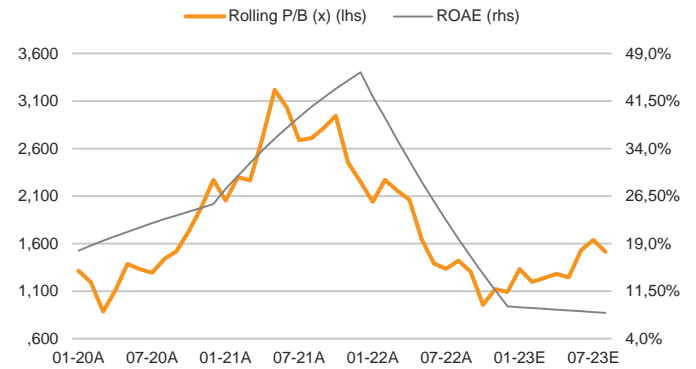
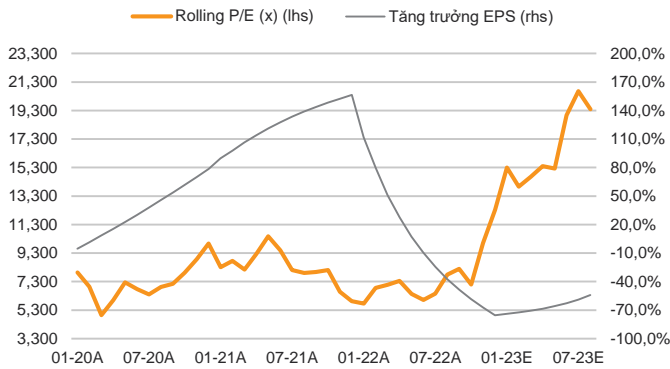
### Thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-25

**Hình 22: Tóm tắt thay đổi dự phóng giai đoạn 2023-25**

Tỷ đồng	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			% thay đổi			Nhận xét
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>136.850</b>	<b>152.743</b>	<b>207.749</b>	<b>121.585</b>	<b>141.398</b>	<b>187.591</b>	<b>-11,2%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-9,7%</b>	Chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán thép xây dựng trung bình trong năm 2023-24-25 xuống lần lượt 15,3-14,5-14,1 triệu đồng/tấn, giảm 4% sv dự phóng trước đó phản ánh đã giảm gần đây của thị trường. Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu mảng nông nghiệp do HPG đang có kế hoạch thu hẹp mảng bò trong thời gian tới.
Thép	128.067	141.688	191.530	113.351	131.718	172.747	-11,5%	-7,0%	-9,8%	
Nông nghiệp	7.764	9.399	9.408	7.214	8.024	8.033	-7,1%	-14,6%	-14,6%	
Bất động sản	1.019	1.657	6.811	1.019	1.657	6.811	0,0%	0,0%	0,0%	
Lợi nhuận gộp	17.588	23.371	32.425	14.206	23.311	33.024	-19,2%	-0,3%	1,8%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>12,9%</i>	<i>15,3%</i>	<i>15,6%</i>	<i>11,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,6%</i>	<i>-1,2 đ %</i>	<i>1,2 đ %</i>	<i>2,0 đ %</i>	
CPBH & QLDN	3.284	3.666	4.986	3.526	3.959	5.065	7,4%	8,0%	1,6%	Chúng tôi điều chỉnh tăng biên gộp năm 2024-25 lần lượt 1,2-2,0 điểm % nhờ (1) giá than cốt thấp hơn 12%-15% sv dự phóng trước đó và (2) tỷ trọng lớn hơn của HRC (có biên LN gộp cao hơn so với thép xây dựng) trong tổng sản lượng tiêu thụ thép.
<i>Chi phí BH&amp;QLDN/DTT</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,7%</i>	<i>0,5 đ %</i>	<i>0,4 đ %</i>	<i>0,3 đ %</i>	
EBITDA	21.131	27.632	39.734	17.475	27.079	38.253	-17,3%	-2,0%	-3,7%	
<i>Biên EBITDA</i>	<i>15,4%</i>	<i>18,1%</i>	<i>19,1%</i>	<i>14,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>20,4%</i>	<i>-1,1 đ %</i>	<i>1,1 đ %</i>	<i>1,3 đ %</i>	
Chi phí lãi vay	3.037	2.993	3.520	3.429	3.053	3.141	12,9%	2,0%	-10,7%	
Lợi nhuận trước thuế	11.469	16.245	21.883	8.369	16.294	23.486	-27,0%	0,3%	7,3%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>10.366</b>	<b>14.711</b>	<b>19.543</b>	<b>7.544</b>	<b>14.747</b>	<b>21.027</b>	<b>-27,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>7,6%</b>	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,2%</i>	<i>-1,4 đ %</i>	<i>0,8 đ %</i>	<i>1,8 đ %</i>	
<b>Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)</b>	<b>7.600</b>	<b>8.928</b>	<b>11.564</b>	<b>7.316</b>	<b>8.361</b>	<b>11.247</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-2,7%</b>	
Thép xây dựng	3.913	4.732	5.405	3.409	4.269	5.490	-12,9%	-9,8%	1,6%	
Phôi thép	241	207	220	59	146	220	-75,5%	-29,5%	0,0%	
Ông thép	787	826	867	727	763	801	-7,6%	-7,6%	-7,6%	
Tôn mạ	344	350	357	344	350	357	0,0%	0,0%	0,0%	
HRC	2.315	2.813	4.714	2.777	2.833	4.378	20,0%	0,7%	-7,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	141.409	121.585	141.398
Giá vốn hàng bán	(124.646)	(107.378)	(118.088)
Chi phí quản lý DN	(2.666)	(2.553)	(2.828)
Chi phí bán hàng	(1.019)	(973)	(1.131)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>13.078</b>	<b>10.680</b>	<b>19.352</b>
EBITDA thuần	19.573	17.445	27.050
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(6.495)</b>	<b>(6.765)</b>	<b>(7.698)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>13.078</b>	<b>10.680</b>	<b>19.352</b>
Thu nhập lãi	3.744	2.517	2.151
Chi phí tài chính	(7.770)	(5.496)	(6.575)
Thu nhập ròng khác	872	669	1.368
TN từ các Cty LK & LD	(1)	(1)	(1)
<b>LN trước thuế</b>	<b>9.923</b>	<b>8.369</b>	<b>16.294</b>
Thuế	(1.479)	(775)	(1.492)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	(50)	(55)
<b>LN ròng</b>	<b>8.484</b>	<b>7.544</b>	<b>14.747</b>
Thu nhập trên vốn	8.484	7.544	14.747
Cổ tức phổ thông	(2.247)	0	(2.907)
<b>LN giữ lại</b>	<b>6.236</b>	<b>7.544</b>	<b>11.840</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	8.325	4.863	6.990
Đầu tư ngắn hạn	26.268	26.268	26.268
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.893	11.659	10.230
Hàng tồn kho	34.491	36.773	38.823
Các tài sản ngắn hạn khác	1.538	1.322	1.538
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>80.515</b>	<b>80.886</b>	<b>83.849</b>
Tài sản cố định	84.825	103.451	136.644
Tổng đầu tư	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	4.995	4.295	4.994
<b>Tổng tài sản</b>	<b>170.336</b>	<b>188.633</b>	<b>225.488</b>
Vay & nợ ngắn hạn	46.749	44.727	53.861
Phải trả người bán	11.107	13.238	12.941
Nợ ngắn hạn khác	4.530	4.886	5.637
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>62.385</b>	<b>62.852</b>	<b>72.439</b>
Vay & nợ dài hạn	11.152	22.049	36.762
Các khoản phải trả khác	686	589	685
Vốn điều lệ và	58.148	58.148	58.148
LN giữ lại	33.834	41.378	53.218
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>96.007</b>	<b>102.987</b>	<b>115.391</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	106	155	210
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>170.336</b>	<b>188.633</b>	<b>225.488</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>9.923</b>	<b>8.369</b>	<b>16.294</b>
Khấu hao	6.524	6.794	7.728
Thuế đã nộp	(1.479)	(775)	(1.492)
Các khoản điều chỉnh khác	(946)	(1.072)	(1.211)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>7.597</b>	<b>2.116</b>	<b>(2.509)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>21.621</b>	<b>15.433</b>	<b>18.810</b>
Đầu tư TSCĐ	(11.615)	(25.000)	(40.000)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(8.032)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	6	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(19.641)</b>	<b>(25.000)</b>	<b>(40.000)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(13.879)	6.106	26.224
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.247)	0	(2.907)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(16.126)</b>	<b>6.106</b>	<b>23.317</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22.471	8.325	4.863
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(14.147)</b>	<b>(3.461)</b>	<b>2.127</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8.325	4.863	6.990

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	6,0%	6,2%	10,4%
Vòng quay TS	0,81	0,68	0,68
ROAA	4,9%	4,2%	7,1%
Đòn bẩy tài chính	1,87	1,80	1,90
ROAE	9,1%	7,6%	13,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	25,5	35,0	26,5
Số ngày nắm giữ HTK	101,0	125,0	120,3
Số ngày phải trả tiền bán	32,5	45,0	40,1
Vòng quay TSCĐ	1,72	1,29	1,18
ROIC	5,5%	4,4%	7,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,5
Vòng quay tiền	94,0	115,0	106,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(5,5%)	(14,0%)	16,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(65,3%)	(18,3%)	81,2%
Tăng trưởng LN ròng	(75,4%)	(11,1%)	95,5%
Tăng trưởng EPS	(75,4%)	(11,1%)	95,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## 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.

---

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

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

### Trần Bá Trung – Chuyên viên Phân tích cao cấp

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>