

Ngành: **Vật liệu xây dựng** Báo cáo gần nhất [Link](#)

Khuyến nghị	MUA	CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)		
		Thị phần mở rộng		
Giá hiện tại	24,300	Ngày viết báo cáo	11/08/2020	<b>Cơ cấu cổ đông</b>
Giá mục tiêu trước	36,700	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	3,313	Trần Đình Long 25.4%
Giá mục tiêu mới	<b>30,000</b>	Vốn hóa (tỷ đồng)	79,684	Vũ Thị Hiền 7.3%
Cổ tức	2.1%	KLGDBQ 10P (nghìn CP)	15,899	Dragon Capital 5.0%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>23.5%</b>	Sở hữu nước ngoài	35.82%	Vina Capital 3.0%

**Chuyên viên phân tích ngành:**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh  
(Vật liệu xây dựng, BĐS miền Bắc)  
[hanhntk@bsc.com.vn](mailto:hanhntk@bsc.com.vn)

**Chuyên viên phân tích kỹ thuật:**

Nguyễn Tiến Đức  
[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu 30,500  
Giá cắt lỗ 21,500

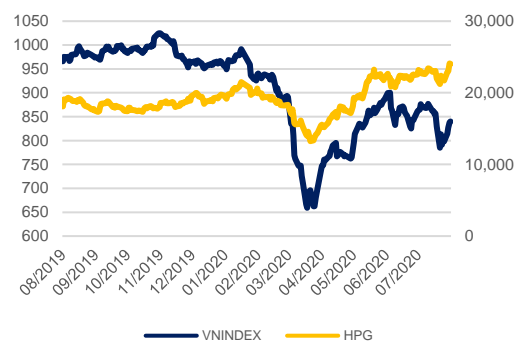
**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HPG với **giá mục tiêu cho năm 2021 là 30,000 đồng/CP** (P/E fw 2021 = 6.7x) dựa trên kết hợp phương pháp định giá P/E (P/E mục tiêu = 8) và EV/EBITDA (EV/EBITDA mục tiêu = 5) sau khi điều chỉnh cổ tức 2019 (5% tiền, 20% cổ phiếu).

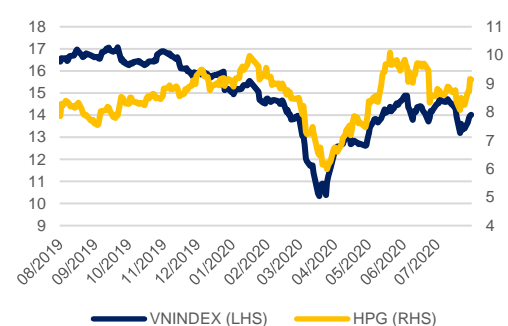
**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Chúng tôi dự báo năm 2020 doanh thu của Hòa Phát đạt 81,260 tỷ đồng (+27.7% YoY), LNST = 9,604 tỷ (+27.6% YoY), tương đương với EPS = 2,899 đồng/CP. Năm 2021, BSC dự báo doanh thu của Hòa Phát đạt 98,650 tỷ đồng (+21.4% YoY), LNST 11,758 tỷ (+22.4% YoY), tương đương với EPS = 3,549 đồng/CP.

**Bảng so sánh giá CP và VN-Index**



**Bảng so sánh P/E và VN-Index**



**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- (1) Nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam với công suất 8 triệu tấn thép thô sau khi KLH Hòa Phát Dung Quất vận hành hết 4 lò cao (cuối 2020).
- (2) Duy trì được tăng trưởng 25-30% trong 2020-2021 về lợi nhuận trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn do dịch bệnh nhờ (1) sản lượng tăng thêm từ Dung Quất (+47% và +23% trong 2020, 2021); (2) giá bán dự báo sẽ tăng lại khi nhu cầu thép từ 2021 phục hồi với động lực từ đầu tư công, (3) KLH Dung Quất đạt lợi thế về quy mô giúp cho giá thành SX giảm (đặc biệt với HRC)

**CATALYST**

- (1) GD 2 sản xuất HRC dự kiến vận hành thương mại trong Q4/2020.
- (2) Giá than luyện coke duy trì ở mức thấp, 1H2020 giảm trên 30% YoY.
- (3) Giá lợn duy trì ở mức cao giúp cải thiện lợi nhuận mảng nông nghiệp.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- (1) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu
- (2) Việc vận hành KLH Dung Quất

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2020**

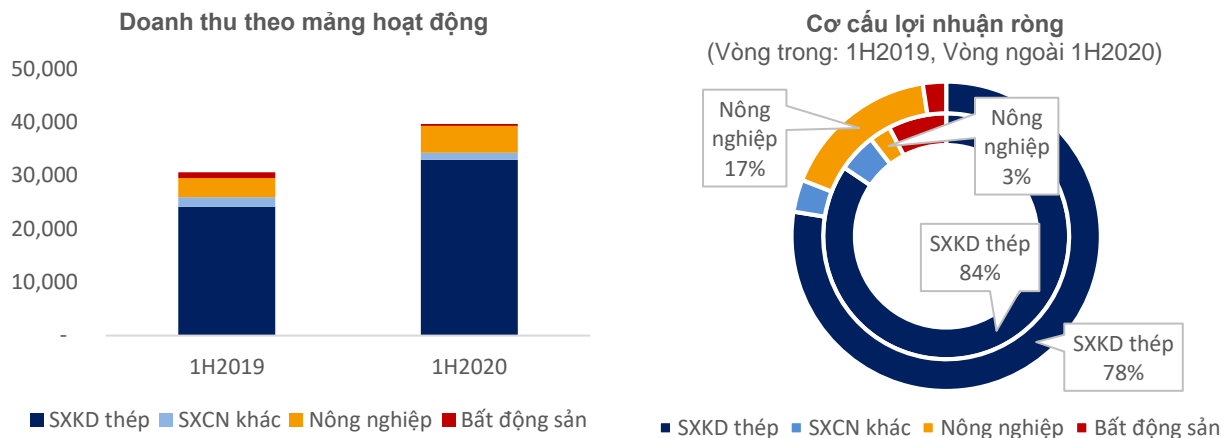
- (1) HPG ghi nhận doanh thu 39,654 tỷ (+29.6% YoY), LNST 5,060 tỷ (+31.1% YoY) nhờ mở rộng ở mảng thép và mảng nông nghiệp đột biến.
- (2) Sản lượng các sản phẩm thép tiêu thụ đạt 2.69 triệu tấn (+987 nghìn tấn, tương đương +58% YoY) trong khi toàn ngành giảm 10%. Biên mảng nông nghiệp cải thiện từ 3.1% trong 1H2019 lên 16.7% trong 1H2020, đóng góp 17% LNST.

	2019	2020F	Peers	VN-Index
P/E	7.80	8.30	8.70	14.10
P/B	1.40	1.41	0.44	1.90
EV/EBITDA	7.76	7.00	6.47	1.40
ROS	11.8%	11.8%	0.9%	13.6%
ROA	8.4%	8.7%	1.1%	2.4%
ROE	17.0%	18.4%	3.4%	11.7%

	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu	55,836	63,658	81,260	98,650
LN gộp	11,671	11,185	15,805	19,437
LNST	8,573	7,527	9,604	11,758
EPS	4,037	2,726	2,899	3,549
Biên LNG	20.9%	17.6%	19.4%	19.7%
Nợ/ VCSH	92.6%	113.0%	107.4%	96.4%

## KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2020

HPG ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ lần lượt là 29.6% và 31.1% trong 1H2020 nhờ (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng mạnh 58% YoY với đóng góp từ dự án Hòa Phát Dung Quất và (2) biên lợi nhuận mảng nông nghiệp cải thiện mạnh nhờ giá lợn tăng.

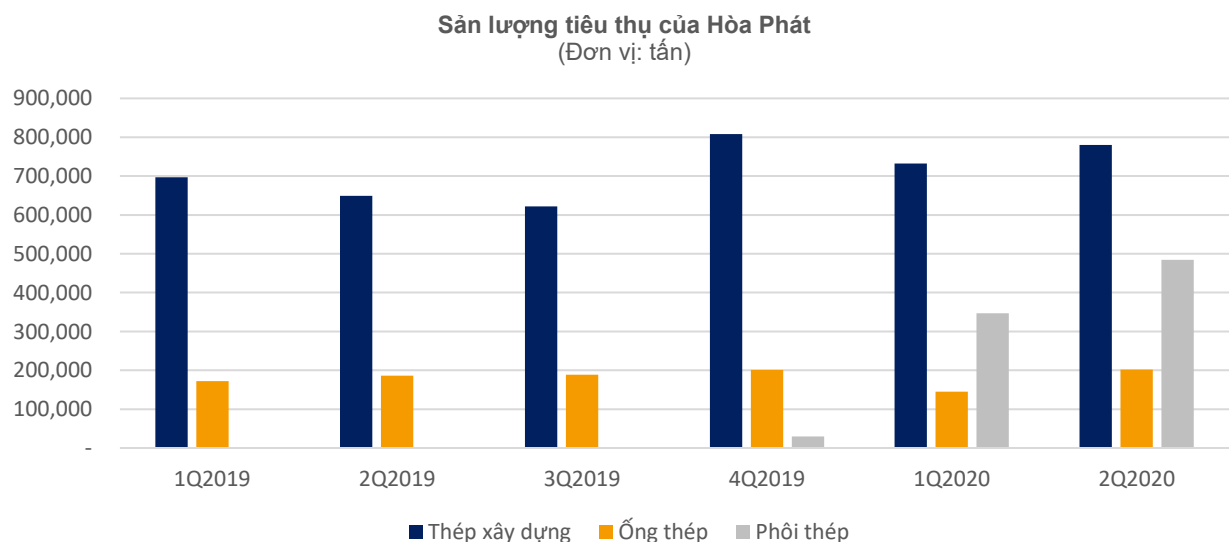


Mảng hoạt động	Doanh thu		Lợi nhuận sau thuế		Biên LNST	
	1H2020	% YoY	1H2020	% YoY	1H2019	1H2020
SXKD thép	32,944	36.5%	3,925	20.4%	13.5%	11.9%
SXCN khác	1,313	-27.3%	171	-12.8%	10.8%	13.0%
Nông nghiệp	5,042	41.5%	842	672.5%	3.1%	16.7%
Bất động sản	355	-67.5%	123	-58.4%	27.1%	34.6%
<b>Tổng cộng</b>	<b>39,654</b>	<b>29.6%</b>	<b>5,061</b>	<b>31.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.8%</b>

Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

### Mảng thép

Sản lượng các sản phẩm thép tiêu thụ tăng mạnh với 2.69 triệu tấn (+987 nghìn tấn, tương đương +58% YoY) trong bối cảnh tiêu thụ toàn ngành 6T đầu năm giảm 10% YoY. Tiêu thụ phôi thép đóng góp 831 nghìn tấn (cùng kỳ không phát sinh), thép xây dựng 1.51 triệu tấn (+12.4% YoY), ống thép 347 nghìn tấn (-3% YoY).



Nguồn: Hiệp hội Thép (VSA), BSC Research

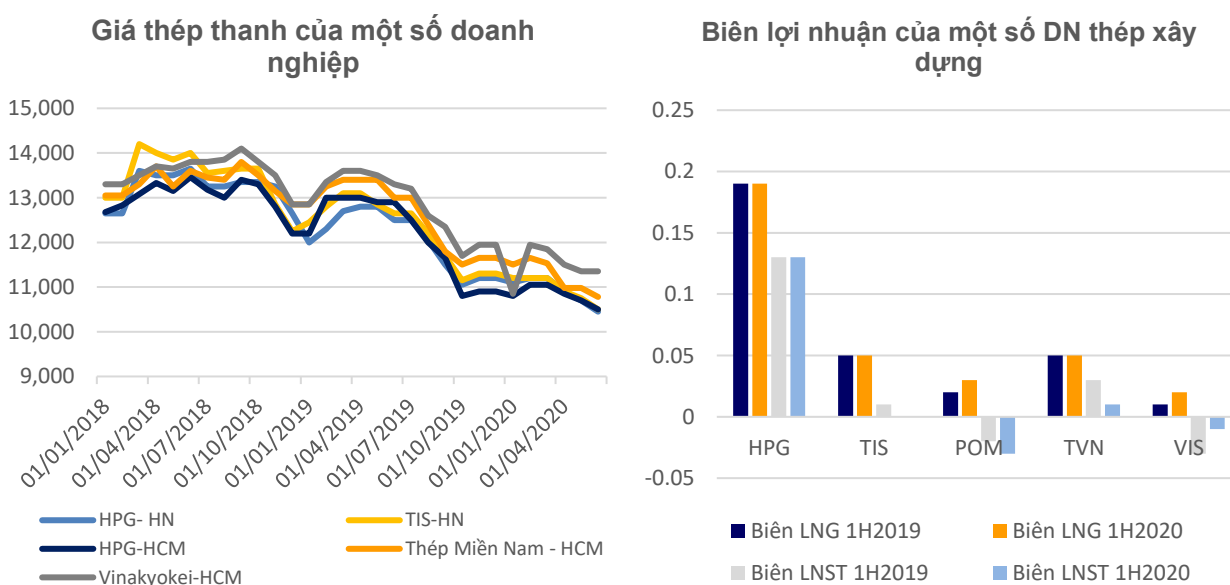
## Mảng thép

**Thị phần thép xây dựng tăng mạnh từ 26% (2019) lên 30.9% (1H2020), đặc biệt tại thị trường miền Nam.** BSC đánh giá HPG đang tận dụng tốt lợi thế về vị trí và logistic của KLH Hòa Phát Dung Quất và khoảng trống thị trường do Posco SS Vina bỏ lại để mở rộng thị trường phía Nam trong năm 2020. Năm 2021, chúng tôi đánh giá dự địa để tăng thị phần của HPG hạn chế hơn, việc tăng sản lượng phụ thuộc nhiều hơn vào nhu cầu thị trường. **Thị phần ống thép tăng nhẹ từ 32% lên 33.9%.**

	Q1.2019	Q2.2019	Q3.2019	Q4.2019	Q1.2020	Q2.2020
<b>Thị phần thép xây dựng</b>	27.0%	26.1%	25.0%	29.8%	30.9%	30.8%
Miền Bắc	34.3%	31.8%	31%	31.2%	33.6%	31.7%
Miền Trung	50.6%	53.2%	48.6%	52.8%	50.5%	54.3%
Miền Nam	10.4%	11.4%	11.3%	22.0%	22.0%	23.5%
<b>Ống thép</b>	34.3%	32.5%	35.9%	37.2%	34.3%	33.6%
Miền Bắc	32.3%	31.1%	31%	31.2%	33.6%	31.7%
Miền Trung	41.8%	39.5%	48.6%	52.8%	50.5%	54.3%
Miền Nam	33.6%	31.0%	11.3%	22.0%	22.0%	23.5%

Nguồn: VSA, BSC Research

**Giá bán bình quân sản phẩm thép giảm 20% YoY** do (1) giá bán SP thép xây dựng 6T2020 giảm khoảng 13-15% YoY, (2) tỷ trọng phối thép (BSC ước tính giá bán thấp hơn 10-15% so với thép xây dựng) trong tổng sản lượng tiêu thụ tăng từ 0% lên 31%. BSC cho rằng giá thép giảm do (1) nhu cầu yếu đi, (2) giá nguyên vật liệu đầu vào như than luyện coke giảm mạnh. Trong bối cảnh tiêu thụ nội địa khó khăn, các DN trong ngành đã giảm giá để cạnh tranh, do đó chênh lệch giá bán giữa HPG và các đối thủ đã thu hẹp đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dư địa giảm giá để cạnh tranh của các DN thép xây dựng còn lại hạn chế khi biên lợi nhuận tương đối mỏng. Cùng với nhu cầu dự báo hồi phục từ cuối 2020, BSC cho rằng giá thép của HPG sẽ có hồi phục từ cuối năm nay.

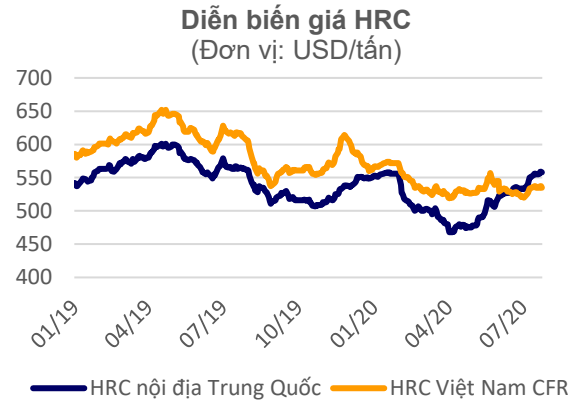
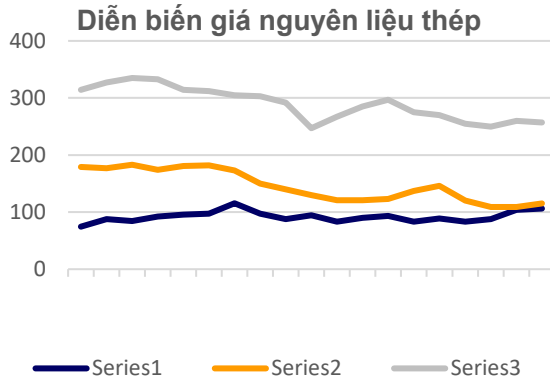


Nguồn: FiinPro, BSC Research

Biên lợi nhuận thuần mảng thép giảm từ 13.5% về 11.9% do (1) giá bán bình quân các sản phẩm thép giảm và (2) hiệu quả hoạt động của KLH Dung Quất trong giai đoạn đầu vận hành chưa tối ưu.

## Màng thép

**Diễn biến giá nguyên liệu trong 1H2020 khá tích cực với HPG:** giá quặng sắt 62% Fe CFR cảng Thiên Tân bình quân 6T2020 là 92.3 USD/tấn (tương đương cùng kỳ), giá FOB than mỡ luyện cốc Úc xuất khẩu 123 USD/tấn (-31.2% YoY). Bình quân 1H2020, giá HRC nội địa giao ngay tại Trung Quốc là 510 USD/tấn, giá CFR HRC của Formosa là 540 USD/tấn (-12% YoY).

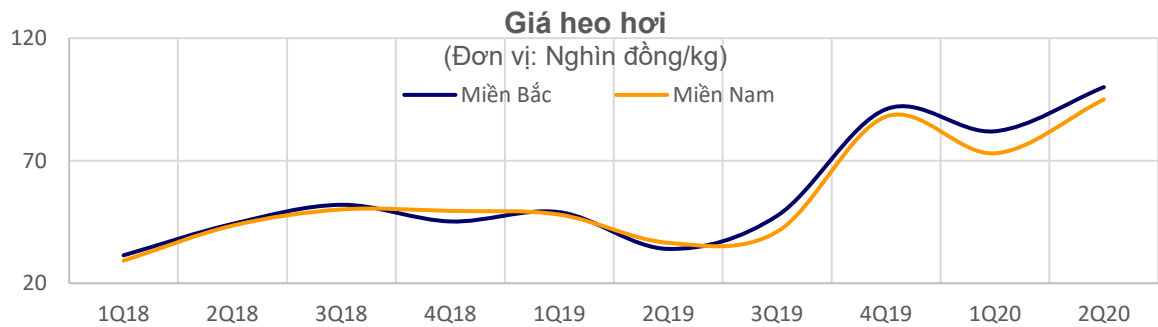


Nguồn: VSA, BSC Research

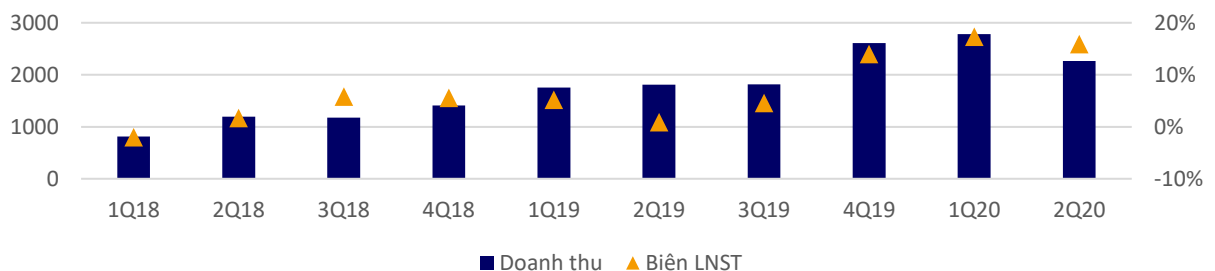
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## Màng nông nghiệp

**Màng nông nghiệp đạt đỉnh tăng trưởng về lợi nhuận trong 1H2020.** Doanh thu 5,052 tỷ (+41.5% YoY), biên LNST tăng mạnh từ 3.1% trong 1H2019 lên 16.7%. Giá thịt lợn trong 1H2020 tăng gần như gấp đôi so với cùng kỳ do dịch tả lợn châu Phi gây ra tình trạng thiếu cung giúp biên lợi nhuận của HPG được cải thiện mạnh (chăn nuôi lợn đóng góp khoảng 60% lợi nhuận nông nghiệp). Dựa trên tình hình tổng đàn trong 4T2020, Bộ NN&PTNT ước tính đến cuối năm sản lượng xuất chuồng sẽ cơ bản đáp ứng được nhu cầu, cùng với quyết tâm của Chính phủ trong kiểm chế lạm phát, chúng tôi nhận định giá thịt lợn sẽ bình ổn và giảm về quanh 70-80 nghìn đồng/kg trong Q4/2020. Do đó, biên lợi nhuận màng nông nghiệp trong nửa cuối năm sẽ giảm (kế hoạch biên LNST màng nông nghiệp năm 2020 là 12%).



### Doanh thu và biên lợi nhuận màng chăn nuôi



Nguồn: BCTC công ty, BSC Research

## Đánh giá và dự báo kết quả kinh doanh

Tăng trưởng lợi nhuận trong nửa đầu năm phù hợp với dự báo của chúng tôi với động lực chính đến từ khu liên hiệp Hòa Phát Dung Quất và mảng nông nghiệp.

	1H2020	Dự báo 2020		2021	Ghi chú
		<u>Dự báo cũ</u>	Dự báo mới		
<b>Sản xuất</b> (triệu tấn)	2.6				Tăng trưởng 58% về sản lượng tiêu thụ tất cả các loại trong 1H2020 đã củng cố luận điểm HPG sẽ cố gắng đẩy sản lượng tiêu thụ thép thô để đảm bảo 2 lò cao số 1 và số 2 hoạt động hết công suất.
<b>Tiêu thụ ra ngoài</b> (triệu tấn)					
- Phôi và thép XD	2.34	4.28	4.33	4.42	
- Ống thép	0.347	0.75	0.75	0.8	
- Tôn mạ		0.12	0.12	0.19	
- HRC		0	0	1	
<b>Giá bán thép bình quân</b>	-20%	-5%	-10%	+3%	Trong nửa cuối năm 2020, BSC kỳ vọng giá bán sẽ hồi phục lại khi hoạt động xây dựng quay lại sau dịch và giá nguyên liệu đầu vào như than dự báo hồi phục. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi này sẽ tiếp diễn trong năm 2021 khi hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh, xây dựng dân dụng phục hồi.
Tỷ trọng phôi thép	32%	20%	30%		
<b>Giá nguyên liệu chính</b> (USD/tấn)					BSC nhận định giá các nguyên liệu đầu vào như than luyện coke, HRC sẽ hồi phục một phần trong cuối năm 2020 khi nhu cầu thép thế giới tăng lại nhờ xây dựng và sản xuất trở lại bình thường khi dịch được kiểm soát và mùa mưa ở Trung Quốc qua đi. Đối với quặng sắt, chúng tôi vẫn giữ quan điểm là nguồn cung sau khi phục hồi lại trong năm nay sẽ lớn hơn nhu cầu, do đó vẫn đối mặt mới áp lực giảm nhiều hơn sau một năm đột biến.
- Quặng sắt	92	87	90	85	
- Than coking	133	160	139	153	
- HRC	433	500	450	500	

Nguồn: BSC Research

(Giá nguyên vật liệu trong 1H2020 dựa trên số liệu của VSA)

**BSC đánh giá kết quả kinh doanh của HPG trong Q3/2020 sẽ không có nhiều đột biến so với Q2/2020 khi tiêu thụ toàn ngành chưa có nhiều khởi sắc**, giá lợn hạ nhiệt hơn so với nửa đầu năm. Tuy nhiên, nếu so sánh %YoY thì tăng trưởng của HPG sẽ duy trì ở mức cao nhờ sản lượng tăng thêm từ KLH Dung Quất (đi vào hoạt động từ Q4/2019). Sang Q4/2020, chúng tôi kỳ vọng việc vận hành của dây chuyền HRC (dự kiến từ tháng 9-10/2020) sẽ đóng góp tích cực cho KQKD của HPG.

Chúng tôi dự báo năm 2020 doanh thu của Hòa Phát đạt 81,260 tỷ đồng (+27.7% YoY), LNST = 9,604 tỷ (+27.6% YoY), tương đương với EPS = 2,899 đồng/CP. Năm 2021, BSC dự báo doanh thu của Hòa Phát đạt 98,650 tỷ đồng (+21.4% YoY), LNST 11,758 tỷ (+22.4% YoY), tương đương với EPS = 3,549 đồng/CP.

## Dự báo kết quả kinh doanh

**Bảng: Dự báo kết quả kinh doanh 2020-2021**

Đơn vị: Tỷ đồng	2017A	2018A	2019E	2020F	2021F
<b>Doanh thu thép</b>	<b>39,738</b>	<b>46,424</b>	<b>50,654</b>	<b>67,261</b>	<b>84,510</b>
% YoY	37.7%	16.8%	9.1%	31.3%	25.6%
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	<b>2,761,766</b>	<b>3,031,688</b>	<b>3,534,933</b>	<b>5,206,901</b>	<b>6,413,092</b>
% YoY	20.9%	9.8%	16.6%	47.4%	23.2%
Thép xây dựng	2,180,766	2,377,788	2,777,583	4,329,551	4,423,667
% YoY	20.9%	9.0%	16.8%	56.0%	2.2%
Ống thép	581,000	653,900	757,350	757,350	799,425
% YoY	21.0%	12.5%	15.8%	0.0%	5.6%
Tôn mạ	-	-	-	120,000	190,000
% YoY			10%	10%	10%
HRC	-	-	-	-	1,000,000
% YoY					
<b>Doanh thu</b>	<b>46,161.7</b>	<b>55,836</b>	<b>63,658</b>	<b>81,260</b>	<b>98,650</b>
Giá vốn hàng bán	35,536.1	44,166	52,473	65,455	79,214
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10,625.6</b>	<b>11,671</b>	<b>11,185</b>	<b>15,805</b>	<b>19,437</b>
Chi phí bán hàng	594.7	677	873	1,165	1,357
Chi phí QLDN	409.0	444	569	689	797
<b>EBIT</b>	<b>9,621.8</b>	<b>10,550</b>	<b>9,743</b>	<b>13,951</b>	<b>17,283</b>
Doanh thu tài chính	186.2	294	471	463	418
Chi phí tài chính	555.8	772	1,182	3,116	3,535
<b>LN trước thuế</b>	<b>9,288.4</b>	<b>10,071</b>	<b>9,097</b>	<b>11,298</b>	<b>14,166</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,006.7</b>	<b>8,573</b>	<b>7,527</b>	<b>9,604</b>	<b>11,758</b>
<b>EPS cơ bản (đồng)</b>	<b>4,074</b>	<b>4,037</b>	<b>3,081</b>	<b>2,899</b>	<b>3,549</b>
<b>Biên LNG</b>	<b>23.0%</b>	<b>20.9%</b>	<b>17.6%</b>	<b>19.4%</b>	<b>19.7%</b>
<b>Biên LN ròng</b>	<b>17.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.9%</b>
<b>ROE</b>	<b>30.6%</b>	<b>23.5%</b>	<b>17.0%</b>	<b>19.4%</b>	<b>21.2%</b>

Nguồn: BSC Research

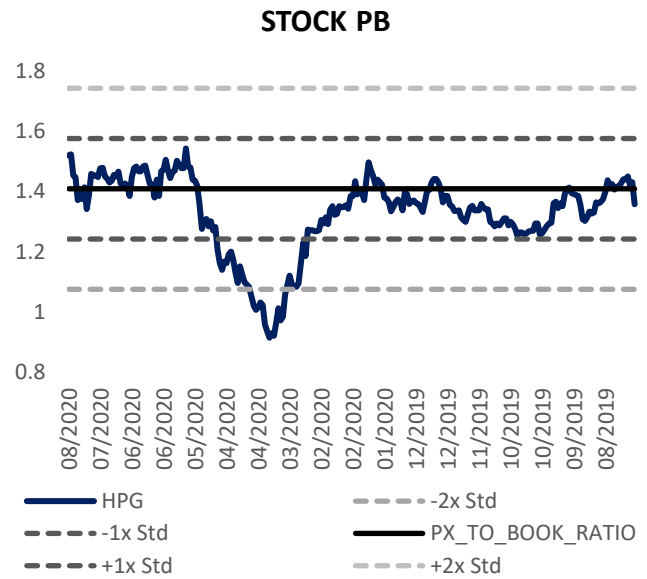
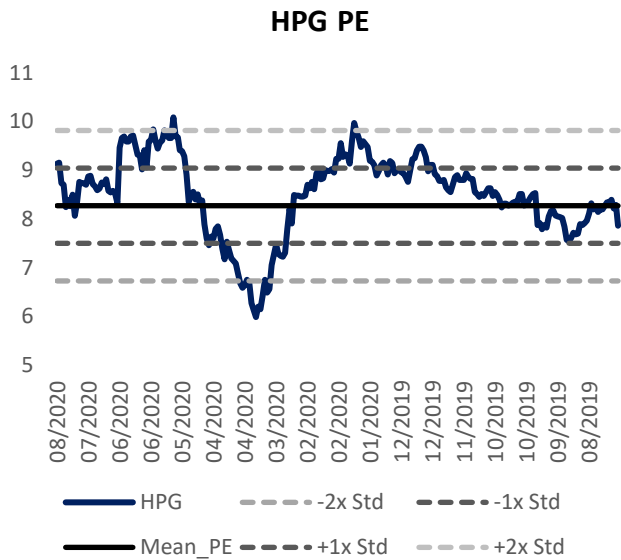
## Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu HPG cho năm 2021.

Phương pháp so sánh	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	Giá mục tiêu
P/E	50%	8	28,390
EV/EBITDA	50%	5	31,682
<b>Tổng hợp định giá</b>			<b>30,000</b>

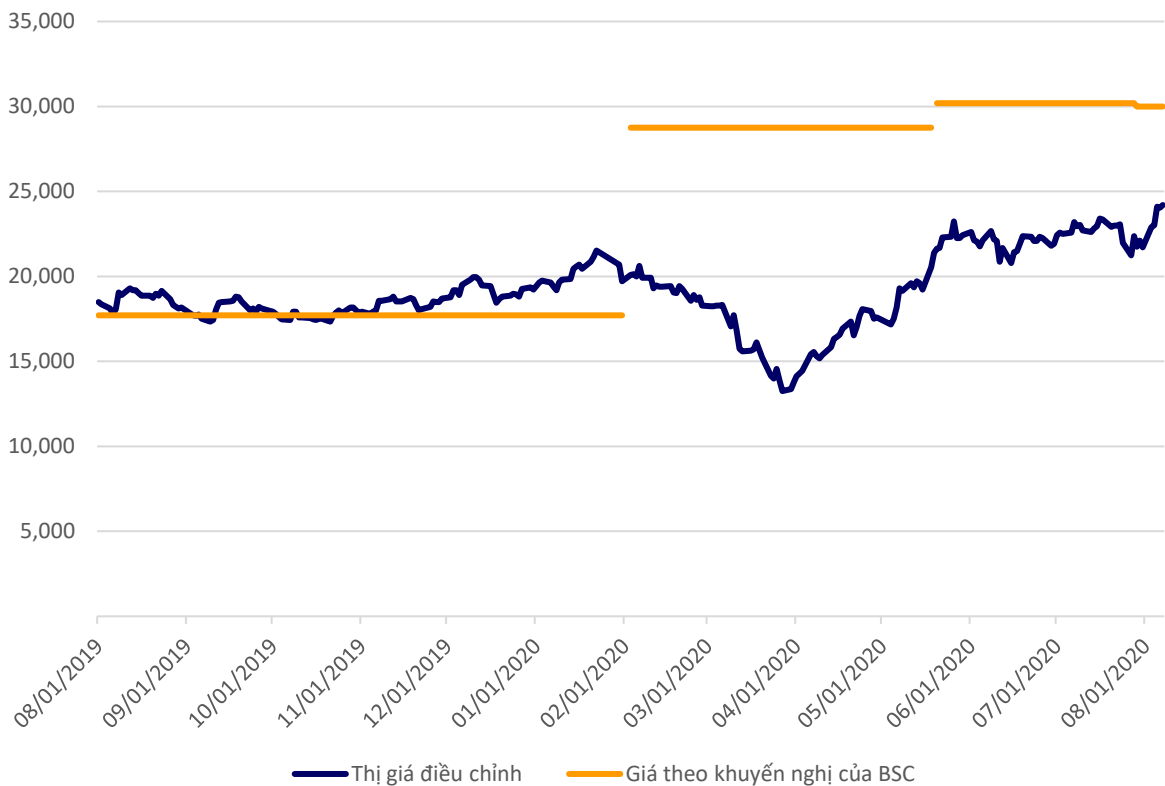
<b>Phương pháp P/E</b>	
EPS 2021F (đồng/CP)	3,549
P/E mục tiêu (lần)	8
Giá mục tiêu cho 2021 (đồng)	<b>28,390</b>
<b>Phương pháp EV/EBITDA</b>	
EBITDA 2021	25,224
EV/EBITDA mục tiêu	8
Giá trị doanh nghiệp	<b>126,118</b>
+ Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	19,712
- Nợ vay	(40,889)
Giá trị vốn chủ sở hữu	<b>104,971</b>
Số lượng CP hiện đang lưu hành	3,331,288,938
Giá trị 1 cổ phần (VND)	<b>31,682</b>

Nguồn: BSC Research



Nguồn: Bloomberg

**Biến động giá cổ phiếu so với khuyến nghị**



Nguồn: FiinPro, BSC Research  
 (Giá mục tiêu đề cập trong báo cáo năm 2020 là giá mục tiêu cho 2021)



## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>15,633</b>	<b>15,087</b>	<b>17,975</b>	<b>19,233</b>	<b>20,422</b>
<b>LN gộp</b>	<b>3,027</b>	<b>2,702</b>	<b>2,836</b>	<b>3,763</b>	<b>3,706</b>
DT tài chính	118	139	122	109	395
CP tài chính	(300)	(329)	(312)	(823)	(621)
Lãi vay	(215)	(266)	(270)	(481)	(523)
CP bán hàng	(269)	(227)	(185)	(258)	(259)
CP QLDN	(106)	(150)	(191)	(153)	(155)
<b>Lãi/Iỗ HKKD</b>	<b>2,470</b>	<b>2,135</b>	<b>2,269</b>	<b>2,636</b>	<b>3,081</b>
TNhap khác (ròng)	10	26	16	21	15
<b>LN trước thuế</b>	<b>2,480</b>	<b>2,161</b>	<b>2,285</b>	<b>2,657</b>	<b>3,096</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>2,050</b>	<b>1,794</b>	<b>1,923</b>	<b>2,305</b>	<b>2,756</b>
LN CĐ thiếu số	15	40	6	19	13
LN Cty mẹ	2,035	1,755	1,917	2,285	2,743
EPS	742	650	696	835	998

- Doanh thu 1H2020 tăng nhờ tăng trưởng 36.5% ở mảng thép, 41.5% ở mảng nông nghiệp trong khi 2 mảng còn lại giảm.

- Doanh thu tài chính trong 1H2020 tăng gấp 2.4 lần so với cùng kỳ với 325 tỷ lãi tỷ giá.

- Lãi vay tương đương 2.7 lần cùng kỳ do dư nợ vay ngắn và dài hạn bình quân trong 1H2020 tăng 44% so với cùng kỳ.

- Thuế suất hiệu quả trong 1H2020 giảm từ 17% về 12% nhờ tỷ trọng đóng góp LN lớn hơn từ Dung Quất (thuế suất 10%) và mảng nông nghiệp (thuế 7%)

<b>TS ngắn hạn</b>	<b>29,254</b>	<b>30,495</b>	<b>30,472</b>	<b>34,134</b>	<b>39,021</b>
Tiền và ĐTNH	8,507	5,814	5,939	7,775	12,147
Phải thu ngắn hạn	4,121	3,854	3,575	5,013	4,222
Tồn kho	15,391	18,946	19,412	19,554	20,763
TS ngắn hạn khác	1,235	1,881	1,546	1,792	1,888
<b>TS dài hạn</b>	<b>63,765</b>	<b>66,954</b>	<b>71,319</b>	<b>72,975</b>	<b>73,623</b>
Phải thu dài hạn	23	23	28	40	41
TSCĐ	13,821	15,086	31,244	46,006	46,201
TS dở dang dài hạn	48,020	49,990	37,441	24,345	24,828
TS dài hạn khác	1,724	1,653	2,004	1,971	1,950
<b>Tổng TS</b>	<b>93,019</b>	<b>97,448</b>	<b>101,791</b>	<b>107,109</b>	<b>112,644</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>48,763</b>	<b>51,399</b>	<b>54,003</b>	<b>57,046</b>	<b>60,064</b>
Nợ ngắn hạn	22,371	24,506	26,998	29,619	33,561
Vay ngắn hạn	14,013	17,430	16,838	21,100	22,014
Nợ dài hạn	26,392	26,893	27,005	27,426	26,502
Vay dài hạn	20,256	20,738	19,842	20,244	20,652
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>44,256</b>	<b>46,050</b>	<b>47,788</b>	<b>50,063</b>	<b>52,581</b>
Vốn góp	27,611	27,611	27,611	27,611	27,611
LN chưa phân phối	12,371	14,126	15,858	18,134	20,656
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>93,019</b>	<b>97,448</b>	<b>101,791</b>	<b>107,109</b>	<b>112,644</b>

- Phải thu không có thay đổi nhiều, tuy nhiên tồn kho tăng lên đáng kể do công suất mở rộng thêm ở Dung Quất.

- TS dở dang dài hạn giảm mạnh trong Q1/2020 khi GD 1 của KLH Dung Quất đã hoàn thiện và đi vào vận hành.

- Dư nợ vay ngắn và dài hạn tăng gần 6000 tỷ so với đầu năm, chủ yếu là nợ vay ngắn hạn tài trợ cho vốn lưu động tăng thêm khi dự án KLH Dung Quất đi vào vận hành.

% yoy DT	10%	6%	25%	29%	31%
Biên LN gộp	19.4%	17.9%	15.8%	19.6%	18.1%
Lãi vay/DTT	1.4%	1.8%	1.5%	2.5%	2.6%
CP bán hàng/DTT	1.7%	1.5%	1.0%	1.3%	1.3%
CP QLDN/DTT	0.7%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%
Biên LN thuần	15.8%	14.2%	12.6%	13.7%	15.1%

- Biên LNG trong 1H2020 tăng nhẹ từ 18.5% lên 18.8%.

## MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q2/2019 Q3/2019 Q4/2019 Q1/2020 Q2/2020

### 1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	1.31	1.24	1.13	1.15	1.16
Hsố TT nhanh	0.62	0.47	0.41	0.49	0.54

- KNTT trong Q2.2020 cải thiện sau giai đoạn giảm khi công ty dồn lực đầu tư vào Dung Quất.

### 2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.31	0.31	0.30	0.32	0.35
TSDH/ TTS	0.69	0.69	0.70	0.68	0.65
Hsố Nợ/ TTS	0.52	0.53	0.53	0.53	0.53
Hsố Nợ/ VCSH	1.10	1.12	1.13	1.14	1.14
Nợ ngắn hạn / TTS	0.24	0.25	0.27	0.28	0.30
Nợ DH / TTS	0.28	0.28	0.27	0.26	0.24

- Tỷ trọng tài sản dài hạn duy trì 65-70% kể từ Q4/2018 khi HPG tiến hành đầu tư KLH Hòa Phát Dung Quất.

- Tỷ lệ Nợ tăng lên theo nhu cầu đầu tư KLH Dung Quất. Nợ vay dài hạn gần 20 nghìn tỷ, đã dừng tăng kể từ Q4/2019 và sẽ đến hạn trả nợ đầu tiên vào T8/2020.

### 3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.4	2.9	3.1	3.5	3.3
Vquay phải thu	11.5	12.7	17.0	13.6	17.4
Vquay phải trả	9.9	10.4	7.0	9.1	9.0
Số ngày HTK	108.3	125.0	116.6	105.8	110.6
Số ngày phải thu	31.7	28.7	21.5	26.8	21.0
Số ngày phải trả	36.9	35.1	52.2	40.2	40.6
CCC	103.1	118.6	85.9	92.4	91.0

- Vòng quay HTK có xu hướng chậm lại trong 1H2020 trong khi vòng quay phải thu tương đối ổn định.

### 4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	13.1%	11.9%	10.7%	12.0%	13.5%
LNST/VCSH (%)	4.6%	3.9%	4.0%	4.6%	5.2%
LNST/TTS	2.2%	1.8%	1.9%	2.2%	2.4%
LN từ HĐKD/DTT	15.8%	14.2%	12.6%	13.7%	15.1%

- Khả năng sinh lời cải thiện mạnh trong 1H2020.

### 5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.10	2.12	2.13	2.14	2.14
DT/TTS	0.17	0.15	0.18	0.18	0.18
EBIT/DT	0.17	0.16	0.14	0.16	0.18
EBT/EBIT	0.92	0.89	0.89	0.85	0.86
lãi ròng/LNTT	0.83	0.83	0.84	0.87	0.89

### 6. Định giá

PE	7.5	9.5	8.1	9.7	9.2
PB	1.4	1.5	1.3	1.6	1.5
EPS T12M	742	650	696	835	998
BVPS	15,952	16,592	17,210	18,036	18,949

- PE hiện tại đang cao hơn so với trung bình 10 năm của HPG khoảng 8 lần.

### 7. Tăng trưởng (%)

TTS	50%	39%	30%	26%	21%
Nợ	91.6%	65.4%	43.6%	33.5%	23.2%
DTT	9.6%	6.3%	24.9%	28.5%	30.6%
LN gộp	5.1%	-17.2%	10.7%	43.6%	22.4%
LNST	-6.9%	-25.5%	8.8%	27.3%	34.4%
EPS	-48.9%	-42.7%	-16.3%	-2.0%	34.4%

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần	55,836	63,658	81,260	98,650
Giá vốn hàng bán	44,166	52,473	65,455	79,214
Lợi nhuận gộp	11,671	11,185	15,805	19,437
Chi phí bán hàng	677	873	1,165	1,357
Chi phí QLDN	444	569	689	797
<b>Lãi/lỗ HĐKD (EBIT)</b>	<b>10,550</b>	<b>9,743</b>	<b>13,951</b>	<b>17,283</b>
Doanh thu tài chính	294	471	463	418
Chi phí tài chính	772	1,182	3,116	3,535
Chi phí lãi vay	540	937	3,051	3,503
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	(1)	-	-
Lãi/lỗ khác	(1)	66	-	-
Lợi nhuận trước thuế	10,071	9,097	11,298	14,166
Thuế thu nhập DN	1,471	1,518	1,695	2,408
<b>LN sau thuế</b>	<b>8,601</b>	<b>7,578</b>	<b>9,604</b>	<b>11,758</b>
CĐTS	28	51	-	-
LNST - CĐTS	8,573	7,527	9,604	11,758
EBITDA	12,810	12,336	19,318	25,224
EPS	4,037	3,082	2,899	3,549

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và DTTC ngắn hạn	6,240	5,919	13,702	19,742
Phải thu ngắn hạn	3,210	3,561	4,348	5,222
Tồn kho	14,115	19,412	24,215	29,304
TS ngắn hạn khác	1,743	1,544	1,971	2,393
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>25,309</b>	<b>30,437</b>	<b>44,236</b>	<b>56,662</b>
TSCĐ hữu hình	12,565	30,980	56,489	69,110
TSCĐ vô hình	217	269	237	218
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	1
TS dở dang dài hạn	38,107	37,435	14,185	-
ĐT dài hạn	67	46	46	46
TS dài hạn khác	1,756	2,004	2,558	3,106
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>52,914</b>	<b>71,339</b>	<b>73,551</b>	<b>72,523</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>78,223</b>	<b>101,776</b>	<b>117,788</b>	<b>129,184</b>
Phải trả ngắn hạn	8,707	7,507	8,966	10,851
Vay ngắn hạn	11,495	16,838	23,003	24,165
Nợ ngắn hạn khác	2,435	2,639	3,073	3,505
Tổng Nợ ngắn hạn	22,636	26,984	35,042	38,520
Vay dài hạn	12,811	19,842	22,561	16,724
Nợ dài hạn khác	2,153	7,163	3,394	8,176
Tổng Nợ dài hạn	14,964	27,005	25,955	24,900
<b>Nợ phải trả</b>	<b>37,600</b>	<b>53,989</b>	<b>60,997</b>	<b>63,421</b>
Vốn góp	21,239	27,611	33,133	39,759
Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
LN chưa phân phối	15,126	15,877	19,359	21,705
Vốn chủ khác	919	924	924	924
Cổ đông thiểu số	127	163	163	163
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>40,623</b>	<b>47,787</b>	<b>56,790</b>	<b>65,763</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>78,223</b>	<b>101,776</b>	<b>117,788</b>	<b>129,184</b>

LCTT (Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F
Lợi nhuận sau thuế	10,071	9,097	11,298	14,166
Khấu hao và phân bổ	2,260	2,593	5,367	7,940
Thay đổi vốn lưu động	(1,239)	4,311	(16,666)	(22,107)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	<b>11,092</b>	<b>16,001</b>	-	-
Tiền chi mua TSCĐ	(27,594)	(20,825)	(10,813)	(1,973)
Đầu tư khác	(116)	-	-	-
<b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>	<b>(20,533)</b>	<b>(18,064)</b>	<b>(10,813)</b>	<b>(1,973)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(6)	(13)	(1,381)	(3,313)
Tiền từ vay ròng	11,137	12,391	8,884	(4,675)
Tiền thu khác	11	0	-	-
<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>11,143</b>	<b>12,378</b>	<b>7,504</b>	<b>(7,988)</b>
Dư tiền đầu kỳ	4,265	2,516	4,545	12,328
LC tiền trong kỳ	(1,748)	2,029	7,783	6,040
Dư tiền cuối kỳ	2,516	4,545	12,328	18,368

Chỉ số (%)	2017	2018	2019	2020F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hố TT ngắn hạn	1.1	1.1	1.3	1.5
Hố TT nhanh	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>Cơ cấu vốn</b>				
TSNH/ Tổng TS	32.4%	29.9%	37.6%	43.9%
Nợ phải trả/ Tổng TS	48.1%	53.0%	51.8%	49.1%
Nợ ngắn hạn/ Tổng TS	28.9%	26.5%	29.8%	29.8%
Nợ vay/ Tổng TS	31.1%	36.0%	38.7%	31.7%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	117	135	135	135
Số ngày phải thu	21	20	20	19
Số ngày phải trả	72	52	50	50
CCC	66	103	105	104
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Biên LNG	20.9%	17.6%	19.4%	19.7%
Biên EBIT	18.9%	15.3%	17.2%	17.5%
Biên LNST	15.4%	11.9%	11.8%	11.9%
ROE	23.5%	17.0%	18.4%	19.2%
ROA	13.1%	8.4%	8.7%	9.5%
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	21.0%	14.0%	27.7%	21.4%
Tăng trưởng EBIT	9.6%	-7.6%	43.2%	23.9%
Tăng trưởng LNST	7.1%	-12.2%	27.6%	22.4%
Tăng trưởng TTS	47.5%	30.1%	15.7%	9.7%
Tăng trưởng VCSH	25.4%	17.6%	18.8%	15.8%

## **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 tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

