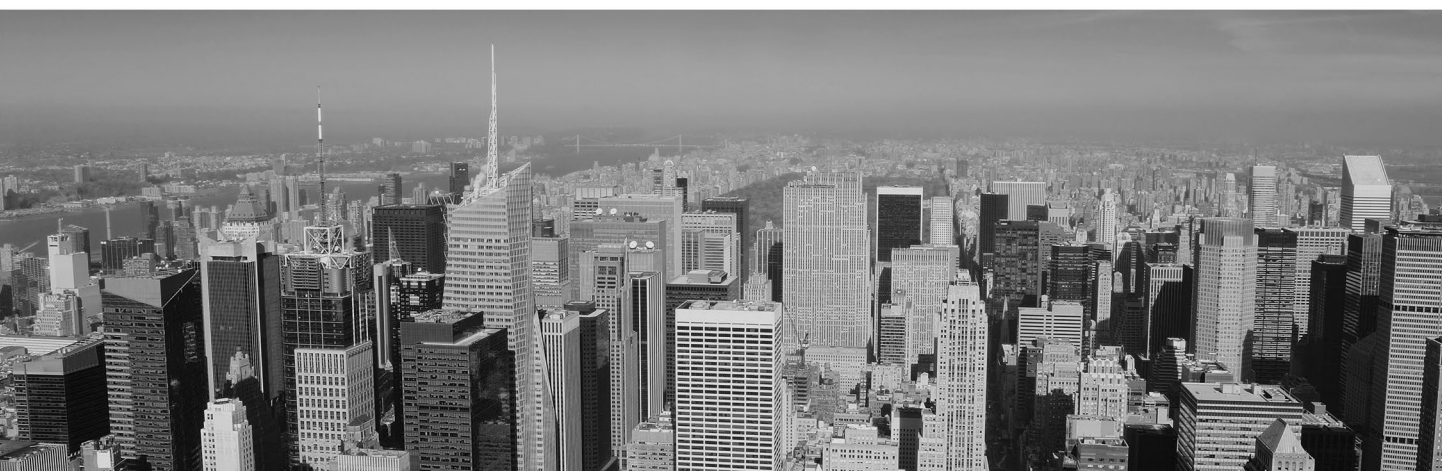




BÁO CÁO DANH MỤC ĐẦU TƯ

2024

Nghiên cứu lịch sử thị trường chứng khoán trước đó cộng với tiềm năng trong khoảng thời gian 4-8 năm tới, chúng tôi đưa ra báo cáo đầu tư vào 5 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện tại. Với quan điểm là lựa chọn những doanh nghiệp đã có sự tăng trưởng trước đó với cơ cấu tài chính lành mạnh, ổn định, đồng thời vẫn có tiềm năng tăng trưởng trong thời gian 4-8 năm tới là khả quan và có sở dữ liệu cho sự kỳ vọng tăng trưởng đó, chúng tôi ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp đầu ngành, có tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, rõ ràng; bên cạnh đó, chủ các doanh nghiệp hoặc Ban Lãnh đạo đều là những người tâm huyết với công ty, sở hữu một lượng cổ phiếu lớn, có tầm nhìn dài hạn. Những doanh nghiệp chúng tôi lựa chọn có thể không phải là những doanh nghiệp có mức tăng giá cổ phiếu cao nhất trong khoảng thời gian 4-8 năm mới, nhưng đều là những doanh nghiệp cơ bản, có nền tảng tăng giá bền vững với mức rủi ro không lớn. Chúng tôi cũng ưu tiên lựa chọn những doanh nghiệp là xương sống của nền kinh tế Việt Nam có vốn hóa thuộc nhóm lớn trên thị trường, có sản phẩm, hoặc dịch vụ của các doanh nghiệp là không thể thiếu của đất nước, thậm chí còn là xu hướng phát triển trong tương lai. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài và được nhiều quỹ lớn nắm giữ.

Danh mục cổ phiếu	Thời gian nắm đầu tư	Lợi nhuận kỳ vọng	Ngành nghề
DGC	4 năm	93%	Hóa chất
HPG	4 năm	103%	Thép
KDH	5 năm	76% - 82%	BDS Dân cư
CTG	5 năm	77% - 87%	Ngân hàng
MWG	8 năm	149%	Bán lẻ





MỤC LỤC

01.

Báo cáo đầu tư DGC

04.

Báo cáo đầu tư CTG

02.

Báo cáo đầu tư HPG

05.

Báo cáo đầu tư MWG

03.

Báo cáo đầu tư KDH

1. DGC

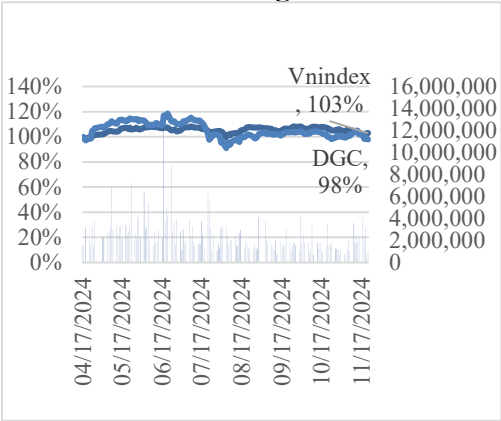
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang
(DGC – HSX)

ÔNG VUA NGÀNH HÓA CHẤT CƠ BẢN



Ngày thực hiện: 25/11/2024	
Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	105,900
Giá mục tiêu	193,000
Upside	93%
Thời gian nắm giữ	4 năm
Cổ tức 2024	30%
Tỷ suất cổ tức	2.8%

Biến động giá DGC & VnIndex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu	
SLCP Niêm yết	379,778,413
Vốn hóa (tỷ VND)	40,370 tỷ đồng
Khoảng giá tuần	85,668-128,307
Giá trị khớp lệnh bình quân 1 tháng (tỷ VND)	194 tỷ đồng
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	17.73%

	Chỉ số tài chính		
Năm	2021	2022	2023
EPS	13,20	14,65	8,185
	2	3	
BVPS	55,82	38,03	25,66
	3	2	7
PE	4.31	6.24	12.06
ROE%	47.82	73.05	29.49
	%	%	%
ROA%	33.18	50.76	21.52
	%	%	%
Tổng nợ/TTS	0.26	0.19	0.23

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu bán hàng	8,950.58	14,444.99	9,760.9	10,500
Tăng trưởng doanh thu thuần	53.1%	51.2%	-32.5%	7.7%
Lợi nhuận gộp	3,182.35	6,750.35	3,454.72	3,727.5
Biên lợi nhuận gộp	33.3%	46.7%	35.4%	35.5%
Lợi nhuận sau thuế	2,514.89	6,037.42	3,250.76	3,27685
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	165%	140%	-46.2%	0.83%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Dẫn đầu về công suất sản xuất Phốt pho và là doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng hàng đầu Châu Á. Sau khi hoàn tất sát nhập nhà máy Phốt pho 6, tổng công suất nhà máy của Đức Giang đạt 70 triệu tấn/năm và đạt tối đa 80 triệu tấn trong điều kiện điện tải thấp. Với công suất trên Đức Giang trở thành doanh nghiệp sản xuất phốt pho hàng đầu tại Việt Nam, chúng tôi nhận định vị thế của DGC sẽ duy trì trong thời gian dài khi Việt Nam dừng cấp giấy phép sản xuất phốt pho mới. Cùng với việc phát triển sâu các sản phẩm gốc phốt pho và tối ưu trong chuỗi giá trị biên lợi nhuận gộp của DGC ở mảng phốt pho sẽ tiếp tục duy trì ở mức 30-40%.

Chất bán dẫn là động lực tăng trưởng nhiều năm tới. Là "huyết mạch" của nền kinh tế số, ngành bán dẫn có vai trò chủ chốt, quan trọng và là tiêu điểm, thu hút nhiều ngành công nghiệp trên thế giới. Theo dự báo, ngành này có thể mang lại doanh thu hơn 620 tỷ USD vào năm 2024 và tăng mạnh lên 1000 tỷ USD vào năm 2030 (Gartner). Ngành này cũng được xem là phần cốt lõi trong cuộc cạnh tranh công nghệ giữa các cường quốc trong thế kỷ 21. Hiện nay khoảng 20% nhu cầu phốt pho vàng được sử dụng trong lĩnh vực chất bán dẫn. Nhu cầu phốt pho được thúc đẩy mạnh mẽ bởi nhu cầu chip dùng cho công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI), pin LPF (Lithium Ferrous Phosphate) và sự bùng nổ về thiết bị công nghệ 5G ngày càng gia tăng. Chúng tôi ước tính nhu cầu phốt pho vàng đối với ngành công nghiệp bán dẫn và sản xuất pin lithium sẽ tăng mạnh trong 10 năm tới và đạt khoảng 40-45% tổng nhu cầu P4.

Dự án Đức Giang-Nghi Sơn là “át chủ bài” biến Đức Giang trở thành ông vua ngành hóa chất cơ bản. Nhà máy Đức Giang Nghi Sơn được khởi công chậm nhất vào quý 2 năm 2024 với công suất chính gồm 150,000 tấn xút, 150,000 tấn hạt nhựa PVC. Chúng tôi ước tính dự án trên sẽ đem về khoảng gần 8,200 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận gộp khoảng 2,000 tỷ đồng. Đây đều là những sản phẩm mà Việt Nam chưa đáp ứng được nhu cầu và dựa phần lớn vào việc nhập khẩu.

Rủi ro đầu tư:

- **Rủi ro biến động giá phốt pho vàng ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận DN.**
- **Rủi ro về chậm tiến độ dự án, rủi ro vận hành và hiệu quả hoạt động đối với sản phẩm mới là xút và hạt nhựa PVC.** Tổ hợp hóa chất Đức Giang -Nghi Sơn được Đại hội đồng cổ đông DGC thông qua quyết định đầu tư dự án từ 26/05/2020 tuy nhiên cho đến nay dự án vẫn chưa được khởi công xây dựng. Thời điểm khởi công được Đức Giang lùi đến quý 4 năm nay.

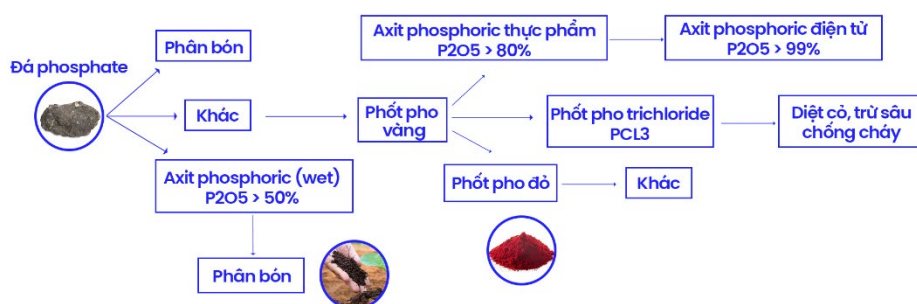
Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với Công ty Cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang. Theo đó, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá FCFF và P/E với tỷ lệ lần lượt là 50% và 50%, chúng tôi đánh giá giá trị hợp lý của cổ phiếu DGC ở mức 193,000 đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2028 tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 93% trong khoảng thời gian 4 năm từ vùng giá chúng tôi khuyến nghị. Về dài hạn chúng tôi vẫn kỳ vọng DGC sẽ đạt được chấp thuận CĐT dự án nhôm boxit do đó trước mắt chúng tôi dự phóng khoảng thời gian là 4 năm sau đó có thể xem xét bổ sung dự án nhôm boxit.

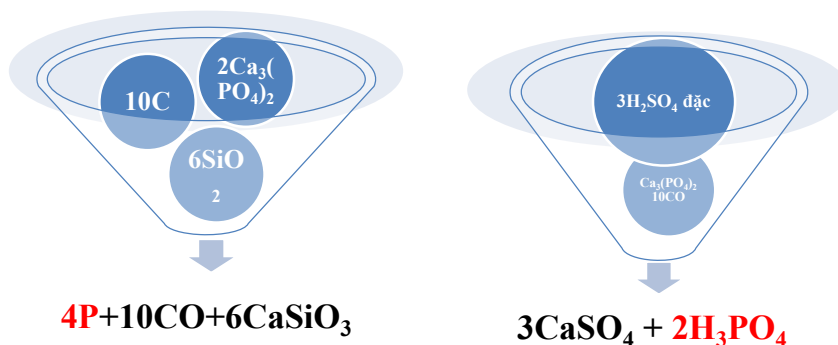
TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Ngành Phosphor Việt Nam

1. Chuỗi giá trị photpho và các sản phẩm, ứng dụng:

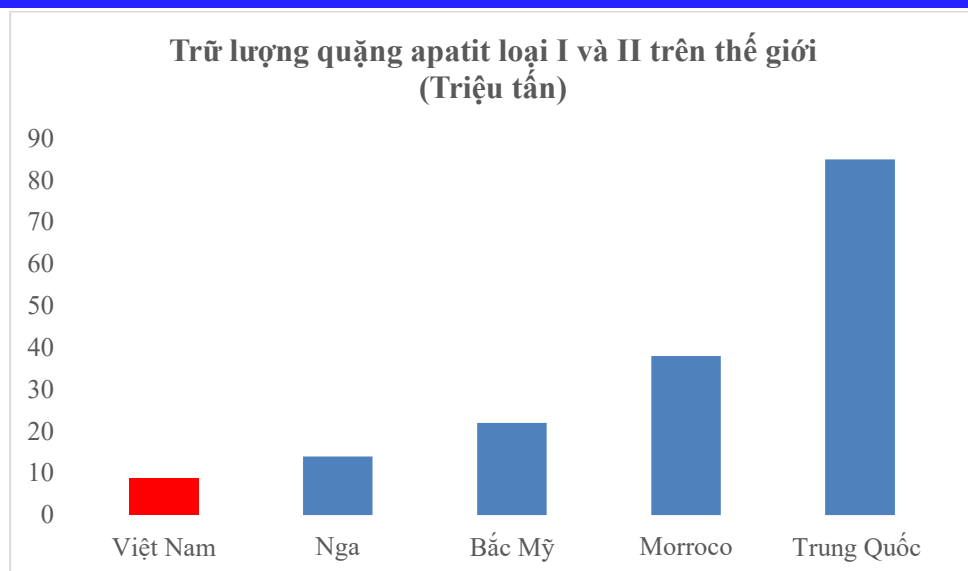


P4 được sử dụng để sản xuất các hóa chất gốc photpho như Axit Photphoric, photpho trichlorit và photpho oxyclořit. Mặc dù axit photphoric là sản phẩm “đầu ra” chính của P4, hóa chất này lại là “đầu vào” cho quy trình sản xuất phân bón trong nông nghiệp để cải thiện năng suất và chất lượng cây trồng, đồng thời chúng cũng được sử dụng trong nhiều ứng dụng công nghiệp, như sản xuất chất tẩy rửa, thức ăn chăn nuôi và phụ gia thực phẩm. Ngoài ra, pho vàng cũng có nhiều ứng dụng khác nhau trong ngành điện tử và bán dẫn. Nó được sử dụng trong sản xuất chất bán dẫn, là thành phần thiết yếu trong các thiết bị điện tử.



2. Về nguyên vật liệu:

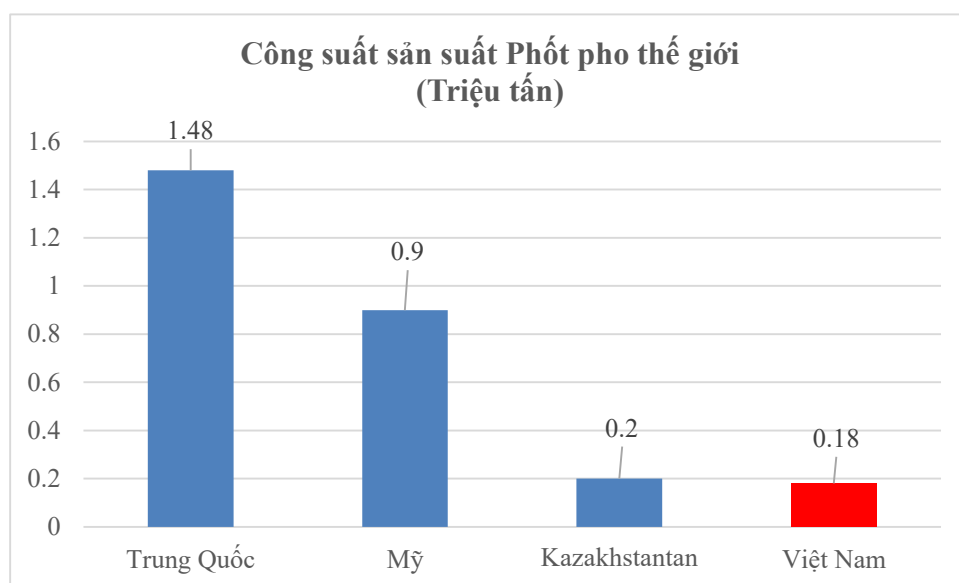
Nguyên liệu chính để sản xuất Phốt pho là quặng Apatit, than cốc. Việt Nam là nước duy nhất ở khu vực Đông Nam á có nguồn quặng apatit dồi dào, cũng là quốc gia có trữ lượng quốc gia có quặng Apatit hàng đầu thế giới với gần 9 triệu tấn quặng loại I và loại III. Trữ lượng quặng Apatit tập trung lớn ở khu vực Lào Cai, chúng tôi ước tính trữ lượng Apatit trên đủ để Việt Nam duy trì sản xuất Phốt pho trong hơn 20 năm tới.



Nguồn: CSI tổng hợp

Một nguyên liệu quan trọng khác để sản xuất Phốt pho lại không mấy mất dòi dào như vậy chính là than cốc. Hiện nay, nguồn cung cấp than cốc từ Trung Quốc không còn nữa, do đó cần phải xem xét khả năng sử dụng than antraxit Việt Nam để thay thế. So với than cốc, than antraxit có hoạt tính cũng như hàm lượng cacbon (C) thấp hơn (hàm lượng C của than antraxit trung bình là 75% so với 85% của than cốc, về hoạt tính, than antraxit xếp thứ 3 sau than cốc và grafit). Trong khi thành phần tro xỉ, chất bốc, độ ẩm lại cao hơn nên sẽ gây khó khăn cho khâu vận hành lò. Bù lại, giá than antraxit thấp hơn, nguồn cung cấp tại chỗ, ổn định nên nếu tìm được chủng loại than antraxit có hàm lượng C cao, thành phần chất bốc hợp lý... sẽ có thể thay thế cho than cốc trong sản xuất photpho vàng và nếu được xử lý nhiệt sơ bộ thì có thể loại bỏ một phần đáng kể lượng chất bốc trước khi đưa vào phối liệu.

3. Năng lực sản xuất Phốt pho tại Việt Nam

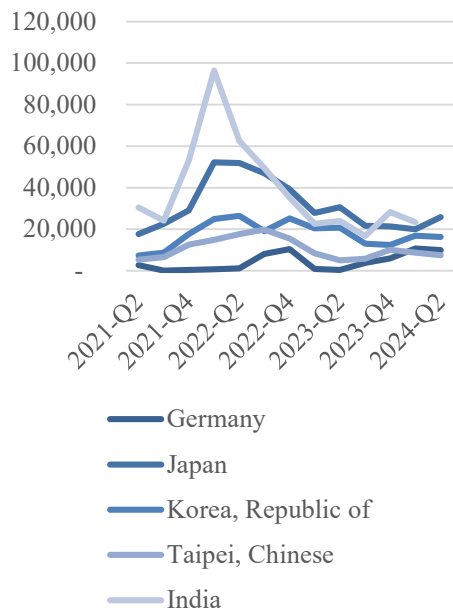


Nguồn: CSI tổng hợp

Việt Nam hiện có công suất thiết kế sản xuất khoảng 180 triệu tấn phốt pho/năm nằm trong top 4 quốc gia sản xuất phốt pho hàng đầu thế giới. Trung Quốc hiện tại là nước có công suất thiết kế hàng đầu thế giới với gần 1.5 triệu

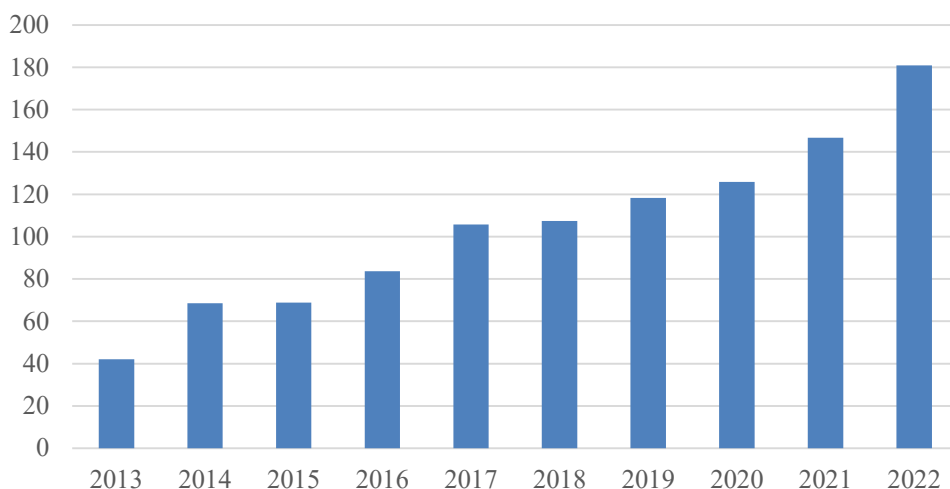
tấn/năm chiếm khoảng 70% công suất sản xuất photpho của thế giới. Tiếp theo là các quốc gia như Mỹ (0.9 triệu tấn), Kazakhstan (0.2) triệu tấn, Việt Nam là quốc gia duy nhất trong khu vực Đông Nam Á có trữ lượng quặng Apatit nguyên liệu quan trọng để sản xuất photpho.

Nhập khẩu P₄ theo quốc gia



Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

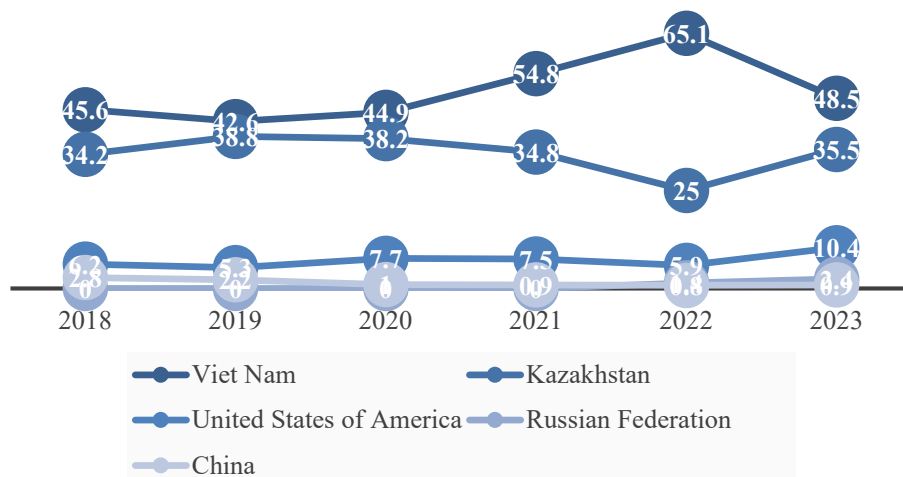
Sản lượng sản xuất P₄ tại Việt Nam (Triệu tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

Ngành sản xuất photpho có rào cản gia nhập tương đối lớn do vấn đề gây ô nhiễm môi trường cũng như tài nguyên quặng apatit có giới hạn. Hiện tại công suất sản xuất photpho tại Việt Nam đạt khoảng 180 triệu tấn/năm và hiện tại không còn phê duyệt các dự án mới.

Thị phần xuất khẩu P₄

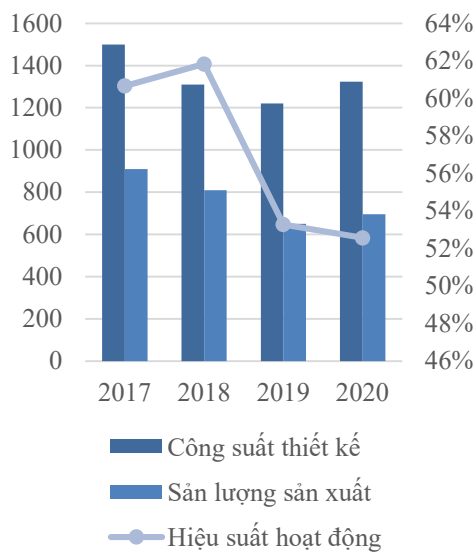


Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

Mặc dù chỉ đạt công suất khoảng 180 nghìn tấn/năm nhưng Việt Nam duy trì thị phần xuất khẩu photpho vàng hàng đầu thế giới. Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu photpho vàng trong giai đoạn 2021-2022 khi giá photpho vàng liên tục lập đỉnh do sự hạn chế nguồn cung từ Trung Quốc đẩy giá photpho lên cao. Đến cuối năm 2022, thị phần xuất khẩu photpho vàng Việt Nam đạt 65.1%, vượt xa vị trí thứ hai là Kazakhstan với 25% thị phần.

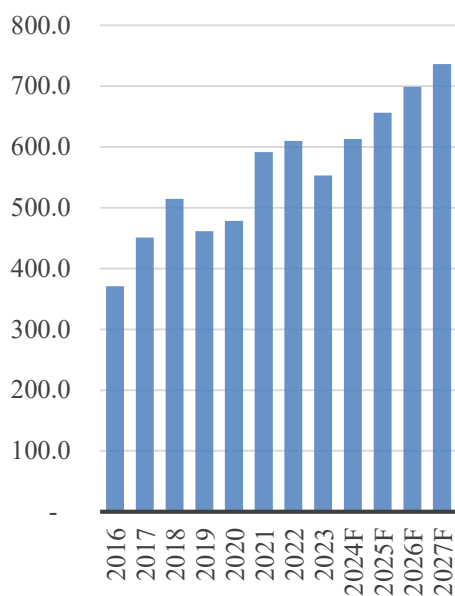
Các đối tác chính nhập khẩu sản phẩm photpho của Việt Nam gồm Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Ý, Mỹ, ... với tổng giá trị xuất khẩu ước đạt 702 triệu USD năm 2022. Trong đó 3 thị trường xuất khẩu chính là Ấn Độ,

Hiệu suất sản xuất Phốt pho tại Trung Quốc (Triệu tấn)



Nguồn: CSI ước tính, CSI tổng hợp

Dự báo doanh thu chất bán dẫn toàn cầu (Tỷ USD)



Nguồn: WSTS, CSI tổng hợp

Nhật Bản, Hàn Quốc lần lượt đạt 210 triệu USD, 176 triệu USD, 87 triệu USD.

Các yếu tố trọng yếu tác động đến sự phát triển của ngành sản xuất phốt pho tại Việt Nam.

- Việt Nam: Tháng 6/2023, Chính Phủ Phê duyệt Chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2040 với mục tiêu cụ thể: Phần đầu đạt tốc độ tăng trưởng công nghiệp ngành hóa chất đạt bình quân từ 10 - 11%/năm và tỷ trọng ngành công nghiệp hóa chất so với toàn ngành công nghiệp đạt khoảng 4 - 5% vào năm 2030; giai đoạn đến năm 2040, tốc độ tăng trưởng công nghiệp ngành hóa chất đạt bình quân từ 7 - 8%/năm và tỷ trọng ngành công nghiệp hóa chất so với toàn ngành công nghiệp duy trì khoảng 4 - 5%. Rất khó để gia nhập vào ngành sản xuất phốt pho ở Việt Nam do ngành này gây ô nhiễm môi trường rất lớn. Lào Cai là tỉnh có mỏ quặng apatit lớn nhất Việt Nam và khu vực Đông Nam Á. Tuy vậy, tỉnh này đã giới hạn cấp phép khai thác mới cho các mỏ phốt pho. Tại Việt Nam mức thuế xuất khẩu với sản phẩm phốt pho là 5%.
- Trung Quốc: đặt hạn ngạch xuất khẩu các sản phẩm photpho, phân bón gốc photpho. Trung Quốc áp thuế xuất khẩu 20% đối với sản phẩm phốt pho vàng và cắt giảm sản lượng phốt pho nhằm: Bảo vệ nguồn tài nguyên quặng apatit cho nhu cầu nội địa, bảo vệ môi trường và cắt giảm tiêu thụ năng lượng. Về dài hạn chúng tôi nhận định chính sách trên của Trung Quốc vẫn sẽ được duy trì do sản xuất phốt pho gây ô nhiễm môi trường rất lớn và tiêu thụ năng lượng lớn, nước này đang tìm cách cắt giảm những ngành công nghiệp nặng, gây ô nhiễm đến môi trường tiêu biểu như sản xuất thép, giấy tái chế, phốt pho,...
- Nhu cầu phốt pho vàng và acid photphoric đến từ ngành công nghiệp chất bán dẫn: Theo dữ liệu của World Semiconductor Trade Statistics, thị trường chất bán dẫn toàn cầu mặc dù sẽ chứng kiến sự sụt giảm lên đến hai con số trong năm nay (2023) nhưng diễn biến sẽ tươi sáng hơn trong năm 2024. Cụ thể, ngành công nghiệp bán dẫn toàn cầu được WSTS dự báo sẽ tăng trưởng tới 11.8% trong năm 2024, lên mức 576 tỷ USD nhờ phân khúc bộ nhớ có thể tăng trưởng tới 40% so với năm 2023. Theo dữ liệu và dự báo của Statista Market Insights vào tháng 8 năm 2023, tổng doanh thu ngành chất bán dẫn toàn cầu sẽ bước vào xu hướng tăng trưởng trở lại vào năm 2024 với mức tăng trưởng yoy năm 2024 dự kiến 10.87%.



CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG



Nguồn: DGC, CSI tổng hợp

Tổng quan Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang

Trải qua hơn 60 năm hình thành và phát triển, CTCP Tập Đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) đã nỗ lực không ngừng vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực hóa chất công nghiệp. Với bề dày lịch sử đi đôi với trình độ quản lý, công nghệ hiện đại mang tầm quốc tế, hóa chất Đức Giang đã đáp ứng được mọi yêu cầu của khách hàng trong và ngoài nước.

Được thành lập từ năm 1963, Tập đoàn Hóa chất Đức Giang nhiều năm qua được người tiêu dùng Việt Nam biết đến với nhãn hiệu bột giặt Đức Giang. Tiền thân là Công ty Hóa chất Đức Giang, một doanh nghiệp Nhà nước (DNNN) trực thuộc Tổng cục hóa chất. Sau khi được cổ phần hóa vào năm 2003, đến nay DGC đã đi đầu trong lĩnh vực hóa chất phosphate và đang hướng tới sản xuất các hợp chất phosphate để dùng trong lĩnh vực Dược phẩm.

DGC trước đây chủ yếu sản xuất bột giặt và chất tẩy rửa, nhưng cho đến nay xuất khẩu phospho vàng và sản xuất các sản phẩm từ photpho. Năm 2022, Tập đoàn đã đạt đỉnh cao về doanh thu gần 15,000 tỷ đồng, vốn điều lệ tăng lên 3,800 tỷ, đóng góp vào ngân sách nhà nước hơn 1000 tỷ đồng. Nhờ vậy năm 2022, mã cổ phiếu DGC có thời điểm trở thành mã Cổ phiếu có giá trị cao nhất sàn HOSE. Bên cạnh đó, DGC còn sản xuất và kinh doanh thương mại nhiều sản phẩm hóa chất khác như các sản phẩm H₃PO₄, hóa dược, hóa chất tinh khiết, hóa chất kỹ thuật...

Lịch sử hình thành và phát triển

- Năm 1963: Công ty Cổ phần Hóa chất Đức Giang được thành lập tiền thân là công ty Hóa chất Đức Giang, là một doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng cục hóa chất Việt Nam.
- Năm 2004: Công ty chuyển đổi mô hình và hình thức hoạt động mới dưới hình thức công ty cổ phần
- Năm 2009: Thành lập công ty con-Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai.
- Năm 2018: Mua lại 51% Công ty cổ phần Photpho Apatit Việt Nam.
- Năm 2018: Sát nhập Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai vào Công ty cổ phần Bột giặt và Hóa chất Đức Giang.
- Năm 2019: Chuyển đổi mô hình tổ chức và hoạt động sang mô hình Tập đoàn và đổi tên thành Công ty cổ phần Tập đoàn Hóa chất Đức Giang.
- Năm 2020: Chuyển niêm yết cổ phiếu từ Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) sang Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX).

Ngành nghề kinh doanh

- Sản xuất và buôn bán nguyên liệu và các mặt hàng hóa chất (trừ hóa chất Nhà nước cấm)
- Sản xuất và buôn bán các mặt hàng cao su, sơn, chất dẻo, phân bón, sắt, thép, kim loại màu.
- Sản xuất, buôn bán máy móc, thiết bị điện và các linh kiện của chúng, vật liệu điện, dụng cụ cơ khí;
- Sản xuất và buôn bán các mặt hàng nhiên liệu khoáng, dầu khoáng và các sản phẩm chưng cất từ chúng; các chất chưa bi tum; các loại sáp khoáng chất;

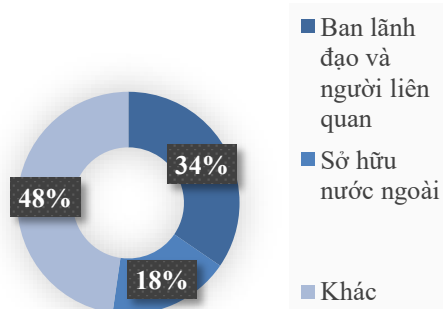
- Cho thuê nhà xưởng.
- Vận tải hàng hóa bằng đường bộ.
- Bán buôn phụ gia thực phẩm.
- Khai thác, thăm dò và chế biến khoáng sản.
- Vận tải hàng hóa bằng đường bộ

Danh sách các Công ty thành viên

Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ)	Hoạt động chính	% Sở hữu
Công Ty TNHH MTV Hoá Chất Đức Giang Lào Cai	997	Sản xuất, buôn bán hóa chất, phân bón	100.00 %
Công Ty Cổ Phần Phốt Pho Apatit Việt Nam	250	Sản xuất và bán buôn hóa chất cơ bản	51%
Công Ty TNHH MTV Thể Thao Hóa Chất Đức Giang	5	Hoạt động các cơ sở thể thao chuyên nghiệp	100%
Công Ty TNHH MTV Hóa Chất Đức Giang Nghi Sơn	1000	Sản xuất hóa chất cơ bản	14,77%
Công Ty TNHH MTV Hoá Chất Đức Giang – Đắk Nông	300	Buôn bán, sản xuất phân bón, hóa chất cơ bản	100%
Công Ty Cổ Phần Ác Quy Tia Sáng	67.5	Kinh doanh bất động sản	51%
Công Ty TNHH MTV Bất động sản Đức Giang	500	Kinh doanh bất động sản	100%
Công Ty TNHH MTV Hóa Chất Đức Giang – Đình Vũ	60	Buôn bán hóa chất, dịch vụ kho bãi	100%
Công ty TNHH MTV Phốt pho 6	363	Sản xuất, buôn bán nguyên vật liệu và các mặt hàng hóa chất	100%

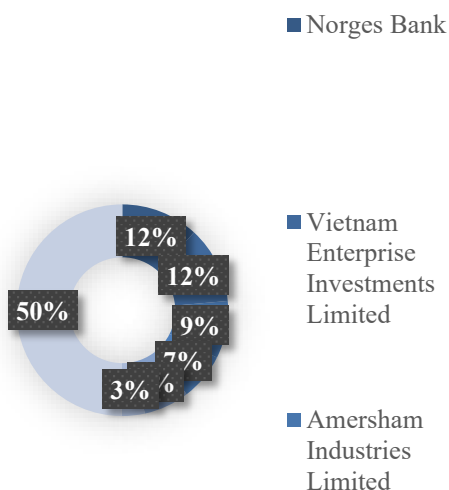
Nguồn: BCTC, CSI tổng hợp

Cơ cấu nhóm cổ đông

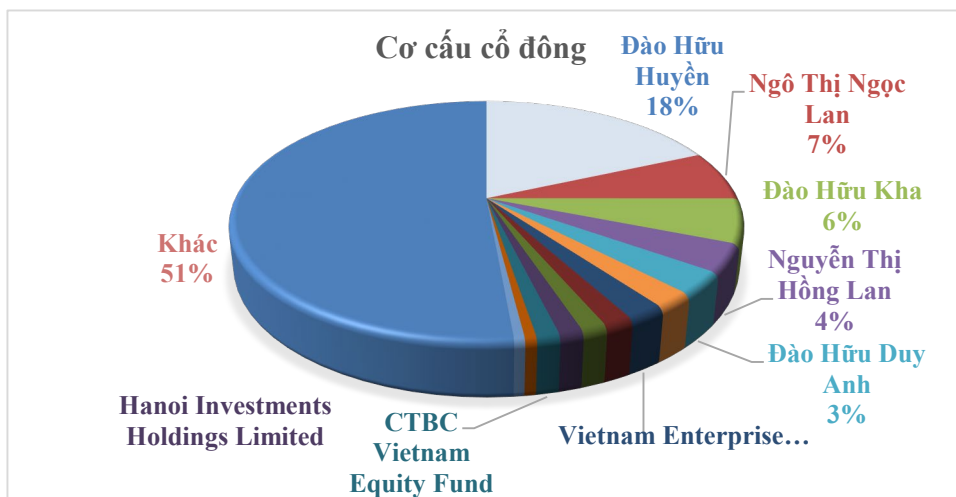


Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Cơ cấu sở hữu nước ngoài (67 triệu cổ phiếu~17.73% cổ phần)



Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Quặng apatit



Phốt pho vàng



Acid phosphoric (H3PO4 85%)



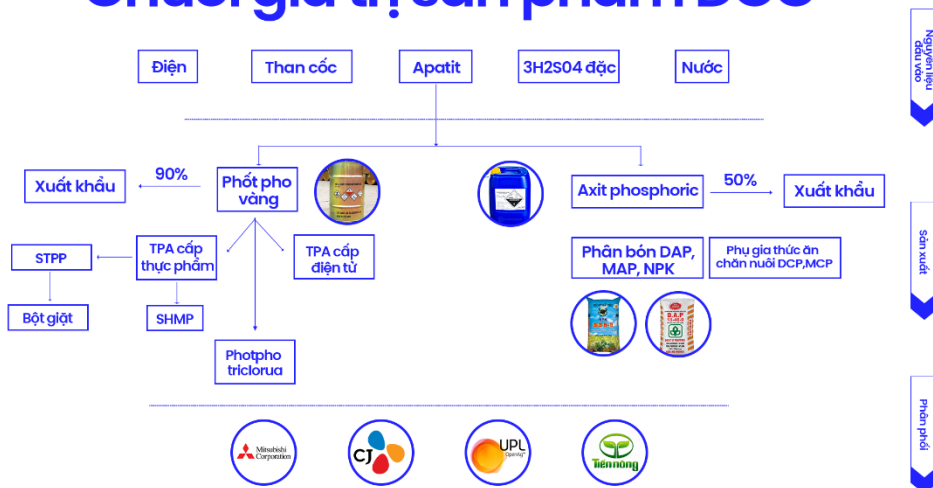
Thạch cao nhân tạo Gypsum



Cơ cấu cổ đông lớn tại DGC bao gồm 34.55% sở hữu bởi ban lãnh đạo và người liên quan, nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 17.73%. Trong đó sở hữu các cá nhân lớn thuộc về cá nhân: ông Đào Hữu Huyền (18.38%), bà Ngô Thị Ngọc Lan (6.64%), ông Đào Hữu Kha (5.97%), bà Nguyễn Thị Hồng Lan (3.76%), ông Đào Hữu Duy Anh (3.01%),...

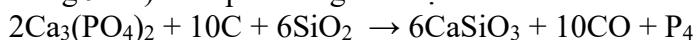
Chuỗi giá trị của DGC

Chuỗi giá trị sản phẩm DGC



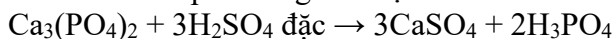
DGC sở hữu chuỗi giá trị hoàn thiện trong ngành phốt pho vàng Việt Nam. Nguyên liệu đầu vào chính của DGC gồm có: Quặng apatit, than cốc (than antraxit), điện, H2SO4 đặc, nước, đá quartzit, lưu huỳnh. Sau đó tùy vào sản phẩm mà các nguyên vật liệu được đưa vào lò luyện với phương pháp phù hợp.

- Phương pháp nhiệt luyện chuyển apatit thành P4: Sản xuất phốt pho vàng công nghiệp thông qua quá trình nung chảy quặng Apatit cùng than cốc và đá quắc-zít trong lò điện ở nhiệt độ 1,500oC (hiệu suất phản ứng 91%) theo phản ứng hóa học như sau:



Để sản xuất được 1 tấn P4 cần sử dụng 5.96 tấn quặng Apatit (loại I và loại III), đốt trong lò điện công suất 14,000-18,000 KWh, ngoài ra cần thêm 1.1 tấn than cốc và khoảng 3.22 tấn đá quartzit để phản ứng được hình thành.

- Phương pháp ướt: chiết xuất ra axit phosphoric trực tiếp từ apatit phản ứng với H2SO4 theo phản ứng hóa học như sau:



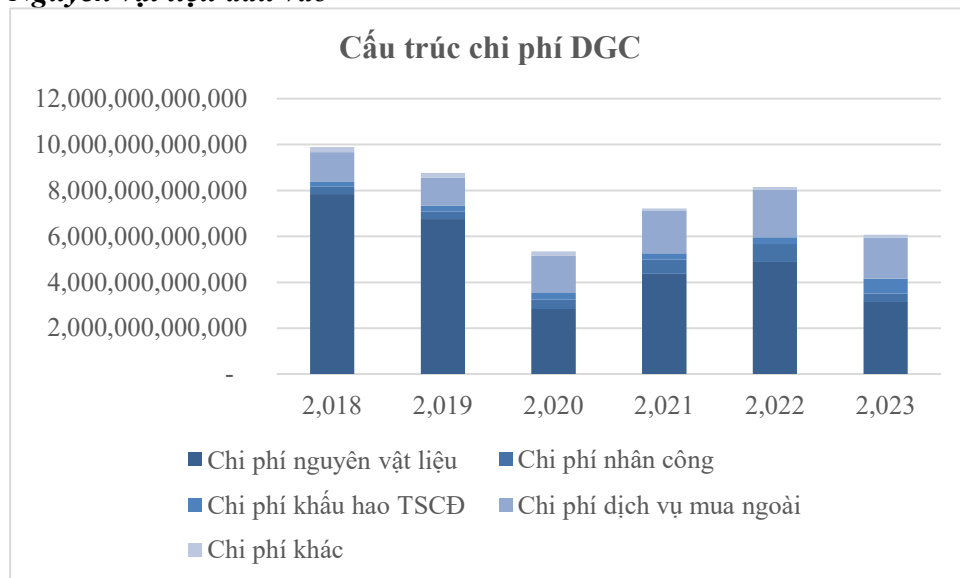
Sản xuất 1 tấn Acid Phosphoric trích ly sẽ sử dụng 1.33 tấn quặng apatit và 1.19 tấn H2SO4.

Phốt pho vàng và axit phosphoric tiếp tục là nguyên liệu đầu vào để sản xuất các sản phẩm khác như TPA cấp thực phẩm, TPA cấp điện tử, các loại phân bón (DAP, MAP, NPK,...), phụ gia thức ăn chăn nuôi (DCP, MCP). Đức Giang có thể điều chỉnh kế hoạch sản xuất căn cứ theo biến động giá sản phẩm giữa các phân lớp của thị trường. Khi giá sản phẩm phốt pho ở mức thấp, DGC đẩy mạnh hoạt động sản xuất-tinh chế sâu axit phosphoric, phân bón và ngược lại.

Các phụ phẩm của quá trình phản ứng tiếp tục được đưa vào làm nguyên liệu sản xuất các sản phẩm khác của Đức Giang. Chất thải rắn từ WPA được DGC điều chế thành thạch cao GYPSUM, nhiệt độ trong quá trình đốt phốt pho

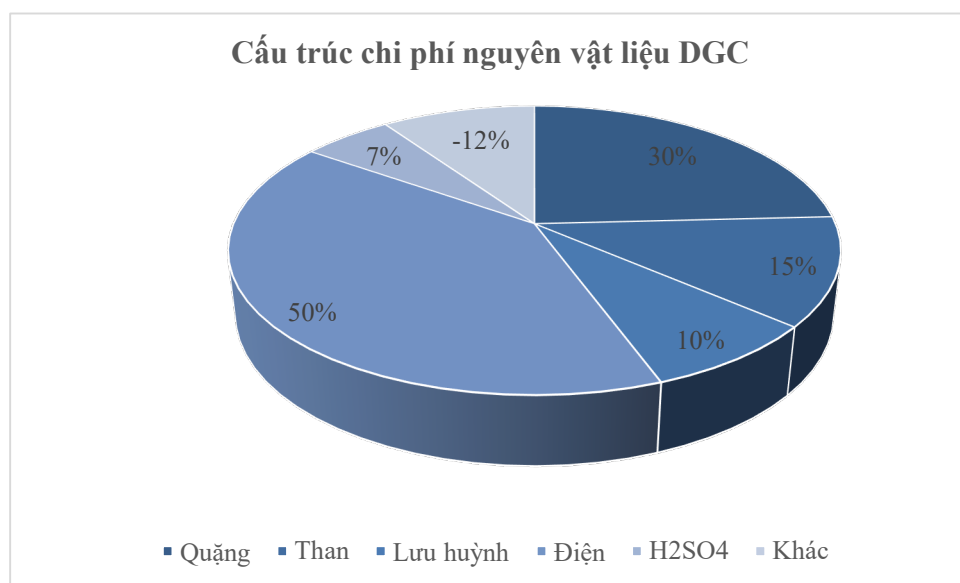
vàng được sử dụng làm nguyên liệu cho tổ hợp phân bón và thức ăn chăn nuôi, phụ phẩm sản xuất photpho, axit phosphoric được tái sử dụng sản xuất phân bón và những sản phẩm khác. Ngoài ra DGC còn sở hữu kho chứa hóa chất tại cảng Đình Vũ giúp tối ưu chi phí xuất khẩu.

Nguyên vật liệu đầu vào



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

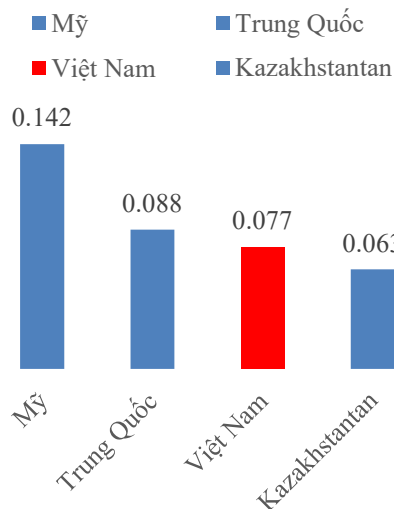
Chi phí nguyên vật liệu là chi phí quan trọng nhất chiếm từ 60% đến 80% tổng chi phí của DGC.



Nguồn: CSI tổng hợp

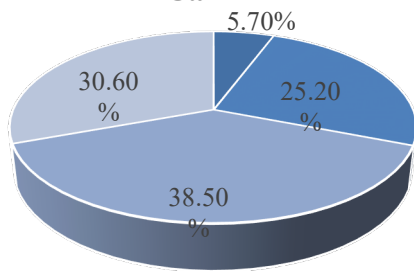
- Chi phí điện chiếm trên 30% tổng chi phí nguyên nhiên liệu, là chi phí lớn nhất trong giá vốn sản xuất các sản phẩm của Đức Giang. Để sản xuất 1 tấn phospho vàng cần tiêu thụ lượng điện năng từ 14,000-18,000 KWh nên chi phí điện chiếm đến gần 70% tổng chi phí nguyên nhiên liệu sản xuất photpho vàng. Hiện tại, DGC phụ thuộc hoàn toàn vào hệ thống lưới điện quốc gia của EVN. Với cấp điện áp 35kV (từ 22kV - 110kV), giá điện bán lẻ cho công nghiệp hiện tại được điều chỉnh tăng từ ngày 8/11/2023 lên 1,699 đồng/KWh, tăng 7.3% so với giai đoạn từ 2019-Q3/2023. Việc phụ thuộc hoàn toàn vào EVN khiến

Giá điện công nghiệp (USD/giờ)



Nguồn: CSI ước tính, CSI tổng hợp

Tỷ lệ quặng tại Apatit Lào Cai



- Tỷ lệ trữ lượng apatit tại Lào Cai
- Quặng loại I
- Quặng loại II
- Quặng loại III
- Quặng loại IV

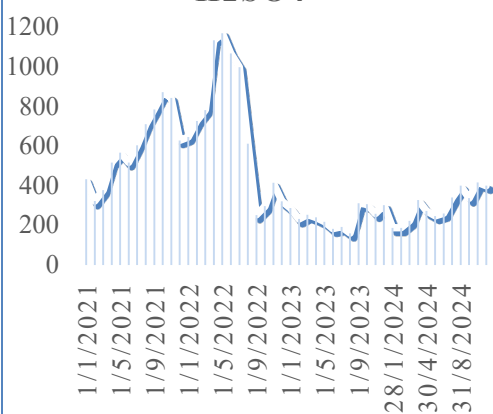
Nguồn: CSI tổng hợp

Giá than cốc



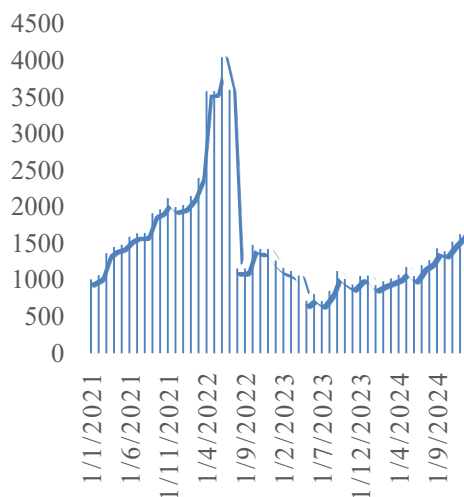
Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

H₂SO₄



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

Giá lưu huỳnh

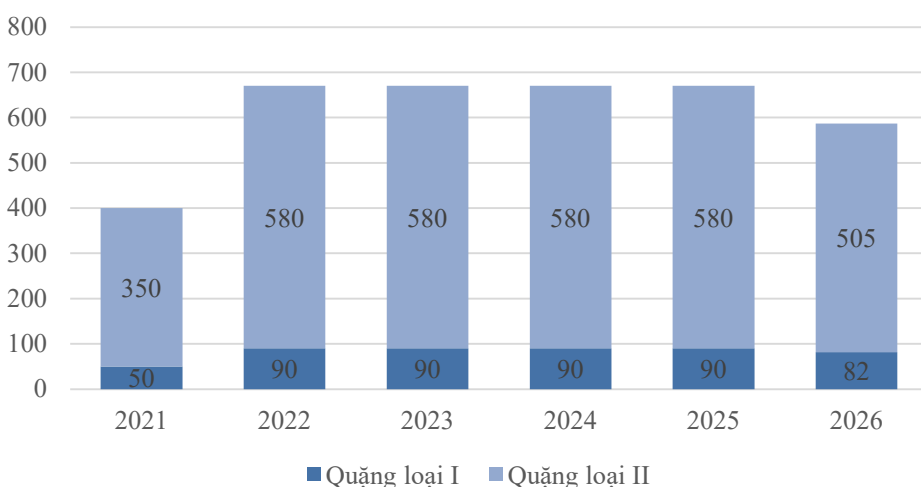


Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

DGC chịu rủi ro tăng chi phí năng lượng đầu vào. Tuy nhiên, DGC có lợi thế về chi phí điện năng so với các đối thủ từ Trung Quốc và Mỹ - hai trong bốn quốc gia sản xuất Phốt pho vàng lớn nhất thế giới, bên cạnh Việt Nam và Kazakhstan.

- Nguyên liệu quan trọng khác quan trọng mà DGC có lợi thế lớn là quặng apatit. Quặng Apatit hiện chiếm 30% chi phí nguyên vật liệu đầu vào cho quá trình sản xuất của DGC. Hiện tại DGC tự chủ khai thác khoảng 70% nhu cầu quặng. Khai trường 25 được cấp quyền khai thác từ tháng 03/2021 với trữ lượng khoảng 3.7 triệu tấn quặng loại I và loại III, khai thác trong vòng 6 năm. Ký hợp đồng mua toàn bộ lượng quặng do CTCP Công nghiệp Hóa chất Lào Cai khai thác tại Khai trường 19b với trữ lượng khoảng 5.1 triệu tấn, khai thác trong vòng 5 năm

Công suất khai thác khai trường 25 (triệu tấn)



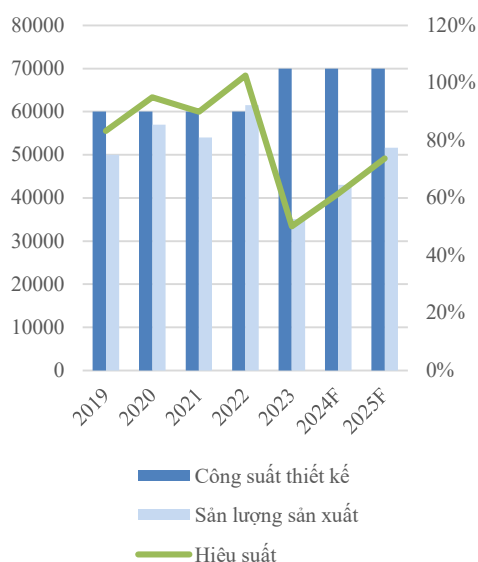
Nguồn: CSI tổng hợp

Ở Việt Nam quặng Apatit tập trung tại khu vực tỉnh Lào Cai, tổng trữ lượng và tài nguyên thăm dò được lên tới hơn 2 tỷ tấn. Hiện tại, quặng Apatit loại I và loại III giàu P₂O₅ đang cạn kiệt dần, chúng tôi ước tính trữ lượng quặng loại I và loại III có thể khai thác trong vòng 20 năm nữa.

DGC còn đi đầu trong công nghệ sản xuất phốt pho vàng từ hỗn hợp quặng Apatit loại I và loại II với tỷ trọng quặng loại II chiếm trên 50%. Quặng Apatit loại II thuộc kiểu Apatit - cacbonat, trong đó khoáng Apatit, dolomit và canxit có tính chất tương tự nhau nên rất khó tuyển quặng bằng phương pháp vật lý. Đây là công nghệ thích hợp với thực tế trữ lượng quặng loại I đang cạn kiệt dần, quặng loại II dồi dào nhưng khó tuyển nổi. Cùng với công nghệ sử dụng quặng bột làm nguyên liệu sản xuất, DGC đã tiết giảm được đáng kể chi phí quặng Apatit đầu vào do quặng loại II, quặng bột có giá bán thấp hơn nhiều so với quặng Apatit loại I.

- Các nguyên liệu còn lại như: Than cốc, acid photphoric, lưu huỳnh được nhập từ các doanh nghiệp trong nước và nước ngoài. Hiện nay, nguồn cung cấp than cốc từ Trung Quốc không còn nữa, DGC đã sử dụng thành công than antraxit Việt Nam để thay thế. Giá than antraxit thấp hơn than cốc, nguồn cung cấp tại chỗ ngay tại Quảng Ninh. Than antraxit có nhược điểm thành phần tro xỉ, chất bốc, độ ẩm lại cao hơn nên sẽ gây khó khăn cho khâu vận hành lò. Giá các nguyên vật liệu trên cũng dần bình ổn và đi ngang sau giai đoạn tạo đỉnh năm 2022.

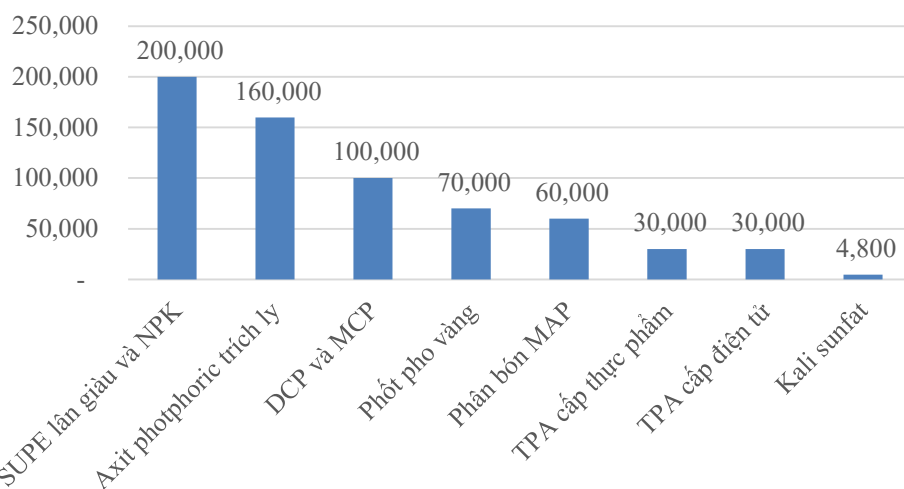
Hiệu suất sản xuất Phosphor DGC



Nguồn: CSI tổng hợp

Công suất nhà máy

Công suất sản xuất các sản phẩm của DGC (Triệu tấn)

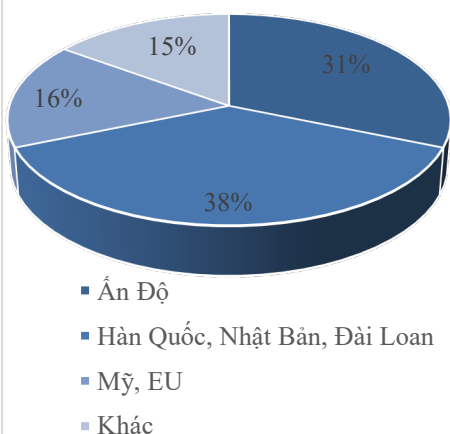


Nguồn: CSI tổng hợp

Tính đến cuối năm 2023, tổng công suất sản xuất các sản phẩm của DGC bao gồm:

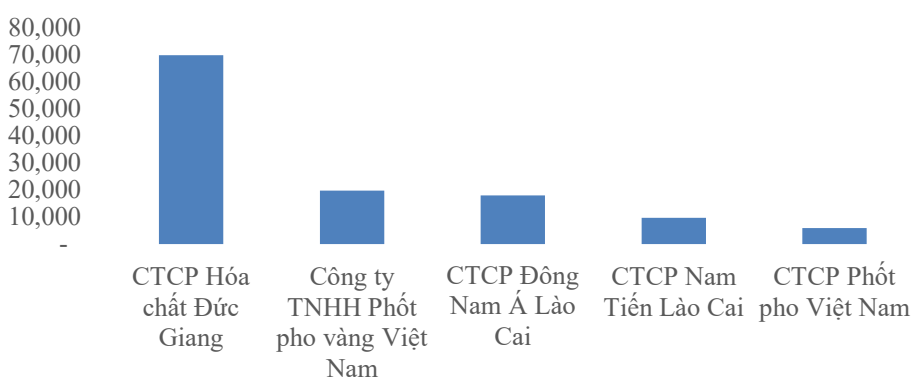
70,000 tấn phốt pho vàng, tối đa 80,000 tấn trong thời gian phụ tải điện thấp trong ngày, 30,000 tấn TPA cấp thực phẩm và 30,000 tấn TPA cấp điện tử với khách hàng là các doanh nghiệp chất bán dẫn Hàn Quốc và Nhật Bản. Acid photphoric có công suất 160,000 tấn/năm là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất phân bón. Tiếp tục đi vào chế biến sâu acid photphoric trích ly WPA 52% gồm có các nhà máy có công suất: DAP, MAP có công suất 60,000 tấn/năm, 200,000 tấn phân lân giàu, NPK và 100,000 tấn DCP, MCP.

Cơ cấu xuất khẩu theo khu vực



Nguồn: CSI tổng hợp

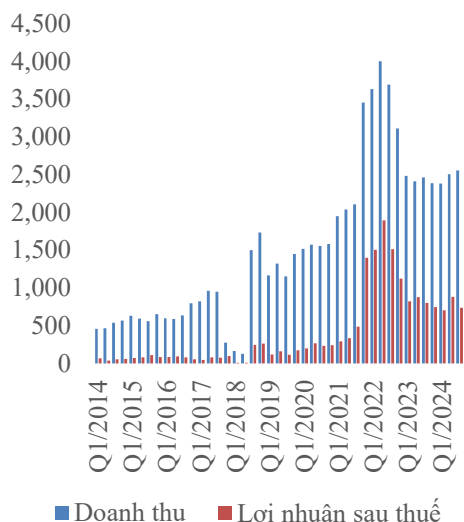
Công suất thiết kế một số nhà máy phốt pho Việt Nam (Triệu tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

Sản phẩm phốt pho vàng là sản phẩm chủ lực của DGC hiện có công suất lớn nhất tại Việt Nam với gần 70,000 tấn/năm và có thể tăng lên 80,000 tấn/năm sau khi nâng cấp, mở rộng nhà xưởng tại nhà máy Phốt pho 6. Hiện tại Việt Nam không cấp phép xây dựng nhà máy phốt pho mới biến DGC trở thành doanh nghiệp có công suất lớn nhất, bỏ xa đối thủ xếp thứ 2. Các nhà máy sản xuất phốt pho vàng của DGC hiện chạy trên 80% công suất, trong điều

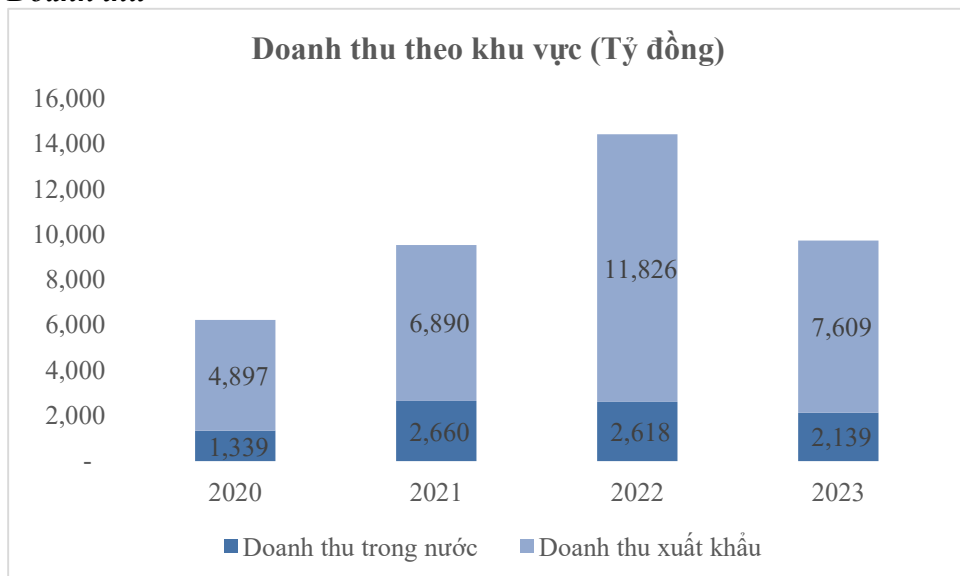
Doanh thu DGC theo quý



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

kiện thuận lợi giá phốt pho vàng neo cao DGC sẽ tăng công suất phốt pho vàng và giảm các sản phẩm chế biến sâu khác.

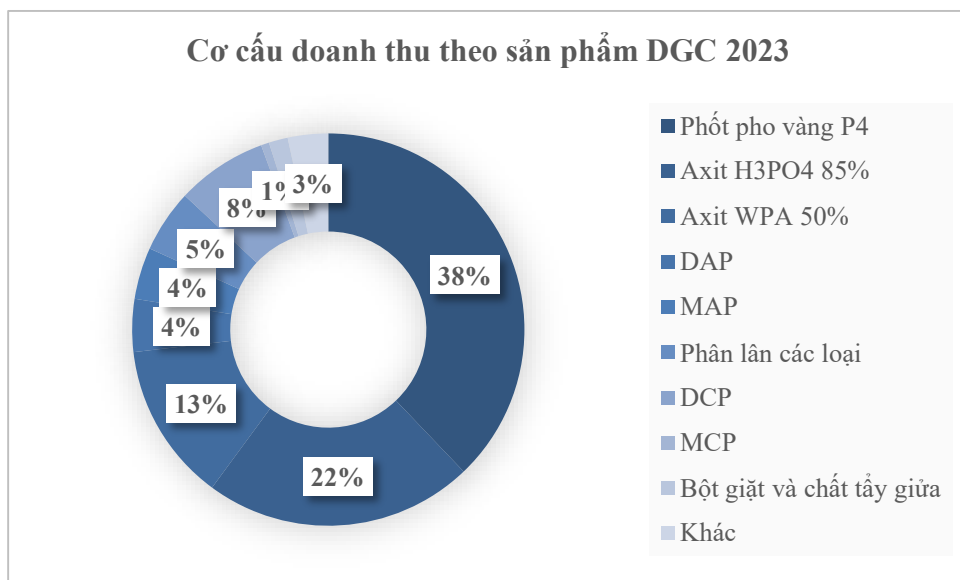
Doanh thu



Nguồn: CSI tổng hợp

70%-80% doanh thu của DGC đến từ xuất khẩu. Các thị trường xuất khẩu Phốt pho chính của DGC chủ yếu là Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Mỹ, ... Trong đó sản phẩm xuất khẩu chủ lực là phốt pho vàng với 90% sản lượng phục vụ xuất khẩu. Tại 2 thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản thị phần phốt pho vàng của DGC gần như tuyệt đối. Sản lượng acid photphoric xuất khẩu chiếm 50% và 50% sử dụng làm nguyên liệu sản xuất các sản phẩm phân bón,...

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm DGC 2023

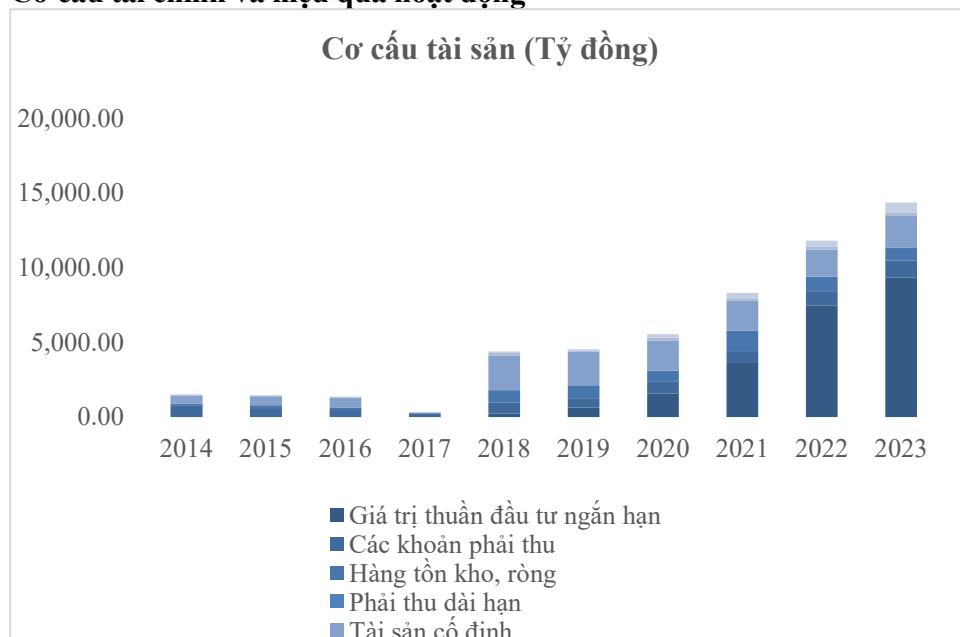


Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ DGC, CSI tổng hợp

Sản phẩm phốt pho vàng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu DGC với 49% năm 2022 chủ yếu được tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu. Các sản phẩm còn lại hầu hết được tiêu thụ trong nước ngoại trừ acid photphoric trích ly và acid photphoric điện tử. DGC bán hàng theo hình thức B2B với các khách hàng là các doanh nghiệp lớn. Doanh thu DGC đạt đỉnh cao trong năm 2022 khi giá phốt pho vàng liên tiếp lập đỉnh do: Chiến sự Nga - Ukraine và sự thiếu hụt

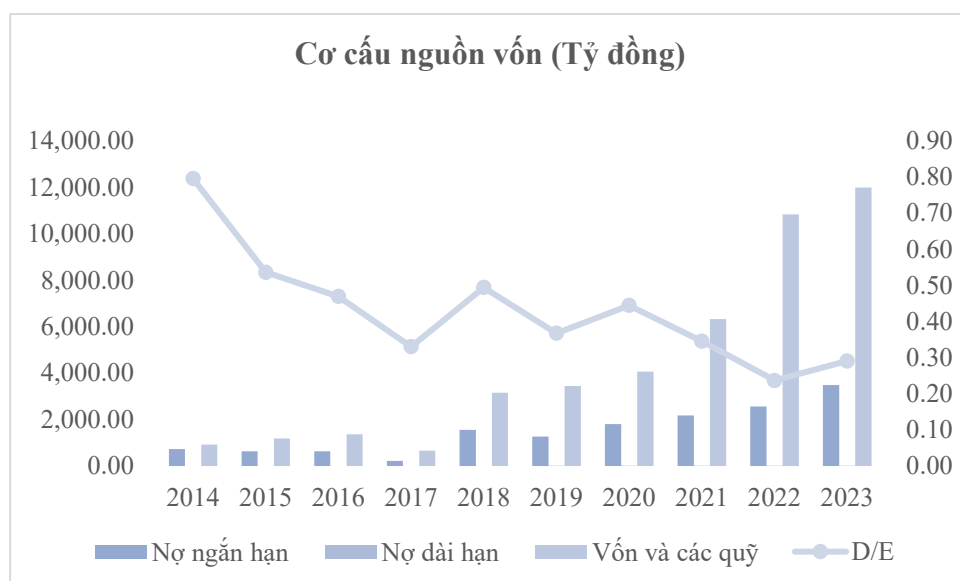
nguồn cung phốt pho từ Trung Quốc, sự hồi phục của ngành linh kiện bán dẫn sau đại dịch Covid-19 (tại Q1,Q2/2022). Tuy nhiên từ Q3/2022 thì giá trị nhập khẩu P4 của các quốc gia trên giảm vì nhu cầu tiêu thụ chip bán dẫn giảm (lượng hàng tồn kho của các nhà cung cấp bán dẫn như Intel, NVIDIA, TSMC, Samsung tăng cao)

Cơ cấu tài chính và hiệu quả hoạt động



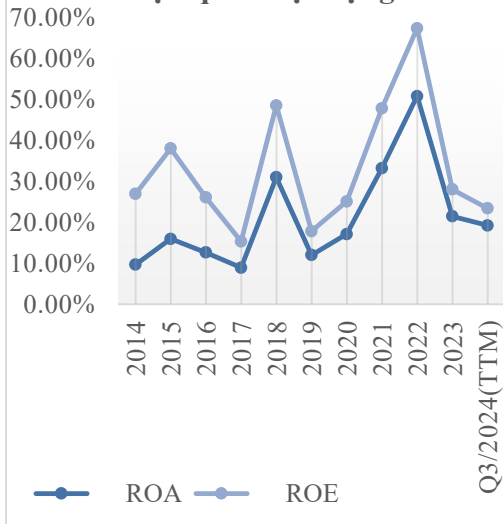
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Năm 2017 cơ cấu tài sản DGC sụt giảm do tạm thời giảm tỷ lệ sở hữu Đức Giang Lào Cai xuống dưới 51% nguyên nhân từ hoạt động cơ cấu doanh nghiệp. Dấu ấn lớn đối với DGC là năm 2018 khi hoàn tất mua 51% Công ty cổ phần Phốt pho Apatit Việt Nam và sát nhập Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang Lào Cai vào Công ty cổ phần Bột giặt và Hóa chất Đức Giang đưa tổng công suất sản xuất phốt pho DGC đạt 60 triệu tấn/năm. Những năm sau đó hoạt động kinh doanh thuận lợi, tỷ lệ tiền mặt và các tài sản thanh khoản cao tăng lên chóng mặt đạt mức 10,402 tỷ đồng chiếm 67.2% tổng tài sản của DGC. Khoản tiền mặt này dự kiến được DGC tài đầu tư tại các dự án Nghi Sơn và dự án nhôm-boxit tại Tây Nguyên.



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

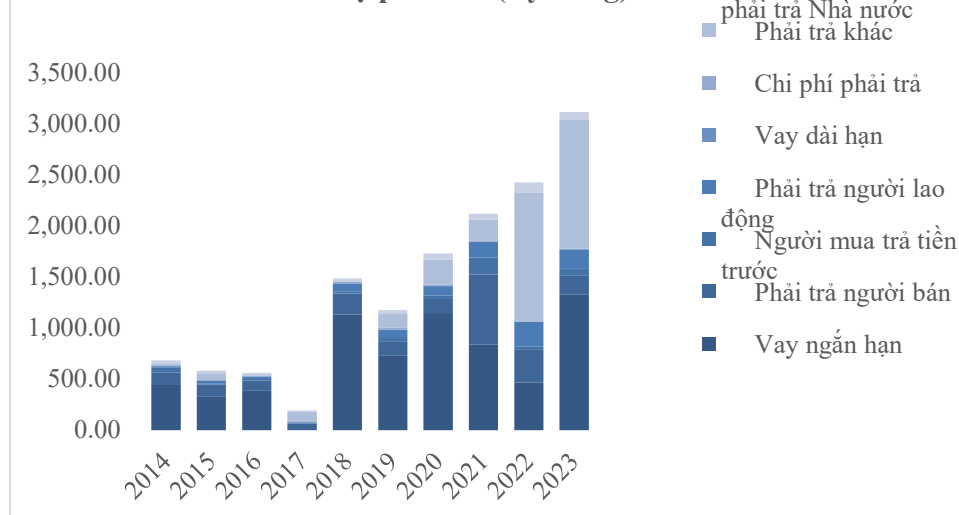
Hiệu quả hoạt động



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Tài trợ chính cho hoạt động kinh doanh của DGC là từ nguồn vốn chủ sở hữu. Dư nợ vay dài hạn của DGC chiếm tỷ trọng rất nhỏ, gần như không đáng kể. Dư nợ vay ngắn hạn duy trì ở mức thấp với tỷ lệ D/E dưới 0.5 trong xuyên suốt 10 năm gần đây. Nợ phải trả và các khoản phải trả khác là 2 khoản mục lớn nhất trong cơ cấu nợ phải trả của DGC tính đến cuối 2023. Trong đó nợ vay ngắn hạn là 1,328 tỷ đồng và 1,260 tỷ đồng phải trả khác là khoản cổ tức chưa thực hiện chi trả cho cổ đông.

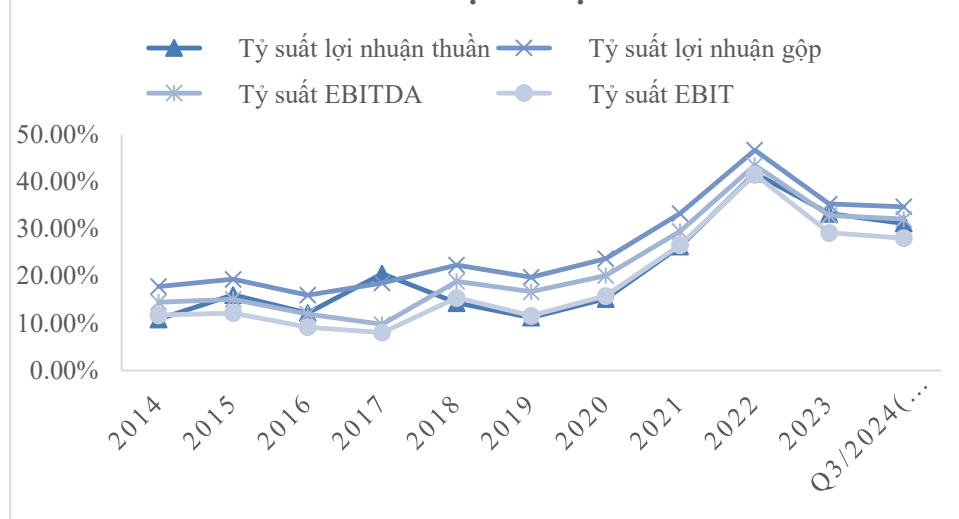
Cơ cấu nợ phải trả (Tỷ đồng)



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Hiệu quả hoạt động

Biên lợi nhuận



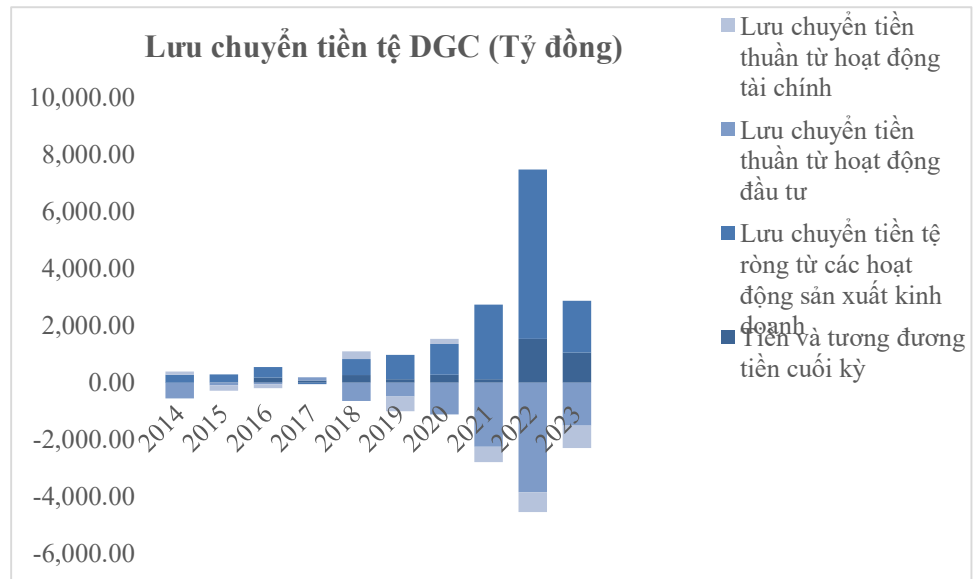
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

DGC luôn duy trì hiệu quả hoạt động ấn tượng khi trong xuyên suốt 10 năm gần nhất, doanh nghiệp này luôn duy trì tỷ lệ ROE trên 15% đặc biệt trong năm 2022 ghi nhận mức ROE lịch sử trên 70%. Tuy nhiên nhìn vào hiệu quả hoạt động của DGC chúng ta có thể nhận thấy tính chu kỳ lợi nhuận tương đối rõ rệt của DGC với giá phốt pho biến động tương đối mạnh.

Biên lợi nhuận những năm gần đây cải thiện khá đáng kể nhờ tự chủ phần lớn quặng apatit với việc tự khai thác khai trường 25 và liên doanh khai trường 19b, áp dụng những cải tiến về sản xuất như: sử dụng được quặng bột, sản xuất phốt

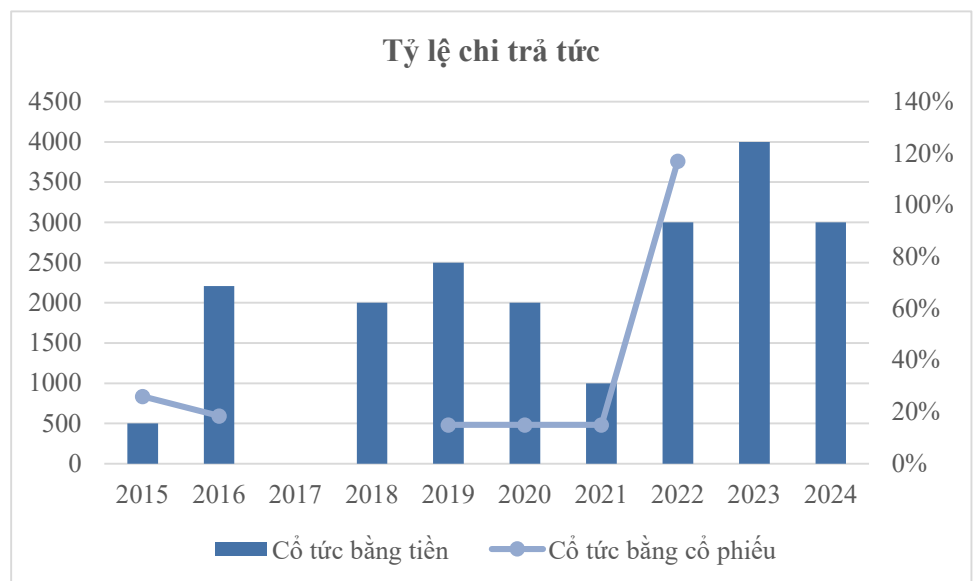
pho vàng từ hỗn hợp quặng Apatit loại I và loại II, sử dụng than antraxit thay thế than cốc, tận dụng các phụ liệu của quá trình phản ứng để sản xuất các sản phẩm khác. Từ năm 2021, biên lợi nhuận gộp DGC duy trì trên mức 30% và đạt đỉnh năm 2022 ở mức 46.73%.

Dòng tiền và chính sách cổ tức



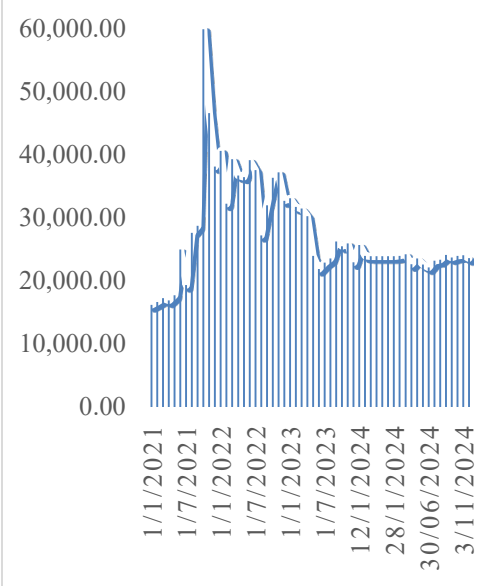
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Chúng tôi đánh giá khá tốt sức khỏe dòng tiền tại Đức Giang. Dòng tiền lưu chuyển từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn duy trì dương khá ấn tượng và là trụ cột chính dòng tiền của DGC cho thấy khả năng tự chủ về năng lực tài chính. Nhờ vậy DGC duy trì được mức cổ tức tiền mặt khá tốt, trung bình đạt mức cổ tức tiền mặt 21% trong 10 năm gần nhất. Nguồn lực tài chính dồi dào sẽ là cơ sở để DGC thực hiện các dự án mới trong tương lai khi mà nguồn tài nguyên quặng apatit có giới hạn.



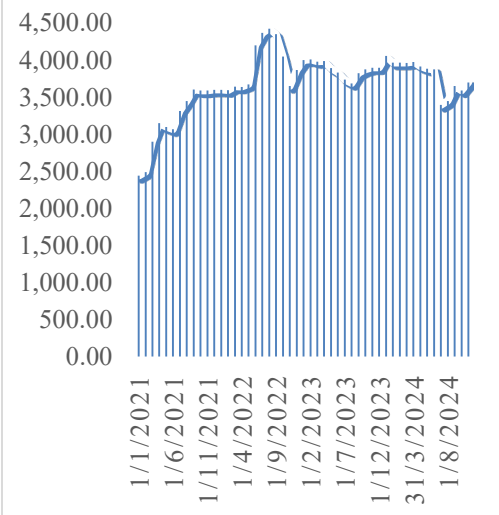
Nguồn: Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Giá phốt pho vàng



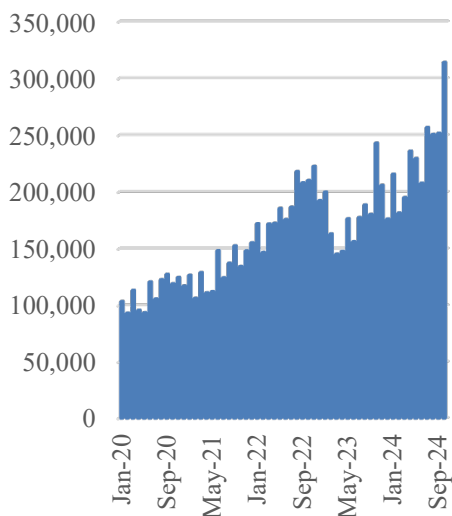
Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

Giá DAP



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

**Doanh thu theo tháng
TSMC**



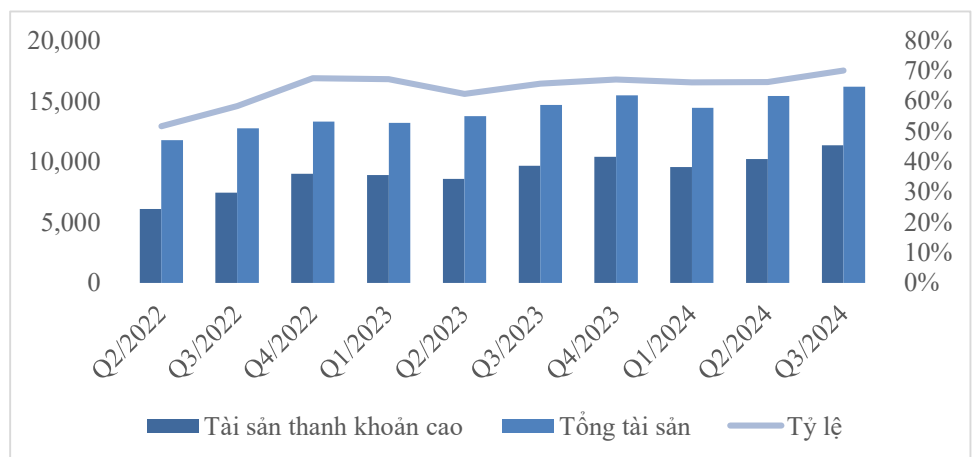
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ CÔNG TY CP Hóa chất Đức Giang Dẫn đầu về công suất sản xuất Phốt pho tại Việt Nam và là doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng hàng đầu Châu Á

Phốt pho vàng là mặt hàng quan trọng đối với nền công nghiệp toàn thế giới. Trước năm 2021, phốt pho vàng chủ yếu được sử dụng trong ngành phân bón. Tuy nhiên, với nhu cầu ngày càng tăng đối với chất bán dẫn và pin lithium phosphate - được sử dụng trong xe điện. Tương lai của phốt pho vàng dự kiến sẽ phù hợp với triển vọng đầy hứa hẹn của ngành công nghiệp bán dẫn và pin lithium. Hiện tại, khoảng 20% nhu cầu về phốt pho được thúc đẩy bởi ngành bán dẫn. Kể từ năm 2018, Trung Quốc gần như đã ngừng xuất khẩu phốt pho và chỉ sản xuất để tiêu thụ trong nước qua đó gián tiếp đưa Đức Giang trở thành nhà xuất khẩu Phốt pho hàng đầu Châu Á. DGC cũng là công ty duy nhất trên thế giới có thể sản xuất phốt pho vàng từ quặng apatit ở cả dạng bột và dạng cục.

DGC hiện chỉ có hai đối thủ cạnh tranh chính trong phân khúc trên thị trường là Kazphosphate (KAZ (Kazakhstan, công suất 120,000 tấn/năm) và Bayer (Hoa Kỳ, công suất 200.000 tấn/năm). Trong đó, sản phẩm của KAZ có chất lượng thấp hơn DGC do chất lượng đá phosphate và công nghệ sản xuất thấp. DGC có lợi thế lớn so với các đối thủ cạnh tranh do phát triển được công nghệ dùng quặng bột, than bột trong sản xuất P4, đồng thời sản xuất P4 bằng hỗn hợp quặng apatit cả loại I và II. Nhờ đó DGC có ưu thế về giá thành so với các nhà sản xuất khác vì quặng bột, than bột và quặng apatit loại II có giá rẻ hơn quặng viên, than cốc viên hoặc quặng apatit loại I. Đức Giang hiện đã xây dựng quan hệ đối tác với tập khách hàng lớn trong và ngoài nước như: Mitsubishi Corp, UNID Global Corp, UPL, CJ, Cargill, Proconco, Wilmar International, Chemicals,...

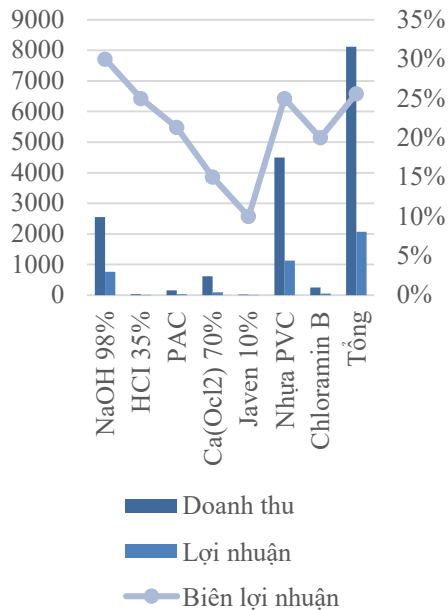
Trong khi đó thị trường trong nước Đức Giang gần như “không có đối thủ” khi có công suất chiếm quá nửa tổng công suất cả nước và liên tục thu mua thông qua các thương vụ mua bán sắt nhập. Hiện tại Việt Nam không cấp phép xây dựng nhà máy phốt pho mới biến DGC trở thành doanh nghiệp có công suất lớn nhất, bỏ xa các đối thủ còn lại. DGC nắm lợi thế ở nguồn quặng apatit tự khai thác, trong khi các nhà sản xuất P4 khác như CSV (công ty Hóa chất cơ bản Miền Nam) và HVT (công ty Hóa chất Việt Trì) phải mua bên ngoài. Khai trường 25 vận hành ngay trong đại dịch đã giúp DGC chủ động nguồn cung nguyên vật liệu và tiết giảm chi phí so với đối thủ.

Tiềm lực tài chính mạnh mẽ, “cỗ máy in tiền” hoạt động bền bỉ



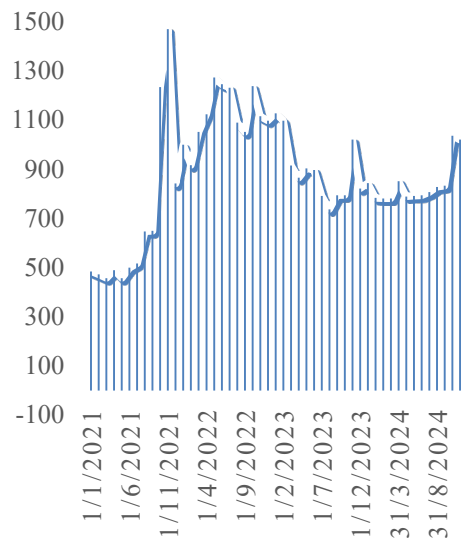
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Ước tính dự án Đức Giang-Nghi Sơn (Tỷ đồng)



Nguồn: CSI tổng hợp

Giá NaOH



Nguồn: Sunsur, CSI tổng hợp

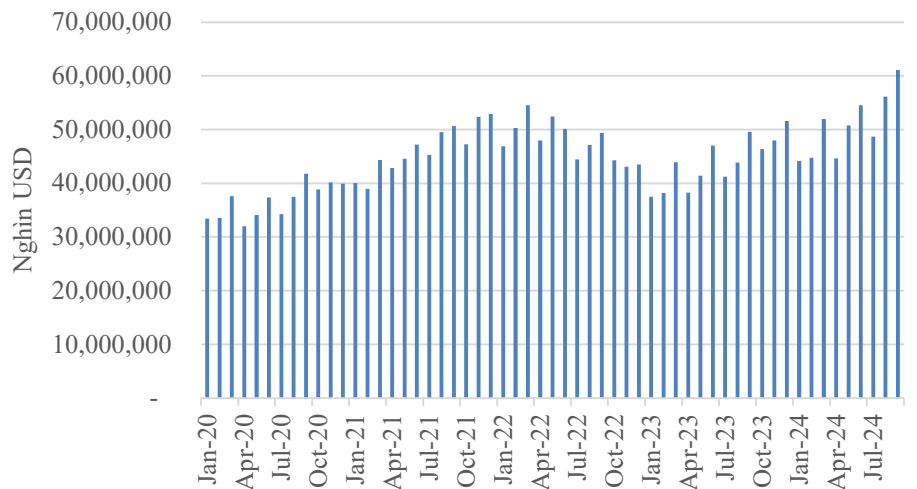
Nhờ lợi thế vượt trội trong ngành, Đức Giang luôn duy trì tỷ lệ ROE cao vượt trội trên 20% trở thành “cỗ máy in tiền” thực sự. Lượng tiền và tương đương tiền DGC luôn duy trì trên 60% tổng tài sản trong 10 quý trở lại đây. Do hoạt động kinh doanh vẫn duy trì ổn định và biên lợi nhuận duy trì ở mức cao, lượng tiền mặt cứ tiếp tục tăng lên nhanh chóng vượt 11,000 tỷ đồng. Lượng tiền mặt khổng lồ không chỉ đem lại doanh thu tài chính ổn định mà còn giúp doanh nghiệp tiếp tục mở rộng quy mô thông qua các thương vụ mua bán sáp nhập và thực hiện các dự án trong tương lai như Đức Giang Nghi Sơn, nhôm boxit tại Đắk Nông.

Chất bán dẫn là động lực tăng trưởng nhiều năm tới

Các tiến bộ trong lĩnh vực trí tuệ nhân tạo (AI), Internet vạn vật (IoT), dữ liệu lớn (BigData), viễn thông 5G, siêu máy tính và xe tự lái... đều dựa vào sự phát triển ngày càng mạnh mẽ của ngành công nghiệp bán dẫn.

Là "huyết mạch" của nền kinh tế số, ngành bán dẫn có vai trò chủ chốt, quan trọng và là tiêu điểm, thu hút nhiều ngành công nghiệp trên thế giới. Theo dự báo, ngành này có thể mang lại doanh thu hơn 620 tỷ USD vào năm 2024 và tăng mạnh lên 1000 tỷ USD vào năm 2030 (Gartner). Ngành này cũng được xem là phần cốt lõi trong cuộc cạnh tranh công nghệ giữa các cường quốc trong thế kỷ 21. Photpho vàng và Acid phosphoric là 2 dẫn xuất cực kỳ quan trọng đối với ngành công nghiệp bán dẫn. Chúng tôi ước tính nhu cầu photpho vàng đối với ngành công nghiệp bán dẫn và sản xuất pin lithium sẽ tăng mạnh trong 10 năm tới và đạt khoảng 40-45% tổng nhu cầu P4.

Doanh thu chất bán dẫn toàn cầu



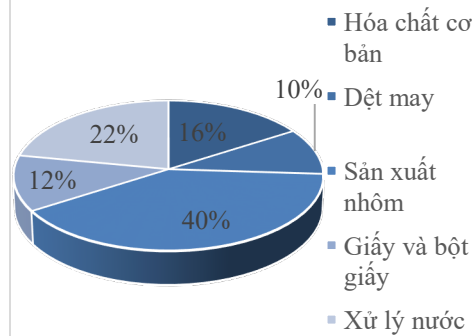
Nguồn: WSTS, CSI tổng hợp

Theo dự báo của Mordor Intelligence, Ngành công nghiệp bán dẫn dự kiến sẽ tăng từ 0,72 nghìn tỷ USD vào năm 2024 lên 1,21 nghìn tỷ USD vào năm 2029, với tốc độ CAGR là 10.86% trong giai đoạn dự báo 2024-2029

Đối với năm 2025, WSTS dự báo thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng 12,5 phần trăm, đạt mức định giá ước tính là 687 tỷ đô la. Sự tăng trưởng này dự kiến sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi các ngành Bộ nhớ và Logic.

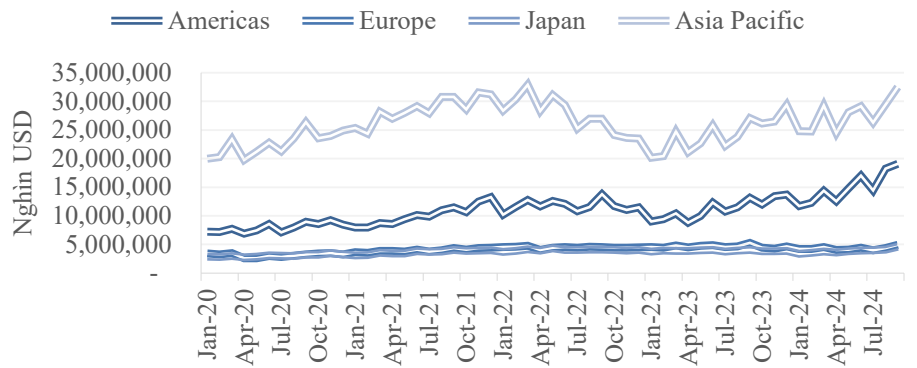
Trong khi doanh thu chất bán dẫn toàn cầu tiếp tục bứt phá mạnh mẽ vượt lên trên mức đỉnh lịch sử giai đoạn 2022, hàng tồn kho của các khách hàng quốc tế đã dần cạn kiệt. Chúng tôi nhận định đây là khoảng thời điểm thuận lợi để Đức Giang quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng kể từ năm 2025.

Cơ cấu tỷ trọng tiêu thụ xút



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

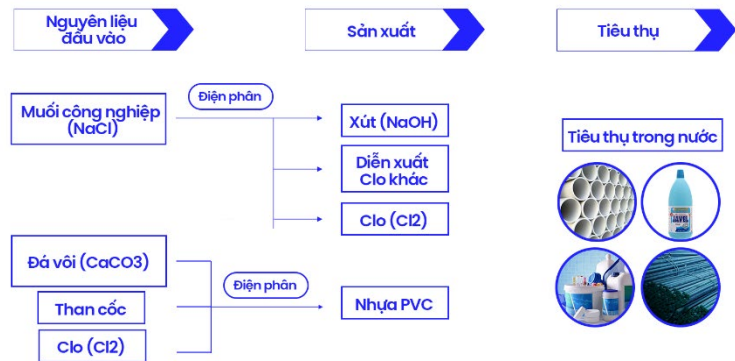
Doanh thu thị trường bán dẫn toàn cầu theo khu vực



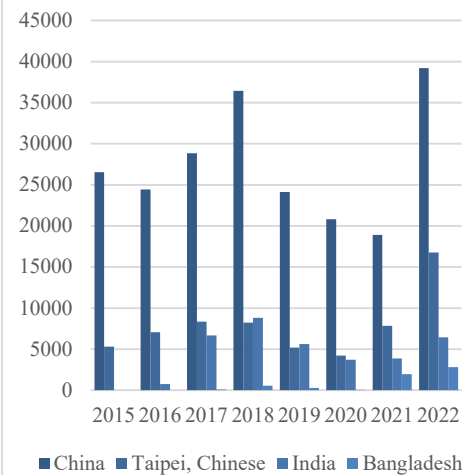
Nguồn: WSTS, CSI tổng hợp

Dự án tổ hợp hóa chất Đức Giang-Nghi Sơn từng bước thống trị ngành hóa chất cơ bản Việt Nam

Chuỗi giá trị XÚT-CLO (CHLOR-ALKALI)

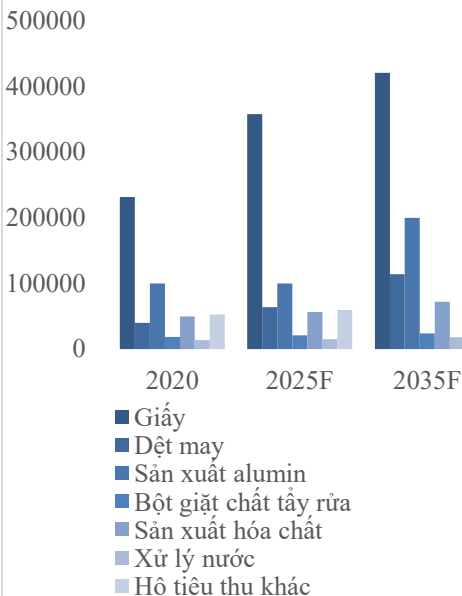


Nhập khẩu Xút rắn theo quốc gia (Nghìn USD)



Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

Dự báo nhu cầu xút (Tấn)



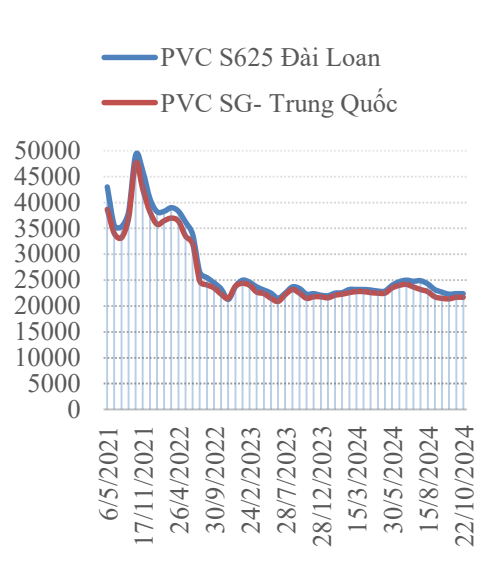
Ngày 26/05/2020, Đại hội đồng cổ đông DGC thông qua quyết định đầu tư dự án "Tổ hợp hóa chất Đức Giang -Nghi Sơn" (DNS) nhưng do những vướng mắc về giải phóng mặt bằng, tính đến thời điểm hiện tại dự án vẫn chưa được đưa vào khởi công xây dựng.

Đến nay, đã hoàn thành công tác giải phóng mặt bằng và được cho thuê đất đợt 1 với diện tích 17,8ha, đã giải ngân 461,5 tỷ đồng. Hiện Hoá chất Đức Giang đang trong những bước cuối cùng để hoàn thiện hồ sơ thủ tục theo quy định tiến tới chính thức khởi công dự án. Theo chia sẻ mới đây của ban lãnh đạo Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoá chất Đức Giang, dự án Tổ hợp Hoá chất Đức Giang - Nghi Sơn tại tỉnh Thanh Hoá sẽ được khởi công muộn nhất trong quý 4/2024, hoàn tất theo tiến độ được đề ra và đi vào vận hành trong quý 1/2026. Dự án này đã được Hoá chất Đức Giang điều chỉnh tăng mạnh vốn đầu tư giai đoạn 1 từ 2,400 tỷ đồng lên 10,000 tỷ đồng, tổng mức đầu tư toàn dự án được giữ nguyên ở mức 12,000 tỷ đồng.

Khi đi vào hoạt động toàn bộ, dự án Tổ hợp Hoá chất Đức Giang - Nghi Sơn sẽ có sản lượng hàng năm là 150,000 tấn xút NaOH quy đặc 100%; 150,000 tấn nhựa PVC; 34,000 tấn bột tẩy trắng Ca (OCI)2; 1,000 tấn chất diệt khuẩn

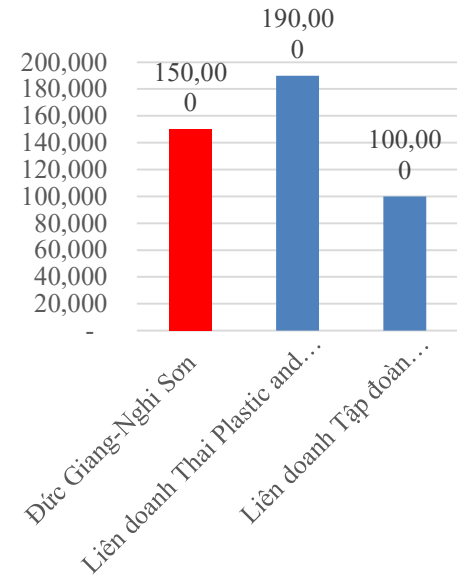
Nguồn: BCCL ngành hóa chất Việt Nam, CSI tổng hợp

Giá hạt nhựa PVC



Nguồn: giahatnhua.com, CSI tổng hợp

Công suất các nhà máy sản xuất hạt nhựa PVC (Nghìn tấn)



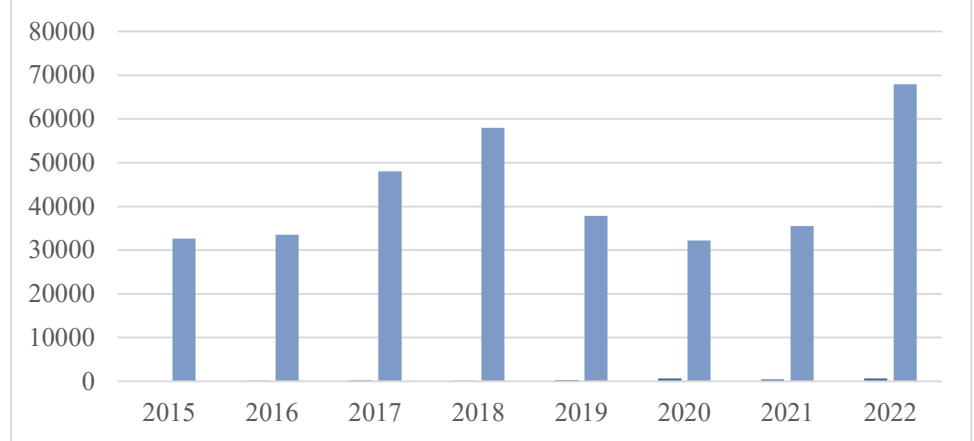
Nguồn: BCCL ngành hóa chất Việt Nam, CSI tổng hợp

Chloramin B; 30,000 tấn chất xử lý nước PAC; 15,000 tấn axit HCl 31% và 10,000 tấn nước tẩy Javen 10%.

Chúng tôi ước tính tổ hợp này sẽ đóng góp khoảng gần 8,200 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận gộp khoảng 2,000 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 25% ở mức trung bình so với các doanh nghiệp sản xuất xút khác như CSV, HVT do DGC chưa có kinh nghiệm trong mảng sản xuất xút.

Sản phẩm chủ lực của tổ hợp Đức Giang-Nghi Sơn là sản phẩm xút vảy NaOH 98% và nhựa PVC. Đây đều là những loại hoá chất mà nguồn cung trong nước hiện chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Đồng thời, dự án này có vị trí địa lý “đắc địa” khi nằm gần Cảng nước sâu Nghi Sơn và mỏ đá vôi (nguồn nguyên liệu chính cho sản phẩm nhựa PVC) trong khu vực có trữ lượng lớn.

Xuất nhập khẩu Xút rắn (Nghìn USD)

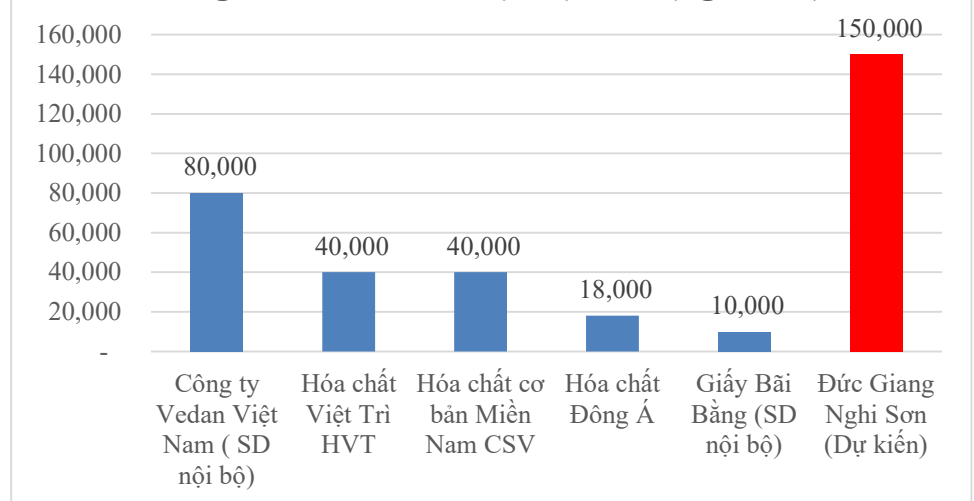


Nguồn: Trademap, CSI tổng hợp

Xút (NaOH) đóng vai trò quan trọng đời sống và sản xuất công nghiệp, được ứng dụng rộng rãi như: sản xuất nhôm, sản xuất giấy, bột giấy, dệt may và hóa chất cơ bản khác.

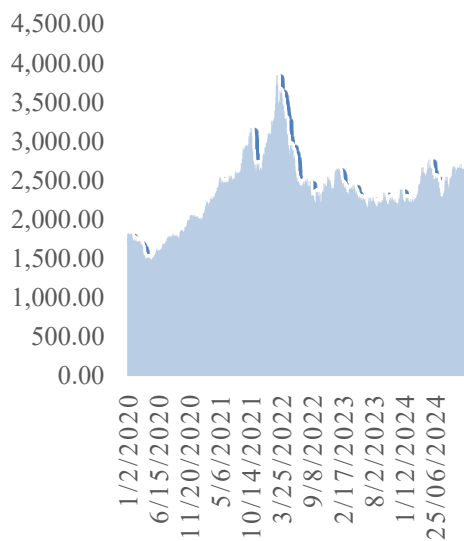
Công suất sản xuất xút tại Việt Nam hiện nay vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu trong nước và phụ thuộc vào nhập khẩu. Tính riêng năm 2022, Việt Nam đã nhập khẩu 68 triệu USD xút rắn và gần 77 triệu USD xút lỏng được nhập khẩu phần lớn tại Trung Quốc, Đài Loan, Ấn Độ, Bangladesh,...

Công suất sản xuất Xút tại Việt Nam (Nghìn tấn)



Nguồn: CSI tổng hợp

Giá nhôm

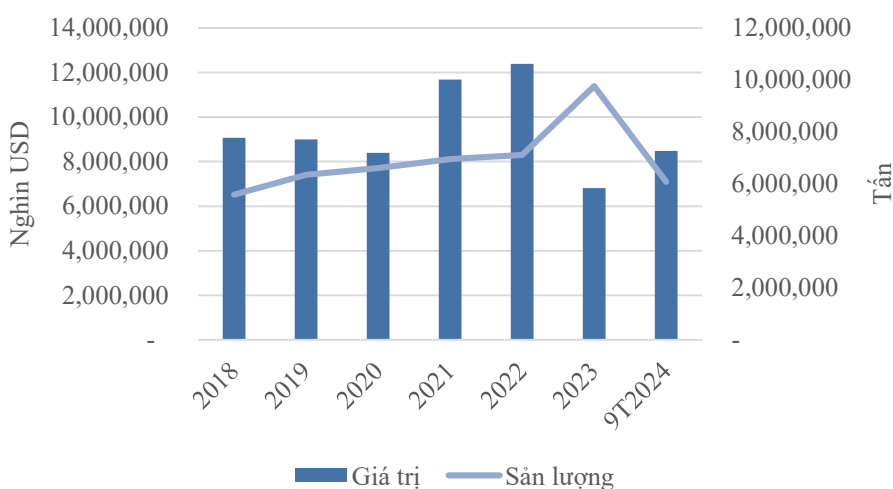


Nguồn: Investing.com, CSI tổng hợp

Việt Nam hiện có 6 nhà máy sản xuất xút với tổng công suất thiết kế đạt 188 nghìn tấn/năm. Trong đó vận hành thương mại chỉ bao gồm Hóa chất Việt Trì, Hóa chất cơ bản Miền Nam và Hóa chất Đông Á với tổng công suất là 98 nghìn tấn/năm. Hai nhà máy còn lại là Vedan Việt Nam và Giấy Bãi Bằng chỉ sử dụng nội bộ. Với công suất thiết kế 150 nghìn tấn/năm, Đức Giang trở thành doanh nghiệp sản xuất xút hàng đầu tại Việt Nam. Theo báo cáo chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến 2030, tầm nhìn đến 2040, nhu cầu xút năm 2025 ước đạt 673,450 tấn/năm và có thể đạt gần 1 triệu tấn năm 2035.

Điểm cần xem xét đối với sản phẩm xút Đức Giang đó là DGC không tự chủ được nguyên liệu sản xuất xút là muối công nghiệp. Việt Nam hiện vẫn chưa tự sản xuất được muối công nghiệp và phụ thuộc nhập khẩu từ Ấn Độ. Sản phẩm xút của Đức Giang sẽ phải cạnh tranh với các sản phẩm xút nhập khẩu từ Trung Quốc, lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam chỉ đến từ giá điện công nghiệp rẻ hơn Trung Quốc.

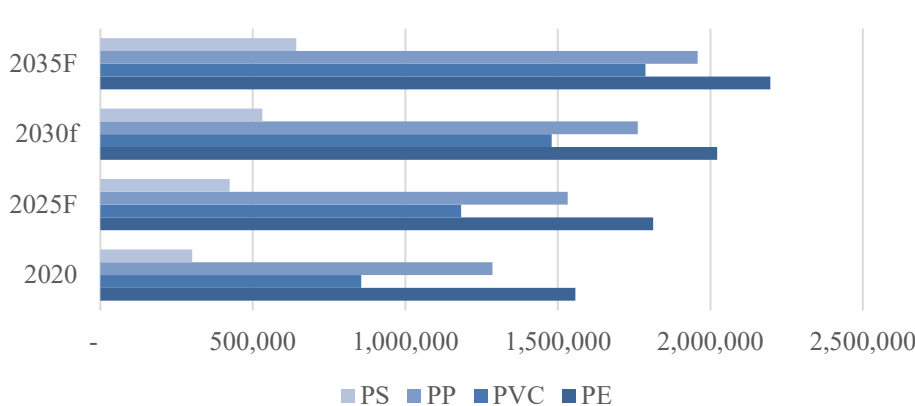
Nhập khẩu hạt nhựa nguyên liệu



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI tổng hợp

Sản phẩm chính tiếp theo của dự án Đức Giang-Nghi Sơn là hạt nhựa PVC. Hạt nhựa PVC được ứng dụng rộng rãi trong đời sống, là nguyên liệu sản xuất các vật dụng hàng ngày như: dây, cáp điện, ống nước,... vì tính bền bỉ, dẻo dai, có khả năng chịu nhiệt, chịu lạnh, khó bị oxy hóa và giòn vỡ như một số loại nhựa phổ biến khác được sử dụng.

Dự báo nhu cầu hạt nhựa (Tấn)



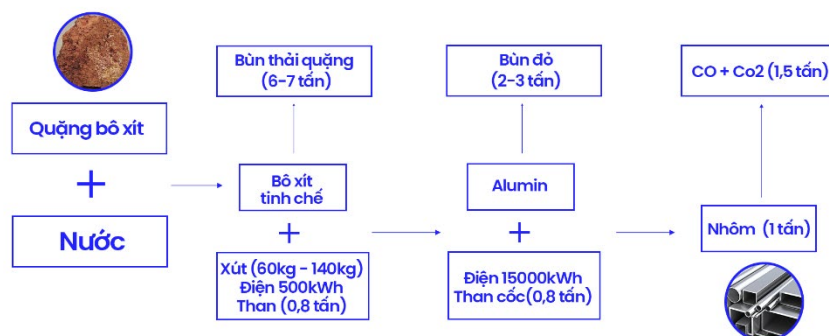
Nguồn: BCCL ngành hóa chất Việt Nam, CSI tổng hợp

Tại Việt Nam hiện tại có 2 nhà máy sản xuất hạt nhựa PVC đều là các doanh nghiệp liên doanh. Nhà máy PVC thứ nhất thuộc liên doanh giữa tập đoàn TPC (Thai Plastic and Chemicals Public Company), Vinachem và Vinaplast. Công suất thiết kế ban đầu là 80,000 tấn/năm, sau tăng lên 190,000 tấn/năm. Nhà máy PVC thứ hai thuộc Liên doanh giữa Tập đoàn dầu khí Việt Nam (43% vốn), Công ty Dịch vụ và Cung ứng kỹ thuật Bà Rịa - Vũng Tàu (6,7% vốn) và Tập đoàn Petronas Malaysia (50,3% vốn). Nhà máy đi vào hoạt động từ tháng 1/2003 với công suất thiết kế 100,000 tấn/năm. Cả hai nhà máy trên sử dụng nguồn nguyên liệu là monome vinylchloride (VCM) nhập khẩu, do chính đối tác nước ngoài trong liên doanh đảm nhiệm nguồn cung cấp.

Ngoài nguồn cung từ 2 nhà máy trên, Việt Nam vẫn phụ thuộc chính và nguồn nhập khẩu, tính đến tháng 11/2023, Việt Nam nhập khẩu 6.2 triệu tấn nhựa nguyên liệu tương đương gần 9 triệu USD. Theo báo cáo chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến 2030, tầm nhìn đến 2040, Trong giai đoạn tới nhu cầu nguyên liệu nhựa Việt Nam sẽ duy trì mức tăng trưởng 6%/năm đạt gần 1.5 triệu tấn PVC đến năm 2030 và gần 1.8 triệu tấn đến năm 2035.

Kỳ vọng hoàn thiện chuỗi giá trị với đại dự án nhôm boxit tại Đắk Nông

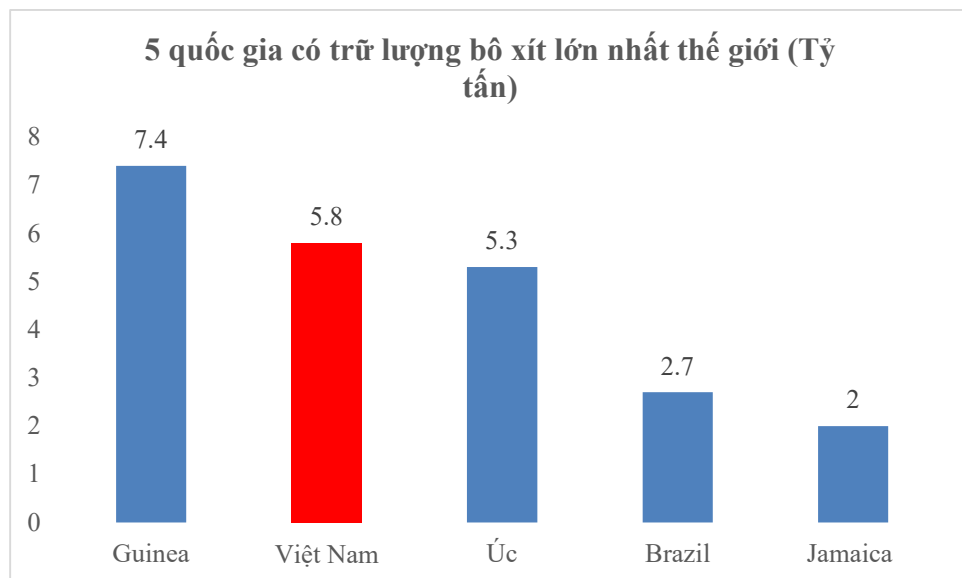
Chuỗi giá trị nhôm thượng nguồn



Theo báo cáo Mineral Commodity Summaries (MCS) 2023 của Cục Khảo sát địa chất Mỹ (USGS), hiện tại tổng trữ lượng quặng bô xít thế giới được ghi nhận là 31 tỷ tấn, trong đó Việt Nam có trữ lượng lớn thứ hai với 5.8 tỷ tấn.

Hiện nay, Đắk Nông là tỉnh có trữ lượng bô xít lớn nhất nước ta, chiếm khoảng 70% tổng trữ lượng cả nước (trữ lượng thăm dò ước tính 2.6 tỷ tấn). Đây cũng là tỉnh có trữ lượng quặng bô xít lớn nhất Đông Nam Á. Bô xít là một loại quặng nhôm, từ bô xít có thể tách ra alumin – nguyên liệu chính để luyện nhôm trong các lò điện phân. Do đó, bô xít được xem là nguồn tài nguyên lớn và là cơ sở để ngành công nghiệp nhôm phát triển lâu dài. Để sản xuất 1 tấn nhôm ước tính cần 10-12 tấn quặng bô xít nguyên khai. Tại Việt Nam, bô xít được khai thác từ các mỏ lộ thiên không sâu, có chi phí khai thác tương đối thấp chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 25%. Hiện tại Đức Giang vẫn đang trong quá trình xin giấy phép thực hiện dự án. Tổng vốn đầu tư dự án ước tính khoảng 57,000 tỷ đồng, dự kiến quy mô khai thác khoảng 14.4 triệu tấn quặng bô

xít/năm, xây dựng 03 nhà máy tuyển quặng với công suất 5.8 triệu tấn quặng tinh/năm.

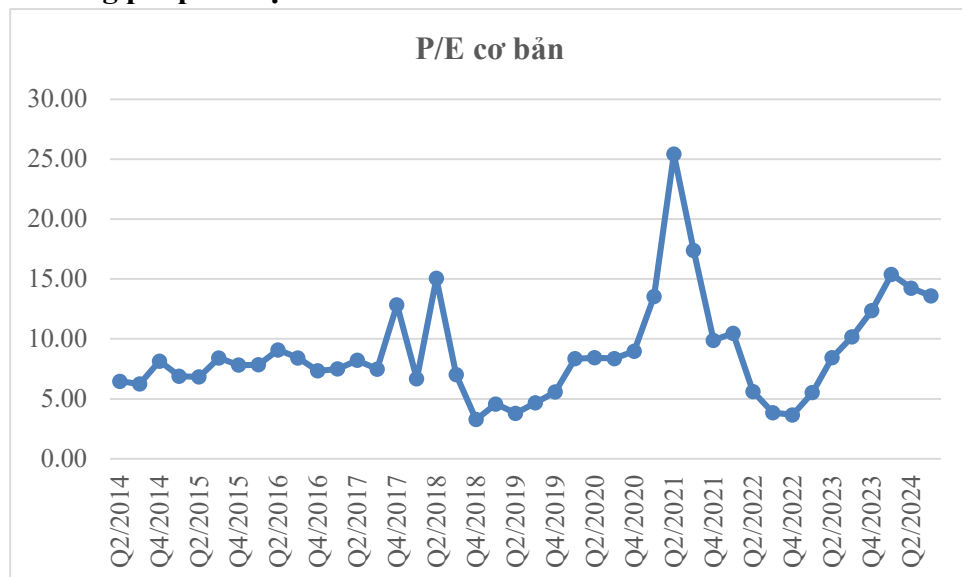


Nguồn: Mineral Commodity Summaries, CSI tổng hợp

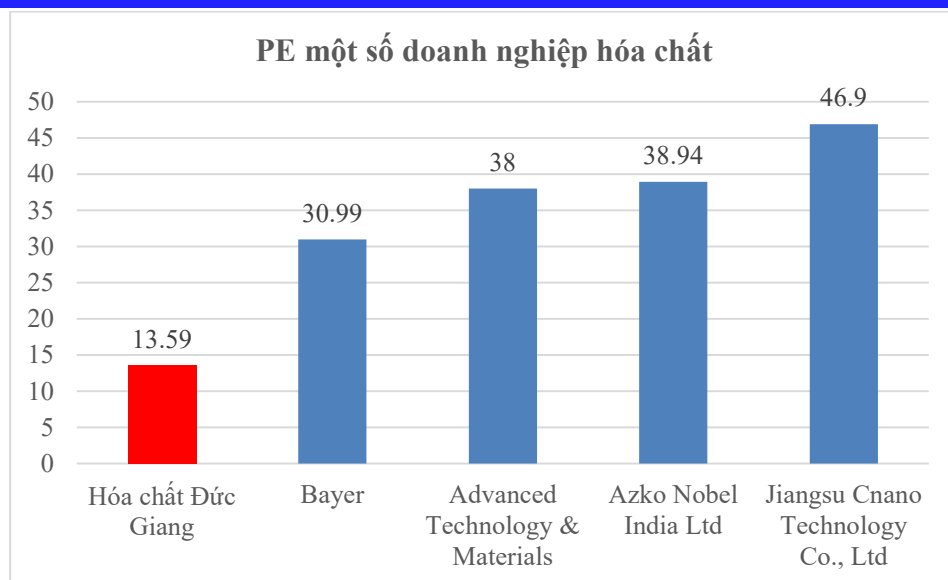
Định giá

Để định giá hợp lý và khách quan giá trị cổ phiếu của DGC, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp so sánh là FCFF và P/E với tỷ lệ lần lượt là 50% và 50%. Theo đó, chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu DGC vào thời điểm cuối năm 2025 ở mức 137,000 tương đương upside 29.2%.

Phương pháp P/E lịch sử



Nhìn vào lịch sử P/E của DGC chúng ta có thể thấy tính chu kỳ tương đối lớn, kỳ vọng nhà đầu tư luôn theo diễn biến của giá Phốt pho vàng vốn biến động tương đối lớn. Dựa trên những dự báo về sản lượng, nhu cầu và giá thành của phốt pho vàng chúng tôi đưa ra mức P/E mục tiêu của DGC trong năm 2024 là 14 lần. Mức PE 14 lần là khá thận trọng nếu so với mức P/E trung bình của 4 doanh nghiệp hóa chất chúng tôi so sánh có sự tương đồng về khu vực và vốn hóa thị trường đang giao dịch ở mức 30 lần.



Phương pháp FCFF

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF với dòng tiền chiết khấu trong 5 năm với các giả định sau:

Risk Free Rate	2.5%
Rm-Rf (Risk premium for use in the CAPM)	97.79%
Country Default Spread	2.83%
Beta	0.87
Ke	13.98%
Kd	5.01%
E/(D+E)	97%
D/(D+E)	3%
WACC	13.88%
Growth	3%

Trong phần dự phóng chúng tôi đã tính đến hợp nhất nhà máy photpho 6 và đưa vào dự phóng dự án Đức Giang Nghi Sơn. Đối với dự án nhôm boxit tại Đắk Nông chúng tôi chưa đưa vào dự phóng do Đức Giang chưa trúng thầu dự án. Giả định chúng tôi bao gồm: Sản lượng P4 năm 2025 tăng trưởng 10% (tương đương 70% công suất) và mức giá tăng 10% so với năm 2024 đến từ tăng trưởng xuất khẩu P4 với nhu cầu càng cao và tồn kho chạm đáy của ngành công nghiệp bán dẫn. Các năm sau đó chúng tôi dự phóng sản lượng tăng bình quân 7%/năm dựa trên tăng trưởng bình quân gia quyền tăng trưởng ngành phân bón và chất bán dẫn cùng với mức giá tăng bình quân 5%/năm. Nhà máy Đức Giang Nghi Sơn bắt đầu đóng góp khoảng 2,000 tỷ đồng từ năm 2026 và chạy full công suất vào năm 2028. Dự án còn đóng góp khoảng 1,000 tỷ doanh thu mỗi năm kể từ năm 2025. Biên lợi nhuận gộp cả tập đoàn chúng tôi kỳ vọng đạt khoảng 35% trong giai đoạn trên.

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh số thuần	10,500,000	12,886,101	15,570,922	19,843,975	22,908,010
Giá vốn hàng bán	(6,772,500)	(8,118,244)	(9,965,390)	(12,898,584)	(14,890,207)
Chi phí bán hàng	(556,500)	(682,963)	(825,259)	(1,051,731)	(1,214,125)

Chi phí quản lý doanh nghiệp	(168,000)	(206,178)	(249,135)	(317,504)	(366,528)
Thu nhập tài chính	600,000	624,000	811,200	928,013	965,133
Chi phí tài chính	(90,000)	(213,600)	(279,442)	(241,857)	(157,931)
Lợi nhuận ròng	3,276,855	4,043,882	4,773,759	5,905,228	6,831,226
Số lượng cổ phiếu lưu hành	379,778,413	379,778,413	417,756,254	417,756,254	417,756,254
EPS	8,283	9,735	10,970	13,570	15,698

Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	2025F	2028F
FCFF	50%	138,000	166,000
PE	50%	136,000	219,000

Giá mục tiêu cho năm 2025: 137,000 tương đương upside 37% từ vùng giá khuyến nghị

Giá mục tiêu cho năm 2028: 193,000 tương đương upside 93% từ vùng giá khuyến nghị

Vùng giá khuyến nghị giải ngân: 95,000-100,000đ

Phụ lục

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023
1. Hiệu quả hoạt động					
Hệ số vòng quay tài sản	1.08	1.18	1.33	1.32	0.67
Hệ số vòng quay vốn CSH	1.54	1.66	1.84	1.68	0.85
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	7.98	9.47	13.83	25.24	15.83
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	45.73	38.54	26.38	14.46	23.06
Hệ số vòng quay HTK	5.09	6.32	6.11	6.45	6.78
Thời gian trung bình xử lý HTK	71.71	57.75	59.71	56.61	53.80
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	24.30	35.58	15.52	15.24	24.39
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	15.02	10.26	23.51	23.94	14.97
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	102.42	86.03	62.58	47.12	61.89
2. Chỉ số thanh toán					
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.10	0.16	0.06	0.60	0.30
Hệ số thanh toán nhanh	0.60	0.63	0.41	0.95	0.63
Hệ số thanh toán hiện thời	1.78	1.90	2.74	4.27	3.57
3. Sức khỏe tài chính					
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.16	0.20	0.10	0.03	0.09
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.21	0.28	0.13	0.04	0.11
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.16	0.20	0.10	0.03	0.09
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.21	0.28	0.13	0.04	0.11
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.27	0.31	0.26	0.19	0.23
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	0.37	0.44	0.35	0.24	0.29
Tỷ lệ đòn bẩy	1.37	1.44	1.35	1.24	1.29
EBIT/ Lãi vay	20.94	49.77	186.04	340.84	90.34
EBITDA/ Lãi vay	30.06	63.28	206.43	357.06	101.48
4. Khả năng sinh lợi					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.77%	23.72%	33.32%	46.73%	35.44%
Tỷ suất EBITDA	16.69%	20.11%	29.53%	43.50%	32.93%
Tỷ suất EBIT	11.63%	15.82%	26.62%	41.53%	29.31%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.77%	16.06%	27.61%	44.14%	35.87%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.23%	15.20%	26.32%	41.80%	33.34%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	21.30%	27.91%	44.21%	61.58%	23.91%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	17.98%	23.67%	39.18%	57.32%	22.22%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	12.52%	18.62%	35.31%	54.71%	19.78%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	13.27%	19.27%	36.83%	58.32%	24.42%
ROA	11.99%	17.11%	33.18%	50.76%	21.52%
ROE	17.80%	26.21%	47.82%	73.05%	29.49%
ROIC	0.67%	1.17%	1.98%	3.79%	1.83%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	4.59%	5.32%	4.68%	5.31%	7.05%
5. Chỉ số dòng tiền					
Dòng tiền hoạt động/ Tổng nợ	0.67	0.59	1.20	2.31	0.52
Dòng tiền / doanh thu	-0.03	-0.01	-0.01	0.02	0.15

Dòng tiền tự do / thu nhập hoạt động	-0.23	-0.08	-0.03	0.04	0.53
Dòng tiền tự do trên tài sản	-0.03	-0.02	-0.01	0.02	0.10
Dòng tiền tự do trên VCSH	-0.04	-0.02	-0.02	0.03	0.13
Dòng tiền tự do/ CAPEX	-1.21	-0.33	-0.35	1.69	5.95
6. Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	-16.41%	22.51%	53.14%	51.24%	-32.51%
Tăng trưởng lãi gộp	-26.12%	46.97%	115.14%	112.12%	-48.82%
Tăng trưởng EBITDA YoY	-26.23%	47.66%	124.86%	122.78%	-48.91%
Tăng trưởng EBIT YoY	-36.97%	66.68%	157.66%	135.97%	-52.36%
Tăng trưởng LN trước thuế	-33.92%	67.15%	163.36%	141.77%	-45.15%
Tăng trưởng phải thu YoY	-20.07%	32.42%	-15.99%	-18.45%	39.61%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	1.46%	-13.75%	98.87%	-27.87%	-14.48%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	-35.12%	56.29%	-26.73%	-44.46%	183.99%
Tăng trưởng Vay dài hạn					
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	-2.06%	18.84%	30.00%	17.46%	-20.61%
Tăng trưởng tài sản YoY	-0.17%	24.45%	45.00%	57.33%	15.56%
Tăng trưởng VCSH YoY	20.00%	15.00%	15.00%	121.99%	0.00%
Tăng trưởng CFO YoY	50.10%	26.71%	144.14%	126.63%	-69.49%
7. Chỉ số định giá					
Vốn hóa (Tỷ VND)	6,817.46	19,220.69	9,734.48	34,749.80	37,484.22
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	7,424.95	20,087.34	10,707.77	34,064.40	38,155.59
BVPS	25,695.09	26,289.39	35,519.33	27,519.16	30,531.18
Doanh số/ Cổ phiếu	39,351.24	41,921.14	55,823.91	38,032.91	25,667.39
EPS cơ bản	4,136.28	5,764.73	13,202.57	14,653.26	8,185.68
EPS pha loãng	4,380.52	6,094.60	13,202.57	14,653.26	8,185.68
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	5,261.20	14,567.43	-517.05	682.29	3,970.26
P/B	2.05	4.91	1.60	3.32	3.23
P/E cơ bản	12.74	22.41	4.31	6.24	12.06
P/E pha loãng	12.03	21.20	4.31	6.24	12.06
P/S	1.34	3.08	1.02	2.41	3.85
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	1.46	3.22	1.12	2.36	3.91
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	8.74	16.01	3.80	5.42	11.89
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	12.54	20.36	4.21	5.68	13.35
Tỷ suất cổ tức	2.85%	1.16%	1.76%		3.04%

Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

2. HPG

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát
(HPG – HSX)

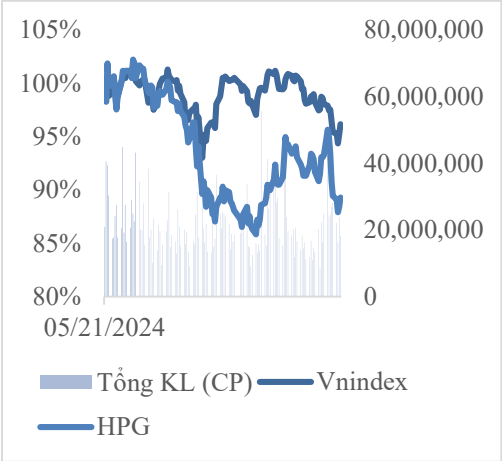
ÔNG VUA NGÀNH THÉP



Ngày thực hiện: 21/11/2024

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	25,850
Giá mục tiêu	52,500
Upside	103%
Thời gian nắm giữ	4 năm
Cổ tức	30%
Tỷ suất cổ tức	11.6%

Biến động giá HPG & VnIndex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	6,396,250,200
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	165,343.07
Khoảng giá 52 tuần	23.5 - 29.6
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VNĐ)	517.12
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	21.88%

Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023
EPS	7,477	1,459	1,117
BVPS	20,26	16,51	17,67
PE	1	1	4
ROE%	2.67	19.19	23.14
ROA%	46.1%	9.1%	6.9%
Tổng nợ/TTS	22.3%	4.9%	3.8%
	0.49	0.44	0.45

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VNĐ)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu bán hàng	149,680	141,409	118,953	135,234
Tăng trưởng doanh thu thuần	66.1%	-5.5%	-15.9%	13.7%
Lợi nhuận gộp	41,108	16,763	12,939	18,313
Biên lợi nhuận gộp	27.5%	11.9%	10.9%	13.5%
Lợi nhuận sau thuế	34,521	8,444	6,800	12,407
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	155.6%	-75.5%	-19.5%	82.4%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Nhà máy Dung Quất 2 đưa vào vận hành từ năm 2025: Sản lượng sản xuất thép tăng 60% tương ứng 5.6 triệu tấn HRC sẽ được triển khai qua 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 dự kiến vận hành ngay trong Q1/2025 và tăng dần công suất lên 2.8 triệu tấn (tăng 31% công suất). Giai đoạn 2 dự kiến vận hành trong Q3/2026 đưa tổng công suất lên 14.5 triệu tấn. Tiến tới, sản xuất các sản phẩm thép chất lượng cao mà ít các doanh nghiệp khác có thể làm được.

Tăng khả năng cạnh tranh nhờ biện pháp phòng hộ thương mại. Ngày 19/3/2024 Tập đoàn Hòa Phát và Formosa đã nộp hồ sơ yêu cầu điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Dự kiến sẽ được điều và đưa ra kết quả vào năm 2025, cũng đúng lúc giai đoạn 1 của nhà máy Dung Quất 2 hoàn thành, có lợi cho HPG trên thị trường nội địa.

Khả năng kiểm soát chi phí rất tốt, không có công ty cùng ngành nào trong nước làm tốt hơn HPG và hoàn toàn tự tin cạnh tranh với các công ty thép trên thế giới. Một trong những lợi thế giúp công ty tiết kiệm được chi phí nhờ vị trí nhà máy Dung Quất nằm ở giữa miền Trung, sát ven biển. Đây là vị trí rất đặc địa giúp công ty thuận lợi trong việc vận chuyển nguyên vật liệu cũng như vận chuyển thành phẩm đi tiêu thụ. Hơn thế nữa, tại Việt Nam khó có thể kiếm được vị trí thuận lợi hơn. Tại đây, Hòa Phát đã xây dựng Cảng Hòa Phát Dung Quất có khả năng đón tải 200 nghìn tấn. Nhờ có cảng nước sâu, mỗi tấn nguyên nhiên liệu giúp công ty giảm được 3-5USD/Tấn. Theo quy đổi để có 1 tấn thép cần 1.51 tấn Quặng sắt. Sản lượng thép Dung Quất tạo ra 11.2 triệu tấn thép sẽ cần 16.9 triệu tấn Quặng sắt. Như vậy riêng Quặng sắt giúp công ty sẽ tiết kiệm được gần 1.7 nghìn tỷ.

Rủi ro đầu tư:

- Biện pháp phòng hộ thương mại không được đưa ra khiến công ty chịu áp lực cạnh tranh gay gắt sản phẩm HRC của Trung Quốc
- Nhà máy mới vào hoạt động kéo theo chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng lên làm giảm lợi nhuận trong giai đoạn đầu. Bên cạnh chi phí lãi vay, công ty còn chịu áp lực từ biến động tỷ giá
- Bất động sản hồi phục chậm, các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng chậm triển khai kéo theo nhu cầu không như kỳ vọng
- Biến động giá thép và nguyên vật liệu đầu vào theo từng chu kỳ tác động trực tiếp tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu của CTCP Tập đoàn Hòa Phát với giá mục tiêu 52,500VNĐ/cp.



024 3926 0099



0886998288



online@vncsi.com.vn

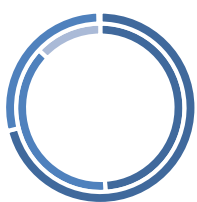


Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội



HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Tỷ lệ sản lượng được sản xuất bằng các công nghệ

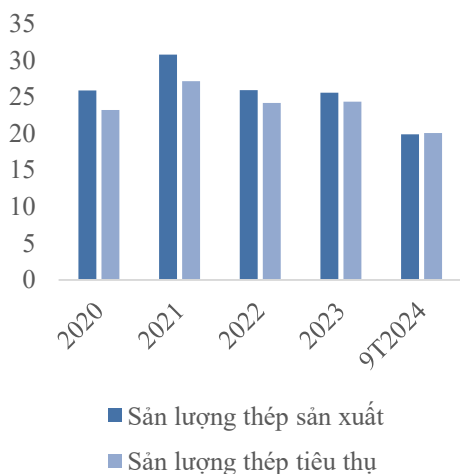


- BOF
- EAF
- IF

Vòng trong: Việt Nam
Vòng ngoài: Thế giới

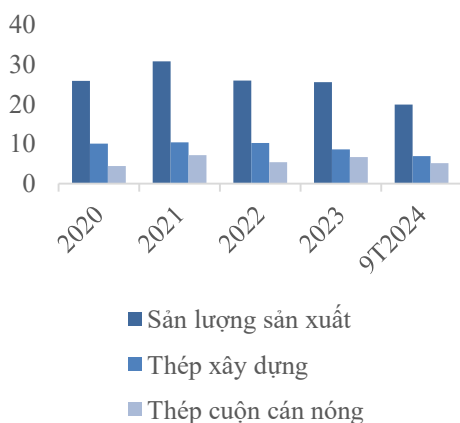
Nguồn: WorldSteel, CSI research

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ



Nguồn: FiinX, CSI research

Tiêu thụ thép xây dựng và HRC

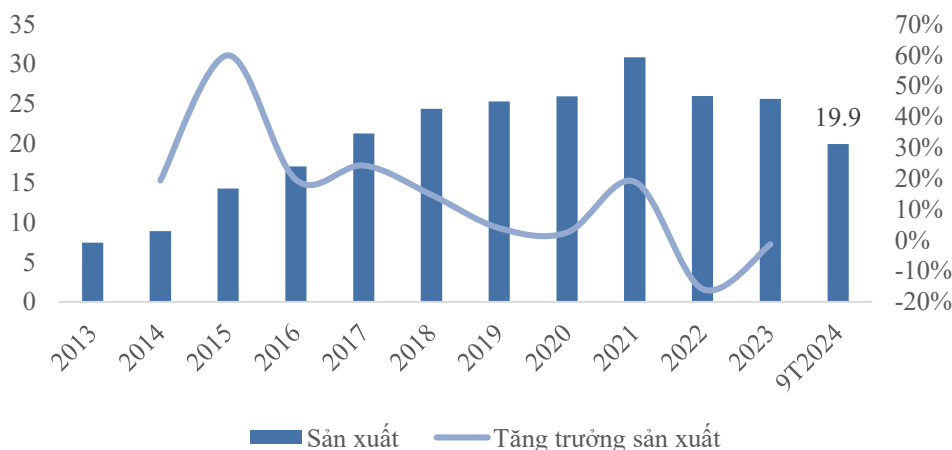


Nguồn: FiinX, CSI research

NGÀNH THÉP VIỆT NAM ĐANG Ở ĐÂU SO VỚI THẾ GIỚI

Sản lượng sản xuất Việt Nam tại 2023 đạt 25.6 triệu tấn (-1% yoy), 9 tháng đầu năm 2024 sản lượng đạt 19.9 triệu tấn. Trong 10 năm qua ngành thép trong giai đoạn tăng trưởng rất nhanh, tỷ lệ tăng trưởng kép đạt 13.1% phù hợp với tốc độ tăng trưởng kinh tế của nước đang phát triển như Việt Nam. Công nghệ sản xuất thép chủ yếu sử dụng công nghệ luyện thép bằng lò thổi oxy BOF (chiếm khoảng 49% sản lượng sản xuất) con số này dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên khi doanh nghiệp lớn HPG đưa nhà máy Dung Quất 2 vào hoạt động. Sản lượng còn lại được sản xuất bằng công nghệ Lò điện hồ quang (EAF) và Lò cảm ứng (IF) lần lượt 38% và 13% sản lượng. Trong 10 năm qua đã chứng kiến sự tăng trưởng vượt trội của ngành, từ một nước nhập siêu nay đã dần tự chủ được sản xuất đủ cho nhu cầu tiêu thụ trong nước. Đặc biệt đã có khả năng đáp ứng được nhu cầu về sản phẩm yêu cầu chất lượng cao như HRC, tiến tới là sản xuất Tôn Silic, thép công nghệ cao cho ngành sản xuất ô tô, đóng tàu, đường ray tàu cao tốc...

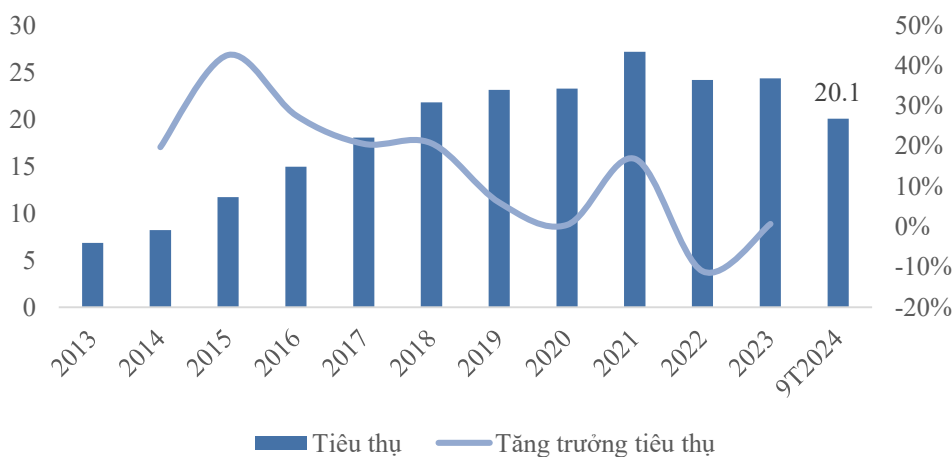
Sản lượng sản xuất ngành thép



Nguồn: FiinX, CSI research

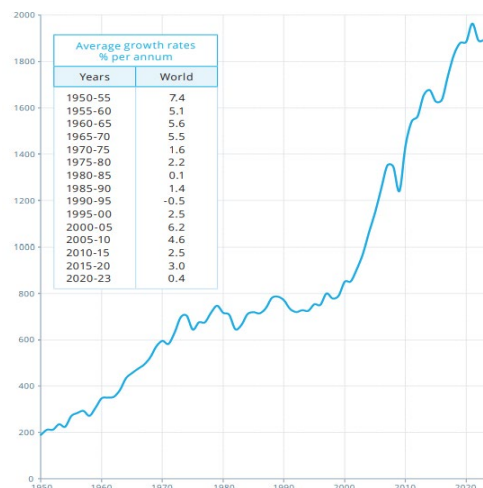
Bên cạnh sản lượng sản xuất, lượng tiêu thụ thép của Việt Nam đạt 24.4 triệu tấn vào năm 2023, tương ứng tăng 1% yoy nhưng đã giảm 10% so với năm 2021. Tỷ lệ tăng trưởng kép giai đoạn 10 năm (2013-2023) đạt 13.5% là mức rất cao so với mức tăng trưởng của thế giới.

Sản lượng tiêu thụ ngành thép



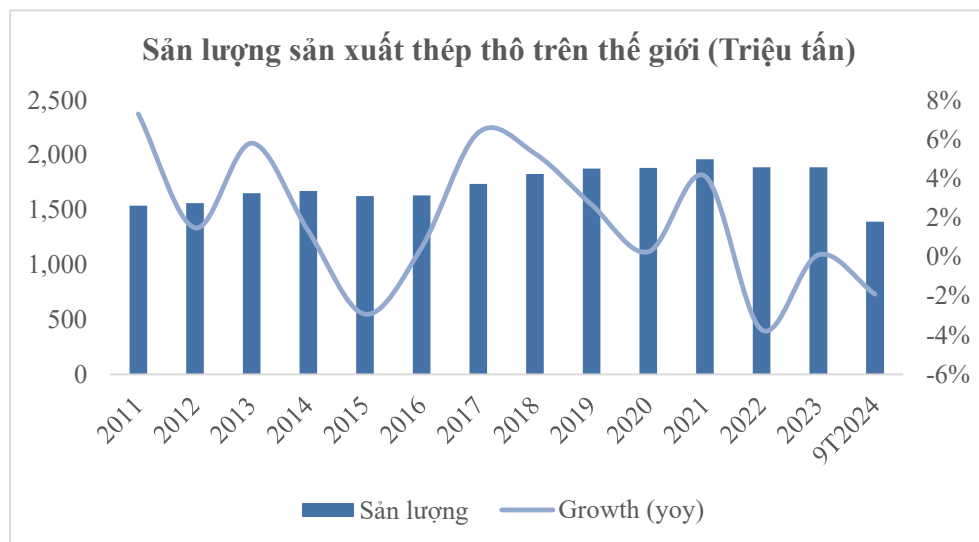
Nguồn: FiinX, CSI research

Sản lượng sản xuất thép Thế giới



Nguồn: WorldSteel, CSI research

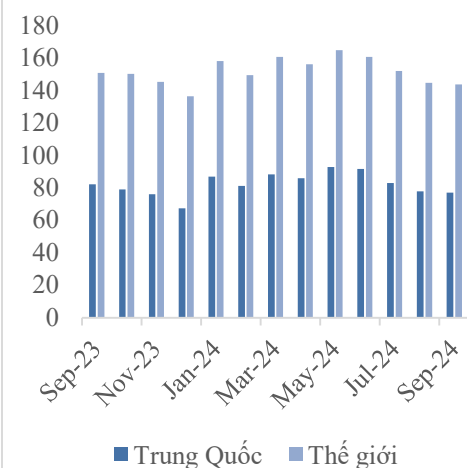
Mức tăng trưởng kép sản lượng sản xuất thép thô của thế giới trong giai đoạn 2010-2023 chỉ đạt 2.1%. Nếu xét bình quân tốc độ tăng trưởng 5 năm (từ năm 1950-2023) đạt 3.17%, đây có thể coi là mức tăng trưởng dài hạn của ngành thép.



Nguồn: WorldSteel, CSI research

Trên bản đồ ngành thép, Trung Quốc là nước đứng đầu cả về sản lượng sản xuất và tiêu thụ. Tỷ trọng sản lượng sản xuất và tiêu thụ của Trung Quốc đều hơn 50% sản lượng của thế giới, đây là mức tỷ trọng rất lớn gần như độc quyền. Do vậy những biến động của ngành thép Trung Quốc đều tác động không nhỏ tới các quốc gia khác. Đặc biệt là Việt Nam, có vị trí địa lý sát Trung Quốc sẽ chịu ảnh hưởng nhanh và mạnh nhất.

Sản lượng thép sản xuất của Trung Quốc và thế giới



Nguồn: WorldSteel, CSI research

Top công ty sản xuất thép lớn nhất năm 2023

Công ty	Sản lượng
China Baowu Group	130.77
ArcelorMittal	68.52
Ansteel Group	55.89
Nippon Steel Corporation	43.66
HBIS Group	41.34
Shagang Group	40.54
POSCO Holdings	38.44
Jianlong Group	36.99
Shougang Group	33.58
Tata Steel Group	29.5

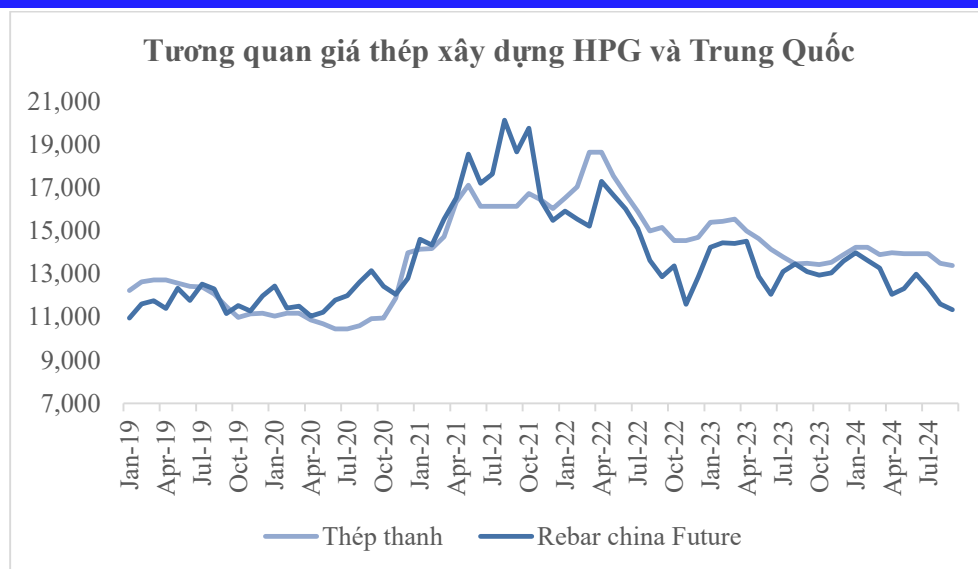
Nguồn: WorldSteel, CSI research

Top quốc gia sản xuất thép lớn nhất

Quốc gia	2022	2023	Tỷ trọng
Trung Quốc	1,019.1	1,019.1	53.9%
Ấn Độ	125.4	140.8	7.4%
Nhật Bản	89.2	87.0	4.6%
Mỹ	80.5	81.4	4.3%
Nga	71.7	76.0	4.0%
Hàn Quốc	65.8	66.7	3.5%
Đức	36.9	35.4	1.9%
Thổ Nhĩ Kỳ	35.1	33.7	1.8%
Brazil	34.1	31.8	1.7%
Iran	30.6	31.0	1.6%
Ý	20.0	21.1	1.1%
Việt Nam	20.0	19.2	1.0%
Other	261.6	248.8	13.2%

Nguồn: WorldSteel, CSI research

Nếu nhìn vào Top 10 công ty có sản lượng sản xuất lớn nhất thế giới thì đến 6 công ty là của Trung Quốc. Do có tác động lớn từ Trung Quốc nên giá thép VN khá tương đồng so với giá thép của nước này.



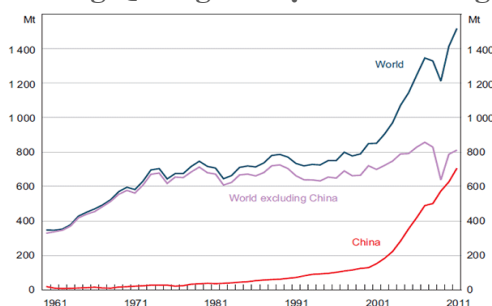
Nguồn: HPG, Investing, CSI research

ĐIỀU GÌ KHIẾN NGÀNH THÉP HẤP DẪN TRONG 5 - 10 NĂM TỚI?

Nhìn lại quá trình phát triển của ngành thép trong gần 5 thập kỷ vừa qua tại các Quốc gia lớn như Trung Quốc và Nhật Bản cho thấy tốc độ tăng trưởng ngành thép cao nhất đúng vào giai đoạn dân số vàng của các quốc gia này.

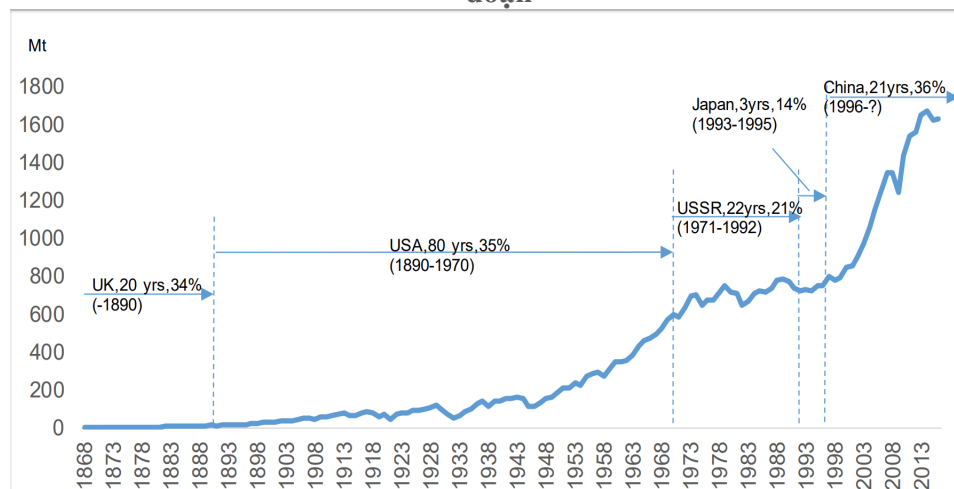
- Giai đoạn dân số vàng của Nhật Bản kéo dài từ năm 1965 đến năm 2000, trong giai đoạn đó ngành thép có mức tăng trưởng cao giúp Nhật Bản chiếm 14% thị phần thế giới.
- Giai đoạn dân số vàng của Trung Quốc kéo dài trong khoảng thời gian từ năm 1990 đến nay cũng chứng khiến sự vươn lên mạnh mẽ của ngành thép, chiếm 36% thị phần trên thế giới, Nếu xét giai đoạn năm 2000-2015 tốc độ tăng trưởng ngành thép của Trung Quốc đạt 13%/năm, khá tương đồng so với tốc độ tăng trưởng của Việt Nam ở thời điểm hiện tại. Sau giai đoạn này, ngành thép của Trung Quốc chỉ tăng khoảng 3%/năm.

Tăng trưởng sản lượng thép của Trung Quốc giai đoạn dân số vàng



Nguồn: CEIC, WSA, CSI research

Sản lượng sản xuất thép Thế Giới và Thị phần các nước theo từng giai đoạn



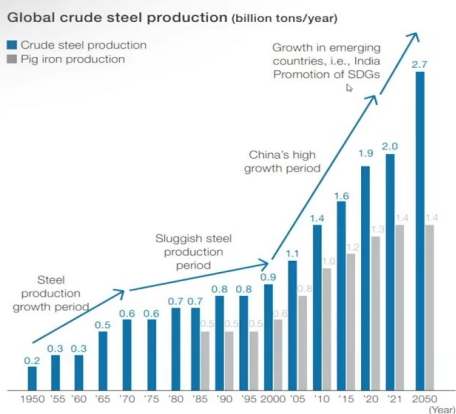
Nguồn: WorldSteel, CSI research

Theo Tổng cục thống kê, giai đoạn dân số vàng của Việt Nam còn kéo dài tới năm 2040 và ít nhất 10 năm tới là giai đoạn phát triển rất mạnh mẽ. Lịch sử

đã diễn ra ở các nước có nhiều đặc điểm giống Việt Nam là những minh chứng rõ ràng nhất cho thấy 10 năm tới là thời điểm vàng của ngành thép. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng chỉ 1 con số là 9%/năm trong 10 năm tới thì sản lượng tiêu thụ ngành thép Việt Nam sẽ lên tới 57.8 triệu tấn/năm (tăng gấp 2.4 lần so với hiện tại).

Cũng theo dự báo của Worldsteel tăng trưởng ngành thép của toàn thế giới từ nay tới 2050 sẽ phụ thuộc vào tăng trưởng của các nước Emerging. Việt Nam là nước Emerging đang có tốc độ tăng trưởng GDP tốt (khoảng 7%/năm), mục tiêu GDP đầu người đến năm 2030 đạt khoảng 7,500 USD. Để đạt mục tiêu to lớn này, ngoài những chính sách hiện có thì phát triển Cơ sở hạ tầng và thu hút vốn FDI vào Việt Nam buộc phải thúc đẩy mạnh hơn. Trong những năm qua cũng chứng kiến tăng trưởng FDI khá ấn tượng. Bên cạnh đó, thu nhập người dân tăng cũng tác động lên sự phát triển của ngành Bất động sản, Ô tô, ... đây đều là những ngành có nhu cầu tiêu thụ thép lớn.

Tăng trưởng ngành thép sẽ phụ thuộc vào các quốc gia đang phát triển (Như Việt Nam)



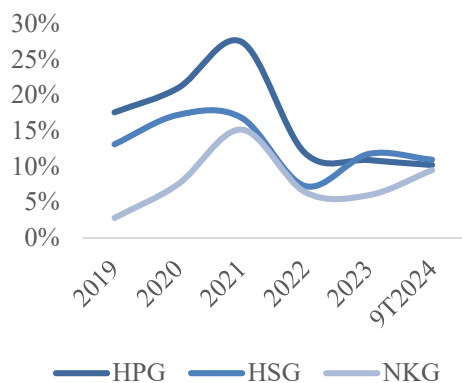
Nguồn: WorldSteel, CSI research

Tuy sản lượng thép xây dựng trong nước đáp ứng tương đối đầy đủ so với nhu cầu nhưng mặt hàng HRC hay thép chất lượng cao còn thiếu. Theo ước tính của Hiệp hội thép Việt Nam, nhu cầu thép HRC thị trường nội địa khoảng 12 triệu tấn nhưng chỉ có 2 doanh nghiệp sản xuất được loại thép này là Formosa và HPG với tổng công suất khoảng 8.5 triệu tấn.

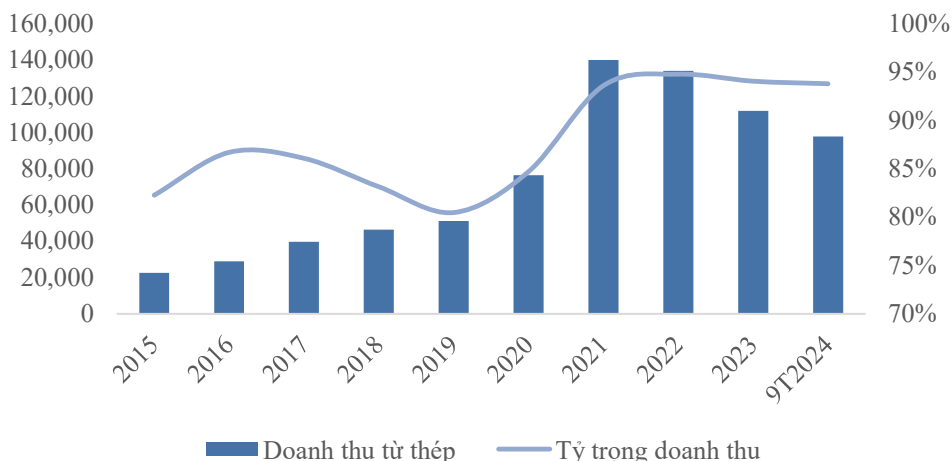
Không chỉ dừng lại ở HRC, ngành thép Việt Nam còn muốn đi xa hơn khi tập trung sản xuất những sản phẩm khó thực hiện, đòi hỏi trình độ kỹ thuật cao, máy móc tân tiến như Tôn silic, thép phục vụ sản xuất cơ khí ngành công nghiệp, sản xuất ô tô, đường ray tàu cao tốc,... Trong dự thảo chiến lược phát triển ngành thép đến năm 2030, Bộ Công Thương ước tính giá trị thị trường các lĩnh vực trên lên tới 310 tỷ USD. Trong đó, giá trị lớn nhất từ cơ khí phục vụ công trình công nghiệp (120 tỷ USD) Ngành ô tô (120 tỷ USD) Giao thông đường sắt, tàu điện ngầm (45 tỷ USD) Do đặc thù khó làm nhưng nếu doanh nghiệp nào làm được sẽ nắm gần như cả thị trường trong tay.

DOANH NGHIỆP CÓ KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỐT NHẤT TRONG NGÀNH THÉP VIỆT NAM 5 NĂM TỚI

Trong các cổ phiếu ngành thép niêm yết trên sàn có trên 10 công ty nhưng đa số đều không có thanh khoản. Chúng tôi chỉ lựa chọn được 3 doanh nghiệp đạt tiêu chí về vốn hóa và thanh khoản là CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG), CTCP Thép Nam Kim (NKG) và CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG). Trong đó, HSG và NKG là những doanh nghiệp làm về tôn mạ, có biên lợi nhuận khá mỏng. Mô hình kinh doanh của những doanh nghiệp này phụ thuộc nhiều vào biến động giá để ăn chênh lệch, vì vậy sẽ rất khó dự phóng trong quá trình đầu tư. Đối với HPG là doanh nghiệp có chuỗi giá trị hoàn chỉnh, sản xuất từ các nguyên vật liệu thô như Quặng Sắt, Than Cốc, ... để luyện thép rồi cho ra sản phẩm cuối cùng là các loại thép thanh, thép dây, HRC,... Với mô hình khép kín giúp HPG có biên lợi nhuận tốt hơn các doanh nghiệp còn lại và mang tính ổn định cao hơn.

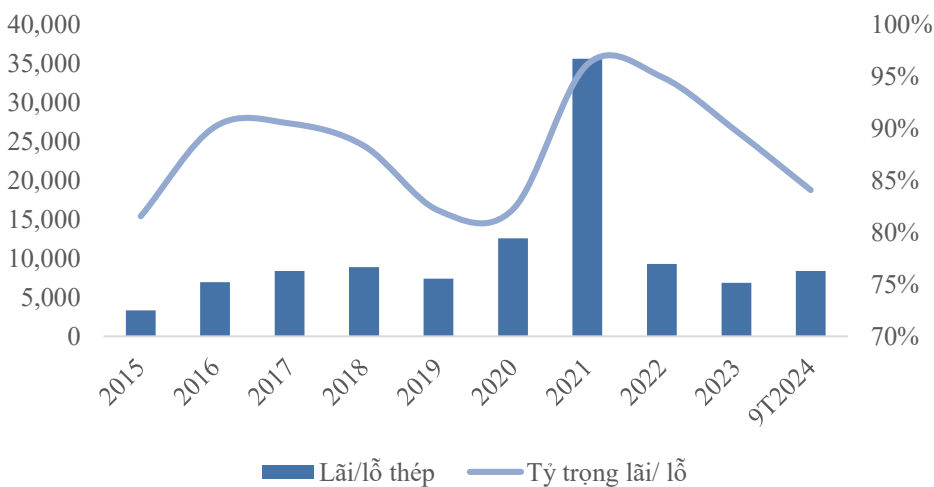
Biên lợi nhuận gộp


Nguồn: FiinX, CSI research

Cơ cấu doanh thu HPG


Nguồn: FiinX, HPG, CSI research

Tập đoàn Hòa Phát là doanh nghiệp sản xuất đa ngành nghề bao gồm: Sản xuất và kinh doanh sắt thép; Sản xuất điện máy gia dụng, nội thất; Nông nghiệp; Bất động sản dân cư và Bất động sản khu công nghiệp. Trong đó, hơn 90% doanh thu và lợi nhuận đều đến từ hoạt động sản xuất và kinh doanh thép nên chúng tôi sẽ tập trung đi sâu vào mảng kinh doanh này.

Cơ cấu lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh Thép


Nguồn: FiinX, HPG, CSI research

Tổng quan CTCP Tập đoàn Hòa Phát

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Hòa Phát được thành lập năm 1995 với hoạt động kinh doanh khởi điểm là buôn bán các loại máy móc xây dựng. Tính đến thời điểm hiện nay, Hòa Phát đã hoạt động theo mô hình tập đoàn và đã lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực Nội thất (1995), Ống thép (1996), Sản xuất thép (2000), Điện lạnh (2001), Bất động sản (2001) và Nông nghiệp (2016).

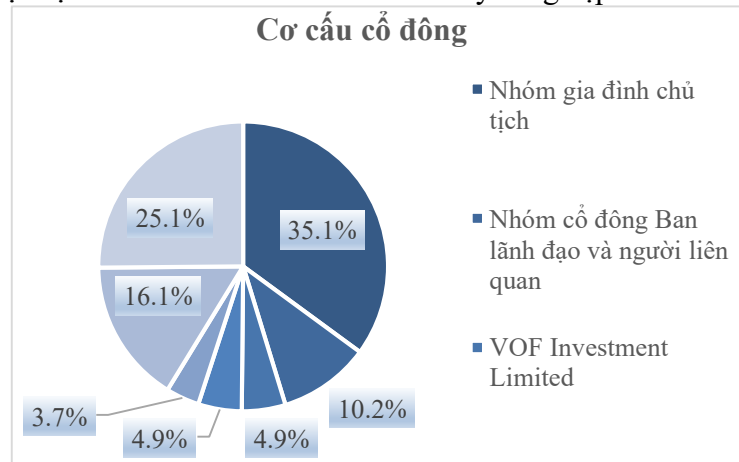
Lịch sử hình thành và phát triển:

- THÁNG 1/2007: Tái cấu trúc theo mô hình Tập đoàn, với Công ty mẹ là Công ty CP Tập đoàn Hòa Phát và các Công ty thành viên.

- NGÀY 15/11/2007: Niêm yết Cổ phiếu mã HPG trên thị trường chứng khoán Việt Nam.
- THÁNG 1/2009: Công ty CP Đầu tư khoáng sản An Thông trở thành Công ty thành viên Hòa Phát.
- THÁNG 12/2009: Khu Liên hợp gang thép Hòa Phát Hải Dương hoàn thành đầu tư giai đoạn 1.
- THÁNG 10/2013: Khu Liên hợp gang thép Hòa Phát hoàn thành đầu tư giai đoạn 2, nâng tổng công suất thép Hòa Phát lên 1,15 triệu tấn/năm.
- THÁNG 3/2015: Ra mắt Công ty TNHH Thức ăn chăn nuôi Hòa Phát Hưng Yên, đánh dấu bước phát triển mới trong lịch sử Tập đoàn khi đầu tư vào lĩnh vực nông nghiệp.
- THÁNG 2/2016: Thành lập Công ty CP Phát triển Nông nghiệp Hòa Phát, quản lý, chi phối hoạt động của tất cả các Công ty trong nhóm nông nghiệp (gồm thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi).
- THÁNG 2/2016: Hoàn thành đầu tư giai đoạn 3 – Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Hải Dương, nâng công suất thép xây dựng Hòa Phát lên hơn 2 triệu tấn/năm.
- THÁNG 4/2016: Thành lập Công ty TNHH Tôn Hòa Phát, triển khai dự án Tôn mạ màu, tôn mạ kẽm, mạ lạnh các loại công suất 400.000 tấn/năm.
- THÁNG 2/2017 Thành lập Công ty CP Thép Hòa Phát Dung Quất, triển khai Khu Liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất tại Tỉnh Quảng Ngãi, quy mô 4 triệu tấn/năm với tổng vốn đầu tư 52.000 tỷ đồng, đánh dấu bước ngoặt phát triển mới của Tập đoàn Hòa Phát.
- NĂM 2019: Hai lò cao đầu tiên của Dự án Hòa Phát Dung Quất chính thức được đưa vào vận hành, đưa tổng công suất thép xây dựng của Hòa Phát lên 4,4 triệu tấn/năm.
- THÁNG 11/2020: Tập đoàn Hòa Phát bắt đầu cung cấp sản phẩm thép cuộn cán nóng thương mại ra thị trường. Sản phẩm giúp tối ưu hệ sinh thái thép Hòa Phát.
- THÁNG 12/2020: Tập đoàn Hòa Phát tái cơ cấu mô hình hoạt động với việc thoái vốn khỏi lĩnh vực nội thất, thành lập các Tổng Công ty phụ trách từng lĩnh vực hoạt động của Tập đoàn.
- THÁNG 1/2021: Lò cao số 4 – Khu liên hợp gang thép Hòa Phát Dung Quất được đưa vào hoạt động, đánh dấu việc hoàn thành toàn bộ dự án, nâng tổng công suất thép thô của Hòa Phát lên 8,5 triệu tấn/năm, lớn nhất khu vực Đông Nam Á.
- NĂM 2021: Tổng Công ty Bất động sản Hòa Phát, Tổng Công ty Điện máy Gia dụng Hòa Phát lần lượt được thành lập, hoàn thành quá trình tái cấu trúc mô hình hoạt động của Tập đoàn theo 05 Tổng Công ty phụ trách từng lĩnh vực: Gang thép – Sản phẩm thép – Nông nghiệp – Bất động sản – Điện máy gia dụng.
- QUÍ 1/2022: Khởi công dự án Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất 2, công suất 5,6 triệu tấn thép cuộn cán nóng/năm, tổng vốn đầu tư dự kiến 85.000 tỷ đồng.
- THÁNG 8/2023: Hòa Phát chính thức cung cấp sản phẩm vỏ container ra thị trường.
- THÁNG 11/2023: Hòa Phát tiếp tục được xếp hạng Top 1 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam năm thứ hai liên tiếp.

2. Cơ cấu cổ đông

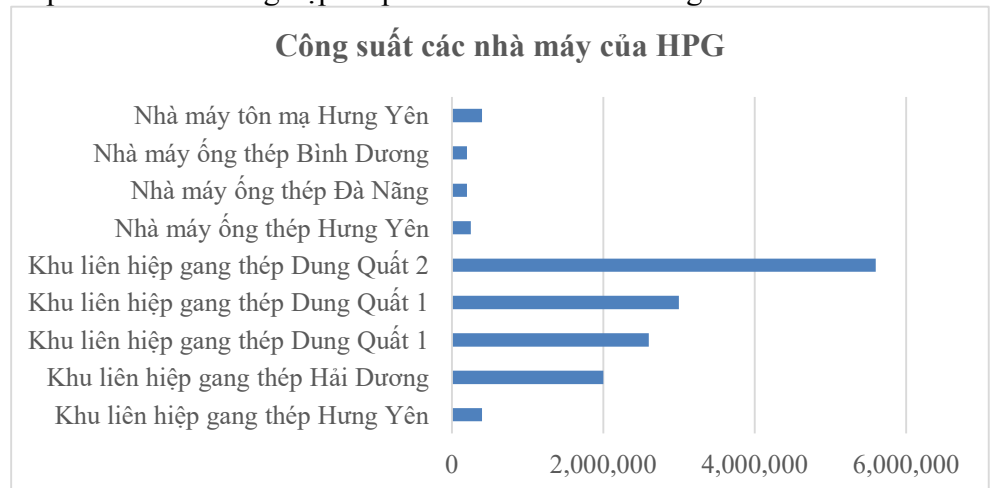
Cơ cấu cổ đông của Hòa Phát phần lớn là Chủ tịch Hòa Phát và gia đình nắm giữ 35.1%, nhóm cổ đông lớn thứ 2 là các quỹ đầu tư đang nắm giữ 29.6% bao gồm cả quỹ trong nước và quỹ nước ngoài. Theo số liệu thống kê của FiinX tại tháng 10/2024 HPG có 49 quỹ đầu tư đang nắm giữ, đứng vị trí thứ 3 cổ phiếu được nhiều quỹ nắm giữ nhất (sau ACB và CTG). Qua đó có thể thấy HPG chiếm được sự ưu ái lớn của các nhà đầu tư chuyên nghiệp.



Nguồn: FiinX, HPG, CSI research

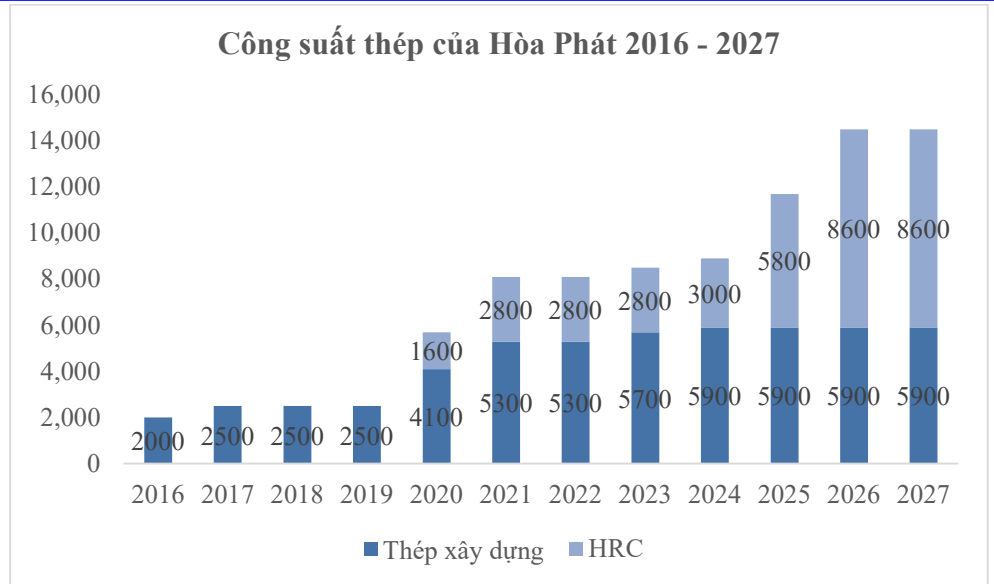
3. Năng lực sản xuất của Tập đoàn Hòa Phát

Về năng lực sản xuất, Hòa Phát có 7 nhà máy với sản lượng thiết kế hơn 9 triệu tấn thép/năm, HPG hiện là doanh nghiệp thép lớn nhất Việt Nam và khu vực Đông Nam Á. Các nhà máy của công ty đặt tại các tỉnh Hải Dương, Hưng Yên, Quảng Ngãi, Bình Dương và Đà Nẵng. Năng lực sản xuất tiếp tục tăng trong 2025 nhờ dự án Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Dự án này giúp công suất tăng 60% tương ứng đạt tổng sản lượng 14.5 triệu tấn, đưa công ty lọt Top 30 các doanh nghiệp thép lớn nhất trên toàn thế giới.



Nguồn: HPG, CSI research

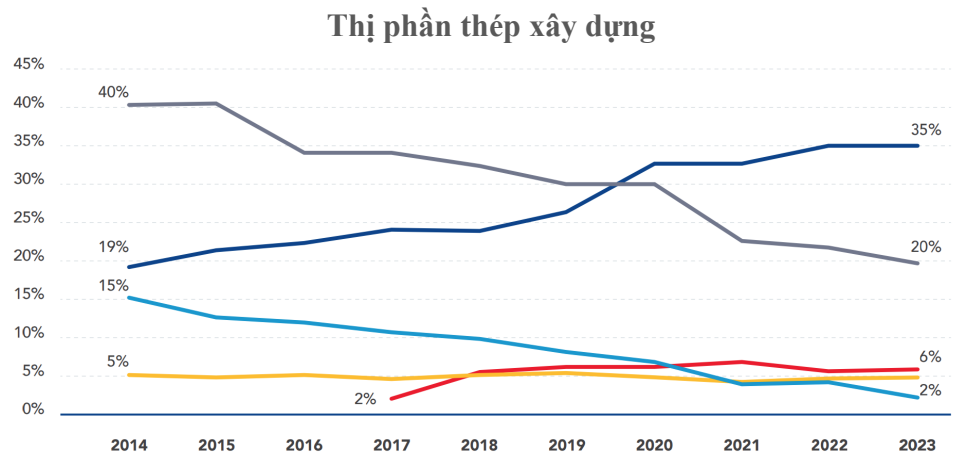
Xét năng lực sản xuất theo chủng loại, thép xây dựng đạt 6 triệu tấn chiếm 66.67% tổng sản lượng. Trong đó, nhà máy Dung Quất 1 đóng góp 3 triệu tấn tương đương 50% sản lượng thép xây dựng của tập đoàn. Sản phẩm thép cuộn cán nóng (HRC) đạt 3 triệu tấn chiếm 33.33% tổng sản lượng, hoàn toàn đến từ nhà máy Dung Quất 1. Trong 5 năm tới, sản lượng HPG tăng ít nhất 60% lên 14.5 triệu tấn, tương ứng tăng 5.6 triệu tấn nhờ nhà máy Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Sản lượng tăng thêm này chủ yếu là sản phẩm HRC cho thấy đây là động lực tăng trưởng chính cho Hòa Phát giai đoạn tới.



Nguồn: HPG, CSI research

4. Thị phần của doanh nghiệp

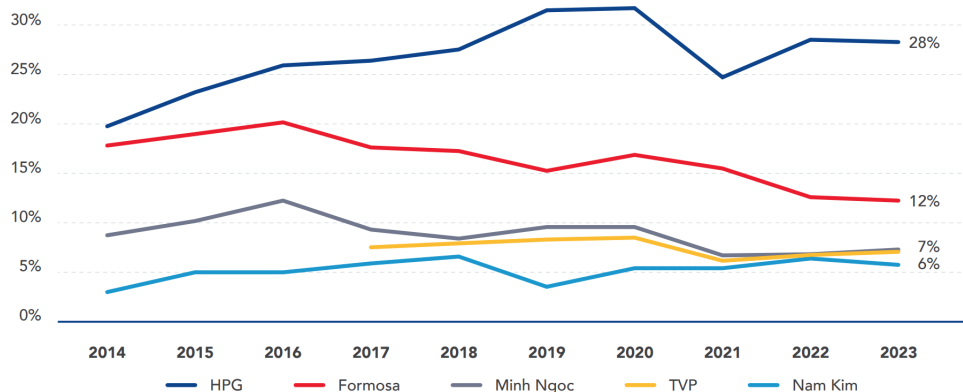
Không có gì ngạc nhiên khi HPG là doanh nghiệp có thị phần thép lớn nhất nước và bỏ xa đối thủ đứng thứ 2 là Formosa. Thị phần thép xây dựng HPG chiếm 35% cả nước. Điều đáng chú ý trong năm 2022, 2023, 2024 toàn ngành thép gặp khó khăn do thị trường Bất động sản đóng băng nhưng thị phần HPG vẫn nhích nhẹ cho thấy khả năng chiếm lĩnh thị phần của công ty cực tốt.



Nguồn: HPG, CSI research

Ống thép và tôn mạ HPG cũng vẫn duy trì vị trí số 1 trong ngành. Năm 2023 thị phần ống thép của HPG đạt 28% cao hơn gấp 2 đối thủ đứng thứ 2 là Formosa. Đối với sản phẩm tôn mạ, sản lượng bán hàng năm 2023 đạt 329.000 tấn, Tôn Hòa Phát tiếp tục giữ vững thị phần, nằm trong Top 5 nhà sản xuất lớn nhất Việt Nam.

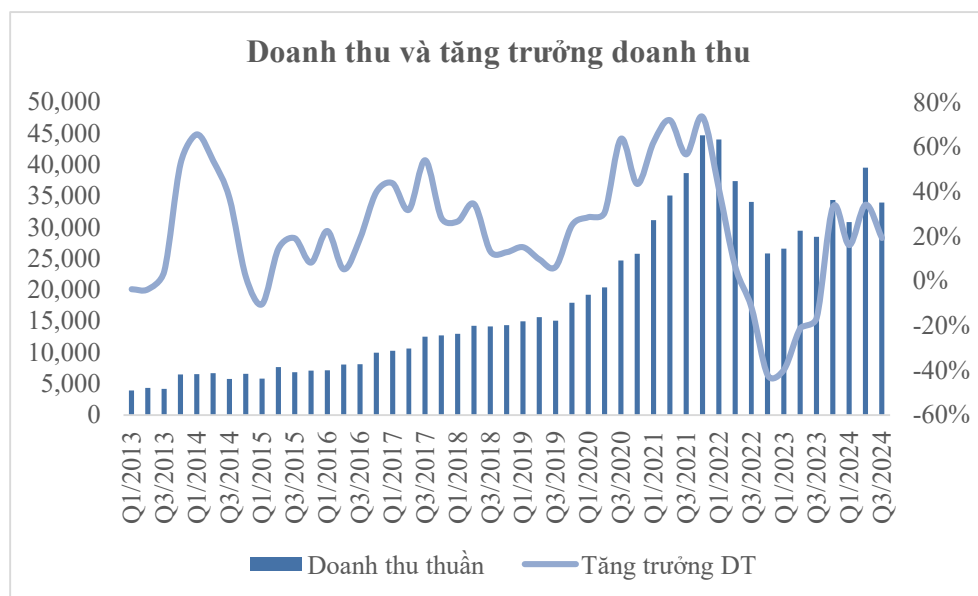
Thị phần ống thép



Nguồn: HPG, CSI research

5. Tình hình tài chính của Hòa Phát

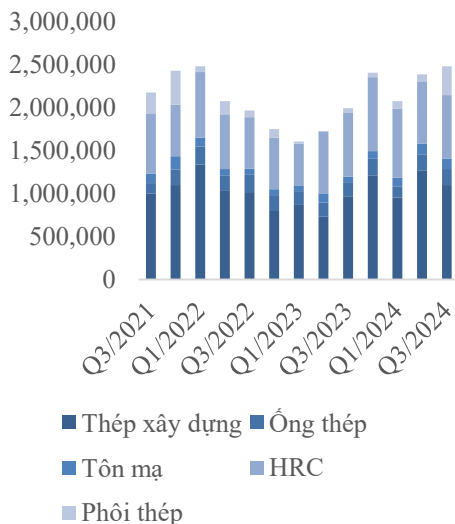
Doanh thu thuần Q3/2024 của Hòa Phát đạt 34 nghìn tỷ (+19% yoy). Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024 ghi nhận hơn 104 nghìn tỷ doanh thu thuần, tương ứng tăng trưởng 23% yoy. Đạt 75% tỷ lệ kế hoạch năm 2024. Doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng các mặt hàng chính như thép xây dựng, phôi thép so với cùng kỳ. 9 tháng đầu năm sản lượng thép xây dựng tiêu thụ hơn 3.33 triệu tấn (+29% yoy); Sản phẩm phôi thép tiêu thụ đạt 505 nghìn tấn (+461%); Sản phẩm HRC tiêu thụ đạt 2.27 triệu tấn (+17% yoy). Thị phần thép xây dựng của HPG tính tới Q3/2024 tiếp tục tăng lên 38%.



Nguồn: Fiin, CSI research

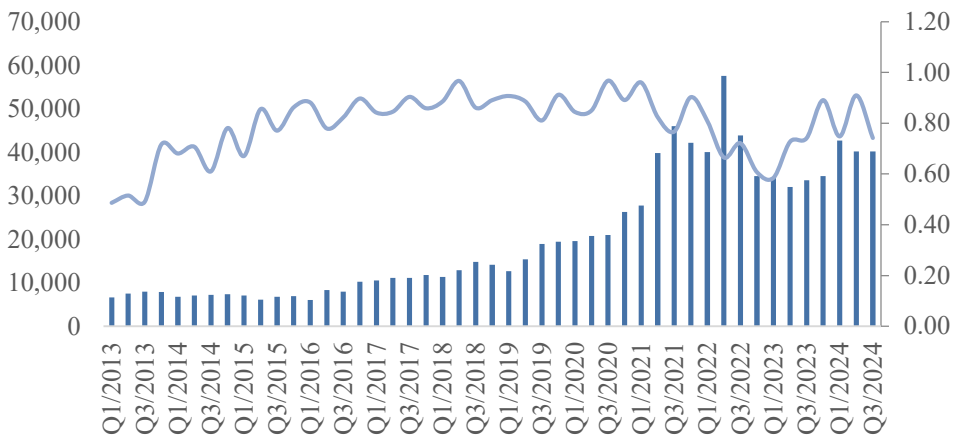
Năm 2023 cũng chứng kiến giá thép ngừng rơi và giữ nguyên xu hướng đó đến năm 2024. Bên cạnh đó nguyên liệu chính để sản xuất thép là Quặng sắt và Than cốc có xu hướng giảm. Giá Quặng sắt tạo đỉnh từ Q1/2022 và giá Than cốc tạo đỉnh vào Q2/2022 sau đó đi xuống và duy trì quanh vùng giá của năm 2019 (trước dịch Covid). Theo dõi hàng tồn kho của HPG nhận thấy, giá trị hàng tồn kho lập đỉnh tại Q2 và Q3/2022 (đây là lượng hàng tồn kho có giá vốn cao) sau đó giảm xuống rất nhanh cho thấy công ty đã nhanh chóng bán hết lượng hàng tồn kho có giá vốn cao trong năm 2023. Tất cả những yếu tố trên đã giúp biên lợi nhuận của Hòa Phát cải thiện từ 3% tại Q3/2022 lên 13% trong Q3/2023 và 14% trong Q3/2024.

Sản lượng thép tiêu thụ



Nguồn: HPG, CSI research

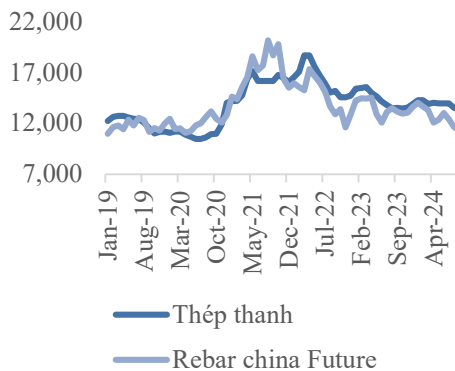
Hàng tồn kho và vòng quay HTK



Nguồn: Fiin, CSI research

Trong Q3/2024 chi phí lãi vay của HPG chỉ còn 525 tỷ so với cùng kỳ (giảm hơn 330 tỷ tương đương 7% lợi nhuận gộp). Kéo dài chuỗi giảm chi phí lãi vay 6 quý liên tiếp, giúp công ty giảm từ 1000 tỷ lãi vay trong Q2/2023 xuống còn hơn 500 tỷ như hiện tại. Nguyên nhân đến từ lãi suất trên thị trường giảm và HPG cũng rất tích cực thanh toán các khoản nợ cũ. Tuy nhiên, trong năm 2025 chi phí lãi vay sẽ khó giảm, thậm chí tăng lên do nhà máy mới đi vào hoạt động. Các khoản lãi vay không được vốn hóa nữa mà hạch toán vào chi phí hàng quý làm tăng chi phí lãi vay của HPG lên trong năm tới. Các chi phí khác như quản lý và bán hàng không có sự thay đổi nhiều chiếm khoảng 3% trên doanh thu. Nhờ đó lợi nhuận sau thuế của HPG đạt 3 nghìn tỷ (+51% yoy), lũy kế 9 tháng đầu năm 2024 lợi nhuận sau thuế đạt 9.2 nghìn tỷ (+140% yoy)

Tương quan giá thép xây dựng HPG và Trung Quốc



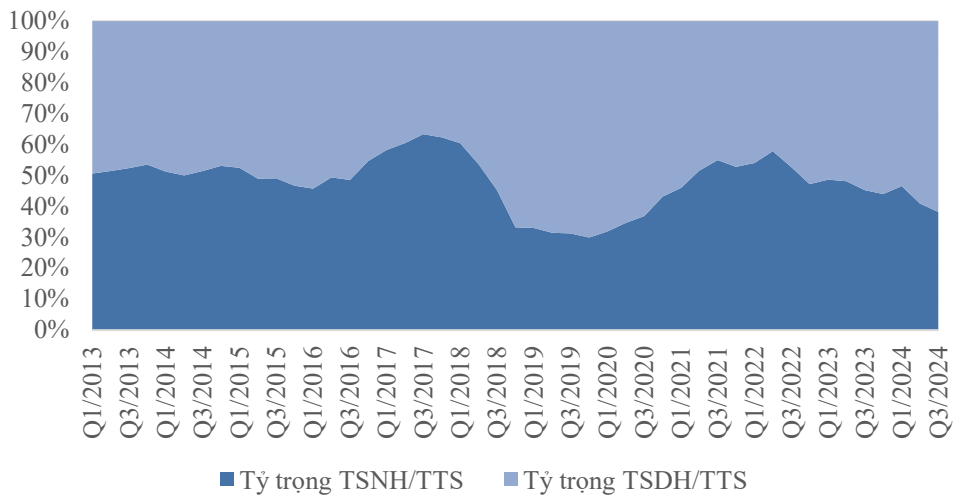
Nguồn: HPG, Investing, CSI research

Quặng sắt



Nguồn: Investing, CSI research

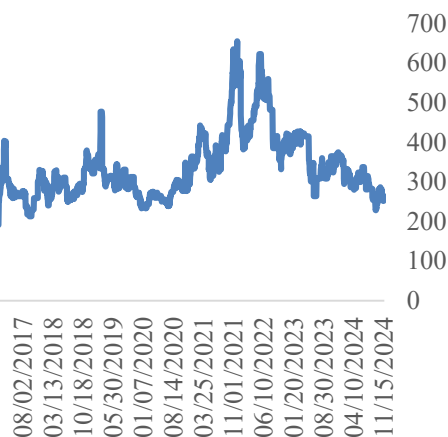
Tỷ trọng tài sản ngắn hạn và dài hạn



Nguồn: Fiin, CSI research

Tại Q3/2024 tổng tài sản của HPG đạt 211.39 nghìn tỷ (+21.8% yoy) tăng mạnh chủ yếu ở tài sản dài hạn do công ty đang xây dựng nhà máy mới. Nhìn lại quá trình 10 năm xây dựng và phát triển, công ty luôn duy trì tỷ lệ cân bằng giữa tài sản dài hạn và ngắn hạn. Trong giai đoạn môi trường kinh doanh thuận lợi, HPG sẽ tích trữ lượng tiền mặt lớn như năm 2017, 2021 khiến tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng mạnh. Đây là nguồn tiền lớn giúp công ty đủ khả

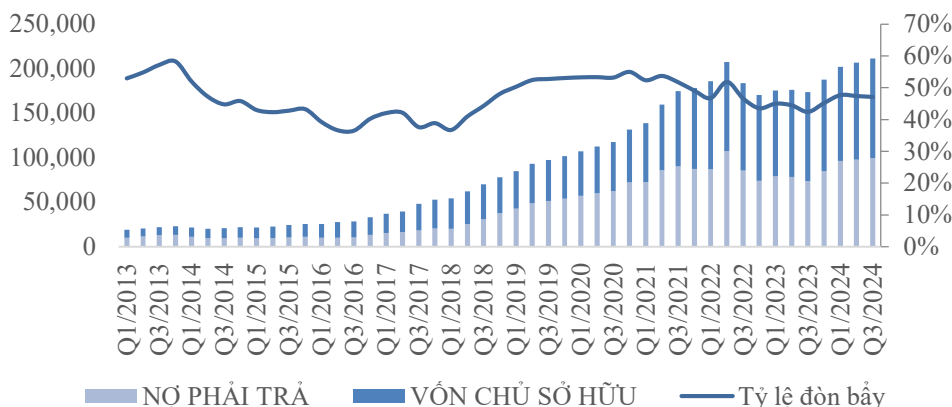
Than Cốc



Nguồn: Investing, CSI research

năng mạnh tay đầu tư, mở rộng công suất khi môi trường kinh doanh chậm lại như năm 2019, năm 2025 nhằm đón con sóng của chu kỳ tiếp theo.

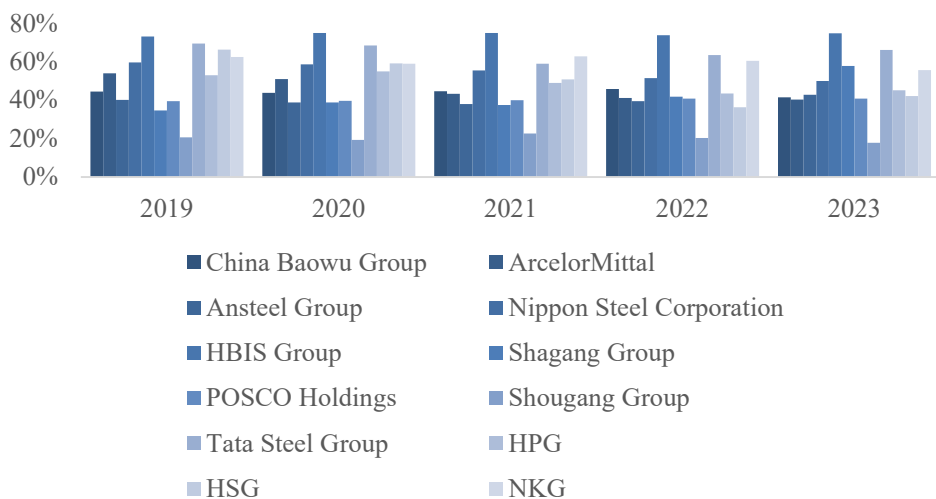
Tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: Fiin, CSI research

Tính cách của ông chủ Hòa Phát là chậm mà chắc nên phong cách ông phân bổ nguồn vốn cũng rất an toàn, chỉ duy trì tỷ lệ tổng nợ/tổng tài sản quanh ngưỡng 50%. So sánh với các công ty lớn nhất ngành thép thế giới, đây là các công ty đã thành công và không có nhu cầu mở rộng lớn họ mới duy trì tỷ lệ đòn bẩy quanh ngưỡng 50%. Còn đối với một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp nặng, cần nhiều vốn để liên tục mở rộng quy mô như HPG thì tỷ lệ đòn bẩy 50% là rất an toàn.

Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy của các doanh nghiệp thép lớn nhất thế giới



Nguồn: Fiin, Investing, CSI research

Điểm sáng của HPG mà chúng tôi đánh giá cao trong 5 năm tới

Để một cổ phiếu tăng giá mạnh yếu tố tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận là không thể thiếu. Chúng tôi đã nhắc đến dự án Dung Quất 2 ở trên, đây chính là động lực tăng trưởng lớn nhất của HPG trong 5 năm tới.

Dự án Dung Quất – Tập đoàn Hòa Phát



Dung Quất 2 là siêu dự án nằm tại Khu kinh tế Dung Quất, huyện Bình Sơn, tỉnh Quảng Ngãi. Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 18/06/2021 với tổng diện tích 280ha, tổng vốn đầu tư khoảng 3 tỷ USD. Được xây dựng từ đầu năm 2022, đến tháng 9/2024 nhà máy Dung Quất 2 hoàn thành 80% tiến độ phân kỳ 1 và 50% phân kỳ 2. Giá trị xây dựng cơ bản dở dang Khu Liên Hiệp Dung Quất (Dung Quất 2) tại ngày 30/9/2024 đạt 52.5 nghìn tỷ, tương đương 75% tổng vốn đầu tư.

Với sản lượng tăng thêm 5.6 triệu tấn HRC sẽ được triển khai qua 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 dự kiến vận hành ngay trong Q1/2025 và tăng dần công suất lên 2.8 triệu tấn (tăng 31% công suất). Giai đoạn 2 dự kiến vận hành trong Q3/2026 đưa tổng công suất lên 14.5 triệu tấn.



Nguồn: HPG, CSI research

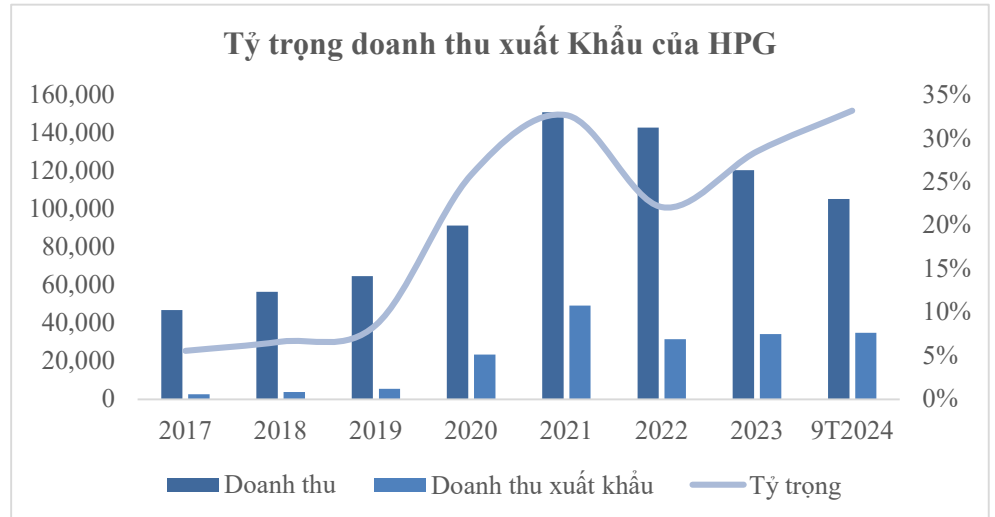
Trong chu kỳ thép gần nhất 2020 - 2022, giá HRC tăng từ 11.000 VND/Kg lên 18.500 VND/Kg rồi giao động quanh mức giá 14.000 VND/Kg. Lấy bình quân giai đoạn trước, giá HRC khoảng 15.000 VND/Kg, với mức giá này doanh thu của Dung Quất 2 đem về cho HPG thêm 84 nghìn tỷ.

Lượng HRC sản xuất ra sẽ được bán hết nhờ:

(1) Nhu cầu tiêu thụ trong nước chưa được đáp ứng hết: Nhu cầu tiêu thụ HRC trong nước khoảng 12 triệu tấn trong khi đó sản lượng của HPG và Formosa chỉ khoảng 11.6 triệu tấn (Bao gồm Dung Quất 2 chạy full công

suất). Ngoài ra Việt Nam là nước đang phát triển, tỷ lệ tăng trưởng chúng tôi ước tính 9%/năm là hoàn toàn khả thi. (Tỷ lệ tăng trưởng kép trong 10 năm qua của Việt Nam khoảng 13%). Có thể thấy nhu cầu HRC vẫn rất lớn.

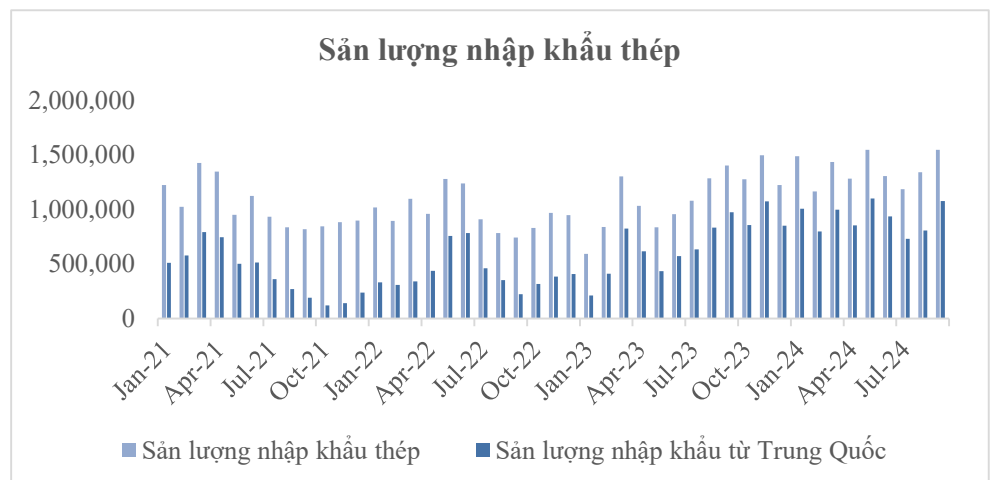
(2) Xuất khẩu sang thị trường nước ngoài: Bắt đầu có sản phẩm HRC, Hòa Phát đã tiến hành khai phá thị trường nước ngoài. Doanh thu xuất khẩu đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu từ năm 2020 đến nay. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu xuất khẩu đạt 35 nghìn tỷ, chiếm 33.2% tổng doanh thu của tập đoàn.



Nguồn: HPG, CSI research

(3) Thuế chống bán phá giá được kỳ vọng áp dụng đúng vào điểm rơi của Dung Quất 2 hoàn thành.

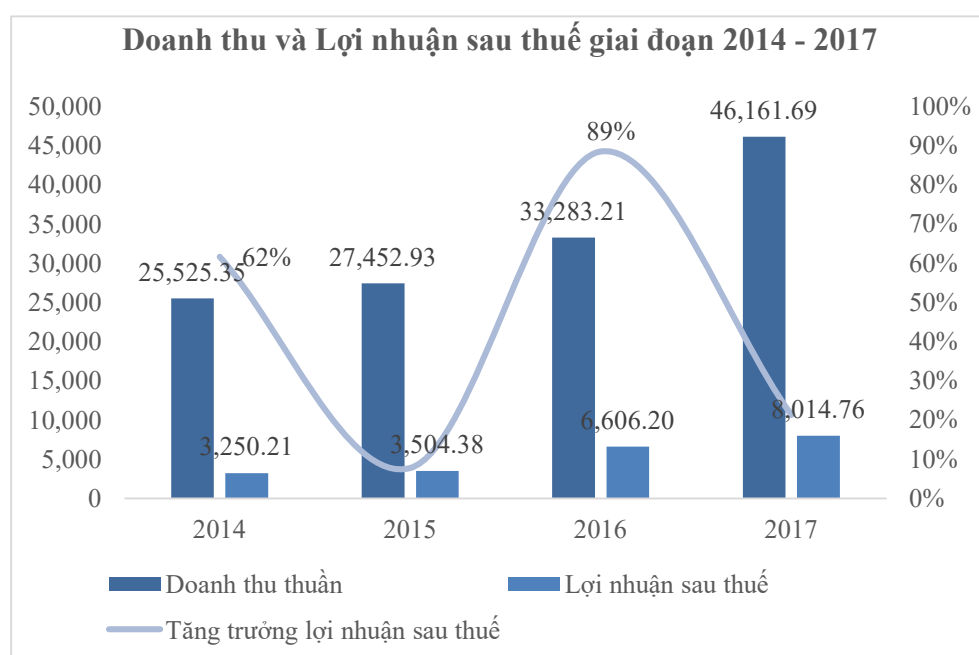
Trong bối cảnh thị trường Bất động sản của Trung Quốc suy yếu, lượng thép lớn tràn sang các nước với giá rẻ trong đó có Việt Nam. Theo Tổng cục thống kê, sản lượng nhập khẩu thép từ Trung Quốc bắt đầu tăng nhanh vào giữa năm 2023 đến nay. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024 sản lượng nhập khẩu thép từ Trung Quốc lên đến 8.3 triệu tấn chiếm hơn 30% nhu cầu tiêu thụ trong nước. Đây là con số kinh hoàng cho các tập đoàn sản xuất thép lớn như Hòa Phát, Formosa.



Nguồn: GSO, CSI research

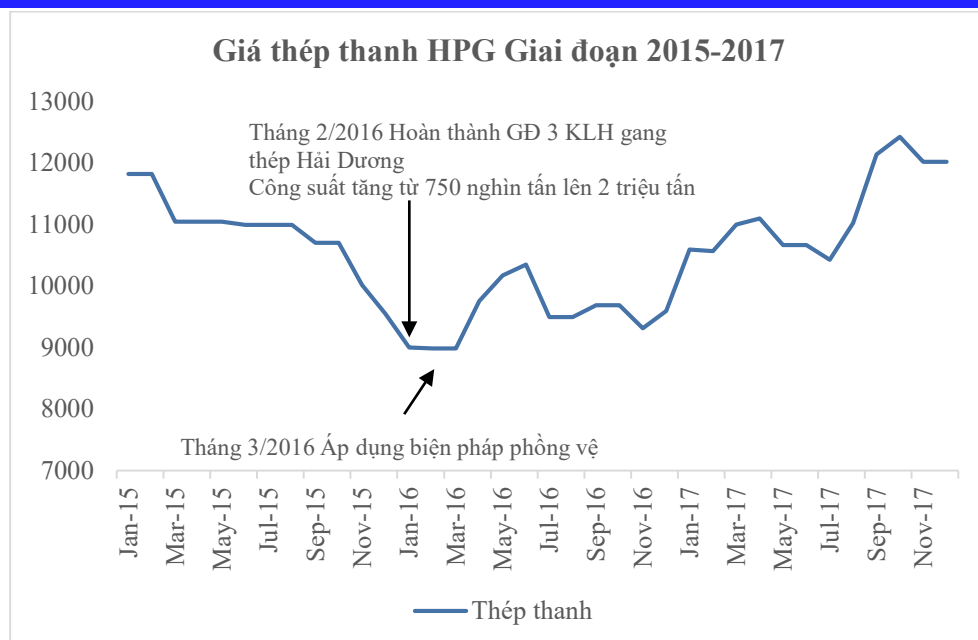
Trong Đại hội đồng cổ đông diễn ra vào đầu năm 2024, chủ tịch Hòa Phát cũng nhấn mạnh vấn đề này rất nhiều lần. Ông cho rằng không một quốc gia nào chấp nhận sản lượng lớn như vậy tràn vào trong nước với giá rẻ làm tổn hại đến tình hình sản xuất trong nước. Ngày 19/3/2024 Tập đoàn Hòa Phát và Formosa đã nộp hồ sơ yêu cầu điều tra chống bán phá giá đối với sản phẩm thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Dự kiến sẽ được điều và đưa ra kết quả vào năm 2025, giai đoạn này cũng đúng lúc giai đoạn 1 của nhà máy Dung Quất 2 hoàn thành sẽ có lợi cho HPG trên thị trường nội địa.

Nhìn lại giai đoạn Áp dụng biện pháp bảo hộ cho doanh nghiệp thép năm 2016, Bộ Công Thương áp thuế tự vệ đối với phôi thép và thép dài nhập khẩu từ Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 22/3/2016 ngay lập tức giúp giá thép xây dựng và sản lượng tiêu thụ của HPG phục hồi mạnh. Sản lượng ngay trong tháng đó đã tăng 50% yoy, giá thép tăng 7%. Sản lượng tiêu thụ cả năm 2016 của HPG đạt 1.8 triệu tấn (+30% yoy) giúp doanh thu và lợi nhuận năm 2016 lần lượt tăng 21%yoy và 89% yoy.



Nguồn: Fiin, CSI research

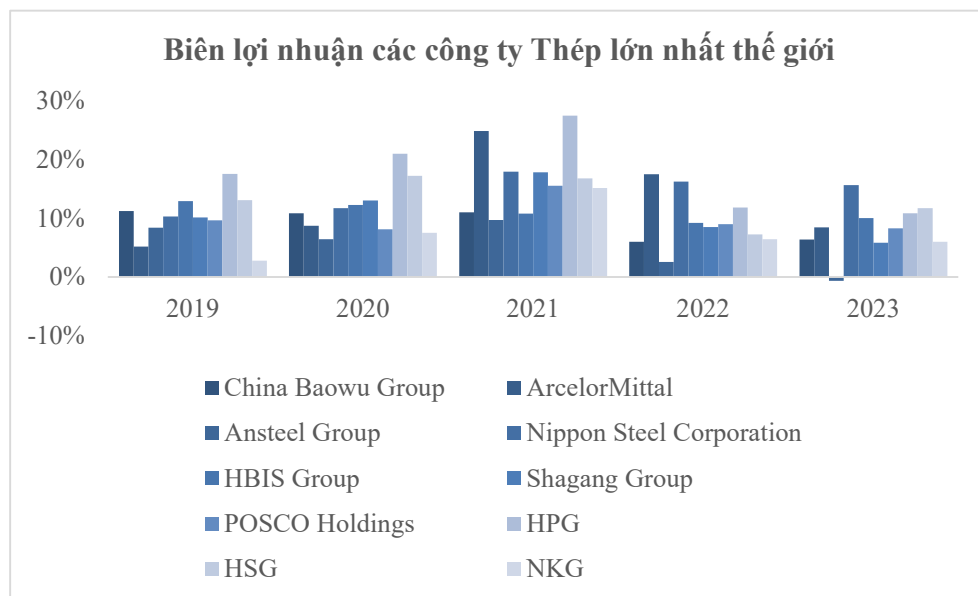
Điều đặc biệt của Hòa Phát sau mỗi giai đoạn hoàn thành nhà máy mới, tăng công suất là môi trường kinh doanh đều thuận lợi giúp giá thép tăng, sản lượng tăng. Giai đoạn 2016 cũng không có gì khác, nhà máy Hải Dương đưa vào sản xuất tháng 2 thì tháng 3 áp dụng biện pháp bảo hộ thương mại giúp giá thép đến cuối 2017 tăng hơn 33%.



Nguồn: Fiin, CSI research

Tiềm năng tăng trưởng của HPG là rất lớn nhưng chúng tôi vẫn chưa yên tâm, đặc biệt đối với ngành thép có tính chu kỳ lớn thì tìm kiếm lợi thế cạnh tranh bền vững hay con hào kinh tế như nhà đầu tư huyền thoại Buffett thường nhắc tới là rất cần thiết.

Lợi thế cạnh tranh lớn nhất của HPG hiện nay là khả năng quản trị chi phí rất tốt giúp công ty có thể cạnh tranh sòng phẳng với các công ty sản xuất thép Top đầu của thế giới. So sánh biên lợi nhuận gộp giữa các công ty đứng đầu trên thế giới Hòa Phát không hề thua kém, thậm chí có phần nhỉnh hơn.



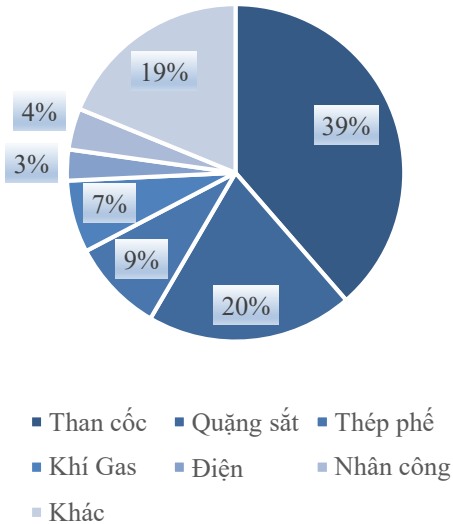
Nguồn: Fiin, Investing, CSI research

Để có được biên lợi nhuận tốt như vậy HPG nhờ sản xuất quy mô lớn, than là nguyên liệu chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí của công ty. Trong ĐHCĐ năm 2024, Tổng giám đốc HPG ước tính khi Dung Quất 2 vào hoạt động sẽ tiếp tục tiết kiệm khoảng 10% than. Không chỉ vậy, trong quý 1/2024 công ty cho biết nhờ tận dụng mọi nguồn nhiệt, khí dư thừa trong quá trình luyện gang thép, nhà máy Nhiệt điện đã sản xuất được 8 tỷ kWh điện góp phần tự chủ 90% điện cho sản xuất. Nếu quy đổi theo giá điện hiện hành, sản

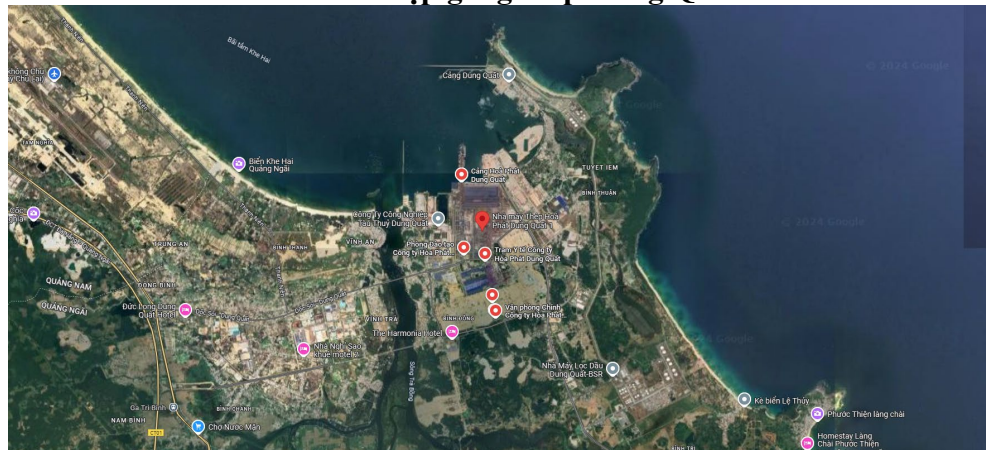
lượng này tương đương 13.8 nghìn tỷ đồng tương đương lợi nhuận sau thuế của năm 2020 và gấp đôi lợi nhuận sau thuế của năm 2023.

Vị trí nhà máy Dung Quất nằm ở giữa miền Trung, sát ven biển đây là vị trí rất đắc địa giúp công ty thuận lợi trong việc vận chuyển nguyên vật liệu cũng như vận chuyển thành phẩm đi tiêu thụ. Hơn thế nữa, tại Việt Nam khó có thể kiếm được vị trí thuận lợi hơn. Tại đây, Hòa Phát đã xây dựng Cảng Hòa Phát Dung Quất có khả năng đón tải 200 nghìn tấn. Nhờ có cảng nước sâu, mỗi tấn nguyên nhiên liệu giúp công ty giảm được 3-5USD/Tấn. Theo quy đổi để có 1 tấn thép cần 1.51 tấn Quặng sắt. Sản lượng thép Dung Quất tạo ra 11.2 triệu tấn thép sẽ cần 16.9 triệu tấn Quặng sắt. Như vậy riêng Quặng sắt giúp công ty sẽ tiết kiệm được gần 1.7 nghìn tỷ.

Cơ cấu chi phí



Khu liên hiệp gang thép Dung Quất



Nhu cầu đầu vào để luyện ra 1 tấn thép

	ĐVT	Số liệu
Than cốc	Tấn	0.85
Quặng sắt	Tấn	1.51
Thép phế	Tấn	0.15
Khí Gas	M3	170
Điện	MWh	0.14
Nhân công	Giờ	0.59
Phát thải CO2	Tấn	2.19

Ban lãnh đạo minh bạch là yếu tố quan trọng khi đầu tư vào 1 doanh nghiệp, đặc biệt đầu tư trong thời gian tương đối dài trong 5 năm. Với ý nghĩa đồng hành cùng doanh nghiệp như vậy không chỉ thẩm định dự án, doanh nghiệp mà cần thẩm định cả ban lãnh đạo. Việc đánh giá Ban lãnh đạo chúng tôi chủ yếu dựa vào lịch sử, những quyết định đưa ra trong quá khứ, quan điểm điều hành doanh sẽ được thấy tương đối rõ ràng.

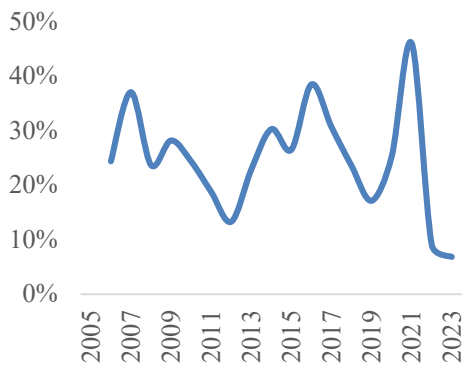
(1) Các quyết định mở rộng đầu tư của HPG đều rất chính xác. Khi thị trường khó khăn sẽ thấy HPG mở rộng trước công suất để đón đầu 1 nhịp tăng mới. Việc đầu tư và sử dụng vốn hiệu quả được phản ánh qua chỉ số ROE. Công ty có rất ít năm ROE dưới 20%, nếu xét bình quân từ năm 2006 tới 2023 giá trị ROE của Hòa Phát đạt 24.8%.

(2) Quan điểm đầu tư thận trọng, HPG là doanh nghiệp sản xuất công nghiệp nặng có tỷ lệ vay nợ rất an toàn. Điều này càng quan trọng hơn trong ngành chu kỳ như thép. Chủ tịch cũng rất tự tin phát biểu trong ĐHĐCĐ nếu thị trường chết thì HPG sẽ chết cuối cùng.

(3) Chiến lược tập trung phát triển vào chiều sâu của ngành bằng việc nghiên cứu đưa ra các sản phẩm thép công nghệ cao phục vụ nhu cầu cho các ngành sản xuất công nghiệp, ô tô, quốc phòng... là hướng đi chúng tôi đánh giá cao đặc biệt trong môi trường ngày nay, các sản phẩm thép thông thường bị cạnh tranh rất khốc liệt.

(4) Phần lớn tài sản của Chủ tịch đều nằm tại công ty, điều này nói lên ông chủ Hòa Phát sẽ làm việc hết lòng vì cổ đông bởi chính chủ tịch và người nhà là nhóm cổ đông rất lớn. Ông Long và gia đình hiện đang nắm giữ 35.1% tỷ

ROE

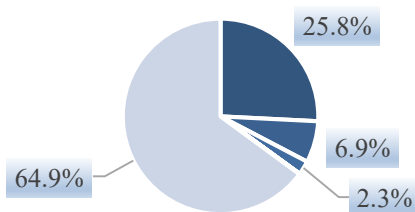


Nguồn: Fiin, CSI research

lệ sở hữu, tương ứng 2.24 tỷ cổ phiếu. Căn cứ vào giá thị trường thì gia đình đang sở hữu 58 nghìn tỷ. Có thể nói phần lớn gia tài của chủ tịch Trần Đình Long đều nằm ở HPG. Cũng như Buffett, tất cả của cải của ông đều ở Berkshire Hathaway. Điều này sẽ thôi thúc ông mỗi ngày phát triển doanh nghiệp.

Cuối cùng, sự hấp dẫn của HPG đến từ định giá. Thông thường, nhà máy mới vào hoạt động cần 3-4 năm mới lấp đầy công suất. Do vậy, chúng tôi dự phòng nhà máy Dung Quất 2 cần 4 năm sẽ lấp đầy công suất, sản lượng tiêu thụ sẽ được tăng dần từ Q1/2025. Ước tính năm 2028 sản lượng tiêu thụ đạt 15.24 triệu tấn, doanh thu tương ứng đạt 237.2 nghìn tỷ. Đây là mức doanh thu chúng tôi giả định không có sóng thép, tức giá thép giữ ổn định quanh ngưỡng 15,000VND/kg.

Tỷ lệ sở hữu



- Trần Đình Long
- Vũ Thị Hiền
- Trần Vũ Minh
- Công Ty TNHH Thương mại và đầu tư Đại Phong
- Khác

Nguồn: HPG, CSI Research

Bảng dự báo doanh thu

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (Tỷ)	135,233.85	161,919.38	196,053.04	224,510.80	237,200.30
Sản lượng (Tấn)	9,155,000	11,040,000	13,040,000	14,640,000	15,240,000
Giá thép bình quân (VND/Kg)	13,891	13,933	14,283	14,569	14,786
Biên lợi nhuận gộp	13.5%	14.0%	16.0%	17.0%	18.0%

Biên lợi nhuận gộp cải thiện dần do tối ưu được chi phí nhờ lợi thế quy mô, tương ứng đạt 18%. Nhà máy Dung Quất 2 được khấu trừ trong 18 năm, giai đoạn đầu sẽ đưa dần các nhà máy vào hoạt động nên khấu hao sẽ tăng dần từ năm 2025. Tỷ lệ chiết khấu chúng tôi ước tính đạt 8.61% với chi phí sử dụng vốn chủ 12%, chi phí vốn vay khoảng 5.6%. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần, giá trị hợp lý của cổ phiếu đạt 51,200 VND.

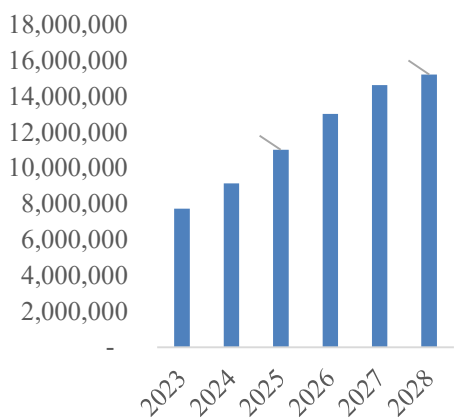
Cùng với các giả định trên, lợi nhuận sau thuế ước tính khoảng 28.2 nghìn tỷ vào năm 2028. Tương ứng mức PE fw đạt 5.8 lần, so sánh với quá khứ đây là mức PE rất hấp dẫn. Lấy giá trị PE bình quân từ 2009 - nay của HPG đạt 12.33 lần, tương ứng với giá trị cổ phiếu đạt 54.400VND

Kết hợp 2 phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh với tỷ trọng lần lượt là 60% và 40%, giá trị hợp lý của cổ phiếu đạt 52,500VND/cp. Năm 2025 dự án bắt đầu đem về doanh thu cho Hòa Phát nên chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu sẽ bắt đầu phản ánh kỳ vọng này ngay ở thời điểm hiện tại. Với nhận định trên, chúng tôi khuyến nghị giải ngân HPG quanh vùng giá hiện tại với kỳ vọng tăng trưởng 103% trong 4 năm.

Rủi ro khi đầu tư cổ phiếu HPG:

- Biện pháp phòng hộ thương mại không được đưa ra khiến công ty chịu áp lực cạnh tranh gay gắt sản phẩm HRC của Trung Quốc

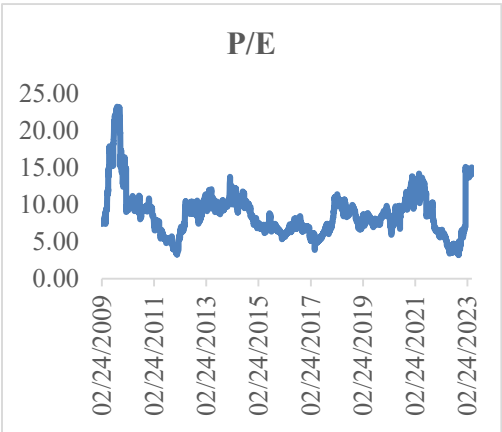
Sản lượng tiêu thụ dự phóng



Nguồn: CSI Research

Cost of equity	11.99%
Risk premium	7.79%
Beta	1.18
Risk free rate	2.80%
Cost of debt	5.59%
Targeted D/(D+E)	47.1%
Effective tax rate	13.82%
WACC	8.61%

- Nhà máy mới vào hoạt động kéo theo chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng lên làm giảm lợi nhuận trong giai đoạn đầu. Bên cạnh chi phí lãi vay, công ty còn chịu áp lực từ biến động tỷ giá
- Bất động sản hồi phục chậm, các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng chậm triển khai kéo theo nhu cầu không như kỳ vọng
- Biến động giá thép và nguyên vật liệu đầu vào theo từng chu kỳ tác động trực tiếp tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp.



Nguồn: FiinX, CSI Research

Phụ lục

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. Hiệu quả hoạt động						
Hệ số vòng quay tài sản	0.71	0.77	0.97	0.81	0.66	0.69
Hệ số vòng quay vốn CSH	1.44	1.68	2.00	1.51	1.20	1.29
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	25.56	27.11	33.55	35.66	26.56	22.52
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	14.28	13.47	10.88	10.24	13.74	16.21
Hệ số vòng quay HTK	3.12	3.11	3.16	3.19	3.01	3.03
Thời gian trung bình xử lý HTK	117.10	117.51	115.55	114.35	121.11	120.31
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	6.47	5.14	5.82	7.16	9.02	9.07
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	85.26	71.02	62.67	51.01	40.44	40.24
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	46.12	59.95	63.76	73.58	94.41	96.29
2. Chỉ số thanh toán						
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.17	0.26	0.31	0.13	0.17	0.12
Hệ số thanh toán nhanh	0.30	0.38	0.41	0.29	0.32	0.26
Hệ số thanh toán hiện thời	1.13	1.09	1.28	1.29	1.16	1.17
3. Sức khỏe tài chính						
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.17	0.28	0.25	0.27	0.29	0.26
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.35	0.62	0.48	0.49	0.53	0.48
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.19	0.13	0.08	0.07	0.06	0.12
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.42	0.29	0.15	0.12	0.10	0.22
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.36	0.41	0.32	0.34	0.35	0.37
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.77	0.91	0.63	0.60	0.64	0.70
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.53	0.55	0.49	0.44	0.45	0.47
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	1.13	1.22	0.96	0.77	0.83	0.89
Tỷ lệ đòn bẩy	2.13	2.22	1.96	1.77	1.83	1.89
EBIT/ Lãi vay	10.40	7.81	14.91	4.24	2.70	6.04
EBITDA/ Lãi vay	13.14	9.99	17.32	6.44	4.59	8.90
4. Khả năng sinh lợi						
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.57%	20.98%	27.46%	11.85%	10.88%	13.41%
Tỷ suất EBITDA	19.34%	24.30%	29.22%	14.04%	13.82%	15.62%
Tỷ suất EBIT	15.31%	19.00%	25.16%	9.25%	8.13%	10.60%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	14.29%	17.04%	24.76%	7.02%	6.55%	9.94%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.90%	14.99%	23.06%	5.97%	5.72%	8.78%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	12.43%	16.21%	26.54%	9.62%	7.23%	9.21%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	13.68%	18.77%	28.24%	11.39%	9.18%	10.73%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	10.83%	14.68%	24.32%	7.50%	5.40%	7.28%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	11.15%	15.04%	25.56%	7.46%	6.35%	8.04%
ROA	8.36%	11.53%	22.26%	4.87%	3.82%	6.03%
ROE	17.08%	25.21%	46.06%	9.09%	6.88%	11.38%
ROIC	2.29%	2.30%	2.29%	1.44%	0.82%	1.02%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	16.69%	12.05%	6.84%	14.90%	12.73%	11.69%
5. Chỉ số dòng tiền						
Dòng tiền hoạt động/ Tổng nợ	0.14	0.16	0.31	0.17	0.10	0.09



024 3926 0099



0886998288



online@vncsi.com.vn



Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội



HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
Dòng tiền / doanh thu	-0.29	-0.06	0.01	-0.11	-0.11	-0.16
Dòng tiền tự do / thu nhập hoạt động	-1.91	-0.32	0.04	-1.18	-1.34	-1.49
Dòng tiền tự do trên tài sản	-0.21	-0.05	0.01	-0.09	-0.07	-0.11
Dòng tiền tự do trên VCSH	-0.42	-0.10	0.02	-0.17	-0.13	-0.20
Dòng tiền tự do/ CAPEX	-0.89	-0.46	0.12	-0.87	-0.76	-0.63
6. Chỉ số tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	14.01%	41.57%	66.09%	-5.53%	-15.88%	25.68%
Tăng trưởng lãi gộp	-4.16%	69.01%	117.46%	-59.22%	-22.82%	145.41%
Tăng trưởng EBITDA YoY	-3.91%	77.91%	99.74%	-54.62%	-17.16%	101.24%
Tăng trưởng EBIT YoY	-7.65%	75.75%	119.96%	-65.28%	-26.07%	266.39%
Tăng trưởng LN trước thuế	-9.68%	68.82%	141.30%	-73.22%	-21.47%	492.00%
Tăng trưởng phải thu YoY	18.33%	46.28%	25.92%	-40.51%	102.78%	24.01%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	37.30%	35.38%	60.65%	-15.68%	-3.08%	19.77%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	46.48%	118.55%	18.88%	6.86%	17.61%	10.04%
Tăng trưởng Vay dài hạn	54.88%	-12.59%	-22.36%	-17.18%	-6.75%	180.37%
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	28.68%	23.49%	93.38%	6.99%	-11.30%	9.24%
Tăng trưởng tài sản YoY	30.11%	29.22%	35.53%	-4.43%	10.24%	21.83%
Tăng trưởng VCSH YoY	30.00%	20.00%	35.00%	30.00%	0.00%	10.00%
Tăng trưởng CFO YoY	0.95%	50.19%	130.61%	-54.05%	-29.60%	-6.08%
7. Chỉ số định giá						
Vốn hóa (Tỷ VND)	122,729.74	145,784.44	89,234.81	162,814.00	150,312.21	163,744.01
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	154,864.60	186,230.05	124,130.80	212,495.29	203,506.98	234,130.53
BVPS	17,248.15	17,828.55	20,260.99	16,510.91	17,674.02	17,446.15
Doanh số/ Cổ phiếu	23,055.59	27,199.16	33,463.53	24,318.91	20,456.99	21,692.07
EPS cơ bản	2,621.97	3,936.37	7,476.58	1,458.95	1,116.99	1,905.11
EPS pha loãng	2,726.27	4,059.51	7,476.58	1,458.95	1,116.99	1,905.11
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	-3,061.95	9,203.47	307.39	-2,659.55	-2,230.30	-3,426.95
P/B	2.58	2.47	0.98	1.70	1.46	1.47
P/E cơ bản	16.95	11.18	2.67	19.19	23.14	13.44
P/E pha loãng	16.30	10.84	2.67	19.19	23.14	13.44
P/S	1.93	1.62	0.60	1.15	1.26	1.18
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	2.43	2.07	0.83	1.50	1.71	1.69
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	12.55	8.50	2.84	10.70	12.38	10.80
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	15.89	10.88	3.30	16.25	21.05	15.92
Tỷ suất cổ tức	1.12%	1.14%	2.51%			0.00%

Nguồn: FiinX, CSI Research

3. KDH

Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà
Khang Điền (KDH – HSX)

“ĐẤT VÀNG” VỮNG VÀNG CÙNG NĂM THÁNG



Ngày thực hiện: 20/11/2024

Khuyến nghị

MUA

Giá hiện tại

32,000

Giá mục tiêu

56,350

Upside

76.1%

Thời gian nắm giữ

5 năm

Cổ tức 2024

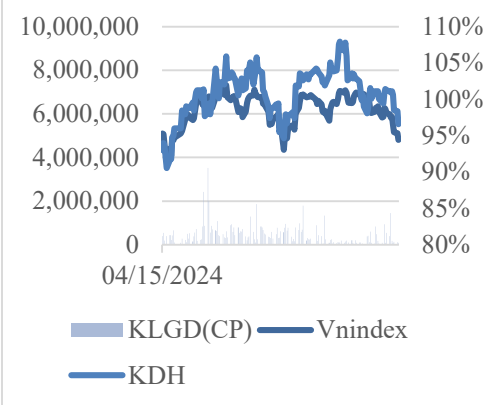
10%

(cổ phiếu)

Tỷ suất cổ tức

0%

Biến động giá KDH & VnIndex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết

1,011,142,565

Vốn hóa (tỷ VND)

32,356

tỷ đồng

Khoảng giá 52 tuần

26,909-35,773

Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)

74.59

Tỷ lệ sở hữu nhà nước

36.63%

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài

0.0%

Chỉ số tài chính

Năm

2021

2022

2023

EPS

1,777

1,539

895

BVPS

15,84

16,12

16,82

2

3

8

PE

14.75

20.24

36.41

ROE%

13.1%

10.2%

5.7%

ROA%

8.5%

6.1%

3%

Tổng nợ/TTS

0.29

0.45

0.41

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu bán hàng	3,532.07	2,911.96	2,087.77	3,400
Tăng trưởng doanh thu thuần	-17.19%	-22.06%	-27.72%	62.84%
Lợi nhuận gộp	1,793.74	1,459.52	1,586.64	2,210
Biên lợi nhuận gộp	48%	50%	76%	65%
Lợi nhuận sau thuế	1,204.55	1,082.25	729.50	952
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	4.34%	10.15%	-32.59%	30.5%

Nguồn: CSI ước tính, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Tên tuổi nhà phát triển nhà ở thấp tầng số một khu vực HCM cùng với quỹ đất tiềm năng khai thác trong dài hạn.

Với hơn 23 năm hình thành và phát triển Khang Điền đã khẳng định uy tín và vị thế trên thị trường với hơn 2,000 sản phẩm đa dạng phân khúc: nhà phố, biệt thự và chung cư cao tầng tại thành phố Hồ Chí Minh. Các dự án được hoàn tất xây dựng và bàn giao nhà, bàn giao sổ hồng đúng thời hạn với tỷ lệ hấp thụ cao. Trong bối cảnh quỹ đất tại khu vực TP.HCM ngày càng khan hiếm, KDH lại sở hữu trong tay hơn 600 ha quỹ đất có pháp lý rõ ràng hầu hết đều đã có chấp thuận chủ đầu tư, quy hoạch 1/500 và nhiều dự án đã được đền bù giải phóng mặt bằng và đóng tiền thuê đất từ nhiều năm trước. Trong khi các doanh nghiệp bất động sản khác phải tìm kiếm quỹ đất tại vùng ven, KDH lại sở hữu “đất vàng” trong lòng thành phố sẵn sàng là nguồn cung chính cho khu vực trong giai đoạn tới.

Đón đầu xu hướng hồi phục bất động sản nhà ở phía Nam, chuyển mình với hàng loạt “đại dự án”.

Với nguồn quỹ đất dồi dào, Khang Điền duy trì các dự án “gối đầu” liên tục trong vòng 10 năm tới. Đặc biệt sau giai đoạn 2027 sẽ là bước chuyển mình lớn của doanh nghiệp với hàng loạt đại dự án hơn trăm ha tại khu vực Bình Chánh, Bình Tân. Những dự án trên kỳ vọng sẽ mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận vượt trội cho Khang Điền khi nằm ở những vị trí đắc địa cũng như đã gần như hoàn tất công tác giải phóng mặt bằng.

Sức khỏe tài chính và dòng tiền ổn định.

Trong khi các doanh nghiệp bất động sản khác loay hoay giải bài toán dòng tiền với các khoản nợ trái phiếu, ngân hàng đến hạn thì KDH lại khá “rảnh tay” với nguồn lực tài chính vững vàng. Doanh nghiệp cũng vừa thực hiện tăng vốn thành công để bổ sung nguồn vốn phát triển các dự án trong tương lai. Năm 2025, KDH dự kiến có 2 lô trái phiếu đáo hạn với tổng giá trị ở mức 1,100 tỷ đồng. Chúng tôi nhận định KDH sẽ không gặp khó khăn trong việc thanh toán 2 lô trái phiếu này nhờ Tiền và tương đương tiền 9T2024 ở mức 3,295 tỷ đồng và vừa huy động tăng vốn chủ thành công cũng như hàng loạt dự án mới mở bán trong năm sau.

Rủi ro đầu tư:

- Tiến độ mở bán và bàn giao dự án chậm hơn so với kì vọng.

Thị trường bất động sản hồi phục kém, tỷ lệ hấp thụ nguồn cung mới thấp.

Định giá & Khuyến nghị:

024 3926 0099

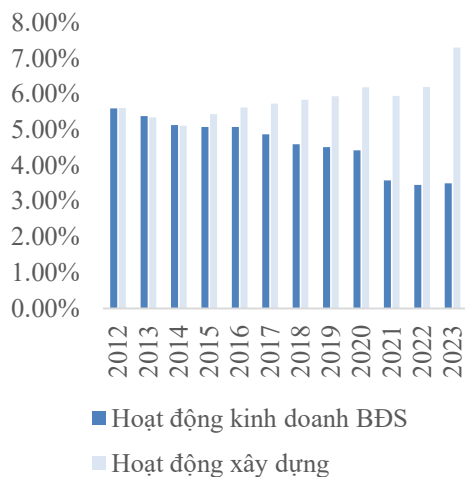
0886998288

online@vncsi.com.vn

Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

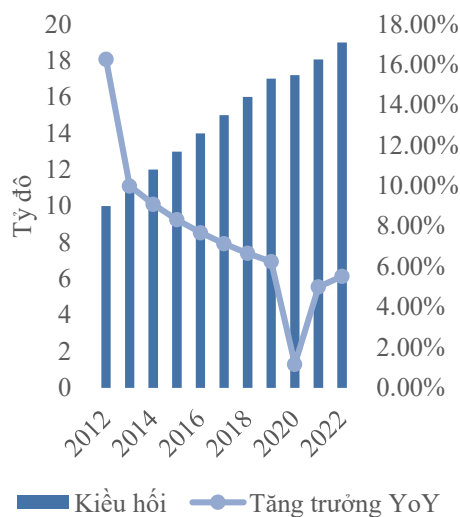
HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Tỷ trọng bất động sản, xây dựng trên GDP



Nguồn: Fiin, CSI Research

Lượng kiều hối đổ về Việt Nam giai đoạn 2012-2022



Nguồn: WB- KNOMAD, CSI Research

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền. Theo đó, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi đánh giá giá trị hợp lý của cổ phiếu KDH ở mức 56,350 đồng/cp với thời gian nắm giữ là 5 năm tương ứng với giai đoạn bùng nổ nhất về doanh thu và lợi nhuận của KDH, lợi nhuận kỳ vọng 76.1%-82.4%.

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Ngành bất động sản Việt Nam

1. Vai trò ngành bất động sản đối với nền kinh tế Việt Nam

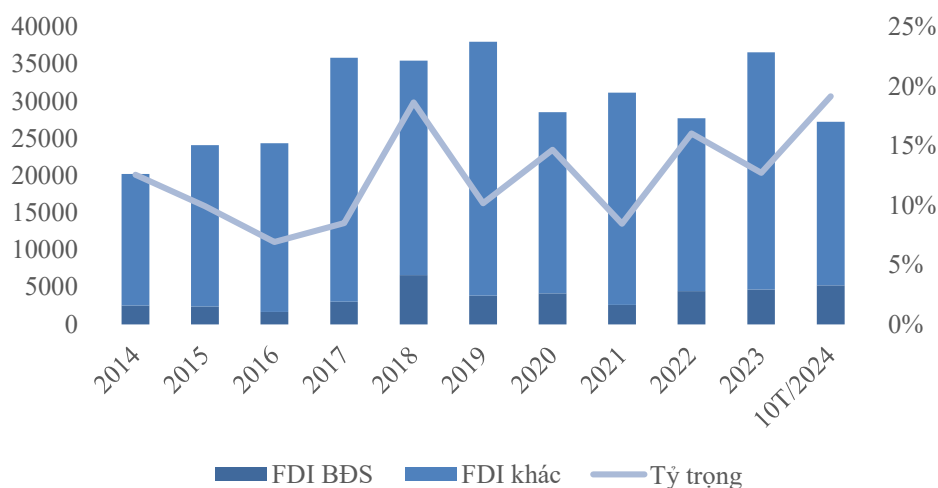
Thị trường bất động sản được xem là một trong những trụ cột của nền kinh tế, giúp tập trung các nguồn lực, tạo ra tài sản cố định cho quốc gia. Sự phát triển của thị trường bất động sản tạo ra động lực tăng trưởng cho các ngành nghề liên quan như thị trường tài chính, xây dựng, sản xuất vật liệu xây dựng, nội thất, lao động,...

Theo Tổng cục Thống kê, đóng góp trung bình của ngành xây dựng và BĐS vào tổng GDP cả nước các năm gần đây chiếm khoảng 10%. Mặc dù tỷ trọng đóng góp từ BĐS đang có xu hướng giảm, nhưng vẫn có tác động quan trọng đến tăng trưởng GDP hàng năm. Đây là một trong 20 ngành kinh tế cấp 1 và đứng thứ 11 về quy mô theo số liệu hết năm 2022 từ Tổng cục Thống kê.

Theo Báo cáo kết quả Đề tài khoa học: “BDS trong nền kinh tế Việt Nam - Vai trò và khuyến nghị chính sách” do Hiệp hội BĐS Việt Nam (2023) công bố, năm 2020, tỷ trọng BĐS/ tổng tài sản toàn nền kinh tế chiếm 20.8%, năm 2025 là 21.2% và đến năm 2030 là 22.0%.

Trong đó vai trò quan trọng của bất động sản có thể kể đến như thu hút nguồn vốn nước ngoài và phân bổ tín dụng trong nền kinh tế.

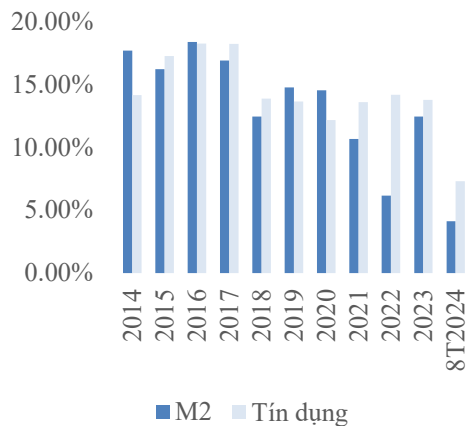
Tỷ trọng thu hút FDI bất động sản



Nguồn: Tổng cục Thống kê, CSI Research

Mặc dù Việt Nam là nước xuất siêu, nhưng phần xuất siêu lại đến từ khối doanh nghiệp vốn FDI, do đó thặng dư ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sẽ không quá nhiều. Phần lớn dự trữ Dollar của Việt Nam là đến từ kiều hối, trong đó phần lớn dòng tiền kiều hối đổ vào Việt Nam là mua BĐS. Lý do Việt Nam vẫn chưa đánh thuế lũy tiến BĐS là vì vẫn cần phải

Cung tiền-tín dụng



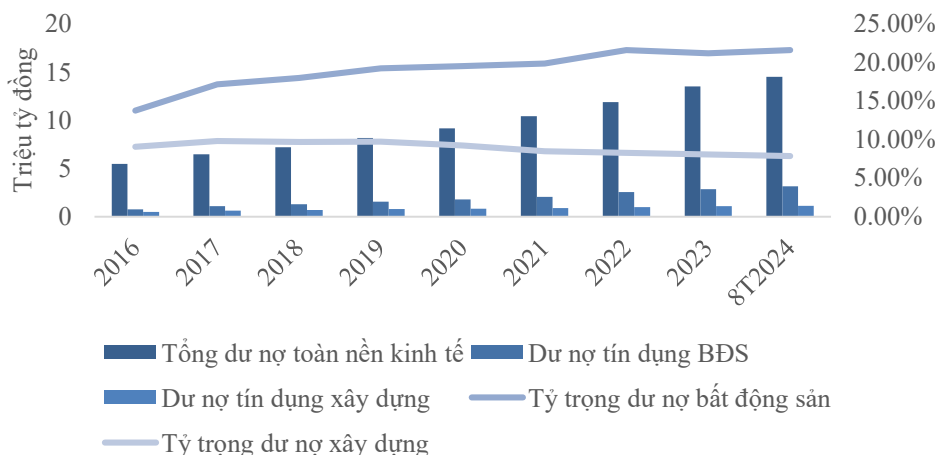
Nguồn: Fiin, CSI Research

dùng BĐS để thu hút dòng tiền kiều hối, từ đó có Dollar để phục vụ cho hoạt động sản xuất.

Không chỉ hấp dẫn trong mắt kiều bào quốc tế, lĩnh vực bất động sản cũng luôn là lĩnh vực hàng đầu thu hút lượng vốn FDI đổ vào Việt Nam. Trong khoảng 10 năm trở lại đây bất động sản thu hút bình quân khoảng 13% nguồn vốn FDI đăng ký tại Việt Nam chỉ đứng sau chế biến chế tạo. Xu hướng trên tiếp tục gia tăng trong những năm trở lại đây và tiệm cận mức 20% trong 10 tháng đầu năm 2024. Có thể kể đến các thương vụ hợp tác đầu tư thành công như: Keppel Land-Khang Điền, Creed Group-An Gia, Nam Long- Goldman Sachs, Mekong Capital, Hankyu Hanshin Properties, Nishi-Nippon Railroad,...

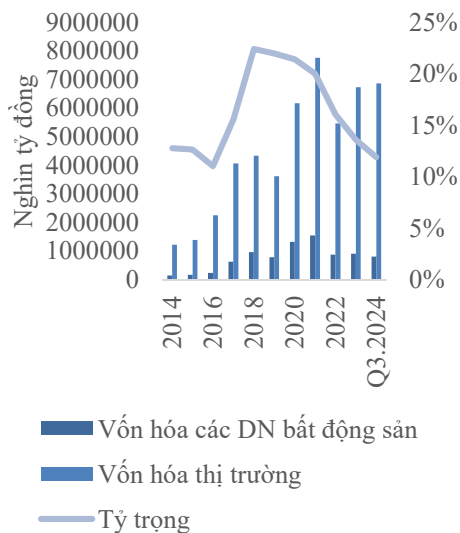
Trụ cột quan trọng tiếp theo trong nền kinh tế đó chính là vai trò phân bổ nguồn vốn và tín dụng. Bất động sản từ lâu vẫn đóng vai trò tối quan trọng đối với việc luân chuyển nguồn vốn trong nền kinh tế. Đối với hoạt động tín dụng, bất động sản chiếm gần 30% tổng dư nợ tín dụng toàn nền kinh tế. Trong đó bất động sản chiếm bình quân 20% và xây dựng chiếm bình quân gần 10% dư nợ. Trong giai đoạn bất động sản gặp khó khăn, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế gặp những khó khăn và tăng trưởng chậm lại rõ rệt.

Dư nợ tín dụng lĩnh vực bất động sản, xây dựng

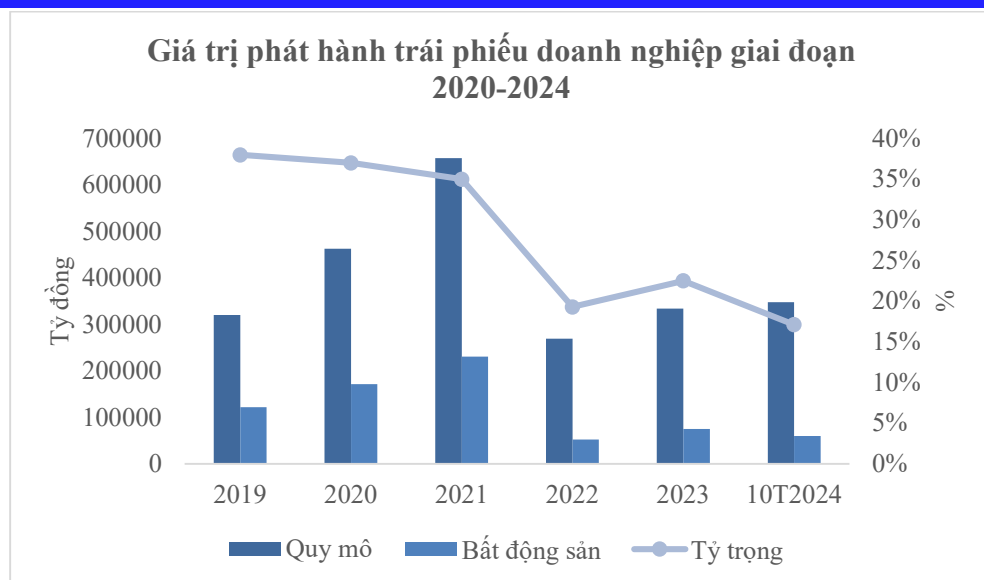


Nguồn: Fiin, CSI Research

Vốn hóa các doanh nghiệp bất động sản niêm yết



Nguồn: Fiin, CSI Research

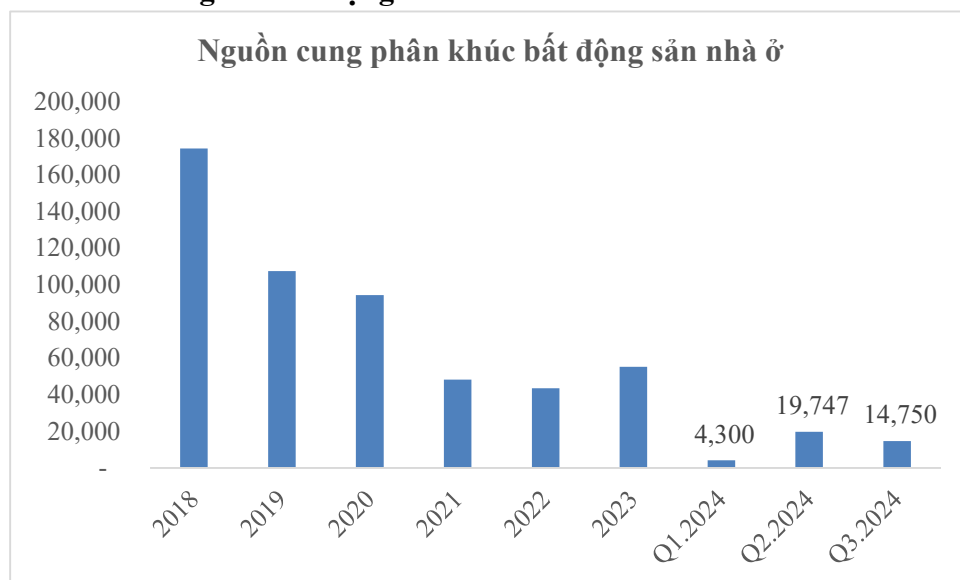


Nguồn: VBMA, CSI Research

Do phải cần đến nguồn lực tài chính lớn để tài trợ phát triển các dự án, các doanh nghiệp bất động sản cũng là những tay chơi khét tiếng trên thị trường vốn. Nhóm này chiếm trung bình khoảng 16% vốn hóa toàn thị trường cổ phiếu Việt Nam và bình quân khoảng 15% giá trị giao dịch mỗi phiên. Các quỹ đầu tư lớn cũng luôn dành tỷ trọng không nhỏ cho nhóm cổ phiếu bất động sản như VHM, NLG, KDH,...

Trong giai đoạn phát triển rực rỡ nhất của thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam từ 2019-2021 trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản duy trì đứng đầu về giá trị phát hành với trên 35%. Sau đó tỷ lệ này giảm xuống mức 20% chỉ đứng sau giá trị phát hành nhóm ngân hàng.

2. Diễn biến ngành bất động sản



Nguồn: VARS, CSI Research

Nguồn cung 9 tháng đầu năm thị trường đón nhận 38,797 sản phẩm hoàn toàn mới được chào bán. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ khu vực Miền Bắc chiếm 46% trong quý 3 và 48% trong tháng 9. Miền Trung và Miền Nam lần lượt chiếm 29% và 25% nguồn cung mới trong quý 3. Nguồn cung mới tuy có sự cải thiện song vẫn tương đối thấp so với giai đoạn trước năm 2019. Những

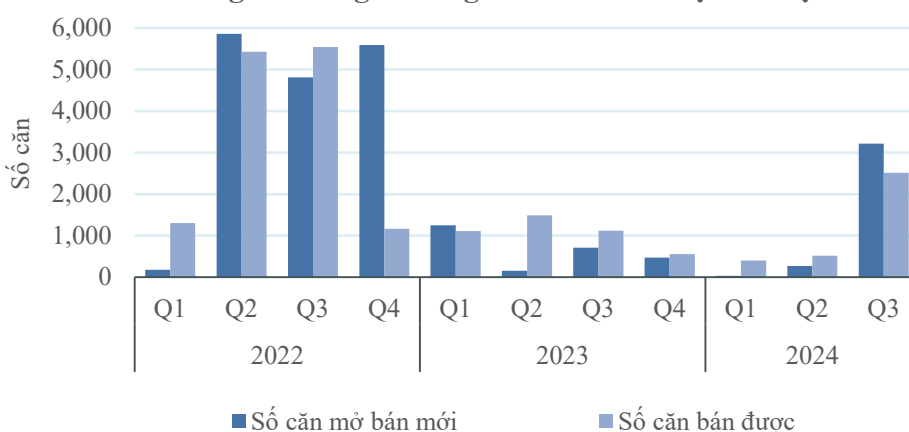
thay đổi về luật và pháp lý được kỳ vọng sẽ giúp cởi bỏ về nguồn cung trong giai đoạn tới.

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, CSI Research

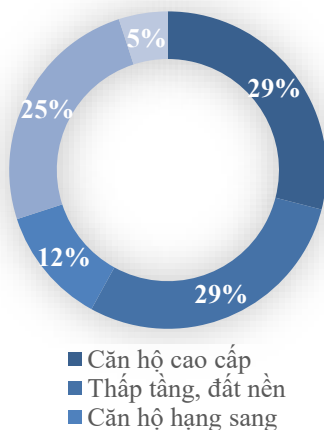
Nguồn cung nhà ở gắn liền với đất tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, CSI Research

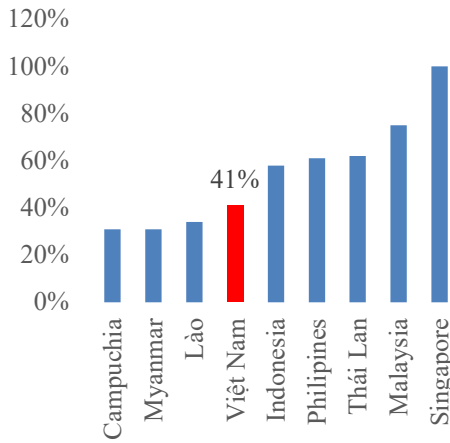
Nguồn cung mở bán mới nhà ở gắn liền với đất trong Quý 3/2024 tại Hà Nội đã ghi nhận sự cải thiện đáng kể so với hai quý đầu năm. Đặc biệt, lượng mở bán mới riêng trong Quý 3 đã vượt tổng nguồn cung mới trong cả năm 2023. Tương tự lượng mở bán chung cư cũng đã vượt tổng nguồn cung năm 2023, chủ yếu là các dự án phát triển trong các đại đô thị ở phía Tây và phía Đông của thành phố.

Cơ cấu giao dịch



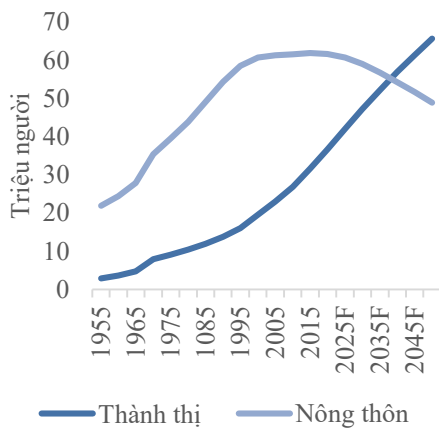
Nguồn: Fiin, CSI Research

Tỷ lệ đô thị hóa Đông Nam Á



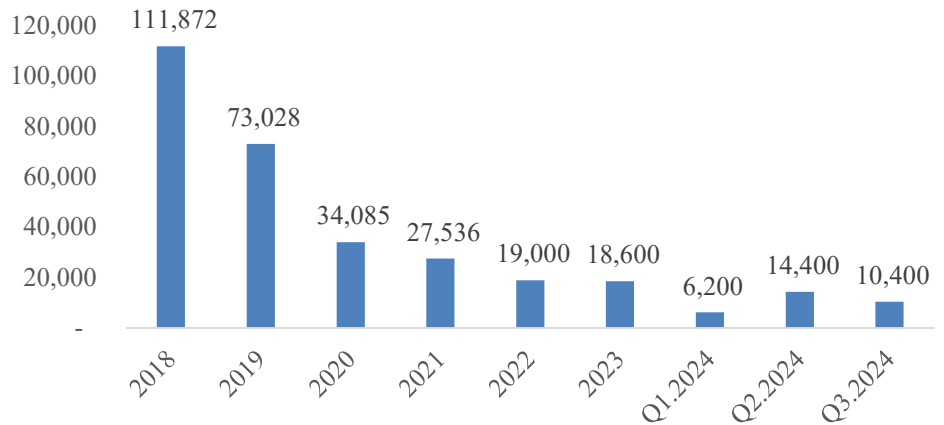
Nguồn: CSI tổng hợp, CSI Research

Đô thị hóa ở Việt Nam



Nguồn: CSI tổng hợp, CSI Research

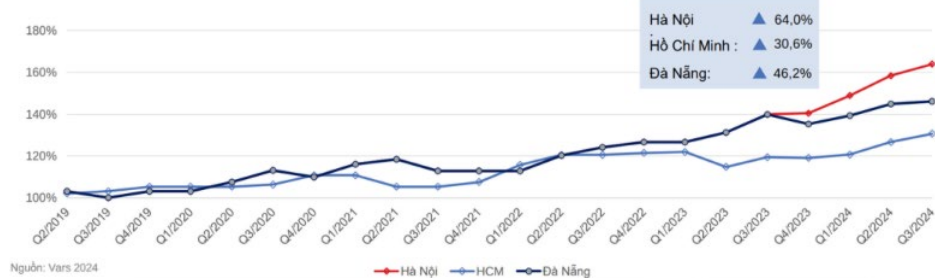
Giao dịch thành công phân khúc bất động sản nhà ở



Nguồn: VARS, CSI Research

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, thị trường ghi nhận 30,589 giao dịch thành công, gấp 2.5 lần so với cùng kỳ 2023. Tỷ lệ hấp thụ đạt 51%, bất tăng 28% so với cùng kỳ 2023. Trong đó tỷ lệ hấp thụ căn hộ cao cấp đạt 75%, thấp tầng và đất nền đạt 65% theo báo cáo hiệp hội môi giới bất động sản Việt Nam. Lượng giao dịch thành công có tín hiệu hồi phục rõ ràng và đã tiệm cận với mức 2020 sau 9 tháng đầu năm.

Chỉ số giá* căn hộ chung cư thị trường Tp Hà Nội, Tp HCM và Đà Nẵng



Nguồn: VARS, CSI Research

Do nguồn cung vẫn còn tương đối hạn chế, giá căn hộ tại cả 3 thành phố lớn duy trì đà tăng quý thứ 4 liên tiếp. Trong đó giá chung cư tại Hà Nội có mức tăng mạnh nhất (+64% so với Q2/2019) đạt trung bình 60 triệu VNĐ/m². Một số dự án tiêu biểu như: Lumi Hà Nội, Vinhomes Royal Island, Sun Symphony Residence,...

3. Dự báo thị trường bất động sản

Giai đoạn cuối 2024-2025

Thị trường có cơ hội ghi nhận sự phục hồi trên diện rộng. Thị trường Miền Bắc với “điểm lõi” Hà Nội là trung tâm “tạo và giữ nhiệt” chính cho thị trường. Thị trường phía Nam dần có những tín hiệu khởi sắc trong quý 3 sau 2 quý đầu năm tương đối trầm lắng. Hàng loạt thông tư, nghị định được ban hành một cách dồn dập giúp hành lang pháp lý lĩnh vực bất động sản trở nên hoàn thiện hơn. Khi các bộ luật, thông tư, nghị định được thẩm thấu chúng tôi kỳ vọng “kỷ nguyên” mới của thị trường bất động sản Việt Nam sẽ mở ra nhanh chóng hơn, mạnh mẽ hơn trong chu kỳ mới.

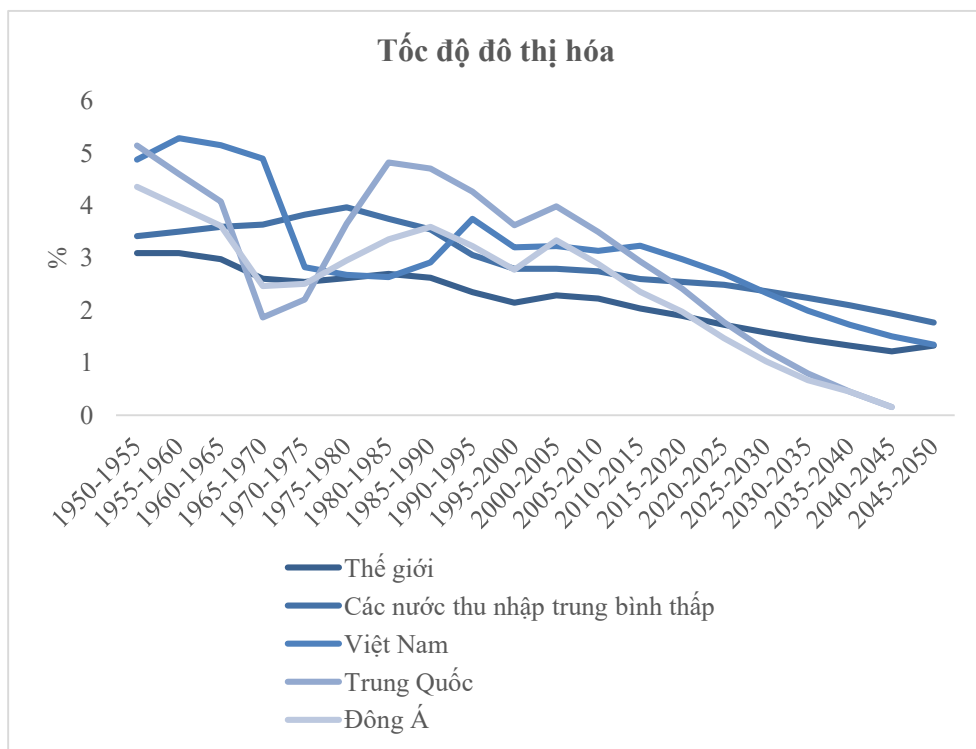
Các chủ đầu tư, doanh nghiệp kinh doanh bất động sản có quỹ đất, nguồn lực tài chính mạnh mẽ và năng lực triển khai dự án để được ưu tiên phát triển



mạnh. Lãi suất giảm và các chính sách đẩy mạnh đầu tư hạ tầng, giao thông sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu đầu tư và tiêu dùng trong thời gian tới.

Dự báo giai đoạn 2025-2035

Nghành bất động sản Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa phát triển dài hạn trong khoảng 10 năm tới được trợ lực bởi tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức cao, thu nhập trên đầu người tăng mạnh và xu hướng đô thị hóa tiếp tục bùng nổ. Theo Chiến lược phát triển nhà ở quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045, diện tích bình quân nhà ở đầu người cả nước đến năm 2025 phải đạt 27m²/người; đến năm 2030 phải đạt 30m²/người. Như vậy, trung bình mỗi năm phải xây dựng mới khoảng 60 triệu m² nhà ở các loại. Thu nhập bình quân đầu người vào năm 2030 dự báo tăng lên 6,000 – 6,500 USD (gấp đôi so với hiện nay) sẽ tăng khả năng tiếp cận nhà ở của người dân.

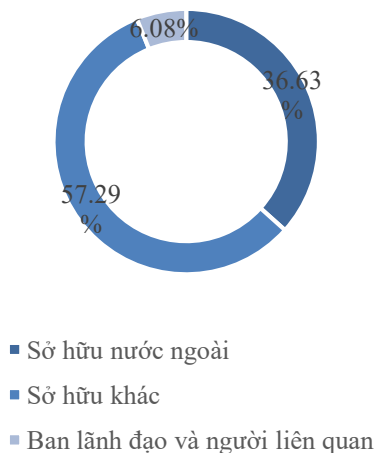


Nguồn: UN-DESA, CSI Research

Tỷ lệ đô thị hóa được dự báo tăng khoảng 1%/năm tương ứng với 1 triệu dân đô thị gia tăng hàng năm. Việt Nam vẫn nằm trong các nước có tỷ lệ đô thị hóa tương đối thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Xét trên những yếu tố kinh tế, địa chính trị và hội nhập Việt Nam có nhiều điều kiện thuận lợi để phát triển nhanh tỷ lệ đô thị hóa. Đây là cơ sở quan trọng để gia tăng nhu cầu nhà ở cho người dân đô thị.

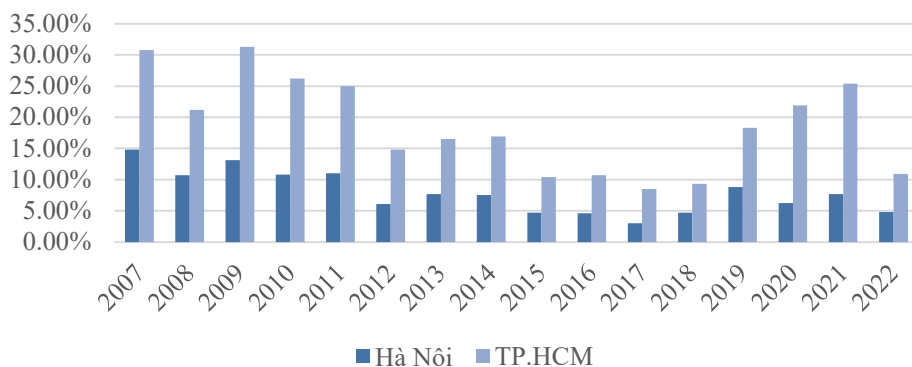
Về nguồn cung bất động sản, Hiệp hội Bất động sản Việt Nam cũng cho hay, sự hạn chế tài nguyên đất đai ở khu vực trung tâm, sẽ dẫn tới quá trình đầu tư phát triển các dự án bất động sản được tập trung nhiều hơn tại khu vực ngoài trung tâm thành phố, các đô thị vệ tinh, các đô thị nằm trong vùng kinh tế trọng điểm TP.HCM, Hà Nội, và bám theo các dự án phát triển hạ tầng cơ sở, cầu cảng, đường cao tốc, các tuyến đường sắt đô thị. Do đó chúng tôi nhận định giá nhà đất tại các khu vực trung tâm vẫn sẽ neo ở mức cao và khó điều chỉnh giảm mạnh. Những doanh nghiệp có quỹ đất tại khu vực trung tâm sẽ được hưởng lợi lớn trong xu thế chung tăng trưởng của cả ngành.

Cơ cấu nhóm cổ đông



Nguồn: Fiin, CSI Research

Tỷ suất nhập cư tại Hà Nội và TP.HCM



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI Research

Tổng quan CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

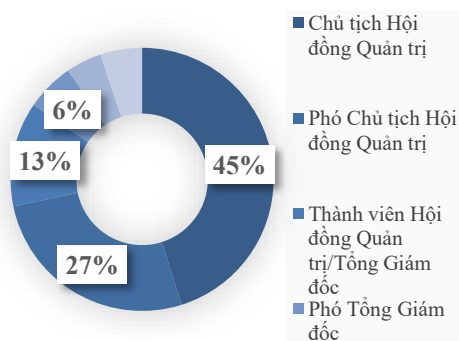
Trải qua hơn 16 năm hình thành và phát triển, Khang Điền luôn vững vàng với mục tiêu mang lại cho khách hàng những sản phẩm bất động sản tốt nhất. Hiện nay, Công ty đã và đang cho ra đời nhiều loại sản phẩm: nhà liền kề, biệt thự, căn hộ ở nhiều phân khúc từ khá đến cao cấp. Khang Điền đã để lại nhiều dấu ấn với hàng loạt các dự án tiêu biểu như chuỗi các dự án Mega: Mega Residence, Mega Ruby, Mega Village, Melosa Garden, The Venica, Lucasta, Merita.

Lịch sử hình thành và phát triển

- Năm 2001: Thành lập Công ty TNHH Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền
- Năm 2007: Công ty tăng vốn và IPO thành Công ty Cổ phần với vốn điều lệ 332 tỷ đồng. Quỹ đầu tư nước ngoài VinaCapital và Prudential góp vốn trở thành cổ đông.
- Năm 2010: Tăng vốn điều lệ lên 439 tỷ đồng và niêm yết 43,9 triệu cổ phần (mã cổ phiếu KDH) trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX).
- Năm 2014: Tăng vốn điều lệ lên 750 tỷ đồng với sự tham gia của cổ đông lớn là Quỹ đầu tư Dragon Capital.
- Năm 2015: Triển khai dự án biệt thự cao cấp Lucasta, The Venica ở khu Đông và mở rộng địa bàn sang khu Nam TP. Hồ Chí Minh
- Năm 2018: Triển khai khu căn hộ Jamila, Safira và tích hợp quỹ đất ở khu Nam TP. Hồ Chí Minh.
- Năm 2019-2020: Triển khai dự án biệt thự và nhà phố Verosa Park nổi bật ở khu Đông và định vị thị trường của Tập đoàn Khang Điền ở khu vực Tây Nam TP. HCM với dự án Khu căn hộ Lovera Vista.
- Năm 2023: Mở bán dự án The Privia và hợp tác liên doanh với Tập đoàn Keppel (Singapore) phát triển dự án nhà ở tại Thành phố Thủ Đức.

Cơ cấu sở hữu ban lãnh đạo

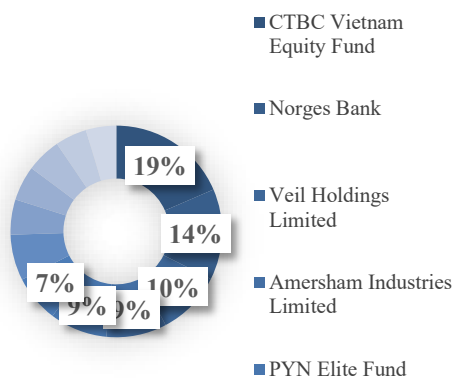
(Ban lãnh đạo sở hữu 55.6 triệu cổ phiếu tương ứng 6.08%)



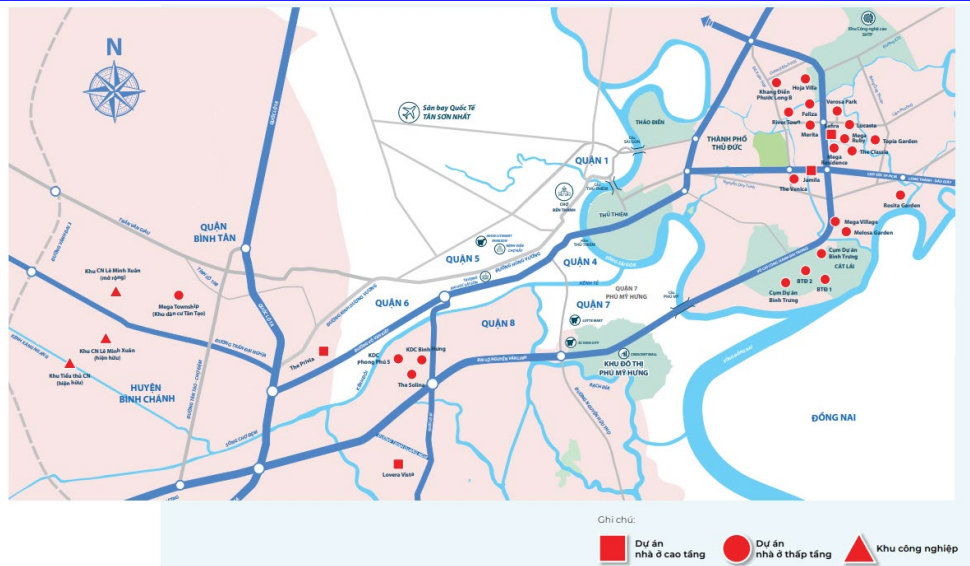
Nguồn: Fiin, CSI Research

Cơ cấu sở hữu các quỹ đầu tư

(Quỹ đầu tư sở hữu 153.4 triệu cổ phiếu tương ứng 15.2%)

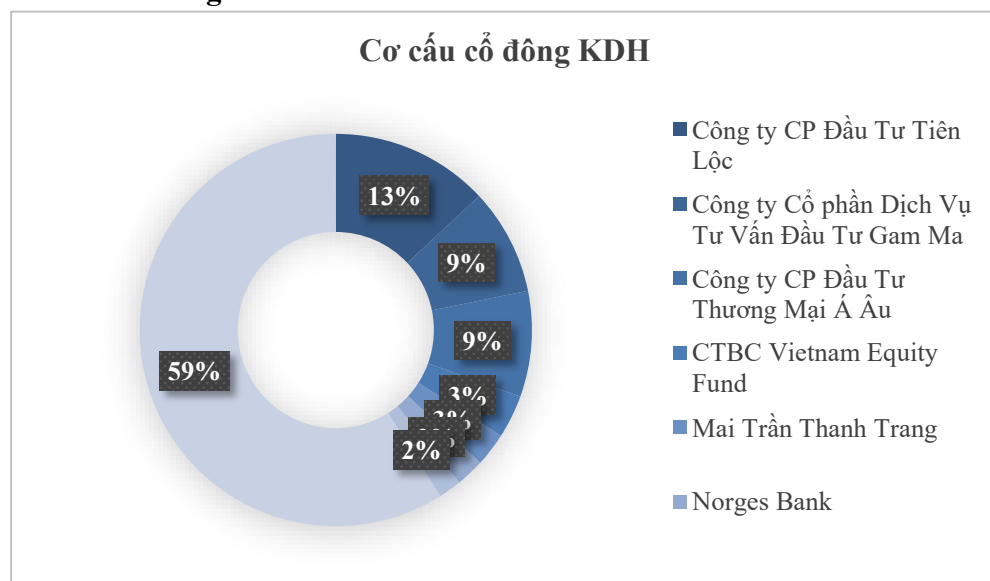


Nguồn: Fiin, CSI Research



Hiện nay, địa bàn hoạt động kinh doanh chính của Tập đoàn Khang Điền là Thành phố Thủ Đức (khu Đông TP. Hồ Chí Minh) và Quận Bình Tân, Huyện Bình Chánh (khu Tây và Tây Nam TP. Hồ Chí Minh) với quỹ đất khoảng hơn 600 ha.

Cơ cấu cổ đông

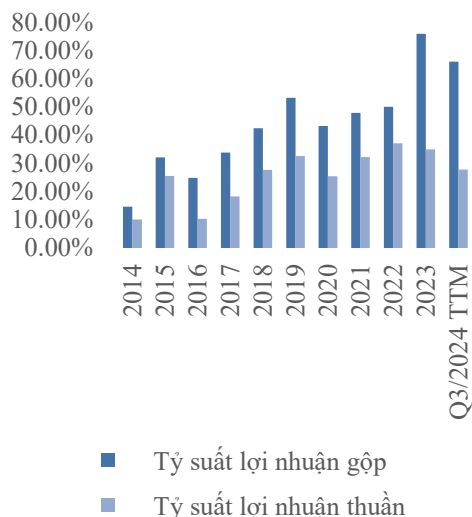


Nguồn: Fiin, CSI Research

Danh sách cổ đông lớn

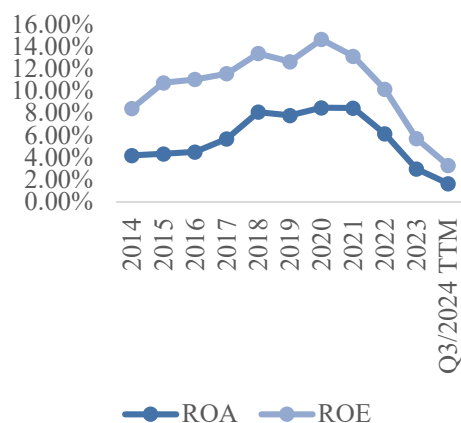
Công ty CP Đầu Tư Tiên Lộc	13.03%
Công ty Cổ phần Dịch Vụ Tư Vấn Đầu Tư Gam Ma	8.76%
Công ty CP Đầu Tư Thương Mại Á Âu	8.72%
CTBC Vietnam Equity Fund	3.55%
Mai Trần Thanh Trang	2.76%
Norges Bank	2.35%
Veil Holdings Limited	1.89%
Lý Điền Sơn	1.62%
Amersham Industries Limited	1.56%
PYN Elite Fund	2.57%

Biên lợi nhuận



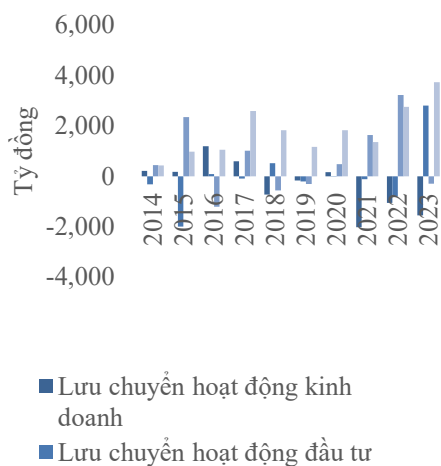
Nguồn: Fiin, CSI Research

Hiệu quả hoạt động



Nguồn: Fiin, CSI Research

Lưu chuyển tiền tệ



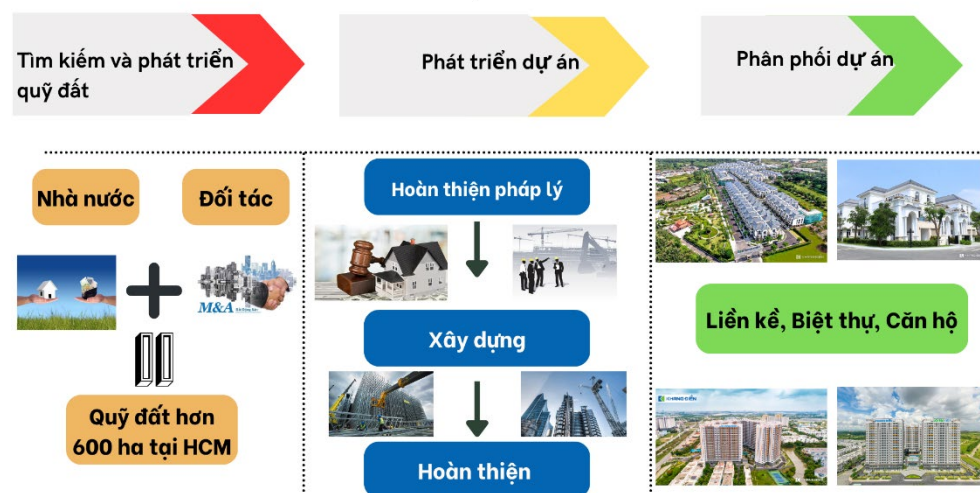
Nguồn: Fiin, CSI Research

Vietnam Investment Limited	1.38%
Vietnam Enterprise Investments Limited	1.18%
Hanoi Investments Holdings Limited	0.91%
DC Developing Markets Strategies Public Limited Company	0.90%
Vietnam Ventures Limited	0.90%
Vietnam Holding Ltd	1.41%
Vương Văn Minh	0.79%
Vietnam Investment Property Limited	0.99%
Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư Quản lý Tầm Nhìn Mới	0.79%

Khang Điền có cơ cấu cổ đông tương đối đa dạng bao gồm nhà đầu tư cá nhân, doanh nghiệp, ban lãnh đạo và các quỹ đầu tư trong và ngoài nước. Trong đó nhóm nhà đầu tư tổ chức chiếm 50.89% tỷ lệ sở hữu trong đó nhà đầu tư nước ngoài chiếm 36.63% bao gồm nhiều quỹ đầu tư ngoại lớn trên thị trường như Nhóm Dragon Capital, PYN Elite Fund, CTBC Vietnam Equity Fund. Ban lãnh đạo và người có liên quan sở hữu 6.08% cổ phần còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông khác. KDH là một cổ phiếu bất động sản tiêu biểu xuất hiện trong danh mục của nhiều quỹ đầu tư trên thị trường.

Chuỗi giá trị và mô hình kinh doanh

CHUỖI GIÁ TRỊ NHÀ KHANG ĐIỀN



Mô hình kinh doanh Khang Điền là nhà phát triển dự án bất động sản tiêu biểu. Sản phẩm chính là nhà ở thấp tầng phân khúc trung và cao cấp tại TP.HCM. Trong đó khâu đầu tiên và quan trọng nhất là tìm kiếm và phát triển quỹ đất. KDH thường tập trung vào các khu vực có tiềm năng phát triển cao, kết nối giao thông thuận tiện và có lợi thế về cảnh quan tự nhiên. Tiếp theo là quy hoạch, thiết kế và tìm kiếm nhà thầu xây dựng đảm bảo chất lượng xây dựng cao, tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế và tiến độ thi công đúng kế hoạch. Cuối cùng là phân phối và phát triển cộng đồng liên kết các dự án đã, đang và sắp phát triển trong tương lai. Thời gian để triển khai một dự án thường diễn ra khoảng 32-36 tháng. Khâu pháp lý thường diễn ra lâu nhất thường kéo dài nhiều năm trời và gây ra tình trạng chậm trễ trong việc triển khai các dự án.

Mega Residence Khang Điền



Mega Ruby Khang Điền



The Venica Khang Điền



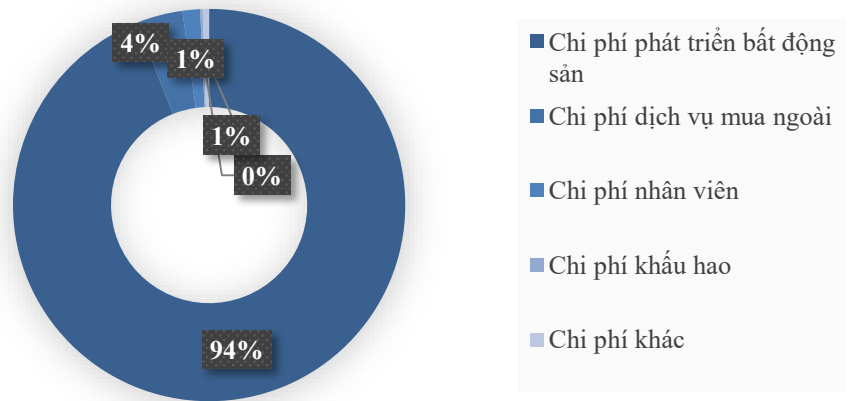
Jamila Khang Điền



Safira Khang Điền



Cấu trúc chi phí

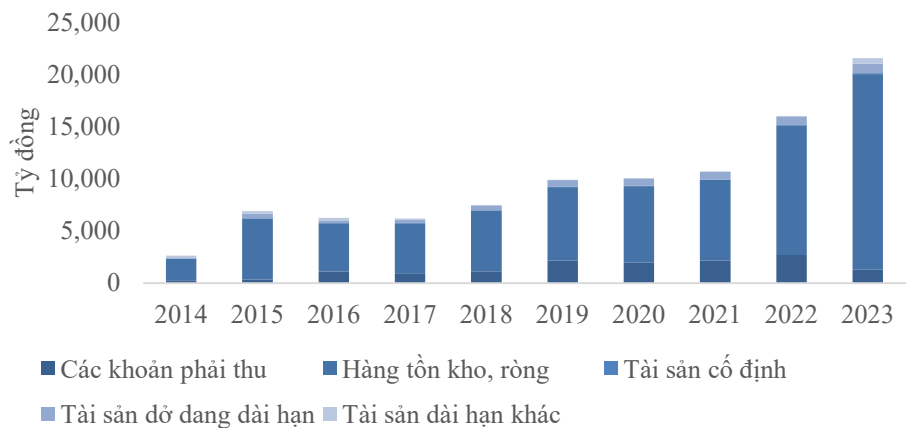


Nguồn: Fiin, CSI Research

Cấu trúc chi phí kinh doanh theo yếu tố của Khang Điền phần lớn là chi phí phát triển dự án chiếm đến 94%. Chi phí nhân viên chỉ chiếm khoảng 1% tổng chi phí theo báo cáo tài chính hợp nhất quý 3 của KDH.

Phân tích tài chính và hiệu quả hoạt động

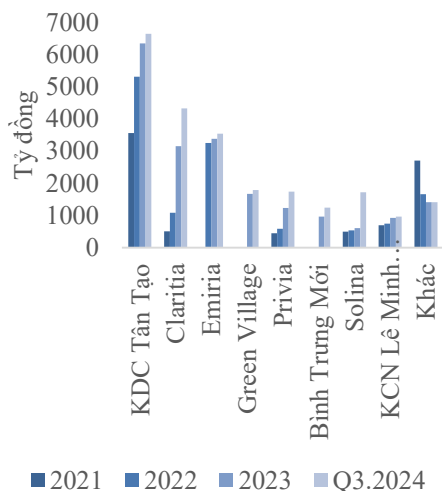
Cơ cấu tài sản KDH



Nguồn: Fiin, CSI Research

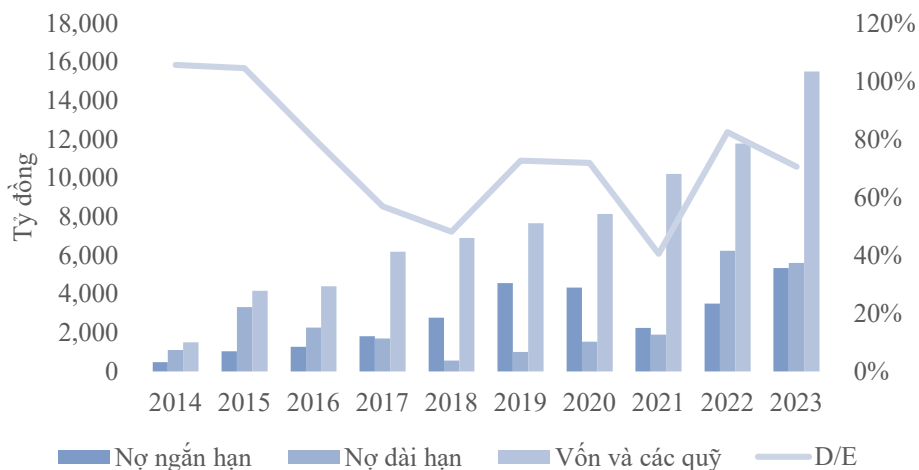
Đặc thù các doanh nghiệp phát triển bất động sản có cơ cấu hàng tồn kho và tài sản dở dang dài hạn tương đối lớn. Tỷ lệ trên ở KDH 70% tổng tài sản, chủ yếu là quỹ đất và các dự án sắp triển khai như: Cụm Dự án Bình Trưng, Mega Township tại quận Bình Tân, Cụm Dự án Phong Phú 2,...

Giá trị hàng tồn kho theo dự án



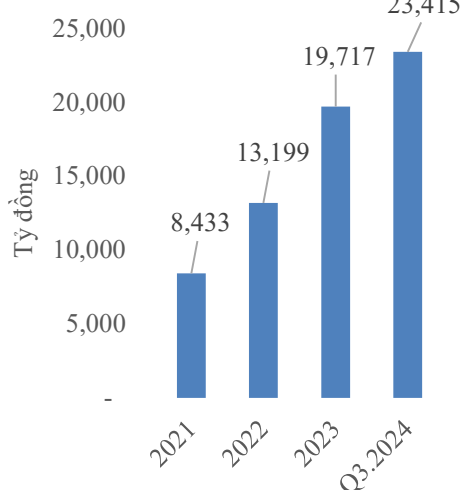
Nguồn: Fiin, CSI Research

Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: Fiin, CSI Research

Giá trị hàng tồn kho



Nguồn: Fiin, CSI Research

Tài trợ cho tài sản trên, KDH duy trì tỷ lệ nợ vay ở mức tương đối an toàn với D/E ở mức 40-80% trong gần 10 năm trở lại đây. Tỷ lệ dài hạn có xu hướng tăng trong những năm trở lại đây do doanh nghiệp huy động nguồn vốn triển khai hàng loạt dự án dự kiến bùng nổ doanh thu trong giai đoạn 2026 trở đi.

Khang Điền duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp tương đối cao trung bình 44% trong vòng 10 năm, biên lợi nhuận thuần trên 20% tương đối ấn tượng. Tuy nhiên hiệu quả sử dụng vốn KDH không quá cao chủ yếu đến từ chi phí lãi vay. Doanh nghiệp bất động sản thường sử dụng đòn bẩy để thực hiện dự án khi dự án kéo dài họ vẫn phải gánh chịu mức chi phí lãi vay. Đối với KDH luôn duy trì tỷ lệ tài sản thanh khoản cao ở mức khá cao đảm bảo dòng tiền đến hạn các khoản nợ. Chúng tôi dự phóng hiệu quả sử dụng vốn của KDH sẽ cải thiện trong thời gian tới nhờ đẩy nhanh pháp lý các dự án sẽ sớm được triển khai và mở bán.

Luận điểm đầu tư

1. Tên tuổi nhà phát triển nhà ở thấp tầng số một khu vực HCM cùng với quỹ đất tiềm năng khai thác trong dài hạn

KDH khẳng định thương hiệu với việc triển khai thành công hàng loạt các dự án thấp tầng, tập trung vào phân khúc liền kề và biệt thự ở thành phố Thủ Đức, phía Đông thành phố Hồ Chí Minh. Phần lớn các dự án này đều có quy mô dưới 8ha, cung cấp cho thị trường hơn 2,300 căn liền kề và biệt thự chất lượng cao, được hấp thụ nhanh chóng toàn bộ 100% trong thời gian ngắn sau khi mở bán. Đặc biệt là sự thành công của chuỗi dự án Mega, bao gồm Mega Residence, Mega Village, Mega Ruby trong giai đoạn 2013-2015. KDH mở rộng sang phát triển các dự án chung cư tập trung vào phân khúc trung cấp với 2 dự án Jamila và Safira cũng ở phía Đông thành phố Hồ Chí Minh.

Dự án Clarita Khang Điền



Dự án Emeria Khang Điền



Dự án Solina Khang Điền



Dự án Khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng

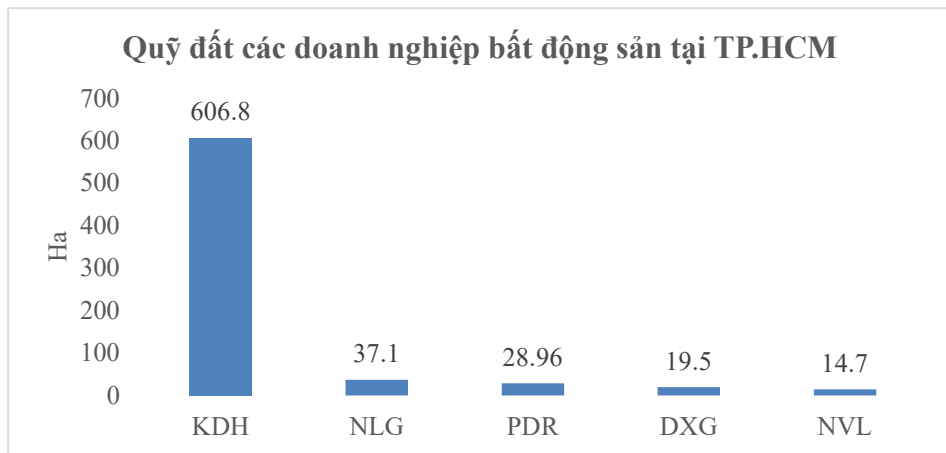


Dự án Green Village Khang Điền



Dự án KDC Tân Tạo Khang Điền

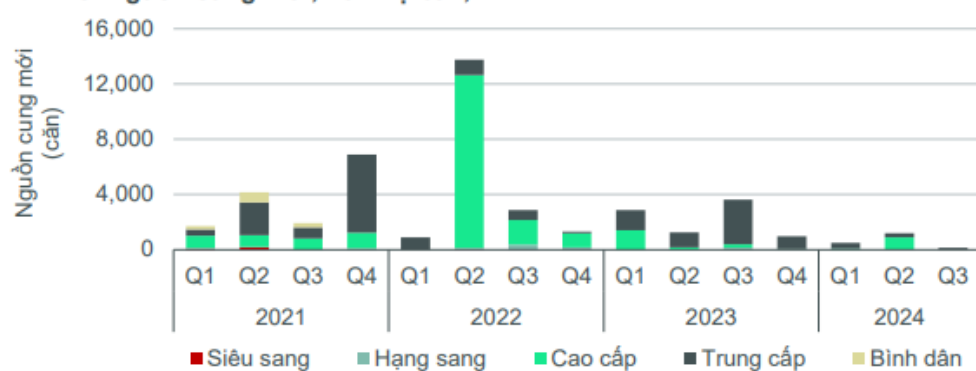
Cuối năm 2018 KDH đã hoàn thành nhận chuyển nhượng Công ty Đầu tư xây dựng Bình Chánh (BCCI), từ đó mở rộng quỹ đất sang phía Tây và Tây Nam thành phố, gồm các quận Bình Chánh và Bình Tân. Quỹ đất của KDH tăng từ 16ha trước sáp nhập lên hơn 600 ha.



Nguồn: CSI tổng hợp, CSI Research

Khang Điền sở hữu quỹ đất lớn nhất tại TP.HCM vượt trội hoàn toàn so với các doanh nghiệp khác chủ yếu bao gồm các dự án nhà ở thấp tầng và hơn 100 ha diện tích đất khu công nghiệp. Trong bối cảnh nguồn cung tại thủ phủ phía Nam ngày một hạn chế, KDH lại sở hữu nguồn lực khổng lồ hơn 600 ha đất dự án có pháp lý rõ ràng hầu hết đều đã có chấp nhận chủ đầu tư và quy hoạch 1/500 và đã được đền bù giải phóng mặt bằng và đóng tiền thuê đất từ nhiều năm trước. Luật Đất đai 2024 áp dụng bảng đất mới tiệm cận với giá thị trường từ 2026 sẽ gia tăng chi phí giải phóng mặt bằng của doanh nghiệp. Do đó, những doanh nghiệp tích lũy quỹ đất giai đoạn trước như KDH sẽ tối ưu được chi phí thực hiện dự án.

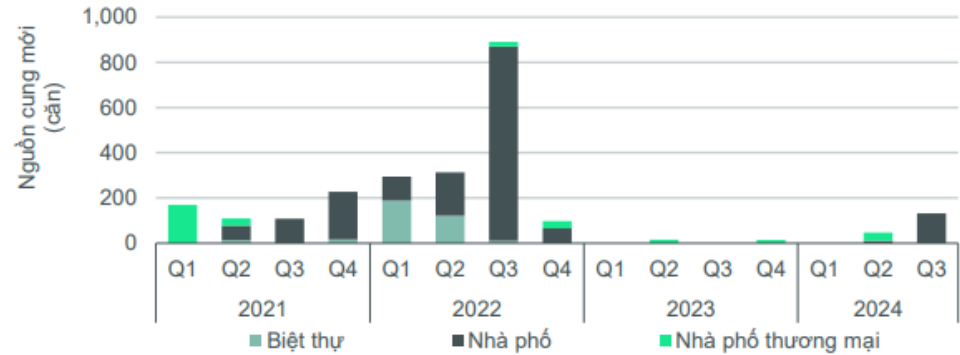
HÌNH 5: Nguồn cung mới, Căn hộ bán, TP.HCM



Nguồn: CBRE, CSI Research



HÌNH 7: Nguồn cung mới, Biệt thự & Nhà phố, TP.HCM



Nguồn: CBRE, CSI Research

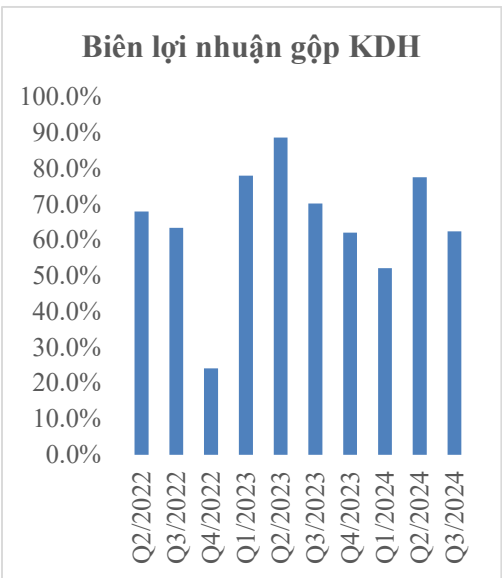
Quỹ đất và dự kiến các dự án triển khai trong tương lai

Dự án	Sản phẩm	Sở hữu	Diện tích	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2031	2031
Privia	Căn hộ	100%	1.9 ha								
Emeria	Tháp tầng	51%	6.1 ha								
Clarita	Tháp tầng	51%	4.3 ha								
Bình Trưng Đông	Tháp tầng	100%	18.4 ha								
Solina	Tháp tầng	100%	16.7 ha								
Green Village	Tháp tầng	100%	132 ha								
KCN Lê Minh Xuân	KCN	100%	110 ha								
Tân tạo	Tháp tầng	100%	330 ha								

Nguồn: CSI ước tính, CSI Research

2. Đón đầu xu hướng hồi phục bất động sản nhà ở phía Nam, chuyển mình với hàng loạt “đại dự án”

Trong khi thị trường phía Bắc nóng lên trở lại, thị trường phía Nam hồi phục tương đối chậm trong năm 2024. Một nguyên nhân quan trọng đó là nguồn cung mới tại khu vực TP.HCM tương đối eo hẹp. Nguồn cung nhỏ giọt chủ



Nguồn: Fiin, CSI Research

yếu đến từ các dự án mới nằm tại rìa khu Đông và khu Tây thành phố nên giá bán dự kiến thấp hơn trung bình giá của thị trường. Tình trạng khan hiếm nguồn cung phân khúc nhà phố và căn hộ kéo theo tỷ lệ hấp thụ gần 90% giỏ hàng mở bán chỉ trong quý mở bán. Đa phần giới đầu tư tại khu vực phía Nam vẫn đang chờ đợi khi 2025 trở đi là thời điểm mở bán hàng loạt dự án của các chủ đầu tư ưu tín như Nam Long, Khang Điền, An Gia,...

Động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2025-2027 chủ yếu đến từ các dự án: Privia, Classia, Solina và mở bán KCN Lê Minh Xuân.

Khang Điền dự kiến bàn giao toàn bộ 2 dự án Privia và Classia trong năm 2024. Trong năm 2025 dự kiến mở bán 2 dự án Emeria và Clarita với diện tích khoảng hơn 10ha sản phẩm chủ yếu bao gồm liền kề, biệt thự. Cả 2 dự án đều trong quá trình xây dựng và sẵn sàng mở bán trong năm 2025.

Đối với dự án Solina và KCN Lê Minh Xuân đều hoàn tất quá trình giải phóng mặt bằng. KCN Lê Minh Xuân dự kiến hoàn tất đóng tiền thuê đất trong năm nay và sẵn sàng khởi công đầu năm sau. Dự án Solina đã được bàn giao đất giai đoạn 1 hơn 12ha để bắt đầu triển khai dự án. Với tiềm lực tài chính tương đối lành mạnh chúng tôi tin rằng Khang Điền không gặp quá nhiều khó khăn trong việc giải quyết bài toán tài chính để triển khai các dự án.

Thông tin dự án giai đoạn 2025-2027:

Clarita

- Vị trí: Bình Trưng Đông, Thành phố Thủ Đức
- Diện tích: 5.8ha.
- Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề.
- Quy mô: ~160 sản phẩm thấp tầng.
- Tình trạng: Đang trong quá trình xây dựng (khởi công từ Q4/23).
- Doanh thu ước tính: 6,004 tỷ đồng
- Biên lợi nhuận gộp: 52%
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2025

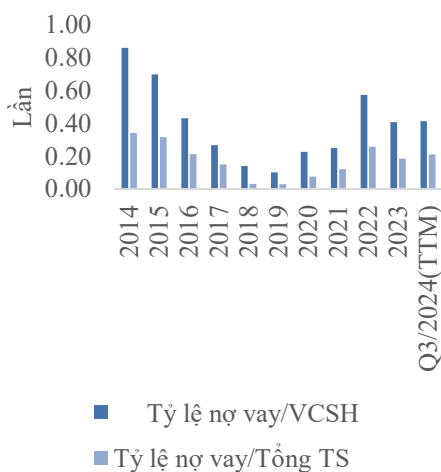
Emeria

- Vị trí: Bình Trưng Đông, TP. Thủ Đức
- Diện tích: 6.0 ha.
- Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề, căn hộ.
- Quy mô: ~60 sản phẩm thấp tầng và ~600 căn hộ.
- Tình trạng: Đang trong quá trình xây dựng (khởi công tháng 10 năm 2023) và đã hoàn thành phần thô phần thấp tầng.
- Doanh thu ước tính: 7,630 tỷ đồng
- Biên lợi nhuận gộp: 41%
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2025

Solina

- Vị trí: Bình Chánh, TP. HCM
- Diện tích: 16.42ha.
- Sản phẩm: Căn hộ cao cấp, nhà liền kề và biệt thự cao cấp.

Tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: Fiin, CSI Research

- Quy mô: gồm 2 giai đoạn: Giai đoạn 1: Diện tích gần 14ha, đất nhóm nhà ở (gồm chung cư cao tầng và đất ở thấp tầng) chiếm tỷ lệ 40%, phần còn lại là công trình công cộng. Giai đoạn 2: Diện tích hơn 2.4ha.
- Doanh thu ước tính: 10,067 tỷ đồng
- Tình trạng: Đã trả tiền sử dụng đất GĐ 1 và đang xin GPXD
- Biên lợi nhuận gộp: 62%
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2025

KCN Lê Minh Xuân

- Vị trí: Bình Chánh, TP. HCM
- Diện tích: 110 ha.
- Sản phẩm: Khu công nghiệp cho thuê.
- Quy mô: gồm 2 giai đoạn: Giai đoạn 1: Diện tích 89 ha. Giai đoạn 2: Diện tích hơn 20ha.
- Doanh thu ước tính:
- Tình trạng: Đã có quy hoạch chi tiết 1/500 và hoàn thành GPMB GĐ1. dự kiến hoàn thành nộp tiền thuê đất và xin giấy phép xây dựng trong quý 4 năm 2024
- Doanh thu ước tính: 3,150 tỷ đồng
- Biên lợi nhuận gộp: 58.5%
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2025

Chúng tôi nhận định Khang Điền sẽ có bước chuyển mình lớn sau giai đoạn 2027 khi thực sự lấn sân sang làm các đại dự án lớn có quy mô hàng trăm ha. Đây cũng là xu hướng mà nhiều doanh nghiệp hàng bất động sản hàng đầu theo đuổi trong đó VHM tương đối thành công với mô hình trên. Trong khi các doanh nghiệp khác muốn thực hiện các siêu dự án phải tìm đến các khu vực vùng ven cách xa trung tâm thành phố, Khang Điền vẫn sở hữu quỹ đất hơn 400ha được quy hoạch làm 2 dự án KDC Tân Tạo và Green Village. Với lợi thế lớn về vị trí và uy tín chủ đầu tư chúng tôi kỳ vọng 2 dự án kể trên sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ hấp thụ cao.

Thông tin dự án

Green Village



- Vị trí: Bình Chánh, Thành phố Hồ Chí Minh
- Diện tích: 132 ha.
- Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề.
- Quy mô: ~3,400 sản phẩm thấp tầng.

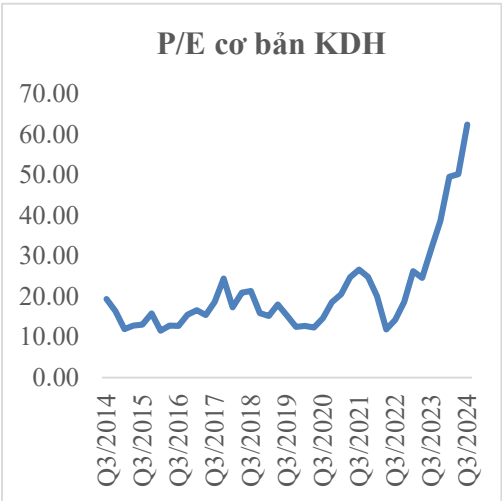
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	2.8%
Rm - Rf	9%
Country Default Spread	3.5%
Beta	0.97
Ke	11.23%
Kd (Sau thuế)	5.56%
E/(D+E)	80%
D/(D+E)	20%
WACC	10.13%

- Tình trạng: Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư, hiện đang làm việc với cơ quan địa phương để tính toán giá đất cuối cùng phải nộp.
- Doanh thu ước tính: 74,044 tỷ đồng
- Biên lợi nhuận gộp: 59.6%
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2027

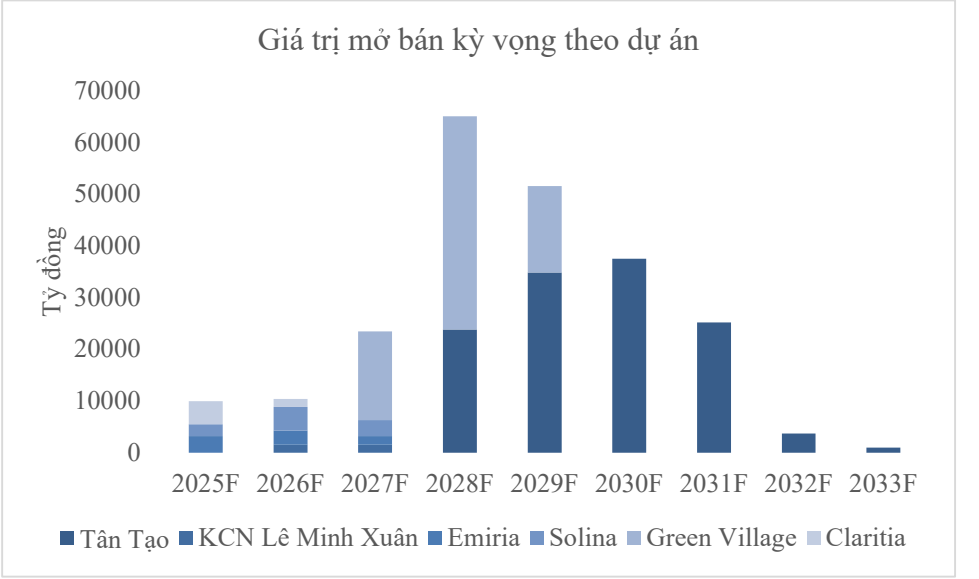
KDC Tân Tạo



- Vị trí: Bình Tân, Thành phố Hồ Chí Minh
- Diện tích: 330 ha.
- Sản phẩm: Biệt thự, nhà liền kề, căn hộ, nhà ở xã hội
- Quy mô: ~3000 sản phẩm thấp tầng, 7500 căn hộ và 9000 căn nhà ở xã hội
- Tình trạng: Đã hoàn thành bồi thường, GPMB từ 85%. Khi đền bù trên 90% thì dự kiến xin chấp thuận đầu tư để bắt đầu triển khai. Đang tính toán tiền thuê đất
- Doanh thu ước tính: 96,436 tỷ đồng
- Biên lợi nhuận gộp: 63.4%
- Kế hoạch mở bán: kỳ vọng trong năm 2028



Nguồn: Fiin, CSI Research

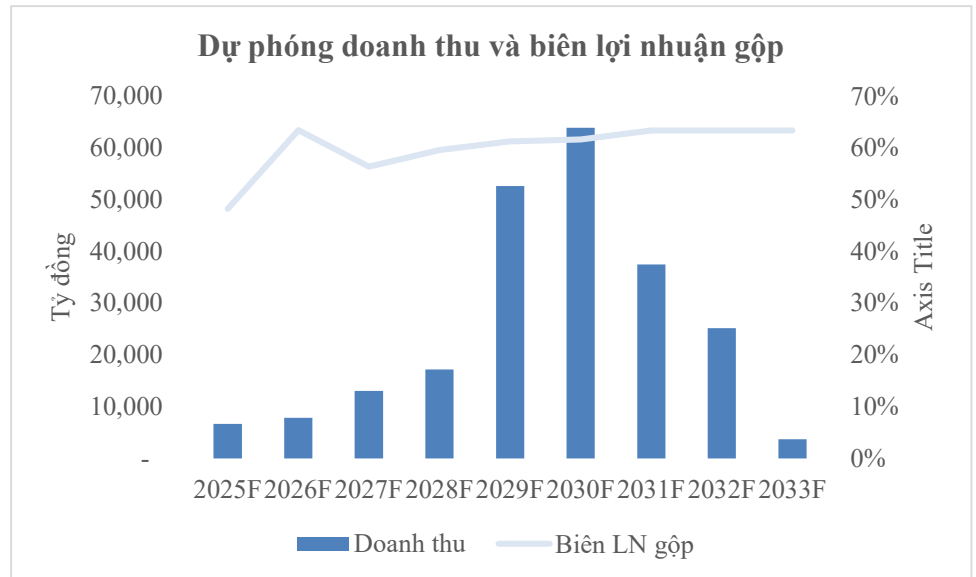


Nguồn: CSI ước tính, CSI Research

Năm 2024F, chúng tôi kỳ vọng giá trị kí bán đạt 3,400 tỷ đồng chủ yếu đến từ việc tiếp tục bán những căn còn lại tại Classia và Privia.

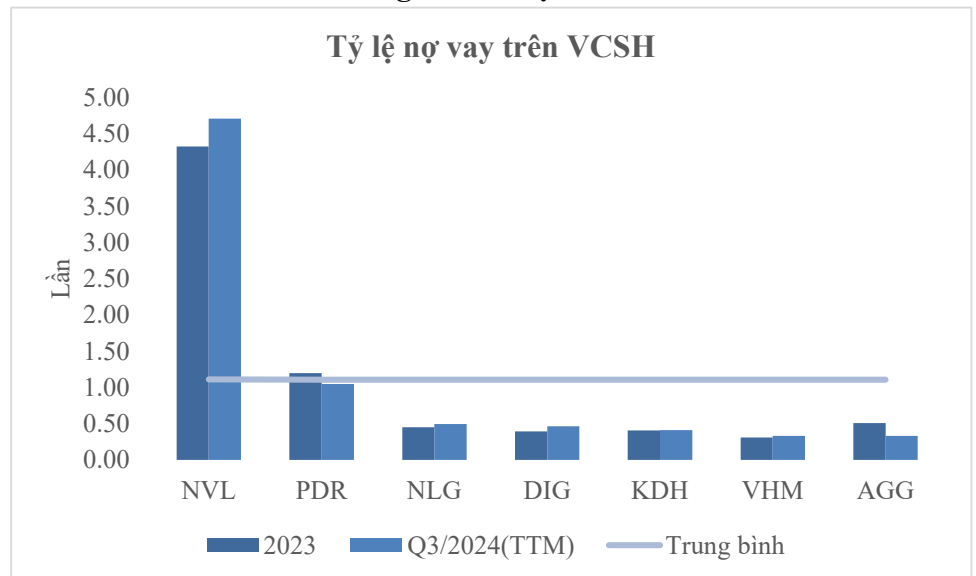
Năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng giá trị kí bán đạt 6,665 tỷ đồng (+96% YoY) nhờ mức nền thấp năm 2024 và đẩy mạnh bán hàng tại dự án Emiria và Clarita, bắt đầu triển khai và mở bán dự án Solina GĐ1. Triển khai xây dựng dự án KCN Lê Minh Xuân GĐ1.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp KDH sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2027-2029 nhờ mở bán 2 siêu dự án tại Bình Tân và Bình Chánh. Điểm rơi doanh thu và lợi nhuận của Khang Điền có thể đạt mức cao nhất từ trước đến nay trong giai đoạn 2028-2029.



Nguồn: CSI ước tính, CSI Research

3. Sức khỏe tài chính và dòng tiền ổn định



Nguồn: Fiin, CSI Research

Khang Điền duy trì tỷ lệ đòn bẩy tài chính ở mức trung bình trong ngành. Tỷ lệ nợ vay/VCSH của KDH tăng trong những năm gần đây, tương ứng với việc hàng tồn kho (HTK) được tích lũy. Điều này cho thấy doanh nghiệp có khả năng tiếp cận vốn tốt ngay cả khi thị trường tín dụng bị siết chặt và KDH vẫn có thể duy trì việc triển khai cả khi thị trường bất động sản gặp khó khăn.

KDH không gặp quá nhiều khó khăn trong hoạt động huy động vốn với sự hậu thuẫn của hàng loạt cổ đông lớn là các quỹ đầu tư. Mới đây Nhà Khang Điền chào bán hơn 110 triệu cổ phiếu KDH cho 20 nhà đầu tư chiến lược với

giá chào bán 27,250 đồng/cổ phiếu. Tổng số tiền thu được từ đợt chào bán là 3,000 tỷ đồng và số cổ phiếu này bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 1 năm. Sau đợt chào bán, doanh nghiệp này nâng vốn điều lệ từ 7,993 tỷ đồng lên 9,094 tỷ đồng. Báo cáo tình hình sử dụng vốn, KDH cho biết, trong khoảng thời gian từ ngày 29/7/2024 - 1/10/2024, doanh nghiệp này đã giải ngân toàn bộ 3,000 tỷ đồng huy động được, trong đó: Đầu tư góp vốn vào Công ty TNHH MTV Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Phúc (2,700 tỷ đồng); Thanh toán nợ vay tại ngân hàng theo hợp đồng tín dụng năm 2021 gần 250 tỷ đồng và bổ sung vốn lưu động phục vụ hoạt động kinh doanh 50 tỷ đồng. Trong đó Khang Phúc đang là chủ đầu tư của hàng loạt dự án sắp triển khai như Solina, Green Village. Giá trị hàng tồn kho của các dự án trên cũng tăng mạnh trong báo cáo tài chính quý 3 vừa qua.

Năm 2025, KDH dự kiến có 2 lô trái phiếu đáo hạn với tổng giá trị ở mức 1,100 tỷ đồng. Chúng tôi nhận định KDH sẽ không gặp khó khăn trong việc thanh toán 2 lô trái phiếu này nhờ Tiền và tương đương tiền 9T2024 ở mức 3,295 tỷ đồng và vừa huy động tăng vốn chủ thành công cũng như hàng loạt dự án mới mở bán trong năm sau.

Một cách thức tài trợ dự án khác được Khang Điền thực hiện là bán vốn. Năm 2023, KDH chuyển nhượng 49% vốn tại hai dự án Emeria và Clarita cho Keppel. Đây là bước đầu tiên trong kế hoạch phát triển lâu dài của KDH là mở rộng quan hệ hợp tác trong và ngoài nước có uy tín và năng lực để triển khai các dự án lớn. Với việc chuyển nhượng vốn – hợp tác đầu tư, KDH có thể giảm áp lực tài chính để triển khai các dự án quy mô lớn hơn trong giai đoạn tới.

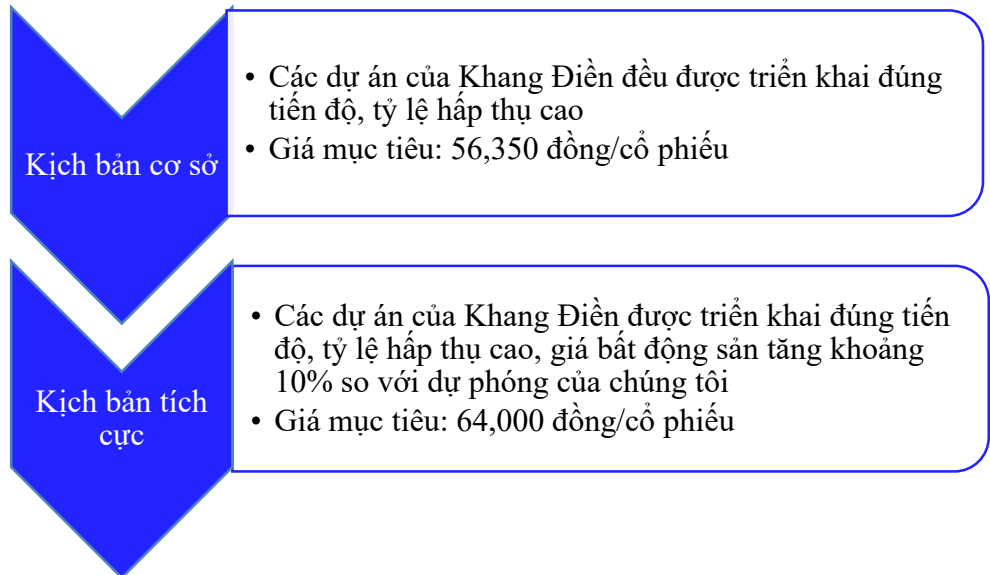
Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để định giá KDH. Trong đó, các dự án có kế hoạch cụ thể, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; với các dự án chưa có kế hoạch (thông tin rõ ràng) chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh do các dự án của Khang Điền triển khai cùng khu vực; các dự án sắp bàn giao chúng tôi sử dụng phương pháp BV cho giá trị hàng tồn kho dự án còn lại. Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 10.13% với lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 2.5% (lãi suất phi rủi ro) và Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử của KDH và VNINDEX. Đồng thời, chiết khấu thêm cho hai dự án Tân Tạo và Green Village tương ứng là 4-5%. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp RNAV của KDH được định giá ở mức 56,350 cho đồng thời gian nắm giữ là 5 năm.

Dự án	Giá trị dự án	Phương pháp
Privia	1,742	BV
Emeria	1,519	DCF
Clarita	1,856	DCF
Bình Trưng Đông	2,632	So sánh
Solina	4,646	DCF
Green Village	15,979	DCF

KCN Lê Minh Xuân	1,573	DCF
Tân tạo	33,238	DCF
Khác	1,416	BV

Các kịch bản giả định:



Vùng giá khuyến nghị giải ngân: 30,000-32,000 (PE FW2024 ở mức 32 lần tương đương với mức P/E bình quân 5 năm) thời gian nắm giữ 5 năm với lợi nhuận kỳ vọng: 76.1%-82.4%



Phụ lục

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	Q3/2024(TTM)
1. Hiệu quả hoạt động					
Hệ số vòng quay tài sản	0.33	0.26	0.16	0.09	0.06
Hệ số vòng quay vốn CSH	0.57	0.41	0.26	0.15	0.10
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	3.80	4.80	4.85	6.94	13.12
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	96.16	76.07	75.33	52.63	27.83
Hệ số vòng quay HTK	0.36	0.26	0.14	0.03	0.03
Thời gian trung bình xử lý HTK	1,021.42	1,414.37	2,536.38	11,376.88	13,170.23
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	5.48	9.81	11.02	4.98	4.16
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	66.63	37.22	33.12	73.23	87.84
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	1,050.94	1,453.21	2,578.60	11,356.28	13,110.21
2. Chỉ số thanh toán					
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.44	0.61	0.79	0.70	0.67
Hệ số thanh toán nhanh	1.27	2.47	2.27	1.04	1.38
Hệ số thanh toán hiện thời	3.09	5.95	5.85	4.63	6.08
3. Sức khỏe tài chính					
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.06	0.06	0.06	0.05	0.03
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.10	0.08	0.10	0.09	0.06
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.08	0.12	0.26	0.19	0.21
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.13	0.17	0.47	0.32	0.36
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.13	0.18	0.31	0.24	0.25
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.23	0.25	0.57	0.41	0.41
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.41	0.29	0.45	0.41	0.40
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	0.71	0.41	0.83	0.71	0.67
Tỷ lệ đòn bẩy	1.71	1.41	1.83	1.71	1.67
EBIT/ Lãi vay		88.34	113.96		
EBITDA/ Lãi vay		89.00	86.68		
4. Khả năng sinh lợi					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.33%	47.98%	50.12%	76.00%	66.07%
Tỷ suất EBITDA	34.38%	37.92%	27.82%	58.20%	48.37%
Tỷ suất EBIT	34.14%	37.64%	36.58%	58.42%	47.69%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	32.18%	41.19%	48.44%	51.20%	38.94%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	25.47%	32.22%	37.17%	34.94%	27.87%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	14.45%	12.63%	8.13%	6.61%	3.95%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	11.47%	9.98%	4.51%	5.06%	2.89%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	11.39%	9.91%	5.93%	5.08%	2.85%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	10.73%	10.96%	7.91%	4.45%	2.33%
ROA	8.49%	8.47%	6.14%	2.98%	1.67%
ROE	14.64%	13.13%	10.15%	5.72%	3.30%
ROIC	4.18%	3.13%	1.82%	2.28%	1.11%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	20.84%	21.78%	23.28%	31.76%	28.43%

5. Chỉ số dòng tiền					
Dòng tiền hoạt động/ Tổng nợ	0.03	-0.48	-0.11	-0.14	-0.39
Dòng tiền / doanh thu	0.24	0.73	0.49	0.42	2.39
Dòng tiền tự do / thu nhập hoạt động	0.70	1.93	1.33	0.71	5.01
Dòng tiền tự do trên tài sản	0.08	0.19	0.08	0.04	0.14
Dòng tiền tự do trên VCSH	0.14	0.30	0.13	0.06	0.25
Dòng tiền tự do/ CAPEX	22.50	47.34	23.03	4.03	44.08
6. Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	61.09%	-17.51%	-22.11%	-28.30%	-40.50%
Tăng trưởng lãi gộp	30.87%	-16.07%	-18.63%	8.71%	-28.85%
Tăng trưởng EBITDA YoY	26.45%	-8.61%	-42.85%	49.99%	-15.14%
Tăng trưởng EBIT YoY	26.53%	-8.65%	-24.31%	14.51%	-33.65%
Tăng trưởng LN trước thuế	22.57%	5.59%	-8.40%	-24.21%	-41.69%
Tăng trưởng phải thu YoY	-58.91%	-10.45%	-36.72%	-70.76%	-11.59%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	4.28%	5.38%	61.05%	50.86%	30.88%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	108.57%	3.52%	46.66%	20.89%	161.37%
Tăng trưởng Vay dài hạn	161.16%	64.22%	220.87%	-12.10%	47.00%
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	49.96%	-35.21%	2.02%	-6.96%	-12.42%
Tăng trưởng tài sản YoY	5.27%	2.46%	49.86%	22.94%	34.97%
Tăng trưởng VCSH YoY	6.29%	11.11%	11.49%	11.51%	26.86%
Tăng trưởng CFO YoY	199.44%	- 1,335.92 %	47.92%	-47.43%	-365.26%
7. Chỉ số định giá					
Vốn hóa (Tỷ VND)	29,222.1 9	16,844.95	22,329.2 5	26,057.5 7	32,963.25
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	29,231.5 9	18,067.61	26,584.5 1	30,745.9 4	39,546.42
BVPS	14,045.3 7	15,842.36	16,123.0 2	16,827.9 2	16,627.63
Doanh số/ Cổ phiếu	7,832.04	5,814.52	4,062.28	2,611.96	1,868.35
EPS cơ bản	1,992.04	1,776.77	1,538.65	895.32	521.24
EPS pha loãng	1,992.14	1,776.77	1,538.65	895.32	521.24
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	6,090.48	4,229.18	1,975.06	1,087.44	4,460.09
P/B	3.60	1.65	1.93	1.94	1.96
P/E cơ bản	25.35	14.75	20.24	36.41	62.54
P/E pha loãng	25.35	14.75	20.24	36.41	62.54
P/S	6.45	4.51	7.67	12.48	17.45
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	6.45	4.83	9.13	14.73	23.26
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	18.76	12.75	32.81	25.30	48.08
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	18.89	12.84	24.96	25.21	48.77
Tỷ suất cổ tức	0.00%				0.00%

Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp



024 3926 0099



0886998288



online@vncsi.com.vn



Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội



HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

4. CTG

Ngân hàng Thương mại Cổ Phần Công Thương Việt Nam (CTG – HSX)

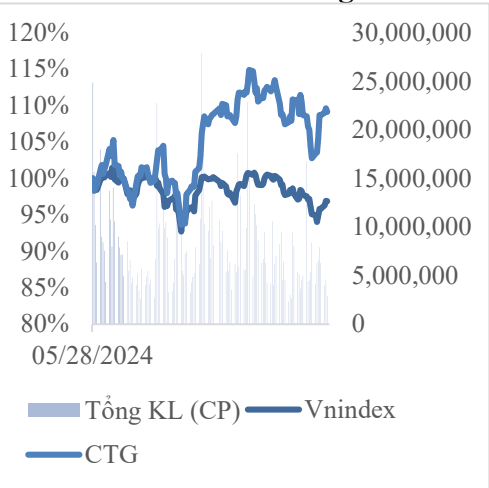
VƯƠN TỚI VỊ THẾ DẪN ĐẦU



Ngày thực hiện: 28/11/2024

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	35,400
Giá mục tiêu	56,600
Upside	60%
Thời gian nắm giữ	5 năm
Cổ tức2023	11.74%
Tỷ suất cổ tức	3.1%

Biến động giá CTG & VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	5,369,991,739
Vốn hóa (tỷ VND)	190,097.71
Khoảng giá 52 tuần	26,000-37,000
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	199.06
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	64.46%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	26.8%

Chỉ số tài chính

Năm	2021	2022	2023
EPS	2,525	3,491	3,221
BVPS	19,34	22,35	23,27
PB	2	4	9
PB	1.50	1.44	1.52
ROE%	15.85	16.74	17.11
ROA%	0.98	1.00	1.04

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)

Tiêu chí	2021	2022	2023	2024F
Tổng tài sản sinh lãi	1,483.56	1,728.99	1,978.02	2,274.72
Tăng trưởng	14%	17%	14%	15%
Lợi nhuận sau thuế	14.22	16.83	20.13	24.20

Nguồn: Fiin, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Tăng vốn kinh doanh là cơ sở để tiếp tục tăng trưởng trong tương lai: Trong ĐHCĐ năm 2024, CTG cũng đưa ra kế hoạch lợi nhuận 2022, 2023 để tăng vốn điều lệ với tổng số tiền khoảng 25.6 nghìn tỷ tương ứng tăng 47% vốn điều lệ. Nếu được chấp thuận CTG sẽ có vốn điều lệ lớn thứ 2 các ngân hàng niêm yết, sau VPB. ViettinBank cũng đề xuất giữ lại toàn bộ lợi nhuận hàng năm của giai đoạn 2024-2028 để tăng vốn, nâng cao năng lực tài chính và mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng.

Quản trị rủi ro tốt giúp chất lượng tài sản ngân hàng nâng cao: Rất nhiều ngân hàng vướng phải nợ xấu của ngành Bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp trong những năm gần đây nhưng CTG không dính phải những khách hàng đầy rủi ro này chúng tôi đánh giá 1 điểm cộng. Một phần nguyên nhân giúp ngân hàng né được những Deal cho vay rủi ro bởi có yếu tố Nhà nước trong cơ cấu cổ đông. Điều này đã kìm cương được ngân hàng không giải ngân đối với những dự án chưa được nghiệm thu rủi ro. Theo dõi tài sản khác của CTG ngoài giai đoạn sau 2012 và sau dịch Covid có xu hướng tăng nhanh sau đó duy trì ở ngưỡng gần 50% Vốn chủ sở hữu. Đây đều là những giai đoạn cả nền kinh tế gặp khó khăn, rất khó tránh khỏi nợ xấu tăng lên. Đến nay tỷ lệ này đã giảm xuống còn hơn 30% cho thấy chất lượng tài sản của CTG ngày càng tăng lên. So sánh với các ngân hàng lớn khác, tỷ lệ này của CTG cũng ở mức thấp hơn khá nhiều.

Khả năng kiểm soát chi phí rất tốt: CIR là chỉ tiêu đánh giá khả năng quản trị chi phí, thông thường mức này ở ngưỡng 50%, sau khi áp dụng công nghệ tỷ lệ này giảm xuống. Bình quân CIR các ngân hàng niêm yết tại Q3/2024 đạt 43%. Đối với CTG tỷ lệ CIR chỉ bằng 27.8% thấp hơn so với bình quân này và thấp hơn cả 2 ngân hàng Nhà nước là BIDV và VCB.

Rủi ro đầu tư:

Rủi ro nợ xấu: Nợ xấu là vấn đề quan trọng và khó ước tính nhất, ngoài ra đặc điểm chung của nhóm Ngân hàng là sử dụng đòn bẩy lớn nên chỉ cần 1 chút sơ xuất là đưa vốn chủ về số 0 tròn trĩnh. Mặc dù CTG là ngân hàng không tham gia vào những lĩnh vực chứa đựng nhiều rủi ro như cho vay kinh doanh Bất động sản, Đầu tư trái phiếu doanh nghiệp nhưng các lĩnh vực khác cũng có rủi ro nợ xấu phát sinh khi nền kinh tế đi xuống. Nhà đầu tư cần theo dõi sát sao biến số này để có những điều chỉnh (nếu có) về sau.

Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu của Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam với mục tiêu 56,600VND. Để đạt mức sinh lời tốt hơn, chúng tôi khuyến nghị giải ngân dần khi cổ phiếu điều chỉnh về vùng giá 30,000 – 32,000VND tương ứng với tỷ lệ Upside 88.7% và 76.9%.

LỰA CHỌN ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU NGÀNH NGÂN HÀNG

Nếu chỉ nhìn vào tăng trưởng lợi nhuận thì rất khó để đánh giá tốt – xấu của ngân hàng mặc dù đây là key point để lựa chọn ngân hàng làm ngành chúng tôi hướng tới đầu tư. Nghe qua khá mâu thuẫn đúng không? Nhưng để chúng tôi làm rõ quan điểm của mình. Tăng trưởng lợi nhuận là không thể thiếu, tuy nhiên chúng tôi cần đánh giá được sự tăng trưởng đó là thực hay ảo, có sự ổn định hay nhất thời. Nếu chỉ nhìn vào con số lợi nhuận trong quý hoặc trong 1-2 năm gần đây thì thật khó đánh giá bởi các “pháp sư tài chính” trong ngân hàng có thể chuyển lợi nhuận trong 1 vài năm bằng nhiều cách khác nhau như thay đổi nhóm nợ, chuyển vào ngoại bảng... nhưng rất khó duy trì điều này trong nhiều năm.

Bên cạnh nhìn vào hoạt động kinh doanh qua nhiều thời kỳ, chúng tôi đánh giá chất lượng lợi nhuận thông qua các tài sản sinh lời có an toàn không, có đáng tin không. Chúng tôi sử dụng chỉ số về đòn bẩy, các lĩnh vực ngân hàng cho vay và dòng tiền lãi thu về được ngân hàng để đánh giá chất lượng tài sản của ngân hàng.

Trong ngành Ngân hàng có 1 câu khá nổi tiếng “Eat well or Sleep well”. Một Ngân hàng có chiến lược Eat well sẽ bắt chấp rủi ro để có lợi nhuận tốt, trong chu kỳ kinh tế thuận lợi những ngân hàng này tăng trưởng lợi nhuận rất nhanh nhưng ngược lại khi chu kỳ kinh tế xấu đi thì những ngân hàng này chịu rủi ro lớn, thậm chí phá sản. Điển hình về các ngân hàng ưa thích ăn ngon như Lehman Brothers phá sản với các gói vay thế chấp dưới chuẩn trị giá hơn 30 tỷ USD. Ngân hàng Barings 300 năm tuổi bởi mẩu phai sinh chỉ số Nikkei 225 – do trader đứng đầu tên Nick Leeson làm lỗ hơn 1.3 tỷ USD sau khi kiếm hơn 200 triệu GBP/năm. Hay Delta Bank nhờ lĩnh vực tiêu dùng vươn lên top 5 ngân hàng lớn nhất Ukraine trong 7 năm sau đó bất ổn do chính trị, ngân hàng phá sản với khoản nợ lên đến 1 tỷ USD. Hay gần đây nhất là ngân hàng Credit Suisse sụp đổ bởi những khoản cho vay và đầu tư đầy rủi ro, chấm dứt 167 năm tồn tại của Ngân hàng.

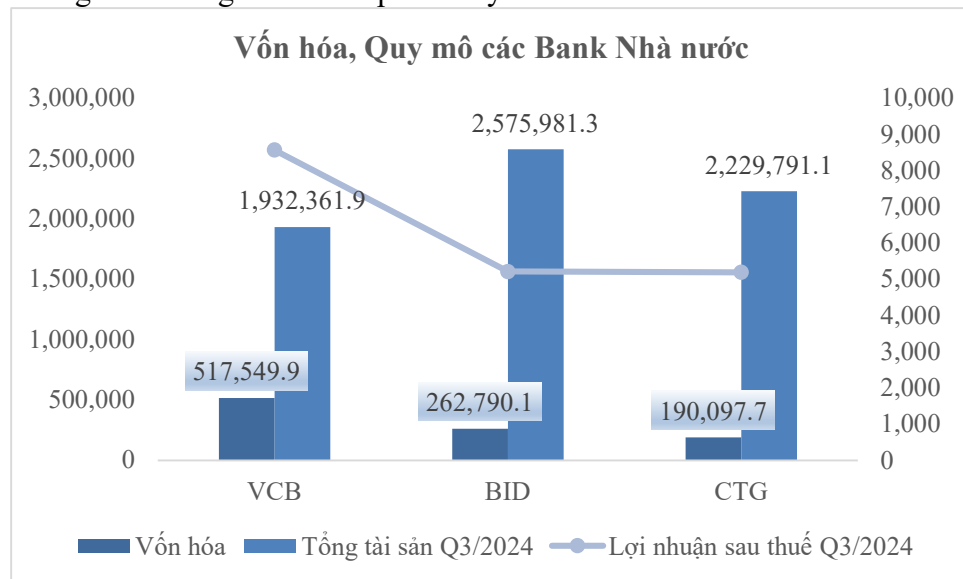
Chúng tôi phân chia ngành ngân hàng theo 3 nhóm: Ngân hàng nhà nước, Ngân hàng thương mại lớn, các ngân hàng thương mại nhóm nhỏ. Dòng chảy vốn trên đất nước Việt Nam phụ thuộc hoàn toàn vào hệ thống ngân hàng do hệ thống khác như trái phiếu, quỹ đầu tư ở Việt Nam chưa được phát triển rộng rãi. Có thể nói ngành ngân hàng như là mạch máu của nền kinh tế, người dân không gửi tiền vào ngân hàng thì cũng không có lựa chọn nào khác tối ưu hơn. Là huyết mạch của nền kinh tế nên niềm tin vào thương hiệu được đánh giá cao trong mắt người gửi tiền. Đối với các ngân hàng nhỏ sẽ không có lợi thế này, nếu gặp 1 sự cố nào đó khả năng mất thanh khoản rất cao. Do đó chúng tôi ưu tiên lựa chọn những ngân hàng Nhà nước và những ngân hàng thương mại lớn để đầu tư.

Đối với các ngân hàng thương mại lớn thuộc top trên như MBB, ACB, TCB, VPB, STB đều có những câu chuyện riêng. Đối với ngân hàng STB, đề án xử lý nợ tồn đọng từ 2016 tới nay đã gần hoàn thành nhưng khoản nợ xấu này được thế chấp bằng 32.5% vốn cổ phần nhóm ông Trầm Bê đến nay chưa tìm được chủ nhân mới. Đây là 1 rủi ro chúng tôi không đánh giá được khi không rõ ông chủ mới là ai, tích cách ông chủ này thế nào vì vậy chúng tôi loại khỏi danh mục đầu tư.

VPB là ngân hàng bán lẻ, nợ xấu cao hơn các ngân hàng khác do đặc thù phân khúc bán lẻ. Tuy nhiên chúng tôi không đánh giá được hệ thống quản

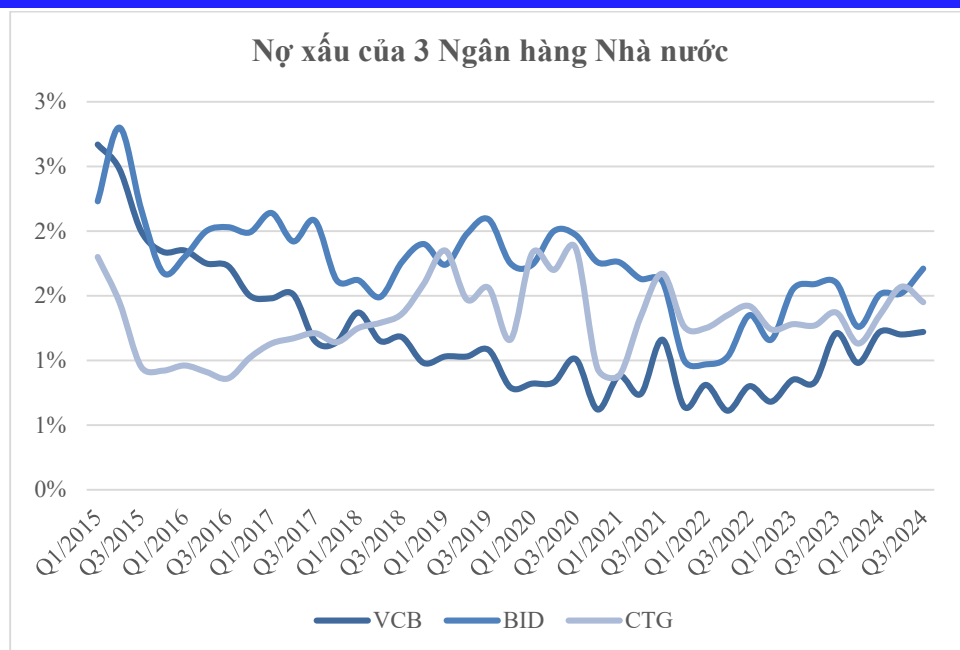
trị rủi ro của ngân hàng này, đồng thời Chủ tịch VPB là ông Ngô Chí Dũng, xuất phát điểm chuyên về kỹ thuật, kinh doanh tại Đông Âu. Không có nhiều thông tin đánh giá vị chủ tịch này song qua 1 số biểu hiện như hàng loạt thương vụ phát hành riêng lẻ, cá giao dịch mua bán cổ phiếu trao tay của họ khiến trực giác của chúng tôi cho rằng khó để yên tâm nắm giữ ngân hàng này trong trung hay dài hạn.

Đối với TCB là ngân hàng có hệ thống quản trị tốt, nhiều chỉ tiêu tốt nhất ngành như tỷ lệ Casa, tăng trưởng tín dụng tuy nhiên lại phụ thuộc rất lớn vào tập đoàn Vingroup, Masan, Vingroup. Nếu Vingroup hay Masan, Vingroup gặp bất trắc thì TCB lại rất khó hồi phục. Còn lại ACB và MBB đều là những ngân hàng tốt nhưng luôn trong tình trạng full room, nhà đầu tư nước ngoài không thể tham gia với 2 cổ phiếu này.



Nguồn: FiinX, CSI Research

Chỉ còn những ngân hàng Quốc doanh có thể xem xét đầu tư, đối với VCB là ngân hàng top đầu về khả năng quản trị nhưng xét qua 1 số yếu tố định giá ngân hàng này cao hơn khá nhiều đối với 2 ngân hàng còn lại. BID có nợ xấu và định giá đều cao hơn. Do đó chúng tôi lựa chọn CTG sẽ tối ưu hơn cả về mặt định giá và chất lượng tài sản giữa các cổ phiếu thuộc nhóm Ngân hàng Nhà nước.



Nguồn: FiinX, CSI Research

NGÂN HÀNG CÓ KHẢ NĂNG TĂNG TRƯỞNG AN TOÀN NHẤT TRONG 5 NĂM TỚI

Tổng quan Ngân hàng Thương mại cổ phần Công Thương Việt Nam

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Ngân hàng Thương mại cổ phần Công Thương Việt Nam (CTG – HOSE) được thành lập trên cơ sở tách ra từ Ngân hàng nhà nước năm 1988. Hiện nay CTG là 1 trong 4 ngân hàng Quốc Doanh của Việt Nam. Là một trong những ngân hàng thành lập đầu tiên của Việt Nam, CTG sở hữu mạng lưới với 155 chi nhánh, 956 phòng giao dịch trên 63 tỉnh thành, thành phố trên cả nước.

Lịch sử hình thành và phát triển:

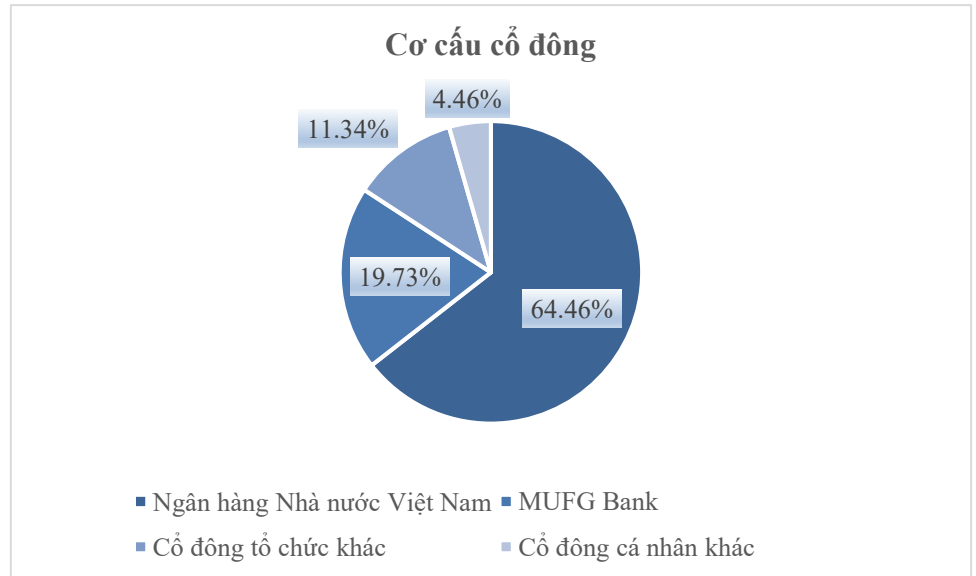
- 1988 – 2013: Giai đoạn kiến tạo nền tảng cơ bản khi mới thành lập, niêm yết trên sàn vào năm 2009 và hợp tác chiến lược với MUFG Bank vào năm 2013
- 2014 Xây dựng chiến lược bán lẻ, mục tiêu trở thành ngân hàng bán lẻ tốt nhất Việt Nam
- 2017 Chuyển đổi thành công hệ thống Core Banking (SunShine), đưa ViettinBank trở thành ngân hàng sở hữu nền tảng công nghệ bậc nhất Ngành ngân hàng.
- 2021 Tăng vốn điều lệ lên 29% giúp ngân hàng nâng cao năng lực tài chính
- 2023 tiếp tục tăng vốn điều lệ 11.86%. Triển khai Chương trình chuyển đổi số bài bản, toàn diện

2. Cơ cấu cổ đông

Về cơ cấu cổ đông, Ngân hàng nhà nước chiếm 64.46% chạm mức tối thiểu Ngân hàng nhà nước phải nắm giữ (Quyết định số 22/2021/QĐ-TTg vẫn chốt tỷ lệ nắm giữ cổ phần tối thiểu 65% tại các ngân hàng thương mại Nhà nước). Với Quyết định này đem lại cho Nhà nước quyền kiểm soát tuyệt đối trong ngân hàng, tuy nhiên lại cản trở quá trình tăng vốn khi muốn mở rộng kinh doanh. Nếu muốn tăng vốn nhanh có thể thực hiện qua các giải pháp như phát hành

riêng lẻ cho cổ đông chiến lược hay phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu thì với CTG đều khó khăn. Về phát hành riêng lẻ, CTG không thể phát hành thêm do chạm tỷ lệ sở hữu tối thiểu. Đối với phát hành cho cổ đông hiện hữu buộc Nhà nước cũng phải bỏ số vốn rất lớn để giữ nguyên tỷ lệ sở hữu nhưng ngân sách khá eo hẹp. Tuy nhiên, không tăng vốn nhanh bằng nguồn vốn ngoại sinh thì có thể tăng vốn nhanh trong 1 giai đoạn bằng nguồn vốn nội sinh. Lợi nhuận sau thuế giữ lại trong nhiều năm (tương ứng với 47% vốn điều lệ) chính là động lực để CTG tăng trưởng mạnh trong chu kỳ tới.

Các cổ đông khác đa phần là các tổ chức tài chính, quỹ đầu tư trong đó cổ đông chiến lược là MUFG Bank sở hữu 19.73%. Qua tỷ lệ sở hữu trên cho thấy cơ cấu cổ đông khá cô đặc



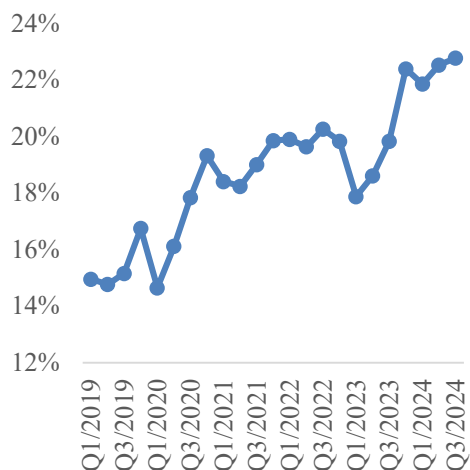
Nguồn: FiinX, CTG, CSI research

3. Quy mô, thị phần của Ngân hàng

Sau 36 năm xây dựng và phát triển, Ngân hàng đang sở hữu độ phủ lớn trên toàn quốc với 956 phòng giao dịch với Tổng tài sản lên tới 2.23 triệu tỷ, đứng thứ 2 trong số 27 ngân hàng niêm yết (xếp sau Ngân hàng BIDV). Dư nợ cho vay khách hàng hàng lên đến 1.6 triệu tỷ đồng chiếm 10.84% dư nợ toàn nền kinh tế, cao hơn VCB 1.3% và thấp hơn BID 2.4%.

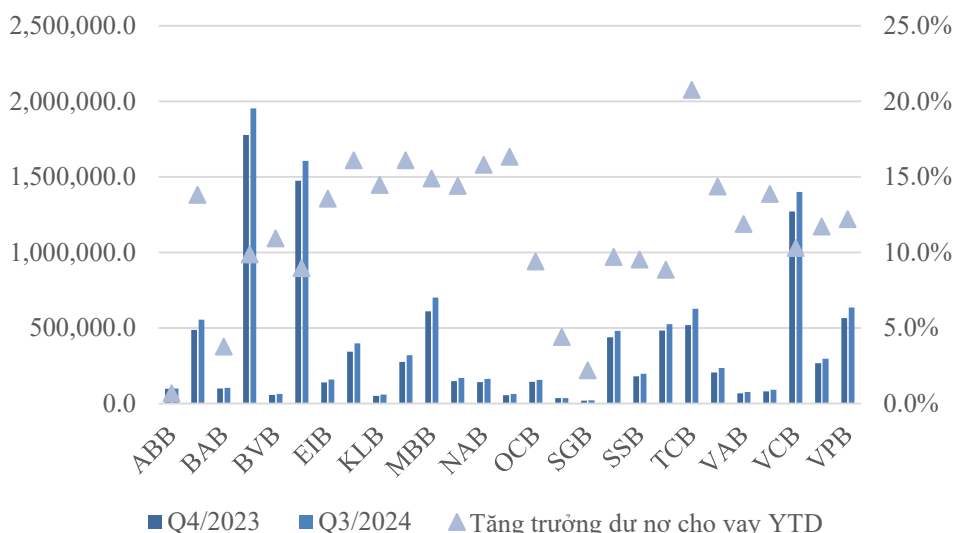
Trên sàn có 27 ngân hàng niêm yết với tổng số dư nợ cho vay khách hàng tại Q3/2024 đạt 11.2 triệu tỷ, trong đó 3 ngân hàng Nhà nước đạt 4.96 triệu tỷ cho thấy các ngân hàng Nhà nước vẫn chiếm tỷ trọng rất lớn với 44.3% trong cơ cấu dư nợ cho vay. Nhưng tăng trưởng dư nợ cho vay tương đối thấp so với các ngân hàng thương mại có quy mô nhỏ hơn.

Casa



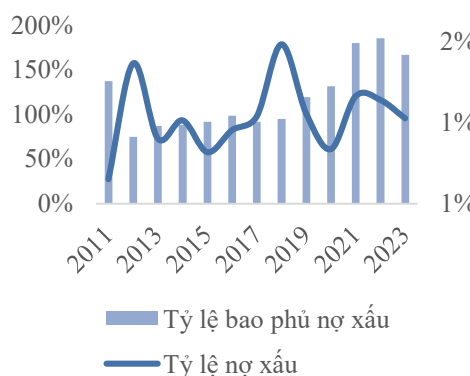
Nguồn: FiinX, CSI research

Dư nợ cho vay khách hàng và tăng trưởng dư nợ



Nguồn: FiinX, CSI research

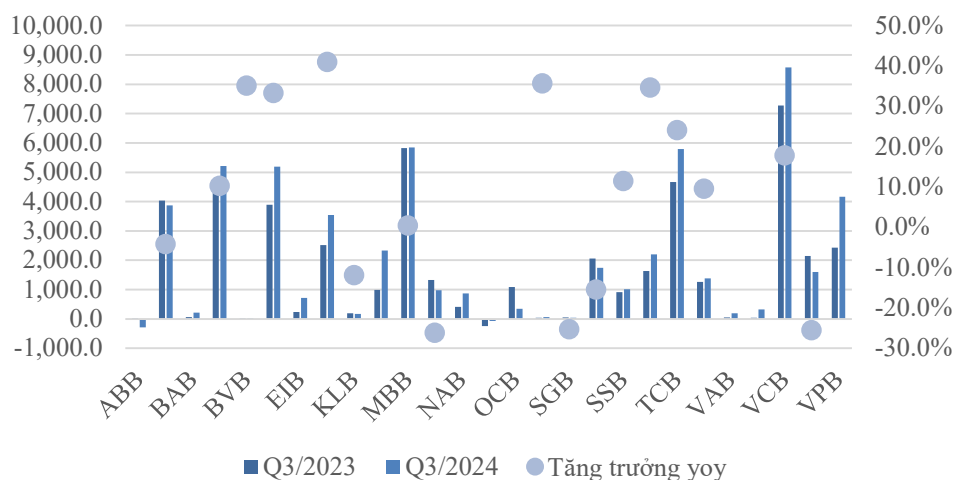
Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu



Nguồn: FiinX, CSI research

Tuy có quy mô lớn nhưng lợi nhuận của CTG chưa phản ánh được lợi thế đó, tại Q3/2024 lợi nhuận sau thuế của CTG đạt 5.2 nghìn tỷ (+33.3 yoy) Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024 đạt 15.6 nghìn tỷ (+11.5% yoy).

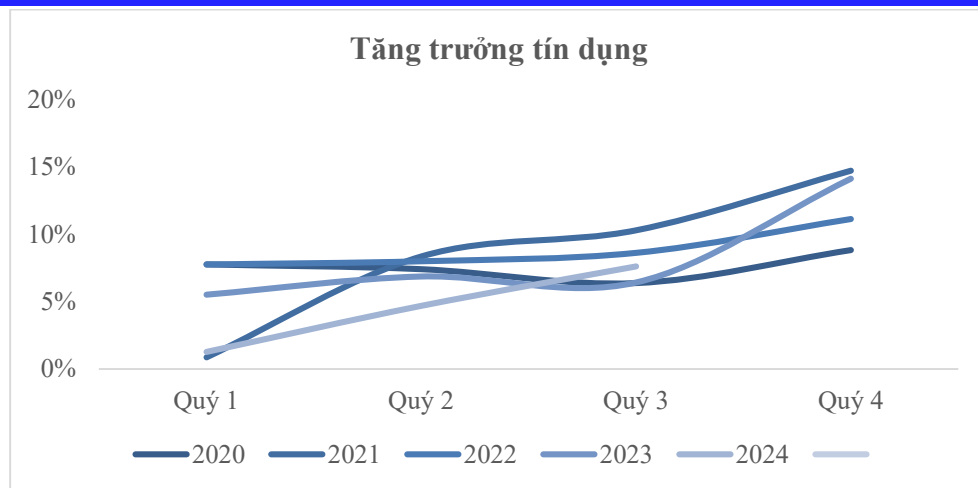
LNST và Tăng trưởng LNST (yoy)



Nguồn: FiinX, CSI research

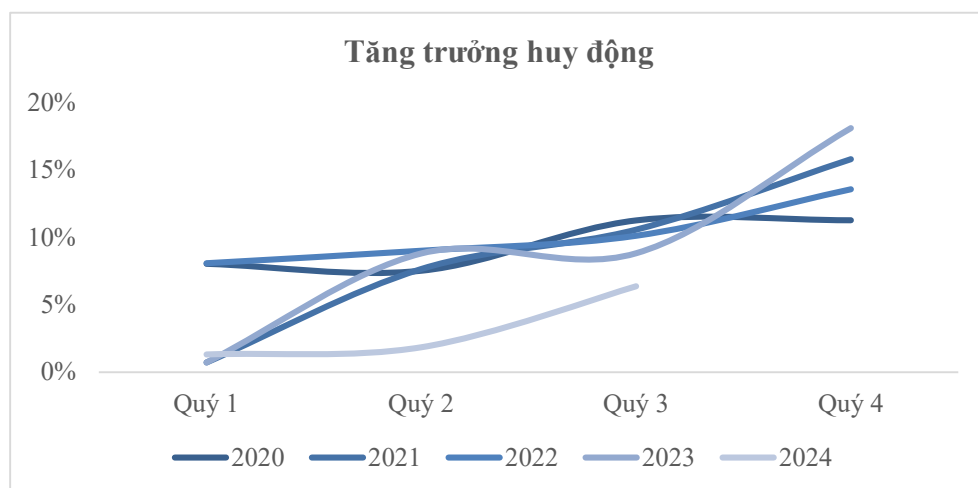
4. Tình hình tài chính của ViettinBank

Tính tới Q3/2024 Tổng tài sản của Ngân hàng Viettin đạt 2.23 nghìn tỷ, tăng 9.7% so với đầu năm và 18.1% yoy. Trong đó, 3 khoản mục lớn nhất là cho vay khách hàng, tiền gửi & cho vay các tổ chức tín dụng và chứng khoán đầu tư lần lượt tăng 16% yoy, 48.4% yoy và 10.8% yoy. Tăng trưởng tín dụng của CTG tương đối thấp so với các ngân hàng khác, 9 tháng đầu năm mới tăng trưởng được 7.6%. Tuy mức tăng trưởng khiêm tốn nhưng vẫn cao hơn năm trước cho thấy xu hướng tăng trưởng tín dụng đang dần cải thiện.



Nguồn: FiinX, CSI research

Trái ngược với xu hướng tăng trưởng tín dụng hồi phục, tăng trưởng huy động chậm lại đáng kể so với các năm trước. Tại Quý 3/2024, tăng trưởng huy động của CTG đạt 6.37%, cùng kỳ các năm trước đa số tăng trên 10%. Tăng trưởng huy động chậm không chỉ riêng CTG mà toàn ngành đều gặp tình trạng này. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ khả năng hấp thụ tín dụng yếu của nền kinh tế đồng thời lãi suất tiền gửi thấp nên khó huy động hơn.



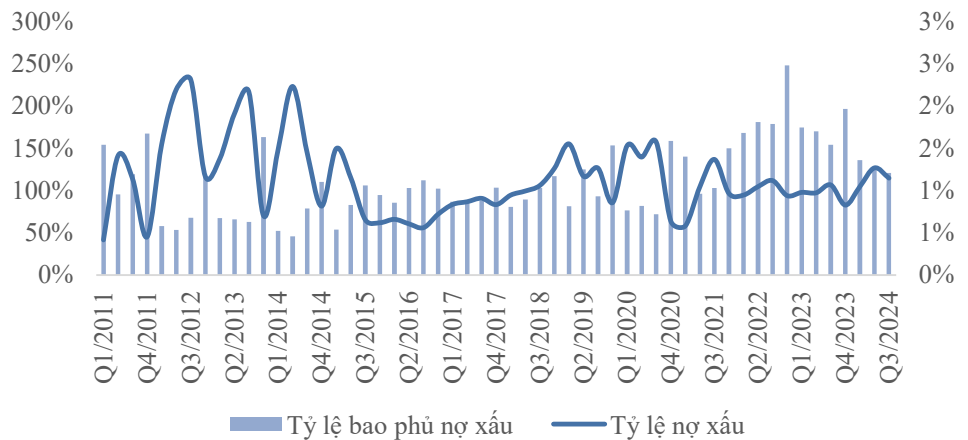
Nguồn: FiinX, CSI research

Một trong những nguồn vốn giá rẻ mà ngân có thể huy động được là CASA đang có xu hướng tăng dần rất rõ ràng. Hệ số Casa tại Q3/2024 đạt 22.77% tăng thêm 2.94% so với cùng kỳ. Xu hướng mở rộng Casa được duy trì sẽ giúp lợi nhuận của CTG tăng trưởng tốt hơn trong tương lai.

Tỷ lệ nợ xấu của CTG tại Q3/2024 đạt 1.45% tăng nhẹ so với cùng kỳ (Q3/2023 đạt 1.37%) nhưng đã giảm so với quý trước. Tỷ lệ nợ xấu tăng kéo theo tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm xuống chỉ còn 120.7% so với năm 2023 đạt 167.2%. Nhìn vào Chart có thể thấy tỷ lệ nợ xấu không tăng nhiều trong các năm 2022, 2023 nhưng tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng mạnh cho thấy Viettin đã trích lập trước các khoản nợ xấu cho dù có những thông tư hoãn nợ, giãn nợ, không thay đổi nhóm nợ như thông tư 02. Vì thế nợ xấu có tăng lên giai đoạn này cũng nằm trong kế hoạch của ngân hàng rồi nên chúng tôi đánh giá không cần lo lắng nhiều. Hơn thế nữa, nếu nhìn vào cơ cấu cho vay của Ngân hàng sẽ thấy khá an toàn khi không vướng vào các lĩnh vực rủi ro như bất động

sản, trái phiếu doanh nghiệp. Như vậy những khoản nợ xấu tăng lên này chủ yếu ảnh hưởng bởi nền kinh tế chung suy yếu và sẽ phục hồi trở lại khi nền kinh tế quay lại quỹ đạo tăng trưởng.

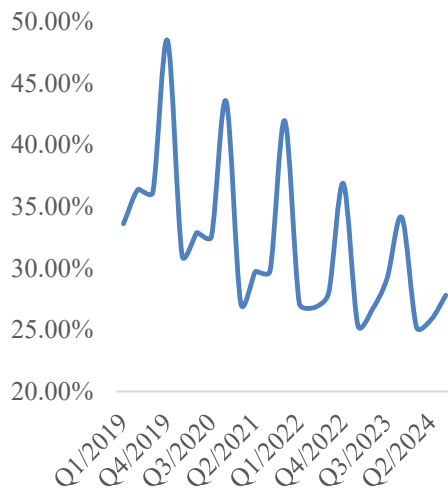
Tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



Nguồn: FiinX, CSI research

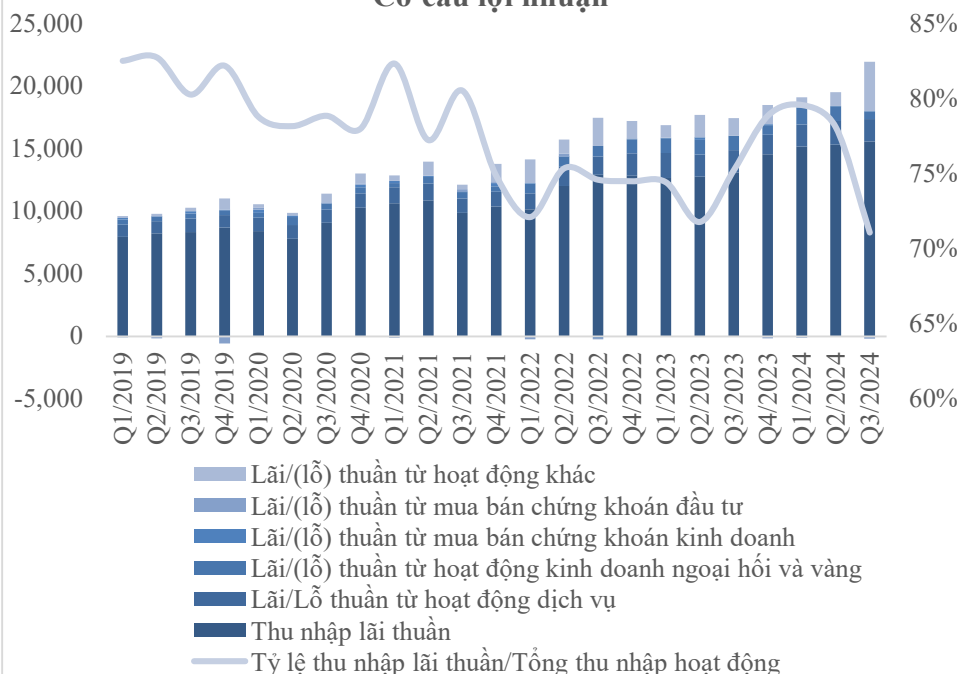
Về kết quả kinh doanh của CTG, lợi nhuận chính đến từ thu nhập lãi, trong kỳ giảm nhẹ 5.8% yoy tương ứng đạt 30.9 nghìn tỷ nhưng chi phí lãi giảm mạnh hơn chỉ còn 15.34 nghìn tỷ (-22.3% yoy). Qua đó giúp thu nhập lãi thuần tăng 19% yoy tương ứng với 15.58 nghìn tỷ. Lũy kế 9 tháng 2024, thu nhập lãi thuần đạt 46.1 nghìn tỷ (+19.7% yoy). Bên cạnh đó, lãi từ thu nhập khá tăng mạnh 181.1%, đây chủ yếu là các khoản thu được trong quá trình xử lý nợ xấu do đó mang tính biến động mạnh theo từng thời kỳ.

CIR



Nguồn: FiinX, CSI research

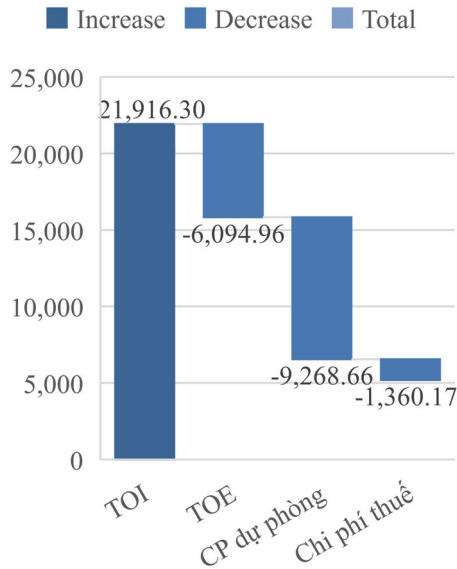
Cơ cấu lợi nhuận



Nguồn: FiinX, CSI research

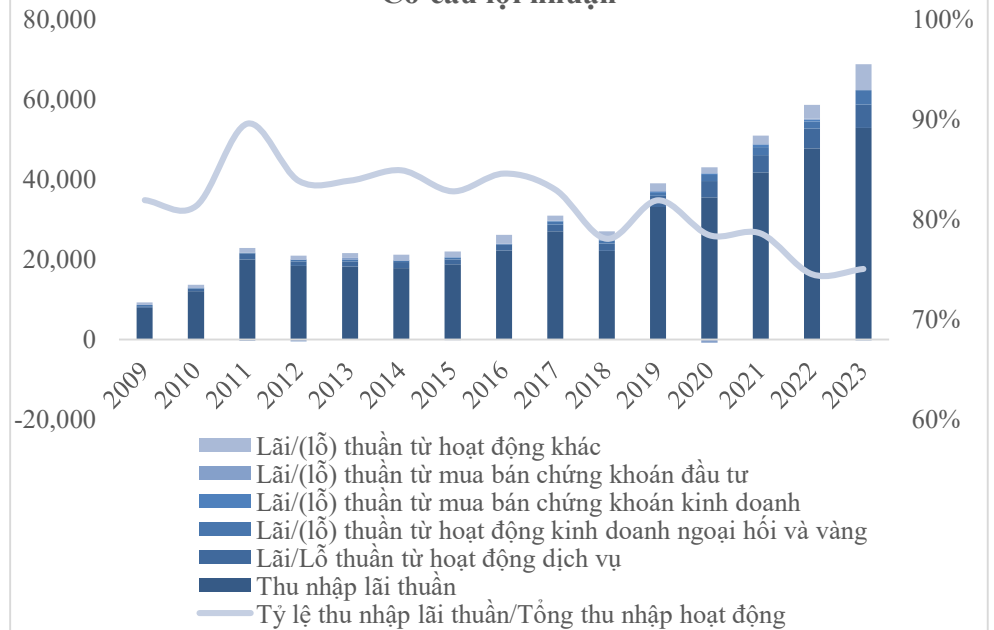
Thu nhập lãi thuần vẫn chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu doanh thu với 71.1% TOI tuy nhiên có xu hướng giảm dần qua các năm cho thấy trong cơ cấu lợi nhuận của nhà băng này đang được đa dạng hơn, giảm sự phụ thuộc vào 1 nguồn thu.

Kết quả kinh doanh của CTG tại Q3/2024



Nguồn: FiinX, CSI research

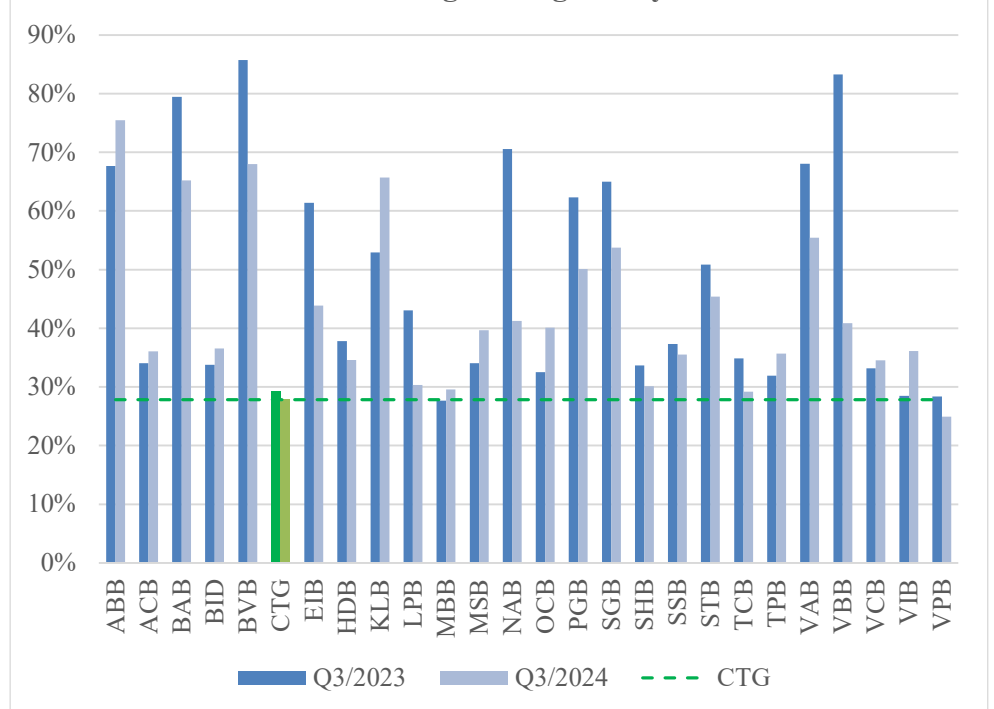
Cơ cấu lợi nhuận



Nguồn: FiinX, CSI research

Chỉ số CIR tuy hơi giật cục do cuối năm phát sinh nhiều chi phí hơn nhưng nhìn cả giai đoạn dài thì tỷ lệ này cũng đang giảm dần. So với các ngân hàng trong ngành tỷ lệ CIR của ViettinBank rất thấp cho thấy khả năng quản trị chi phí rất tốt của ngân hàng. Đây cũng có thể coi là 1 vũ khí cạnh tranh của ngân hàng.

CIR các ngân hàng niêm yết



Nguồn: FiinX, CSI research

Tại Q3/2024 tỷ lệ CIR chỉ còn 27.81 giúp lợi nhuận trước trích lập tăng trưởng 28.5% yoy tương đương 15.8 nghìn tỷ tại Q3/2024. Đáng tiếc tăng chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng cũng tăng mạnh lên đến 9.27 nghìn tỷ

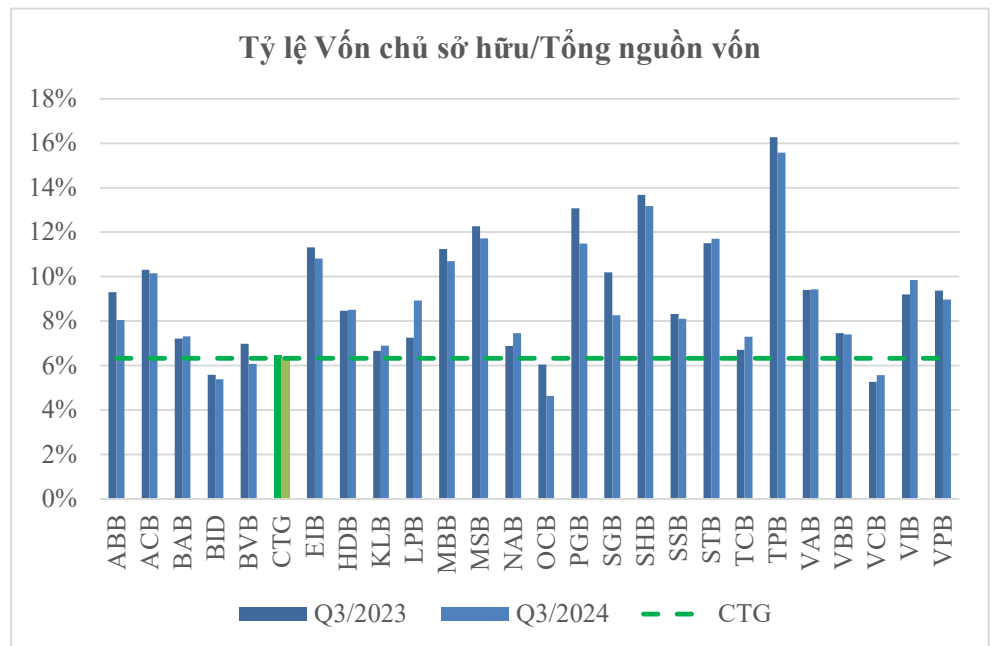
(+24.6% yoy) làm cho lợi nhuận Ngân hàng chỉ đạt 5.2 nghìn tỷ (+33.3% yoy)

Những điểm nhấn của Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam

Tăng trưởng lợi nhuận là yếu tố quan trọng để giúp cổ phiếu tăng giá, tuy nhiên đối với ngành ngân hàng thì chúng tôi có quan điểm khác một chút. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhưng không tăng trưởng bằng mọi giá, không chấp nhận rủi ro tăng lên để đạt tăng trưởng mới là bền vững. Bài học này chúng ta đã phải trả giá rất đau đớn vào những năm 2011, 2012. Tăng trưởng tín dụng lên đến 30-50%/năm dẫn tới nợ xấu toàn hệ thống lên đến gần 9%, theo số liệu của Fitch Ratings thì con số này lên đến 13% trên tổng dư nợ. Đặc thù của ngành ngân hàng là sử dụng tỷ lệ đòn bẩy rất lớn, do đó nợ xấu đến 9% là hết vốn chủ. Hay thế giới đã phải trả giá vào những năm 2008 khi đánh đổi mọi thứ để lấy tăng trưởng, điển hình là sự kiện đổ vỡ của ngân hàng Lehman Brothers. Bên cạnh vô số những bài học thất bại cũng có nhiều Ngân hàng thành công khi lựa chọn chiến lược “ngủ ngon” hơn là “ăn ngon” như Vietcombank. VCB là một ngân hàng không tăng trưởng quá mạnh nhưng tỷ lệ an toàn rất cao, nợ xấu thấp đồng nghĩa với việc lợi nhuận cao và bền vững. Có quy mô nhỏ hơn BIDV và CTG nhưng lợi nhuận Q3/2024 của VCB đạt 8.57 nghìn tỷ trong khi đó BIDV và CTG chia đạt lần lượt 5.2 nghìn tỷ và 5.1 nghìn tỷ.

Như vậy làm sao để nhận biết một ngân hàng đang thực hiện chiến lược “ngủ ngon” hơn “ăn ngon”? Chúng tôi dựa vào 1 số chỉ tiêu như Tỷ lệ Vốn chủ/Tổng nguồn vốn; Chất lượng tài sản; Khả năng quản lý chi phí và tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận.

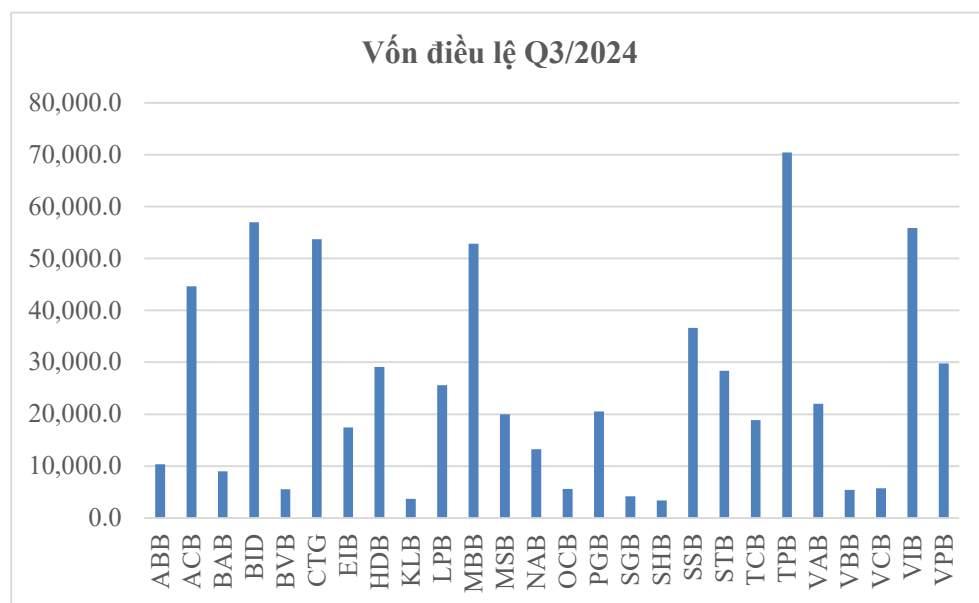
Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy của CTG khá cao so với các Ngân hàng trong ngành, tại Q3/2024 tỷ lệ vốn chủ/Tổng nguồn vốn đạt 6%. Nếu so với các Ngân hàng Nhà nước thì CTG lại là Bank sử dụng đòn bẩy thấp nhất.



Nguồn: FiinX, CSI research

Trong ĐHĐCĐ năm 2024, CTG cũng đưa ra kế hoạch lợi nhuận 2022, 2023 để tăng vốn điều lệ với tổng số tiền khoảng 25.6 nghìn tỷ tương ứng tăng 47% vốn điều lệ. Nếu được chấp thuận CTG sẽ có vốn điều lệ lớn thứ 2 các

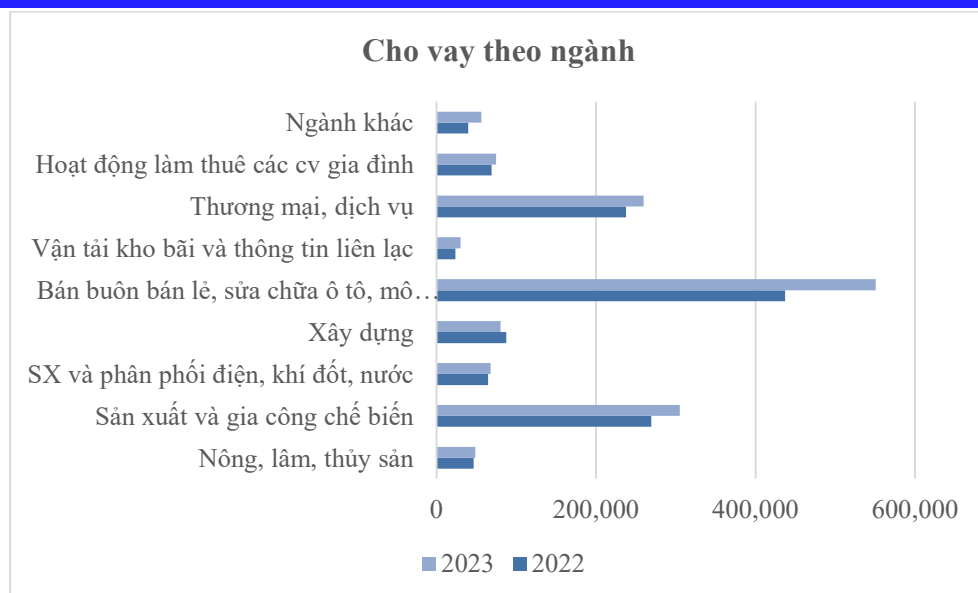
ngân hàng niêm yết, sau VPB. ViettinBank cũng đề xuất giữ lại toàn bộ lợi nhuận hàng năm của giai đoạn 2024-2028 để tăng vốn, nâng cao năng lực tài chính và mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng của Ngân hàng.



Nguồn: FiinX, CSI research

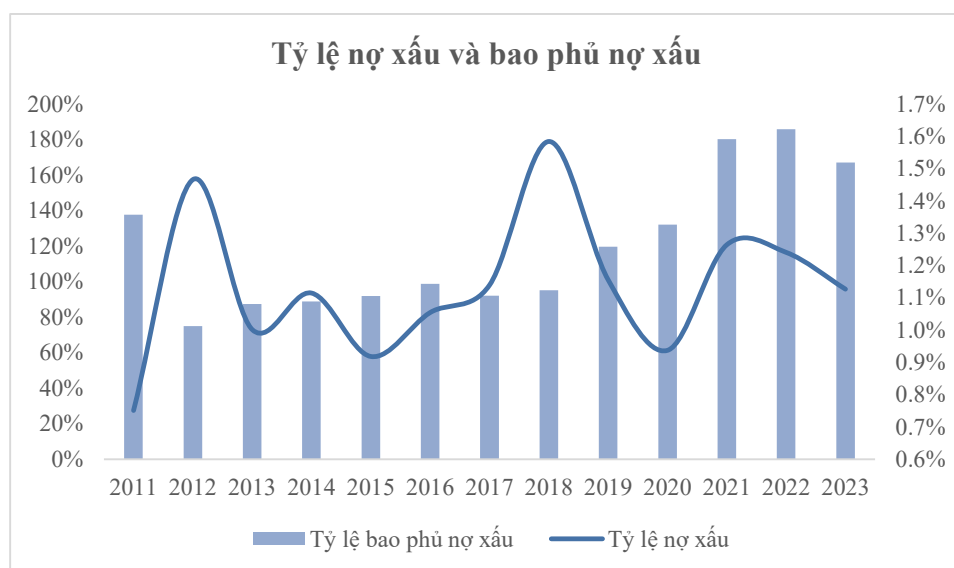
Đánh giá chất lượng tài sản của ngân hàng tương đối khó do nhiều khoản vay không rõ thông tin khách hàng. Vì thế chúng tôi đánh giá những lĩnh vực mà nhà băng này cho vay, tình hình nợ xấu và dòng tiền thu được từ các tài sản sinh lãi.

Rất nhiều ngân hàng vướng phải nợ xấu của ngành Bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp trong những năm gần đây nhưng CTG không dính phải những khách hàng đầy rủi ro này chúng tôi đánh giá 1 điểm cộng. Một phần nguyên nhân giúp ngân hàng né được những Deal cho vay rủi ro bởi có yếu tố Nhà nước trong cơ cấu cổ đông. Điều này đã kìm cương được ngân hàng không giải ngân đối với những dự án chưa được nhiều rủi ro. Đánh giá các lĩnh vực CTG cho vay phần lớn là các ngành Sản xuất chế biến, bán lẻ sửa chữa ô tô xe gắn máy và thương mại dịch vụ với tỷ trọng trên tổng dư nợ cho vay lần lượt là 21%, 37% và 18% trong năm 2023. Đa số đều là các lĩnh vực an toàn cho thấy khẩu vị rủi ro của CTG không cao.



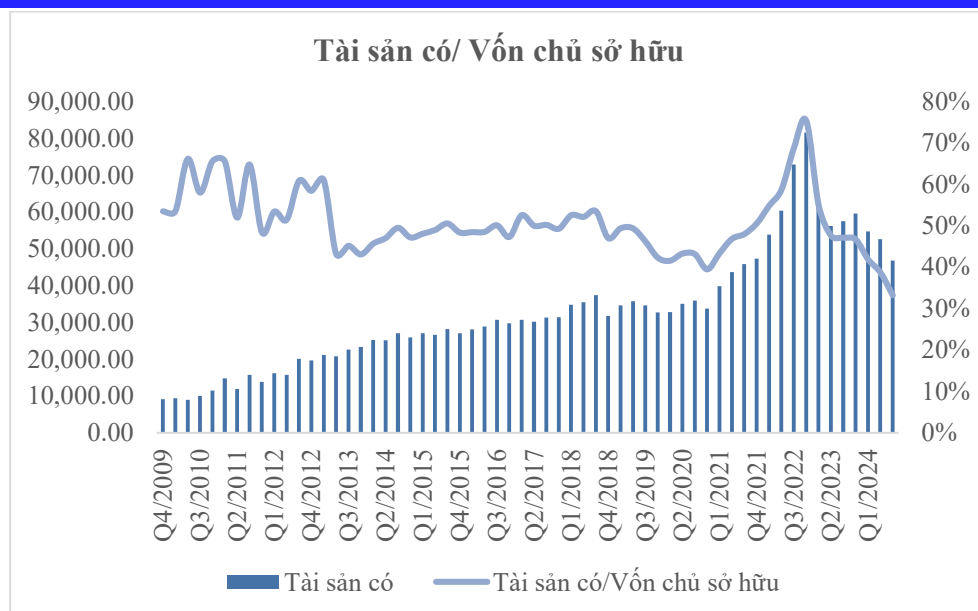
Nguồn: FiinX, CSI research

Qua tình hình nợ xấu của ngân hàng trong giai đoạn dài có thể đánh giá được CTG là ngân hàng quản trị nợ xấu tốt. Từ giai đoạn năm 2011 – nay nợ xấu cao nhất khoảng 1.6%, bình quân trong cả giai đoạn tỷ lệ nợ xấu chỉ đạt 1.14%. Trong chiến lược phát triển ngân hàng đến năm 2029 chỉ tiêu nợ xấu tiếp tục được CTG đặt ra dưới 2%.



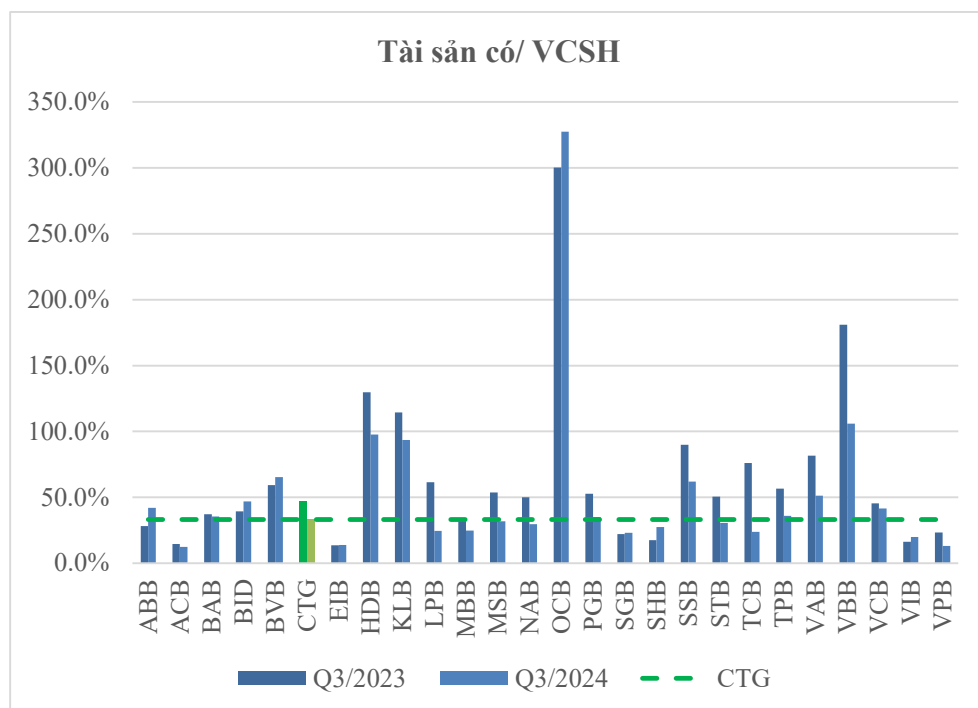
Nguồn: FiinX, CSI research

Bên cạnh những khoản nợ xấu được phân loại còn khoản mục chúng tôi đánh giá quan trọng không kém là Tài sản khác. Đây cũng được coi là 1 khoản nợ xấu của Ngân hàng. Tài sản có của CTG tại Q3/2024 đạt 46.84 nghìn tỷ (-18.4% yoy) chiếm 33% Vốn chủ sở hữu. Xu hướng này giảm dần từ mức đỉnh điểm tại Q4/2022 với tỷ lệ chiếm 75% Vốn chủ sở hữu.



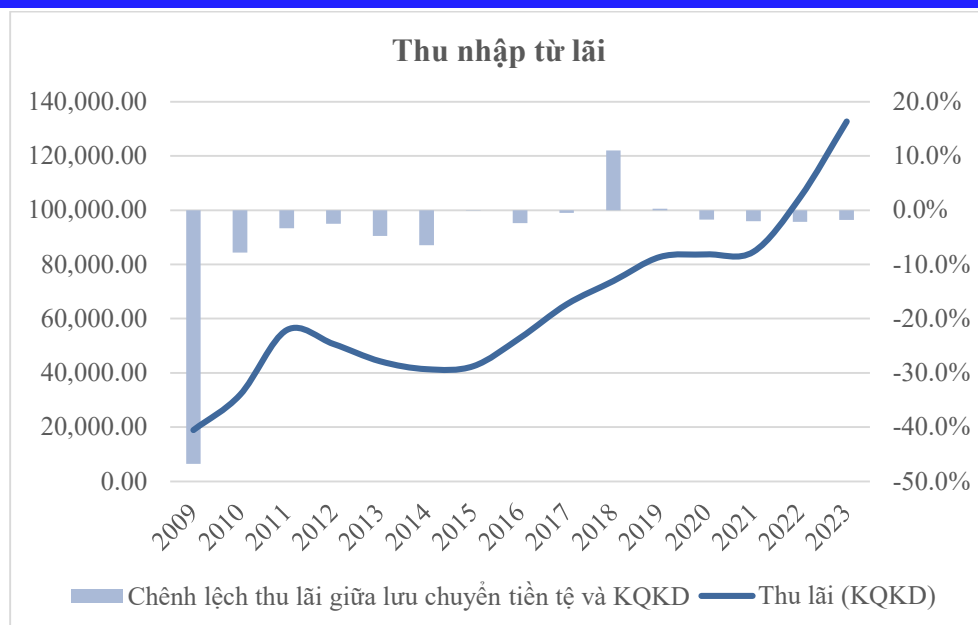
Nguồn: FiinX, CSI research

Theo dõi tài sản khác của CTG ngoài giai đoạn sau 2012 và sau dịch Covid có xu hướng tăng nhanh sau đó duy trì ở ngưỡng gần 50% Vốn chủ sở hữu. Đây đều là những giai đoạn cả nền kinh tế gặp khó khăn, rất khó tránh khỏi nợ xấu tăng lên. Đến nay tỷ lệ này đã giảm xuống còn hơn 30% cho thấy chất lượng tài sản của CTG ngày càng tăng lên. So sánh với các ngân hàng lớn khác, tỷ lệ này của CTG cũng ở mức thấp hơn khá nhiều.



Nguồn: FiinX, CSI research

Để đánh giá chất lượng tài sản của ngân hàng kỹ lưỡng hơn, chúng tôi nhìn vào dòng tiền của thu nhập lãi hàng quý. Khoản thu lãi có dòng tiền về đều, không chênh lệch lớn so với kết quả ghi nhận trên báo cáo KQKD cho thấy không bị phát sinh nợ lãi phải thu. Qua khoản mục này cũng nói lên rủi ro về ban quản trị của ngân hàng, với 1 ban quan trị minh bạch sẽ đảm bảo thu về đầy đủ lợi nhuận cho cổ đông.

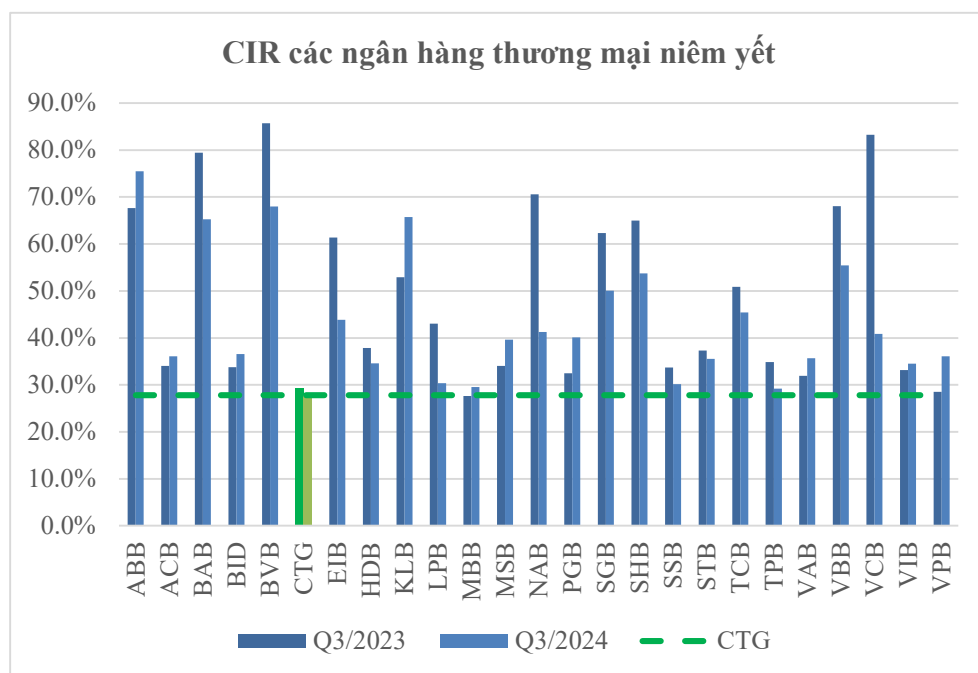


Nguồn: FiinX, CSI research

Cuối cùng là khả năng giảm phí và tỷ lệ tăng trưởng của ngân hàng. CIR là chỉ tiêu đánh giá khả năng quản trị chi phí, thông thường mức này ở ngưỡng 50%, sau khi áp dụng công nghệ tỷ lệ này giảm xuống. Bình quân CIR các ngân hàng niêm yết tại Q3/2024 đạt 43%. Đối với CTG tỷ lệ CIR chỉ bằng 27.8% thấp hơn so với bình quân này và thấp hơn cả 2 ngân hàng Nhà nước là BIDV và VCB.

CAPM model

Cost of equity	10.75%
Risk premium	7.79%
Beta	1.02
Risk free rate	2.80%



Nguồn: FiinX, CSI research

Tỷ lệ tăng trưởng của CTG ở mức khá khiêm tốn, không quá nóng cho thấy ngân hàng này khá thận trọng trong việc cho vay. Trong 15 năm qua, tỷ lệ tăng trưởng không cao, trung bình khoảng 13%/năm gần với mức tăng trưởng của hệ thống. Với mức tăng trưởng này nhìn hơn trong những năm tới nhờ (1) CTG có kế hoạch bổ sung vốn, tăng cường khả năng cho vay (2) Kinh tế vào chu kỳ hồi phục.

Định giá và khuyến nghị cổ phiếu CTG

Tổng Bí Thư Tô Lâm có nhấn mạnh đây là kỷ nguyên vươn mình của dân tộc, Thủ tướng Phạm Minh Chính cũng nhắc lại quan điểm ưu tiên phát triển kinh tế của Đảng và Nhà nước cho thấy trong 10 năm tới sẽ có nhiều chính sách thuận lợi cho phát triển kinh tế. Trong đó tăng trưởng tín dụng là không thể thiếu, mục tiêu tăng trưởng tín dụng hiện nay khoảng 15%/năm, CTG là một ngân hàng có quy mô lớn nên chúng tôi cho rằng không chênh lệch nhiều giữa tỷ lệ tăng trưởng tín dụng của CTG và tỷ lệ tăng trưởng toàn hệ thống. Vì vậy, chúng tôi giả định tỷ lệ tăng trưởng tín dụng hàng năm của CTG là 15% trong 5 năm tới.

Tỷ lệ nợ xấu bình quân trong giai đoạn 5 năm tới ở mức 1.5%, Tỷ lệ CIR của Ngân hàng dưới 30% qua đó ước tính Kết quả kinh doanh của CTG như sau:

Tiêu chí	2024	2025	2026	2027	2028	2029
TTS sinh lãi (Nghìn tỷ)	2,274.7 2	2,615.9 3	2,877.5 2	3,165.2 8	3,481.8 0	3,829.9 8
Tăng trưởng	15%	15%	10%	10%	10%	10%
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ)	24.20	27.77	31.32	34.73	38.52	42.74
RI	12.73	15.30	15.27	16.91	18.57	20.25

Sử dụng phương pháp định giá thu nhập thặng dư (Residual Income Valuation) với tỷ suất sinh lợi yêu cầu là 10.75% (CAPM model), giá trị cổ phiếu hợp lý đạt 52,450VND/Cổ phiếu

Cổ phiếu Ngân hàng phần lớn tài sản có thanh khoản cao nên chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/B để ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu. Giả định lợi nhuận sau thuế sẽ được giữ lại toàn bộ từ năm 2024 đến năm 2029, giá trị sổ sách sau khi đánh giá lại tại 2029 là 37,700VND. Trong lịch sử, PB của CTG được trả cao nhất là 2.2 lần tại các thời điểm tháng 4/2018 và tháng 6/2021. Đây đều là những giai đoạn Uptrend lớn của thị trường, tại chân sóng này P/B của CTG được trả khoảng 0.9 lần. Chúng tôi lấy bình quân 2 mốc PB trên làm tham chiếu để ước tính giá trị cổ phiếu bởi 2 mốc này phản ánh đúng 1 chu kỳ biến của cổ phiếu. Với P/B là 1.55 giá trị hợp lý của cổ phiếu đạt 58,400VND/cổ phiếu.

Theo quan điểm riêng của chúng tôi, phương pháp P/B phản ánh đúng giá trị Ngân hàng nhất do phần lớn tài sản của ngân hàng có thanh khoản rất cao. Vì vậy kết hợp 2 phương pháp RI và P/B với tỷ trọng 30% và 70%, giá trị cổ phiếu tương ứng 56,600VND/cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ Upside từ giá hiện tại đạt 60%. Bên cạnh tiềm năng tăng giá của cổ phiếu nhờ lợi nhuận tăng trưởng, cổ phiếu ngân hàng còn mang tính thị trường cao nên rất khó đi ngược với thị trường chung. Để thận trọng trước những biến động của thị trường chúng tôi dự trù 1 phần sức mua để giải ngân khi cổ phiếu giảm 10% từ giá hiện tại. Do đó chúng tôi khuyên nghị mua ở mức giá (1) Quanh giá hiện tại (2) Cổ phiếu điều chỉnh về vùng giá 30,000 – 32,000VND tương ứng với tỷ lệ Upside 88.7% và 76.9%.

Rủi ro khi đầu tư cổ phiếu CTG

Rủi ro nợ xấu: Nợ xấu là vấn đề quan trọng và khó ước tính nhất, ngoài ra đặc điểm chung của nhóm Ngân hàng là sử dụng đòn bẩy lớn nên chỉ cần 1 chút sơ

xuất là đưa vốn chủ về số 0 tròn trĩnh. Mặc dù CTG là ngân hàng không tham gia vào những lĩnh vực chứa đựng nhiều rủi ro như cho vay kinh doanh Bất động sản, Đầu tư trái phiếu doanh nghiệp nhưng các lĩnh vực khác cũng có rủi ro nợ xấu phát sinh khi nền kinh tế đi xuống. Nhà đầu tư cần theo dõi sát sao biến số này để có những điều chỉnh (nếu có) về sau.



024 3926 0099



0886998288



online@vncsi.com.vn



Hà Nội: Tầng 11, toà TNR Tower, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội



HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh

Phụ lục

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. An toàn vốn						
Vốn cấp 1 (Tỷ VND)	57,066.73	63,261.29	69,545.64	81,570.53	96,069.35	111,171.70
Vốn cấp 2 (Tỷ VND)	15,008.31	14,439.62	32,890.83	36,718.30	30,281.40	45,360.37
Tài sản có rủi ro (Tỷ VND)	596,211.21	626,444.35	726,243.94	878,023.11	974,304.82	1,073,070.56
Tỷ lệ Vốn cấp 1	9.57%	10.10%	9.58%	9.29%	9.86%	10.36%
Tỷ lệ Vốn cấp 2	2.52%	2.31%	4.53%	4.18%	3.11%	4.23%
Tỷ lệ CAR	9.00%	0.00%	9.14%	8.98%	9.31%	
Tỷ lệ VCSH/ Tổng Tài sản	6.23%	6.37%	6.11%	5.99%	6.19%	6.32%
Tỷ lệ Vốn cấp 1 Trên Tổng tài sản	4.60%	4.72%	4.54%	4.51%	4.73%	4.99%
2. Chất lượng tài sản						
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trước chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	32.09%	26.83%	34.58%	37.10%	35.60%	37.43%
Dự phòng rủi ro tín dụng trên bảng cân đối kế toán/Tổng cho vay khách hàng	1.39%	1.24%	2.29%	2.32%	1.89%	2.25%
Các khoản cho vay khách hàng và cho thuê tài chính có vấn đề/ Tổng VCSH và Dự phòng cho vay khách hàng	11.97%	9.71%	11.97%	11.49%	10.81%	13.16%
Các khoản cho vay khách hàng và cho thuê tài chính có vấn đề/ Tổng cho vay khách hàng	1.16%	0.94%	1.26%	1.24%	1.13%	1.45%
Dự phòng cho vay/ Nợ xấu	119.72%	132.18%	180.38%	185.88%	167.22%	153.01%
Dự phòng rủi ro/ Cho vay khách hàng	1.38%	1.24%	2.28%	2.31%	1.89%	2.21%
Chi phí dự phòng rủi ro/ Cho vay khách hàng	1.44%	1.01%	1.71%	1.53%	1.40%	1.46%
Trái phiếu VAMC/ Cho vay khách hàng	1.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Tiền gửi có kỳ hạn/ Tiền gửi khách hàng	82.98%	80.39%	79.90%	79.98%	77.45%	76.85%
Tỷ lệ CASA	16.40%	18.83%	19.43%	19.49%	22.04%	22.41%
3. Hiệu quả hoạt động						
Thu nhập lãi thuần/ Tổng thu nhập	81.93%	78.44%	78.61%	74.54%	75.07%	76.69%
Thu nhập ngoài lãi/ Tổng thu nhập	22.05%	27.48%	27.20%	34.16%	33.22%	30.39%
Thu nhập phí thuần/Tổng thu nhập hoạt động	10.01%	9.62%	9.33%	9.14%	10.08%	8.88%
Tỷ lệ CIR	38.83%	35.43%	32.33%	29.94%	28.98%	28.17%
Chi phí hoạt động/ Thu nhập lãi thuần	47.40%	45.16%	41.13%	40.16%	38.60%	36.73%
Thu nhập lãi/ Tổng thu nhập	204.21%	184.48%	159.21%	163.24%	188.06%	157.59%

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
Thu nhập phí/ Tổng thu nhập	19.47%	18.43%	18.01%	18.01%	17.56%	16.06%
Thu khác/ Tổng thu nhập	3.70%	4.25%	6.39%	10.20%	8.23%	9.32%
Thu nhập cổ tức/ Tổng thu nhập	1.55%	1.16%	0.90%	0.80%	0.41%	0.61%
Chi phí lãi / Tổng chi phí	59.71%	59.29%	50.92%	53.39%	60.47%	51.60%
Chi phí của thu nhập từ phí/ Tổng chi phí	4.62%	4.93%	5.48%	5.34%	4.00%	4.58%
Chi phí SGA/ Tổng chi phí	18.96%	19.81%	20.43%	18.02%	15.51%	17.97%
Chi phí khác/Tổng chi phí	1.04%	0.97%	1.33%	0.91%	0.97%	1.96%
4. Tài sản & Thanh khoản						
Tài sản sinh lời (Tỷ VND)	1,193,780.57	1,293,511.41	1,470,378.06	1,713,434.24	1,959,468.36	2,169,567.32
Tài sản tạo thu nhập/ Tổng tài sản	96.22%	96.42%	96.00%	94.73%	96.40%	97.30%
Tài sản thanh khoản/ Tổng tiền gửi	29.51%	29.12%	31.11%	37.09%	36.38%	38.09%
Tài sản thanh khoản/ Tổng tài sản	21.24%	21.50%	23.60%	25.61%	25.25%	25.91%
Tiền gửi khách hàng/Tổng tài sản	71.96%	73.82%	75.86%	69.06%	69.41%	68.03%
Cho vay khách hàng/ Tổng tài sản	74.34%	74.75%	72.14%	68.85%	71.12%	70.40%
Cho vay khách hàng/(Tổng tiền gửi + Giấy tờ có giá)	98.46%	88.39%	92.20%	86.11%	82.49%	83.48%
Tiền gửi Khách hàng/ Tổng VCSH	1,154.14%	1,159.11%	1,240.63%	1,153.27%	1,120.90%	1,075.92%
Nợ xấu (3-5)/Tổng dư nợ	1.17%	0.95%	1.29%	1.27%	1.15%	1.48%
Nợ xấu (3-5)/VCSH	13.98%	11.14%	15.27%	14.61%	13.19%	16.47%
Nợ xấu (2-5)/Tổng dư nợ	1.79%	1.23%	2.37%	3.68%	2.73%	2.95%
Nợ xấu (2-5)/VCSH	21.32%	14.42%	27.98%	42.27%	31.33%	32.85%
Suy giảm giá trị cho vay khách hàng & Dự phòng cho vay /Nợ xấu (3-5)	119.72%	132.18%	180.38%	185.88%	167.22%	153.01%
Suy giảm giá trị cho vay khách hàng & Dự phòng cho vay /Nợ xấu (2-5)	78.50%	102.14%	98.45%	64.25%	70.42%	76.74%
Tiền gửi Khách hàng/ Tổng tiền gửi	91.54%	90.95%	97.18%	89.93%	84.44%	84.68%
Cho vay Khách hàng/ Tổng nguồn vốn	1,192.33%	1,173.64%	1,179.80%	1,149.81%	1,148.45%	1,113.48%
Dư nợ cho vay/ Tiền gửi (LDR)	98.46%	88.39%	92.20%	86.11%	82.49%	83.48%
Tỷ lệ vốn NH cho vay TDH	271.86%	225.98%	198.06%	206.40%	164.55%	159.62%
(Tổng vốn - tài sản thanh khoản cao)/ Tổng Tài sản	-14.19%	-13.97%	-16.05%	-18.44%	-17.92%	-18.95%
5. Khả năng sinh lợi						
Lãi suất đầu ra bình quân	8.07%	7.63%	7.11%	7.91%	8.75%	7.23%
Chênh lệch lãi suất	-1.37%	-0.84%	0.42%	-0.06%	-1.09%	2.03%
Chi phí hoạt động/ Tổng tài sản sinh lời	1.36%	1.29%	1.24%	1.20%	1.10%	1.07%

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
NIM	2.85%	2.85%	3.01%	2.98%	2.86%	2.92%
Thu nhập lãi thuần/ Tài sản sinh lời	7.15%	6.74%	6.11%	6.52%	7.17%	6.00%
Lãi suất đầu vào bình quân	4.55%	4.07%	3.27%	3.72%	4.54%	3.29%
ROA trước dự phòng rủi ro	2.06%	2.27%	2.50%	2.69%	2.61%	2.67%
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế và trước các khoản bất thường so với trung bình tổng tài sản	0.79%	1.07%	0.99%	1.02%	1.04%	1.02%
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế và trước các khoản bất thường so với trung bình VCSH	13.10%	16.94%	15.88%	16.82%	17.12%	16.26%
Thu nhập ròng/ Tài sản có rủi ro	1.64%	2.25%	2.10%	2.12%	2.16%	2.12%
Thu nhập trước dự phòng/Trung bình Tài sản có rủi ro	4.29%	4.79%	5.32%	5.60%	5.41%	5.53%
ROE trước dự phòng rủi ro %	34.26%	35.98%	40.18%	44.49%	42.79%	42.47%
6. Tăng trưởng						
Trung bình tăng trưởng cho vay khách hàng (%YoY)	8.27%	8.72%	10.18%	12.72%	16.07%	15.97%
Trung bình tăng trưởng tiền gửi (%YoY)	8.11%	10.93%	17.32%	7.52%	12.95%	15.76%
Tăng trưởng chi phí hoạt động (%YoY)	11.72%	2.13%	6.84%	11.69%	6.51%	8.67%
Tăng trưởng thu nhập trước dự phòng (%YoY)	72.58%	18.17%	23.05%	24.89%	11.54%	16.13%
Tăng trưởng thu nhập lãi (%YoY)	49.47%	7.17%	17.45%	14.37%	10.81%	18.12%
Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi (%YoY)	17.43%	33.57%	16.76%	43.60%	7.75%	2.03%
Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động (%YoY)	42.45%	11.94%	17.30%	20.62%	10.03%	13.93%
Tăng trưởng tín dụng (%YoY)	7.31%	7.80%	11.09%	12.12%	15.50%	15.76%

Nguồn: FiinX, CSI Research

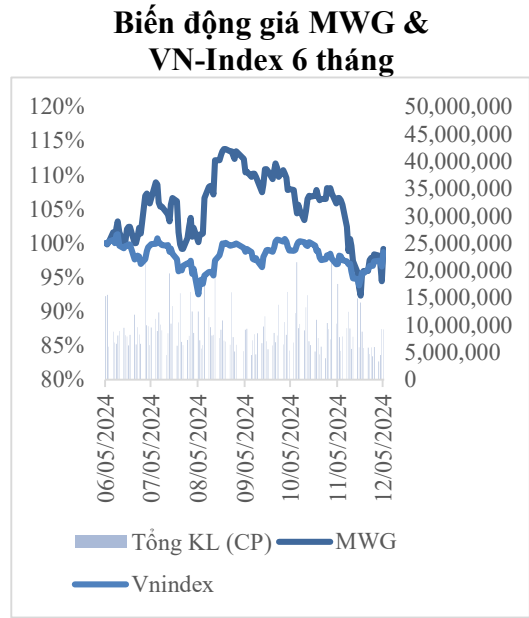
5. MWG

Công ty Cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động
(MWG – HSX)

ÔNG VUA BÁN LẺ



Ngày thực hiện: 05/12/2024	
Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	61,000
Giá mục tiêu	152,400
Upside	149.8%
Thời gian nắm giữ	8 năm
Cổ tức 2023	5%
Tỷ suất cổ tức	0.8%



Thông tin cơ bản của cổ phiếu	
SLCP Niêm yết	1,462,627,345
Vốn hóa (tỷ VND)	89,176.84
Khoảng giá 52 tuần	39.3 – 70
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	463.4
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	46.28%

		Chỉ số tài chính		
Năm	2021	2022	2023	
EPS	6,870.15	2,800.62	114.58	
BVPS	28,561.7	16,338.8	15,953.6	
	6	3	2	
PB	1.47	2.78	3.82	
ROE %	27.34%	18.52%	0.71%	
ROA %	8.99%	6.90%	0.29%	

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND)				
Tiêu chí	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu	122,958.11	133,404.78	118,279.79	133,309.51
Tăng trưởng doanh thu	13.3%	8.5%	-11.3%	12.7%
Lợi nhuận sau thuế	4,901.43	4,101.71	167.83	4,265.90
Biên lợi nhuận sau thuế	4.0%	3.1%	0.1%	3.20%

Nguồn: Fiin, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Cơ cấu dân số vàng là động lực tăng trưởng mạnh cho ngành bán lẻ: Đi sâu hơn vào cơ cấu dân số của lực lượng lao động này phần lớn nằm ở độ tuổi 25 – 45, đây là độ tuổi phải chi tiêu cho 3 thế hệ vì vậy chúng tôi cho rằng mức tiêu thụ của ngành bán lẻ trong giai 5 – 10 năm tới là rất lớn. Nếu nói 1 cách văn hoa hơn 10 năm tới sẽ là thời hoàng kim của ngành bán lẻ

Tỷ lệ đô thị hóa tăng lên giúp các công ty có hệ thống bán lẻ hiện đại hưởng lợi: Tỷ lệ đô thị hóa cũng là 1 yếu tố giúp ngành bán lẻ tăng trưởng đặc biệt đối với các mô hình bán lẻ hiện đại bởi tỷ lệ đô thị hóa cao sẽ dẫn tới (1) Thu nhập người dân tăng lên, điều kiện sống cải thiện nhu cầu cao hơn về thực phẩm sạch, yêu cầu cao hơn về chất lượng dịch vụ: Đa dạng hàng hóa, dịch vụ giao hàng, tiện lợi trong việc di chuyển khi đi làm về có thể ghé mua đồ, người bán hàng thân thiện... (2) Dân số tập trung lại vào 1 số khu vực giúp các mô hình kinh doanh hiện đại tối ưu chi phí Logistic (3) Nhịp sống hối hả hơn, ưu tiên các mặt hàng tiêu dùng nhanh.

Tìm được long mạch, Bách Hóa Xanh đứng trước ngưỡng cửa trở thành một Startup thành công thứ 3 của MWG: Hệ thống cửa hàng Bách Hóa Xanh chính thức có lãi sau gần 10 năm liên tục lỗ. Tại Q3/2024 Bách Hóa Xanh lãi gần 90 tỷ, tuy không nhiều nhưng đây là dấu hiệu cho thấy MWG đã tìm được công thức thành công cho riêng mình. Giai đoạn tiếp theo chính là lúc nhân rộng thật nhanh để chiếm lĩnh thị phần.

Rủi ro đầu tư:

Rủi ro không mở rộng đúng tiến độ kế hoạch: Tiến độ mở rộng cửa hàng về phía Bắc là mục tiêu quan trọng của công ty, đây cũng là yếu tố thúc đẩy chính cho lợi nhuận tăng trưởng đúng kế hoạch.

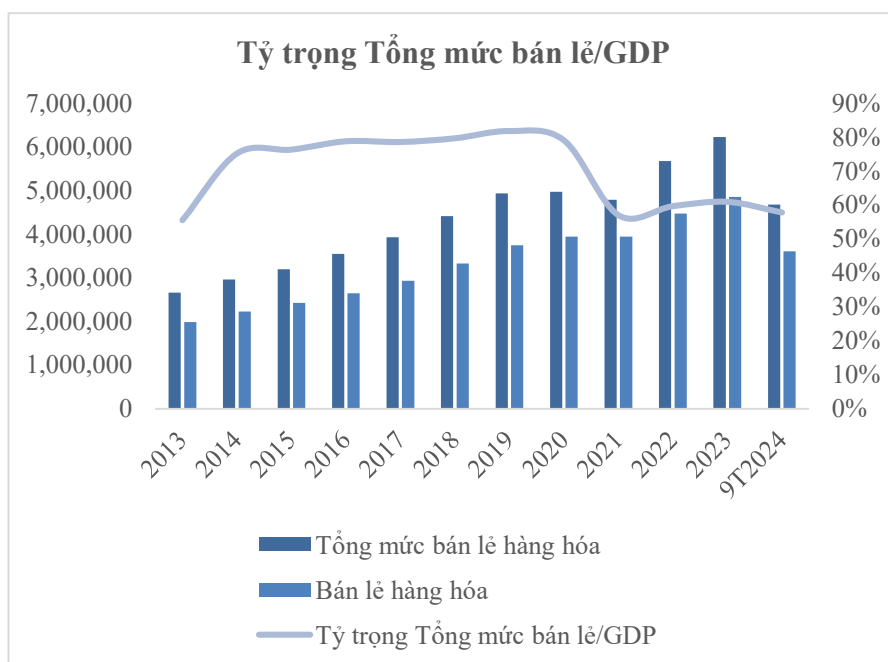
Định giá & Khuyến nghị:

Trong 5-10 năm tới, chúng tôi nhận thấy Bách Hóa Xanh có triển vọng rõ ràng nhất và cũng là kỳ vọng chính để cổ phiếu tăng giá. Tổng hợp lại các mảng kinh doanh của MWG, giá trị hợp lý của cổ phiếu đạt 152,400 VND/cổ phiếu tương ứng 149.8%. Chúng tôi khuyến nghị mua và nắm giữ MWG trong 8 năm, tương ứng lợi suất bình quân 20.3%/năm.

NGÀNH BÁN LẺ VIỆT NAM - NGÔI SAO NÀO ĐANG LÊN?

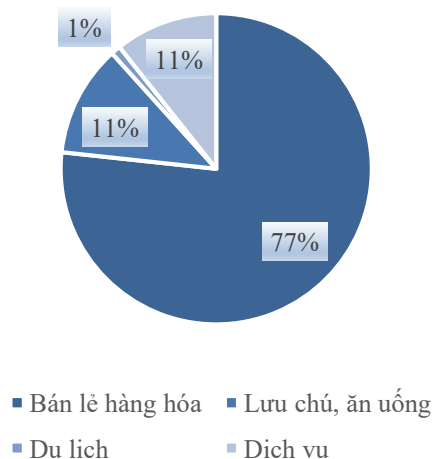
Đối với thị trường Việt Nam có quy mô hơn 100 triệu dân đứng thứ 3 trong khu vực Đông Nam Á và vẫn trong xu hướng tăng trưởng. Với quy mô dân số như vậy, bán lẻ Việt Nam là ngành được nhiều nhà đầu tư lớn quan tâm. Những thương vụ gần đây phải kể đến như Central Group mua lại Big C (năm 2016) với giá 1.14 tỷ USD, Masan Group mua 85% chuỗi đồ uống Phúc Long (năm 2021-2022) với giá 15 triệu USD hay gần đây nhất vào tháng 4/2024 CDH Investments, quỹ đầu tư có trụ sở Bắc Kinh, Trung Quốc quản lý hơn 27 tỷ USD mua lại 5% cổ phần của Bách Hóa Xanh với định giá 1.7 tỷ USD.

So sánh với GDP, Tổng mức bán lẻ hàng hóa của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2024 chiếm 57.8% GDP. Tỷ lệ này đã giảm do kinh tế chậm lại sau đại dịch, trước đó tổng mức bán lẻ hàng hóa nhiều năm tiệm cận 80% GDP.

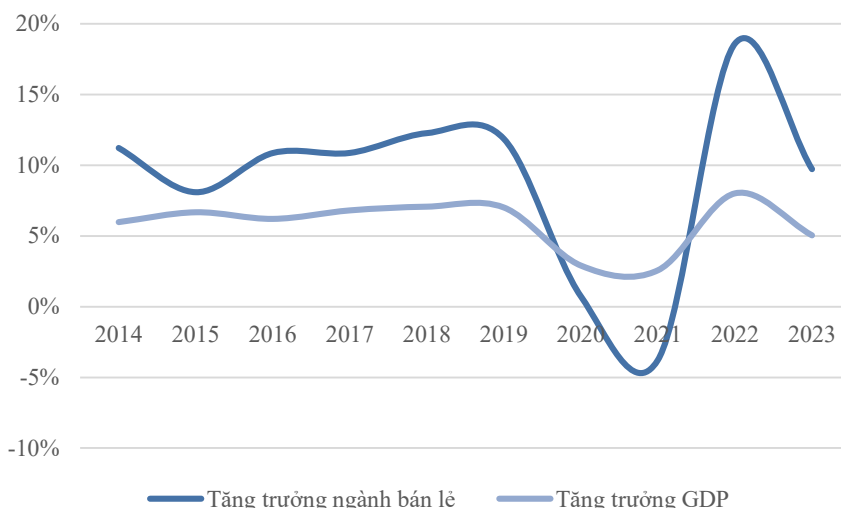


Nguồn: GSO, MOIT, CSI Research

Với tỷ trọng so với GDP lớn như vậy, ngành bán lẻ là động lực tăng trưởng quan trọng cho GDP. So sánh giai đoạn 2014-2023, tốc độ tăng trưởng ngành bán lẻ thường gấp đôi so với tốc độ tăng trưởng GDP. Giai đoạn 2020 – 2021 dịch Covid bùng nổ khiến ngành bán lẻ tăng trưởng âm cũng kéo theo GDP giảm mạnh. Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 111/NQ-CP năm 2024 mục tiêu đến năm 2030, Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng GDP bình quân 7%/năm, theo đó chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ Việt Nam tiếp tục tăng trưởng bình quân 14%/năm trong giai đoạn 2025 – 2030.

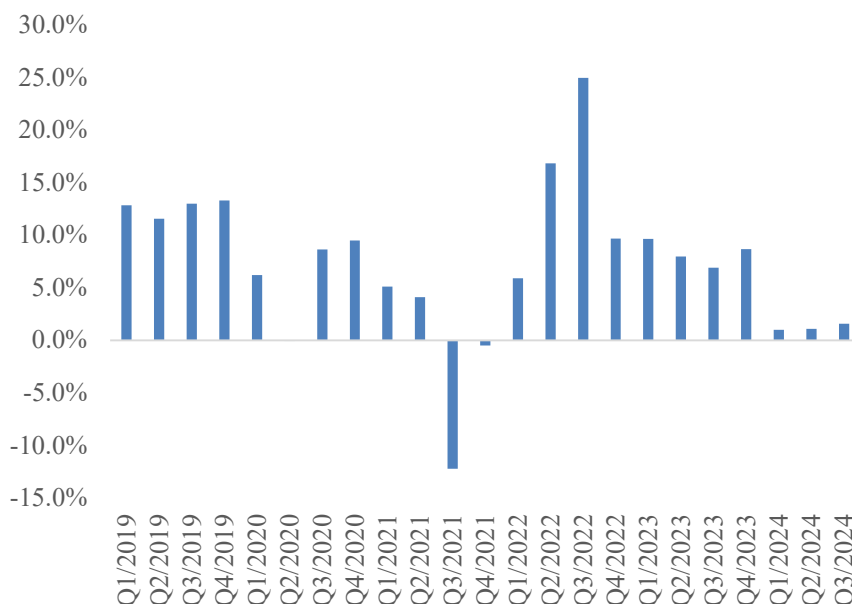
Cơ cấu ngành bán lẻ Q3/2024


Nguồn: GSO, CSI Research

Tăng trưởng ngành bán lẻ so với GDP


Nguồn: GSO, CSI Research

Trong Q3/2024 tổng mức bán lẻ hàng hóa Việt Nam đạt 1.59 triệu tỷ (+2.3% yoy, 7.9% QoQ) cho thấy ngành bán lẻ đang hồi phục nhưng khá chậm. Trong cơ cấu tổng mức bán lẻ hàng hóa Việt Nam chủ yếu là bán lẻ hàng hóa (gồm những ngành như Lương thực thực phẩm, hàng may mặc, trang thiết bị gia đình, vật phẩm văn hóa, giáo dục, phương tiện đi lại trừ ô tô) chiếm tỷ trọng 77% chỉ đạt mức tăng trưởng 1.6% yoy thấp hơn rất nhiều so với 2023 và trước dịch là 2019.

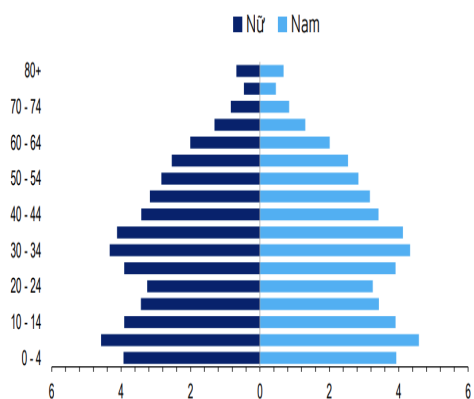
Tăng trưởng Bán lẻ hàng hóa


Nguồn: GSO, CSI Research

Theo chúng tôi đánh giá, mức tăng trưởng chậm lại này chỉ là tạm thời trong quá trình kinh tế hồi phục, trong 5-10 năm tới tốc độ tăng trưởng sẽ được lấy lại ở mức trên 2 con số. Quan điểm này một phần dựa vào mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ như đã nêu ở phần trên, một phần nhìn vào cơ cấu dân số và tỷ lệ đô thị hóa ở Việt Nam.

Có thể nói trong 10-20 năm tới Việt Nam rơi vào thời kỳ chín muồi để bứt phá mạnh mẽ vì đây là giai đoạn có tỷ lệ dân số vàng. Ở thời điểm hiện

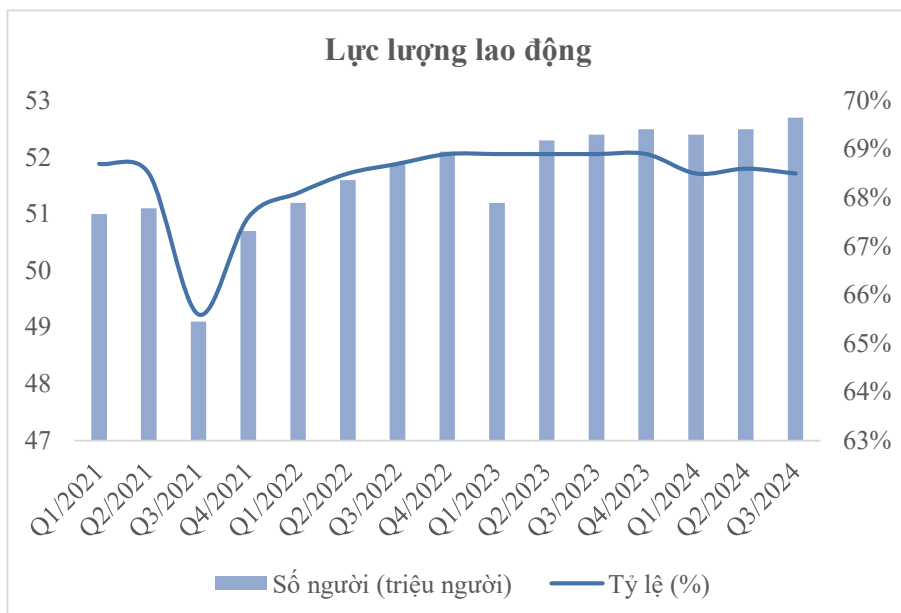
Biểu đồ cơ cấu dân số VN 2022



Nguồn: GSO, CSI Research

nay, lực lượng lao động trên 15 tuổi khá cao đạt 52.7 triệu dân chiếm hơn nửa dân số. Tỷ lệ tham gia lao động đạt 68.5% vào Q3/2024 tiếp tục là lực lượng lao động và thúc đẩy kinh tế tiếp tục đi lên trong những năm tới.

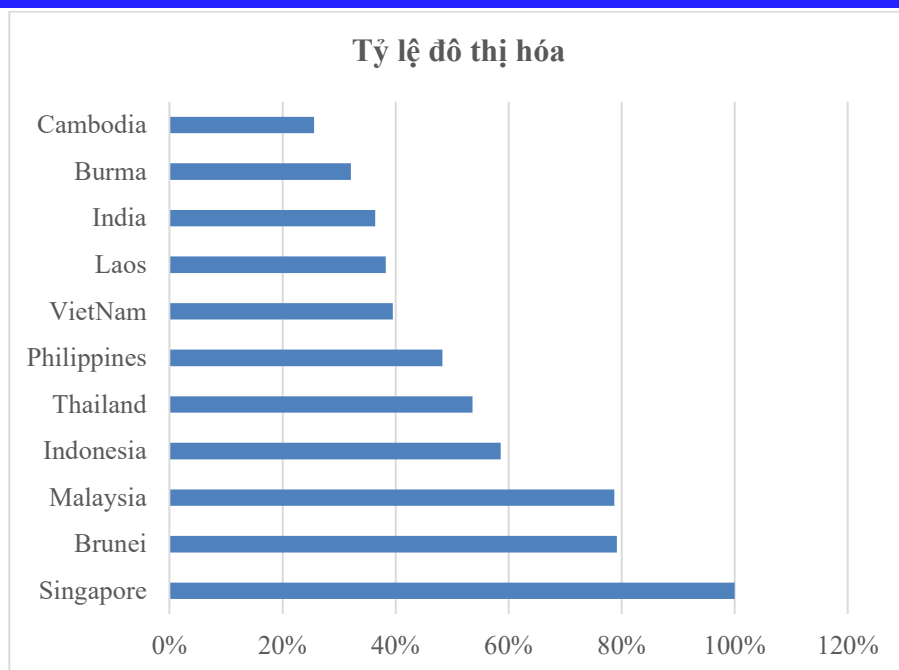
Đi sâu hơn vào cơ cấu dân số của lực lượng lao động này phần lớn nằm ở độ tuổi 25 – 45, đây là độ tuổi phải chi tiêu cho 3 thế hệ vì vậy chúng tôi cho rằng mức tiêu thụ của ngành bán lẻ trong giai 5 – 10 năm tới là rất lớn. Nếu nói 1 cách văn hoa hơn 10 năm tới sẽ là thời hoàng kim của ngành bán lẻ.



Nguồn: GSO, CSI Research

Tỷ lệ đô thị hóa cũng là 1 yếu tố giúp ngành bán lẻ tăng trưởng đặc biệt đối với các mô hình bán lẻ hiện đại bởi tỷ lệ đô thị hóa cao sẽ dẫn tới (1) Thu nhập người dân tăng lên, điều kiện sống cải thiện như nhu cầu cao hơn về thực phẩm sạch, yêu cầu cao hơn về chất lượng dịch vụ: Đa dạng hàng hóa, dịch vụ giao hàng, tiện lợi trong việc di chuyển khi đi làm về có thể ghé mua đồ, người bán hàng thân thiện... (2) Dân số tập trung lại vào 1 số khu vực giúp các mô hình kinh doanh hiện đại tối ưu chi phí Logistic (3) Nhịp sống hối hả hơn, ưu tiên các mặt hàng tiêu dùng nhanh.

Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam còn khá thấp so với các nước trong khu vực, khả năng tăng lên vẫn còn nhiều dư địa. Theo Nghị quyết 06/NQ/TW năm 2022 mục tiêu đặt ra đến năm 2023 tỷ lệ đô thị hóa đạt trên 50%, tương đương các nước Thái Lan, Indonesia hiện tại.



Nguồn: GlobalEco, CSI Research

Bán lẻ là ngành rộng lớn, có nhiều phân khúc khác nhau. Mỗi phân khúc lại có 1 bí quyết thành công khác nhau. Chúng tôi tạm phân ngành bán lẻ thành 2 nhóm chính (1) Nhóm bán hàng theo kênh truyền thống bao gồm: Chợ, các cửa hàng nhỏ lẻ, chuỗi cửa hàng hiện đại (2) Nhóm bán theo kênh trực tuyến. Những cổ phiếu niêm yết trên sàn đa số thuộc Nhóm 1 – Bán hàng theo kênh truyền thống như MWG, FRT, MSN, PNJ. Đây đều là các doanh nghiệp hoạt động theo chuỗi cửa hàng hiện đại. Các mô hình khác như chợ truyền thống, cửa hàng kinh doanh nhỏ lẻ như cửa hàng tạp hóa mang tính manh mún còn lạc hậu nên không có điều kiện niêm yết. Vì thế chúng tôi tập trung vào mô hình chuỗi cửa hàng hiện đại. Lý do thứ 2 chúng tôi chọn mô hình này bởi tỷ lệ đô thị hóa tăng lên, thu nhập người dân tăng sẽ tạo cơ hội cho các chuỗi cửa hàng hiện đại tăng trưởng mạnh.

Một trong những yếu tố để chúng tôi lựa chọn cơ hội đầu tư là nhìn vào người chủ, nhìn vào đội ngũ Ban lãnh đạo. Với những cổ phiếu kể trên chúng tôi ấn tượng nhất với Chủ tịch và Ban lãnh đạo của MWG bởi đây là đội ngũ đã làm được những điều mà cả Việt Nam chưa ai làm được.

- Giai đoạn 2011 – 2017 MWG là doanh nghiệp vận hành thành công nhất chuỗi cửa hàng Thế giới di động, đưa từ 186 cửa hàng lên 1,072 cửa hàng; Doanh thu tăng trưởng từ 5.4 nghìn tỷ lên 34.7 nghìn tỷ (tăng 6.4 lần trong 6 năm). Thời điểm đó, Việt Nam chưa ai làm được điều này, thậm chí đến bây giờ cũng chưa có đối thủ nào làm tốt hơn MWG.
- Giai đoạn tiếp theo từ 2015 - 2021 MWG lại vượt lên chính mình khi chinh phục thành công mặt hàng mới là đồ gia dụng trong gia đình. Với thương hiệu Điện máy xanh, số cửa hàng tăng từ 69 lên 1,992 cửa hàng; Doanh thu tăng trưởng từ 4.5 nghìn tỷ lên 62.7 nghìn tỷ (tăng gần 14 lần trong 6 năm).

Theo hiểu biết của chúng tôi, ngành bán lẻ rất rộng lớn và mỗi lĩnh vực là 1 bí mật thành công khác nhau. Nếu nhìn theo góc độ này có thể coi MWG là 1 công ty Startup có tỷ lệ thành công cao. MWG đã Startup thành công ở 2 phân khúc sản phẩm là điện thoại và điện máy với tốc độ tăng trưởng

doanh thu và lợi nhuận khủng khiếp, thời điểm hiện tại chúng tôi nhìn thấy những chồi non đã nhú của phân khúc mới trong ngành bán lẻ là sản phẩm về FMCG & FreshFood mà công ty dày công StartUp lần 3. Với 1 thị trường rộng lớn như Việt Nam, Bách Hóa Xanh là 1 Startup sẽ bước vào giai đoạn gặt hái thành quả trong khoảng 5-10 năm tới.

THẾ GIỚI DI ĐỘNG LIỆU CÓ THÀNH CÔNG LẦN THỨ 3 ĐỐI VỚI BÁCH HÓA XANH?

Tổng quan Công ty cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG – HOSE)

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Với hệ thống Thế Giới Di Động và Điện máy Xanh thống lĩnh thị trường điện thoại và điện máy, Bách Hóa Xanh vững vàng ở vị trí số 1 trong lĩnh vực bán lẻ tại Việt Nam. Không dừng lại ở đó, MWG đang mở rộng tầm ảnh hưởng ra thị trường quốc tế với chuỗi Erablue tại Indonesia. Trong hệ sinh thái của MWG, ngoài các công ty con chuyên vận hành chuỗi bán lẻ (thegioididong.com, Điện Máy Xanh, Bách Hóa Xanh, nhà thuốc An Khang, Avakids..) còn có các công ty chuyên cung cấp dịch vụ có liên quan như dịch vụ hậu mãi - bảo trì - lắp đặt, dịch vụ giao hàng chặng cuối, dịch vụ quản lý kho vận logistics...

Lịch sử hình thành:

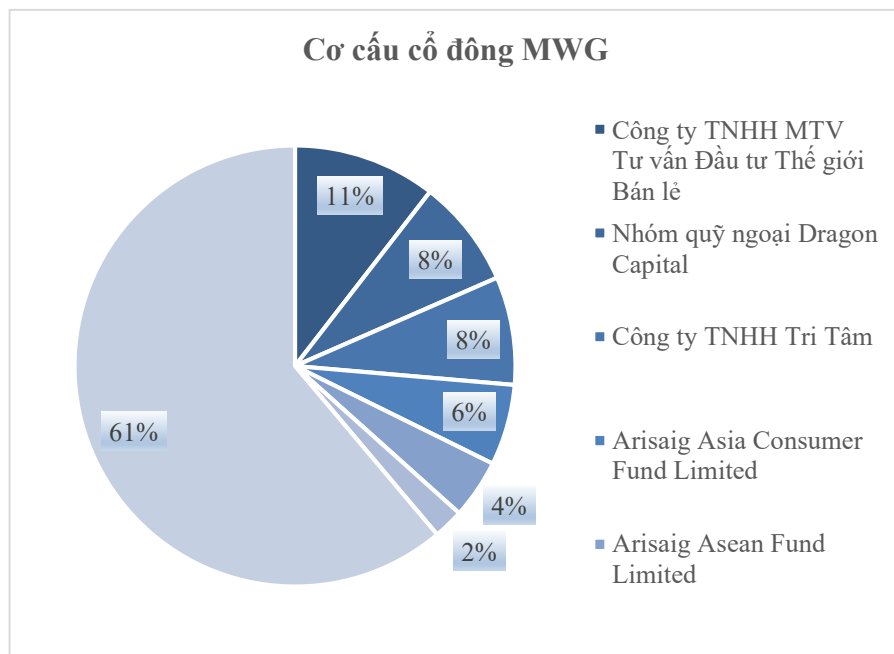
- Năm 2004: Công ty TNHH Thế Giới Di Động chính thức ra đời.
- Đến năm 2007: công ty chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần, đánh dấu một bước ngoặt quan trọng trong quá trình phát triển.
- Năm 2010: tạo tiếng vang với sự ra đời liên tiếp của các cửa hàng Thế giới di động. Đồng thời, chuỗi Điện Máy Xanh ra đời, mở rộng lĩnh vực kinh doanh của MWG.
- Năm 2012: Thế Giới Di Động trở thành hệ thống bán lẻ thiết bị di động phủ sóng rộng khắp cả nước.
- Năm 2014: MWG chính thức niêm yết trên sàn HSX. Tiếp tục hành trình chinh phục thị trường.
- Năm 2015: Tốc độ mở cửa hàng ghi nhận mức kỷ lục mới với trung bình 5 cửa hàng được mở mới trong 1 tuần. Chuỗi Điện Máy Xanh trở thành chuỗi bán lẻ điện máy có số lượng siêu thị nhiều nhất Việt Nam. Đồng thời, thử nghiệm mô hình siêu thị mini Bách Hóa Xanh.
- Năm 2017: Chuỗi thegioididong.com chính thức vượt mốc 1.000 siêu thị, chuỗi Điện Máy Xanh có hơn 640 siêu thị trên toàn quốc. Chuỗi siêu thị Bách Hóa Xanh tăng tốc với gần 300 cửa hàng.
- Năm 2018: Thống lĩnh thị trường Việt Nam với 45% thị phần điện thoại và 35% thị phần điện máy. Bách Hóa Xanh đạt điểm hòa vốn EBITDA ở cấp cửa hàng. công ty tiếp tục mở rộng quy mô bằng việc mua lại chuỗi điện máy Trần Anh và đầu tư vào chuỗi nhà thuốc An Khang.
- Đến năm 2021: Doanh thu MWG vượt mốc 5 tỷ đô trong năm 2021 với hơn 5.000 siêu thị trên toàn quốc. Duy trì vị thế dẫn đầu thị phần bán lẻ thiết bị công nghệ và điện tử tiêu dùng theo ước tính từ số liệu của các hãng lớn trên thị trường.
- Năm 2022: Củng cố vị thế nhà bán lẻ số 1 về sản phẩm công nghệ và điện tử tiêu dùng, top 3 về bán lẻ thực phẩm, hàng tiêu dùng thiết yếu và dược phẩm. Doanh thu online vượt 800 triệu USD.

Các trang Web bán hàng của 3 chuỗi Điện thoại, Điện máy, Bách hóa xanh góp mặt trong top 10 website TMĐT hàng đầu Việt Nam. Chính thức gia nhập thị trường bán lẻ điện máy tại Indonesia với 5 cửa hàng Erablue.

- Năm 2023: Đối mặt với những thách thức do tác động của biến động kinh tế - chính trị toàn cầu, MWG đã chủ động tái cấu trúc toàn diện, tập trung vào duy trì doanh thu, gia tăng thị phần và kiểm soát chi phí để bảo vệ dòng tiền lành mạnh, giữ vững vị thế là nhà bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Chuỗi Bách Hóa Xanh đạt doanh thu 1,3 tỷ USD và chính thức vươn lên trở thành nhà bán lẻ thực phẩm và hàng tiêu dùng có doanh số lớn nhất Việt Nam với quy mô 1.700 điểm bán. Tháng 12/2023, Bách Hóa Xanh đã đạt điểm hòa vốn sau mọi chi phí, tương ứng với quy mô vận hành hiện tại và trên cơ sở hoạt động kinh doanh cốt lõi.

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của MWG khá phân mảnh, Ông Nguyễn Đức Tài sở hữu 12.7% cổ phần, trong đó 10.5% sở hữu thông qua Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ. Ngoài ra, cổ phiếu MWG cũng thu hút bởi nhiều quỹ đầu tư lớn phải kể đến như Dragon Capital, Arisaig, và nhiều tổ chức khác. Số lượng cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài không phải là cổ đông lớn nắm giữ lên tới 37.89% tại cuối năm 2023 cho thấy sự hấp dẫn của doanh nghiệp trong mắt người nước ngoài. Mặc dù năm 2023 là năm khó khăn của thị trường do cạnh tranh khốc liệt, khối ngoại cũng bán ròng khoảng 1.9 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, trong năm 2024 khối ngoại đã mua lại khá nhiều cổ phiếu, số cổ phiếu còn lại không nhiều. Khoảng 3 triệu cổ tương ứng gần 200 tỷ đồng.

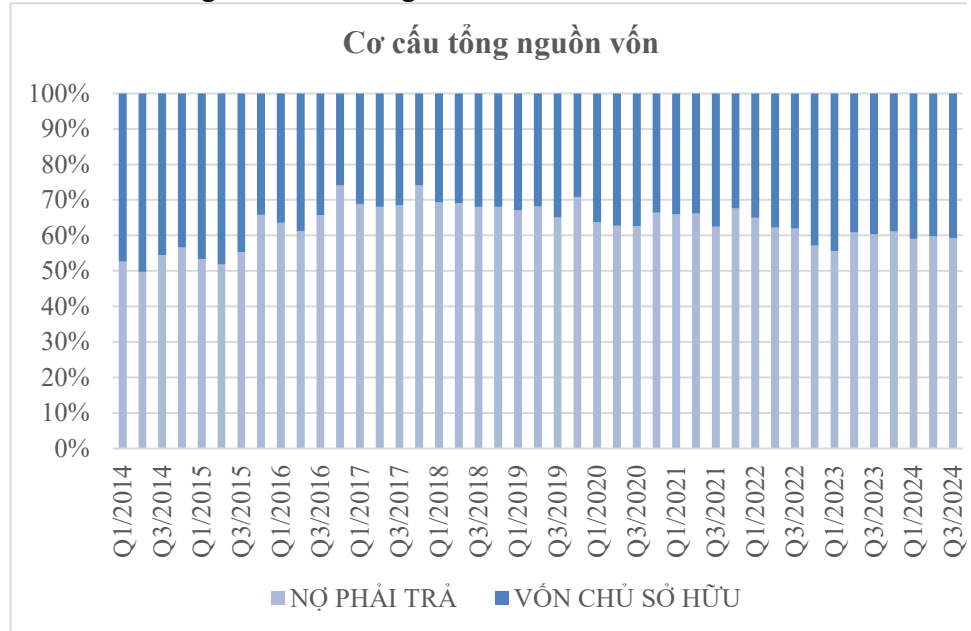


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

3. Tình hình tài chính MWG

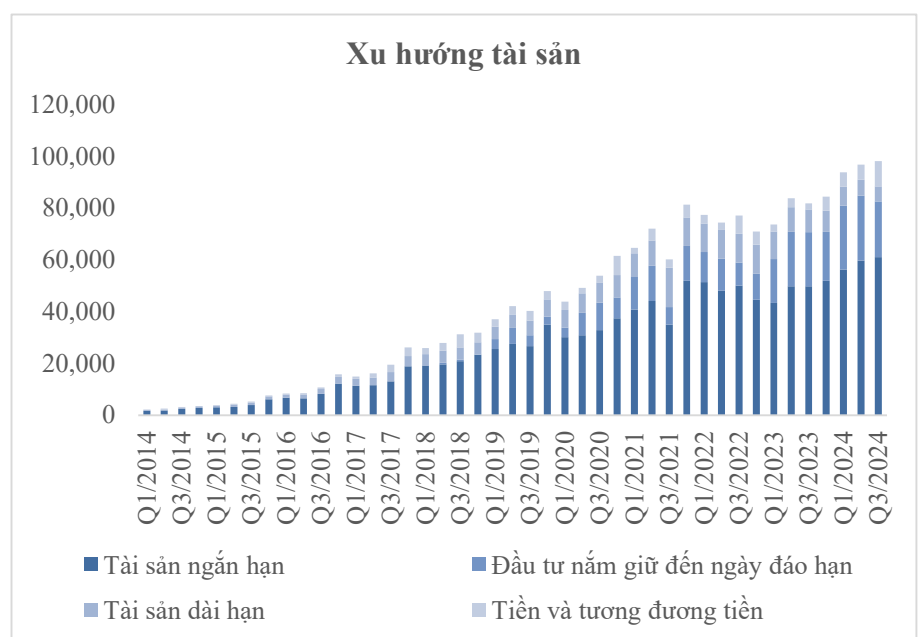
Tỷ lệ nợ phải trả trong tổng nguồn vốn của MWG trong giai đoạn 2017 đến 2021 luôn duy trì quanh mức 70% trong tổng nguồn vốn do giai đoạn này MWG liên tục mở rộng chuỗi cửa hàng BHX và TGDD nên cần huy

động vốn vay và đạt đỉnh điểm năm 2021 với hơn 24.000 tỷ nợ ngắn hạn. Trong giai đoạn từ 2021 đến Q2/ 2023 cơ cấu nợ phải trả trong cơ cấu tổng nguồn vốn giảm dần do tác động của Covid 19 và kinh tế khó khăn. Điều này cho ban lãnh đạo của MWG đã có những phương án giúp giảm áp lực nợ và giảm rủi ro tài chính trong doanh nghiệp. Từ Q2/2023 đến nay cơ cấu nợ phải trả duy trì ổn định quanh mức 60% do MWG đang bắt đầu mở lại các cửa hàng BHX, mở rộng chuỗi Era Blue ở Indonesia.

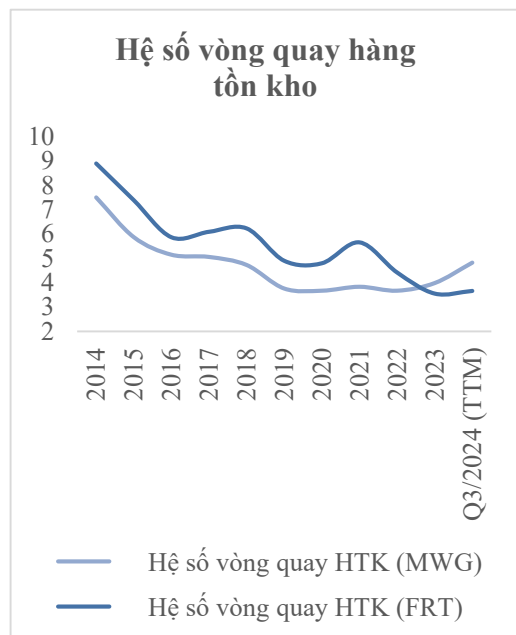


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

Sau khi tổng tài sản của MWG giảm về loanh quanh 54,000 tỷ VNĐ tại quý 1/2023 sau đó quy mô tổng tài sản của MWG đã tăng ấn tượng và chạm mức hơn 66,000 tỷ VNĐ vào quý 3/2024. Đóng góp vào sự tăng trưởng này chủ yếu từ tài sản ngắn hạn với hơn 61,000 tỷ VNĐ vào quý 3/2024. Tiền và các khoản tương đương tiền tăng mạnh lên gần mức 10,000 tỷ VNĐ. Đây là nguồn tài chính quan trọng giúp MWG mở rộng các cửa hàng ở cả Việt Nam và Indonesia trong 2025.

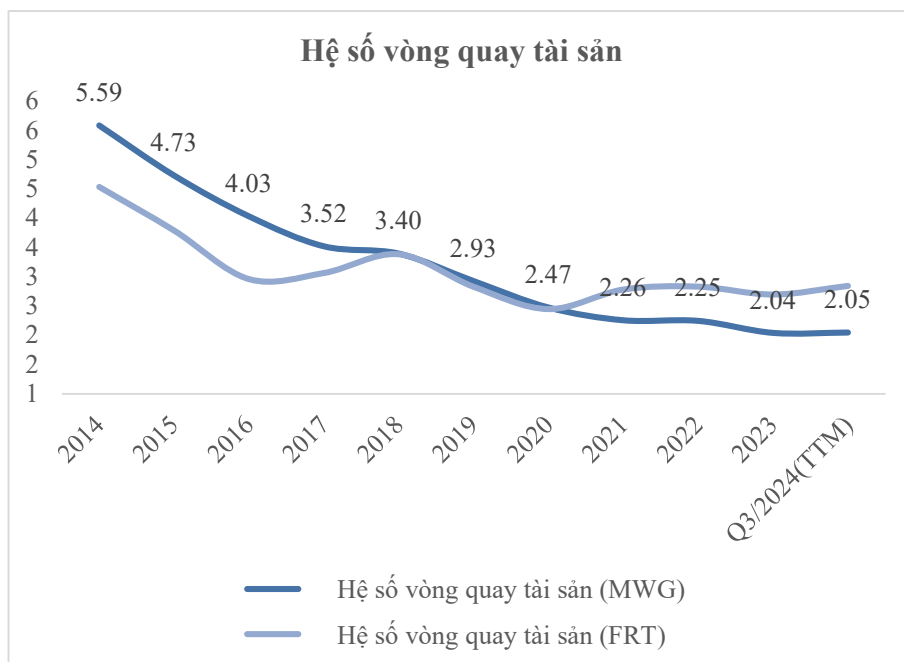


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research



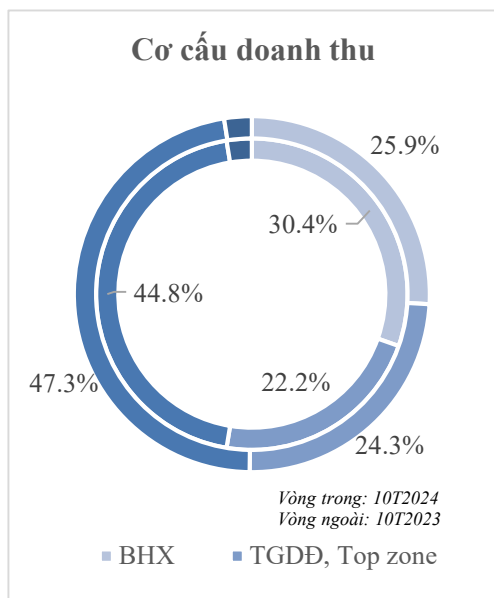
Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

Dù tổng tài sản của MWG liên tục tăng từ 2023 đến nay nhưng hệ số vòng quay tài sản của MWG lại được cải thiện từ 2.04 năm 2023 lên 2.05 năm 2024. Cho thấy MWG đang sử dụng tài sản hiệu quả hơn. So sánh với FRT thì hệ số vòng quay tài sản của MWG thấp hơn chủ yếu đến từ quy mô tổng tài sản của FRT chỉ quanh mức 7,000 tỷ VNĐ trong khi ở MWG là hơn 66,000 tỷ VNĐ.

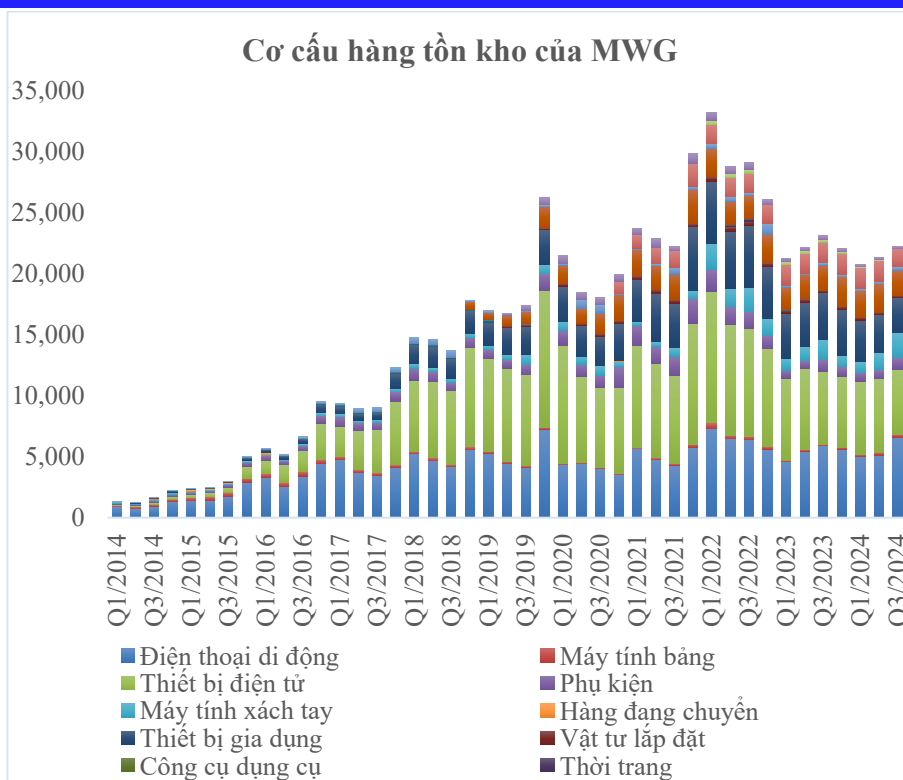


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

Hàng tồn kho của MWG giảm dần về quanh mức 20,000 tỷ VNĐ. Từ Quý 1/2023 đến Quý 3/ 2024. Trong quý 3/2024 giá trị hàng tồn kho đã giảm 4.4 % YoY và tăng 3.86 % so với quý 2/2024 cho thấy doanh nghiệp đã thu hẹp quy mô hàng tồn kho so với năm ngoái để đảm bảo tính an toàn và đang mở rộng quy mô hàng tồn kho lại trong năm nay. Hệ số vòng quay HTK trong năm 2023 của MWG là 3.98 cao hơn của FRT là 3.56 còn con số này trong quý 3/2024 (TTM) của MWG là 4.82 và của FRT là 3.67. Trong giai đoạn 2014 đến 2022 hệ số vòng hàng tồn kho của MWG luôn thấp hơn FRT cho đến năm 2023 đã vượt FRT. Qua đây ta thấy được MWG đang quản trị hợp lý và đem lại những hiệu quả rõ rệt.

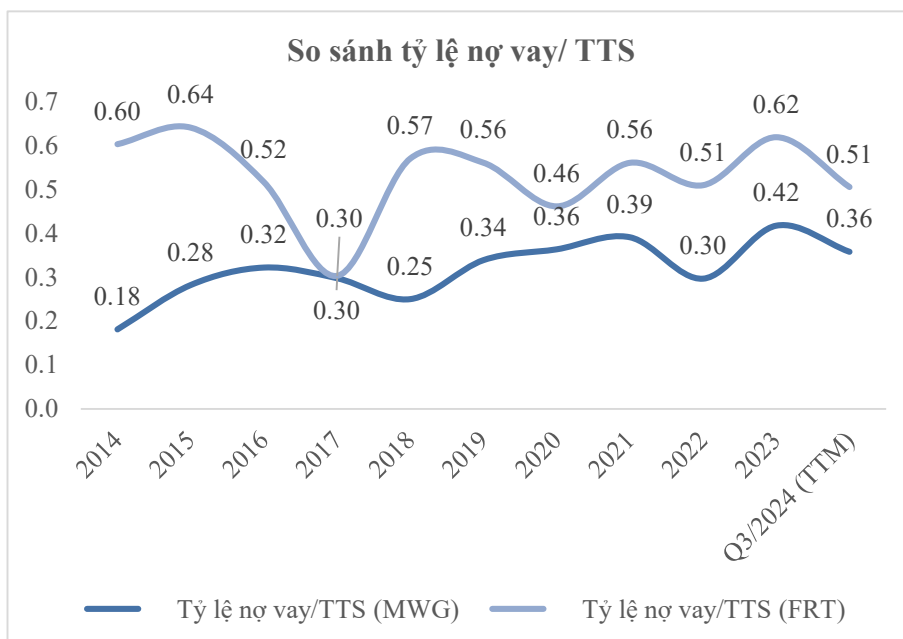


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research



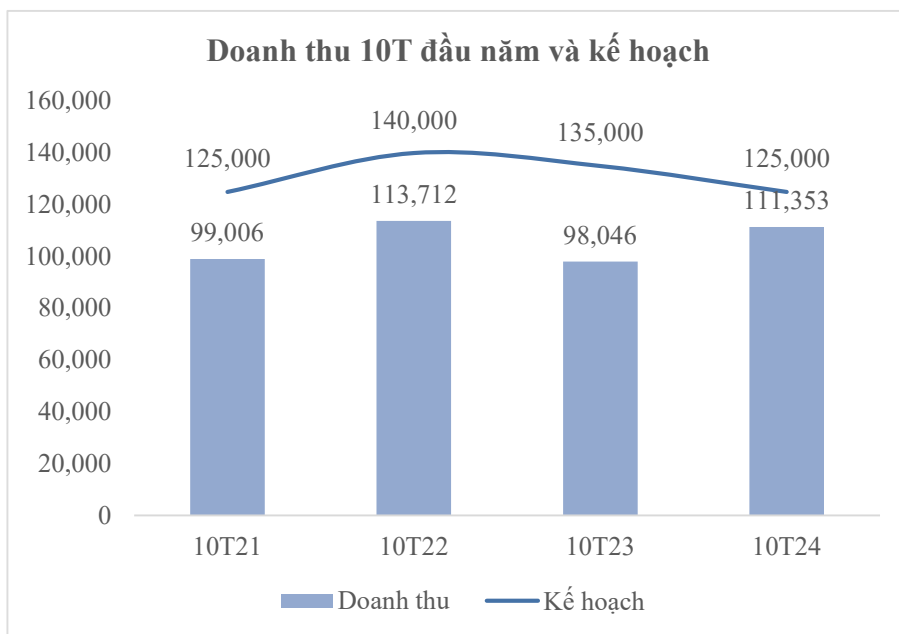
Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

So với FRT, MWG có cấu trúc tài chính lành mạnh hơn với tỷ lệ nợ vay/TTS luôn dưới 45%. Nợ vay ngắn hạn chiếm phần lớn trên 70% trong cơ cấu nợ vay và chủ yếu dùng để bổ sung vốn lưu động. Khả năng trả nợ lãi vay của MWG cũng ổn định hơn, đặc biệt là sau khi ngành hàng điện tử gặp khó khăn trong năm 2023, tỷ lệ này đã giảm về mức an toàn khoảng 36% trong Q3/2024 (TTM). Qua đó ta thấy được MWG đang hướng đến cấu trúc tài sản an toàn giúp lành mạnh, giảm tỷ lệ nợ vay, tăng sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu sau khi mở rộng các chuỗi cửa hàng trong những năm trước. Chúng tôi đánh giá đây là ngưỡng an toàn cho MWG đó là những bước đi chậm an toàn trong giai đoạn kinh tế phục hồi.



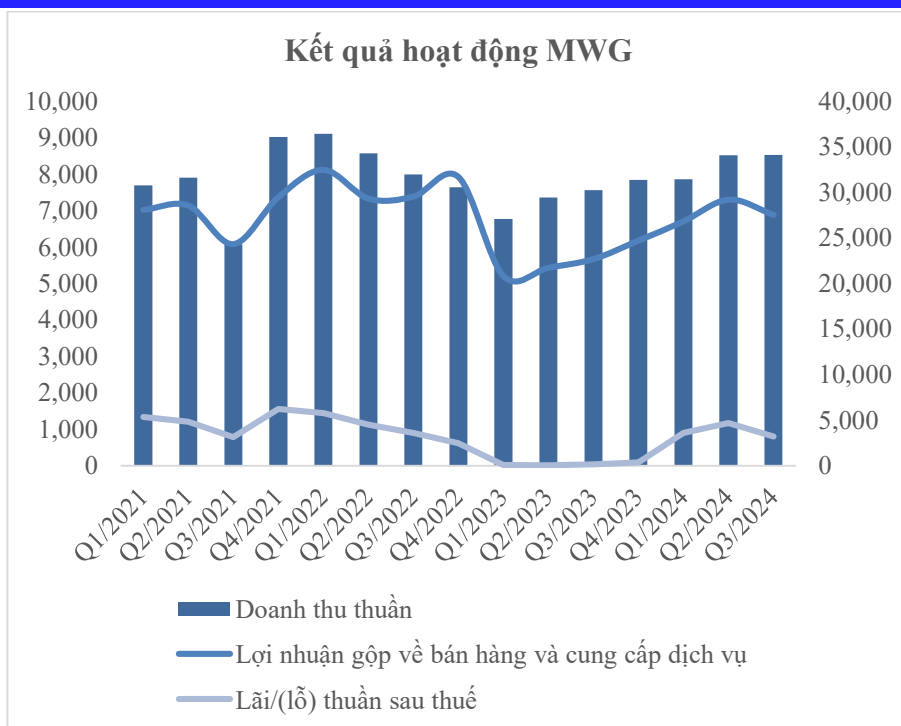
Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

Trong 10 tháng năm 2024 doanh thu của MWG đạt 111,353 tỷ đồng tăng 14% (YoY) và đạt 89% kế hoạch. Trong khi đó 10 tháng năm 2023 doanh thu MWG chỉ đạt 98,046 tỷ đồng chỉ đạt 73% kế hoạch. Đóng góp vào sự tăng trưởng doanh thu của MWG chủ yếu đến từ sự tăng trưởng của BHX khi doanh thu của BHX 10T2024 đạt gần 33,900 tỷ đồng, tăng 34% (YoY) và tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu tăng 4.5% (YoY). Để có sự tăng trưởng ấn tượng như vậy, MWG đã thực hiện mục tiêu lấy chất lượng thay vì số lượng. MWG đã liên tục đóng cửa những cửa hàng BHX không hiệu quả nói riêng và những cửa hàng không hiệu quả trong hệ thống nói chung. Kế hoạch đó đã đem lại trái ngọt khi doanh thu cửa hàng BHX trong T10/24 đạt 2.1 tỷ đồng/ cửa hàng / tháng trong khi con số đó ở T10/23 chỉ đạt 1.76 tỷ đồng/cửa hàng/tháng.

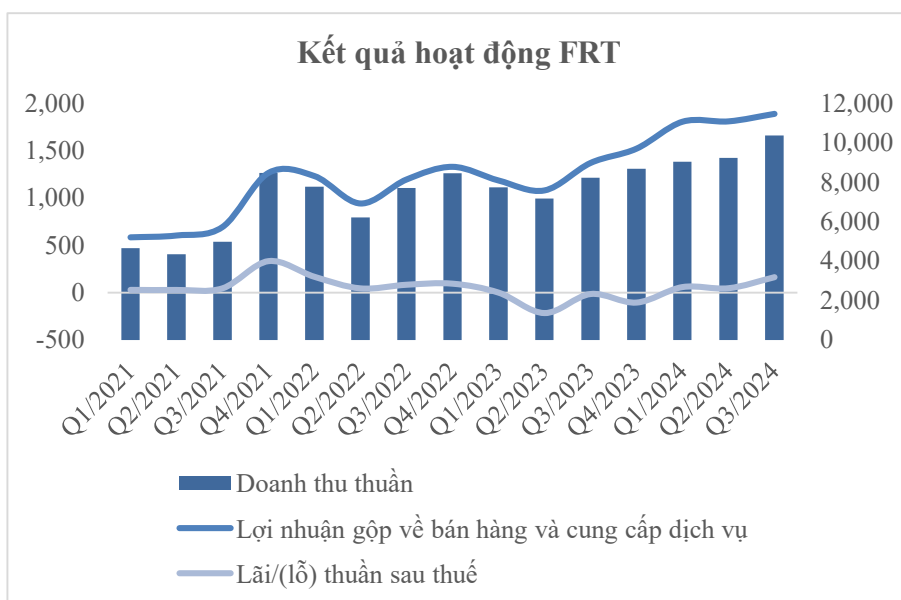


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

Nhờ cơ cấu nguồn vốn và chính sách tài chính hợp lý mà MWG đã vượt qua những khó khăn kinh tế ở Việt Nam và trên thế giới. Từ đầu năm 2023 đến nay doanh thu thuần của MWG được cải thiện đáng kể khi Q3/2024 doanh thu thuần của MWG đã chạm mức hơn 34,000 tỷ VNĐ tăng 12.7% YoY. Bên cạnh đó nhờ những phương hướng rõ ràng, thận trọng của ban lãnh đạo MWG mà lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp luôn dương ngay cả trong năm 2023 - giai đoạn khó khăn của ngành bán lẻ khi nhìn sang FRT đã phải chịu khoản lỗ hơn 200 tỷ VNĐ trong quý 2/2023.

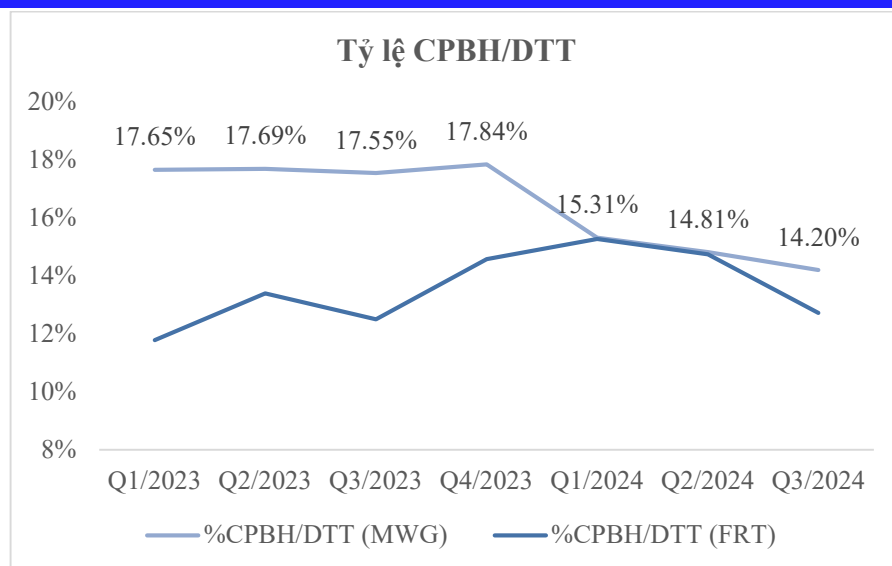


Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research



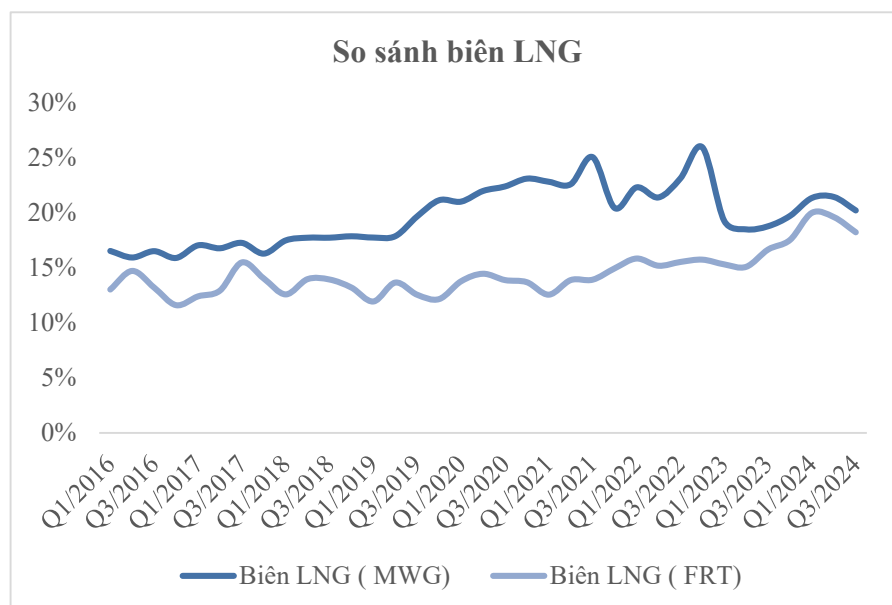
Nguồn: FiinX, FRT, CSI Research

Chi phí bán hàng/ Doanh thu thuần (CPBH/DTT) của MWG trong quý 3/2024 đã về mức 14.2% giảm 0.61 điểm % so với quý 2/ 2024 và giảm 3.35 điểm % (YoY). Để có được kết quả này MWG đã phải cắt giảm số lượng nhân viên, đóng cửa những cửa hàng không hiệu quả, tập trung vào chất lượng hơn là số lượng. Kết quả này vẫn cao hơn con số 12.72% của FRT trong quý 3/2024 đến từ các nguyên nhân như MWG đang bắt đầu mở lại các chuỗi cửa hàng, tham gia thị trường mới nên cần đẩy mạnh các chi phí liên quan đến nhân viên, chi phí quảng cáo tiếp cận khách hàng mới nên. Chỉ số này được đánh giá là phù hợp trong giai đoạn MWG đang bắt đầu mở rộng thị trường.



Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

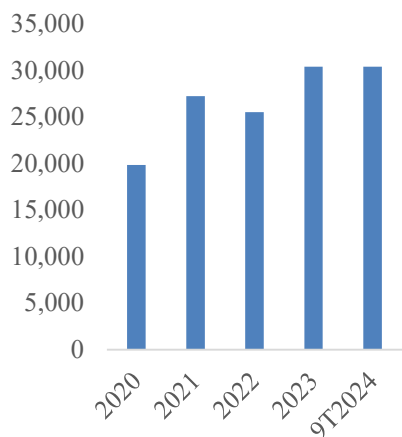
Trong Quý 3 biên LNG của MWG chạm mức 20.2%, giảm 5.6% so với quý 2/2023 và cải thiện 8% YoY, kết quả này ấn tượng hơn con số 18.2% của FRT trong quý 3/2024. Điều này có được chủ yếu đến từ doanh thu của MWG phục hồi ấn tượng nhờ nhu cầu mua sắm của người dân bắt đầu quay trở lại. Đóng góp quan trọng vào sự phục hồi này là dải sản phẩm của Apple ra mắt trong 9/2023, chủ lực là Iphone 16 series. Nhờ dải sản phẩm này mà doanh thu MWG lên mức hơn 34,000 tỷ VNĐ trong quý 3/2024. Không những thế doanh thu từ chuỗi BHX (chiếm 30.4 % doanh thu MWG), chuỗi Era Blue cũng tăng doanh thu của MWG trong năm 2024. Đây là dấu tích cực cho thấy MWG đang mở rộng quy mô doanh thu, mở rộng thị trường, doanh thu được đa dạng hoá tiếp cận nhiều đối tượng cả trong và ngoài nước. Giá vốn hàng bán của MWG tăng hơn 8,000 tỷ VNĐ trong 9 tháng đầu năm nay so với 9 tháng đầu năm 2023 là do định hướng của ban lãnh đạo muốn tăng doanh thu, đa dạng hoá thị trường, mở rộng thị trường kinh doanh.



Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

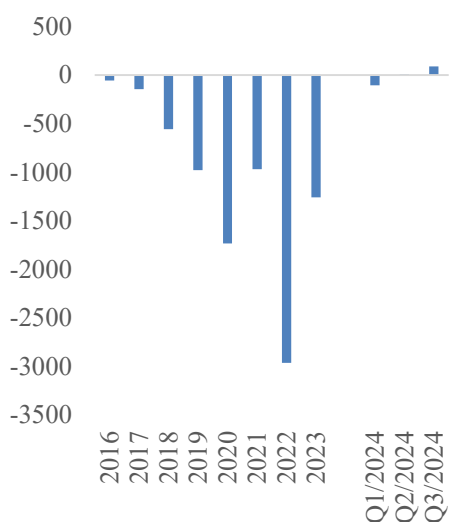
Chỉ số ROE của MWG trong Q3/2024 (TTM) là 11.67% trong khi năm 2023 là 0.71%, còn ROA của MWG trong Q3/2024 (TTM) là 4.63%

Doanh thu BHX



Nguồn: FiinX, MWG, CSI Research

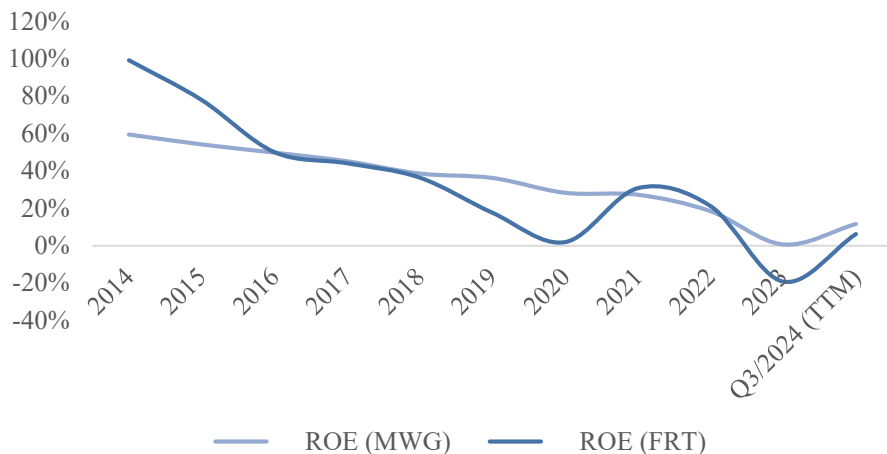
Lãi/lỗ Bách Hóa Xanh



Nguồn: MWG, CSI Research

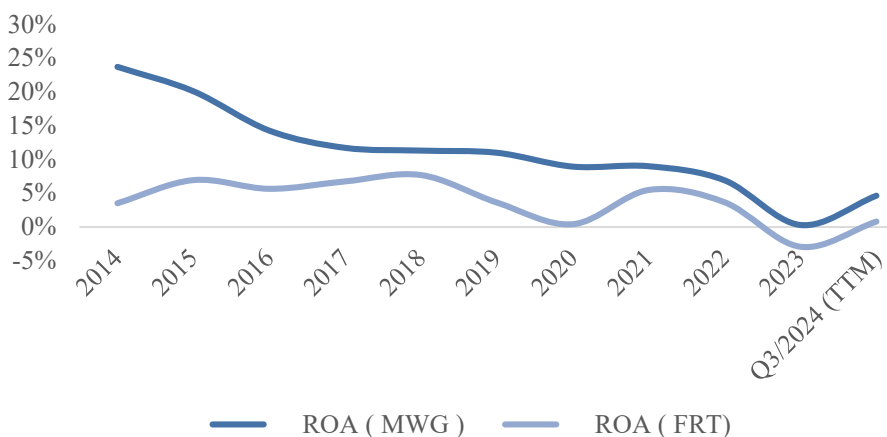
trong khi năm 2023 là 0.29%. Những chỉ số này đều cao hơn chỉ số của FRT trong cùng giai đoạn. Điều đó chủ yếu đến MWG luôn duy trì lợi nhuận sau thuế dương, chi phí giảm, không những thế quy mô tổng tài sản của MWG gấp 4.6 lần quy mô tổng tài sản của FRT. Qua đó cho ta thấy được MWG đang quản trị chi phí tốt, sử dụng hiệu quả những đồng vốn bỏ ra.

So sánh ROE



Nguồn: FiinX, CSI Research

So sánh ROA



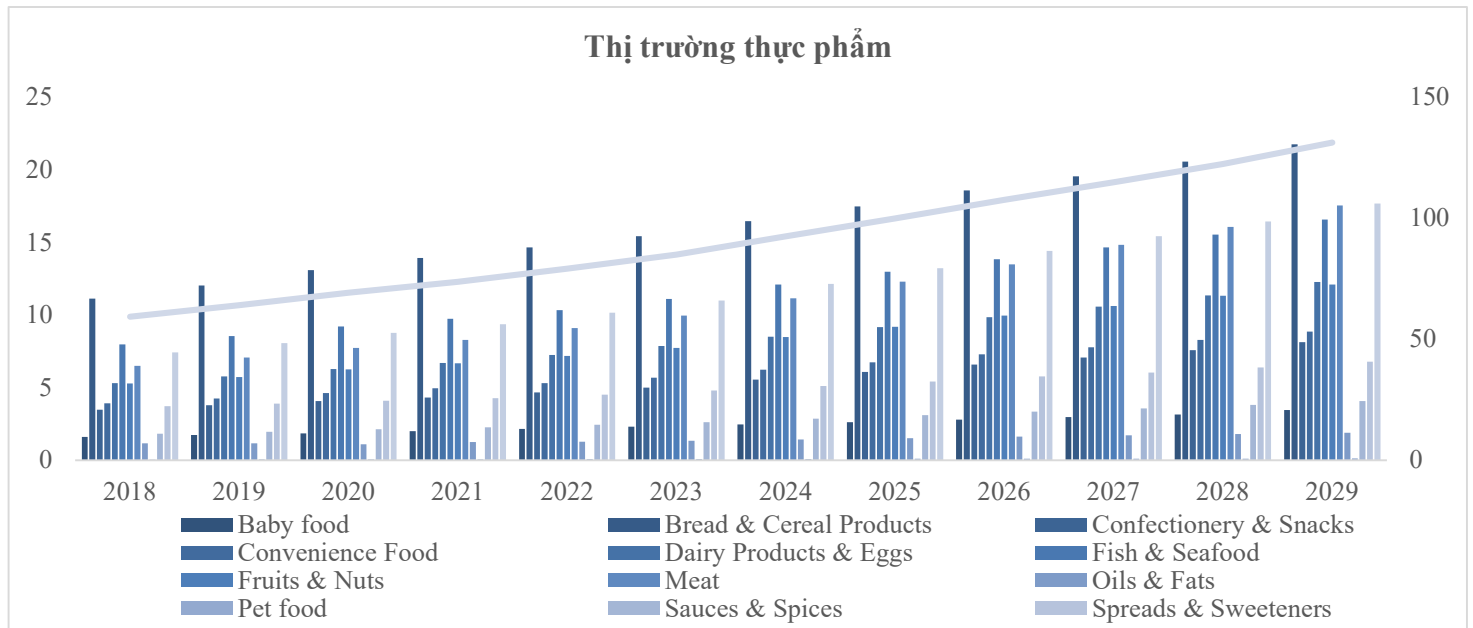
Nguồn: FiinX, CSI Research

Tăng trưởng nhanh trong 5-10 năm tới nhờ Bách Hóa Xanh

Để trở thành cơ hội đầu tư hấp dẫn, chúng tôi luôn lựa chọn những doanh nghiệp có khả năng bứt phá về doanh thu và lợi nhuận một cách tương đối chắc chắn. Để làm được điều đó, doanh nghiệp phải đáp ứng được 2 điều kiện cần và đủ. Điều kiện cần, doanh nghiệp phải sáng tạo được mô hình kinh doanh có khả năng nhân rộng nhanh trong thị trường rộng lớn. Và điều kiện đủ là bắt đầu có tín hiệu tích cực về doanh thu và lợi nhuận, điều này chứng tỏ được rằng doanh nghiệp đã tìm được công thức chiến thắng cho mô hình. Đó là câu giải thích vì sao Bách Hóa Xanh đã xuất hiện từ năm 2015 nhưng đến cuối 2024 chúng tôi mới tự tin đưa ra cơ hội này.

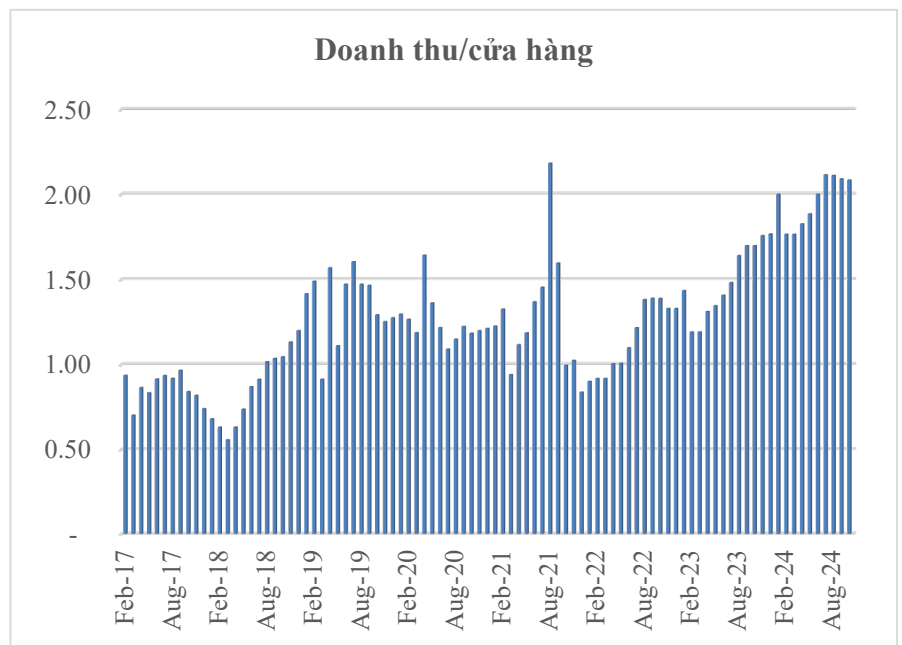
Tiềm năng của Bách Hóa Xanh lớn hơn 2 chuỗi trước đó rất nhiều bởi độ lớn của thị trường. Theo số liệu của Staista, quy mô riêng ngành thực phẩm

tại Việt Nam năm 2024 là hơn 90 tỷ USD và tổ chức này dự phóng tới năm 2029 quy mô lên đến hơn 130 tỷ USD. Trong khi đó, doanh thu hiện nay của Bách Hóa Xanh chỉ vón vện 5.2 tỷ USD, đồng nghĩa với việc BHX còn rất nhiều không gian để phát triển.



Nguồn: Staista, CSI Research

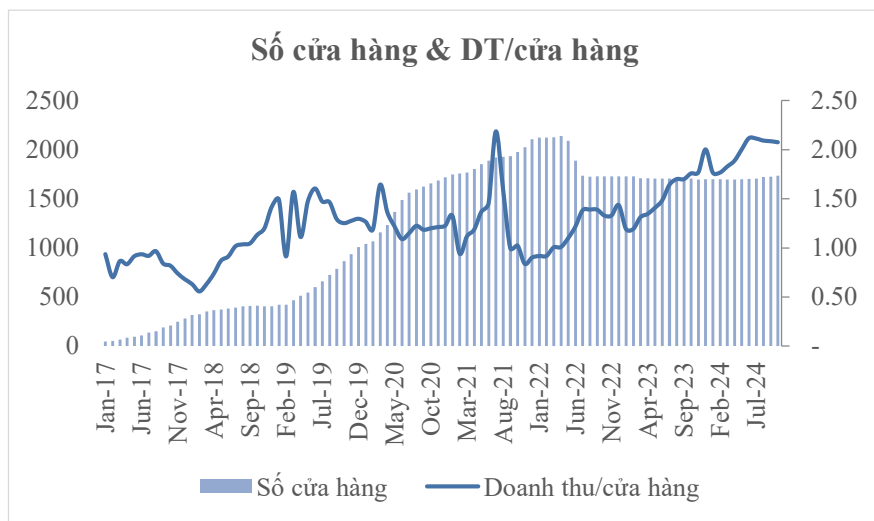
Giai đoạn 2017 – 2021 MWG tập trung phát triển nhanh cửa hàng Bách Hóa Xanh. Tuy nhiên chưa đạt được hiệu quả cao, trong năm 2021 doanh thu của Bách hóa xanh đạt 27.2 nghìn tỷ đồng (+37.3% yoy) nhưng vẫn lỗ nặng lên tới 966 tỷ. Số cửa hàng tại cuối năm 2021 đạt hơn 2,100 cửa hàng tương ứng với mức doanh thu 0.9 tỷ/cửa hàng.



Nguồn: MWG, CSI Research

Sang năm 2022 - 2023 là giai đoạn giải phẫu, tái cấu trúc mô hình, cắt bỏ phần dư thừa, giữ lại những gì hiệu quả nhất. Đồng thời tái định vị thương hiệu “Chợ hiện đại” sang “Siêu thị mini”. Bước ngoặt này khiến số lượng cửa hàng giảm đột ngột xuống còn hơn 1,700 cửa hàng. Những cửa hàng

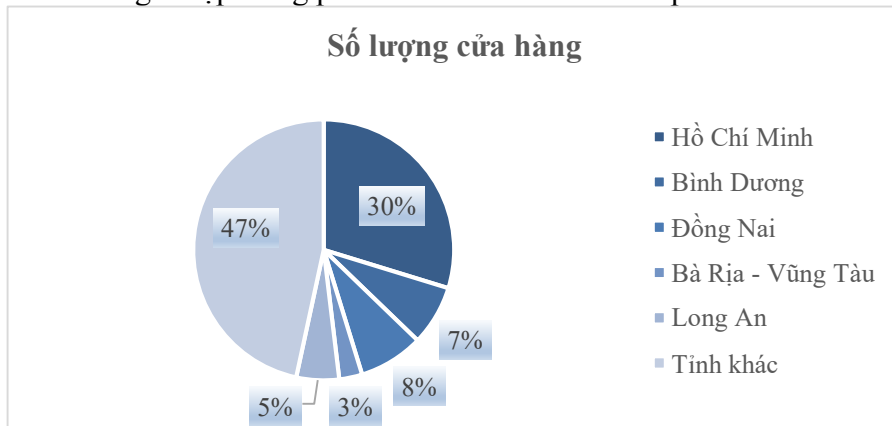
được giữ lại đã đem về cho Bách Hóa Xanh hiệu quả đáng ngờ khi doanh thu/cửa hàng liên tục tăng đạt ngưỡng trên 2 tỷ/cửa hàng và duy trì xu hướng này rất chắc chắn trong điều kiện kinh tế bình thường chứ không tăng nhanh, mạnh như đầu năm 2021 (do nhu cầu tích trữ hàng hóa khi dịch bệnh bùng phát).



Nguồn: MWG, CSI Research

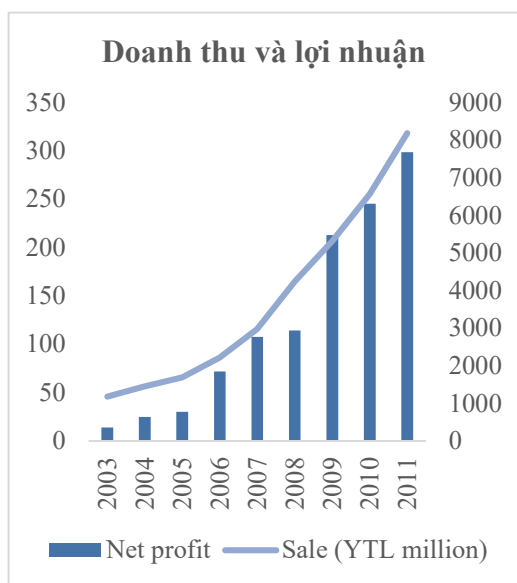
Cuộc cải cách này không chỉ đem tăng trưởng doanh thu như năm 2021 mà đi cùng với đó là lợi nhuận bắt đầu dương. Hệ thống cửa hàng Bách Hóa Xanh chính thức có lãi sau gần 10 năm liên tục lỗ. Tại Q3/2024 Bách Hóa Xanh lãi gần 90 tỷ, tuy không nhiều nhưng đây là dấu hiệu cho thấy MWG đã tìm được công thức thành công cho riêng mình. Giai đoạn tiếp theo chính là lúc nhân rộng thật nhanh để chiếm lĩnh thị phần.

Tính tới tháng 10/2024, số lượng cửa hàng đạt 1,755 cửa hàng có xu hướng tăng nhẹ. Các cửa hàng đều nằm ở khu vực phía Nam, tập trung nhiều tại các thành phố lớn như Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu đây đều là những tỉnh có GRDP cao. 5 Tỉnh/Thành phố này chiếm tỷ trọng trên 50% số lượng cửa hàng khu vực, sắp tới Bách Hóa Xanh tiếp tục mở rộng ra miền Trung và miền Bắc chúng tôi dự đoán các cửa hàng sẽ tập trung phần lớn ở các Tỉnh/Thành phố có GRDP cao.



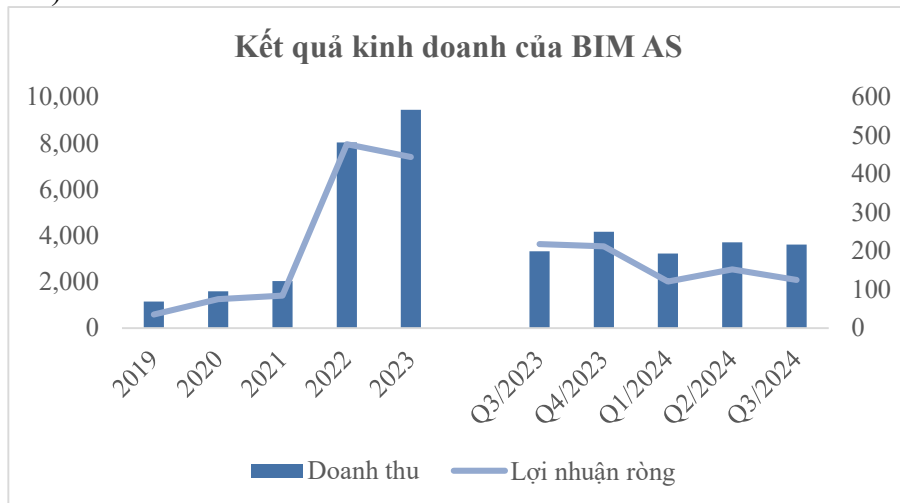
Nguồn: MWG, CSI Research

Để đánh giá khả năng thành công của Bách Hóa Xanh, chúng tôi cũng tìm kiếm những mô hình tương tự trên thế giới. Rất ít công ty có mô hình này để làm tham chiếu những cũng đã tìm được BİM Birleşik Mağazalar A.Ş (BİM AS) tại Thổ Nhĩ Kỳ.



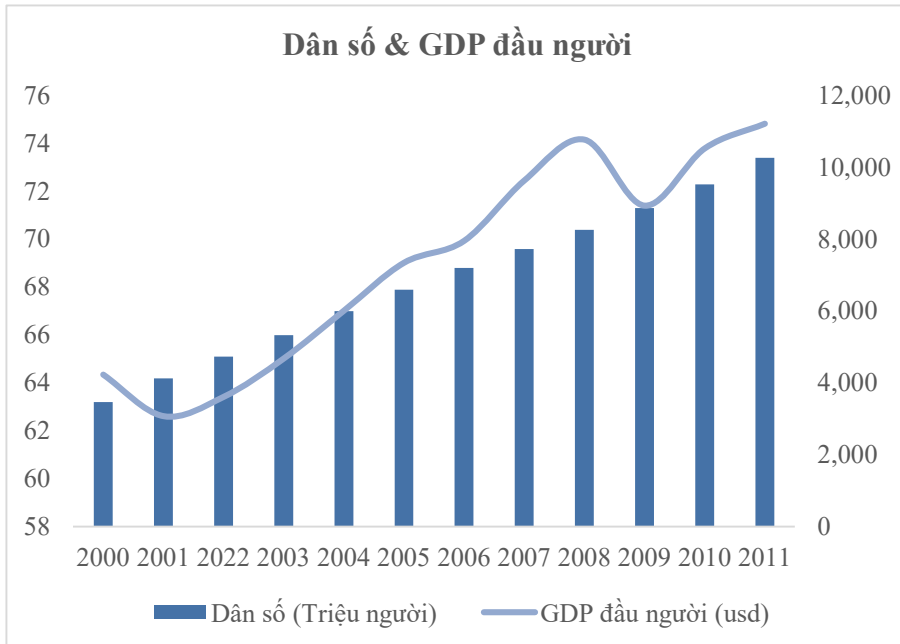
Nguồn: BIM AS, CSI Research

BIM AS là công ty sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ FMCG & FreshFood tương tự như MWG. Năm 2023, BIM AS sở hữu 11,439 cửa hàng với doanh thu và lợi nhuận đạt 9.45 tỷ USD và 444.38 triệu USD, mỗi cửa hàng có diện tích bình quân trên 300m2 tương đồng với những cửa hàng của MWG có diện tích 200 – 300m2. Doanh thu Q3/2024 BIM AS đạt 3.6 tỷ USD, lợi nhuận sau thuế đạt 125.22 triệu USD ghi nhận mức tăng liên tiếp trong 3 năm giúp vốn hóa đạt 8.6 tỷ USD (tăng 715% so với năm 2021)



Nguồn: BIM AS, CSI Research

Trở lại những thời điểm Thổ Nhĩ Kỳ thoát khỏi tình trạng lạm phát cao sau năm 2000 và đi vào ổn định. Khi đó Thu nhập bình quân đầu người của Thổ Nhĩ Kỳ hơn 4,000USD và dân số đạt 63 triệu người khá tương đồng với Việt Nam.



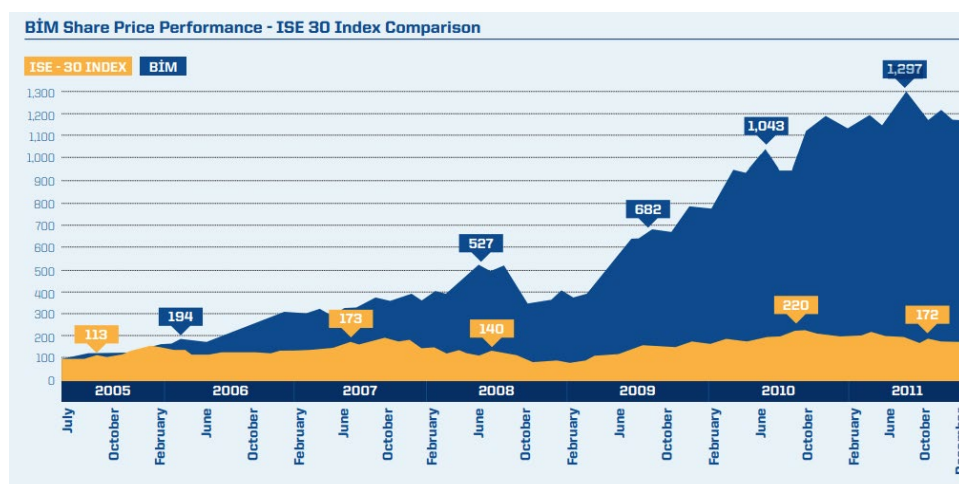
Nguồn: Wikipedia, CSI Research

Sau năm 2000 cũng là thời kỳ phát triển mạnh của BIM AS về tốc độ mở mới cửa hàng cũng như doanh thu và lợi nhuận.



Nguồn: BIM AS, CSI Research

Quả trình mở rộng nhanh giúp doanh thu và lợi nhuận tăng liên tục, đây là nguyên nhân giúp cổ phiếu của BIM AS tăng mạnh trong giai đoạn đó.



Nguồn: CSI Research

Định giá và khuyến nghị cổ phiếu MWG

Trong 5-10 năm tới, chúng tôi nhận thấy Bách Hóa Xanh có triển vọng rõ ràng nhất và cũng là kỳ vọng chính để cổ phiếu tăng giá. Các mảng kinh doanh khác như Điện thoại, điện máy hay Câu chuyện Erablue không làm thay đổi quá nhiều lợi nhuận của doanh nghiệp nên chúng tôi giả định các mảng này chỉ tăng trưởng ở mức thấp.

Đối với Bách Hoa Xanh những năm tới sẽ mở rộng lên phía Bắc, chúng tôi căn cứ vào GRDP của từng Tỉnh/Thành phố để ước tính số lượng cửa hàng có thể mở rộng. Các Tỉnh/Thành phố có GRDP lớn ở miền Bắc như Hà Nội, Hải Phòng, Quảng Ninh, Thanh Hóa, Bắc Ninh cũng chiếm khoảng 50% số lượng cửa hàng tại miền Bắc. Tổng số cửa hàng ước tính mở trên toàn quốc đạt 3,333 cửa hàng. Theo kế hoạch hiện nay, mỗi năm công ty mở mới 100-200 cửa hàng, như vậy cần ít nhất 8 năm để mở rộng hết cả nước. Chúng tôi cho rằng trong quá trình mở rộng, doanh thu bình quân/cửa hàng khó tăng mạnh bởi cửa hàng mới mở không thể đóng góp

doanh thu ngay lập tức cho toàn hệ thống. Do đó trong quá trình mở mới doanh thu/cửa hàng ước tính tăng 3% do lạm phát.

Với doanh thu bình quân 2.8 tỷ/cửa hàng, doanh số ước tính vào năm 2032 đạt 107.97. Do hiện nay chưa duy trì tỷ lệ lợi nhuận đều đặn nên chúng tôi sử dụng PS để định giá chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh. Với PS bằng 1, giá trị hợp lý của Bách Hóa Xanh là 107.97 nghìn tỷ.

Doanh số cửa hàng Điện thoại – Điện máy tăng trưởng 3%, biên lợi nhuận không thay đổi nhiều với thời điểm trước dịch bệnh sẽ đem về lợi nhuận sau thuế 7.66 nghìn tỷ vào năm 2032. Sử dụng phương pháp PE với 15 lần có giá trị hợp lý của 2 chuỗi Điện máy và Di động là 114.8 nghìn tỷ.

Tổng hợp lại các mảng kinh doanh của MWG, giá trị hợp lý của cổ phiếu đạt 152,400 VND/cổ phiếu tương ứng 162.3%. Chúng tôi khuyến nghị mua và nắm giữ MWG trong 8 năm, tương ứng lợi suất bình quân 20.3%/năm.

Rủi ro khi đầu tư cổ phiếu MWG

Rủi ro không mở rộng đúng tiến độ kế hoạch: Tiến độ mở rộng cửa hàng về phía Bắc là mục tiêu quan trọng của công ty, đây cũng là yếu tố thúc đẩy chính cho lợi nhuận tăng trưởng đúng kế hoạch.

Phụ lục

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. Hiệu quả hoạt động						
Hệ số vòng quay tài sản	2.93	2.47	2.26	2.25	2.04	2.05
Hệ số vòng quay vốn CSH	9.67	7.86	6.86	6.02	5.00	5.09
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	323.42	473.32	423.53	474.50	486.21	438.55
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	1.13	0.77	0.86	0.77	0.75	0.83
Hệ số vòng quay HTK	3.76	3.67	3.83	3.67	3.98	4.82
Thời gian trung bình xử lý HTK	97.15	99.51	95.30	99.50	91.64	75.67
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	8.15	8.14	9.12	9.80	11.49	11.22
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	44.80	44.84	40.03	37.24	31.78	32.54
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	53.48	55.44	56.13	63.03	60.62	43.96
2. Chỉ số thanh toán						
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.11	0.25	0.10	0.19	0.17	0.29
Hệ số thanh toán nhanh	0.17	0.30	0.17	0.31	0.34	0.51
Hệ số thanh toán hiện thời	1.23	1.27	1.22	1.71	1.69	1.82
3. Sức khỏe tài chính						
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.31	0.34	0.39	0.19	0.32	0.27
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	1.07	1.01	1.21	0.45	0.82	0.65
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.03	0.02	0.00	0.11	0.10	0.09
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.09	0.07	0.00	0.25	0.26	0.23
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.34	0.36	0.39	0.30	0.42	0.36
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	1.17	1.08	1.21	0.69	1.08	0.88
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.71	0.66	0.68	0.57	0.61	0.59
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	2.43	1.97	2.09	1.33	1.57	1.45
Tỷ lệ đòn bẩy	3.43	2.97	3.09	2.33	2.57	2.45
EBIT/ Lãi vay	8.76	8.78	8.74	4.88	0.30	3.34
EBITDA/ Lãi vay	11.30	12.48	13.07	7.48	2.62	5.80
4. Khả năng sinh lợi						
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.07%	22.07%	22.47%	23.13%	19.04%	20.66%
Tỷ suất EBITDA	6.28%	6.83%	7.17%	7.63%	3.20%	5.05%
Tỷ suất EBIT	4.87%	4.81%	4.79%	4.98%	0.37%	2.91%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	4.95%	4.98%	5.26%	4.54%	0.58%	3.06%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.75%	3.61%	3.99%	3.07%	0.14%	2.27%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	55.81%	54.60%	50.70%	51.95%	38.85%	42.27%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	18.39%	16.90%	16.17%	17.14%	6.53%	10.33%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	14.25%	11.89%	10.82%	11.18%	0.75%	5.95%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	16.10%	13.69%	13.11%	12.49%	3.69%	8.04%

Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
ROA	10.98%	8.93%	8.99%	6.90%	0.29%	4.63%
ROE	36.32%	28.38%	27.34%	18.52%	0.71%	11.67%
ROIC	6.76%	5.98%	4.35%	5.62%	0.84%	2.29%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	24.09%	27.54%	24.26%	32.27%	75.67%	25.88%
5. Chỉ số dòng tiền						
Dòng tiền hoạt động/ Tổng nợ	-0.04	0.35	0.00	0.25	0.09	0.24
Dòng tiền / doanh thu	0.03	-0.08	0.02	-0.04	-0.01	-0.02
Dòng tiền tự do / thu nhập hoạt động	0.71	-1.67	0.45	-0.75	-2.59	-0.57
Dòng tiền tự do trên tài sản	0.10	-0.20	0.05	-0.08	-0.02	-0.03
Dòng tiền tự do trên VCSH	0.33	-0.63	0.15	-0.22	-0.05	-0.08
Dòng tiền tự do/ CAPEX	1.15	-2.23	0.53	-1.11	-2.29	-24.02
6. Chỉ số tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	18.10%	6.24%	13.28%	8.50%	-11.34%	11.70%
Tăng trưởng lãi gộp	27.44%	22.92%	15.35%	11.69%	-27.03%	11.68%
Tăng trưởng EBITDA YoY	26.03%	15.46%	18.93%	15.53%	-62.81%	36.91%
Tăng trưởng EBIT YoY	28.57%	4.81%	13.00%	12.72%	-93.43%	228.10%
Tăng trưởng LN trước thuế	33.47%	7.05%	19.63%	-6.42%	-88.61%	185.53%
Tăng trưởng phải thu YoY	-29.03%	-25.12%	95.65%	-53.66%	73.24%	21.26%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	46.99%	-23.93%	49.80%	-12.70%	-15.46%	-3.76%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	123.27%	19.91%	57.74%	-56.64%	78.97%	4.64%
Tăng trưởng Vay dài hạn	-7.12%	0.40%	-100.00%		1.42%	4.28%
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	27.05%	29.13%	16.01%	11.41%	-8.81%	0.79%
Tăng trưởng tài sản YoY	48.31%	10.36%	36.80%	-11.33%	7.66%	14.08%
Tăng trưởng VCSH YoY	0.01%	2.18%	57.34%	105.29%	-0.03%	-0.08%
Tăng trưởng CFO YoY	-156.88%	939.17%	-98.41%	4,553.88%	-56.92%	16.51%
7. Chỉ số định giá						
Vốn hóa (Tỷ VND)	56,729.56	58,962.62	29,984.40	66,460.12	89,265.98	89,176.84
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	67,767.47	68,366.62	50,501.70	78,003.00	109,027.47	103,751.90
BVPS	27,360.86	34,139.60	28,561.76	16,338.83	15,953.62	18,411.36
Doanh số/ Cổ phiếu	230,357.62	239,504.92	172,435.92	91,131.00	80,826.62	89,691.12
EPS cơ bản	8,644.58	8,644.49	6,870.15	2,800.62	114.58	2,027.19
EPS pha loãng	8,644.58	8,644.49	6,870.15	2,800.62	114.58	2,027.19
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	19,572.05	13,800.96	3,690.56	-3,382.17	-771.21	-1,498.21
P/B	4.67	3.81	1.47	2.78	3.82	3.31
P/E cơ bản	14.80	15.05	6.12	16.21	532.39	30.09
P/E pha loãng	14.80	15.05	6.12	16.21	532.39	30.09
P/S	0.56	0.54	0.24	0.50	0.75	0.68
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	0.66	0.63	0.41	0.58	0.92	0.79
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	10.56	9.22	5.73	7.66	28.79	15.66
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	13.62	13.11	8.57	11.74	249.92	27.20

Nguồn: FiinX, CSI Research

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:
Email: csi.research@vncsi.com - **Tel:** (+84) 24 3926 0099 (109)

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Lê Anh Tùng
 Chuyên viên phân tích
 Email: tungla@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng
 Trưởng phòng Phân tích
 Email: khanglec@vncsi.com.vn

Lương Văn Sơn
 Chuyên viên phân tích
 Email: sonlv@vncsi.com.vn

Phạm Thị Mai Anh
 Trợ lý TTNC
 Email: anhptm@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KIẾN THIẾT CSI

Trụ sở: Tầng 11, Tòa nhà TNR, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Hà Nội
 Chi nhánh: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 – 192 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
 ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vncsi.com.vn>