

# Hóa chất Đức Giang (DGC)

Hướng đến năm 2024 kỳ vọng thuận lợi hơn

22/12/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
hieupm@kbsec.com.vn

**KQKD 3Q2023 yếu hơn so với kỳ vọng, khiến KQKD 9M2023 chưa cải thiện nhiều**

KQKD 3Q2023 của DGC yếu hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi do giá bán phốt pho vàng hồi phục khá chậm so với dự báo. Trong 9M2023, doanh thu phốt pho vàng giảm lần lượt 39% yoy, chủ yếu do (1) nhu cầu bán dẫn giảm và (2) đẩy mạnh sử dụng nội bộ để sản xuất WPA và TPA. Doanh thu WPA và phân bón các loại giảm lần lượt 38% và 14% yoy chủ yếu do giá giảm từ mức nền cao cùng kỳ.

**Tiêu thụ thiết bị bán dẫn kỳ vọng hồi phục trong 2024**

Tiêu thụ thiết bị bán dẫn và khuôn chip toàn cầu có dấu hiệu hồi phục từ cuối 1Q2023. Nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn có dư địa tăng trưởng trong năm 2024 từ mức nền thấp năm 2023. Khả năng FED nới lỏng chính sách trong 2H2024 có thể hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ bán dẫn. Theo đó, giá phốt pho vàng và TPA được kỳ vọng có sẽ diễn biến tích cực hơn trong năm 2024.

**Cán cân cung cầu phân bón phốt phát toàn cầu thuận lợi trong 1H2024**

Trung Quốc hiện chưa nới lỏng lệnh cấm xuất khẩu phân bón. Ấn Độ sẽ phải tích trữ DAP để chuẩn bị sẵn sàng cho vụ mùa Rabi. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá và nhu cầu tiêu thụ WPA và phân DAP trong 1H2024 sẽ diễn biến tích cực do cán cân cung cầu trên thế giới thuận lợi.

**Dự án Tổ hợp hóa chất Đức Giang Nghi Sơn kỳ vọng sẽ khởi công trong 1H2024**

Chúng tôi bắt đầu đưa dự án vào trong mô hình dự phóng với giả định thận trọng rằng dự án sẽ hoàn thành trong 2Q2025, đóng góp khoảng 670 tỷ VND vào doanh thu năm 2025 của DGC với biên lợi nhuận gộp đạt 12%.

**Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu là 95,300 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá FCFF và P/E chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu DGC. Giá mục tiêu là 95,300VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 5.3% so với giá tại ngày 22/12/2023.

## NĂM GIỮ Duy trì

**Giá mục tiêu 95,300 VND**

|                           |              |
|---------------------------|--------------|
| Tăng/giảm (%)             | 5.3%         |
| Giá hiện tại (22/12/2023) | VND90,500    |
| Giá mục tiêu đồng thuận   | VND101,300   |
| Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)  | 34,330/1,430 |

### Dự phóng KQKD & định giá

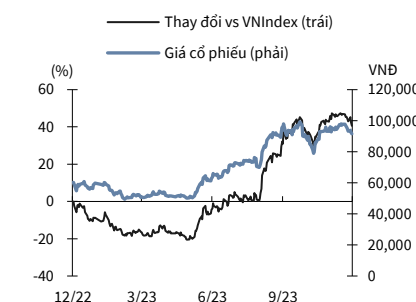
| Năm tài chính                     | 2021A | 2022A  | 2023F  | 2024F  |
|-----------------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VND)           | 9,550 | 14,444 | 10,019 | 11,638 |
| Lãi/lỗ từ HĐKD                    | 2,541 | 5,998  | 3,047  | 3,620  |
| Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VND) | 2,388 | 5,565  | 3,395  | 3,863  |
| EPS (VND)                         | 6,047 | 13,774 | 8,939  | 10,170 |
| Tăng trưởng EPS (%)               | 5.5   | 127.8  | -35.0  | 14.0   |
| P/E (x)                           | 15.2  | 6.7    | 10.3   | 9.0    |
| P/B (x)                           | 2.5   | 3.2    | 2.9    | 2.6    |
| ROE (%)                           | 39.7  | 55.7   | 28.9   | 29.4   |
| Tỷ suất cổ tức (%)                | 1.5   | 1.2    | 1.1    | 1.1    |

### Dữ liệu giao dịch

|                                  |                        |
|----------------------------------|------------------------|
| Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%) | 58.6%                  |
| GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD) | 265/11                 |
| Sở hữu nước ngoài (%)            | 18.9%                  |
| Cổ đông lớn                      | Đào Hữu Huyền (18.38%) |

### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|-----------|------|------|------|------|
| Tuyệt đối | -1.8 | -2.6 | 43.8 | 51.9 |
| Tương đối | -1.6 | 7.4  | 46.1 | 40.6 |



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 9M2023

KQKD 3Q2023 yếu hơn so với kỳ vọng

KQKD 3Q2023 của DGC yếu hơn đáng kể so với kỳ vọng của chúng tôi do giá bán phốt pho vàng và axit phosphoric hồi phục chậm hơn so với dự báo, khiến KQKD tổng thể 9M2023 chưa cải thiện nhiều. LNST 9M2023 chỉ đạt 2,507 tỷ VND, tương đương với mức giảm 49% yoy.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

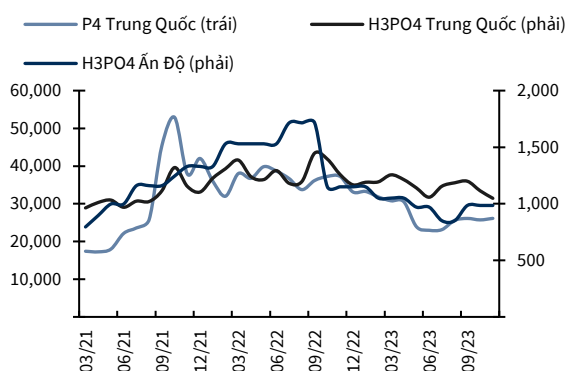
| (Tỷ VND)                       | 9M2022        | 9M2023       | YoY %       | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------|---------------|--------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b>      | <b>11,333</b> | <b>7,360</b> | <b>-35%</b> | -Doanh thu phốt pho vàng giảm 39% yoy, chủ yếu do (1) tiêu thụ hàng gia dụng toàn cầu suy yếu khiến nhu cầu bán dẫn giảm và (2) đẩy mạnh sử dụng phốt pho vàng nội bộ để sản xuất WPA và TPA đáp ứng nhu cầu của Ấn Độ và Mỹ.<br>-Doanh thu WPA và phân bón các loại giảm lần lượt 38% yoy và 14% yoy chủ yếu do giá giảm từ mức nền cao cùng kỳ. |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>5,480</b>  | <b>2,670</b> | <b>-51%</b> | Giá bán giảm mạnh từ mức nền cao trong khi giá điện đầu vào tăng.                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>  | <b>48%</b>    | <b>36%</b>   |             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Chi phí SG&A                   | -561          | -450         | -20%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| LN từ HĐKD                     | 4,920         | 2,220        | -55%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu nhập tài chính             | 336           | 549          | 63%         | Số dư tiền mặt lớn tích lũy từ 2022 để chuẩn bị cho Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn.                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Chi phí tài chính              | -74           | -67          | -9%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu nhập khác (ròng)           | 0.4           | -1.5         | -497%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>LN trước thuế</b>           | <b>5,181</b>  | <b>2,701</b> | <b>-48%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>LN sau thuế</b>             | <b>4,917</b>  | <b>2,507</b> | <b>-49%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Biên lợi nhuận ròng (%)</b> | <b>43%</b>    | <b>34%</b>   |             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

Nguồn: DGC, KBSV

## Tiêu thụ thiết bị bán dẫn kỳ vọng hồi phục trong 2024

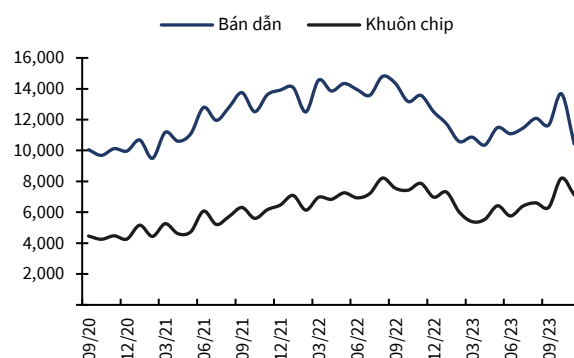
Tiêu thụ thiết bị bán dẫn và khuôn chip toàn cầu có dấu hiệu hồi phục từ cuối 1Q2023. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ thiết bị bán dẫn toàn cầu sẽ có dự địa tăng trưởng trong năm 2024 từ mức nền thấp năm 2023. Hơn nữa, chúng tôi cũng kỳ vọng động thái nới lỏng chính sách của FED trong 2H2024 có thể hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ bán dẫn hồi phục đáng kể. Các tổ chức nghiên cứu gồm World Semiconductor Trade Statistics và Gartner dự báo mức tăng trưởng ngành bán dẫn toàn cầu trong năm 2024 đạt lần lượt 13.1% và 16.8% yoy. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho vàng và TPA sẽ diễn biến tích cực hơn trong 2024.

**Biểu đồ 2. Giá phốt pho vàng Trung Quốc (RMB/tấn), axit photphoric Trung Quốc và Ấn Độ (USD/tấn)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 3. Doanh thu thiết bị bán dẫn và khuôn chip toàn cầu theo tháng (triệu USD)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cán cân cung cầu phân bón phốt phát toàn cầu thuận lợi trong 1H2024

Nhà xuất khẩu phân phốt phát lớn nhất thế giới là Trung Quốc hiện chưa cho thấy các động thái nới lỏng lệnh cấm xuất khẩu phân bón do lo ngại không đảm bảo nguồn cung nội địa. Ấn Độ sẽ phải tích trữ DAP để chuẩn bị sẵn sàng cho vụ mùa Rabi trong bối cảnh chính phủ có áp lực đảm bảo cho cuộc tổng tuyển cử năm 2024 diễn ra suôn sẻ. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá và nhu cầu tiêu thụ WPA trong 1H2024 sẽ diễn biến tích cực do Ấn Độ phải đẩy mạnh nhập khẩu để tự sản xuất phân phốt phát. Giá phân bón DAP nội địa cũng có thể được hưởng lợi nếu tình hình thiếu hụt nguồn cung toàn cầu không được cải thiện.

## Dự án Tổ hợp hóa chất Đức Giang Nghi Sơn kỳ vọng sẽ khởi công trong 1H2024

Theo ban lãnh đạo DGC, dự án sẽ được khởi công muộn nhất trong 2Q2024. Chúng tôi bắt đầu đưa dự án vào trong mô hình dự phóng với giả định thận trọng rằng dự án sẽ hoàn thành trong 2Q2025, đóng góp khoảng 670 tỷ VND vào doanh thu năm 2025 của DGC với biên lợi nhuận gộp đạt 12%. Các năm sau đó, giả định doanh thu từ dự án sẽ tăng trưởng với CAGR 20% đến khi đạt mức doanh thu với công suất đa vào khoảng 1,500 tỷ VND/năm. Dự án được kỳ vọng sẽ giúp DGC thâm nhập lĩnh vực kinh doanh xút đẩy tiềm năng và đồng thời cũng là bước chuẩn bị cho công ty hoàn thành chuỗi giá trị sản xuất với đại dự án Bô-xít Tây Nguyên trong dài hạn.

## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh**

| (Tỷ VNĐ)                         | 2022          | 2023F         | YoY %       | 2024F         | YoY %      | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VNĐ)</b>        | <b>14,444</b> | <b>10,019</b> | <b>-31%</b> | <b>11,638</b> | <b>16%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Phốt pho vàng và axit photphoric | 11,848        | 7,707         | -35%        | 9,161         | 19%        | 2023F: Hạ 15% doanh thu dự báo so với báo cáo cập nhật gần nhất do KQKD 3Q2023 thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng. 2024F: Kỳ vọng doanh thu mảng phốt pho vàng tăng khoảng 21% yoy từ mức nền thấp năm 2023 nhờ kỳ vọng nhu cầu hồi phục và đóng góp từ nhà máy mới. Doanh thu mảng WPA kỳ vọng hồi phục khoảng 10% yoy nhờ nhu cầu sản xuất phân bón ổn định từ Ấn Độ trong bối cảnh nguồn cung phân DAP thắt chặt do Trung Quốc hạn chế xuất khẩu. Doanh thu TPA kỳ vọng tăng trưởng khoảng 21% yoy do DGC tập trung đẩy mạnh sản xuất phục vụ cho các khách hàng ở Mỹ và Đông Á. |
| Phân bón                         | 1,788         | 1,463         | -18%        | 1,594         | 9%         | Kỳ vọng giá phân phosphate ổn định do cung - cầu thị trường thế giới thuận lợi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Khác                             | 808           | 848           | 5%          | 884           | 4%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>             | <b>6,750</b>  | <b>3,637</b>  | <b>-46%</b> | <b>4,306</b>  | <b>18%</b> | Chi phí sử dụng điện kỳ vọng tăng mạnh 25% yoy do (1) Giá điện tăng; (2) Đẩy mạnh sản xuất TPA. Chi phí quặng apatit giảm mạnh nhờ đóng góp của mỏ mới.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>    | <b>47%</b>    | <b>36%</b>    |             | <b>37%</b>    |            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí SG&A                     | -752          | -590          | -22%        | -686          | 16%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| LN từ HĐKD                       | 5,998         | 3,047         | -49%        | 3,620         | 19%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Thu nhập tài chính               | 533           | 720           | 35%         | 684           | -5%        | Số dư tiền mặt lớn tích lũy từ 2022. Kỳ vọng giải ngân đầu tư Tổ hợp hóa chất Nghi Sơn trong 1H2024.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Chi phí tài chính                | -150          | -94           | -37%        | -156          | 66%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Thu nhập khác (ròng)             | -6.0          | -2.0          | -67%        | -2            | 0%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>LN trước thuế</b>             | <b>6,376</b>  | <b>3,671</b>  | <b>-42%</b> | <b>4,146</b>  | <b>13%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>LN sau thuế</b>               | <b>6,037</b>  | <b>3,487</b>  | <b>-42%</b> | <b>3,939</b>  | <b>13%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Biên lợi nhuận ròng (%)</b>   | <b>42%</b>    | <b>35%</b>    |             | <b>34%</b>    |            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

Nguồn: DGC, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị NẮM GIỮ, giá mục tiêu là 95,300 VNĐ/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E (với EPS 2024F) để đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho DGC với mức giá mục tiêu là 95,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 5.3% so với giá đóng cửa 90,500 VNĐ/cổ phiếu ngày 22/12/2023. Mức P/E mục tiêu được lựa chọn là P/E trung bình của DGC trong giai đoạn 2019-2023.

**Bảng 12. Giá định mô hình định giá FCFF**

|                              |              |                                                  |               |
|------------------------------|--------------|--------------------------------------------------|---------------|
| Lãi suất phi rủi ro          | 5%           | Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (tỷ VND)    | 16,041        |
| Phần bù rủi ro               | 8.2%         | Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2028        | 14,434        |
| Beta                         | 1.5          | <b>Tổng giá trị hiện tại</b>                     | <b>30,475</b> |
| Lãi suất bình quân           | 7.0%         | Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn                     | 9,274         |
| Thuế suất                    | 5.0%         | Trừ: Nợ gộp                                      | -1,559        |
| <b>Chi phí vốn bình quân</b> | <b>14.1%</b> | Trừ: Lợi ích CĐT S                               | -579          |
| Tăng trưởng dài hạn          | 1.5%         | <b>Giá trị VCSH</b>                              | <b>37,611</b> |
|                              |              | Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu) | 379.80        |
|                              |              | <b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>               | <b>99,028</b> |

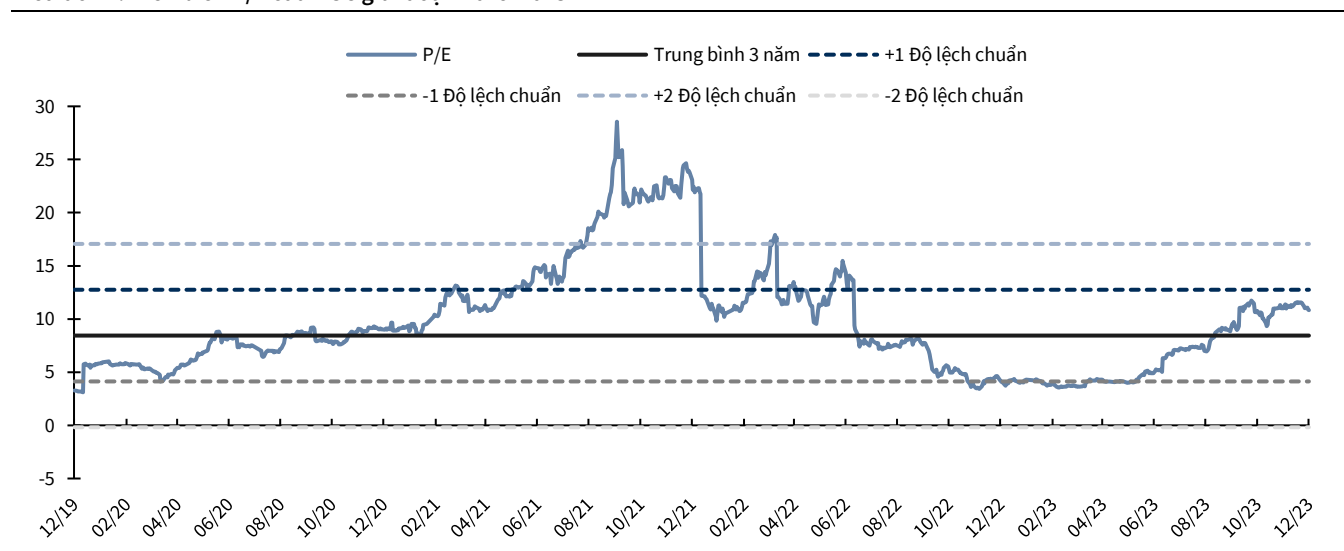
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Bảng 13. Tổng hợp định giá**

| Phương pháp                    | Giá dự phóng | Tỷ trọng | Giá theo tỷ trọng |
|--------------------------------|--------------|----------|-------------------|
| FCFF                           | 99,028       | 50%      | 49,514            |
| P/E (9.0x)                     | 91,530       | 50%      | 45,765            |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b> |              |          | <b>95,300</b>     |
| Giá hiện tại (22/12/2023)      |              |          | 90,500            |
| Upside                         |              |          | 5.3%              |

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 14. Diễn biến P/E của DGC giai đoạn 2019-2023**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHU LUC

**DGC – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021A – 2024F**

| Báo cáo Kết quả HKĐK<br>(Tỷ VNĐ)             |        |        |        |        |
|----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
|                                              | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  |
| Doanh số thuần                               | 9,550  | 14,444 | 10,019 | 11,638 |
| Giá vốn hàng bán                             | -6,368 | -7,694 | -6,382 | -7,332 |
| Lãi gộp                                      | 3,182  | 6,750  | 3,637  | 4,306  |
| Thu nhập tài chính                           | 171    | 533    | 720    | 684    |
| Chi phí tài chính                            | -68    | -150   | -94    | -125   |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                    | -14    | -18    | -37    | -62    |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015) | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Chi phí bán hàng                             | -504   | -600   | -450   | -523   |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                 | -137   | -152   | -140   | -163   |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh             | 2,644  | 6,381  | 3,673  | 4,179  |
| Thu nhập khác                                | 7      | 7      | 3      | 3      |
| Chi phí khác                                 | 15     | 13     | 5      | 5      |
| Thu nhập khác, ròng                          | -8     | -6     | -2     | -2     |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh               | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                     | 2,636  | 6,375  | 3,671  | 4,177  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp           | -123   | -339   | -184   | -209   |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                      | 2,514  | 6,037  | 3,487  | 3,968  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                 | 126    | 472    | 92     | 105    |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ         | 2,388  | 5,565  | 3,395  | 3,863  |

|  | | | | |
| Chỉ số hoạt động | | | | |
|  | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 33.3% | 46.7% | 36.3% | 37.0% |
| Tỷ suất EBITDA | 29.5% | 43.5% | 33.7% | 35.4% |
| Tỷ suất EBIT | 26.6% | 41.5% | 30.4% | 31.1% |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế | 27.6% | 44.1% | 36.6% | 35.9% |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD | 27.7% | 44.2% | 36.7% | 35.9% |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 26.3% | 41.8% | 34.8% | 34.1% |
|  | | | | |
| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ) | | | | |
|  | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| Lãi trước thuế | 2,637 | 6,376 | 3,671 | 4,177 |
| Khấu hao TSCĐ | 279 | 285 | 327 | 495 |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư | -316 | 0 | 0 | 0 |
| Chi phí lãi vay | 14 | 18 | 37 | 62 |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động | 2,840 | 6,363 | 4,035 | 4,734 |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu | 36 | 12 | 197 | -117 |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho | -692 | 389 | -18 | -151 |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả | 766 | -426 | 64 | 63 |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước | -129 | -17 | -17 | -17 |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác | -188 | -370 | -908 | -891 |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 2,620 | 5,937 | 3,353 | 3,621 |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác | -253 | -157 | -829 | -2,321 |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định | 0 | 5 | 5 | 5 |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ | -3,458 | -7,232 | -2,692 | -2,692 |
| Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ | 1,417 | 3,430 | 1,217 | 1,217 |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cổ tức và tiền lãi nhận được | 53 | 128 | 0 | 0 |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư | -2,241 | -3,828 | -2,285 | -3,777 |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp | 0 | 85 | 0 | 0 |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tiền thu được các khoản đi vay | 3,110 | 2,949 | 468 | 668 |
| Tiến trả các khoản đi vay | -3,410 | -3,321 | 0 | -45 |
| Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cổ tức đã trả | -237 | -411 | -380 | -380 |
| Tiền lãi đã nhận | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính | -537 | -697 | 88 | 243 |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ | -158 | 1,412 | 1,156 | 87 |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ | 282 | 124 | 1,536 | 2,692 |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ | 124 | 1,536 | 2,692 | 2,779 |
|  | | | | |
| Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ) | | | | |
|  | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN | 8,520 | 13,405 | 14,141 | 16,272 |
| TÀI SẢN NGẮN HẠN | 5,997 | 10,985 | 11,209 | 11,518 |
| Tiền và tương đương tiền | 124 | 1,535 | 2,692 | 2,779 |
| Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn | 3,632 | 7,471 | 6,699 | 6,641 |
| Các khoản phải thu | 781 | 919 | 722 | 839 |
| Hàng tồn kho, ròng | 1,386 | 1,000 | 1,018 | 1,169 |
| TÀI SẢN DÀI HẠN | 2,523 | 2,420 | 2,932 | 4,754 |
| Phải thu dài hạn | 9 | 29 | 29 | 29 |
| Tài sản cố định | 1,974 | 1,781 | 2,327 | 4,199 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 172 | 234 | 200 | 150 |
| Đầu tư dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi thế thương mại | 4 | 3 | 0 | 0 |
| NỢ PHẢI TRẢ | 2,188 | 2,572 | 2,084 | 2,770 |
| Nợ ngắn hạn | 2,188 | 2,571 | 1,859 | 1,717 |
| Phải trả người bán | 683 | 326 | 390 | 453 |
| Người mua trả tiền trước | 166 | 30 | 60 | 60 |
| Vay ngắn hạn | 842 | 468 | 711 | 506 |
| Nợ dài hạn | 0 | 0 | 225 | 1,053 |
| Phải trả nhà cung cấp dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Người mua trả tiền trước dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Doanh thu chưa thực hiện | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vay dài hạn | 0 | 0 | 225 | 1,053 |
| VỐN CHỦ SỞ HỮU | 6,332 | 10,834 | 12,057 | 13,502 |
| Vốn góp | 1,711 | 3,798 | 3,798 | 3,798 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 1,787 | 1,787 | 1,787 | 1,787 |
| Lãi chưa phân phối | 2,947 | 5,084 | 6,216 | 7,556 |
| Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác | -368 | -217 | -218 | -218 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 255 | 382 | 474 | 579 |
|  | | | | |
| Chỉ số chính (x, %, VNĐ) | | | | |
| Chỉ số định giá | | | | |
| P/E | 26.4 | 4.3 | 10.7 | 9.4 |
| P/E pha loãng | 26.4 | 4.3 | 10.7 | 9.4 |
| P/B | 4.3 | 2.1 | 3.0 | 2.7 |
| P/S | 2.9 | 1.6 | 3.6 | 3.1 |
| P/Tangible Book | 4.3 | 2.1 | 3.0 | 2.7 |
| P/Cash Flow | 10.4 | 3.8 | 10.8 | 10.0 |
| Giá trị doanh nghiệp/EBITDA | 10.1 | 3.5 | 10.4 | 8.6 |
| Giá trị doanh nghiệp/EBIT | 11.2 | 3.6 | 11.5 | 9.8 |
|  | | | | |
| Hiệu quả quản lý | | | | |
| ROE% | 39.7% | 55.7% | 28.9% | 29.4% |
| ROA% | 29.5% | 45.0% | 24.7% | 24.5% |
| ROIC% | 36.0% | 61.4% | 29.6% | 29.6% |
|  | | | | |
| Cấu trúc tài chính | | | | |
| Tỷ suất thanh toán tiền mặt | 1.7 | 3.5 | 5.0 | 5.4 |
| Tỷ suất thanh toán nhanh | 2.1 | 3.9 | 5.4 | 5.9 |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời | 2.7 | 4.3 | 6.0 | 6.6 |
| Vốn vay dài hạn/Vốn CSH | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 |
| Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| Tổng công nợ/Vốn CSH | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Tổng công nợ/Tổng Tài sản | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 |
|  | | | | |
| Chỉ số hoạt động | | | | |
| Hệ số quay vòng phải thu khách hàng | 11.7 | 17.0 | 12.2 | 14.9 |
| Hệ số quay vòng HTK | 6.1 | 6.5 | 6.3 | 6.7 |
| Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 23.3 | 28.6 | 28.0 | 27.6 |

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyennd1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuannd@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienns@kbsec.com.vn

#### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656  
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276  
Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)  
Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

**(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

| Mua:              | Nắm giữ:                  | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

**(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

| Khả quan:                | Trung lập:         | Kém khả quan:      |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.