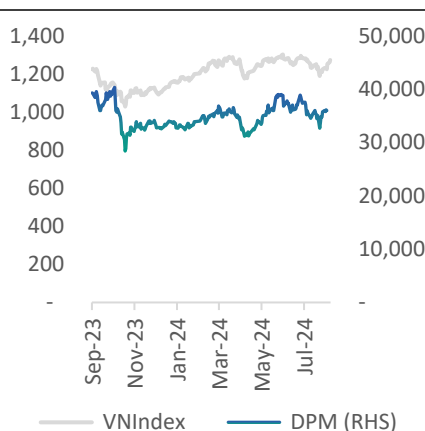


KHUYẾN NGHỊ		MUA	TCT PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ - CTCP (HSX: DPM)			
			MÙA LÚA CHÍN			
Giá hiện tại:	35,500	Ngày viết báo cáo:	20/09/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>		
Giá mục tiêu trước:	42,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	391	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	59.6%	
Giá mục tiêu mới:	42,000	Vốn hóa (tỷ VND)	13,892	Deutsche Bank AG London	4.61%	
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản BQ 30n (Triệu)	3.1	AGRIMEX NGHE AN JSC	4.07%	
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>23%</b>	Sở hữu nước ngoài	8.8%	Deutsche Bank AG	3.90%	

**Bộ phận Research:**

Lưu Thuý Linh  
(Phân bón – Hoá chất, Săm lốp)  
[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

**Bảng so sánh giá CP và VN- Index**



**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DPM** với giá mục tiêu 2024F là 42,000 VND/cp (tương ứng upside 23% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2024, đã bao gồm 4% tỷ suất cổ tức) dựa trên phương pháp định giá P/B với tỷ lệ mục tiêu bằng 1.3x tương đương mức trung vị 5Y.

DPM đã tăng +19% kể từ [báo cáo cập nhật gần nhất của BSC](#) trước khi điều chỉnh theo xu hướng chung của thị trường. Chúng tôi cho rằng DPM là lựa chọn hấp dẫn với vị thế đầu ngành phân bón, sở hữu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt lớn, không nợ vay dài hạn và triển vọng phục hồi mạnh mẽ thúc đẩy bởi “làn sóng VAT”.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ (Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)**

- Lợi nhuận cải thiện và duy trì mức nền cao từ 900 – 1,000 tỷ/năm nhờ: **(1.1)** Giá khí đầu vào giảm nhờ kỳ vọng tỷ giá USD/VND và giá dầu giảm và **(1.2)** Chi phí sản xuất giảm nhờ kỳ vọng luật thuế VAT được thông qua trong 2025;
- Kỳ vọng luật thuế VAT được thông qua và có hiệu lực từ 2025 giúp giảm giá thành đầu vào và tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu;
- Tài chính lành mạnh, sở hữu lượng tiền mặt lớn chiếm hơn 50% vốn hoá đảm bảo khả năng duy trì mức tỷ suất cổ tức 6%;

**DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

- Dự phóng năm 2024F:** DTT = 13,801 tỷ VND (+2% YoY) và LNST = 912 tỷ VND (+76% YoY) tương đương EPS fw 2024 = 2,300 VND/CP, P/E fw 2024 = 15.4x với giả định:

- Sản lượng Ure đạt 929 nghìn tấn (+6% YoY) tăng +1% so với giả định cũ;
- Giá bán Ure bình quân đạt 9,657 VND/kg (+3% YoY), giảm -3% so với giả định cũ;
- Giá khí bình quân đạt 10.9 USD/MMBTU (+9% YoY), tăng +5% so với giả định cũ; Sau khi cập nhật KQKD 6T/2024 DPM chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí sản xuất khác giúp biên lợi nhuận mảng Ure tăng từ 15% (dự phóng cũ) lên 20% khiến lợi nhuận gộp sau điều chỉnh dự phóng đạt 2,586 tỷ VND (tăng +20% so với dự phóng cũ) và LNST-CĐTS đạt 912 tỷ VND (+tăng 49% so với dự phóng cũ);

- Dự phóng năm 2025F:** DTT = 13,941 tỷ VND tương đương 2024F và LNST - CĐTS = 1,247 tỷ VND (+36% YoY) tương đương EPS fw 2025 = 3,128 VND/CP, P/E fw 2025 = 11.3x dựa trên các giả định:

- Sản lượng Ure và giá bán bình quân đi ngang so với cùng kỳ 2024 lần lượt đạt 933 nghìn tấn và 9,561 VND/kg; Sản lượng NPK đạt 176 nghìn tấn (+10% YoY)
- Giá khí bình quân đạt 10.8 USD/MMBTU (-1% YoY) với giả định giá dầu FO và tariff đi ngang svck 2024;
- Luật thuế VAT được áp dụng từ 01/01/2025 với mức thuế suất 5%;

**RỦI RO**

Rủi ro giảm giá: **(1)** giá khí tăng do tỷ giá và giá dầu tăng; **(2)** sản lượng kinh doanh và giá bán bình quân thấp hơn ước tính và **(3)** luật VAT không được thông qua;

Chỉ số	2023	2024F	2025F	VNIndex	KQKD	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	33.0	15.4	11.3	14.6	Doanh thu thuần	18,627	13,569	13,801	13,941
PB (x)	1.2	1.1	1.1	1.7	Lợi nhuận gộp	7,838	1,652	2,197	2,586
PS (x)	1.3	1.0	1.0	1.3	NPATMI	5,565	519	912	1,247
ROE (%)	5%	7%	10%	13%	EPS	13,897	1,030	2,300	3,128
ROA (%)	3%	6%	8%	2%	Tăng trưởng EPS	79%	-93%	123%	36%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Tỷ đồng	Q2/24	% YoY	%QoQ	1H/24	%YoY	Nhận xét
<b>DT thuần</b>	<b>3,948</b>	<b>6%</b>	<b>19%</b>	<b>7,255</b>	<b>-21%</b>	<b>Kết quả kinh doanh quý Q2/2024</b>
Giá vốn	(3,403)	3%	26%	(6,108)	3%	- Doanh thu thuần Q2/2024 đạt: 3,948 tỷ VND (+6.5% YoY) trong đó:
<b>Lãi gộp</b>	<b>545</b>	<b>40%</b>	<b>-9%</b>	<b>1,147</b>	<b>-65%</b>	
DT tài chính	53	-72%	87%	81	91%	+ Ure: sản lượng kinh doanh đạt 256,000 tấn tăng +4% so với quý 1 và giảm -4% svck, giá bán bình quân tăng +5% svck và giảm nhẹ -4% so với quý 1
CP tài chính	(7)	-58%	240%	(9)	-55%	+ NPK: sản lượng kinh doanh đạt 62,000 tấn tăng mạnh svck và so với quý 1, giá bán bình quân giảm -10% so với quý 1 và giảm -16.5% svck
Lãi từ CTLK	1	-8%	4743%	1	-1%	- Lợi nhuận gộp đạt 545 tỷ VND (+40.2% YoY), biên LNG đạt +13.8% (+3.3đpt svck) nhờ:
CP BH	(219)	-5%	10%	(418)	19%	(1) mảng ure: giá bán bình quân tăng +5% YoY;
CP QLDN	(120)	-7%	14%	(225)	-20%	(2) mảng NPK: sản lượng tăng mạnh svck và biên lợi nhuận mảng NPK cao hơn do giá phân đơn đầu vào giảm mạnh hơn giá bán NPK;
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>253</b>	<b>27%</b>	<b>-22%</b>	<b>577</b>	<b>-73%</b>	- DT tài chính đạt: 53 tỷ VND (-71.6% YoY) chủ yếu do lãi tiền gửi giảm
TN khác, rỗng	(1)	106%	-54%	(3)	611%	- CP BH và QLDN lần lượt đạt 219 tỷ VND (-4.7% YoY) và 120 tỷ VND (-7.4% YoY), tỷ lệ CP BH&QLDN/DTT đạt +8.6% (-1.1 đpt svck)
LNTT	255	27%	-21%	578	-73%	- Thuế TNDN đạt 19 tỷ VND, mức thuế suất đạt 7.5%, giảm -40đpt svck do cùng kỳ phát sinh 114 tỷ VND tài sản thuế thu nhập hoãn lại liên quan đến các khoản chênh lệch tạm thời chưa được khấu trừ là chi phí trích trước chưa có hoá đơn.
Thuế	19	-80%	-66%	75	-47%	- Tổng kết lại, LNST-CĐTS Q2/2024 đạt 231 tỷ VND (+128.6%YoY)
<b>LNST</b>	<b>236</b>	<b>124%</b>	<b>-12%</b>	<b>503</b>	<b>-75%</b>	
CĐTS	5	13%	35%	9	-75%	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>231</b>	<b>129%</b>	<b>-13%</b>	<b>495</b>	<b>-75%</b>	
<b>Chỉ số</b>						<b>Kết quả kinh doanh lũy kế Lũy kế 6T/2024:</b> Doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 7,255 tỷ VND (+4.1% YoY) và 495 tỷ VND (+37.1%YoY) lần lượt hoàn thành 57% và 93% kế hoạch cả năm của DPM.
Biên LNG	14%	+3.3đpt	-4.4đpt	16%	+2.7đpt	
Biên LNR	6%	+3.1đpt	-2.1đpt	7%	+1.7đpt	
SG&A/DT	9%	-1.1đpt	-0.6đpt	9%	-0.1đpt	

### Đánh giá của BSC:

- KQKD Q2/2024 của DPM tích cực hơn so với dự phóng của chúng tôi chủ yếu nhờ: mảng NPK với sản lượng kinh doanh tăng mạnh và lợi nhuận gộp tăng do giá đầu vào giảm
- Triển vọng 2H/2024: **(1)** sản lượng tiêu thụ 2H/2024 kỳ vọng tăng nhẹ +2% so với 1H/2024 và **(2)** nguyên liệu đầu vào giảm nhẹ so với 1H nhờ kỳ vọng tỷ giá USD/VND và giá dầu hạ nhiệt;

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ *(Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)*

### 1. Lợi nhuận cải thiện và duy trì mức nền cao từ 900 – 1,000 tỷ/năm nhờ:

(2.1) Giá khí đầu vào giảm nhờ kỳ vọng tỷ giá USD/VND và giá dầu giảm và

(2.2) Chi phí sản xuất giảm nhờ kỳ vọng luật thuế VAT được thông qua trong 2025

### Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ và giá Ure bình quân cải thiện trong 2H/2024

Dự báo nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước trong 2H/2024 sẽ tiếp tục cải thiện và kéo theo giá ure tăng trở lại:

(i) Nhu cầu chăm bón trong mùa vụ Hè Thu tại khu vực miền Trung và Đông Xuân tại khu vực phía Bắc (*mùa vụ chính trong năm*).

(ii) Giá phân bón đã giảm về mức thấp trong bối cảnh giá gạo neo ở mức cao sẽ kích thích nhu cầu sản xuất của người dân kéo theo nhu cầu phân bón tăng.

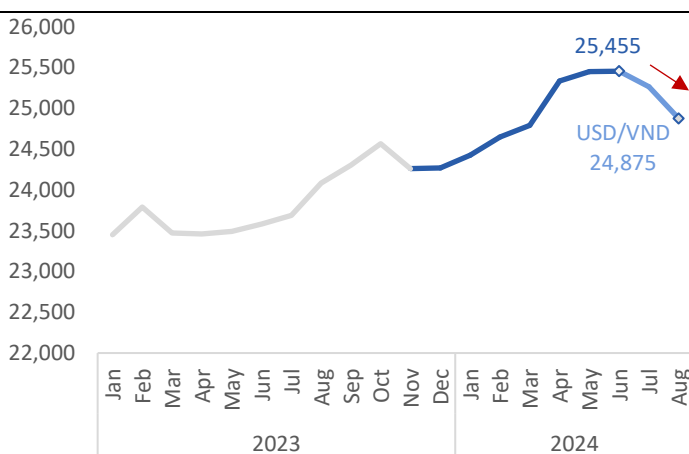
**Bão Yagi gây thiệt hại nặng nề tại khu vực các tỉnh phía Bắc và khu vực đồng bằng sông Hồng tuy nhiên chưa gây ảnh hưởng tới nhu cầu phân bón cho vụ Đông Xuân**

Theo ước tính trên 307.4 nghìn ha lúa, hoa màu, cây ăn quả bị ngập úng, thiệt hại. Nhằm khắc phục hậu quả của bão Yagi các Chi cục Trồng trọt và Bảo vệ thực vật khuyến cáo: **(i)** nhanh chóng thu hoạch lúa và cây hoa màu để chuẩn bị cho vụ Đông Xuân và **(ii)** kết hợp đồng thời:

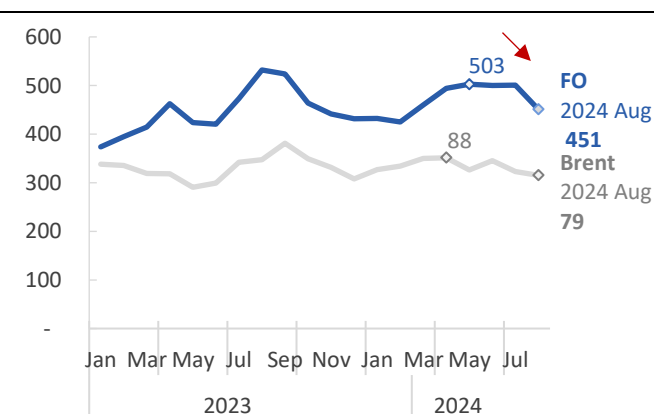
- Đối với cây rau màu: nhanh chóng rút nước và kết hợp bón bổ sung phân lân hoặc phân NPK giúp bộ rễ nhanh phục hồi, ...
- Đối với lúa: nhanh chóng rút nước, dựng lại lúa bị đổ và kết hợp thường xuyên kiểm tra đồng ruộng và phun thuốc phòng trừ sâu bệnh, ...

### Tỷ giá USD/VND và giá dầu hạ nhiệt là điểm sáng trong 2H/2024 và 2025

Hình: Tỷ giá USD/VND được dự báo hạ nhiệt trong 2H/2024



Hình: Giá dầu có xu hướng giảm



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Theo dự báo của nhóm Vĩ mô thị trường BSC, tỷ giá có xu hướng hạ nhiệt trong 2H/2024 nhờ: dự báo FED sẽ hạ lãi suất từ cuối tháng 9 và SBV can thiệp bán ngoại tệ tuy nhiên mức độ can thiệp có thể giảm dần về cuối năm.

Chỉ số DXY giảm mạnh từ cuối tháng 6/2024 khi dữ liệu kinh tế của Hoa Kỳ cho thấy sự suy yếu và Fed đã hạ lãi suất trong tháng 9, tỷ giá USD/VND trung bình trong đầu tháng 9 đạt ở mức 25,375, giảm -2.3% so với tháng 6. Chi phí khí đầu vào của DPM được neo theo đồng USD, chúng tôi kỳ vọng chi phí khí đầu vào của DPM sẽ giảm dần trong 2H/2024 nhờ động lực đến từ tỷ giá hạ nhiệt.

**Kỳ vọng lợi nhuận duy trì mức nền mới từ 900 – 1,000 tỷ/năm giai đoạn 2025F trở đi nhờ động lực đến từ thuế VAT phân bón 5%**

BSC kỳ vọng lợi nhuận DPM đã tạo đáy trong 2023 và phục hồi mạnh mẽ giai đoạn 2024F – 2025F với CAGR bình quân đạt 55%/năm và duy trì mức nền lợi nhuận mới 900 – 1,000 tỷ VND/năm giai đoạn 2025F trở đi nhờ động lực đến từ thuế VAT phân bón 5%.

## 2. Kỳ vọng luật thuế VAT được thông qua và có hiệu lực từ 2025 giúp giảm giá thành đầu vào và tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu

- Tổng hợp ý kiến phiên thảo luận chiều ngày 24/06/2024 tại kỳ họp QH thứ 7:
  - i. Các Đại biểu quốc hội (ĐBQH) cơ bản đồng tình việc đưa phân bón vào mặt hàng chịu thuế VAT.
  - ii. Tuy nhiên có 2 luồng ý kiến thảo luận về mức thuế suất VAT áp dụng đối với phân bón là 0% hay 5% và các ĐBQH đề xuất Bộ Tài Chính cần có báo cáo đánh giá chi tiết hơn về tác động của việc áp thuế VAT 5% đối với phân bón đến người nông dân, đến giá phân bón trong nước;
- Bộ Tài Chính nghiên cứu và sẽ trình chính thức dự thảo vào kỳ họp QH thứ 8 (dự kiến diễn ra trong tháng 10/2024).
  - i. Trong kịch bản **cơ sở mức thuế suất** chúng tôi kỳ vọng là **5%** và DPM chịu 70% phần thuế VAT đầu ra;
  - ii. Trong trường hợp **mức thuế suất** được đề xuất là **0%** đây sẽ là kịch bản tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi đồng thời là **kịch bản tích cực nhất** trong các kịch bản hiện tại, tương ứng **DPM không phải nộp thuế VAT đầu ra (VAT 0%).**

Hình: Ước tính lợi nhuận gộp DPM 2025F sẽ tăng 336 tỷ VND (tương ứng tăng +15%) trong kịch bản cơ sở khi thuế VAT được thông qua với mức thuế suất 5%

Dự phóng 2025F (Tỷ VND)	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản thận trọng	Thuế VAT không được áp dụng
Thuế suất: 5%				
%Thuế VAT đầu ra/Doanh thu DPM nộp	0%	70%	100%	
Lợi nhuận gộp	3,002	2,587	2,410	2,252
Tăng trưởng so với kịch bản VAT không được áp dụng	751	336	158	
% Tăng trưởng	33%	15%	7%	

Nguồn: BSC Research dự phóng

**Chúng tôi kỳ vọng Luật thuế giá trị gia tăng sẽ được thông qua trong năm 2024 và chính thức có hiệu lực từ 2025 giúp DPM tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu nhờ:**

- i. Phân bón nhập khẩu vào trong nước sẽ phải chịu thuế VAT 5% như phân bón nội địa; giá bán sẽ tùy thuộc vào cung cầu thị trường;
- ii. DPM sẽ được hoàn thuế VAT đầu vào, từ đó giúp giảm giá thành đầu vào và tăng khả năng cạnh tranh; Doanh nghiệp sẽ hưởng lợi từ phần thuế VAT đầu vào lớn hơn phần thuế VAT phải nộp (5% doanh thu).

**3. Tài chính lành mạnh, sở hữu lượng tiền mặt lớn chiếm hơn 40% tổng tài sản đảm bảo khả năng duy trì mức tỷ suất cổ tức 6% (Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)**

DPM sở hữu bảng cân đối kế toán lành mạnh không nợ vay với lượng tiền mặt dồi dào, số dư Tiền & tương đương tiền và ĐTTC ngắn hạn duy trì quanh mức 7,000 - 9,000 tỷ VND và 45% - 60% tổng tài sản.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh vượt 700 tỷ VND/năm và cải thiện mạnh mẽ trong giai đoạn 2024F – 2025F nhờ lợi nhuận phục hồi. Với dòng tiền hoạt động kinh doanh dồi dào, chúng tôi kỳ vọng DPM có thể duy trì được mức tỷ suất cổ tức đều đặn 2,000 VND/cp tương đương mức tỷ suất cổ tức 6%/năm.

## **RỦI RO**

Các rủi ro giảm giá chính của DPM trong giả định của chúng tôi bao gồm:

- (1) giá khí đầu vào tăng do tỷ giá và giá dầu tăng do khí đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn của DPM;
- (2) sản lượng kinh doanh và giá bán bình quân thấp hơn ước tính và;
- (3) luật VAT không được thông qua;

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

▪ **Dự phóng năm 2024F: DTT = 13,801 tỷ VND (+2% YoY) và LNST-CĐTS = 912 tỷ VND (+76% YoY) tương đương EPS fw 2024 = 2,300 VND/CP, P/E fw 2024 = 15.4x** với giả định:

(1) Sản lượng Ure đạt 929 nghìn tấn (+6% YoY) tăng +1% so với giả định cũ;

(2) Giá bán Ure bình quân đạt 9,657 VND/kg (+3% YoY), giảm -3% so với giả định cũ;

(3) Giá khí bình quân đạt 10.9 USD/MMBTU (+9% YoY), tăng +5% so với giả định cũ;

Ngoài ra, sau khi cập nhật KQKD 6T/2024 của DPM chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng chi phí sản xuất khác (chênh lệch chi phí khí ước tính và chi phí khí mua trong kỳ thực tế) giúp biên lợi nhuận mảng Ure cải thiện, tăng từ 15% (dự phóng cũ) lên 20% khiến lợi nhuận gộp sau điều chỉnh dự phóng đạt 2,586 tỷ VND (tăng +20% so với dự phóng cũ) và LNST-CĐTS đạt 912 tỷ VND (+tăng 49% so với dự phóng cũ);

▪ **Dự phóng năm 2025F: DTT = 13,941 tỷ VND tương đương 2024F và LNST - CĐTS = 1,247 tỷ VND (+36% YoY) tương đương EPS fw 2025 = 3,128 VND/CP, P/E fw 2025 = 11.3x** dựa trên các giả định:

(1) Sản lượng Ure và giá bán bình quân đi ngang so với cùng kỳ 2024 lần lượt đạt 933 nghìn tấn và 9,561 VND/kg; Sản lượng NPK đạt 176 nghìn tấn (+10% YoY)

(2) Giá khí bình quân đạt 10.8 USD/MMBTU (-1% YoY) với giả định giá dầu FO và tariff đi ngang svck 2024;

(3) Luật thuế VAT được áp dụng từ 01/01/2025 với mức thuế suất 5%;

**Bảng: Ước tính kết quả kinh doanh DPM năm 2024 – 2025**

	Đơn vị	2022	2023	2024F mới	2025F	2024F cũ	%Thay đổi 2024F	%YoY 2024F	%YoY 2025F
<b>Sản lượng kinh doanh</b>									
Ure	Nghìn tấn	791	879	929	933	919	1%	6%	0%
NPK	Nghìn tấn	129	138	160	176	152	5%	15%	10%
Giá Ure bình quân	VND/kg	15,412	9,410	9,657	9,561	9,981	-3%	3%	-1%
Giá khí bình quân	USD/MMBTU	9.1	10.0	10.9	10.8	10.4	5%	9%	-1%
<b>Tài chính</b>									
Tổng doanh thu	Tỷ VND	18,627	13,569	13,801	13,941	14,094	-2%	2%	1%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	7,838	1,652	2,197	2,586	1,835	20%	33%	18%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	5,565	542	912	1,247	614	49%	68%	37%

Nguồn: DPM, BSC Research

**Bảng: Dự phóng độ nhạy lợi nhuận 2025F của DPM trong các kịch bản VAT được thông qua và không được thông qua**

Dự phóng 2025F (Tỷ VND)	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản thận trọng	Thuế VAT không được áp dụng
Thuế suất: 5%				
%Thuế VAT đầu ra/Doanh thu DPM nộp	0%	70%	100%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3,002</b>	<b>2,587</b>	<b>2,410</b>	<b>2,254</b>
Tăng trưởng so với kịch bản VAT không được áp dụng	748	333	156	
% Tăng trưởng	33%	15%	7%	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>1,558</b>	<b>1,224</b>	<b>1,081</b>	<b>956</b>
Tăng trưởng so với kịch bản VAT không được áp dụng	601	268	125	
% Tăng trưởng	63%	28%	13%	

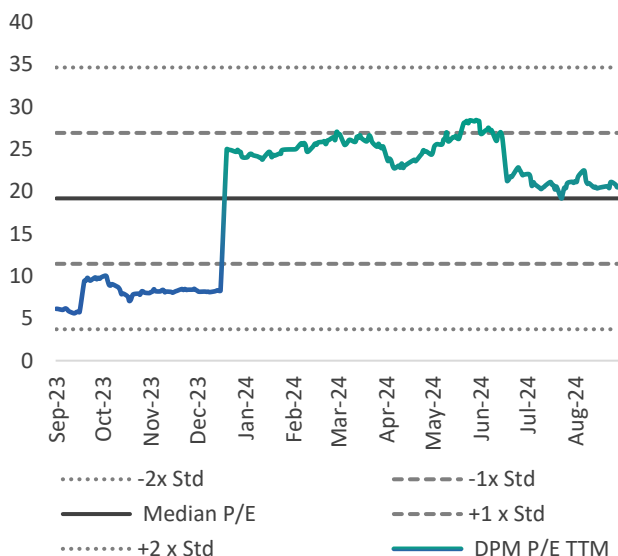
Nguồn: BSC Research

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

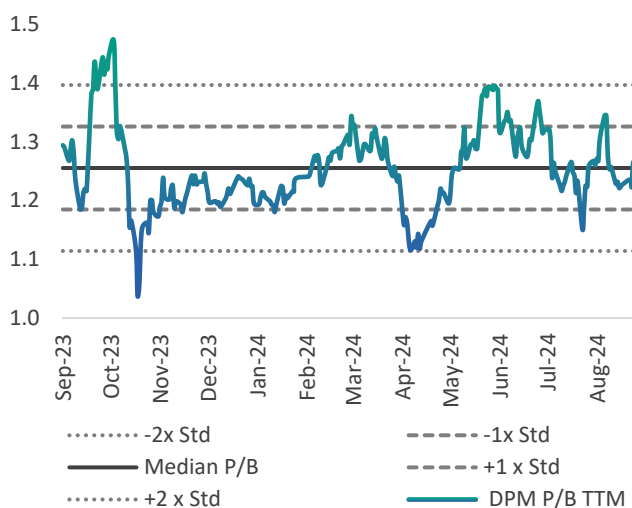
BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DPM** với giá mục tiêu 2024F là 42,000 VND/cp (tương ứng upside 23% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2024, đã bao gồm 4% tỷ suất cổ tức) dựa trên phương pháp định giá P/B với tỷ lệ mục tiêu bằng 1.3x tương đương mức trung vị 5Y.

DPM đã tăng +19% kể từ [báo cáo cập nhật gần nhất của BSC](#) trước khi điều chỉnh theo xu hướng chung của thị trường. Chúng tôi cho rằng DPM là lựa chọn hấp dẫn với vị thế đầu ngành phân bón, sở hữu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt lớn, không nợ vay dài hạn và triển vọng phục hồi mạnh mẽ thúc đẩy bởi “làn sóng VAT”.

Hình: Định giá P/E

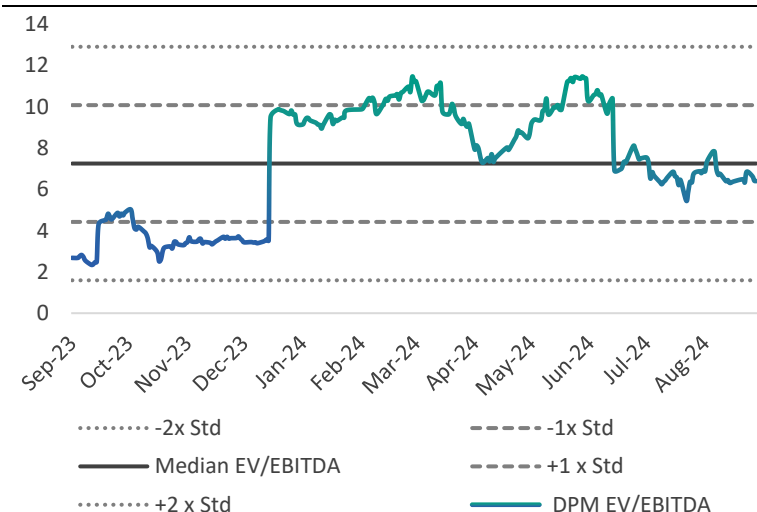


Hình: Định giá P/B

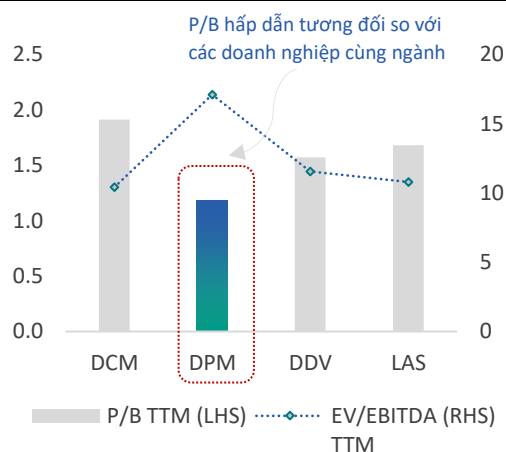


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá EV/EBITDA



Hình: P/B TTM và EV/EBITDA TTM của một số doanh nghiệp phân bón



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Nguồn: FiinX, BSC Research



## PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>18,627</b>	<b>13,569</b>	<b>13,801</b>	<b>13,941</b>
Giá vốn hàng bán	(10,789)	(11,917)	(11,604)	(11,355)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7,838</b>	<b>1,652</b>	<b>2,197</b>	<b>2,586</b>
Chi phí bán hàng	(978)	(848)	(865)	(882)
Chi phí QLDN	(556)	(502)	(502)	(502)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>6,587</b>	<b>690</b>	<b>830</b>	<b>1,202</b>
Doanh thu tài chính	365	458	382	407
Chi phí tài chính	(85)	(71)	(55)	(51)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	3	3	3	3
Lãi/lỗ khác	19	(10)	(10)	(10)
Lợi nhuận trước thuế	6,606	691	1,148	1,551
Thuế thu nhập DN	(1,021)	(128)	(218)	(292)
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>5,565</b>	<b>519</b>	<b>912</b>	<b>1,247</b>
CĐTS	20	10	18	12
EBITDA	6,819	704	1,220	1,592
EPS	13,897	1,030	2,300	3,127

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & TĐT	2,084	1,242	2,025	2,142
Đầu tư ngắn hạn	6,880	5,385	4,756	5,374
Phải thu ngắn hạn	458	642	610	580
Tồn kho	3,871	1,911	3,156	3,113
TS ngắn hạn khác	285	385	316	351
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>13,579</b>	<b>9,565</b>	<b>10,862</b>	<b>11,559</b>
TS hữu hình	3,255	2,988	2,883	2,511
Khấu hao	515	403	390	390
TS dở dang dài hạn	219	261	-	-
ĐT dài hạn	200	190	181	171
TS dài hạn khác	403	270	308	289
<b>TS dài hạn</b>	<b>4,120</b>	<b>3,744</b>	<b>3,413</b>	<b>3,008</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>17,699</b>	<b>13,309</b>	<b>15,955</b>	<b>16,264</b>
Nợ phải trả	869	768	2,369	2,228
Vay ngắn hạn	202	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	1,924	716	1,073	888
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,996</b>	<b>1,484</b>	<b>3,442</b>	<b>3,116</b>
Vay dài hạn	505	-	-	-
Nợ dài hạn khác	181	280	282	281
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>686</b>	<b>280</b>	<b>282</b>	<b>281</b>
<b>Tổng Nợ</b>	<b>3,681</b>	<b>1,764</b>	<b>3,725</b>	<b>3,397</b>
Vốn góp	3,935	3,935	3,935	3,935
LN chưa phân phối	6,401	2,838	3,496	4,131
Vốn chủ khác	3,497	4,599	4,599	4,599
Cổ đông thiểu số	186	175	203	204
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14,017</b>	<b>11,545</b>	<b>12,231</b>	<b>12,867</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>17,699</b>	<b>13,309</b>	<b>15,955</b>	<b>16,264</b>
SLCP lưu hành (Triệu)	391	391	391	391

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
<b>(LỖ)/LNTT</b>	<b>6,606</b>	<b>691</b>	<b>1,148</b>	<b>1,551</b>
Khấu hao và phân bổ	(414)	(388)	(393)	(393)
Thay đổi vốn lưu động	3,583	(2,097)	(663)	1,024
Điều chỉnh khác	(33)	(690)	(252)	(471)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>4,961</b>	<b>945</b>	<b>1,106</b>	<b>1,475</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(31)	10	-	-
Đầu tư khác	(6)	411	(35)	(31)
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(37)</b>	<b>421</b>	<b>(35)</b>	<b>(31)</b>
Tiền chi trả cổ tức	(783)	(783)	(590)	(590)
Tiền thu khác	(1,394)	783	302	(737)
<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>(2,177)</b>	<b>-</b>	<b>(288)</b>	<b>(1,327)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	2,524	2,084	1,242	2,025
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>2,082</b>	<b>3,450</b>	<b>2,025</b>	<b>2,142</b>

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hsố TT ngắn hạn	4.5	3.8	3.8	3.8
Hsố TT nhanh	3.2	2.8	2.8	2.8
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	21%	13%	23%	21%
Hệ số Nợ/VCSH	21%	13%	30%	26%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	112.4	88.5	79.7	100.8
Số ngày phải thu	9.3	14.8	16.6	15.6
Số ngày phải trả	77.8	62.6	74.3	102.2
CCC	44.0	40.7	22.0	14.2
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	42%	12.17%	15.92%	18.55%
Lợi nhuận LNST	30%	3.9%	6.6%	8.9%
ROE	40%	5%	7%	10%
ROA	35%	3%	6%	8%
<b>Định Giá</b>				
PE	2.4	33.0	15.4	11.4
PB	1.0	1.2	1.1	1.1
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	46%	-27%	2%	1%
Tăng trưởng EBIT	78%	-95%	276%	145%
Tăng trưởng LNNT	74%	-90%	69%	35%
Tăng trưởng EPS	76%	-91%	68%	35%



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Toà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place,  
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,  
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

