

Hóa chất Đức Giang (DGC)

Hồi phục nhờ sản lượng cải thiện trong 2025

22/11/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn
nguyennnd1@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

LNST công ty mẹ 3Q2024 đạt 706 tỷ VND, giảm 18% QoQ và 7% YoY

Hai nguyên nhân chính dẫn tới suy giảm LNST trong 3Q2024 bao gồm (1) biên lãi gộp giảm 480bps QoQ do việc khai thác và sử dụng quặng apatit tại khai trường 19B gặp gián đoạn bởi tác động của bão Yagi, (2) chi phí vận chuyển, xuất khẩu tăng trong kỳ

Các mảng kinh doanh chính được kỳ vọng tăng trưởng 13%-18% trong 2025 nhờ nhu cầu hồi phục tại các thị trường trọng điểm

Chúng tôi dự phóng doanh thu DGC tăng các sản phẩm hóa chất gốc photpho của DGC tăng 16% YoY trong 2025 nhờ nhu cầu hồi phục từ thị trường bán dẫn (WSTS dự báo doanh số bán dẫn tại APAC và Nhật Bản tăng 12.3%/9.3% trong 2025) và nông nghiệp (nhu cầu tiêu thụ phân bón tại Ấn Độ được kích thích nhờ chính trợ giá cho doanh nghiệp sản xuất trong nước, khiến nhu cầu nhập khẩu acid phosphoric nông nghiệp gia tăng). KBSV ước tính sản lượng xuất khẩu photpho vàng của DGC tăng 12% YoY trong 2025, giá trung bình đạt 100 triệu VND/tấn (+4% YoY)

Biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho được kỳ vọng duy trì ổn định

KBSV ước tính biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho đạt 36.5%/37% trong 2025/2026 bất chấp giá điện tăng 2-3%/năm nhờ (1) khả năng chuyển chi phí sang người bán khi nguồn cung photpho vàng bị giới hạn, (2) tận dụng nguồn quặng apatit từ khai trường 19B, khai trường 25 giúp tối ưu chi phí trong trung hạn

Nhà máy Ethanol Đại Việt bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2025

KBSV ước tính doanh thu nhà máy Ethanol Đại Việt đạt 1,000/1,200 tỷ VND trong 2025/2026. Giả định biên lãi ròng 8-10%, chúng tôi ước tính DGC sẽ thu hồi vốn đầu tư vào dự án này trong 2.5-3.2 năm

Khuyến nghị TRUNG LẬP với DGC, giá mục tiêu 113,600 VND/cổ phiếu

KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với DGC, định giá hợp lý ở mức 113,600 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 7.3% so với giá đóng cửa ngày 22/11/2024

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 113,600
Tăng/giảm (%)	7.3%
Giá hiện tại (22/11/2024)	VND 105,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 130,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	40.6/1.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	61.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	186.8/7.5
Sở hữu nước ngoài (%)	31.1%
Cổ đông lớn	
Đào Hữu Huyền và gia đình	33.4%
Dragon Capital	7.9%

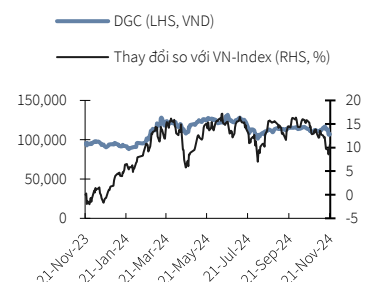
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4	-5	-15	11
Tương đối	0	-1	-12	1

Dự phóng KQKD & định giá

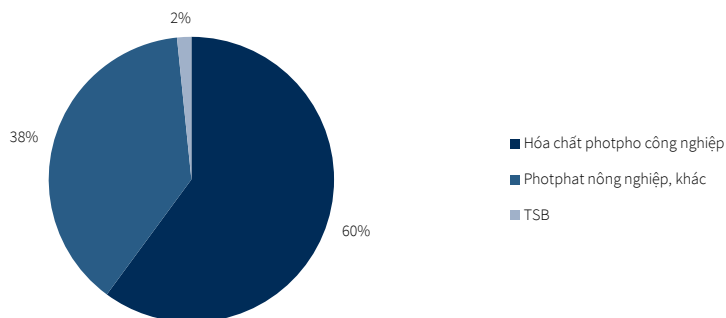
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	14,444	9,748	10,471	13,142
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	6,382	3,487	3,612	4,499
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	5,565	3,100	3,188	3,891
EPS (VND)	14,653	8,163	8,394	10,244
Tăng trưởng EPS (%)	5%	-44%	3%	22%
P/E (x)	4.0	11.6	12.7	10.4
P/B (x)	2.1	3.1	2.9	2.4
ROE (%)	65%	27%	24%	25%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8%	4.9%	2.8%	2.8%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

DGC hoạt động trong ngành sản xuất hóa chất với những sản phẩm chủ lực bao gồm photpho vàng, acid phosphoric (thực phẩm, điện tử, nông nghiệp), phân bón, bột giặt, chất tẩy rửa. DGC có lợi thế cạnh tranh lớn khi là một trong những đơn vị xuất khẩu photpho vàng chủ chốt tại khu vực Đông Nam Á, với các khách hàng lớn tại Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc. Trong tương lai, DGC dự kiến tham gia sản xuất, kinh doanh các sản phẩm Xút – Clo với dự án tổ hợp hóa chất Đức Giang – Nghi Sơn.

Điểm nhấn đầu tư

Doanh thu mảng hóa chất công nghiệp ước tính tăng 18% YoY trong 2025. Doanh số bán dẫn tại APAC, Nhật Bản được dự báo tăng 12.3%/9.3% trong 2025, KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ photpho vàng tăng 12% YoY, giá photpho vàng, acid phosphoric thực phẩm, điện tử tăng 4%/8% YoY

Kỳ vọng biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho đạt 36.5% trong 2025. Chúng tôi kỳ vọng DGC có thể duy trì biên lãi gộp ở mức ổn định trong trung hạn, bất chấp xu hướng giá điện (chiếm 25% chi phí hàng bán) tăng trung bình 2-3%/năm nhờ (1) chuyển chi phí gia tăng sang người mua, (2) tận dụng nguồn quặng apatit từ khai trường 19B, khai trường 25 (thấp hơn 20-30% so với thị trường)

Ethanol Đại Việt đi vào hoạt động từ 2025. KBSV ước tính Ethanol Đại Việt đóng góp 1,000 tỷ VND doanh thu cho DGC trong 2025

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	10,471	13,142	-4.1%	6.8%	10,337	13,310	1.3%	-1.3%
EBIT	3,016	3,685	-6.1%	1.4%	2,927	3,841	3.1%	-4.1%
LNST công ty mẹ	3,188	3,891	-8.3%	0.9%	3,090	4,117	3.2%	-5.5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 119,000 (giá photpho vàng 2025 tăng 6% YoY)	Kịch bản cơ sở:	1) Giá photpho vàng 2025 tăng 4% YoY 2) Giá H3PO4 (TPA) tăng 8% YoY 3) Tiêu thụ photpho vàng tăng 12%
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 113,600	Kịch bản tích cực:	1) Giá photpho vàng 2025 tăng 6% YoY 2) Giá H3PO4 (TPA) tăng 10% YoY 3) Tiêu thụ photpho vàng tăng 14%
Giá hiện tại	VND 105,900	Kịch bản tiêu cực:	1) Giá photpho vàng 2025 tăng 2% YoY 2) Giá H3PO4 (TPA) tăng 6% YoY 3) Tiêu thụ photpho vàng tăng 10%
Kịch bản tiêu cực	VND 102,800 (giá photpho vàng 2025 tăng 2%)		

Cập nhật Kết quả Kinh doanh

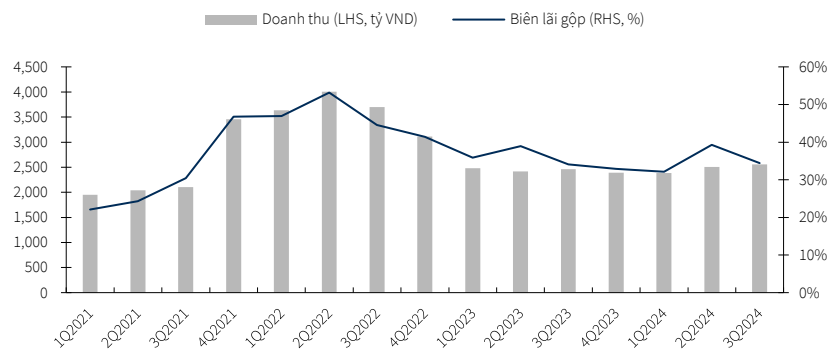
Bảng 1. Cập nhật Kết quả Kinh doanh

(tỷ VND)	3Q2023	3Q2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,464	2,558	4%	7,360	7,447	1%	
Hóa chất photpho công nghiệp	1,494	1,581	6%	4,589	4,340	-5%	Giá photpho vàng và acid phosphoric thực phẩm, điện tử trung bình trong 3Q2024 đạt 93.2/25 triệu VND/tấn (-5%/+3% YoY) trong khi sản lượng tiêu thụ +47%/-47% YoY trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ suy giảm DGC ưu tiên sử dụng acid phosric nông nghiệp để sản xuất phân bón nhằm tối ưu doanh thu trong 3Q2024 khi giá phân bón trung bình tăng 21%/33% QoQ/YoY
Photphat nông nghiệp, khác	936	934	0%	2,650	2,967	12%	
TSB	34	43	26%	121	140	16%	
Lợi nhuận gộp	840	881	5%	2,670	2,631	-1%	
Biên lợi nhuận gộp	34.1%	34.5%	37bps	36.3%	35.3%	-95bps	Biên lãi gộp 3Q2024 giảm 480bps do bão Yagi làm gián đoạn hoạt động khai thác và sử dụng quặng apatit từ khai trường 19B, khiến chi phí đầu vào gia tăng
Thu nhập tài chính	203	151	-26%	549	481	-12%	
Chi phí tài chính	-22	-22	1%	-67	-56	-16%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		0	0		
SG&A	-157	-208	33%	-452	-511	13%	Chi phí vận chuyển tăng 30% khiến SG&A 9M2024 tăng 13% so với cùng kỳ
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	864	802	-7%	2,700	2,545	-6%	
Thu nhập khác	-1	-2	86%	-2	-10	533%	
Lợi nhuận trước thuế	864	800	-7%	2,698	2,535	-6%	
Lợi nhuận sau thuế	803	738	-8%	2,505	2,322	-7%	
LNST công ty mẹ	761	706	-7%	2,389	2,239	-6%	
Biên LNST	30.9%	27.6%	-331bps	32.5%	30.1%	-239bps	

Nguồn: DGC, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu và biên lãi gộp của DGC

Trong trung hạn, biên lãi gộp của mảng hóa chất photpho công nghiệp sẽ chịu ảnh hưởng do chi phí giá điện (chiếm 25% giá vốn hàng bán của DGC) ước tính tăng trung bình 3%/năm. Tuy nhiên, KBSV kỳ vọng DGC có thể duy trì biên lãi gộp của mảng kinh doanh trên ở mức 36.5%/37% trong 2024/2025 nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ hồi phục trong khi nguồn cung photpho vàng khan hiếm trên thế giới, tạo điều kiện cho DGC chuyển một phần chi phí tăng thêm sang phía người mua, (2) khai trường 2025 đi vào hoạt động giúp nâng cao nguồn quặng apatit, hỗ trợ kiểm soát biên lãi gộp trong tương lai.



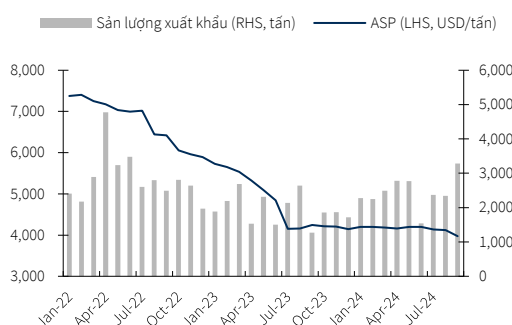
Nguồn: DGC, KBSV

Sản lượng tiêu thụ photpho vàng ước tính tăng 12% trong 2025

Theo quan sát của chúng tôi, giá photpho vàng trung bình của DGC trên thị trường xuất khẩu đã duy trì ổn định ở vùng thấp (93-98 triệu VND/tấn) trong vòng 1 năm trở lại đây nhằm kích cầu tiêu thụ, duy trì doanh thu ổn định. Cụ thể, doanh số và sản lượng bán hàng cho Mitsubishi (đóng góp 67% doanh thu xuất khẩu photpho vàng của DGC) trong 9M2024 đạt -1%/20% YoY.

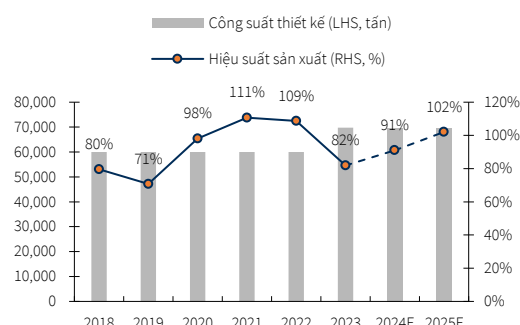
Trong báo cáo gần nhất, World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) dự báo tăng trưởng thị trường bán dẫn tại khu vực Nhật Bản đạt -1.1%/9.3% trong 2024/2025, tăng trưởng đối với khu vực APAC được dự báo ở mức 17.5%/12.3%. Mức tăng trưởng trên được thúc đẩy bởi kỳ vọng doanh thu hai sản phẩm chính là mạch logic và mạch nhớ (logic circuit, memory circuit) tăng 10.4%/25.2% YoY trong 2025. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ photpho vàng của DGC trong 2025 sẽ tăng 12% so với cùng kỳ, tạo động lực cho giá bán trung bình hồi phục về vùng 100 triệu VND/tấn trong 2025 (tăng 4% YoY) sau khi đã tạo đáy trong 2024.

Biểu đồ 3. Tương quan giữa giá và sản lượng photpho vàng xuất khẩu của DGC



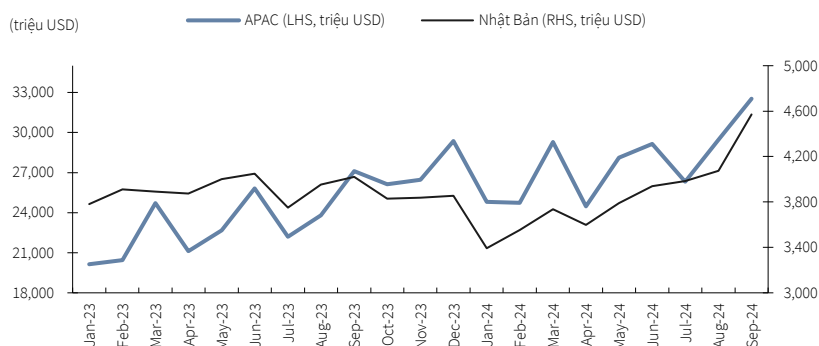
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 4. Công suất thiết kế và hiệu suất sản xuất photpho vàng của DGC (bao gồm xuất khẩu và tiêu thụ nội bộ)



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 5. Doanh số bán dẫn 2025 dự báo tăng 12.3%/9.3% tại APAC và Nhật Bản



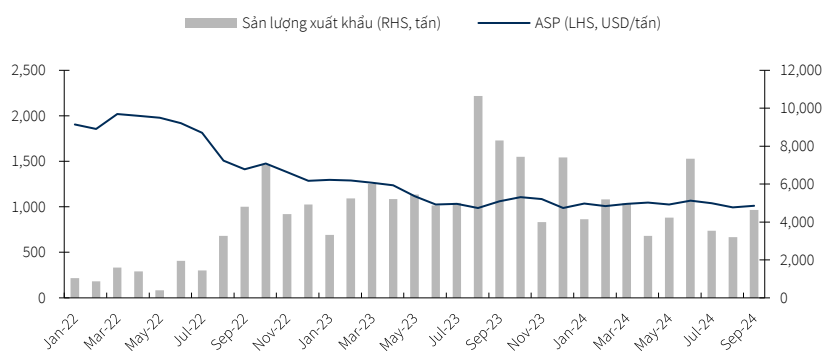
Nguồn: WSTS, Bloomberg, KBSV

**Doanh thu nhóm sản phẩm
photphat nông nghiệp kỳ vọng tăng
13% trong 2025 nhờ nhu cầu phân
bón hồi phục tại thị trường chủ lực**

Nhu cầu tiêu thụ phân bón tại Ấn Độ (thị trường tiêu thụ chính cho nhóm sản phẩm photphat nông nghiệp của DGC) đã có những tín hiệu khả quan hơn trong 2024, mặc dù sản lượng tiêu thụ 9M2024 giảm 5% YoY nhưng sản lượng sản xuất trong tháng 8-9/2024 có sức tăng 17%/15% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ photphat nông nghiệp tại Ấn Độ sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới nhờ (1) điều kiện thời tiết thuận lợi hỗ trợ hoạt động sản xuất, (2) chính sách tăng trợ cấp phân bón (áp dụng từ 4Q2024 tới hết 1Q2025) dành cho các nhà sản xuất nội địa được kỳ vọng sẽ giúp bình ổn giá phân bón và hỗ trợ tăng nhu cầu tiêu thụ trong 2025, từ đó, kích thích nhu cầu nhập khẩu acid phosphoric nông nghiệp, tác động tích cực đối với DGC. KBSV ước tính doanh thu mảng photphat nông nghiệp đạt 4,187/4,747 tỷ VND trong 2024/2025, tăng 12%/13% so với cùng kỳ.

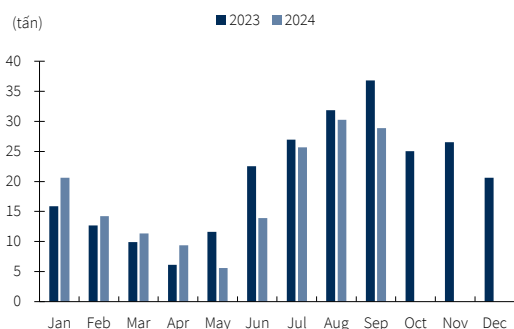
Giá acid phosphoric trong 9M2024 duy trì ở vùng thấp do nhu cầu tiêu thụ suy giảm tới từ cả hai lĩnh vực bán dẫn và nông nghiệp.

Biểu đồ 6. Tương quan giữa giá và sản lượng acid phosphoric xuất khẩu của DGC



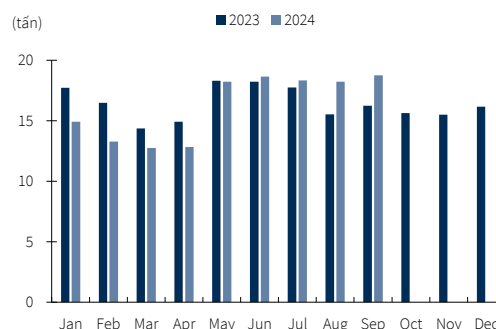
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 7. Sản lượng tiêu thụ phân bón tại Ấn Độ



Nguồn: India's Ministry of Chemicals and Fertilizers, KBSV

Biểu đồ 8. Sản lượng sản xuất phân bón tại Ấn Độ



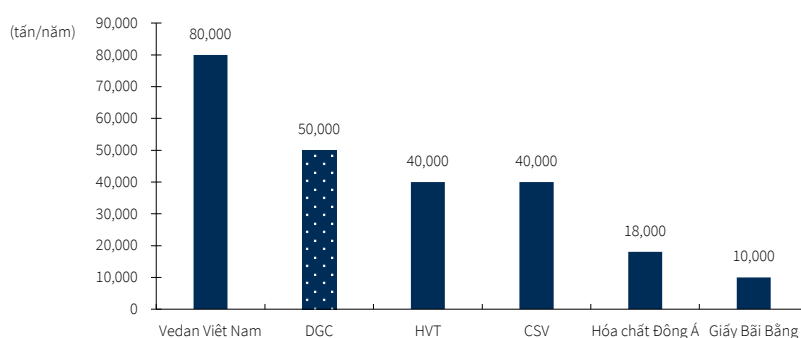
Nguồn: India's Ministry of Chemicals and Fertilizers, KBSV

Dự án Đức Giang – Nghi Sơn và nhà máy Ethanol Đại Việt là động lực tăng trưởng trong trung hạn

Trong thông báo gần nhất, sau khi mua lại nhà máy Cồn Đại Việt và đầu tư, nâng cấp máy móc, dây chuyền sản xuất, nhà máy sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 11/2024 (công suất 50,000 tấn/năm) với sản phẩm chính là ethanol 96% phục vụ cho lĩnh vực thực phẩm, đồ uống và chăm sóc sức khỏe. KBSV kỳ vọng các sản phẩm Ethanol sẽ đóng góp lần lượt 1,000/1,200 tỷ VND doanh thu cho DGC trong 2024/2025. Trong trường hợp nhà máy hoạt động ổn định với doanh thu trung bình đạt 1,200 tỷ VND/năm, giả định biên lãi ròng đạt 8-10%, chúng tôi ước tính DGC sẽ hòa vốn đầu tư khi mở rộng sang mảng Ethanol trong vòng 2.5-3.2 năm.

Bên cạnh đó, nhà máy Đức Giang – Nghi Sơn dự kiến sẽ được khởi công xây dựng trong tháng 12/2024 (tổng vốn đầu tư giai đoạn 1 đạt 2,400 tỷ VND, cơ cấu nợ vay và VCSH đạt 45%-55%), kỳ vọng đi vào hoạt động từ 1Q2026. KBSV kỳ vọng dự án Đức Giang – Nghi Sơn sau khi vận hành sẽ đóng góp 2,000 tỷ VND doanh thu, chiếm 12% tổng doanh thu của DGC trong 2026.

Biểu đồ 9. Công suất mảng Xút của DGC sẽ đứng thứ 2 toàn ngành sau khi nhà máy Đức Giang – Nghi Sơn đi vào hoạt động từ 1Q2026



Nguồn: KBSV

Dự phóng Kết quả Kinh doanh

Bảng 10. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2023	2024	+/-%YoY	2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,748	10,471	7%	13,142	26%	
Hóa chất photpho công nghiệp	5,858	6,094	4%	7,195	18%	Kỳ vọng giá photpho vàng, acid phosphoric tăng 4%/8% YoY trong 2025, sản lượng tiêu thụ tăng 12%/13% so với cùng kỳ, được thúc đẩy nhờ doanh số bán dẫn tại APAC, Nhật Bản được dự báo tăng 12.3%/9.3% YoY
Photphat nông nghiệp, khác	3,732	4,187	12%	4,747	13%	Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ acid phosphoric nông nghiệp và phân bón tại Ấn Độ gia tăng trong 2025
TSB	158	190	21%	200	5%	
Ethanol Đại Việt	0	0		1,000		Nhà máy Ethanol Đại Việt bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 11/2024 và vận hành thương mại từ đầu 2025
Giá vốn hàng bán	-6,308	-6,733	7%	-8,603	28%	
Lãi gộp	3,440	3,739	9%	4,539	21%	
Biên lãi gộp	35.3%	35.7%	42bps	34.5%	-117bps	Dự báo biên lãi gộp mảng hóa chất photpho công nghiệp và photphat nông nghiệp hồi phục, đạt 36.5% trong 2025, tuy nhiên, nhà máy Ethanol đi vào vận hành, đóng góp 7.6% doanh thu của DGC (với biên lãi gộp ước tính đạt 15%) khiến biên gộp chung giảm 117bps so với cùng kỳ
Lãi tiền gửi	627	614	-2%	778	27%	
Chi phí lãi vay	-32	-21	-35%	-30	43%	
Lãi/(lỗ) tỷ giá	46	52	13%	66	26%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-594	-713	20%	-854	20%	
Biên SG&A	6.1%	6.8%	72bps	6.5%	-31bps	Kỳ vọng giá cước giảm dần trong 2025 giúp biên SG&A giảm 31bps so với 2024
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	3,487	3,612	4%	4,499	25%	
Thu nhập khác, ròng	-1	-10	591%	0	-100%	
LNTT	3,485	3,602	3%	4,499	25%	
Lợi nhuận sau thuế	3,242	3,304	2%	4,139	25%	
Biên LNST	33.3%	31.5%	-171bps	31.5%	-6bps	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	3,100	3,188	3%	3,891	22%	
Biên LNCD công ty mẹ	31.8%	30.4%	-136bps	29.6%	-84bps	

Nguồn: DGC, KBSV

Định giá

Khuyến nghị TRUNG LẬP với DGC, giá mục tiêu 113,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp sử dụng hai phương pháp là FCFF và EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý của DGC ở mức 113,600 VND/cổ phiếu (-11.8% so với báo cáo kỳ trước), tương ứng với PER, PBR forward 2025 là 10x/2.5x. Chúng tôi duy trì dự phóng về sự hồi phục trong kết quả kinh doanh của DGC trong 2025 (trang 2), tuy nhiên, việc thay đổi về phương pháp định giá (chuyển sang EV/EBITDA thay vì P/E, nhằm loại bỏ khoản lãi tài chính và tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp) đã khiến mức giá mục tiêu suy giảm.

Theo đánh giá của KBSV, (1) việc chậm triển khai dự án lớn, trọng điểm là Alumín - Bauxite dẫn tới lượng tiền mặt cao sẽ khiến ROE của DGC khó có thể cải thiện trong tương lai, trong khi (2) định giá hiện tại đang ở mức hợp lý (3.1x), phản ánh một phần tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn của doanh nghiệp.

Bảng 11. Tổng hợp giả định

Giả định	Giá trị
Beta	0.88
Lãi suất phi rủi ro	4.7%
Phần bù rủi ro thị trường	7.9%
Chi phí nợ	10.0%
WACC	11.5%

Nguồn: KBSV

Bảng 12. Dòng tiền tự do của DGC

(tỷ VND)	2024	2025	2026	2027	2028
LNST cổ đông công ty mẹ	3,188	3,891	4,571	4,780	4,868
Chi phí khấu hao	447	630	678	726	779
Thay đổi vốn lưu động	343	-361	-346	-338	-324
CAPEX	-436	-2,922	-801	-825	-841
FCF	3,541	1,236	4,101	4,342	4,481

Nguồn: KBSV

Bảng 13. Ước tính FCFF của DGC

(tỷ VND)	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	3,541	1,236	4,101	4,342	4,481
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					2%
Giá trị dài hạn					48,084
Giá trị hiện tại của FCF	3,499	1,096	3,260	3,095	30,739
Giá trị doanh nghiệp	41,689				
Tiền và tương đương tiền	11,366				
Nợ vay	-792				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-391				
Giá trị VCSH	51,873				
SLCP	380				
Giá trị hợp lý	136,500				

Nguồn: KBSV

Bảng 14. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
FCFF		136,500	50%	68,250
EV/EBITDA forward 2025	8	90,800	50%	45,400
Giá mục tiêu				113,600

Nguồn: KBSV

Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024	2025
(%)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46.7%	35.3%	35.7%	34.5%
Tỷ suất EBITDA	45.6%	39.0%	38.3%	38.9%
Tỷ suất EBIT	43.6%	35.3%	34.0%	33.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	44.1%	35.8%	34.4%	34.2%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	44.2%	35.8%	34.5%	34.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	41.8%	33.3%	31.5%	31.5%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025
Lãi trước thuế	3,376	3,485	3,602	4,499
Khấu hao TSCĐ	285	358	447	630
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-319	-627	0	0
Chi phí lãi vay	18	32	21	30
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	6,363	3,250	4,070	5,158
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	12	-133	268	-120
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	389	198	-16	-281
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-426	-182	91	40
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-17	74	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-384	-423	-1,214	-390
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	5,937	2,784	3,198	4,407
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-157	-251	-436	-2,922
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	5	1	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-7,232	-9,667	-1,776	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,430	7,857	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-764	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Có tức và tiền lãi nhận được	128	485	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,828	-2,338	-2,212	-2,922
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	85	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,949	3,447	0	1,261
Tiền trả các khoản đi vay	-3,321	-2,593	-603	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Có tức đã trả	-411	-1,774	-1,139	-1,139
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-697	-920	-1,742	121
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,412	-475	-756	1,606
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	124	1,535	1,061	304
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,535	1,061	304	1,910

Bảng cân đối kế toán					
(Tỷ VND)					
(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024	2025	
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	13,405	15,601	16,311	20,611	
TÀI SẢN NGẮN HẠN	10,985	12,467	13,202	15,209	
Tiền và tương đương tiền	1,535	1,061	304	1,910	
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	11,118	11,118	
Các khoản phải thu	919	1,130	860	980	
Hàng tồn kho, ròng	1,000	855	871	1,153	
TÀI SẢN DÀI HẠN	2,420	3,134	3,110	5,402	
Phải thu dài hạn	29	31	32	32	
Tài sản cố định	1,781	2,457	2,520	4,813	
Tài sản dở dang dài hạn	234	225	151	151	
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	
NỢ PHẢI TRẢ	2,572	3,563	2,049	3,349	
Nợ ngắn hạn	2,571	3,493	1,981	2,202	
Phải trả người bán	326	190	281	321	
Vay ngắn hạn	468	1,328	725	906	
Phải trả ngắn hạn khác	1,778	1,975	975	975	
Nợ dài hạn	0	70	68	1,148	
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0	
Vay dài hạn	0	0	0	1,080	
Phải trả dài hạn khác	0	70	68	68	
VỐN CHỦ SỞ HỮU	10,834	12,037	14,262	17,262	
Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798	
Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787	
Quỹ khác	-217	123	123	123	
Lãi chưa phân phối	5,084	5,999	8,163	11,163	
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0	
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	382	330	391	391	

Chỉ số chính (x, %, VND)	2022	2023	2024	2025
Chỉ số định giá				
P/E	4.0	11.6	12.7	10.4
P/E pha loãng	4.0	11.6	12.7	10.4
P/B	2.1	3.1	2.9	2.4
P/S	0.0	0.0	0.0	0.0
P/Tangible Book	12.6	17.0	18.7	9.1
P/Cash Flow	3.8	12.9	12.7	9.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	3.4	11.3	11.9	9.4
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	3.6	12.7	13.6	11.0
Hiệu quả quản lý				
ROE%	65%	27%	24%	25%
ROA%	51%	21%	20%	21%
ROIC%	60%	25%	22%	23%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.3	0.2	0.9
Tỷ suất thanh toán nhanh	3.9	3.3	6.2	6.4
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.3	3.6	6.7	6.9
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0%	0%	0%	6%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0%	0%	0%	5%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	4%	11%	5%	5%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	3%	9%	4%	4%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	19%	18%	9%	8%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	16%	14%	8%	6%
Tổng công nợ/Vốn CSH	19%	19%	9%	8%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	16%	14%	8%	7%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	17.0	9.5	10.5	14.3
Hệ số quay vòng HTK	6.4	6.8	7.8	8.5
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	12.5	26.1	28.6	28.6

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@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

Website: 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:	Trung lập:	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, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. 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, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.