

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (HSX: DGC)

Vùng lạng trước cơn lên gió

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 109,300

Upside: +23%

Ngành Hoá chất | BSC Research

Trung tâm phân tích BSC

Lưu Thuý Linh

(Chuyên viên phân tích)

Linhlt2@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu **DGC** với mục tiêu 2025F là **109,300 VND/cp** (upside +23% so với giá đóng cửa 02/06/2025) với P/E mục tiêu không đổi 11.9x. *Lưu ý: giá mục tiêu này được xây dựng theo kịch bản cơ sở, chưa bao gồm tác động từ đề xuất điều chỉnh thuế xuất khẩu phốt pho vàng trong 2025F.*

Tại vùng giá hiện tại, DGC đang giao dịch với P/E fw 2025 = 9.7x, chiết khấu ~25% so với đầu năm. BSC cho rằng định giá hiện tại đã phản ánh một phần lo về đề xuất tăng thuế XK và chưa phản ánh đầy đủ các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng đang dần rõ nét hơn.

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	89,100
Cổ phiếu LH (Triệu):	379.8
Vốn hoá (Tỷ VND):	33,838
Thanh khoản 30n (Triệu):	1.7
Sở hữu nước ngoài:	14.8%

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- Dự báo DTT và LNST-CĐTS năm 2025 đạt **10,871 tỷ VND** (+10% YoY) và **3,488 tỷ VND** (+17% YoY), tương ứng **EPS = 9,185 VND/cp**, **P/E fw 2025F = 9.7x**.
- Dự phóng DTT và LNST-CĐTS điều chỉnh nhẹ -6% và -1%, chủ yếu do giảm giả định mảng WPA và đóng góp thấp hơn từ dự án Cồn Đại Việt. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 39% nhờ cơ cấu sản phẩm tối ưu hơn.

RỦI RO

Rủi ro chính sách: BTC đề xuất nâng thuế xuất khẩu phốt pho vàng từ 5% lên 15% theo dự thảo sửa đổi ND 26/2023/ND-CP. Nếu được thông qua, biên lợi nhuận có thể chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn, dù DGC có thể chia sẻ một phần chi phí với khách hàng;

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Cập nhật KQKD Q1/2025: DTT = 2,810 tỷ VND (+18% YoY, +16% QoQ), LNST-CĐTS = 809 tỷ VND (+20% YoY, +8% QoQ). **KQKD quý 1 tương đương dự phóng của BSC**, kết quả quý 1 đã hoàn thành 26%/24% dự phóng cả năm về doanh thu và lợi nhuận.

Cập nhật đáng chú ý: Dự án BĐS Đức Giang đã được phê duyệt vào danh mục thí điểm (NQ 171/2024/QH15) – tạo nền tảng pháp lý để triển khai, là điểm mới.

Cập nhật quan điểm đầu tư ([Tham khảo báo cáo gần nhất](#))

- Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm tích cực về triển vọng phục hồi của ngành hoá chất, trong đó **động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng**, trong khi mặt bằng giá bán dự kiến cải thiện chậm hơn. **LNST-CĐTS 2025 dự báo tăng +17% YoY**, phản ánh xu hướng phục hồi rõ nét trong hoạt động cốt lõi;
- Tiến độ các dự án trọng điểm được đẩy mạnh Nghi Sơn – Đức Giang đã khởi công; Cồn Đại Việt bắt đầu ghi nhận doanh thu; BĐS Đức Giang được bổ sung vào danh mục triển khai theo cơ chế thí điểm.

KQKD	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	14,444	9,748	9,865	10,871
Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	3,449	4,257
NPATMI	5,903	3,100	2,989	3,488
EPS	13,774	7,673	7,392	9,185

Mở tài khoản



Trang | 1

I. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

Bảng: Tóm tắt KQKD Quý 1/2025

Tỷ đồng	Q1.2025	%QoQ	%YoY	Q1.2024	Q4.2024
DT thuần	2,810	16%	18%	2,385	2,418
Giá vốn	(1,830)	20%	13%	(1,619)	(1,531)
Lãi gộp	980	11%	28%	766	887
DT tài chính	165	-2%	0%	165	168
CP tài chính	(15)	25%	-15%	(18)	(12)
Lãi vay	(7)	30%	7%	(7)	(5)
Lãi từ CTLK	-			-	-
CP BH	(110)	-11%	5%	(105)	(124)
CP QLDN	(42)	-17%	3%	(40)	(50)
Lãi từ HĐKD	978	12%	27%	768	869
TN khác, ròng	(1)	-58%	-28%	(1)	(2)
LNTT	978	13%	27%	769	867
Thuế	141	77%	116%	65	80
LNST	837	6%	19%	704	787
CĐTS	27	-28%	-12%	31	38
LNST-CĐTS	809	8%	20%	673	749

Chỉ số

Biên LNG	35%	-1.8đpt	+2.8đpt	32%	37%
Biên LNR	29%	-2.2đpt	+0.6đpt	28%	31%
SG&A/DT	5%	-1.8đpt	-0.7đpt	6%	7%

Nguồn: DGC, BSC Research

KQKD Q1/2025: DTT = 2,810 tỷ VND (+18% YoY, +16% QoQ), LNST-CĐTS = 809 tỷ VND (+20% YoY, +8% QoQ).

- Biên lợi nhuận gộp đạt 35%**, tăng +2.8 đpt svck nhưng giảm -1.8 đpt so với quý trước. Giá bán các sản phẩm chính tăng +5–16% YoY và +3–9% QoQ. Biên gộp cải thiện mạnh so với cùng kỳ nhờ giá bán tăng và cơ cấu sản phẩm tích cực, tuy nhiên giảm nhẹ so với quý trước do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn tốc độ tăng giá bán.
- Chi phí BH & QLDN = 152 tỷ VND (+4% YoY, -14% QoQ)**, tỷ lệ chi phí BH & QLDN/DTT đạt 5.4% (-0.7 đpt svck, -1.8 đpt so với quý trước). Mức giảm chủ yếu đến từ chi phí vận chuyển tiếp tục giảm so với quý trước và cùng kỳ, sau khi ghi nhận mức đỉnh vào quý 3/2024. Bên cạnh đó, các chi phí bán hàng và quản lý khác

cũng được kiểm soát hợp lý trong bối cảnh doanh thu tăng mạnh, giúp tỷ lệ SG&A/DTT duy trì xu hướng giảm so với cùng kỳ và quý trước.

Đánh giá của BSC

- **KQKD Q1/2025 tương đương với dự phóng của BSC**, kết quả quý 1 đã hoàn thành 26%/24% dự phóng cả năm về doanh thu và lợi nhuận.
- Tăng trưởng doanh thu đến từ cả sản lượng và giá bán cải thiện ở hầu hết các sản phẩm chủ lực so với cùng kỳ và quý trước, ngoại trừ axit H3PO4 ghi nhận sản lượng giảm do công ty ưu tiên tiêu thụ phân bón trong kỳ.

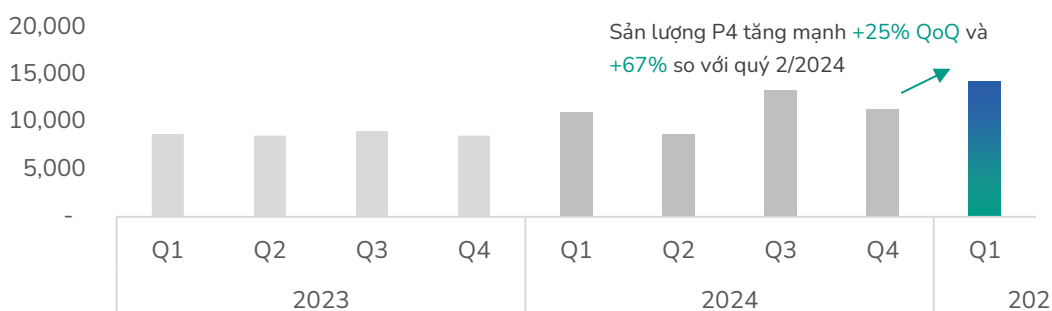
2. Cập nhật quan điểm đầu tư (Tham khảo báo cáo gần nhất)

Chúng tôi **giữ nguyên quan điểm đầu tư** với cổ phiếu DGC, khi nhu cầu hoá chất phục hồi, sản lượng tiêu thụ tăng trong khi giá bán có diễn biến phân hóa giữa các nhóm sản phẩm. Dự phóng LNST 2025 vẫn duy trì tăng trưởng hai chữ số. Trong quý này, chúng tôi cập nhật thêm một số điểm đáng chú ý:

(2.1) Cập nhật các mảng kinh doanh chính: sản lượng tăng, giá P4 cải thiện nhẹ và giá phân bón tăng mạnh

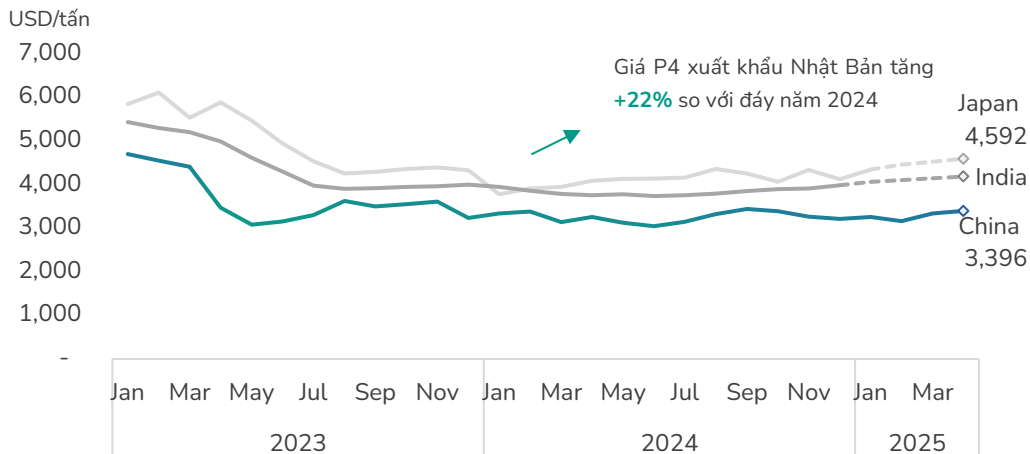
(i) Phốt pho vàng: Sản lượng tiếp tục duy trì đà phục hồi rõ nét kể từ đáy quý 2/2024.

Hình: Sản lượng phốt pho vàng 2023 đến nay (tấn) – phục hồi +67% so với đáy 2024



Nguồn: DGC, BSC Research

Hình: Giá phốt pho vàng 2023 đến nay (USD/tấn) – phục hồi +22% so với đáy 2024



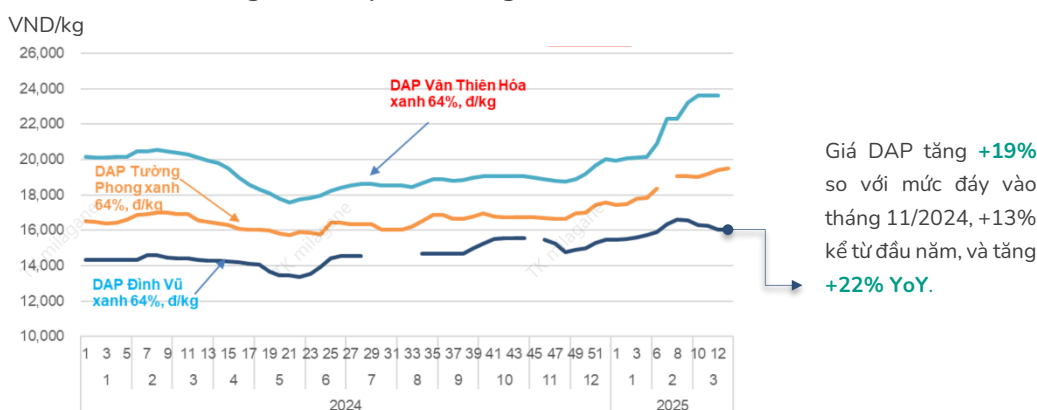
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục phục hồi mạnh từ quý 2/2024. Riêng quý 1/2025, sản lượng tăng +25% QoQ và +67% so với quý 2/2024, phản ánh nhu cầu cải thiện tại các thị trường xuất khẩu chủ lực. Giá bán P4 tại Trung Quốc phục hồi nhẹ, hiện dao động quanh 4,200 USD/tấn (+4.3% QoQ). Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm rằng sản lượng là động lực tăng trưởng chính trong khi giá bán cải thiện trong biên độ hẹp.

(ii) Phân bón DAP/MAP: giá bán neo cao cùng sản lượng tiêu thụ tăng

Giá DAP phục hồi mạnh từ vùng đáy cuối năm 2024, tăng **+19% so với mức đáy tháng 11/2024**, **+13% từ đầu năm** và **+22% so với cùng kỳ**. Đà tăng giá diễn ra trong bối cảnh nhu cầu phân bón phosphate duy trì ở mức cao. Sản lượng tiêu thụ của DGC tiếp tục tăng, hỗ trợ việc duy trì tăng trưởng doanh thu phân bón trong năm 2025, đồng thời góp phần tối ưu công suất WPA trong bối cảnh sản lượng WPA được chủ động cắt giảm.

Hình: Giá DAP trong nước duy trì đà tăng



Nguồn: Viettraders

Mặc dù có thông tin Trung Quốc đã chính thức quay lại xuất khẩu từ cuối tháng 5, **tổng nguồn cung năm 2025 vẫn thấp đáng kể so với năm 2024 và trung bình nhiều năm trước**. Trong ngắn hạn, **giá DAP tại Việt Nam có thể điều chỉnh nhẹ**, nhưng với hạn ngạch xuất khẩu thấp hơn nhiều năm trước, chúng tôi cho rằng **giá DAP sẽ vẫn duy trì mặt bằng cao so với cùng kỳ 2024**, hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận của DGC.

Bảng: Hạn ngạch xuất khẩu phân bón Phốt pho của Trung Quốc giảm svck

Loại phân bón	Hạn ngạch 2025	So với năm 2024
DAP	2.5–3 triệu tấn	Giảm 35–46% (năm 2024: 4.6 triệu tấn)
MAP	1–1.5 triệu tấn	Giảm 25–50% (năm 2024: 2 triệu tấn)

Nguồn: NDRC, BSC Research tổng hợp

(2.2) Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm:

So với báo cáo cập nhật gần nhất, cả ba dự án trọng điểm của DGC đều ghi nhận tiến triển cụ thể hơn về mặt triển khai thực tế hoặc hoàn thiện cơ sở pháp lý.

(i) Tổ hợp dự án Nghi Sơn – Đức Giang

Sau khi hoàn tất công tác GPMB và các thủ tục pháp lý trong tháng 1/2025, DGC đã chính thức khởi công dự án vào ngày 17/2/2025, đúng theo tiến độ đã đề cập trước đó. DGC hiện

đang đẩy nhanh tiến độ thi công các hạng mục chính, với kế hoạch đưa toàn bộ tổ hợp đi vào vận hành từ quý 1/2026, giữ nguyên theo mốc thời gian đã đề cập trong các báo cáo trước.

(ii) Dự án Côn Đảo Việt

Dự án đã bắt đầu ghi nhận doanh thu từ **quý 1/2025**, tuy nhiên quá trình thâm nhập thị trường và mở rộng hệ thống phân phối đang diễn ra chậm hơn dự kiến. Trên cơ sở đó, giả định công suất vận hành năm 2025 được điều chỉnh từ **50% xuống còn 26%**, với các chỉ tiêu tài chính đã được cập nhật trong phần dự phóng.

(iii) Dự án BĐS Đức Giang – bước tiến mới

Dự án đã chính thức được đưa vào **Danh mục các khu đất thực hiện dự án nhà ở thương mại theo cơ chế thí điểm** theo **Nghị quyết 171/2024/QH15**, tạo điều kiện để triển khai các bước tiếp theo. Mặc dù tiến độ thực địa chưa thay đổi đáng kể, đây là bước tiến quan trọng về pháp lý, củng cố kỳ vọng đóng góp khoảng **1,000 tỷ VND lợi nhuận sau thuế** trong giai đoạn **2027–2028**.

(2.3) Chính sách thuế xuất khẩu P4 – thông tin cần theo dõi

Bộ Tài chính **đang lấy ý kiến cho dự thảo sửa đổi Nghị định 26/2023/NĐ-CP, với nội dung đề xuất điều chỉnh thuế xuất khẩu phốt pho vàng từ 5% lên 15%**, nhằm đảm bảo nguồn cung trong nước và kiểm soát xuất khẩu tài nguyên. Dự thảo hiện vẫn đang trong quá trình hoàn thiện và **chưa được thông qua và thời điểm áp dụng chưa được xác định**.

Trong trường hợp chính sách có hiệu lực, DGC có thể điều chỉnh định hướng thị trường xuất khẩu, cơ cấu sản phẩm và chính sách giá phù hợp. Theo trao đổi với doanh nghiệp, khả năng chia sẻ một phần chi phí tăng thêm với khách hàng – đặc biệt tại các thị trường cao cấp – có thể giúp giảm bớt áp lực lên biên lợi nhuận. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi sát quá trình hoàn thiện chính sách để cập nhật các kịch bản ảnh hưởng phù hợp.

Để ước lượng sơ bộ tác động, chúng tôi xây dựng bảng giả định với doanh thu xuất khẩu phốt pho vàng đạt khoảng **4,500 tỷ VND/năm**. Phần LNTT bị ảnh hưởng được tính toán dựa trên mức thuế tăng thêm và giả định tỷ lệ chi phí không chia sẻ được với khách hàng.

Bảng: Giả định Chi phí thuế XK tăng thêm và Giảm LNTT tương ứng (Tỷ VND)

Thuế xuất khẩu P4 (%)		Tỷ lệ chia sẻ với khách hàng			
		0%	30%	70%	100%
Hiện hành	5%	0	0	0	0
	10%	225	158	68	0
Đề xuất	15%	450	315	135	0

Nguồn: BSC Research ước tính

Lưu ý: **Khoảng ảnh hưởng trên chỉ mang tính kỹ thuật sơ bộ** và sẽ được cập nhật khi có thông tin chính thức về chính sách và mức độ chuyển giao thực tế của doanh nghiệp.

II. RỦI RO

Chúng tôi cho rằng DGC có thể đối mặt với một số nhóm rủi ro chính trong giai đoạn tới:

(1) Rủi ro thị trường

Giá điện và quặng apatit chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất. Biến động đầu vào hoặc gián đoạn nguồn cung có thể làm tăng chi phí, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Đồng thời, kết quả kinh doanh có thể chịu tác động nếu giá bán hoặc sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm chủ lực thấp hơn kỳ vọng.

(2) Rủi ro chính sách và môi trường

Đề xuất điều chỉnh thuế xuất khẩu phốt pho vàng từ 5% lên 15% theo dự thảo sửa đổi Nghị định 26/2023/NĐ-CP hiện đang được lấy ý kiến. Nếu được thông qua và áp dụng biên lợi nhuận của DGC có thể chịu áp lực trong ngắn hạn do chi phí thuế tăng thêm. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định DGC có thể chia sẻ một phần chi phí với khách hàng, đặc biệt tại các thị trường cao cấp (như Nhật Bản, Hàn Quốc, EU), và từng bước điều chỉnh cơ cấu xuất khẩu để giảm phụ thuộc vào P4.

Ngoài ra, là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực hóa chất công nghiệp, DGC vẫn tiềm ẩn nguy cơ sự cố môi trường dù đã có các biện pháp kiểm soát vận hành.

(3) Rủi ro tiến độ và pháp lý dự án

Dự án Nghi Sơn – Đức Giang hiện đang được triển khai. Hai dự án còn lại gồm BĐS Đức Giang và Đắc Nông (bô xít) vẫn đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Tiến độ thực tế sẽ ảnh hưởng đến thời điểm và mức độ đóng góp vào tăng trưởng trung hạn.

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST-CDTS năm 2025 đạt lần lượt **10,871 tỷ VND (+10% YoY) 3,488 tỷ VND (+17% YoY)**, tương ứng EPS = 9,185 VND, **P/E fw 2025F = 9.7x**. Lưu ý: Dự báo 2025 chưa bao gồm tác động từ việc điều chỉnh thuế xuất khẩu phốt pho vàng, nếu chính sách được thông qua.

So với [báo cáo cập nhật gần nhất](#) dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt điều chỉnh giảm -6% và -1%, chủ yếu do điều chỉnh giả định sản lượng WPA và mức đóng góp từ dự án Cồn Đại Việt. Các giả định chính được cập nhật như sau (lưu ý: dự phóng đã bao gồm giả định giá điện bình quân năm 2025 tăng khoảng +5% YoY):

- (1) **Phốt pho vàng (P4)**: Doanh thu ước đạt **5,168 tỷ VND (+22% YoY)**, điều chỉnh giảm -2% so với dự phóng trước do hạ giả định giá bán, trong khi sản lượng vẫn được giữ ở mức cao nhờ nhu cầu phục hồi rõ nét;
- (2) **Axit phosphoric (WPA & HPO)**: Doanh thu giảm còn **957 tỷ VND (-46% YoY)**, thấp hơn -38% so với dự báo trước. DGC chủ động tái cơ cấu sản xuất, giảm tỷ trọng WPA để ưu tiên P4 và phân bón với biên lợi nhuận tốt hơn;
- (3) **Phân bón (DAP & MAP)**: Doanh thu dự kiến đạt **2,139 tỷ VND (+21% YoY)**, cao hơn +5% so với dự phóng cũ, dựa trên giả định sản lượng tăng +5%, giá bán giữ ổn định;
- (4) **Cồn Đại Việt**: Dự kiến vận hành trung bình 26% công suất trong năm, đóng góp **292 tỷ VND doanh thu** (so với giả định trước là 50% công suất tương ứng 500 tỷ VND).

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên **39%** (so với 35% năm 2024 và 36% theo dự báo trước) nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn từ các mảng có biên lợi nhuận tốt như P4 và phân bón.

Tổng thể, bản cập nhật dự phóng lần này phản ánh một số điều chỉnh trong cơ cấu doanh thu, nhưng không làm thay đổi đáng kể triển vọng tăng trưởng của DGC. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế gần như giữ nguyên so với báo cáo gần nhất, trong khi biên lợi nhuận cải thiện và cơ cấu sản phẩm tiếp tục được điều chỉnh theo hướng tối ưu hóa – tập trung vào các sản phẩm có giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn.

Bảng: Ước tính các mảng kinh doanh 2025F và thay đổi so với dự phóng cũ

Đơn vị: Tỷ VND	2024E	2025F mới	2025F cũ	%YoY 2025	% thay đổi DP 2025
Doanh thu thuần	9,865	10,862	11,581	10%	-6%
<i>Trong đó:</i>					
DT Phốt pho vàng	4,252	5,168	5,247	22%	-2%
DT Axit Phosphoric (WPA và HPO)	1,772	957	1,554	-46%	-38%
DT phân bón DAP & MAP	1,761	2,139	2,041	21%	5%
Dự án Cồn Đại Việt	-	292	500	-	-42%

Nguồn: DGC, BSC Research

Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F chi tiết và thay đổi so với dự phóng cũ

	Đơn vị	2024E	2025F mới	2025F cũ	%YoY 2025	% thay đổi DP 2025
Doanh thu thuần	Tỷ VND	9,865	10,871	11,581	10%	-6%
Giá vốn hàng bán		-6,415	-6,614	-7,449	3%	-11%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	3,449	4,257	4,131	23%	3%
% Biên LNG	%	35%	39%	36%	+4.2bsp	+3.2bsp
Chi phí bán hàng	Tỷ VND	(447)	(492)	-516	10%	-5%
%CPBH/DTT	%	-5%	-5%	-4%	+0.0bsp	-0.5bsp
Chi phí QLDN	Tỷ VND	(171)	(168)	-165	-2%	2%
%CP QLDN/DTT	%	-2%	-2%	-1%	+0.2bsp	-0.5bsp
LNTT	Tỷ VND	3,406	3,948	4,010	16%	-2%
Lợi nhuận ròng	Tỷ VND	2,989	3,488	3,529	17%	-1%
%Biên LNR	%	30%	32%	30%	+1.8bsp	+2.1bsp
EPS	VND	7,392	9,185	9,293	24%	-1%

Nguồn: DGC, BSC Research

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DGC**, với giá mục tiêu cơ sở 2025F là 109,300 VND/cp. Giá mục tiêu được xác định theo **kịch bản cơ sở chưa bao gồm tác động của chính sách thuế xuất khẩu P4 trong 2025F**. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng xây dựng thêm một kịch bản thận trọng để tham khảo mức độ ảnh hưởng tiềm năng đến định giá nếu chính sách thuế được thông qua từ 2026 trở đi.

Kịch bản cơ sở (Base case)

- **Giá định:** Chính sách tăng thuế xuất khẩu phốt pho vàng chưa được áp dụng trong năm 2025.
- **Dự phóng:** LNST-CĐTTS năm 2025 đạt 3,488 tỷ VND (+17% YoY), EPS = 9,185 VND.
- **P/E mục tiêu:** 11.9x không đổi so với P/E mục tiêu cũ.
- **Giá mục tiêu:** 109,300 VND/cp → **Upside +23%** so với giá hiện tại.

Kịch bản thận trọng (Conservative case)

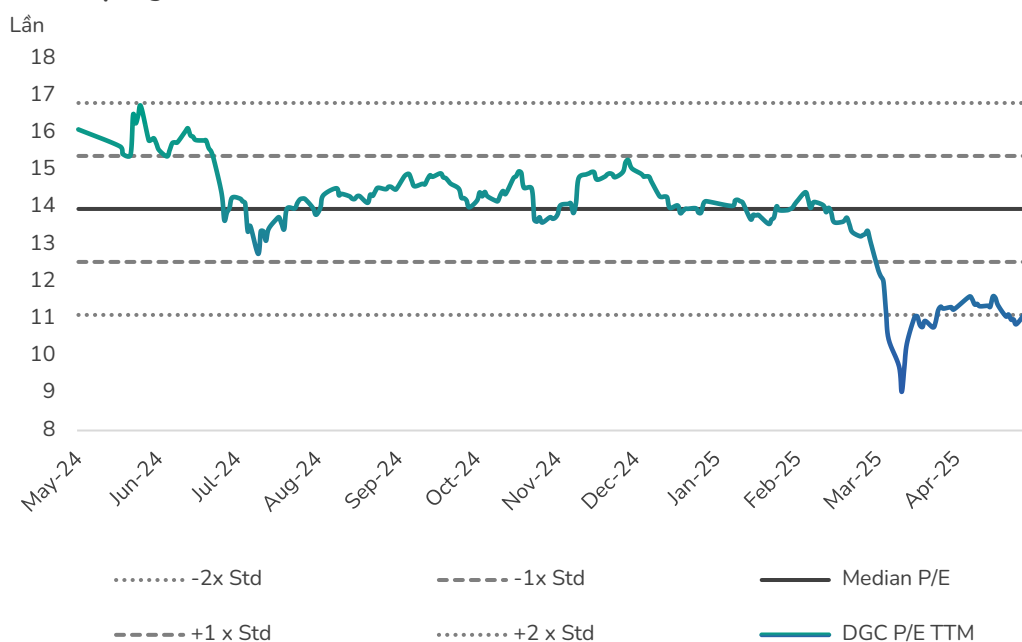
- **Giá định:** Mức thuế xuất khẩu Phốt pho vàng 15% được áp dụng từ năm 2026 và DGC chuyển giao được khoảng 30% phần chi phí thuế tăng thêm cho khách hàng.
- **Điều chỉnh:** P/E mục tiêu giảm 10%, còn khoảng 10.x để phản ánh rủi ro tác động đến lợi nhuận từ năm 2026 trở đi.
- **Giá mục tiêu:** 98,400 VND/cp → **Upside +10%**.

Tại vùng giá hiện tại, cổ phiếu DGC đang giao dịch với mức chiết khấu khoảng **-25%** so với đầu năm 2025, tương ứng với P/E forward 2025 là **9.7x**. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại **đã phản ánh một phần lo ngại liên quan đến đề xuất tăng thuế xuất khẩu phốt**

pho vàng, nhưng chưa phản ánh đầy đủ các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng đang dần trở nên rõ nét hơn:

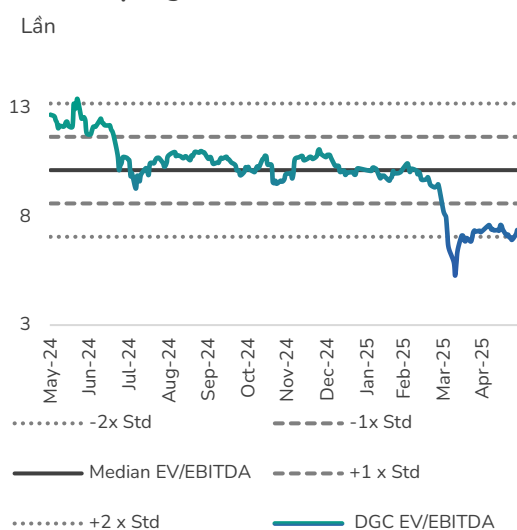
- **Dự án bất động sản Đức Giang** đã được đưa vào danh mục triển khai theo Nghị quyết 171/2024/QH15 – mở ra khả năng đóng góp lợi nhuận từ năm 2027;
- **Dự án Nghi Sơn – Đức Giang** đang được triển khai theo đúng tiến độ;
- **Kế hoạch mở rộng sản phẩm hạ nguồn** tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng từ năm 2026 trở đi.

Hình: Định giá P/E



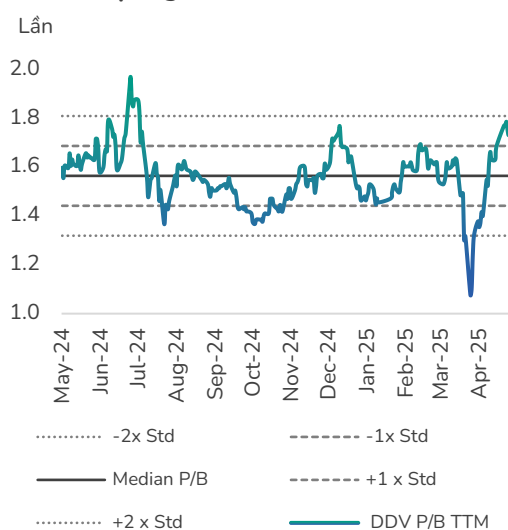
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá EV/EBITDA



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Phụ lục

KQKD (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	14,444	9,748	9,865	10,871
Giá vốn hàng bán	(7,694)	(6,308)	(6,415)	(6,614)
Lợi nhuận gộp	6,750	3,440	3,449	4,257
Chi phí bán hàng	(600)	(436)	(447)	(492)
Chi phí QLDN	(152)	(159)	(171)	(168)
Lãi/lỗ HĐKD	6,382	3,487	3,412	3,962
Doanh thu tài chính	533	739	649	420
Chi phí tài chính	(150)	(98)	(69)	(55)
Chi phí lãi vay	(18)	(32)	(22)	(22)
Lãi/lỗ khác	(6)	1	(6)	(14)
Lợi nhuận trước thuế	2,637	3,488	3,406	3,948
Thuế thu nhập DN	(339)	(490)	(589)	(237)
LNST công ty mẹ	6,375	3,241	3,110	3,711
CĐTS	472	142	121	223
LNST - CĐTS	5,903	3,100	2,989	3,488
EPS	13,774	7,673	7,392	9,185

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F
Tiền & ĐTT	1,535	1,061	116	1,584
Đầu tư ngắn hạn	7,471	9,342	10,570	11,099
Phải thu ngắn hạn	919	1,130	980	1,080
Tồn kho	1,000	855	985	878
TS ngắn hạn khác	60	80	50	35
TS ngắn hạn	10,985	12,467	12,701	14,676
TS hữu hình	1,781	2,133	2,152	1,495
Khấu hao	(2,071)	(2,535)	(2,884)	(3,347)
TS dở dang dài hạn	234	225	161	161
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	376	669	431	401
TS dài hạn	2,420	3,069	3,121	3,588
Tổng Tài sản	13,405	15,536	15,821	18,263
Nợ phải trả	832	904	1,179	1,089
Vay ngắn hạn	468	1,328	865	891
Nợ ngắn hạn khác	1,272	1,261	10	10
Tổng Nợ ngắn hạn	2,571	3,493	2,053	1,990
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	0	0	-
Tổng Nợ dài hạn	0.10	16.06	66.90	0
Tổng Nợ	2,572	3,509	2,120	1,990
Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
LN chưa phân phối	1,787	1,787	1,787	1,787
Vốn chủ khác	5,084	5,989	7,205	9,554
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	10,834	12,027	13,701	16,273
SLCP lưu hành (Triệu)	13,405	15,536	15,821	18,263

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025F
(Lỗ)/LNST	6,376	3,485	3,400	3,948
Khấu hao và phân bổ	285	358	368	422
Thay đổi VLD	6,363	3,250	3,251	4,393
Điều chỉnh khác	5,639	2,190	2,601	4,031
LCTT từ HĐKD	5,937	2,784	3,119	4,007
Tiền chi mua TSCĐ	(157)	(251)	(1,152)	(1,500)
Đầu tư khác	(7,232)	(9,667)	1	(11,099)
LCTT từ HĐ đầu tư	(3,828)	(2,338)	(2,842)	(1,450)
Tiền chi trả cổ tức	(411)	(1,774)	-	(1,139)
Tiền thu khác	(371)	853	3,688	27
LCTT từ HĐTC	(697)	(920)	(5,824)	(1,113)
Dòng tiền đầu kỳ	124	1,535	1,061	116
Dòng tiền cuối kỳ	1,412	(475)	(5,547)	1,445

Chỉ số	2022	2023	2024	2025F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.9	4.3	6.2	7.4
Hsố TT nhanh	1.9	3.5	5.2	6.4
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	24%	19%	13%	11%
Hệ số Nợ/VCSH	32%	24%	15%	12%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	54.6	52.4	52.3	51.4
Số ngày phải thu	26.4	14.5	22.5	17.7
Số ngày phải trả	18.4	19.7	14.3	16.0
CCC	62.6	47.1	60.5	53.0
Tỷ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	47%	35%	35%	39%
Lợi nhuận LNST	44%	33%	32%	34%
ROE	65%	38%	24%	25%
ROA	51%	30%	20%	22%
Định Giá				
PE	3.1	11.6	11.6	9.7
PB	2.1	3.0	3.0	2.1
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	51%	-33%	1%	10%
Tăng trưởng EBIT	160%	141%	-3%	16%
Tăng trưởng LNST	142%	-45%	-2%	16%
Tăng trưởng EPS	5%	-44%	-4%	24%

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 Tòa nhà 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>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NĂM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn