

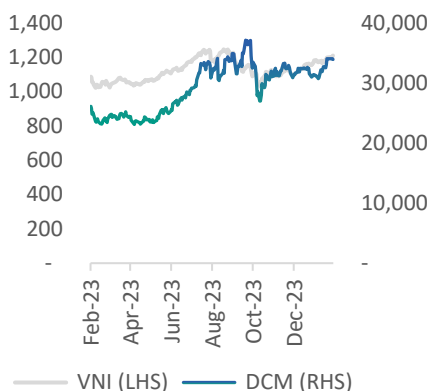
## KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP PHÂN BÓN DẦU KHÍ CÀ MAU - CTCP (HSX: DCM) SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ PHÂN BÓN TĂNG

Giá hiện tại:	<b>34,250</b>	Ngày viết báo cáo:	05/03/2023	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>	
Giá mục tiêu trước:	36,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	529	Vietnam Oil & Gas Gr	59.6%
Giá mục tiêu mới:	<b>38,700</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	16,411	CTCB VIETNAM EQUITY	4.2%
Tỷ suất cổ tức	6%	Thanh khoản BQ 30n (Triệu)	3.97	Truswell Securities	4.1%
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>19%</b>	Sở hữu nước ngoài	16.47%	AGRIMEX NGHE AN JSC	4.1%

### Bộ phận Research:

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

### Bảng so sánh giá CP và VN- Index



### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DCM** và thay đổi mục tiêu 2024F là 38,700 VND/CP (upside 19% so với giá đóng cửa ngày 05/03/2023, đã bao gồm 6% tỷ suất cổ tức) dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2024F = 5.2x (tương đương mức trung vị 5Y);  
DCM là một trong những **doanh nghiệp phân bón hàng đầu** với **triển vọng cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ trong 2024F (+91% YoY)** cùng bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt lớn **chúng tôi duy trì quan điểm DCM là lựa chọn hấp dẫn.**

### TRIỂN VỌNG KINH DOANH (Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)

- Doanh thu tăng trưởng +6% svck nhờ nhu cầu phân bón cải thiện giúp sản lượng phân bón tăng trong bối cảnh giá phân bón phục hồi;
- Biên lợi nhuận tăng trưởng +9.1đpt svck nhờ chi phí khấu hao giảm mạnh (đóng góp 62% tăng trưởng lợi nhuận gộp 2024);
- Kỳ vọng tỷ suất cổ tức cải thiện đạt 6% – 7% nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào;

### CATALYST

- Thông qua dự thảo luật VAT: đưa phân bón vào mặt hàng chịu thuế giúp doanh nghiệp được hoàn thuế đầu vào;
- Nâng công suất NPK thông qua M&A với KVF;

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo **DTT và LNST** của DCM trong năm 2024 lần lượt đạt **13,342 tỷ VND (+6% YoY)** và **2,113 tỷ VND (+91% YoY)** tương đương **EPS fw 2024 = 4,001 VND/CP, P/E fw 2024 = 8.6x**. Dựa trên các giả định:

- Sản lượng kinh doanh Ure đạt 869 nghìn tấn (+0.3% YoY), tương ứng tăng +6% so với dự phóng trước đó;
- Giá bán Ure bình quân đạt 9,885 VND/kg (+3% YoY);
- Giá khí bình quân cả năm đạt mức 10.0 USD/MMBTU (+2.2% YoY), tương ứng tăng +8% so với dự phóng trước đó do chúng tôi nâng giả định giá dầu;

### RỦI RO

- Rủi ro giảm giá: sản lượng bán thấp hơn ước tính do nhu cầu phục hồi chậm và giá khí đầu vào tăng;
- Rủi ro tăng giá: giá khí tại EU tăng cao khiến sản lượng ure sản xuất giảm kéo theo giá Ure thế giới tăng.

Chỉ số	2022	2023F	2024F	VNIndex	KQKD	2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	3.3	15.5	8.6	14.6	Doanh thu thuần	9,870	15,925	12,602	13,342
PB (x)	1.3	1.7	1.7	1.7	Lợi nhuận gộp	2,781	5,703	1,982	3,318
PS (x)	0.9	1.4	1.4	1.3	NPATMI	1,823	4,316	1,107	2,113
ROE (%)	41%	11%	20%	13%	EPS	3,073	7,701	2,091	4,001
ROA (%)	34%	8%	14%	2%	Tăng trưởng EPS	202%	151%	-73%	91%

## CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Tỷ đồng	Q4.2023	Q4.2022	% YoY	2023	2022	% YoY	Nhận xét
<b>DT thuần</b>	<b>3,566</b>	<b>4,458</b>	<b>-20%</b>	<b>12,602</b>	<b>15,924</b>	<b>-21%</b>	<p><b>KQKD quý 4/2023</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu thuần đạt: 3,566 tỷ VND (-20% YoY, +17% QoQ). Trong đó, sản lượng tiêu thụ tăng +19% svck và giá bán phân bón bình quân giảm -33% svck;</li> <li>- Lợi nhuận gộp đạt 866 tỷ VND (-37% YoY, +640% QoQ); Biên lợi nhuận gộp Q4/2023 đạt 24% giảm -6% svck, tăng +18% so với quý 3. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh so với quý 3 nhờ chi phí khấu hao giảm -83% QoQ tương ứng giảm 264 tỷ VND;</li> <li>- DT tài chính Q4/2023 là: 106 tỷ VND tăng 26% svck nhờ lãi tiền gửi tăng;</li> <li>- CPBH Q4/2023 là: 217 tỷ VND, giảm -14% svck;</li> <li>- Chi phí QLDN Q4/2023 là: 209 tỷ VND, tăng 193% svck do trích bổ sung quỹ KHCN;</li> </ul> <p>Tổng kết lại, Lợi nhuận sau thuế Q4/2023 đạt 492 tỷ VND (-53% YoY)</p> <p><b>Lũy kế cả năm 2023</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt: 12,602 tỷ VND (-21% YoY) và 1,108 tỷ VND (-74% YoY);</li> <li>- Biên lợi nhuận gộp đạt 16% giảm -20% svck chủ yếu do giá bán bình quân thấp hơn svck;</li> <li>- Doanh thu tài chính đạt 570 tỷ VND (+89% YoY) nhờ lãi tiền gửi tăng;</li> <li>- Lũy kế năm 2023, DCM trích lập 612 tỷ VND dự phòng phải trả tiền khí, số dư dự phòng cuối năm đạt 1,291 tỷ VND;</li> </ul> <p><b>Đánh giá của BSC:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>+ KQKD Q4/2023 của DCM tương ứng với dự phóng của BSC, trong kỳ chi phí khấu hao đã giảm khoảng 264 tỷ VND;</li> <li>+ Chúng tôi kỳ vọng khoản dự phòng phải trả chi phí khí sẽ được hoàn nhập phần chênh lệch sau khi có tính toán cụ thể theo cơ chế khí mới.</li> </ul>
Giá vốn	(2,700)	(3,182)	-15%	(10,620)	(10,320)	3%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>866</b>	<b>1,276</b>	<b>-32%</b>	<b>1,982</b>	<b>5,604</b>	<b>-65%</b>	
DT tài chính	106	82	30%	570	299	91%	
CP tài chính	(10)	(20)	-51%	(27)	(60)	-55%	
Lãi vay	(4)	(0)	922%	(10)	(10)	-1%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(217)	(254)	-15%	(834)	(699)	19%	
CP QLDN	(209)	(23)	817%	(486)	(604)	-20%	
<b>Lãi từ HĐKD</b>	<b>536</b>	<b>1,061</b>	<b>-49%</b>	<b>1,205</b>	<b>4,539</b>	<b>-73%</b>	
TN khác, rỗng	1	(7)	-118%	22	3	611%	
LNTT	537	1,055	-49%	1,227	4,542	-73%	
Thuế	(45)	(51)	-11%	(142)	(270)	-47%	
<b>LNST</b>	<b>492</b>	<b>1,004</b>	<b>-51%</b>	<b>1,085</b>	<b>4,272</b>	<b>-75%</b>	
CĐTS	-	-	-	-	-	-	
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>493</b>	<b>1,001</b>	<b>-51%</b>	<b>1,084</b>	<b>4,264</b>	<b>-75%</b>	
<b>Chỉ số</b>							
Biên LNG	24%	29%	-4.3 đpt	16%	35%	-19.5 đpt	
Biên LNR	14%	22%	-8.6 đpt	9%	27%	-18.2 đpt	
SG&A/DT	12%	6%	+5.7 đpt	10%	8%	+2.3 đpt	

Nguồn: DCM, BSC Research

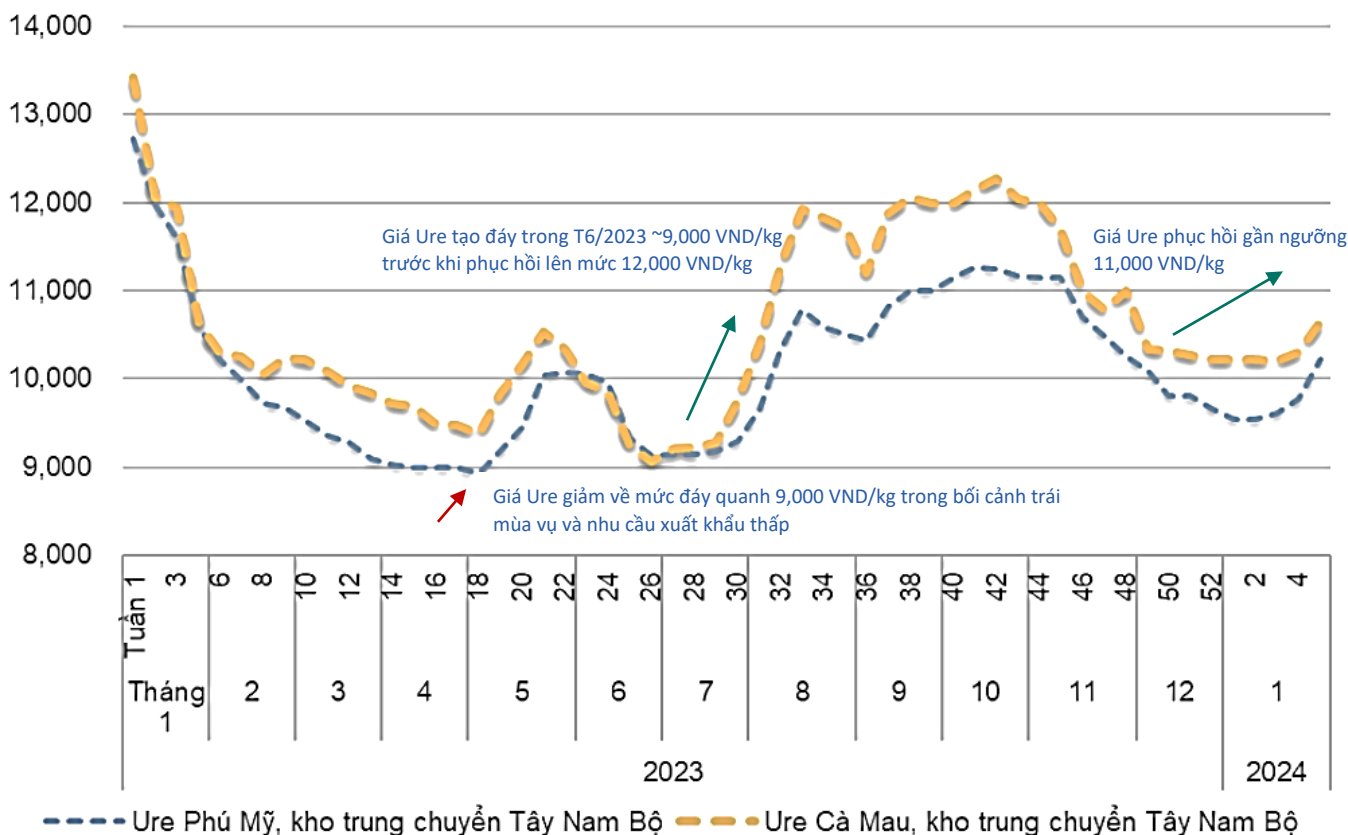
## TRIỂN VỌNG KINH DOANH *(Tham khảo báo cáo cập nhật gần nhất của BSC)*

**Doanh thu tăng trưởng +6% svck nhờ giá phân bón phục hồi nhẹ trong bối cảnh nhu cầu phân bón cải thiện giúp sản lượng phân bón tăng;**

### **Kỳ vọng giá phân bón bình quân cả năm 2024 cải thiện so với mức thấp năm 2023**

Với việc Trung Quốc hạn chế xuất khẩu Ure nhằm đảm bảo nhu cầu tiêu thụ nội địa và kỳ vọng Ấn Độ tăng nhập khẩu Ure từ mức nền thấp 2023 chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực giúp giá Ure duy trì quanh mức hiện tại, tương ứng với dự phóng giá Ure bình quân 2024F tăng +3% so với bình quân cả năm 2023.

**Hình: Giá Ure DCM và DPM năm 2023 (VND/kg) – giá phục hồi trong các tháng cuối năm**



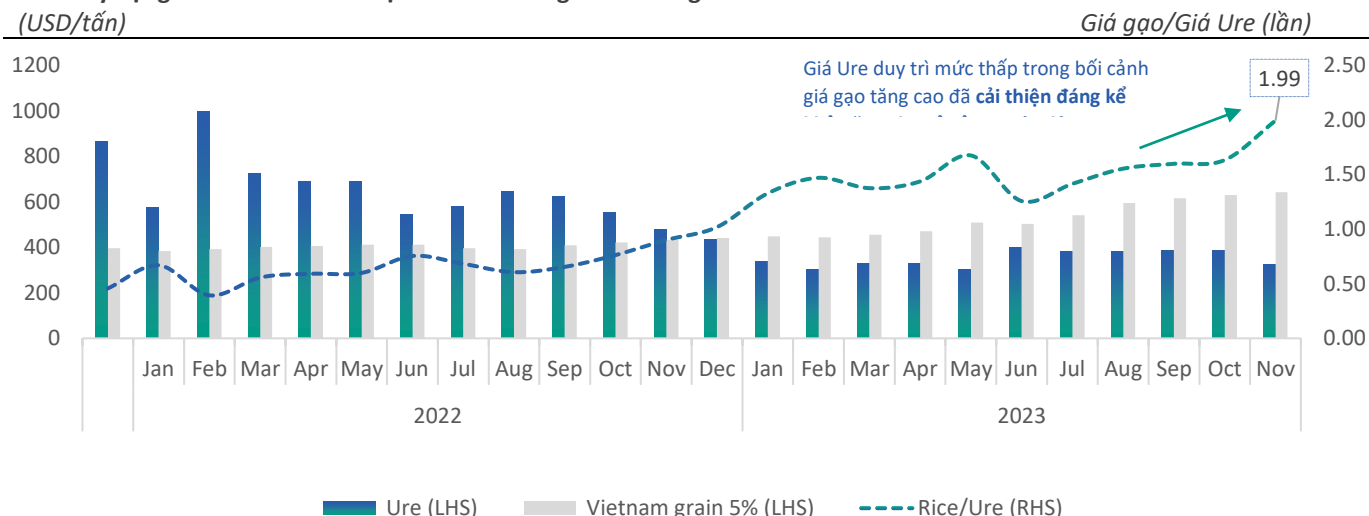
Nguồn: Agromonitor, BSC Research

### **Sản lượng tiêu thụ phục hồi nhờ giá ure duy trì vùng thấp**

Lũy kế 11T/2023 sản lượng tiêu thụ Ure tại Việt Nam ước đạt 2.14 triệu tấn (+9.9% YoY) theo Agromonitor, trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa phục hồi mạnh tăng 29.5% svck chủ yếu nhờ khả năng chi trả phân bón được cải thiện khi giá Ure đã giảm về mức thấp và giá gạo tăng cao. Cùng chung diễn biến với ngành phân bón, sản lượng tiêu thụ Ure DCM năm 2023 ước đạt 866 nghìn tấn, tương ứng tăng +3% svck và sản lượng NPK đạt 138 nghìn tấn, tăng +65% YoY.

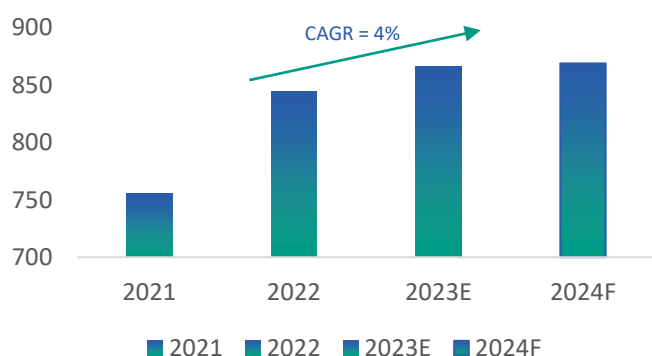
BSC kỳ vọng nhu cầu phân bón sẽ tiếp tục cải thiện trong 2024F nhờ khả năng chi trả tăng cao và dự phóng sản lượng tiêu thụ Ure và NPK của DCM lần lượt tăng +0.3% và 19% svck 2023. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ NPK sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ: **(1)** Tận dụng nguyên liệu Ure sẵn có cũng như hệ thống phân phối của DCM nên có lợi thế cạnh tranh về giá; **(2)** nhà máy NPK chưa hoạt động hết công suất nên còn dư địa tăng sản lượng và **(3)** qua thời gian thâm nhập thị trường NPK - DCM đã xây dựng hình ảnh NPK chất lượng cao hướng tới nhóm cây trồng giá trị cao thay vì cạnh tranh với NPK phân khúc thấp.

Hình: Kỳ vọng nhu cầu Ure cải thiện nhờ khả năng chi trả tăng (USD/tấn)



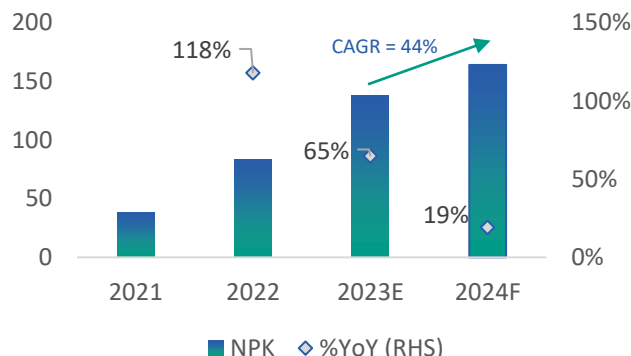
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Sản lượng Ure tăng trưởng với CAGR đạt 4% 2021 – 2024F (tấn)



Nguồn: DCM, BSC Research

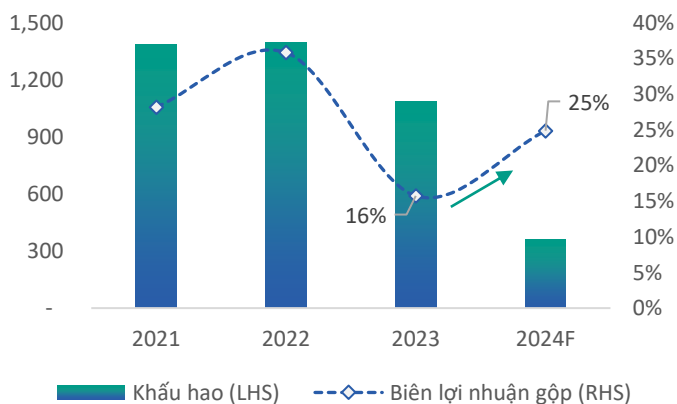
Hình: Sản lượng NPK tăng trưởng với CAGR đạt 44% 2021 – 2024F (tấn)



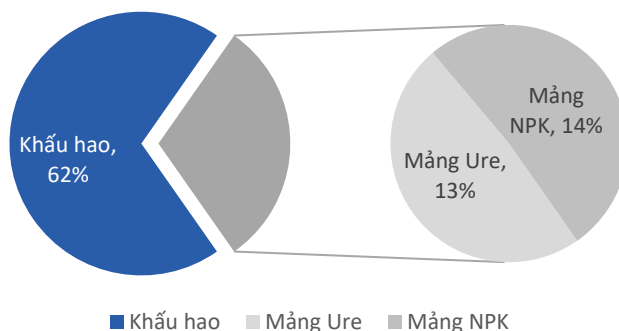
Nguồn: Wichart, BSC Research

**Biên lợi nhuận tăng trưởng +9.1đpt nhờ nhà máy Đạm Cà Mau hết khấu hao**

Hình: Chi phí khấu hao giảm 67% năm 2024F giúp biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 25%



Hình: Mảng NPK và khấu hao giảm đóng góp lần lượt 17%/ 62% tăng trưởng lợi nhuận gộp 2024F



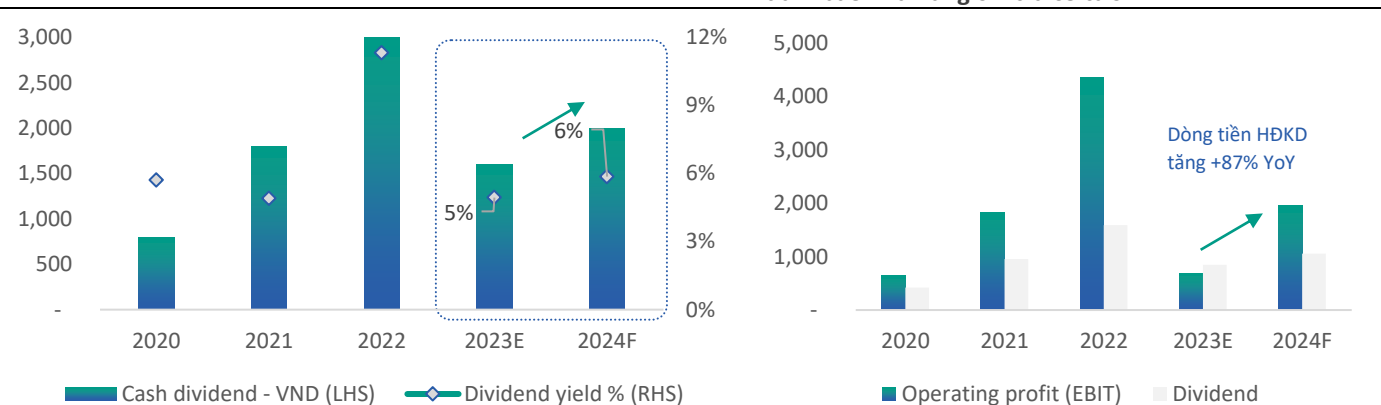
Nguồn: DCM, BSC Research

Nhà máy Đạm Cà Mau đã hết khấu hao trong Q4/2023, khấu hao Q4 giảm 290 tỷ tương ứng 115% dự phóng của BSC. Năm 2024F chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao sẽ giảm -67% YoY từ 1,084 tỷ VND năm 2023 về mức 359 tỷ VND. Tương ứng với khấu hao giảm, BSC dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện mạnh mẽ trong 2024F từ mức 16% năm 2023 lên 25%, tương ứng tăng 9.1 đpt. Trong đó, việc giảm khấu hao đóng góp 62% tăng trưởng lợi nhuận gộp, mảng NPK đóng góp 14% tăng trưởng lợi nhuận gộp và phần còn lại đến từ mảng Ure và các mảng khác.

### Kỳ vọng tỷ suất cổ tức cải thiện đạt 6% – 7% nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dồi dào

Hình: Cổ tức tiền mặt và tỷ suất cổ tức tăng

Nguồn: Dòng tiền hoạt động kinh doanh tăng mạnh đảm bảo khả năng chi trả cổ tức



Nguồn: DCM, BSC Research

BSC dự phóng dòng tiền hoạt động kinh doanh năm 2024F của DCM đạt xấp xỉ 2,000 tỷ VND, tương ứng tăng +87% so với 2023 và kỳ vọng DCM có thể duy trì dòng tiền hoạt động kinh doanh ổn định quanh 1,800 – 2,000 tỷ VND trong giai đoạn 2024F – 2029F. Nhờ dòng tiền hoạt động kinh doanh dồi dào, chúng tôi cho rằng DCM có thể cải thiện tỷ lệ cổ tức tiền mặt và đạt mức tỷ suất cổ tức 6% - 7%, tương đương mức 2,000 VND/cp mà vẫn đảm bảo dòng tiền để triển khai các dự án đầu tư trong tương lai.

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo **DTT và LNST** của DCM trong năm 2024 lần lượt đạt **13,342 tỷ VND (+6% YoY)** và **2,113 tỷ VND (+91% YoY)** tương đương **EPS fw 2024 = 4,001 VND/CP, P/E fw 2024 = 8.6x**. Dựa trên các giả định:

- (1) Sản lượng kinh doanh Ure đạt 869 nghìn tấn (+0.3% YoY);
- (2) Giá bán Ure bình quân đạt 9,885 VND/kg (+3% YoY);
- (3) Giá khí bình quân cả năm đạt mức 10.0 USD/MMBTU (+2.2% YoY)

**Bảng: Các giả định chính trong dự phóng kết quả kinh doanh 2024F**

	2023E	2024F	%YoY
Giá dầu FO (USD/MmBTU)	446	475	6.4% ▲
Giá dầu Brent (USD/tấn)	83	83	0.6% ▲
Tỷ trọng nguồn khí mua từ PVN	50%	50%	
Giá khí thiên nhiên (USD/MmBTU)	9.7	10.0	2.2% ▲
<b>Doanh thu phân bón (Tỷ VND)</b>	<b>8,311</b>	<b>8,589</b>	<b>3.3% ▲</b>
<b>Doanh thu phân bón tự doanh (Tỷ VND)</b>	<b>2,190</b>	<b>2,311</b>	<b>5.5% ▲</b>
<b>Sản lượng tiêu thụ ('000 tấn)</b>			
Phân bón Ure quy đổi	866	869	0.3% ▲
Phân bón NPK	138	164	19.1% ▲
Phân bón tự doanh	183	192	5.0% ▲
<b>Giá bán bình quân (VND/kg)</b>			
Phân bón Ure quy đổi	9,597	9,885	3.0% ▲
Phân bón NPK	12,165	12,165	0.0% ▲
Phân bón tự doanh	11,952	12,011	0.5% ▲

Nguồn: BSC Research

**Bảng: Phân tích độ nhạy giả định giá dầu đối với dự phóng lợi nhuận ròng DCM năm 2024 (Tỷ VND)**

Dầu Brent \ Dầu FO	80	81	83	85	86
430	2,425	2,356	2,285	2,214	2,142
450	2,349	2,280	2,209	2,138	2,066
<b>475</b>	2,254	2,184	<b>2,113</b>	2,043	1,970
500	2,159	2,089	2,018	1,947	1,875
525	2,063	1,994	1,923	1,852	1,780

Nguồn: BSC Research

Với các giả định các yếu tố khác không đổi bảng phân tích độ nhạy cho thấy tác động của giả định giá dầu Brent (USD) và giá dầu FO (USD) đối với dự phóng lợi nhuận ròng năm 2024 của DCM.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định giá dầu Brent và giá dầu FO lần lượt đạt 83 USD và 475 USD, tương ứng giá khí đầu vào đạt 10.0 USD/MmBTU (+2.2% YoY) và lợi nhuận ròng DCM năm 2024 đạt 2,113 tỷ VND (+91% YoY).

**Bảng: Thay đổi ước tính kết quả kinh doanh 2024F so với dự phóng cũ**

	Đơn vị	2022	2023E	2024F (cũ)	2024F (mới)	%YoY 2023	%YoY 2024	% thay đổi dự phóng
<b>Sản lượng kinh doanh</b>								
Ure	Nghìn tấn	791	866	821	869	9%	0%	6%
NPK	Nghìn tấn	129	138	175	164	7%	19%	-6%
<b>Giá khí thiên nhiên</b>	USD/MmBTU	8.4	9.9	9.2	10.0	16%	7%	8%
<b>Tài chính</b>								
Tổng doanh thu	Tỷ VND	15,925	12,602	11,075	13,342	-21%	6%	20%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	5,703	1,982	3,246	3,318	-65%	67%	2%
Chi phí khấu hao	Tỷ VND	(1,391)	(1,084)	(396)	(359)	-22%	-67%	-9%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	4,316	1,107	2,556	2,113	-74%	91%	-17%

Nguồn: BSC Research

Chúng tôi thay đổi dự phóng DTT và LNST năm 2024F của DCM lần lượt đạt 13,342 tỷ VND/ 2,113 tỷ VND tương ứng +20%/-17% so với dự phóng trước đó chủ yếu do:

- (1) Chúng tôi tăng +6% giả định sản lượng kinh doanh Ure 2024F, đạt 869 nghìn tấn;
- (2) Tăng +10% giả định giá khí thiên nhiên đầu vào do thay đổi dự báo giá dầu Brent và giá dầu FO, trong khi giữ nguyên giả định về tỷ trọng nguồn khí mua từ PVN là 50%;
- (3) Giảm dự phóng chi phí khấu hao 2024F còn 344 tỷ VND, tương ứng giảm -13% so với dự phóng trước đó.

## CATALYST

### Thông qua dự thảo luật VAT: đưa phân bón vào mặt hàng chịu thuế giúp doanh nghiệp được hoàn thuế đầu vào

Bộ Tài chính đang dự thảo Luật thuế giá trị gia tăng (sửa đổi) trong đó Dự thảo đề xuất phân bón sẽ chịu thuế 5% (so với trước đây là ko chịu thuế VAT);

Đánh giá của BSC: kịch bản dự thảo được thông qua

- Về giá bán: giá phân bón tùy thuộc vào cung cầu thị trường trong nước và thị trường thế giới;
- Khấu trừ thuế VAT đầu vào: các DN sản xuất phân bón trong nước sẽ được hoàn thuế VAT với các chi phí đầu vào thay vì đưa vào chi phí như trước đây, từ đó giúp tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu; Theo ước tính, DCM có thể được hoàn từ 300 - 400 tỷ VND tiền thuế VAT đầu vào

### Nâng công suất NPK thông qua M&A với KVF

- DCM lên kế hoạch M&A công ty TNHH Phân bón Hàn-Việt (KVF) với giá trị thương vụ tối đa ước tính đạt 25 triệu USD tương đương khoảng 600 tỷ VND;
- KVF sở hữu nhà máy NPK với công suất 360 nghìn tấn/năm với tổng mức đầu tư là 60 triệu USD có diện tích gần 9ha tại KCN Hiệp Phước với vị trí gần cảng Hiệp Phước thuận tiện cho việc vận chuyển hàng hóa.
- Chúng tôi cho rằng việc M&A KVF sẽ mang lại nhiều lợi ích cho DCM:
  - (1) Tăng công suất NPK lên 120% từ 300 nghìn tấn/năm lên 660 nghìn tấn/năm;
  - (2) Tận dụng hệ thống kho bãi của KVF nhằm giảm chi phí lưu kho và đẩy mạnh phân phối sản phẩm NPK tới các thị trường khác (VD: Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên, ...) bên cạnh các thị trường truyền thống của DCM là Tây Nam Bộ và Campuchia;

Chúng tôi kỳ vọng, việc M&A thành công KVF sẽ đóng góp vào tăng trưởng của DCM giai đoạn 2025 – 2029 nhờ: (1) công suất NPK tăng 120% so với hiện tại và (2) tối ưu hóa vận hành nhờ tận dụng thế mạnh sẵn có của DCM và KVF;

## RỦI RO

- Rủi ro giảm giá: sản lượng bán thấp hơn ước tính do nhu cầu trong nước phục hồi chậm và giá khí đầu vào tăng;
- Rủi ro tăng giá: giá khí tại EU tăng cao khiến sản lượng ure sản xuất giảm kéo theo giá Ure thế giới tăng.



## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DCM** với giá mục tiêu 2024F là 38,700 VND/CP (upside 19% so với giá đóng cửa ngày 05/03/2023, đã bao gồm 6% tỷ suất cổ tức) dựa trên phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2024F = 5.2x (tương đương mức trung vị 5Y);

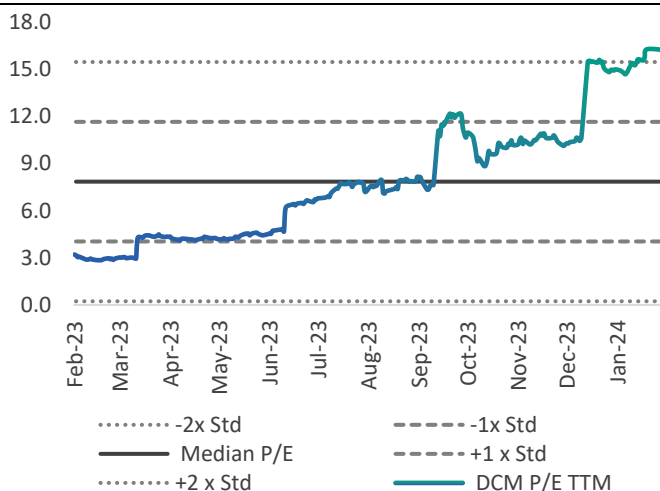
DCM là một trong những **doanh nghiệp phân bón hàng đầu** với **triển vọng cải thiện lợi nhuận mạnh mẽ trong 2024F (+101% YoY)** cùng bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt lớn **chúng tôi cho rằng DCM là lựa chọn hấp dẫn.**

### Phương pháp định giá: EV/EBITDA

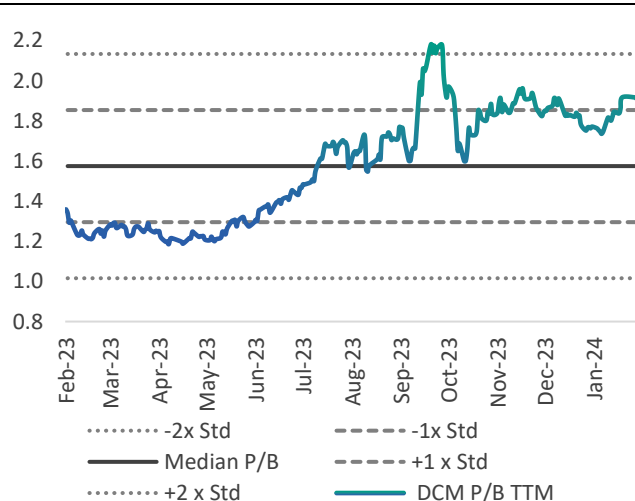
EBITDA	2,325
EV/EBITDA mục tiêu	5.2x
+ Tiền & ĐTTC ngắn hạn	9,150
- Nợ NH & Nợ DH	764
Vốn hoá mục tiêu	20,475
SLCP lưu hành (Tr. CP)	529.4
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>38,700</b>

Nguồn: BSC Research

Hình: Định giá P/E



Hình: Định giá P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình: Định giá EV/EBITDA



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD(TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,870</b>	<b>15,925</b>	<b>12,602</b>	<b>13,342</b>
Giá vốn hàng bán	(7,089)	(10,221)	(10,620)	(10,024)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,781</b>	<b>5,703</b>	<b>1,982</b>	<b>3,318</b>
Chi phí bán hàng	(420)	(698)	(786)	(839)
Chi phí QLDN	(528)	(653)	(510)	(514)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>1,955</b>	<b>4,593</b>	<b>1,229</b>	<b>1,965</b>
Doanh thu tài chính	168	301	570	455
Chi phí tài chính	(45)	(60)	(27)	(40)
Lợi nhuận từ CTLĐ/L	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	2	3	22	22
Lợi nhuận trước thuế	1,956	4,596	1,251	2,402
Thuế thu nhập DN	(130)	(275)	(143)	(282)
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>1,823</b>	<b>4,316</b>	<b>1,107</b>	<b>2,113</b>
CĐTS	3	5	1	7
EBITDA	3,218	5,751	1,770	2,325
EPS	3,073	7,701	2,091	4,001

CĐKT (TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền & ĐTĐ	428	2,126	2,284	2,075
Đầu tư ngắn hạn	4,362	6,812	8,242	7,047
Phải thu ngắn hạn	187	188	389	393
Tồn kho	2,204	2,283	2,137	2,506
TS ngắn hạn khác	95	216	191	167
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>7,276</b>	<b>11,624</b>	<b>13,244</b>	<b>12,188</b>
TS hữu hình	3,406	2,207	1,600	2,024
Khấu hao	1,386	1,398	1,084	359
TS dở dang dài hạn	66	33	127	-
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	324	303	308	312
<b>TS dài hạn</b>	<b>3,796</b>	<b>2,543</b>	<b>2,034</b>	<b>2,336</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>11,072</b>	<b>14,167</b>	<b>15,278</b>	<b>14,460</b>
Nợ phải trả	795	1,028	1,408	1,303
Vay ngắn hạn	689	3	846	761
Nợ ngắn hạn khác	1,703	1,843	2,272	900
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>3,187</b>	<b>2,874</b>	<b>4,525</b>	<b>2,964</b>
Vay dài hạn	3	1	3	3
Nợ dài hạn khác	405	686	756	883
<b>Tổng Nợ dài hạn</b>	<b>407</b>	<b>687</b>	<b>759</b>	<b>886</b>
<b>Tổng Nợ</b>	<b>3,594</b>	<b>3,561</b>	<b>5,285</b>	<b>3,850</b>
Vốn góp	5,294	5,294	5,294	5,294
LN chưa phân phối	1,188	3,018	2,075	1,969
Vốn chủ khác	966	2,260	2,593	3,314
Cổ đông thiểu số	27	29	28	28
<b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b>	<b>7,478</b>	<b>10,605</b>	<b>9,993</b>	<b>10,606</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11,072</b>	<b>14,167</b>	<b>15,278</b>	<b>14,460</b>
SLCP lưu hành (Triệu)	529	529	529	529

LCTT (TỶ VND)	2021	2022	2023F	2024F
<b>(LỖ)/LNST</b>	<b>1,956</b>	<b>4,596</b>	<b>1,251</b>	<b>2,402</b>
Khấu hao và phân bổ	(1,388)	(1,391)	(1,084)	(359)
Thay đổi vốn lưu động	2,095	4,381	(104)	379
Điều chỉnh khác	84	749	339	391
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>2,569</b>	<b>5,732</b>	<b>2,305</b>	<b>-264</b>
Tiền chi mua TSCĐ	(838)	(192)	(481)	(473)
Đầu tư khác	(1,264)	(2,193)	(989)	1,197
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>(2,102)</b>	<b>(2,385)</b>	<b>(1,470)</b>	<b>724</b>
Tiền chi trả cổ tức	(2,118)	(847)	(1,059)	(1,059)
Tiền thu khác	1,569	(784)	314	389
<b>LCTT từ HĐ Tài chính</b>	<b>(549)</b>	<b>(1,631)</b>	<b>(745)</b>	<b>(669)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	510	428	2,126	2,284
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	<b>428</b>	<b>2,143</b>	<b>2,215</b>	<b>2,075</b>

Chỉ số	2021	2022	2023F	2024F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hsố TT ngắn hạn	2.4	4.5	3.1	5.9
Hsố TT nhanh	1.7	3.6	2.6	4.7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	32%	25%	35%	27%
Hệ số Nợ/VCSH	48%	34%	53%	36%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	78.2	80.1	76.0	84.5
Số ngày phải thu	7.5	4.3	8.4	10.7
Số ngày phải trả	90.4	86.9	102.1	96.0
CCC	-4.7	-2.5	-17.8	-0.8
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Lợi nhuận gộp	28%	36%	16%	25%
Lợi nhuận LNST	18%	27%	9%	16%
ROE	24%	41%	11%	20%
ROA	18%	34%	8%	14%
<b>Định Giá</b>				
PE	10.7	3.3	15.5	8.6
PB	2.6	1.3	1.7	1.7
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	31%	61%	-21%	6%
Tăng trưởng EBIT	285%	238%	-84%	286%
Tăng trưởng LNST	173%	135%	-73%	92%
Tăng trưởng EPS	302%	251%	-73%	91%

## 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, MUA 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 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

