



## Hóa chất cơ bản

### Bắt đầu xu hướng giảm

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu hóa chất của Việt Nam như Trung Quốc và Mỹ sẽ suy giảm đến hết năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của các công ty hóa chất cơ bản sẽ sụt giảm trong 2023 do nhu cầu yếu hơn trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy thoái.
- Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là DGC.

#### Khởi đầu khó khăn 2 tháng đầu năm

Giá trị xuất khẩu hóa chất cơ bản của Việt Nam (phốt pho vàng, phân bón DAP và MAP,..) tăng 25,3% svck năm 2022 lên 5,6 tỷ USD. Tuy nhiên, đà tăng trưởng bắt đầu chậm lại kể từ Q3/22 (+29,5% svck trong Q3/22; +25,3% svck trong Q4/22) do nhu cầu toàn cầu suy yếu và giá bán giảm. Theo Tổng cục Hải quan Việt Nam (TCHQ), Trung Quốc là nhà nhập khẩu hóa chất lớn nhất của Việt Nam vào năm 2022 với giá trị nhập khẩu là 1,18 tỷ USD (+21,0% svck) do sự thiếu hụt nguồn cung tại Trung Quốc. Năm 2022, xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và Ấn Độ đạt 0,73 tỷ USD và 0,7 tỷ USD, lần lượt giảm 13,0% svck và tăng 12,5% svck. Trong 2,5T23, kim ngạch xuất khẩu hóa chất cơ bản chỉ đạt 930 triệu USD (-10,9% svck), đứng thứ 12 trong tổng các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam trong 2,5T23.

#### Nhu cầu phốt pho vàng toàn cầu sẽ chậm lại vào năm 2023

Suy thoái kinh tế kéo theo nhu cầu đối với hàng điện tử và chất bán dẫn giảm trong năm 2023. World Semiconductor Trade Statistics dự báo thị trường chất bán dẫn toàn cầu sẽ giảm 4% vào năm 2023. Như vậy, chúng tôi ước tính nhu cầu toàn cầu về phốt pho vàng – nguyên liệu đầu vào cho chất bán dẫn sẽ giảm 15% svck vào năm 2023. Bên cạnh đó, giá phốt pho vàng đã đạt đỉnh kể từ Q2/22 và dự kiến sẽ dao động trong khoảng 4.500-5.000 USD vào năm 2023. Chúng tôi dự báo LN ròng các doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng của Việt Nam (DGC, PAT, DDV) sẽ bị giảm khoảng 25-35 % svck trong năm 2023 từ mức nền cao năm 2022.

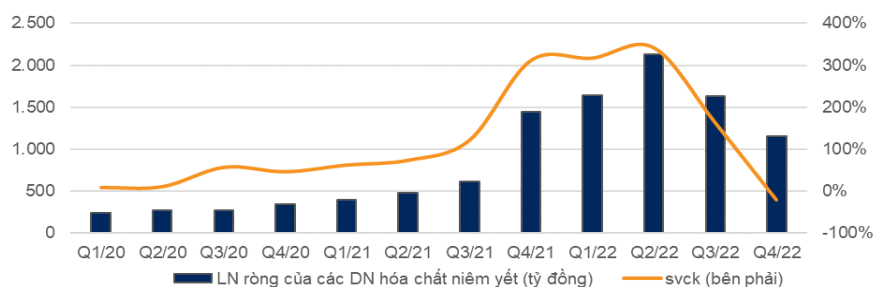
#### Giá xút sẽ giảm sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại

Giá xút trong nước phụ thuộc nhiều vào Trung Quốc do Trung Quốc xuất khẩu khoảng 40% nhu cầu xút của Việt Nam. Giá xút Trung Quốc giảm 27% kể từ ngày T12/22 sau khi các nhà máy sản xuất xút tái hoạt động trở lại vào năm 2023 và nhu cầu tiêu thụ nhôm yếu. Hơn nữa, Trung Quốc mở cửa trở lại nền kinh tế sẽ cải thiện nguồn cung xút tại Việt Nam. Do đó, chúng tôi dự báo giá xút sẽ đạt khoảng 700-800 USD/tấn vào năm 2023 (-15% svck). Do hợp đồng giá thường được ký trước 3 tháng nên chúng tôi cho rằng LN ròng của các công ty xút như CSV, HVT trong 6T23 sẽ sụt giảm mạnh so với nửa cuối 2022.

#### Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DGC

Chúng tôi ưu tiên những cổ phiếu có mức định giá hấp dẫn mặc dù đang trong chu kỳ giảm. Vì vậy, lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi là DGC. Ngoài ra, việc hoàn thành giai đoạn 1 của dự án Chlor-alkali-vinyl (CAV) trong Q3/24 sẽ trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính, đóng góp 25% doanh thu hàng năm và đưa nhà máy của DGC đứng số 1 về công suất thương mại tại Việt Nam.

**Hình 1: Tăng trưởng LN của các DN hóa chất cơ bản niêm yết**



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

#### Chuyên viên phân tích:



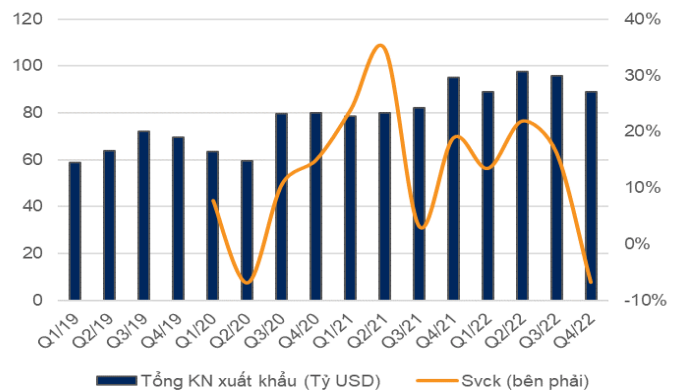
**Nguyễn Đức Hào**

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

## Tổng quan ngành hóa chất 2022

### Kim ngạch (KN) xuất khẩu Việt Nam 2022

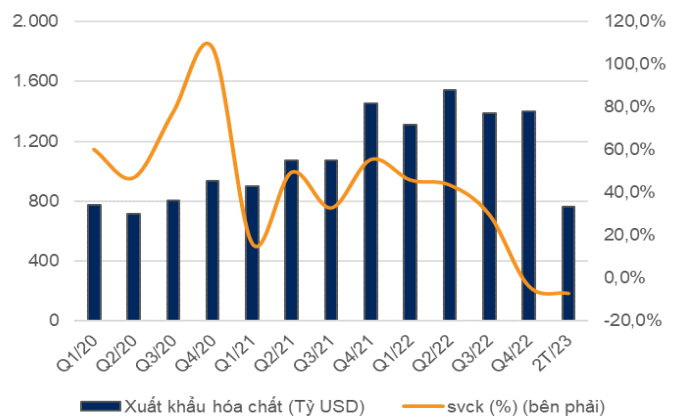
Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam năm 2022 ghi nhận kết quả tích cực, đạt 371,5 tỷ USD (+10,6% svck) nhờ đóng góp lớn từ các ngành xuất khẩu chủ lực như dệt may, gỗ và sản phẩm gỗ, giày dép. Tổng giá trị xuất khẩu 3 ngành đạt 62,2 tỷ USD năm 2022 (+6,01% svck) nhờ nhu cầu bị dồn nén tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ, EU giai đoạn sau Covid-19.



Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

### KN xuất khẩu hóa chất cơ bản 2022

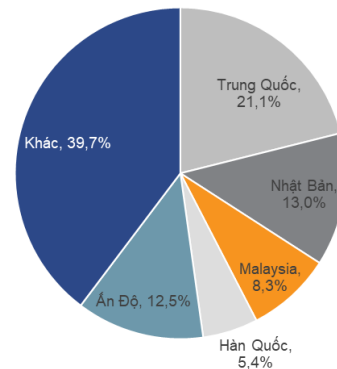
Giá trị xuất khẩu hóa chất cơ bản của Việt Nam (phốt pho vàng, phân bón DAP và MAP,..) tăng 25,3% svck năm 2022 lên 5,6 tỷ USD. Tuy nhiên, đà tăng trưởng bắt đầu chậm lại kể từ Q3/22 (+29,5% svck trong Q3/22; +25,3% svck trong Q4/22) do nhu cầu toàn cầu suy yếu và giá bán giảm.



Nguồn: Bộ Công thương, VNDIRECT RESEARCH

### Xuất khẩu hóa chất theo thị trường

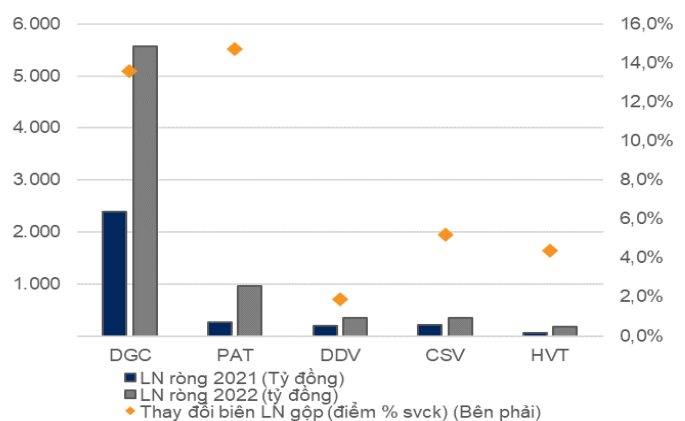
Theo Tổng cục Hải quan Việt Nam (TCHQ), Trung Quốc là nhà nhập khẩu hóa chất lớn nhất của Việt Nam vào năm 2022 với giá trị nhập khẩu là 1,18 tỷ USD (+21,0% svck) do sự thiếu hụt nguồn cung tại Trung Quốc. Năm 2022, xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và Ấn Độ đạt 0,73 tỷ USD và 0,7 tỷ USD, lần lượt giảm 13,0% svck và tăng 12,5% svck.



Nguồn: TCHQ, VNDIRECT RESEARCH

### Kết quả kinh doanh DN hóa chất 2022

Mặc dù tăng trưởng LN ròng của ngành chậm lại trong Q4/22 (-19% svck) nhưng năm 2022 vẫn là một năm chói sáng đối với các doanh nghiệp hóa chất. LN ròng của các công ty hóa chất cơ bản niêm yết tăng 138% svck, trong đó PAT là điểm nhấn với tăng trưởng 276% svck. Biên LN gộp ngành tăng 11,3 điểm % nhờ nguồn cung khan hiếm và nhu cầu chất bán dẫn cao trong năm 2022.



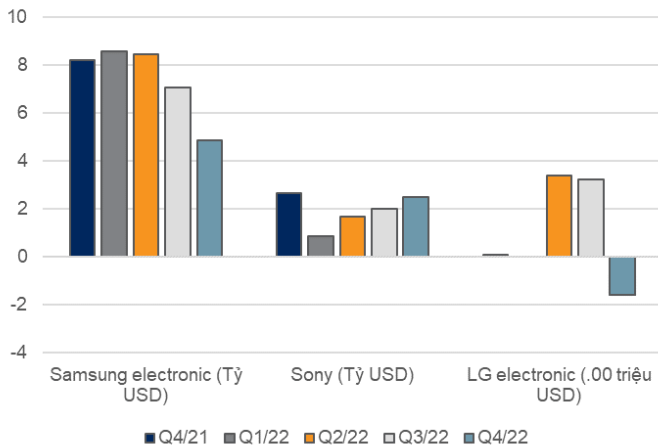
Nguồn: Fiiipro, VNDIRECT RESEARCH

## Triển vọng 2023: Ngày tháng ngày tươi đẹp đã qua

### Khởi đầu khó khăn

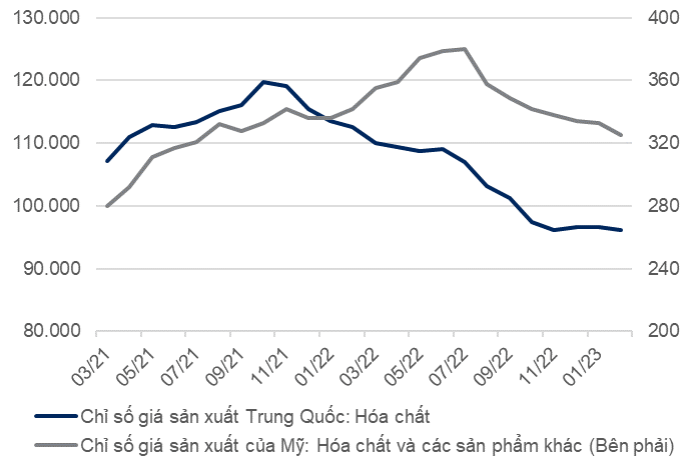
Sau năm 2022 đạt kết quả ấn tượng, xuất khẩu hóa chất có dấu hiệu chững lại trong 2,5T23. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu hóa chất cơ bản chỉ đạt 930 triệu USD trong 2,5 tháng đầu năm 2023, giảm 10,9% svck do nhu cầu toàn cầu suy yếu. Giá trị xuất khẩu hóa chất đứng thứ 12 trong tổng các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam trong 2,5M23. Chúng tôi cho rằng nhu cầu của các thị trường hóa chất xuất khẩu của Việt Nam như Trung Quốc và Hoa Kỳ sẽ giảm hơn nữa cho tới cuối năm 2023 do kỳ vọng lạm phát cao và rủi ro suy thoái kinh tế.

**Hình 2: Tăng trưởng LN ròng của các công ty điện tử lớn giảm tốc trong Q4/22**



Nguồn: Global data, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Chỉ số giá sản xuất hóa chất của Trung Quốc ghi nhận 96.100 vào T2/23, mức thấp nhất kể từ năm 2020**

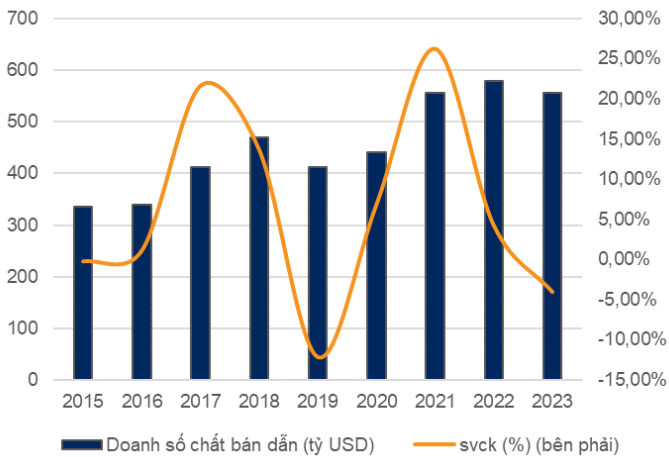


Nguồn: U.S. Bureau of Labor Statistics, Ceicdata, VNDIRECT RESEARCH

### Phốt pho vàng: nhu cầu toàn cầu suy yếu do sản xuất chất bán dẫn sụt giảm

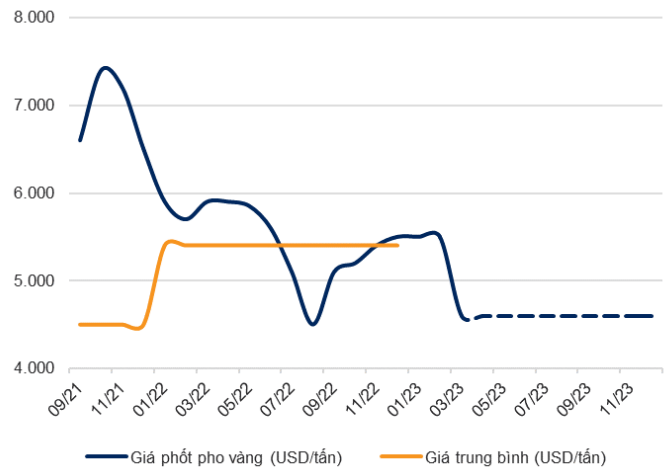
Suy thoái kinh tế dẫn đến nhu cầu đối với hàng điện tử và chất bán dẫn giảm vào năm 2023. World Semiconductor Trade Statistics dự báo thị trường chất bán dẫn toàn cầu sẽ giảm 4% vào năm 2023 xuống còn 557 tỷ USD, đây là lần giảm hàng năm đầu tiên kể từ năm 2019. Ngoài ra, nhà sản xuất chip Đài Loan TSMC - nhà sản xuất chip theo hợp đồng lớn nhất thế giới dự báo rằng doanh thu quý đầu tiên sẽ giảm 5% svck và họ sẽ cắt giảm đầu tư hàng năm do nhà cung cấp lớn của Apple Inc dự đoán nhu cầu sẽ giảm do nền kinh tế toàn cầu đang chậm lại. TSMC cho biết chi phí đầu tư TSCĐ của họ vào năm 2023 sẽ giảm xuống còn 32-36 tỷ USD từ 36,3 tỷ USD vào năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu về phốt pho vàng – nguyên liệu đầu vào để sản xuất chất bán dẫn sẽ giảm vào năm 2023. Chúng tôi dự báo giá phốt pho vàng sẽ đạt Mỹ 4.500-5.000 USD vào năm 2023 do nhu cầu yếu đối với chất bán dẫn. Do đó, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất phốt pho vàng như DGC, PAP, CSV, HVT bị ảnh hưởng do nhu cầu yếu.

**Hình 4: Doanh số bán dẫn toàn cầu dự kiến sẽ giảm 4% so với cùng kỳ năm 2023 (Đơn vị: tỷ USD)**



Nguồn: Global data, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho sẽ đạt 4.600 USD vào năm 2023 (USD/tấn)**

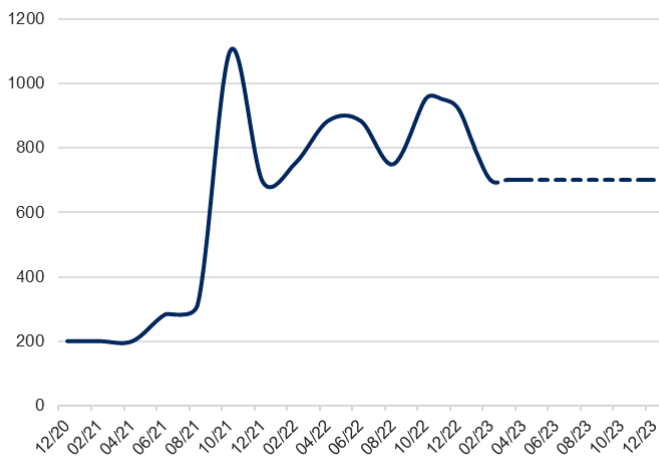


Nguồn: Businesses Analytic, VNDIRECT RESEARCH

**Xút: nhiều thách thức phía trước sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại**

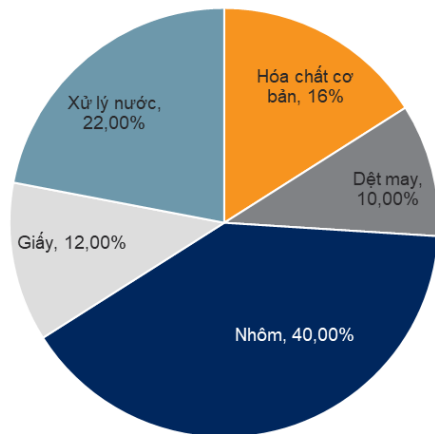
Giá xút trong nước phụ thuộc nhiều vào Trung Quốc do Trung Quốc xuất khẩu khoảng 40% nhu cầu xút của Việt Nam. Giá xút tại Trung Quốc giảm 27% kể từ ngày T12/22 do nhà máy sản xuất xút tại Trung Quốc quay trở lại hoạt động vào năm 2023 và nhu cầu tiêu thụ nhôu yếu. Hơn nữa, Trung Quốc mở cửa trở lại nền kinh tế sẽ cải thiện nguồn cung xút tại Việt Nam. Do đó, chúng tôi dự báo giá xút sẽ đạt khoảng 700-800 USD/tấn vào năm 2023 (-15% svck). Do hợp đồng giá thường được ký trước 3 tháng nên chúng tôi cho rằng LN ròng của các công ty xút như CSV, HVT trong 6T23 sẽ sụt giảm so với nửa cuối 2022.

**Hình 6: Chúng tôi dự báo xút sẽ đạt 800 USD/tấn vào năm 2023 (Đơn vị: USD/tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 7: Cơ cấu tiêu thụ xút năm 2021**



Nguồn: Tổng cục thống kê TQ, VNDIRECT RESEARCH

**Khả năng chi phí điện sẽ cao hơn trong năm 2023**

Chi phí điện năng chiếm 20-30% tổng chi phí sản xuất các loại hóa chất cơ bản. Chúng tôi nhận thấy ngành điện Việt Nam sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện nhanh chóng trong giai đoạn 2022-30 sau mức tăng trưởng GDP dự

kiến sẽ cao trong giai đoạn này. Theo kịch bản phụ tải cao trong dự thảo PDP8, nhu cầu điện sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép cao dự báo là 9,2% trong năm 2023-30. Do đó, chúng tôi cho rằng biên LN gộp của các doanh nghiệp hóa chất sẽ giảm trong năm 2023 do 1) chi phí điện tăng và 2) giá bán trung bình thấp hơn. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng Biên LN gộp của các DN hóa chất cơ bản sẽ giảm 4-6 điểm % svck trong năm 2023.

### Ý tưởng đầu tư: cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là DGC

**DGC** – nhà sản xuất phốt pho và các sản phẩm từ phốt pho hàng đầu Việt Nam, DGC đạt 3.112 tỷ đồng doanh thu thuần (-10% svck và -15,8% so với quý trước) trong Q4/22. Biên LN gộp của DGC đã giảm 4,4 điểm % svck trong Q4/22 do 1) giá bán trung bình thấp hơn và 2) chi phí đầu vào cao hơn như lưu huỳnh, than cốc, phốt phát. Do đó, LN ròng của DGC trong Q4/22 giảm 21% svck, xuống còn 1.032 tỷ đồng. Đối với năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng của DGC sẽ giảm lần lượt 24,4% và 35,1% so với cùng kỳ do nhu cầu phân bón và chất bán dẫn yếu trong năm 2023.

Chúng tôi vẫn thích DGC vì:

- DGC là nhà xuất khẩu phốt pho vàng lớn nhất châu Á - nguyên liệu thiết yếu cho ngành sản xuất chất bán dẫn và ngành thực phẩm, đồ uống.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DGC sẽ tăng trở lại trong năm 2024 (+13,7% svck) nhờ nhu cầu phục hồi đối với các mặt hàng điện tử và đóng góp từ mảng chlor-alkali-vinyl.
- Giai đoạn 1 của dự án Chlor-alkali-vinyl (CAV) hoàn thành vào Q3/24 sẽ đóng góp 25% doanh thu hàng năm và đưa nhà máy của DGC trở thành nhà máy sản xuất xút số 1 về công suất thương mại tại Việt Nam.
- Hiện tại, DGC được giao dịch ở mức P/E 2023 là 5,4 lần, thấp hơn 27% so với mức trung bình 1 năm là 7,0 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này tương đối hấp dẫn đối với nhà sản xuất phốt pho và các sản phẩm từ phốt pho hàng đầu và đang có kế hoạch mở rộng sản phẩm mới trong ngắn hạn.

Hình 8: So sánh các DN hóa chất trong ngành

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
					Triệu USD	Trượt	2023	Hiện tại		2023	CAGR	2022	2023
CTCP Hóa chất Đức Giang	DGC VN	Khả quan	72.200	472,6	3,5	5,4	1,9	1,7	116,0	67,4	30,5	51,2	25,3
CTCP Hóa chất Việt Trì	HVT VN	na	na	22,0	3,1	na	1,3	na	88,6	50,1	na	29,7	na
CTCP Hóa Chất Miền Nam	CSV VN	na	na	38,0	3,5	na	0,9	na	22,6	26,9	na	21,6	na
DAP Vinachem	DDV VN	na	na	43,0	3,5	na	0,7	na	na	21,3	na	16,3	na
<b>Trung bình</b>					<b>4,3</b>	<b>5,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>75,8</b>	<b>41,4</b>	<b>30,5</b>	<b>29,7</b>	<b>25,3</b>
<b>Trung vị</b>					<b>3,5</b>	<b>5,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>88,6</b>	<b>38,5</b>	<b>30,5</b>	<b>25,7</b>	<b>25,3</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 28/03/23)

### Rủi ro đầu tư

Lạm phát kéo dài hơn dự kiến tại thị trường Mỹ sẽ làm giảm nhu cầu mua sắm đối với các sản phẩm không thiết yếu. Ngoài ra, chi phí điện cao hơn dự kiến sẽ làm giảm biên LN gộp các công ty hóa chất cơ bản vào năm 202

**CTCP Hóa chất Đức Giang - DGC**

**Khả quan**

**Định giá hấp dẫn dù KQKD không thuận lợi**

Giá mục tiêu (12M)

Vật liệu cơ bản | CẬP NHẬT

VND72.200

Mua: 5 Giữ:1 Bán: 0

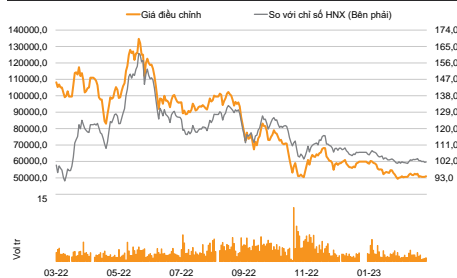
Giá mục tiêu / Consensus: +2,3%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Giảm EPS 2023 15,1%

Previous rating	
Previous TP	79.200VND
Giá thị trường	51.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	134.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	49.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	83.090
Thị giá vốn (tỷ VND)	19.217
Free float	47%
Tỷ suất cổ tức	2,11%
P/E trượt (x)	3,5
P/B hiện tại (x)	1,9

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Đào Hữu Huyền	18,6%
Ngô Thị Ngọc Lan	6,4%
Đào Hữu Kha	6,0%
Khác	69,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Đức Hào**

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

- DGC ghi nhận DT đạt 14.445 tỷ đồng (+51,2% svck) và LN ròng đạt 5.566 tỷ đồng (-133,0% svck), hoàn thành 95% và 98% dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 15,1% dự phóng LN ròng năm 2023 do nhu cầu yếu hơn trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy thoái.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 72.200đ/cp.

**LN ròng Q4/22 tiếp tục giảm sau khi đạt đỉnh vào Q2**

DT DGC Q4/22 giảm 9,9% svck xuống còn 3.112 tỷ đồng do nhu cầu yếu hơn trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy thoái. Trong khi đó biên LN gộp của DGC đã giảm 4,4 điểm % svck trong Q4/22 do 1) giá bán trung bình thấp hơn và 2) chi phí đầu vào cao hơn như lưu huỳnh, than cốc, phốt pho. Do đó, LN ròng của DGC trong Q4/22 giảm 21% svck, xuống 1.032 tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ Q3/21. Cả năm 2022, DGC ghi nhận doanh thu 14.445 tỷ đồng (+51,2% svck) và LN ròng 5.566 tỷ đồng (+133,0% svck), hoàn thành 95,5% và 98% dự phóng của chúng tôi.

**Nhiều thách thức phía trước**

Suy thoái kinh tế dẫn đến nhu cầu đối với hàng điện tử và chất bán dẫn giảm vào năm 2023. World Semiconductor Trade Statistics dự báo thị trường chất bán dẫn toàn cầu sẽ giảm 4% vào năm 2023 xuống còn 557 tỷ USD, đây là lần giảm hàng năm đầu tiên kể từ năm 2019. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu phốt pho vàng – nguyên liệu đầu vào để sản xuất chất bán dẫn sẽ giảm trong năm 2023. Chúng tôi dự báo sản lượng phốt pho vàng bán ra của DGC sẽ giảm 25,9% svck, xuống 40.000 tấn vào năm 2023. Ngoài ra, theo kịch bản phụ tải cao của dự thảo PDP8, nhu cầu điện sẽ tăng với tốc độ CAGR dự báo cao là 9,2% trong năm 2023-30. Do đó, chúng tôi cho rằng biên LN gộp của DGC sẽ giảm trong năm 2023 do 1) giá điện tăng và 2) giá bán bình quân giảm. Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của DGC sẽ giảm 6,9% điểm svck năm 2023.

**Thay đổi dự phóng**

Chúng tôi giảm DT phốt pho và dẫn xuất trong năm 2023 xuống 20,6% so với dự phóng trước đó do nhu cầu yếu hơn từ lĩnh vực điện tử. Chúng tôi giảm doanh thu phân bón và chất phụ gia nông nghiệp xuống 19,6% trong năm 2023 so với dự báo trước đó chủ yếu do nhu cầu yếu ở thị trường nội địa. Chúng tôi giảm biên LN gộp của DGC 1,9 điểm % do 1) chi phí điện tăng 10% svck và 2) giá bán trung bình của phốt pho vàng giảm 10,5% svck. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 15,1% dự báo LN ròng năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DGC sẽ tăng trở lại trong năm 2024 (+13,7% svck) nhờ nhu cầu phục hồi đối với các mặt hàng điện tử và đóng góp từ mảng chlor-alkali-vinyl.

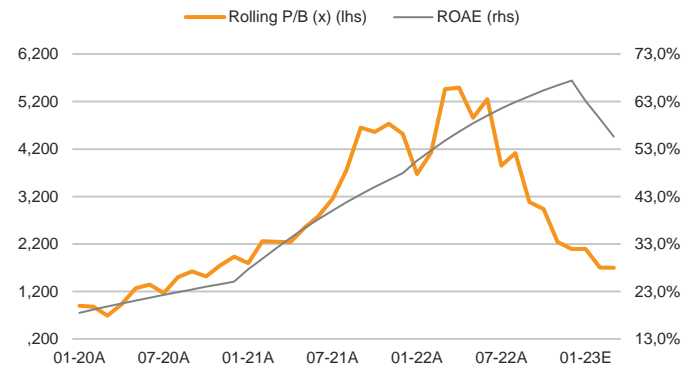
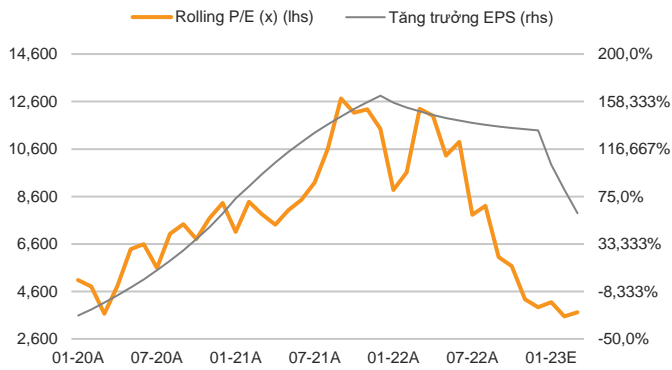
**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn, 72.200đ/cp**

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 8,7% sau khi giảm EPS năm 2023 tương ứng là 15,1%. Định giá của chúng tôi dựa trên P/E mục tiêu là 7,0 lần – thấp hơn 12,5% so với P/E mục tiêu trước đó do triển vọng yếu hơn vào năm 2023. Giá cổ phiếu sụt giảm gần đây đã kéo P/E năm 2023 của DGC chỉ còn 5,4 lần, thấp hơn 27% so với mức trung bình 1 năm là 7,0 lần. Chúng tôi tin rằng mức định giá này tương đối hấp dẫn đối với một quốc gia sản xuất phốt pho hàng đầu và được hưởng lợi khi lãi suất tăng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	9.551	14.445	10.925	11.465
Tăng trưởng DT thuần	53,1%	51,2%	(24,4%)	4,9%
Biên lợi nhuận gộp	33,3%	46,7%	39,8%	45,0%
Biên EBITDA	25,5%	42,9%	36,1%	37,8%
LN ròng (tỷ)	2.389	5.566	3.610	4.105
Tăng trưởng LN ròng	163,5%	133,0%	(35,1%)	13,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	165,2%	140,1%	(35,1%)	13,7%
EPS cơ bản	6.436	14.994	9.725	11.059
EPS điều chỉnh	6.249	14.601	9.387	10.675
BVPS	16.306	28.155	35.680	42.689
ROAE	48,0%	67,4%	30,5%	28,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	14.445	10.925	11.465
Giá vốn hàng bán	(7.694)	(6.579)	(6.303)
Chi phí quản lý DN	(152)	(87)	(92)
Chi phí bán hàng	(600)	(492)	(516)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>5.999</b>	<b>3.767</b>	<b>4.554</b>
EBITDA thuần	5.797	3.555	4.168
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>202</b>	<b>212</b>	<b>386</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>5.999</b>	<b>3.767</b>	<b>4.554</b>
Thu nhập lãi	533	427	213
Chi phí tài chính	(150)	(80)	(88)
Thu nhập ròng khác	(6)	22	23
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.376</b>	<b>4.135</b>	<b>4.702</b>
Thuế	(339)	(219)	(249)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(472)	(306)	(348)
<b>LN ròng</b>	<b>5.566</b>	<b>3.610</b>	<b>4.105</b>
Thu nhập trên vốn	5.566	3.610	4.105
Cổ tức phổ thông	(411)	(2.278)	(1.139)
<b>LN giữ lại</b>	<b>5.155</b>	<b>1.332</b>	<b>2.966</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	1.535	958	611
Đầu tư ngắn hạn	7.471	8.667	10.400
Các khoản phải thu ngắn hạn	919	1.198	1.383
Hàng tồn kho	1.000	1.100	1.210
Các tài sản ngắn hạn khác	60	129	136
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.985</b>	<b>12.053</b>	<b>13.741</b>
Tài sản cố định	2.015	1.740	3.670
Tổng đầu tư	29	0	0
Tài sản dài hạn khác	376	1.367	483
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.405</b>	<b>15.159</b>	<b>17.894</b>
Vay & nợ ngắn hạn	468	655	688
Phải trả người bán	326	219	210
Nợ ngắn hạn khác	1.778	650	657
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.571</b>	<b>1.524</b>	<b>1.555</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	3.798	3.798	3.798
LN giữ lại	5.084	8.117	10.666
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.451</b>	<b>13.244</b>	<b>15.846</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	382	391	492
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.405</b>	<b>15.159</b>	<b>17.894</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.376</b>	<b>4.135</b>	<b>4.702</b>
Khấu hao	212	386	556
Thuế đã nộp	(339)	(219)	(249)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(192)</b>	<b>(879)</b>	<b>(226)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>6.058</b>	<b>3.423</b>	<b>4.783</b>
Đầu tư TSCĐ	157	(885)	(2.285)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	5	5	5
Các khoản khác	128	427	213
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(3.802)	(3.030)	(3.923)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(3.513)</b>	<b>(3.484)</b>	<b>(5.991)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	85	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(371)	511	306
Đồng tiền từ HĐTC khác	(436)	1.251	1.694
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(411)	(2.278)	(1.139)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.133)</b>	<b>(516)</b>	<b>861</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	124	1.535	958
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>1.412</b>	<b>(577)</b>	<b>(347)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.535	958	611

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	38,5%	33,0%	35,8%
Vòng quay TS	1,33	0,76	0,69
ROAA	51,2%	25,3%	24,8%
Đòn bẩy tài chính	1,32	1,21	1,14
ROAE	67,4%	30,5%	28,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	13,0	36,0	40,1
Số ngày nắm giữ HTK	47,4	61,0	70,3
Số ngày phải trả tiền bán	15,5	12,2	12,2
Vòng quay TSCĐ	6,94	5,82	4,24
ROIC	49,2%	25,3%	24,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	4,3	7,9	8,8
Khả năng thanh toán nhanh	3,9	7,2	8,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	3,5	6,3	7,1
Vòng quay tiền	45,0	84,8	98,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	51,2%	(24,4%)	4,9%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	136,0%	(37,2%)	20,9%
Tăng trưởng LN ròng	133,0%	(35,1%)	13,7%
Tăng trưởng EPS	133,0%	(35,1%)	13,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: [hao.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:hao.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>