

CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND50.400

Giá mục tiêu

VND79.200

Tỷ suất cổ tức

5,8%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Vật liệu cơ bản

Ngày 28/11/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Trung lập**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:3 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -19,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng EPS 2022/23 2,7%/7,4%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	134.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51.100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	287.197
Thị giá vốn (tỷ VND)	19.407
Free float (%)	47
P/E trượt (x)	3,7
P/B hiện tại (x)	1,9

Cơ cấu sở hữu

Đào Hữu Huyền	18,5%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8,9%
Ngô Thị Ngọc Lan	68%
Khác	65,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lợi nhuận ròng tốt hơn kỳ vọng

- Chúng tôi cho rằng DGC là cổ phiếu nổi bật nhờ lượng tiền mặt cao giúp doanh nghiệp hưởng lợi từ lãi suất và tỷ giá USD/VND tăng cao.
- Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 79.200đ/cp do thay đổi dự án Xút-Clo nhưng việc giá cổ phiếu giảm đã nâng khuyến nghị từ Trung lập lên Khả quan.

Giữ vững đà tăng trưởng trong Q3/22

DGC công bố KQKD Q3/22 khả quan với doanh thu (DT) thuần đạt 3.696 tỷ đồng (+76% svck) nhờ: (1) giá bán bình quân tăng 50% svck, (2) doanh thu phân bón và phụ gia tăng 52% svck. Biên LN gộp trong Q3/22 tăng lên 44,5% (+24,1 điểm % svck) chủ yếu nhờ giá bán trung bình cao hơn và công nghệ mới giúp tiết kiệm chi phí. Trong Q3/22, LN ròng của DGC tăng 195,8% svck, nâng tốc độ tăng trưởng của LN ròng trong 9T22 lên 318,4% svck và đạt 4.535 tỷ đồng, phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Hưởng lợi từ sự thiếu hụt nguồn cung từ Trung Quốc

Vân Nam - một trong 4 trung tâm sản xuất photpho vàng lớn nhất ở Trung Quốc đã thực hiện "Kế hoạch quản lý hiệu quả năng lượng từ ngày 22/09/22 đến 23/05/23", dẫn đến hiệu suất hoạt động của các DN photpho ở Vân Nam xuống còn 41% vào T10/22 từ 69% vào T9/22. Chúng tôi kỳ vọng giá photpho sẽ duy trì ở mức 4.600-5.300USD/tấn cho đến T6/23 trước khi giảm dần trong nửa cuối năm 2023 do 1) Trung Quốc tạm dừng chính sách hạn chế sản xuất photpho và 2) giá than cốc đầu vào giảm. Do đó, chúng tôi tăng LN ròng của DGC trong 2022/23 lần lượt 2,7%/7,4% so với dự phóng cũ, với động lực từ việc giá bán trung bình photpho tăng lần lượt 6,1% và 4,8%.

DGC hưởng lợi từ lãi suất huy động cao hơn và tỷ giá USD/VND tăng

DGC là doanh nghiệp xuất khẩu ròng với 80% DT bằng USD trong khi chỉ 40% giá vốn hàng bán bằng USD và DGC không có nợ vay bằng ngoại tệ. Do đó, chúng tôi đánh giá DGC không có rủi ro hoặc thậm chí có lợi thế khi tỷ giá USD/VND tăng cao. Ngoài ra, với tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu thấp (16%) và tiền mặt ròng/cổ phiếu là 17.703 đồng/cp tại Q3/22, DGC có thể được hưởng mức tăng lãi suất tiền gửi hiện tại.

Thay đổi kế hoạch dự án Xút-Clo

DGC sẽ cắt giảm sản lượng trong GĐ1 của dự án Xút - Clo Nghi Sơn từ 150.000 tấn/năm vào đầu năm 2025 xuống còn 50.000 tấn/năm trong Q3/24 nhằm tập trung đầu tư cho dự án bột xít - nhôm. Do đó, chúng tôi giảm dự phóng LN ròng năm 2025/26 từ dự án Xút-Clo lần lượt 30%/25% so với dự phóng cũ.

Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 79.200đ/cp

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng DCF xuống 21% sau khi giảm tăng trưởng EPS 2025-26 lần lượt 19,2% và 21,1% do sự thay đổi tiến độ của dự án Xút-Clo. Giá của DGC đã giảm mạnh trong thời gian vừa qua, kéo P/E 2023 xuống còn 4,6 lần, giảm 54% so với mức trung bình 3 năm. Chúng tôi cho rằng đây là mức giá hấp dẫn với 1 doanh nghiệp sản xuất photpho đầu ngành với gần như không chịu rủi ro nào khi lãi suất cao và biến động tỷ giá. Động lực tăng giá là sự thiếu hụt nguồn cung từ Trung Quốc kéo dài hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là chi phí đầu tư cao và rủi ro triển khai của dự án Xút-Clo sắp tới.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	9.567	15.119	13.461	13.592
Tăng trưởng DT thuần	53,4%	58,0%	(11,0%)	1,0%
Biên lợi nhuận gộp	33,4%	44,7%	37,9%	33,4%
Biên EBITDA	25,7%	40,5%	33,8%	27,4%
LN ròng (tỷ)	2.405	5.676	4.256	3.664
Tăng trưởng LN ròng	165,3%	136,0%	(25,0%)	(13,9%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	167,0%	136,0%	(25,0%)	(13,9%)
EPS cơ bản	6.480	15.291	11.465	9.870
EPS điều chỉnh	6.293	14.776	11.079	9.537
BVPS	16.306	28.321	36.382	42.912
ROAE	48,3%	68,5%	35,4%	24,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LỢI NHUẬN RÒNG 2023 TỐT HƠN KỲ VỌNG

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích DGC vì:

- DGC là doanh nghiệp có sản lượng xuất khẩu lớn nhất Châu Á về phốt pho vàng - vật liệu quan trọng trong công nghệ sản xuất chất bán dẫn và trong ngành F&B.
- Với lượng tiền mặt ròng cao (17.703 đồng/cp vào cuối Q3/22) và là doanh nghiệp xuất khẩu ròng (80% doanh thu tính bằng USD, trong khi chi phí nhập khẩu bằng USD chỉ chiếm 40% giá vốn hàng bán), DGC gần như không chịu sự bất lợi lớn nào trong môi trường lãi suất cao và tỉ giá USD/VND tăng.
- Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục củng cố vị thế và tăng trưởng LN ròng từ 2024 với dự án Xút-Clo. Giai đoạn 1 của dự án với sản lượng 50.000 tấn/năm dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q3/24 và đóng góp 15% vào DT hằng năm của DGC từ 2025.
- Giá cổ phiếu DGC đã giảm 33,2% từ T8/22 sau sự điều chỉnh của thị trường. Hiện tại, DGC được giao dịch ở mức P/E 2023 là 4,6 lần, thấp hơn 54% so với mức trung bình 3 năm. Chúng tôi cho rằng định giá đang tương đối hấp dẫn đối với một DN sản xuất phốt pho hàng đầu và không có rủi ro về biến động tỷ giá và lãi suất tăng cao.

Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 79.200/cp

Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2025-26 từ dự án Xút-Clo 30%/25% do DGC đang xem xét thay đổi kế hoạch dài hạn từ dự án Xút-Clo sang bauxite-nhôm. Do đó, chúng tôi giảm dự phóng DCF xuống 21,1%. Chúng tôi cũng giảm P/E mục tiêu năm 2023 xuống 7,0 lần từ mức 8,5 lần trước đó. Do đó, giá mục tiêu 1 năm được điều chỉnh xuống 79.200 đồng/cổ phiếu.

Tiềm năng tăng giá đến từ việc tăng giá phốt pho vàng có thể kéo dài đến năm 2023 do Trung Quốc có thể tiếp tục thắt chặt hạn chế sản xuất các sản phẩm gây ô nhiễm môi trường. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá bán phốt pho điều chỉnh mạnh hơn kỳ vọng. 2) giá điện đầu vào cao hơn và 3) rủi ro triển khai dự án Xút-Clo sắp tới.

Hình 1: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	79.866	50%	39.933
P/E	78.625	50%	39.313
Trung bình (đồng/cp)			79.246
Giá mục tiêu 2022 (Làm tròn)			79.200

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá theo phương pháp so sánh (P/E)

Phương pháp định giá	
Dự phóng LN ròng 2023 (Tỷ đồng)	4.256
Số cổ phiếu đang lưu hành 2022 (cp)	378.900.000
EPS 2023 (Đồng/cp)	11.232
P/E mục tiêu (lần)	7,0
Giá mục tiêu (Đồng/cp)	78.625

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	21.245
Giá trị hiện tại của giá trị doanh nghiệp năm cuối mô hình (tỷ đồng)	4.543
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	25.788
Nợ ròng (tỷ đồng)	4.481
Giá trị vốn (tỷ đồng)	30.269
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	379
Giá trị vốn/CP (đồng/cp)	79.866
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,5
WACC	16,17%
Chi phí vốn	20,50%
Tăng trưởng dài hạn	1,50%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh các công ty cùng ngành

				Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)			EV/EBITDA			ROE (%)		
Công ty	Mã	Khuyến nghị	Nội tệ	Triệu	Trượt	2022	2023	CAGR	Hiện tại	2022	2023	Trượt	2022	2023	Trượt	2022	2023	
				USD														
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141 CH	na	na	5.929	5,1	5,5	5,1	161,8	1,8	1,4	1,3	6,2	4,7	4,8	48,9	32,6	27,5	
Yunnan Yuntianhua Co Ltd	600096 CH	na	na	8.392	6,4	6,2	6,2	507,2	2,5	1,8	1,6	na	5,8	6,2	47,6	41,0	28,4	
Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	000422 CH	na	na	2.971	7,8	5,9	4,8	634,9	2,8	1,7	1,5	na	4,7	4,4	60,0	55,5	37,1	
Hongda Xingye Co Ltd	002002 CH	na	na	2.266	na	na	na	15,0	na	na	na	na	na	na	(1,0)	na	na	
Anhui Sierte Fertilizer Industry Ltd Co	002538 CH	na	na	894	12,7	11,4	11,0	33,4	1,3	1,2	1,2	8,7	6,1	5,9	10,9	11,6	11,2	
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	na	na	768	12,9	8,9	7,0	104,1	na	na	na	na	na	na	24,7	na	na	
China General Plastics Corp	1305 TT	na	na	3.073	10,9	19,3	4,9	42,0	1,4	1,1	1,0	15,9	10,4	5,1	14,2	7,0	22,5	
CTCP Đạm Phú Mỹ	DPM VN	na	na	243	41,8	na	14,2	152,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	1,1	51,6	40,1	23,5	
CTCP Đạm Cà Mau	DCM VN	na	na	263	3,5	3,4	4,3	80,0	1,4	1,3	1,2	1,0	1,2	1,8	49,8	41,5	22,9	
Trung bình					9,3	8,6	7,2	214,0	1,9	1,4	1,2	10,3	6,4	4,2	29,3	29,5	24,7	
Trung vị					9,4	6,2	0,0	104,1	1,8	1,4	1,2	8,7	5,8	4,8	24,7	32,6	23,5	
CTCP Hóa Chất Đức Giang	DGC VN	Khả quan	79.200	591	3,4	3,5	4,6	141,2	1,9	1,8	1,6	2,0	2,5	2,3	73,8	68,5	35,4	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

KQKD Q3/22 duy trì tăng trưởng tốt
Hình 5: Tóm tắt KQKD Q3/22

Tỷ đồng	Q3/21	Q3/22	svck (%)	9T21	9T22	svck (%)	Hoàn thành (%) dự phóng	Chú thích
Doanh Thu	2.106	3.696	75,5%	6.094	11.333	86,0%	72,3%	
<i>Photpho và dẫn xuất</i>	<i>1.122</i>	<i>2.200</i>	<i>96,1%</i>	<i>3.238</i>	<i>7.557</i>	<i>133,4%</i>	<i>72,7%</i>	Giá phốt pho vàng trung bình đạt khoảng 5,700 USD/tấn (+50% svck) do 1) thiếu hụt quặng apatit của Trung Quốc - nguyên liệu đầu vào chính của các sản phẩm phốt pho, 2) xung đột Ukraine-Nga và 3) nhu cầu mạnh về điện tử và ngành pin Lithium. Doanh số bán phốt pho và dẫn xuất giảm 18,5% so với quý trước do DGC tiến hành bảo trì nhà máy photpho và giá bán trung bình thấp hơn.
<i>Phân bón phốt phát</i>	<i>984</i>	<i>1.496</i>	<i>52,0%</i>	<i>2.856</i>	<i>3.776</i>	<i>32,2%</i>	<i>72%</i>	Phân bón phốt phát tăng 52% svck trong Q3/22 chủ yếu do (1) Trung Quốc và Nga hạn chế xuất khẩu — các nguồn phân bón nhập khẩu chính của Việt Nam và Ấn Độ và (2) DGC đẩy mạnh xuất khẩu axit photphoric ướt (WPA).
LN gộp	640	1.646	157,2%	1.566	5.480	249,9%	78,7%	
Biên LN gộp	30,4%	44,5%	+14,1 điểm %	25,70%	48,35%	+22,7 điểm %		Biên LN gộp tăng 22,7 điểm % nhờ giá bán cao hơn và tiết kiệm chi phí từ mỏ quặng apatit đầu tiên của DGC, được bù đắp một phần bởi giá nguyên liệu đầu vào, lưu huỳnh, than luyện cốc và amoniac tăng.
Chi phí bán hàng	(123)	(145)	17,9%	(360)	(468)	30,0%	67,8%	
Chi phí QLDN	(30)	(34)	13,3%	(87)	(93)	6,9%	67,4%	Chi phí quản lý doanh nghiệp chỉ tăng 13,3% svck do DGC cắt giảm chi phí nhân công ở các mảng kinh doanh khác như bột giặt và axit photphoric nhiệt (TPA).
LN trước thuế	516	1.596	209,3%	1.180	5.181	339,1%	81,3%	
LN ròng	478	1.414	195,8%	1.084	4.535	318,4%	81,3%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

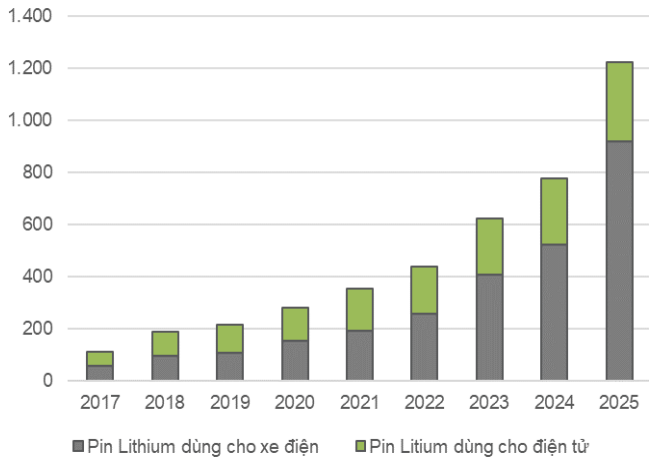
Triển vọng 2023-24: Hưởng lợi từ việc Trung Quốc hạn chế sản xuất photpho
Giá phốt pho vàng có thể bật tăng trở lại trong Q4/22 bởi lệnh hạn chế sản xuất của Trung Quốc

Kể từ T9/22, phốt pho vàng ở Trung Quốc đã bị kiểm soát bởi chính sách tiêu thụ năng lượng. Vân Nam - một trong 4 tỉnh sản xuất phốt pho vàng lớn nhất Trung Quốc đã triển khai "Kế hoạch quản lý sử dụng năng lượng hiệu quả từ T9/22 đến T5/23 cho lĩnh vực tiêu thụ năng lượng". Theo đó, các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng tại tỉnh Vân Nam sẽ giảm và ngừng sản xuất hoàn toàn. Tính đến T10/22, hiệu suất hoạt động của các doanh nghiệp phốt pho vàng ở Vân Nam đã giảm xuống còn khoảng 41%, giảm 28% so với giữa tháng 9. Trong khi sản lượng hàng ngày chỉ đạt 805 tấn (-41,8% so với giữa tháng 9). Nhờ đó, giá phốt pho trong T9/22 tăng 15,5% so với tháng trước, đạt 5.200 USD/tấn. Chúng tôi kỳ vọng giá phốt pho sẽ duy trì ở mức cao (4.600 USD-5.300 USD/tấn) cho đến nửa đầu năm 2023 trước khi chậm lại trong nửa cuối năm 2023 do 1) nhu cầu suy yếu từ lĩnh vực điện tử và 2) giá than cốc đầu vào giảm. Do đó, chúng tôi tăng giá bán trung bình của phốt pho lên 6,1%/4,8% trong năm 2022/23 so với dự phóng trước đó.

Về rủi ro giảm giá, suy thoái kinh tế đang diễn ra ở các nước phát triển khiến nhu cầu với các mặt hàng điện tử giảm mạnh hơn dự kiến vào năm 2023. Nhiều nhà sản xuất chip và chất bán dẫn (Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ) đã lên kế hoạch giảm sản lượng do lo ngại tồn kho lớn và rủi ro cung vượt cầu trong 6T23. Chúng tôi cho rằng lạm phát cao và suy thoái kinh tế kéo dài có thể khiến giá phốt pho giảm mạnh hơn dự kiến trong năm 2023. Vì vậy, chúng tôi đưa ra dự phóng

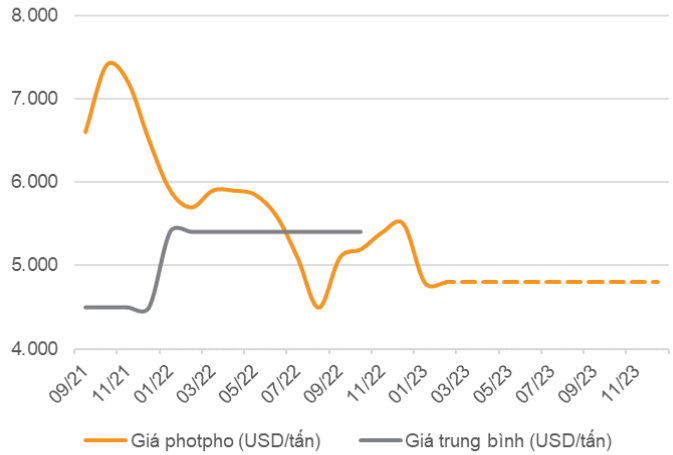
thận trọng về giá photpho trong năm 2023-2024, đạt 4.800 USD/tấn (-20,8%svck) và 3.900 USD/tấn (-18,7% svck).

Hình 6: Nhu cầu pin Lithium cho xe điện đạt tăng trưởng kép 10,2% trong 2017-25 (Đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: Global data, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng giá photpho sẽ đạt 4.800 USD vào năm 2023 (USD/tấn)

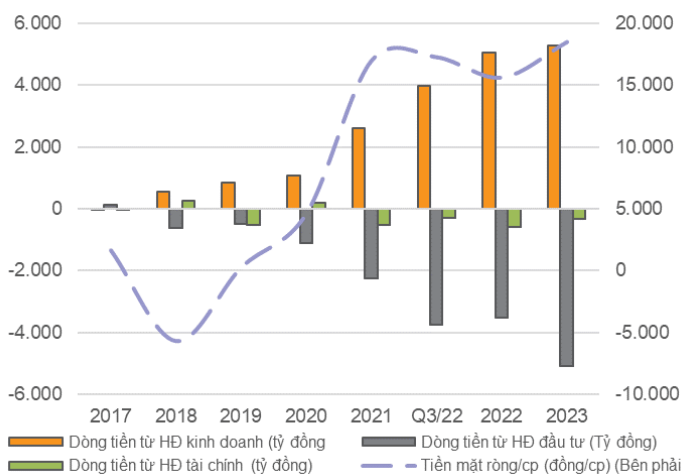


Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

DGC được hưởng lợi từ cả lãi suất tiền gửi và tỷ giá USD/VND cao hơn

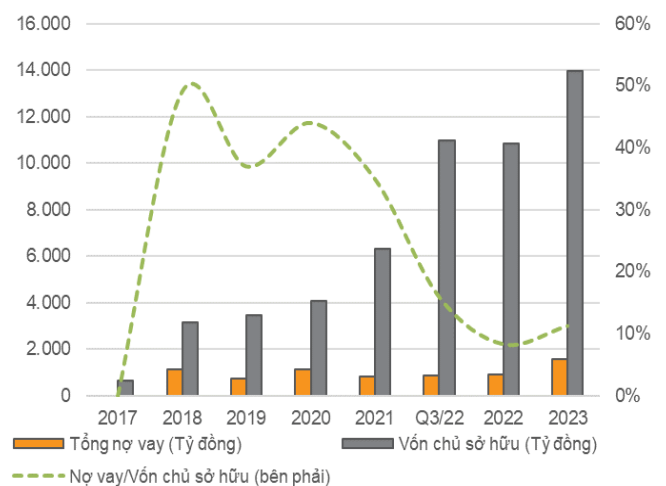
DGC là doanh nghiệp xuất khẩu ròng với 80% doanh thu bằng USD, trong khi chỉ 40% giá vốn hàng bán bằng USD và DGC hiện không có nợ vay ngoại tệ. Do đó, công ty không rủi ro tỷ giá hoặc thậm chí có lợi thế khi tỷ giá USD/VND tăng cao. Ngoài ra, với tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu thấp (16%) và tiền mặt ròng/cổ phiếu là 17.703 đồng/cổ phiếu vào cuối quý 3 năm 2022, DGC có thể sẽ được hưởng lợi từ lãi suất huy động tăng cao tại thời điểm hiện tại.

Hình 8: Dòng tiền từ HĐKD của DGC duy trì tích cực từ năm 2017



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: DGC duy trì tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu thấp (16% tại Q3/22)



Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Thay đổi kế hoạch dự án Xút-Clo

DGC đã giảm quy mô GD1 của dự án Xút - Clo từ 150.000 tấn/năm từ đầu năm 2025 xuống còn 50.000 tấn/năm từ Q3/24. Ngoài ra, DGC có thể bắt đầu xây dựng dự án bauxite-nhôm trước GD2 của dự án Xút-Clo để sản xuất nhựa PVC. Dự án bauxite có thể đi vào hoạt động sớm nhất là vào năm 2026. Chúng tôi

chưa đưa dự án vào dự phóng vì dự án vẫn chưa được phê duyệt. Chúng tôi kỳ vọng dự án Xút-Clo sẽ hoạt động 100% công suất trong 6 tháng cuối năm 2024 nhờ nhu cầu xút cao từ thị trường trong nước. Do đó, chúng tôi hạ dự phóng LN ròng giảm 2025-26 30%/25% so với dự phóng trước đó do DGC đang xem xét thay đổi kế hoạch dài hạn từ dự án Xút-Clo sang bauxite-nhôm.

Thay đổi dự phóng 2022-23

Chúng tôi thay đổi dự phóng về KQKD của DGC như sau:

- Chúng tôi tăng doanh thu phốt pho và dẫn xuất trong năm 2023 lên 5,5% so với dự phóng trước đó do giá bán cao hơn.
- Chúng tôi giảm doanh thu phân bón và phụ gia 6,3%/14,5% trong năm 2022/23 so với dự báo trước đó chủ yếu do nhu cầu yếu ở thị trường trong nước.
- Chúng tôi tăng GM trong năm 2022/23 0,3 điểm %/1,1 điểm % nhờ giá bán phốt pho cao hơn dự kiến và tiết kiệm chi phí từ mỏ quặng apatit thứ hai của DGC.
- Chúng tôi tăng doanh thu tài chính của DGC trong 2022-23 lên 40,2%/45,3% nhờ hưởng lợi từ tỷ giá USD/VN tăng.
- Chúng tôi dự báo DGC sẽ trả cổ tức bằng tiền 20% vào năm 2023, thấp hơn mức 30% vào năm 2022 do đầu tư vào dự án CAV trong 6 tháng cuối năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng giá phốt pho sẽ đạt mức cân bằng vào năm 2024, đạt 90 triệu đồng/tấn. Chúng tôi dự báo doanh thu của DGC năm 2024 tăng nhẹ 0,8% svck nhờ đóng góp từ doanh thu Xút-Clo.
- Chúng tôi dự báo LN ròng của DGC năm 2024 giảm 13,9% svck do giá bán trung bình phốt pho giảm.

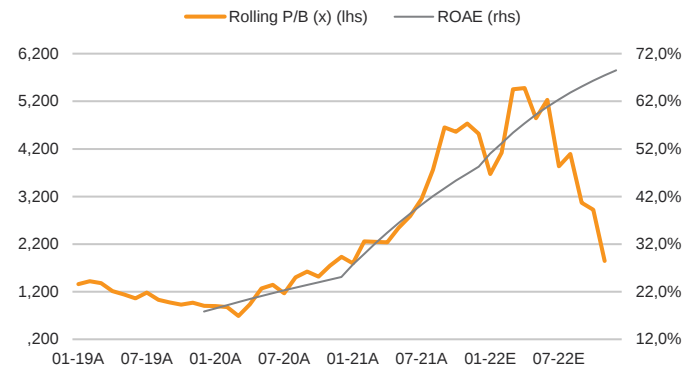
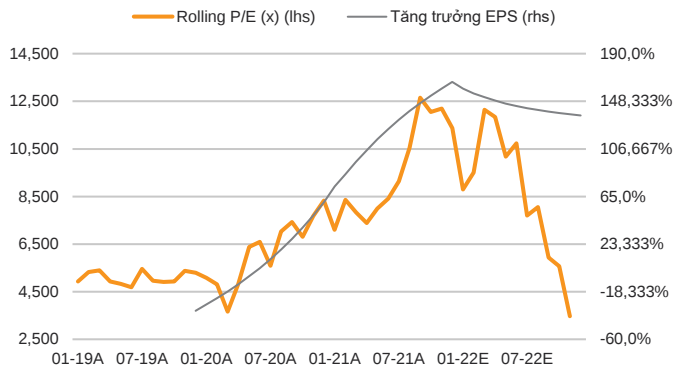
Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng năm 2022/23 thêm 2,7%/7,4%.

Hình 10: Dự phóng KDKQ 2022-24

	2021	2022				2023				2024
Tỷ đồng		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	svck (%)	Thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	svck (%)	Thay đổi	
Giá bán trung bình photpho (triệu VND/tấn)	84	132	140	66,7%	6,1%	105	110	-21,4%	4,8%	90
Doanh thu thuần	9.567	15.669	15.119	58,0%	-3,5%	13.633	13.461	-11,0%	-1,3%	13.592
Photpho và dẫn xuất	5.190	10.398	10.180	96,1%	-2,1%	8.302	8.760	-13,9%	5,5%	8.407
Phân bón phát	4.377	5.271	4.939	12,8%	-6,3%	5.497	4.701	-4,8%	-14,5%	4.185
Xút-Clo		-								1.000
LN gộp	3.198	6.964	6755	111,2%	-3,0%	5076	5098	-24,5%	0,4%	4.540
Biên LN gộp (%)	33,4%	44,4%	44,7%	11,3 điểm %	+0,3 điểm %	36,8%	37,9%	6,8 điểm %	+1,1 điểm %	-4,5 điểm %
Chi phí bán hàng	(503)	(783)	(680)	35,2%	-13,1%	(690)	(606)	-11,0%	-12,2%	(612)
Chi phí QLDN	(137)	(157)	(121)	-11,4%	-23,0%	(138)	(108)	-11,0%	-22,0%	(109)
LN trước thuế	2.654	6.138	6307	137,7%	2,7%	4.403	4729	-25,0%	7,4%	4.071
LN ròng	2.531	5.525	5.676	124,3%	2,7%	3.962	4.256	-25,0%	7,4%	3.664
EPS	6.822	14.892	15.299	124,3%	2,7%	10.679	11.471	-25,0%	7,4%	9.875

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.567	15.119	13.461
Giá vốn hàng bán	(6.369)	(8.364)	(8.363)
Chi phí quản lý DN	(137)	(121)	(108)
Chi phí bán hàng	(503)	(680)	(606)
LN hoạt động thuần	2.559	5.954	4.384
EBITDA thuần	2.345	5.752	4.173
Chi phí khấu hao	213	202	212
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.559	5.954	4.384
Thu nhập lãi	171	410	414
Chi phí tài chính	(68)	(87)	(96)
Thu nhập ròng khác	(7)	30	27
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.654	6.307	4.729
Thuế	(123)	(334)	(251)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(126)	(296)	(222)
LN ròng	2.405	5.676	4.256
Thu nhập trên vốn	2.405	5.676	4.256
Cổ tức phổ thông	(237)	(1.139)	(759)
LN giữ lại	2.169	4.537	3.496

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	124	369	240
Đầu tư ngắn hạn	3.632	6.124	5.818
Các khoản phải thu ngắn hạn	781	1.824	1.477
Hàng tồn kho	1.208	1.570	1.413
Các tài sản ngắn hạn khác	81	179	159
Tổng tài sản ngắn hạn	5.825	10.067	9.107
Tài sản cố định	2.145	2.173	6.777
Tổng đầu tư	0	0	51
Tài sản dài hạn khác	368	479	538
Tổng tài sản	8.339	12.719	16.474
Vay & nợ ngắn hạn	842	907	1.077
Phải trả người bán	505	167	167
Nợ ngắn hạn khác	659	716	756
Tổng nợ ngắn hạn	2.006	1.790	2.000
Vay & nợ dài hạn	0	0	500
Các khoản phải trả khác		67	0
Vốn điều lệ và	1.711	1.711	1.711
LN giữ lại	2.923	7.267	10.409
Vốn chủ sở hữu	6.053	10.513	13.505
Lợi ích cổ đông thiểu số	280	349	469
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.339	12.719	16.474

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	2.654	6.307	4.729
Khấu hao	202	212	386
Thuế đã nộp	(123)	(334)	(251)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLĐ	(192)	(1.063)	432
LC tiền thuần HKKD	2.541	5.121	5.297
Đầu tư TSCĐ	(217)	(328)	(5.178)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	49	410	414
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(2.039)	(3.615)	(331)
LC tiền từ HĐĐT	(2.207)	(3.533)	(5.095)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(301)	(148)	731
Dòng tiền từ HĐTC khác	(11)	8	(236)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(237)	(1.139)	(759)
LC tiền thuần HĐTC	(548)	(1.279)	(264)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	282	124	369
LC tiền thuần trong năm	(214)	309	(62)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	68	433	307

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	25,1%	37,5%	31,6%
Vòng quay TS	1,35	1,44	0,92
ROAA	33,8%	53,9%	29,2%
Đòn bẩy tài chính	1,43	1,27	1,22
ROAE	48,3%	68,5%	35,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	24,0	39,9	36,0
Số ngày nắm giữ HTK	69,2	68,5	61,7
Số ngày phải trả tiền bán	28,9	7,3	7,3
Vòng quay TSCĐ	4,39	7,00	3,01
ROIC	33,5%	48,2%	27,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,9	5,6	4,6
Khả năng thanh toán nhanh	2,3	4,7	3,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,9	3,6	3,0
Vòng quay tiền	64,3	101,2	90,3
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	53,4%	58,0%	(11,0%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	159,3%	132,7%	(26,4%)
Tăng trưởng LN ròng	165,3%	136,0%	(25,0%)
Tăng trưởng EPS	165,3%	136,0%	(25,0%)

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 - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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