

# TỔNG CÔNG TY PHÂN BÓN VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (DPM – HOSE)

“Qua đỉnh lợi nhuận”

## TRUNG LẬP

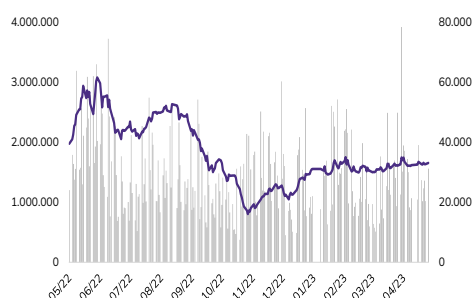
Trịnh Thu Trang

Email: [trang.trinhthu@abs.vn](mailto:trang.trinhthu@abs.vn)

### THÔNG TIN CƠ BẢN

|                       |               |
|-----------------------|---------------|
| Ngành                 | : Phân bón    |
| Ngày báo cáo          | : 25/05/2023  |
| Giá hiện tại (VND/CP) | : 31.200      |
| Giá mục tiêu (VND/CP) | : 33.600      |
| Tỷ lệ tăng (%)        | : 7,7%        |
| Vốn hóa (Tỷ VND)      | : 12.249      |
| SLCPLH (CP)           | : 391.334.260 |

### DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

| Chỉ tiêu             | 2021A  | 2022A  |
|----------------------|--------|--------|
| Tăng trưởng DTT (%)  | 64,8%  | 45,7%  |
| Tăng trưởng LNST (%) | 351,1% | 78,5%  |
| Biên LNG (%)         | 37,4%  | 42,1%  |
| Biên LNST (%)        | 24,8%  | 30,0%  |
| ROA (%)              | 22,8%  | 31,6%  |
| ROE (%)              | 29,6%  | 39,8%  |
| Nợ vay/VCSH (lần)    | 0,08   | 0,05   |
| EPS (VND/CP)         | 7.964  | 14.218 |
| BVPS (VND/CP)        | 27.219 | 35.588 |

### Luận điểm đầu tư

- Năm 2022, DPM ghi nhận kết quả kinh doanh kỷ lục do hưởng lợi từ việc giá Ure tăng phi mã. Doanh thu đạt 18.627 tỷ đồng, LNST đạt 5.565 tỷ đồng, lần lượt tăng 46% và 79% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi cho rằng KQKD của DPM đã đạt đỉnh trong năm 2022. **Triển vọng của DPM trong năm 2023 được dự báo kém khả quan do các yếu tố sau:**
  - ✓ Giá phân bón hạ nhiệt khi nguồn cung phục hồi.
  - ✓ Biên lợi nhuận gộp thu hẹp do tốc độ giảm của chi phí đầu vào thấp hơn giá bán phân bón.
  - ✓ Tuy nhiên, nhu cầu tiêu thụ phân bón nội địa được kỳ vọng cải thiện nhờ giá phân bón giảm.
- Về dài hạn, dư địa tăng trưởng của DPM đến từ những dự án sản xuất hóa chất còn nhiều tiềm năng phát triển cùng với các sản phẩm mang lại biên lợi nhuận cao hơn.
- Chúng tôi dự phóng LNST năm 2023 của DPM đạt 2.312 tỷ đồng (-58% svck) với EPS forward đạt 5.908 đ/cp và BVPS forward 2023 là 34.772 đ/cp tương ứng P/E và P/B forward đạt 4x & 1x lần. Giá mục tiêu là 33.600 đ/cp.
- Với triển vọng ngắn và dài hạn trái chiều & giá cổ phiếu đã dần tiệm cận giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra nên chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DPM.
- Rủi ro**
  - ✓ Giá nhiên liệu đầu vào (khí tự nhiên) tăng cao hơn mức dự báo đẩy chi phí sản xuất lên khiến lợi nhuận sụt giảm.
  - ✓ Lạm phát và suy thoái kinh tế toàn cầu tác động mạnh đến nhu cầu tiêu thụ phân bón.
- Cơ hội**
  - ✓ Nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước lớn giúp giá bán trung bình lớn hơn dự kiến.
  - ✓ Doanh nghiệp được hưởng lợi nếu đề xuất áp thuế GTGT 5% đối với phân bón được thông qua. Khi đó các nguyên liệu đầu vào cho sản xuất phân bón sẽ được khấu trừ, giảm giá thành sản xuất.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của DPM

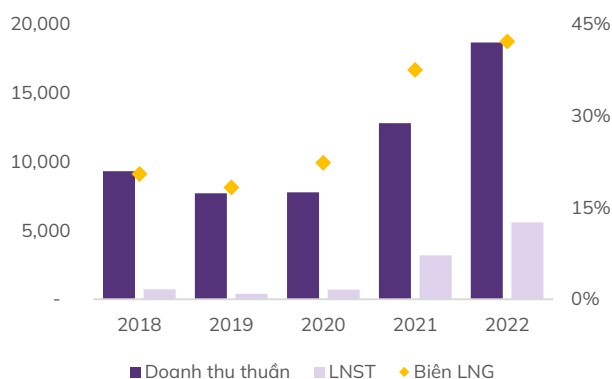
| Chỉ tiêu (tỷ đồng)              | 2020       | 2021         | 2022         | 2023F        |
|---------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                 | 7.762      | 12.786       | 18.627       | 13.275       |
| Tăng trưởng doanh thu thuần (%) | 1%         | 65%          | 46%          | -29%         |
| Lợi nhuận gộp                   | 1.730      | 4.786        | 7.838        | 3.477        |
| Biên lợi nhuận gộp (%)          | 22,3%      | 37,4%        | 42,1%        | 26,2%        |
| Doanh thu tài chính             | 172        | 161          | 323          | 417          |
| Chi phí tài chính               | -88        | -69          | -65          | -49          |
| Chi phí bán hàng                | -655       | -818         | -978         | -664         |
| Chi phí QLDN                    | -409       | -425         | -556         | -398         |
| Lợi nhuận từ HĐKD               | 749        | 3.634        | 6.563        | 2.783        |
| Lãi/Lỗ khác                     | 99         | 165          | 43           | 16           |
| Lợi nhuận trước thuế            | 848        | 3.799        | 6.606        | 2.799        |
| <b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>  | <b>691</b> | <b>3.117</b> | <b>5.565</b> | <b>2.312</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)  | 9%         | 24%          | 30%          | 17%          |
| EPS (đồng/cp)                   | 1.766      | 7.964        | 14.218       | 5.908        |

Nguồn: DPM, ABS Research

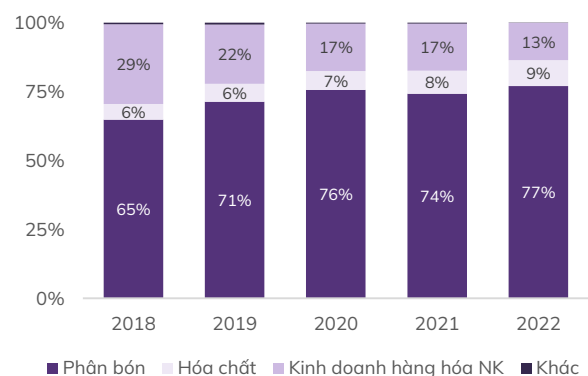
## Cập nhật doanh nghiệp

- Lũy kế cả năm 2022, lợi nhuận của DPM đạt kỷ lục.** Doanh nghiệp ghi nhận doanh thu thuần 18.627 tỷ đồng (+46% svck), lợi nhuận sau thuế 5.586 tỷ đồng (+79% svck). Với kết quả như trên, DPM đã hoàn thành 109% và 161% kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 37,4% năm 2021 lên 42,3% năm 2022. Doanh thu tài chính đạt 365 tỷ đồng, tăng mạnh +108% svck. Trong đó, lãi tiền gửi đạt 323 tỷ đồng (+101% svck), chiếm 89% doanh thu tài chính; lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện đạt 37 tỷ đồng (+348% svck). Chi phí tài chính tăng 14,2% lên 85 tỷ đồng, chủ yếu đến từ chi phí lãi vay (chiếm 70%).

Doanh thu – Lợi nhuận giai đoạn 2018 – 2022 (tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu của DPM giai đoạn 2018 – 2022

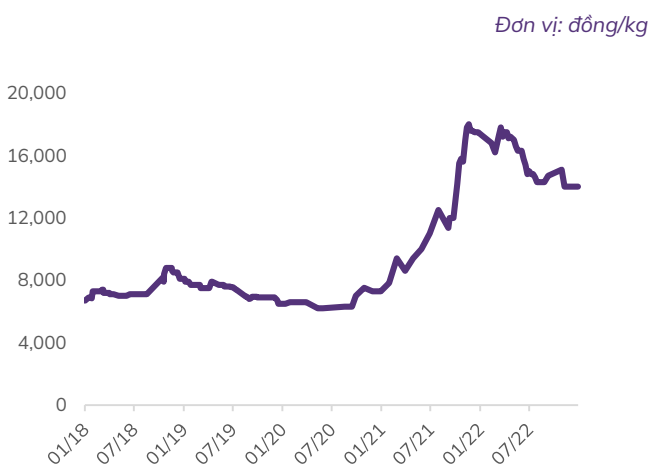


Nguồn: DPM, ABS Research

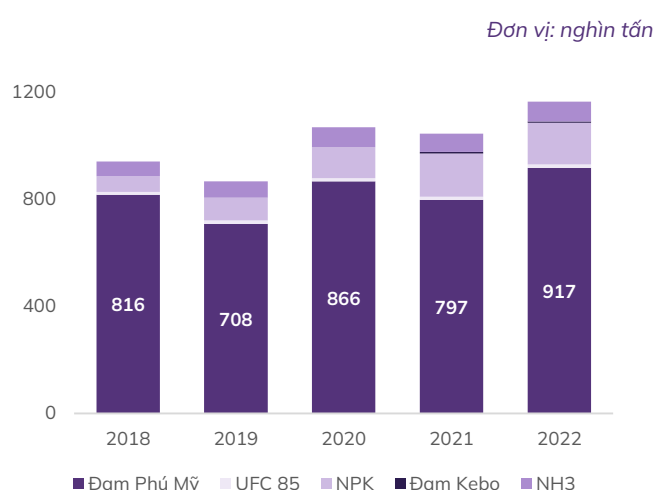
- Trong năm 2022, DPM hưởng lợi từ việc giá phân bón tăng phi mã do đứt gãy chuỗi cung ứng.**
  - Mảng Ure:** Tổng doanh thu từ phân bón sản xuất (bao gồm phân Ure và NPK) đạt 14.448 tỷ đồng (+50,9% svck). Trong đó, giá bán Ure trung bình đạt 15.638 đồng/kg (+47% svck), nguyên nhân đến từ sự sụt giảm cung phân bón từ Nga (thị trường xuất khẩu Ure lớn nhất thế giới 2021) và các chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón từ Trung Quốc (thị trường sản xuất Ure lớn nhất). Sản lượng tiêu thụ Ure đạt 791 nghìn tấn (+5,6% svck). Theo ban lãnh đạo, mặc dù sản lượng trong nước giảm nhưng doanh thu và lợi nhuận được bù đắp và tăng trưởng mạnh bởi thị trường xuất khẩu cùng giá bán cao. Doanh thu xuất khẩu đạt 3.348 tỷ đồng, tăng mạnh +277% so với năm 2021.

- **Mảng NPK:** Giá bán NPK trung bình cũng tăng mạnh theo xu hướng, đạt 15.204 đồng/kg (+55% svck), sản lượng kinh doanh đạt 129 nghìn tấn (-14,6% svck). Nguyên nhân sự sụt giảm sản lượng kinh doanh là do giá phân bón NPK tăng cao và cạnh tranh gay gắt trên thị trường.
- **Mảng phân bón tự doanh:** Doanh thu 2022 tăng +13,7% svck đạt 2.489 tỷ đồng. Giá bán trung bình đạt 11.909 đồng/kg (+31% svck), sản lượng giảm -13,3% svck xuống còn 209 nghìn tấn.
- **Mảng hóa chất:** Doanh thu kinh doanh hóa chất đạt 1.766 tỷ đồng, tăng +65,4% svck. Sản lượng tiêu thụ NH3 đạt hơn 71 nghìn tấn (+2,1% svck). Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ hưởng lợi từ việc giá khí tự nhiên năm 2022 tăng cao.

Giá phân Ure Phú Mỹ giai đoạn 2018 – 2022



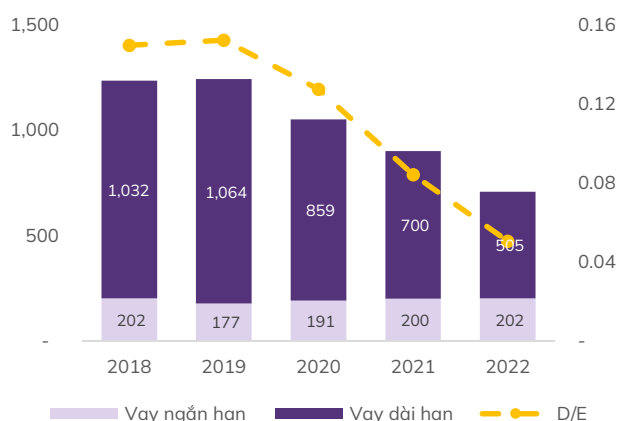
Sản lượng sản xuất các sản phẩm theo năm



Nguồn: DPM, ABS Research

- **KQKD Quý 1/2023 tiếp tục suy giảm sau khi đạt đỉnh vào cùng kỳ năm trước.** DPM ghi nhận doanh thu quý 1 chỉ đạt 3.265 tỷ đồng, giảm -44% so với mức nền cao trong Q1/2022, LNST giảm mạnh -88% svck xuống còn 260 tỷ đồng. Nguyên nhân tới từ việc giá bán và sản lượng kinh doanh mặt hàng phân bón quý 1/2023 giảm mạnh, đặc biệt giá bán Ure giảm -44% svck. Tốc độ giảm của chi phí đầu vào ít hơn đầu ra đã làm cho lợi nhuận gộp bị thu hẹp. Biên lợi nhuận trong Q1/2023 đạt 16%, giảm mạnh so với mức 48% của cùng kỳ năm trước.
- **DPM có sức khỏe tài chính tốt với lượng tiền mặt dồi dào.** Khoản tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của DPM tại thời điểm 31/03/2023 là 7.309 tỷ đồng, giảm -11% so với đầu năm và chiếm 46% tổng tài sản. Hệ số D/E trong Q1/2023 giảm xuống 0,04 từ mức 0,06 của Q1/2022, thấp hơn nhiều so với mức trung bình ngành là 0,3. Trong đó, nợ ngắn hạn là 232 tỷ đồng (-15,6%), nợ dài hạn là 405 tỷ đồng (-32,6%).

Quy mô nợ vay và D/E



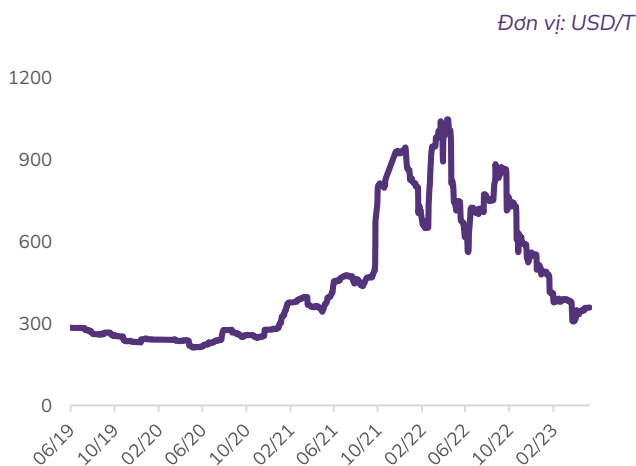
Nguồn: DPM, ABS Research

## Triển vọng kinh doanh

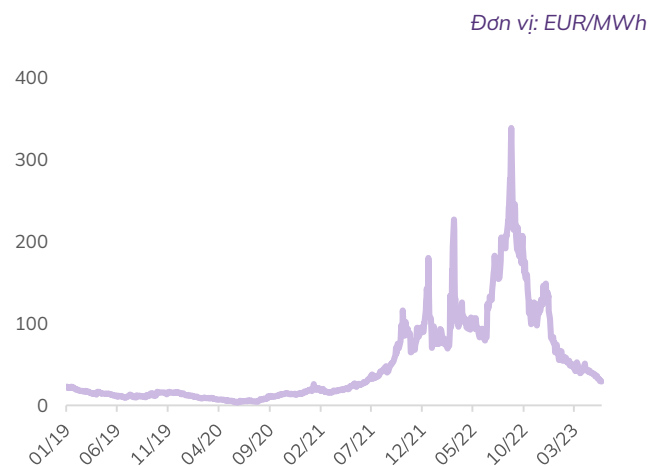
Chúng tôi dự báo triển vọng ngắn hạn của DPM trong năm 2023 sẽ kém khả quan do giá phân bón giảm mạnh khi nguồn cung được phục hồi. Tuy nhiên, việc sụt giảm của giá phân bón có khả năng sẽ giúp sản lượng tiêu thụ nội địa được khôi phục trong thời gian tới.

- Giá Ure thế giới trong tháng 5/2023 đang được giao dịch ở mức 350 USD/tấn, giảm sâu -66,7% so với đỉnh 1.050 USD/tấn vào tháng 4 năm ngoái. Giá Ure được dự báo tiếp tục hạ nhiệt do:
  - Trung Quốc là thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 thế giới, chiếm 12,9% sản lượng xuất khẩu phân bón toàn cầu năm 2021. Do đó, nguồn cung phân bón được dự báo sẽ gia tăng khi Trung Quốc đã mở cửa nền kinh tế sau thời gian dài thực thi những chính sách hạn chế xuất khẩu (dự kiến kéo dài đến hết tháng 6/2023).
  - Giá khí sụt giảm thúc đẩy sản xuất phân bón tại châu Âu. Hiện nay, giá khí tự nhiên tại châu Âu đã giảm -92% so với mức đỉnh vào tháng 8/2022 xuống còn 27,59 EUR/MWh. Giá khí giảm mạnh nhờ lượng khí đốt tự nhiên sẵn có ở châu Âu tăng lên trong bối cảnh thời tiết ôn hòa và việc nhập khẩu LNG dồi dào cho phép các nhà sản xuất mở rộng sản xuất và bổ sung dự trữ. Giá khí thiên nhiên tăng cao trong năm 2022 đã khiến nhiều doanh nghiệp ngành phân bón tại châu Âu phải cắt giảm sản lượng sản xuất. Tuy nhiên, với xu hướng điều chỉnh giá khí đầu vào, chúng tôi cho rằng hoạt động sản xuất phân bón tại thị trường châu Âu sẽ hồi phục, tạo áp lực giảm giá phân bón.
  - Ngoài ra, hàng tồn kho lương thực cao tại Brazil - một trong những nhà sản xuất nông nghiệp hàng đầu thế giới cũng góp phần làm giảm nhu cầu phân bón.

Giá phân bón thế giới



Giá khí thiên nhiên TTF tại châu Âu



Nguồn: Tradingeconomics, ABS Research

- Sản lượng tiêu thụ nội địa được kỳ vọng sẽ cải thiện khi giá phân bón hạ nhiệt.** Năm 2022, giá phân bón cao kỷ lục đã khiến nhiều hộ nông dân giảm diện tích gieo trồng, kéo theo giảm sản lượng tiêu thụ phân bón. Tuy nhiên, trong bối cảnh giá gạo tăng cao do Trung Quốc mở cửa cùng với việc Philippines gia tăng dự trữ, các doanh nghiệp xuất khẩu gạo Việt Nam sẽ tận dụng thời cơ nâng cao sản xuất. Tính đến hết quý 1/2023, Việt Nam xuất khẩu hơn 1,85 triệu tấn gạo, tăng +23,4% về lượng và tăng +34,3% về giá trị so với cùng kỳ năm ngoái, tình hình xuất khẩu gạo quý 2 của Việt Nam sẽ duy trì đà tăng trưởng tích cực theo dự báo của Hiệp hội lương thực Việt Nam (VFA). Theo đó, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ phân bón trong nước sẽ tăng lên so với năm trước. Mặc dù vậy, nhu cầu có thể bị ảnh hưởng do suy thoái kinh tế.
- Chi phí đầu vào giảm ít hơn giá bán khiến biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp.** Giá dầu và giá khí đều đang trên đà giảm. Theo dự báo của EIA, giá dầu Brent trong năm 2023 đạt 85,01 USD/thùng, giảm -16% so với trung bình năm 2022, giá khí tự nhiên ước tính giảm -7,7% theo World Bank. Tuy nhiên, giá bán bình quân phân Ure thế giới được dự báo ở mức 450 USD/T, giảm tới -29% so với năm 2022.

Về triển vọng dài hạn, DPM vẫn còn dư địa phát triển nhờ vào các dự án phân bón và hóa chất giai đoạn 2023 – 2030:

- DPM hiện là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng Ure với 46% thị phần, tuy nhiên, thị phần mảng NPK còn khiêm tốn ở mức 19%. Nhà máy NPK của DPM mới chỉ hoạt động 62% công suất trong năm 2022. Theo đó, chúng tôi cho rằng sản lượng và thị phần NPK của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng khi nhà máy hoạt động với công suất tối đa.
- Các dự án hóa chất trong giai đoạn 2023 – 2026 cũng được kỳ vọng đem lại lợi nhuận tốt khi mảng hóa chất tại Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng do nguồn cung còn phụ thuộc nhiều vào việc nhập khẩu.

Dự án về phân bón và hóa chất của DPM trong giai đoạn 2023 - 2030

| STT | Sản phẩm | Dự án                          | Công suất (nghìn tấn) | Giá trị đầu tư dự kiến (tỷ đồng) | Thời điểm đầu tư | Số năm xây dựng (dự kiến) |
|-----|----------|--------------------------------|-----------------------|----------------------------------|------------------|---------------------------|
| 1   | Phân bón | Nhà máy NPK – GĐ 2             | 250                   | 950                              | 2025             | 2                         |
| 2   |          | Nhà máy Phân bón Hữu cơ – GĐ 1 | 50                    | 60                               | 2024             | 1,5                       |
| 3   |          | Nhà máy Phân bón Hữu cơ – GĐ 2 | 50                    | 60                               | 2027             | 1,5                       |
| 4   |          | Nhà máy Phân bón Hữu cơ – GĐ 3 | 100                   | 120                              | 2029             | 1,5                       |
| 5   | Hóa chất | Nhà máy H2O2                   | 40                    | 296                              | 2024             | 2                         |
| 6   |          | Nhà máy Soda Ash               | 200                   | 2.300                            | 2024             | 2                         |
| 7   |          | Nhà máy DEF                    | 40                    | 58                               | 2023             | Dưới 1 năm                |
| 8   |          | Nhà máy Melamine               | 40                    | 3.322                            | 2024             | 2                         |
| 9   |          | Nhà máy H2SO4                  | 200                   | 2.355                            | 2026             | 4                         |
| 10  |          | Nhà máy Caprolactam            | 50                    | 1.707                            | 2026             | 2                         |
| 11  |          | Nhà máy PVC                    | 200                   | 1.313                            | 2026             | 2                         |
| 12  |          | Nhà máy Caustic Soda           | 75                    | 23                               | 2026             | 1                         |

Nguồn: DPM, ABS Research

Dự phóng kết quả kinh doanh 2023

Chúng tôi dự phóng mức doanh thu và LNST năm 2023 của DPM lần lượt là 13.275 tỷ đồng (-29% svck) và 2.312 tỷ đồng (-58% svck), EPS 2023F là 5.908 đồng/cp dựa trên một số giả định sau:

- Giá bán phân Ure trung bình ở mức 11.170 đồng/kg (-28,5% svck), sản lượng tiêu thụ đạt 800 nghìn tấn (+11,4% svck).
- Giá bán phân NPK trung bình ở mức 11.555 đồng/kg (-24% svck), sản lượng tiêu thụ đạt 200 nghìn tấn (+55,0% svck).

| Dự phóng doanh thu, lợi nhuận theo mảng kinh doanh |                  | 2020    | 2021    | 2022     | 2023F   |
|----------------------------------------------------|------------------|---------|---------|----------|---------|
| ĐVT: tỷ đồng                                       |                  |         |         |          |         |
| 1. Mảng phân bón                                   |                  |         |         |          |         |
| Doanh thu                                          |                  | 5.865   | 9.483   | 14.331   | 8.938   |
|                                                    | % YOY            | 6%      | -2%     | 4%       | -38%    |
|                                                    | % Tổng doanh thu | 76%     | 74%     | 77%      | 67%     |
| Giá vốn hàng bán                                   |                  | (4.344) | (5.531) | (7.628)  | (6.384) |
| Lợi nhuận gộp                                      |                  | 1.521   | 3.952   | 6.703    | 2.554   |
|                                                    | % YOY            | 24%     | 160%    | 70%      | -62%    |
| 2. Mảng hóa chất khác                              |                  |         |         |          |         |
| Doanh thu                                          |                  | 569     | 1.113   | 1.807    | 1.325   |
|                                                    | % YOY            | 3%      | 96%     | 62%      | -27%    |
|                                                    | % Tổng doanh thu | 7%      | 9%      | 10%      | 10%     |
| Giá vốn hàng bán                                   |                  | (422)   | (572)   | (757)    | (530)   |
| Lợi nhuận gộp                                      |                  | 147     | 541     | 1.050    | 795     |
|                                                    | % YOY            | 35%     | 269%    | 94%      | -24%    |
| 3. Phân bón thương mại                             |                  |         |         |          |         |
| Doanh thu                                          |                  | 1.329   | 2.190   | 2.489    | 3.011   |
|                                                    | % YOY            | -20%    | 0%      | -22%     | 21%     |
|                                                    | % Tổng doanh thu | 17%     | 17%     | 13%      | 23%     |
| Giá vốn hàng bán                                   |                  | (1.266) | (1.898) | (2.404)  | (2.884) |
| Lợi nhuận gộp                                      |                  | 63      | 292     | 85       | 128     |
| Tổng doanh thu                                     |                  | 7.763   | 12.786  | 18.627   | 13.275  |
|                                                    | % YOY            | 1%      | 65%     | 46%      | -29%    |
| Tổng giá vốn hàng bán                              |                  | (6.032) | (8.001) | (10.789) | (9.798) |
| Tổng lợi nhuận gộp                                 |                  | 1.731   | 4.785   | 7.838    | 3.477   |

# Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu DPM theo 2 phương pháp

- ✓ Phương pháp so sánh P/B
- ✓ Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Dựa trên một số giả định chính

- ✓ Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- ✓ Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm.

Phương pháp P/B

- ✓ BVPS 2023F là 34.722 đồng/cp
- ✓ P/B 2023 được xác định ở mức 1,0x – dựa trên mức P/B trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành, trọng số được tính theo quy mô vốn hóa của các doanh nghiệp

|                      | P/B  | Tỷ trọng vốn hóa |
|----------------------|------|------------------|
| DPM                  | 1,00 | 43%              |
| DCM                  | 1,17 | 44%              |
| BFC                  | 0,99 | 4%               |
| LAS                  | 0,87 | 4%               |
| DDV                  | 0,80 | 5%               |
| P/B TRUNG BÌNH NGÀNH | 1,06 |                  |

⇒ Theo phương pháp P/B, giá cổ phiếu DPM được xác định là **36.805 đồng/cp**.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

- ✓ Chi phí VCSH được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 4,4%. Phần bù rủi ro thị trường là 11,13%. Beta điều chỉnh là 1,11 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC bằng 16,2%.

| Chỉ tiêu                                        | Giả định |
|-------------------------------------------------|----------|
| Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)            | 4,4%     |
| Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium) | 11,13%   |
| Beta                                            | 1,11     |
| Chi phí VCSH (Cost of Equity)                   | 17%      |
| WACC                                            | 16,2%    |
| Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)      | 1,0%     |

⇒ Theo phương pháp FCFF, giá cổ phiếu DPM được xác định là **30.392 đồng/cp**.

## Kết quả định giá

| Phương pháp                    | Giá (đồng) | Tỷ trọng |
|--------------------------------|------------|----------|
| P/B                            | 36.805     | 50%      |
| FCFF                           | 30.392     | 50%      |
| Giá trung bình (đồng/cổ phiếu) |            | 33.600   |

⇒ Như vậy, giá cổ phiếu DPM hợp lý ở mức 33.600 đồng/cp tương ứng tiềm năng tăng 7,7% so với giá hiện tại. Do đó chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với DPM.

## Rủi ro giảm giá

- ✓ Giá nguyên liệu đầu vào (khí tự nhiên) tăng cao hơn mức dự báo đẩy chi phí sản xuất tăng khiến lợi nhuận sụt giảm.
- ✓ Lạm phát và suy thoái kinh tế toàn cầu tác động mạnh đến nhu cầu tiêu thụ phân bón.

## Cơ hội tăng giá

- ✓ Nhu cầu tiêu thụ phân bón trong nước lớn giúp giá bán trung bình cao hơn dự kiến.
- ✓ Doanh nghiệp được hưởng lợi nếu đề xuất áp thuế GTGT 5% đối với phân bón được thông qua. Khi đó các nguyên liệu đầu vào cho sản xuất phân bón sẽ được khấu trừ, giảm giá thành sản xuất.

## PHỤ LỤC

| Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)      | 2020         | 2021          | 2022          | 2023F         |
|--------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>7.762</b> | <b>12.786</b> | <b>18.627</b> | <b>13.275</b> |
| Giá vốn hàng bán               | -6.032       | -8.001        | -10.789       | -9.798        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>           | <b>1.730</b> | <b>4.786</b>  | <b>7.838</b>  | <b>3.477</b>  |
| Doanh thu tài chính            | 172          | 161           | 323           | 417           |
| Chi phí tài chính              | -88          | -69           | -65           | -49           |
| Chi phí bán hàng               | -655         | -818          | -978          | -664          |
| Chi phí QLDN                   | -409         | -425          | -556          | -398          |
| <b>Lợi nhuận từ HKKD</b>       | <b>749</b>   | <b>3.634</b>  | <b>6.563</b>  | <b>2.783</b>  |
| Lãi/Lỗ khác                    | 99           | 165           | 43            | 16            |
| Lợi nhuận trước thuế           | 848          | 3.799         | 6.606         | 2.799         |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>      | <b>702</b>   | <b>3.172</b>  | <b>5.585</b>  | <b>2.360</b>  |
| <b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b> | <b>691</b>   | <b>3.117</b>  | <b>5.565</b>  | <b>2.312</b>  |

| Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)                     | 2020         | 2021         | 2022         | 2023F        |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| LCT thuần từ HKKD                          | 787          | 2.516        | 4.961        | 2.952        |
| LCT thuần từ Hoạt động đầu tư              | -1.066       | -1.319       | -3.227       | -494         |
| LCT thuần từ Hoạt động tài chính           | -669         | -702         | -2.177       | -2.883       |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>-948</b>  | <b>495</b>   | <b>-442</b>  | <b>-424</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ             | 2.977        | 2.029        | 2.524        | 2.084        |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b> | <b>2.029</b> | <b>2.524</b> | <b>2.084</b> | <b>3.183</b> |

| Chỉ số tài chính                    | 2020  | 2021  | 2022   | 2023F |
|-------------------------------------|-------|-------|--------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b>          |       |       |        |       |
| Khả năng thanh toán hiện hành       | 3,12  | 4,42  | 4,53   | 5,15  |
| Khả năng thanh toán nhanh           | 2,39  | 3,13  | 3,24   | 4,04  |
| Khả năng thanh toán tiền mặt        | 2,08  | 2,78  | 2,99   | 3,70  |
| Khả năng thanh toán lãi vay         | 13,72 | 58,87 | 105,22 | 60,44 |
| <b>Cơ cấu vốn</b>                   |       |       |        |       |
| Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản         | 0,72  | 0,75  | 0,78   | 0,79  |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản            | 0,09  | 0,06  | 0,04   | 0,04  |
| Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)         | 0,13  | 0,08  | 0,05   | 0,05  |
| <b>Chỉ số hiệu suất hoạt động</b>   |       |       |        |       |
| Số ngày phải thu                    | 10,9  | 6,9   | 4,9    | 7,9   |
| Số ngày phải trả                    | 27,6  | 24,0  | 25,2   | 30,0  |
| Số ngày tồn kho                     | 85,3  | 96,8  | 112,4  | 123,7 |
| <b>Khả năng sinh lời</b>            |       |       |        |       |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp               | 22,3% | 37,4% | 42,1%  | 26,2% |
| Tỷ suất lợi nhuận HKKD              | 8,6%  | 27,7% | 33,8%  | 18,2% |
| Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ | 8,9%  | 24,4% | 29,9%  | 17,4% |
| ROE                                 | 8%    | 33%   | 45%    | 17%   |
| ROA                                 | 6%    | 25%   | 35%    | 13%   |
| ROIC                                | 7%    | 31%   | 40%    | 18%   |

| Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)       | 2020          | 2021          | 2022          | 2023F         |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| + Tiền và các khoản tương đương tiền | 2.029         | 2.524         | 2.084         | 3.183         |
| + Đầu tư ngắn hạn                    | 2.185         | 3.455         | 6.880         | 6.005         |
| + Các khoản phải thu ngắn hạn        | 223           | 263           | 235           | 315           |
| + Hàng tồn kho                       | 1.468         | 2.776         | 3.871         | 2.769         |
| + Tài sản ngắn hạn khác              | 409           | 502           | 509           | 528           |
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>              | <b>6.314</b>  | <b>9.520</b>  | <b>13.579</b> | <b>12.799</b> |
| + Các khoản phải thu dài hạn         | 1             | 1             | 1             | 1             |
| + Tài sản cố định                    | 4.283         | 3.717         | 3.255         | 3.221         |
| + Bất động sản đầu tư                | 220           | 210           | 200           | 190           |
| + Tài sản dở dang dài hạn            | 153           | 174           | 219           | 250           |
| + Đầu tư dài hạn                     | 44            | 45            | 42            | 45            |
| + Tài sản dài hạn khác               | 285           | 252           | 403           | 295           |
| <b>Tài sản dài hạn</b>               | <b>4.986</b>  | <b>4.398</b>  | <b>4.120</b>  | <b>4.001</b>  |
| <b>Tổng Tài sản</b>                  | <b>11.300</b> | <b>13.918</b> | <b>17.699</b> | <b>16.800</b> |
| + Vay ngắn hạn                       | 191           | 200           | 202           | 190           |
| + Phải trả người bán                 | 453           | 771           | 869           | 560           |
| + Nợ ngắn hạn khác                   | 1.382         | 1.180         | 1.924         | 1.733         |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                   | <b>2.026</b>  | <b>2.152</b>  | <b>2.996</b>  | <b>2.483</b>  |
| + Vay dài hạn                        | 859           | 700           | 505           | 422           |
| + Các khoản phải trả dài hạn khác    | 167           | 353           | 181           | 305           |
| <b>Nợ dài hạn</b>                    | <b>1.026</b>  | <b>1.053</b>  | <b>686</b>    | <b>727</b>    |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>              | <b>3.052</b>  | <b>3.205</b>  | <b>3.681</b>  | <b>3.210</b>  |
| + Vốn cổ phần                        | 3.914         | 3.914         | 3.914         | 3.914         |
| + Thặng dư vốn cổ phần               | 21            | 21            | 21            | 21            |
| + Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối  | 655           | 3.086         | 6.401         | 5.974         |
| + Quỹ khác                           | 3.658         | 3.692         | 3.681         | 3.681         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                | <b>8.247</b>  | <b>10.713</b> | <b>14.017</b> | <b>13.590</b> |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>           | <b>11.300</b> | <b>13.918</b> | <b>17.699</b> | <b>16.800</b> |

| Tỷ lệ tăng trưởng (%)               | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-------------------------------------|------|------|------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu               | 1%   | 65%  | 46%  | -29%  |
| Tăng trưởng LNNT                    | 82%  | 348% | 74%  | -58%  |
| Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ | 83%  | 351% | 79%  | -58%  |
| Tăng trưởng EPS                     | 83%  | 351% | 79%  | -58%  |
| Tăng trưởng VCSH                    | 1%   | 30%  | 31%  | -3%   |
| Tăng trưởng Tổng tài sản            | -1%  | 23%  | 27%  | -5%   |

| Định giá (lần) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|----------------|------|------|------|-------|
| P/E            | 19,8 | 4,4  | 2,5  | 5,9   |
| P/B            | 1,7  | 1,3  | 1,0  | 1,0   |
| EV/EBITDA      | 12,2 | 3,6  | 2,1  | 4,9   |
| EV/Sales       | 1,8  | 1,1  | 0,7  | 1,0   |

# KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Phòng Phân tích Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

## Nguyên tắc khuyến nghị

|                     |                                                                 |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>MUA</b>          | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| <b>KHẢ QUAN</b>     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%   |
| <b>TRUNG LẬP</b>    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%   |
| <b>KÉM KHẢ QUAN</b> | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5% |
| <b>BÁN</b>          | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%                    |

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.

# Thông tin liên hệ

## Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

## Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

**Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc**

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

**Năng lượng, Xây lắp, VLXD**

**Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc**

Email: [hue.lethikim@abs.vn](mailto:hue.lethikim@abs.vn)

**PTKT và Chiến lược thị trường**

**Đặng Xuân Lưu – Giám đốc**

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

**Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc**

Email: [trung.dothanh@abs.vn](mailto:trung.dothanh@abs.vn)

**Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng**

**Lê Thu Huyền - Chuyên viên**

Email: [huyen.lethu@abs.vn](mailto:huyen.lethu@abs.vn)

**Ngân hàng, BĐS KCN, Cao su**

**Lê Quang Trung - Chuyên viên**

Email: [trung.lequang@abs.vn](mailto:trung.lequang@abs.vn)

**BĐS Dân cư, Thép**

**Trần Bình Minh - Chuyên viên**

Email: [minh.tranbinh@abs.vn](mailto:minh.tranbinh@abs.vn)

**Chứng khoán, Cảng biển**

**Trần Quang Huy, ACCA - Chuyên viên**

Email: [huy.tranquang@abs.vn](mailto:huy.tranquang@abs.vn)

**Bán lẻ, Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên**

Email: [thao.nphuong@abs.vn](mailto:thao.nphuong@abs.vn)

**Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu**

**Trịnh Thu Trang - Chuyên viên**

Email: [trang.trinhthu@abs.vn](mailto:trang.trinhthu@abs.vn)