

# Hóa chất Đức Giang (DGC)

## Kế hoạch kinh doanh thận trọng trong 2025

10/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn  
[nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**DGC hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận 2024**

DGC ghi nhận doanh thu, LNST cổ đông công ty mẹ đạt 9,865/2,989 tỷ VND trong 2024 (+1%/-4% YoY). Trong 2024, sản lượng tiêu thụ photpho vàng ước tính đạt 44,600 tấn (+23% YoY), tuy nhiên giá bán trung bình giảm 6% YoY. Biên lãi gộp 2024 tăng nhẹ 22bps YoY, nhưng do chi phí xuất khẩu tăng 11% YoY nên biên LNST cổ đông công ty mẹ giảm 150bps YoY

**Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ photpho vàng, acid phosphoric thực phẩm; điện tử tăng 11%/14% trong 2025**

KBSV ước tính doanh thu của DGC đạt 11,333 tỷ VND trong 2025 (+15% YoY). Động lực chính tới từ nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm hóa chất photpho công nghiệp hồi phục với dự phóng doanh thu thị trường bán dẫn tại Nhật Bản, APAC tăng 9.3%/10.4% trong 2025. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu mảng phân bón cũng sẽ có sự cải thiện trong bối cảnh Trung Quốc tiếp tục duy trì các chính sách hạn chế xuất khẩu urea, DAP

**Ước tính biên lãi gộp đạt trung bình 33.4% trong 2025-2026**

KBSV điều chỉnh dự phóng biên lãi gộp mảng hóa chất photpho công nghiệp, photphat nông nghiệp của DGC trong 2025 giảm 106bps so với kỳ trước. Chúng tôi kỳ vọng giá photpho vàng tăng 5% trong 2025, tuy nhiên, chi phí sản xuất đầu vào sẽ tăng do trữ lượng quặng apatit chất lượng cao tại khai trường 9B còn thấp

**Nhà máy Đức Giang – Nghi Sơn dự kiến đi vào hoạt động từ 1Q2026**

KBSV ước tính doanh thu từ nhà máy số 1 Đức Giang – Nghi Sơn đạt 1,200/1,600 tỷ VND trong 2026/2027, đóng góp 9%/11% vào doanh thu tổng của DGC

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với DGC, giá mục tiêu 116,200 VND/cổ phiếu**

KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với DGC, định giá hợp lý ở mức 116,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức tăng 5.5% so với giá đóng cửa ngày 07/03/2025 (chưa bao gồm lợi suất cổ tức tiền mặt)

## TRUNG LẬP duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 116,200</b>
Tăng/giảm (%)	5.5%
Giá hiện tại (07/13/2025)	VND 111,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 125,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	42.2/1.7

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	61.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	161.8/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	32.3%
Cổ đông lớn	
Đào Hữu Huyền và gia đình	33.4%
Dragon Capital	7.9%

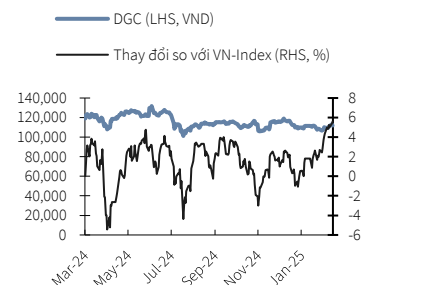
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4	-5	-15	11
Tương đối	0	-1	-12	1

### Dự phóng KQKD & định giá

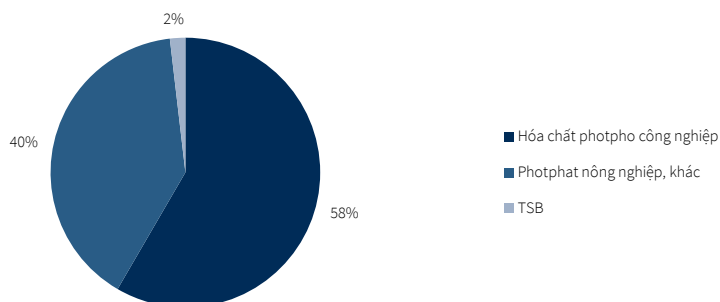
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	14,444	9,748	9,865	11,346
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	6,382	3,487	3,414	4,401
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	5,565	3,100	2,989	3,168
EPS (VND)	14,653	8,163	7,870	8,341
Tăng trưởng EPS (%)	5%	-44%	-4%	6%
P/E (x)	4.0	11.6	14.8	13.3
P/B (x)	2.1	3.1	3.3	2.7
ROE (%)	65%	27%	23%	21%
Tỷ suất cổ tức (%)	4.9%	5.4%	2.7%	2.7%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cơ cấu doanh thu 2024



## Hoạt động kinh doanh

DGC hoạt động trong ngành sản xuất hóa chất với những sản phẩm chủ lực bao gồm photpho vàng, acid phosphoric (thực phẩm, điện tử, nông nghiệp), phân bón, bột giặt, chất tẩy rửa. DGC có lợi thế cạnh tranh lớn khi là một trong những đơn vị xuất khẩu photpho vàng chủ chốt tại khu vực Đông Nam Á, với các khách hàng lớn tại Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc. Trong tương lai, DGC dự kiến tham gia sản xuất, kinh doanh các sản phẩm Xút - Clo với dự án tổ hợp hóa chất Đức Giang - Nghi Sơn.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Điểm nhấn đầu tư

**Kỳ vọng doanh thu mảng hóa chất photpho công nghiệp tăng 19% YoY.** Doanh số bán dẫn tại Nhật Bản, APAC được dự báo tăng 9.3%/10.4% trong 2025, KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ photpho vàng tăng 11% YoY, giá photpho vàng tăng 5% YoY.

**Nhà máy Đức Giang - Nghi Sơn giai đoạn 1 bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2026.** Nhà máy số 1 bắt đầu đi vào hoạt động từ 1Q2026 với tổng công suất 150,000 tấn/năm, 33% trong đó là mảng xút. KBSV ước tính doanh thu từ Đức Giang - Nghi Sơn giai đoạn 1 đạt 1,200/1,600 tỷ VND trong 2025/2026.

**Kỳ vọng tiến độ pháp lý các dự án lớn được đẩy nhanh triển khai trong 2025-2026.** KBSV kỳ vọng pháp lý dự án alumin - bauxite - nhôm tại Đắk Nông sẽ được hỗ trợ nhanh chóng trong thời gian tới.

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

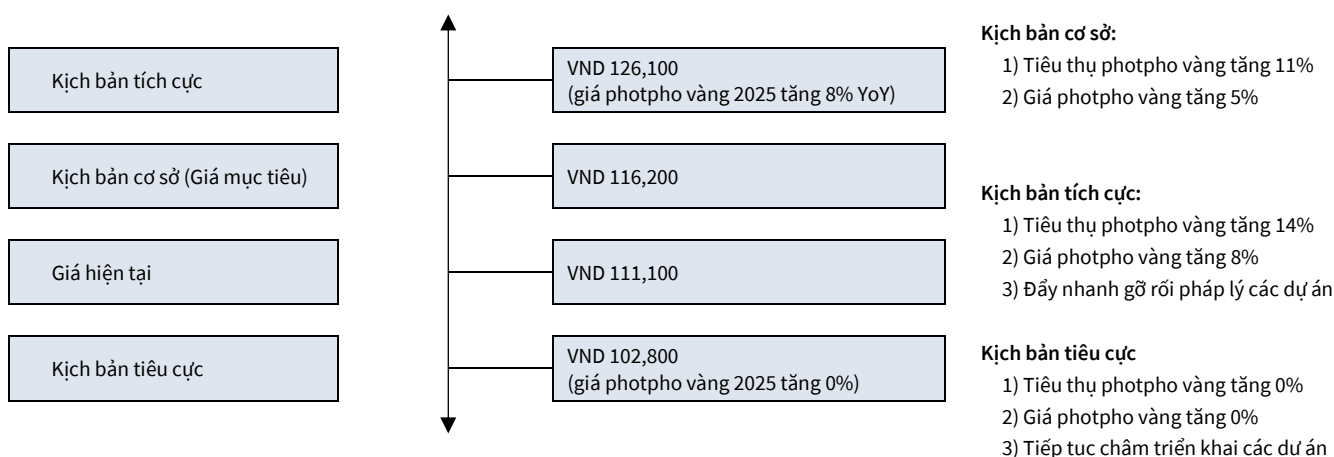
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	11,346	13,526	-13.7%	-	12,416	15,186	-8.6%	-10.9%
EBIT	3,000	3,566	-18.6%	-	3,373	3,856	-11.1%	-7.5%
LNST công ty mẹ	3,168	3,769	-18.6%	-	3,677	4,295	-13.8%	-12.2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

## Quan điểm định giá



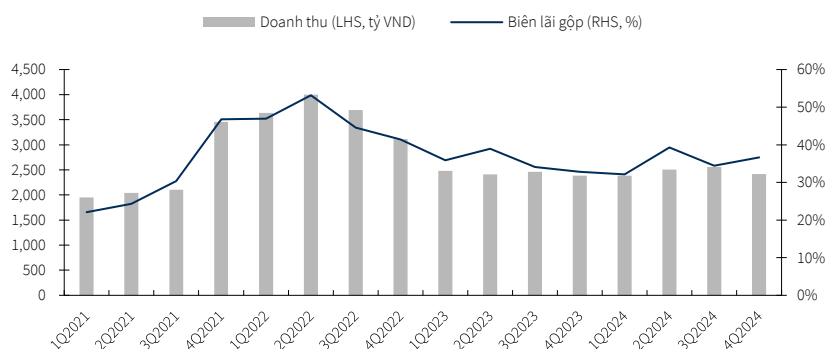
## Cập nhật Kết quả Kinh doanh

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả Kinh doanh**

(tỷ VND)	4Q2023	4Q2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>2,388</b>	<b>2,418</b>	<b>1%</b>	<b>9,748</b>	<b>9,865</b>	<b>1%</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp	1,269	1,419	12%	5,858	5,760	-2%	Giá photpho vàng và acid phosphoric trung bình đạt 96.3/25,9 triệu VND/tấn trong 4Q2024, tăng 3.4%/3.2% QoQ. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ giảm lần lượt 14.8%/6.7% QoQ do nhu cầu tiêu thụ tiếp tục duy trì ở mức thấp.
Photphat nông nghiệp, khác	1,082	957	-12%	3,732	3,924	5%	Doanh thu phân bón ước tính đạt 584 tỷ VND trong 4Q2024 (-3%/+124% QoQ/YoY), trong đó doanh thu DAP/MAP ước tính đạt 434 tỷ VND, đóng góp 74.4% doanh thu các sản phẩm phân bón (-12%/+253% QoQ/YoY). DGC không xuất khẩu WPA trong kỳ mà tập trung sản xuất DAP/MAP do giá bán trung bình tiếp tục duy trì ở mức cao (xấp xỉ 14.6 triệu VND/tấn, +3% QoQ).
TSB	36	42	15%	158	182	16%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>784</b>	<b>887</b>	<b>13%</b>	<b>3,455</b>	<b>3,518</b>	<b>2%</b>	
Biên lợi nhuận gộp	32.9%	36.7%	381bps	35.4%	35.7%	22bps	Biên lãi gộp 4Q2024 tăng 381bps QoQ nhờ giá bán trung bình photpho vàng, acid phosphoric, DAP/MAP tăng 3% QoQ
Thu nhập tài chính	194	168	-13%	739	649	-12%	
Chi phí tài chính	-36	-12	-66%	-98	-68	-31%	Mặt bằng lãi suất duy trì ở vùng thấp trong 2024
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	0		0	0		
SG&A	-145	-174	20%	-594	-665	12%	Chi phí xuất khẩu 2024 tăng 11% YoY
<b>Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>798</b>	<b>869</b>	<b>9%</b>	<b>3,487</b>	<b>3,414</b>	<b>-2%</b>	
Thu nhập khác	0	-2	-1667%	-1	-12	735%	
Lợi nhuận trước thuế	799	867	9%	3,485	3,403	-2%	
Lợi nhuận sau thuế	746	787	6%	3,242	3,110	-4%	<b>Đạt 100% kế hoạch</b>
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>720</b>	<b>749</b>	<b>4%</b>	<b>3,100</b>	<b>2,989</b>	<b>-4%</b>	
Biên LNST	30.1%	31.0%	86bps	31.8%	30.3%	-150bps	

Nguồn: DGC, KBSV

**Biểu đồ 2. Doanh thu và biên lãi gộp của DGC**



Nguồn: DGC, KBSV

## Ban lãnh đạo công bố kế hoạch kinh doanh 2025 thận trọng

DGC lên kế hoạch kinh doanh 2025 với doanh thu và LNST đạt lần lượt 10,385/3,000 tỷ VND (+5%/-4% YoY). Kế hoạch kinh doanh khiêm tốn phản ánh tâm lý thận trọng của Ban lãnh đạo trong bối cảnh DGC phải duy trì giá các sản phẩm hóa chất photpho công nghiệp (photpho vàng, acid phosphoric thực phẩm; điện tử) đi ngang từ đầu giữa 2023 tới nay để duy trì sản lượng tiêu thụ. Trong 2025, DGC đặt mục tiêu sản lượng tiêu thụ hầu hết các sản phẩm đi ngang so với cùng kỳ, trong đó, kế hoạch tiêu thụ photpho vàng tăng 3% YoY.

**Bảng 3. Kế hoạch sản lượng tiêu thụ của DGC và dự phóng của KBSV trong 2025**

(tấn)	2023	2024F	2025KH	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY
Photpho vàng	36,264	44,654	46,000	3%	49,733	11%
H3PO4 85% - TPA	77,291	59,134	50,000	-15%	67,500	14%
H3PO4 50% - WPA	125,581	24,619	0	-100%	0	
Phân bón	234,517	287,114	288,000	0%	303,500	6%
NPK	1,004	3,829	6,000	57%	6,000	57%
DAP/MAP	79,779	126,696	127,000	0%	137,500	9%
Phân lân	153,734	156,589	155,000	-1%	160,000	2%
Phụ gia TACN	77,787	88,542	88,000	-1%	92,400	4%
DCP	74,715	84,338	84,000	0%	88,000	4%
MCP	3,072	4,204	4,000	-5%	4,400	5%

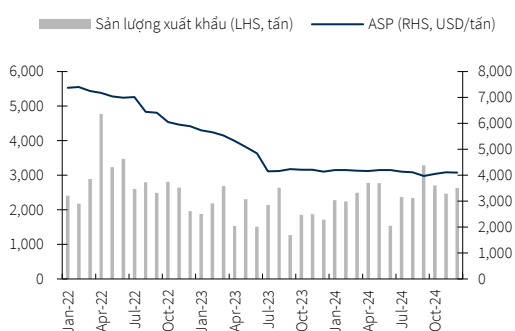
Nguồn: DGC, KBSV

## Ngành bán dẫn tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao giúp kích thích nhu cầu tiêu thụ hóa chất photpho công nghiệp hồi phục trong 2025

Doanh số ngành bán dẫn tại Nhật Bản, APAC tăng 0%/15% YoY trong 2024, trong 2025, theo WSTS, thị trường bán dẫn tại Nhật Bản, APAC được ước tính tăng 9.4%/10.4% YoY. Với sự hồi phục tại thị trường Nhật Bản, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm hóa chất photpho công nghiệp sẽ dần cải thiện. Điều này sẽ có tác động tích cực lên sản lượng tiêu thụ photpho vàng của DGC khi 66% doanh thu từ sản phẩm này hiện đang tới từ khách hàng lớn là Mitsubishi. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ photpho vàng, acid phosphoric thực phẩm, điện tử của DGC tăng 11%/14% YoY trong 2025.

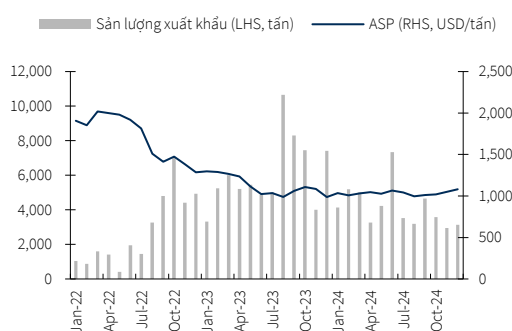
Chúng tôi kỳ vọng giá bán photpho vàng trung bình đạt 100/103 triệu VND/tấn (+5%/+3% YoY) nhờ nhu cầu tiêu thụ dần cải thiện. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, biên lãi gộp của DGC có thể suy giảm nhẹ do chi phí đầu vào gia tăng, nguyên nhân tới từ việc trữ lượng quặng apatit chất lượng cao còn thấp. Triển vọng cải thiện biên lãi gộp sẽ tới từ việc đẩy nhanh tiến độ xây dựng và khai thác tại Khai trường 25. KBSV ước tính biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho công nghiệp, photphat nông nghiệp của DGC đạt 34.5% trong 2025 (-158bps YoY).

**Biểu đồ 4. Tương quan sản lượng xuất khẩu photpho vàng và giá bán trung bình của DGC**



Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 5. Tương quan sản lượng xuất khẩu H3PO4 cấp thực phẩm, điện tử (85%) và giá bán trung bình của DGC**

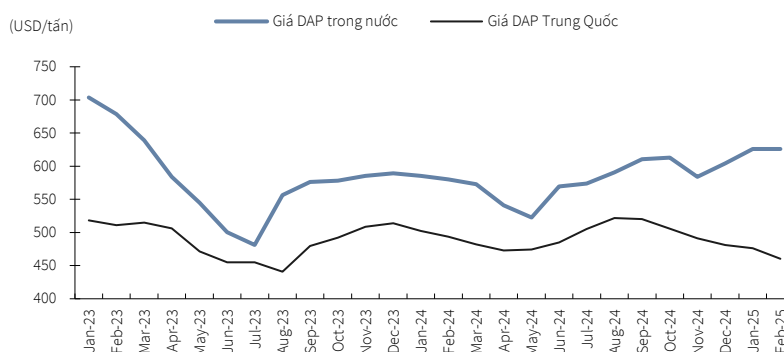


Nguồn: KBSV

## Tập trung sản xuất DAP/MAP khi giá phân bón được hưởng lợi từ các biện pháp hạn chế xuất khẩu từ Trung Quốc

Chúng tôi cho rằng chính sách hạn chế xuất khẩu ure và DAP của Trung Quốc sẽ được duy trì tới hết 1H2025 và có thể kéo dài tới hết 2025 trong trường hợp Chính phủ nước này tiếp tục ưu tiên đảm bảo nguồn cung cho thị trường trong nước. Điều này sẽ thúc đẩy DGC tiếp tục đẩy mạnh sản xuất DAP/MAP trong 2025 nhờ triển vọng giá trung bình tiếp tục gia tăng trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt. KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ DAP/MAP của DGC đạt 137,500 tấn trong 2025 (+9% YoY) và kỳ vọng giá DAP/MAP tăng trung bình 1% trong kỳ.

**Biểu đồ 6. So sánh diễn biến giá DAP tại Việt Nam và Trung Quốc**



Nguồn: Agromonitor, Bloomberg, KBSV

## Việc mở rộng các mảng kinh doanh mới sẽ là động lực tăng trưởng chính của DGC trong tương lai

DGC đã chính thức khởi công giai đoạn 1 của nhà máy Đức Giang – Nghi Sơn trong T2/2025, trong đó, công suất của nhà máy số 1 ước tính khoảng 150,000 tấn/năm (công suất mảng xút đạt 50,000 tấn/năm). Đáng chú ý, DGC đã ký kết hợp đồng hợp tác chiến lược với PVChem, bao tiêu 40% sản lượng của Đức Giang – Nghi Sơn. Theo kế hoạch của DGC, giai đoạn 1 sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ 1Q2026, giúp DGC trở thành nhà sản xuất xút với công suất lớn thứ 2 toàn ngành tại Việt Nam. Chúng tôi ước tính doanh thu từ Đức Giang – Nghi Sơn đạt 1,200/1,600 tỷ VND trong 2025/2026 (-40%/20% so với dự phóng cũ nhằm thể hiện sự thận trọng khi dự án mới đi vào hoạt động).

Đối với dự án alumin - bauxite - nhôm, UBND tỉnh Đắk Nông vẫn đang tiếp tục thúc đẩy tiến độ pháp lý các dự án để cho các nhà đầu tư triển khai. DGC đã được cấp phép nghiên cứu, khảo sát vị trí mỏ bauxite tại huyện Tuy Đức, Đắk Song và đặt nhà máy chế biến alumin tại huyện Đắk Song. Mới đây, DGC cũng đã được UBND tỉnh Đắk Nông xác nhận đủ điều kiện đầu tư và triển khai dự án khai thác bauxite trên địa bàn tỉnh. Chúng tôi kỳ vọng các vấn đề liên quan tới pháp lý xây dựng, khai thác và cấp phép đầu tư đối với dự án bauxite – nhôm sẽ sớm được hỗ trợ tháo gỡ, đẩy nhanh tiến độ triển khai trong thời gian tới, tạo động lực tăng trưởng cho DGC trong dài hạn.

## Dự phóng Kết quả Kinh doanh

**Bảng 7. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2024	2025	+/-%YoY	2026	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>9,865</b>	<b>11,346</b>	<b>15%</b>	<b>13,526</b>	<b>19%</b>	
Hóa chất photpho công nghiệp	5,760	6,863	19%	7,707	12%	Ước tính sản lượng tiêu thụ photpho vàng và acid phosphoric thực phẩm, điện tử tăng 10%/35% YoY trong 2025, kỳ vọng giá bán trung bình tăng 1% YoY DGC tập trung sản xuất phân bón nhờ triển vọng giá bán trung bình tiếp tục cải thiện, ước tính sản lượng tiêu thụ phân bón tăng 6% YoY
Photphat nông nghiệp, khác	3,924	3,883	-1%	3,819	-2%	
TSB	182	200	10%	200	0%	
Ethanol Đại Việt	0	400		600	50%	Giảm dự phóng doanh thu của Ethanol Đại Việt để phù hợp với kế hoạch của DGC
Giá vốn hàng bán	-6,367	-7,552	19%	-9,013	19%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>3,499</b>	<b>3,794</b>	<b>8%</b>	<b>4,513</b>	<b>19%</b>	
Biên lãi gộp	35.5%	33.4%	-202bps	33.4%	-8bps	Biên lãi gộp giảm 59bps trong 2025 do (1) chi phí sản xuất hóa chất photpho công nghiệp và photphat nông nghiệp gia tăng do trữ lượng quặng apatit chất lượng cao còn thấp và (2) bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Ethanol Đại Việt
Lãi tiền gửi	540	569	5%	678	19%	
Chi phí lãi vay	-21	-19	-10%	-21	11%	Giả định lãi suất vay tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 2025
Lãi/(lỗ) tỷ giá	62	57	-8%	68	19%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-665	-794	19%	-947	19%	Giả định chi phí bán hàng 2025 tăng do (1) DGC đẩy mạnh các chương trình kích thích bán hàng trong bối cảnh nhu cầu yếu, (2) chi phí vận chuyển có thể tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2025
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>	<b>3,414</b>	<b>4,401</b>	<b>29%</b>	<b>5,238</b>	<b>19%</b>	
Thu nhập khác, ròng	-12	0		0		
<b>LNTT</b>	<b>3,403</b>	<b>3,606</b>	<b>6%</b>	<b>4,291</b>	<b>19%</b>	
<b>LNST</b>	<b>3,110</b>	<b>3,300</b>	<b>6%</b>	<b>3,926</b>	<b>19%</b>	
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>2,989</b>	<b>3,168</b>	<b>6%</b>	<b>3,769</b>	<b>19%</b>	
Biên LNCD công ty mẹ	30.3%	27.9%	-238bps	27.9%	-5bps	

Nguồn: DGC, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với DGC, giá mục tiêu 116,200 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá là FCFF và EV/EBITDA, xác định giá trị hợp lý của DGC ở mức 116,200 VND/cổ phiếu (+2% so với kỳ trước). Ở vùng giá hiện tại, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của DGC trong 2025 đã được phản ánh phần lớn vào giá cổ phiếu. KBSV cho rằng việc tháo gỡ pháp lý tại các dự án trọng điểm như alumin - bauxite - nhôm (tại Đắk Nông) hay dự án bất động sản tại Đức Giang, Long Biên sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho DGC trong dài hạn.

**Bảng 8. Tổng hợp giả định**

Giả định	Giá trị
Beta	1.15
Lãi suất phi rủi ro	4.7%
Phần bù rủi ro thị trường	7.9%
Chi phí nợ	10.0%
WACC	13.5%

Nguồn: KBSV

**Bảng 9. Dòng tiền tự do của DGC**

(tỷ VND)	2025	2026	2027	2028
LNST cổ đông công ty mẹ	3,168	3,769	4,313	4,683
Chi phí khấu hao	440	444	447	455
Thay đổi vốn lưu động	-84	-210	-145	-36
CAPEX	-1,146	-108	-117	-122
FCF	2,378	3,895	4,498	4,979

Nguồn: KBSV

**Bảng 10. Ước tính FCFF của DGC**

(tỷ VND)	2025	2026	2027	2028
FCF	2,378	3,895	4,498	4,979
Tốc độ tăng trưởng dài hạn				3%
Giá trị dài hạn				48,765
Giá trị hiện tại của FCF	2,145	3,096	3,150	30,080
Giá trị doanh nghiệp	38,471			
Tiền và tương đương tiền	10,686			
Nợ vay	-864			
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-391			
Giá trị VCSH	47,902			
SLCP	380			
Giá trị hợp lý	126,100			

Nguồn: KBSV

**Bảng 11. Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
FCFF		126,100	50%	63,050
EV/EBITDA forward 2025	9	106,300	50%	53,150
Giá mục tiêu				116,200

Nguồn: KBSV

## DGC – Bảng tóm tắt KQKD và dự phóng, 2023A – 2026F

Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VND) (Báo cáo chuẩn)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND) (Báo cáo chuẩn)				
	2023	2024	2025	2026		2023	2024	2025	2026
Doanh số thuần	9,748	9,865	11,346	13,526	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	15,601	15,820	18,083	21,088
Giá vốn hàng bán	-6,308	-6,367	-7,552	-9,013	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	12,467	12,700	14,257	17,597
Lãi gộp	3,440	3,499	3,794	4,513	Tiền và tương đương tiền	1,061	130	1,504	4,521
Thu nhập tài chính	627	540	569	678	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	9,342	10,556	10,556	10,556
Chi phí tài chính	46	62	57	68	Các khoản phải thu	1,130	980	1,063	1,183
Trong đó: Chi phí lãi vay	-32	-21	-19	-21	Hàng tồn kho, ròng	855	985	1,084	1,288
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	3,134	3,120	3,826	3,491
Chi phí bán hàng	-436	-495	-591	-704	Phải thu dài hạn	31	32	32	32
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-159	-171	-204	-243	Tài sản cố định	2,457	2,495	3,211	2,876
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	3,487	3,414	4,401	5,238	Tài sản cố định dài hạn	225	161	151	151
Thu nhập khác	3	6	0	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	-4	-17	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-1	-12	0	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	3,563	2,119	2,222	2,440
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,493	2,052	2,155	2,373
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,485	3,403	3,606	4,291	Phải trả người bán	190	313	412	526
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-243	-293	-307	-365	Người mua trả tiền trước	1,328	864	868	972
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,242	3,110	3,300	3,926	Vay ngắn hạn	1,975	875	875	875
Lợi ích của cổ đông thiểu số	142	121	132	157	Nợ dài hạn	70	67	67	67
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	3,100	2,989	3,168	3,769	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Vay dài hạn	0	0	0	0
					Phải trả dài hạn khác	70	67	67	67
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>12,037</b>	<b>13,701</b>	<b>15,861</b>	<b>18,648</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35.3%	35.5%	33.4%	33.4%	Vốn góp	3,798	3,798	3,798	3,798
Tỷ suất EBITDA	39.0%	37.8%	42.2%	41.5%	Thặng dư vốn cổ phần	1,787	1,787	1,787	1,787
Tỷ suất EBIT	35.3%	34.0%	38.3%	38.2%	Quy khác	123	568	568	568
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	35.8%	34.5%	31.8%	31.7%	Lãi chưa phân phối	5,999	7,205	9,366	12,152
Tỷ suất lãi hoạt động KD	35.8%	34.6%	38.8%	38.7%	Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	33.3%	31.5%	29.1%	29.0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	330	343	343	343
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>Chỉ số chính (x, %, VND)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Lãi trước thuế	3,485	3,400	3,606	4,291	<b>Chỉ số định giá</b>				
Khấu hao TSCĐ	358	378	440	444	P/E	11.6	14.1	13.3	11.2
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-627	-540	0	0	P/E pha loãng	11.6	14.1	13.3	11.2
Chi phí lãi vay	32	21	19	21	P/B	3.1	3.2	2.7	2.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	3,250	3,260	4,065	4,756	P/S	3.7	4.3	3.7	3.1
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-133	188	-83	-120	P/Tangible Book	17.0	19.6	14.7	16.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	198	-138	-100	-203	P/Cash Flow	12.9	14.4	11.5	10.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-182	15	99	114	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.3	13.4	12.1	9.6
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	74	-9	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.7	15.2	13.9	10.8
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-423	-376	-326	-386	<b>Hiệu quả quản lý</b>				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,784	2,939	3,656	4,160	ROE%	27%	23%	21%	22%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-251	-339	-1,146	-108	ROA%	21%	19%	19%	19%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	0	0	0	ROIC%	25%	21%	20%	21%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-9,667	-9,689	0	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	7,857	8,534	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.1	0.7	1.9
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-764	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	3.3	5.7	6.1	6.9
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	3.6	6.2	6.6	7.4
Cổ tức và tiền lãi nhận được	485	480	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-2,338	-1,014	-1,146	-108	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.0	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	3,447	3,690	4	105	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-2,593	-4,158	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Cổ tức đã trả	-1,774	-2,389	-1,139	-1,139	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-920	-2,857	-1,136	-1,035	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	9.5	9.4	11.1	12.0
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-475	-931	1,374	3,017	Hệ số quay vòng HTK	6.8	6.9	7.3	7.6
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,535	1,061	130	1,504	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	24.7	30.0	20.8	19.2
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,061	130	1,504	4,521					

Nguồn: KBSV



## KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.