

CTCP ĐÔNG HẢI BẾN TRE – HSX: DHC

Bước sang trang mới

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 42,500

Upside: +19%

Ngành Bao bì giấy | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **42,500 VND/CP**, tương đương upside 19% (theo giá tham chiếu ngày 15/01/2025, đã bao gồm tỷ suất cổ tức 3%), với phương pháp DCF và P/E (giá định chưa có nhà máy Giao Long 3).

Chúng tôi đưa ra hai kịch bản định giá DHC và chọn kịch bản 1 (chưa có Giao Long 3) và sẽ định giá lại sau khi công ty có thông tin chính thức khởi công Giao Long 3.

- Kịch bản 1 không có dự án Giao Long 3, giá mục tiêu 42,500, upside 19%.
- Kịch bản 2 có dự án Giao Long 3, giá mục tiêu 46,600, upside 30%.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2025 – KỶ VỌNG LỢI NHUẬN PHỤC HỒI TỪ ĐÁY

- Triển vọng ngành giấy: Tình hình dư cung của ngành đã giảm bớt.
 - Nhu cầu giấy phục hồi theo hoạt động xuất khẩu
 - Nguồn cung giấy suy giảm dần do các cơ sở sản xuất nhỏ đóng cửa.
- Triển vọng doanh nghiệp: BSC kỳ vọng DHC được hưởng lợi trong tình hình ngành giấy được cải thiện.
 - Hiệu suất của nhà máy bao bì đạt 90% (tăng 15 điểm %), nhà máy giấy đạt 104% (tăng 3 điểm %).
 - Biên lợi nhuận gộp tạo đáy từ Q3/2024 và tăng lên 13.5% (tăng 0.8 điểm%) nhờ giá bán tăng nhanh hơn giá đầu vào.

Triển vọng dài hạn đến từ nhà máy Giao Long 3 có thể đi vào hoạt động từ 2H2027 (công suất + 100%).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Dự báo năm 2025: Doanh thu đạt 3,910 tỷ VND (+6% YoY), trong đó, mảng giấy cuộn tăng 9% YoY và bao bì giấy tăng 23% YoY với sản lượng tăng lần lượt 3% YoY và 20% YoY, tiếp tục duy trì chiến lược tối đa hóa sản lượng.

Biên gộp đạt 13.5% YoY, tăng 0.8 điểm % so với cùng kỳ nhờ 1) nhà máy tăng hiệu suất hoạt động, 2) giá bán trung bình tăng nhanh hơn giá OCC với tình hình dư cung của ngành giấy giảm bớt và nhu cầu giấy tăng trở lại.

Lợi nhuận thuần đạt 311 tỷ VND (+14% YoY).

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2024

Doanh thu và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 896 tỷ VND (+13% YoY) VÀ 77 tỷ VND (+38% YoY), lũy kế 9T2024 đạt 2,723 tỷ VND (+11% YoY) và 194 tỷ VND (-17% YoY), tương đương hoàn thành 83% và 64% kế hoạch của công ty.

RỦI RO: 1) hoạt động xuất khẩu chậm lại so với kỳ vọng 2) giá cước tàu vận chuyển tăng nhanh gây áp lực lên giá OCC đầu vào.

KQKD	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,261	3,687	3,910	4,158
Lợi nhuận gộp	506	457	528	582
NPATMI	309	273	311	346
EPS	3,839	3,391	3,860	4,293

Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường
(Chuyên viên phân tích)
truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	36,700
Cổ phiếu LH (Triệu):	80.5
Vốn hoá (Tỷ VND):	2,954
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.638
Sở hữu nước ngoài:	40.5%

I. CẬP NHẬT KQKD Q3.2024

(Tỷ VND)	Q3.2024	%YoY	9T2024	%YoY	Thực hiện/ dự báo
Sản lượng tiêu thụ					
-Giấy cuộn (tấn)	76,500	-2%	228,521	-3%	75%
-Bao bì giấy (SP)	19,872	25%	56,678	30%	75%
Giá bán bình quân					
-Giấy cuộn (vnd/kg)	9,400	12%	9,013	1%	93%
-Bao bì giấy (vnd/SP)	8,600	3%	8,545	1%	96%
Doanh thu thuần	896	13%	2,723	11%	76%
-Giấy cuộn	719	10%	2,060	-1%	70%
-Bao bì giấy	171	29%	484	32%	72%
-Khác	5	0%	176	N/A	100%
Lợi nhuận gộp	114	7%	328	-16%	64%
Chi phí bán hàng	28	8%	85	6%	79%
Chi phí QLDN	9	0%	28	-26%	78%
EBIT	77	7%	215	-21%	58%
Doanh thu tài chính	16	433%	25	56%	129%
Chi phí tài chính	6	-50%	25	-19%	57%
-Lãi vay	6	-25%	16	-41%	41%
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	-		2	0%	
LNTT	91	40%	225	-17%	63%
LNST-CĐTS	77	38%	194	-17%	64%
		Thay đổi		Thay đổi	
Biên lợi nhuận gộp	12.7%	-0.7%	12.0%	-4.0%	
%SG&A/doanh thu	4.1%	-0.3%	4.1%	-0.7%	

Nguồn: BSC Research, DHC, giấy cuộn gồm giấy Testliner và Medium

Tóm tắt KQKD Q3/2024: bám sát chiến lược tối ưu hóa hiệu suất hoạt động

Doanh thu đạt 896 tỷ VND, +13% YoY:

- **Doanh thu giấy cuộn carton tăng 10% YoY** nhờ giá bán cải thiện 12% YoY bù đắp sản lượng giảm -2% YoY (công ty tăng cường sử dụng nội bộ). Hiệu suất nhà máy giấy duy trì quanh mức 100%.
- **Doanh thu bao bì giấy ước tính tăng 29% YoY** nhờ có thêm khách hàng mới. Sản lượng tiêu thụ tăng 25% YoY. Hiệu suất nhà máy bao bì đạt 74% (cùng kỳ đạt 56%).

Biên gộp đạt 12.7%, giảm 0.7 điểm % so với cùng kỳ do tình hình cạnh tranh của ngành giấy vẫn còn gay gắt, giá OCC đầu vào tăng nhanh.

Doanh thu tài chính đạt 16 tỷ VND, gấp 5 lần cùng kỳ do công ty tăng mua trái phiếu và lãi tỷ giá 9 tỷ VND (cùng kỳ không ghi nhận). Trong Q4/24 có thể sẽ lỗ tỷ giá trở lại, tương đương với mức lãi tỷ giá của Q3.

Dẫn đến, **LNST-CĐTS đạt 77 tỷ VND, +38% YoY.**

Biên lợi nhuận gộp đã có dấu hiệu tạo đáy trong Q3/2024.

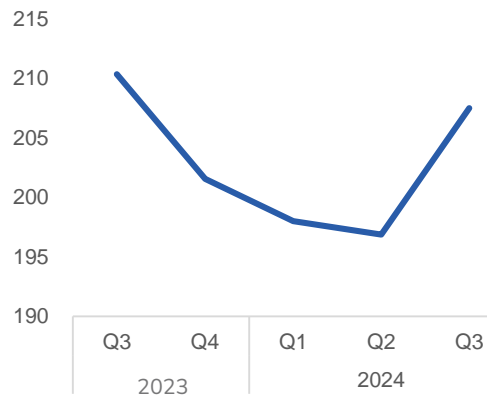
Biên lợi nhuận gộp của DHC đã có dấu hiệu tạo đáy trong quý 3/2024, đạt mức 12.7%, tăng 0.7% so với quý 2 nhờ:

- a) Giá bán giấy (testliner + medium) của công ty tăng 2.4% QoQ, trong khi giá OCC đầu vào giảm nhẹ 1.1% QoQ, nâng mức chênh lệch giá bán testliner và OCC từ khoảng 197 USD (Q2/24) lên mức 207 USD (Q3/24) – tăng 5.4% QoQ.
- b) Tăng hiệu quả hoạt động: ước tính hiệu suất của nhà máy bao bì trong quý 3 đạt 74%, tăng 4 điểm % so với quý trước.

Các số liệu tích cực kể trên đến từ nhu cầu giấy đã cải thiện đáng kể và chúng tôi cho rằng xu hướng tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục duy trì đà cải thiện trong Q4/2024 và cả năm 2025 (xem thêm mục triển vọng kinh doanh 2025).

Ước tính giá bán giấy DHC quý 3 tăng 2.4% so với quý trước

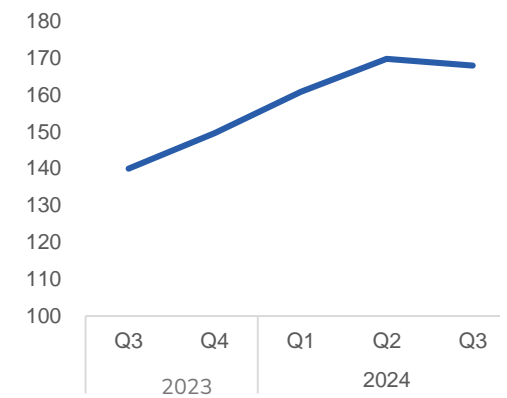
USD/tấn



Nguồn: BSC Research, thitruonggiay

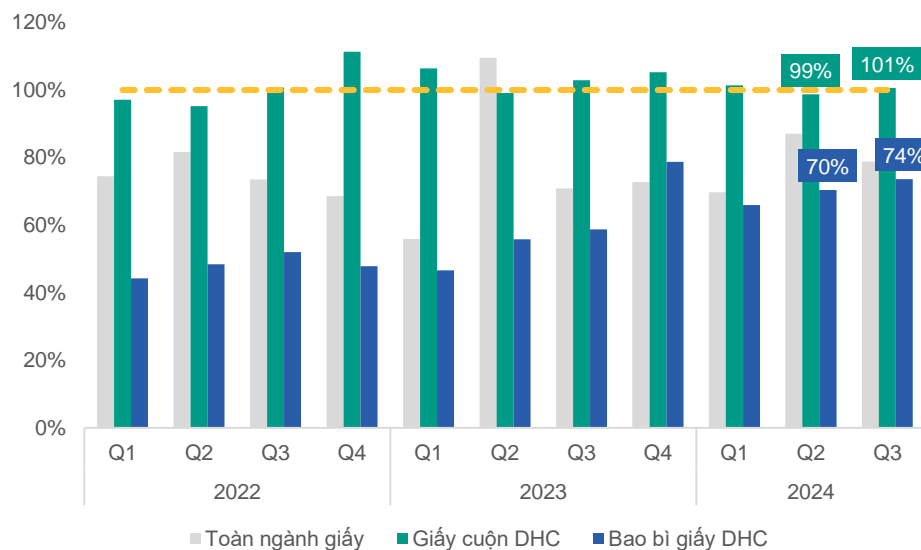
OCC trung bình quý 3 giảm -1.1% so với quý trước

USD/tấn



Nguồn: BSC Research, VPPA

Ước tính hiệu suất của nhà máy bao bì trong quý 3 cải thiện 4 điểm % so với quý 2



Nguồn: BSC Research, DHC

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2025 – KỲ VỌNG LỢI NHUẬN PHỤC HỒI TỪ ĐÁY

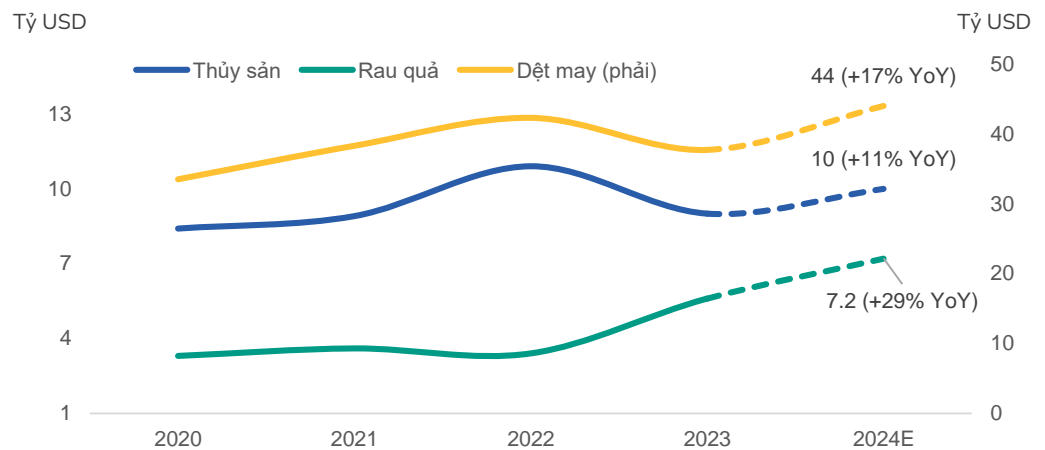
1. Triển vọng ngành giấy: Tình hình dư cung của ngành đã giảm bớt.

a) Nhu cầu giấy phục hồi theo hoạt động xuất khẩu

Triển vọng của nhóm xuất khẩu dệt may, rau quả và thủy sản sẽ hỗ trợ đơn hàng của ngành giấy bao bì. Trong năm 2024, giá trị xuất khẩu của dệt may, rau quả, thủy sản ước tính tăng trưởng ấn tượng lần lượt 17%/ 29%/ 11% so với năm 2023 và kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ phong độ tăng trưởng trong năm 2025 nhờ 1) xu hướng nhập lại hàng tồn kho của khách hàng và 2) nhu cầu tiếp tục phục hồi.

Ngoài ra, các ngành kể trên cũng có thể gián tiếp hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung sau khi Mỹ có tổng thống mới trong năm 2025, chúng tôi sẽ cập nhật khi có thông tin chính thức và các chính sách cụ thể.

Dự báo giá trị xuất khẩu của thủy sản, rau quả, dệt may kỳ vọng tiếp tục xu hướng tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2025



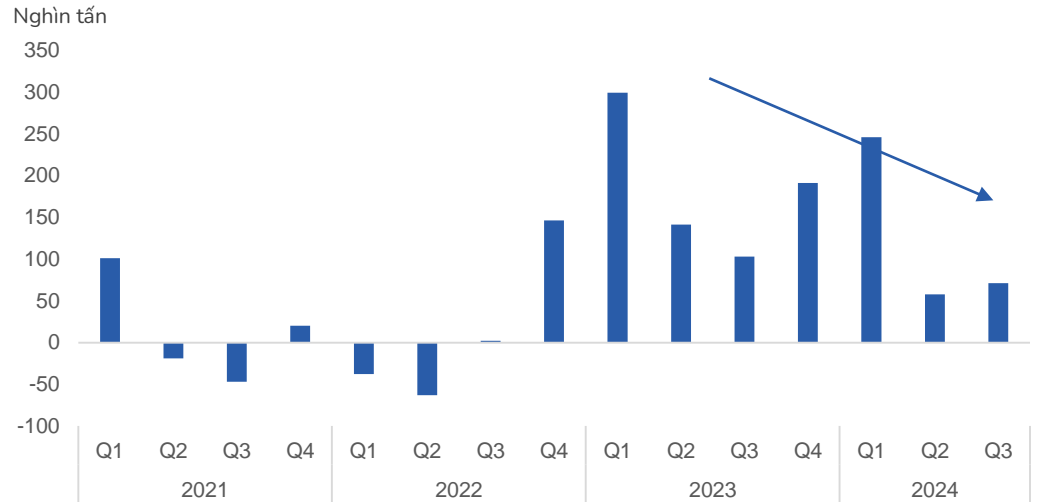
Nguồn: BSC Research, DHC, thitruonggiay, VPPA

b) Nguồn cung giấy suy giảm dần do các cơ sở sản xuất nhỏ đóng cửa.

Trong Q3/2024, sản xuất giấy bao bì của Việt Nam cao hơn tiêu thụ 71 nghìn tấn, cao hơn 22% so với quý 2 nhưng giảm -31% so với cùng kỳ, tính chung 9T2024, sản xuất vượt nhu cầu 374 nghìn tấn nhưng đã giảm -31% YoY. Nguyên nhân đến từ việc các cơ sở sản xuất giấy nhỏ buộc phải rút lui do không đáp ứng được yêu cầu về môi trường và thua lỗ trong thời gian dài.

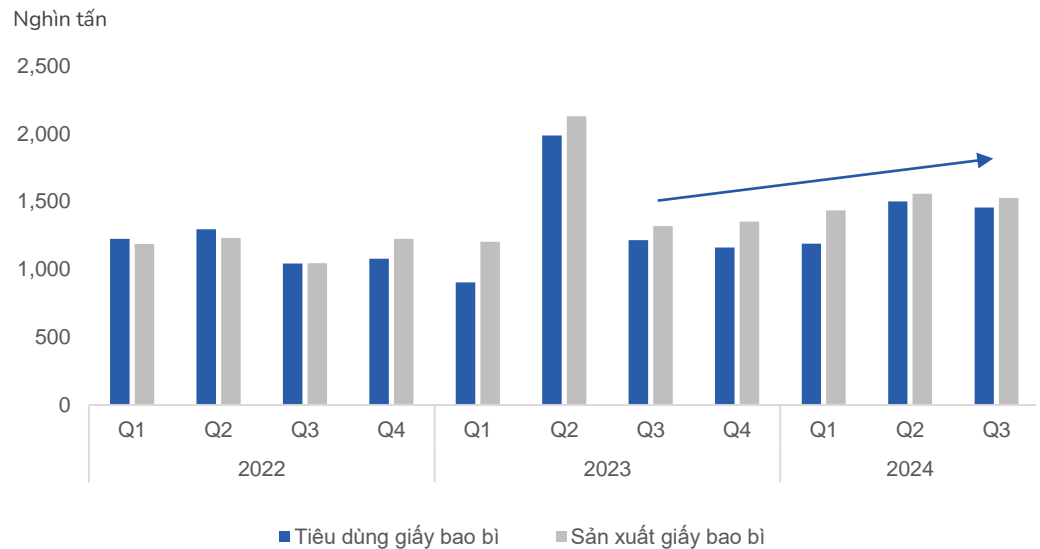
Chúng tôi cho rằng xu hướng các cơ sở sản xuất giấy nhỏ đóng cửa sẽ tiếp tục duy trì vì 1) không có đủ nguồn vốn để đầu tư khu vực xử lý nước thải và 2) chính quyền quyết tâm xử lý tình trạng ô nhiễm môi trường. Tham khảo bài báo [tại đây](#).

Chênh lệch sản xuất và tiêu dùng của ngành đang có dấu hiệu suy giảm



Nguồn: BSC Research, DHC, thitruonggiay, VPPA

Tình hình tiêu thụ giấy bao bì của ngành đang có dấu hiệu cải thiện



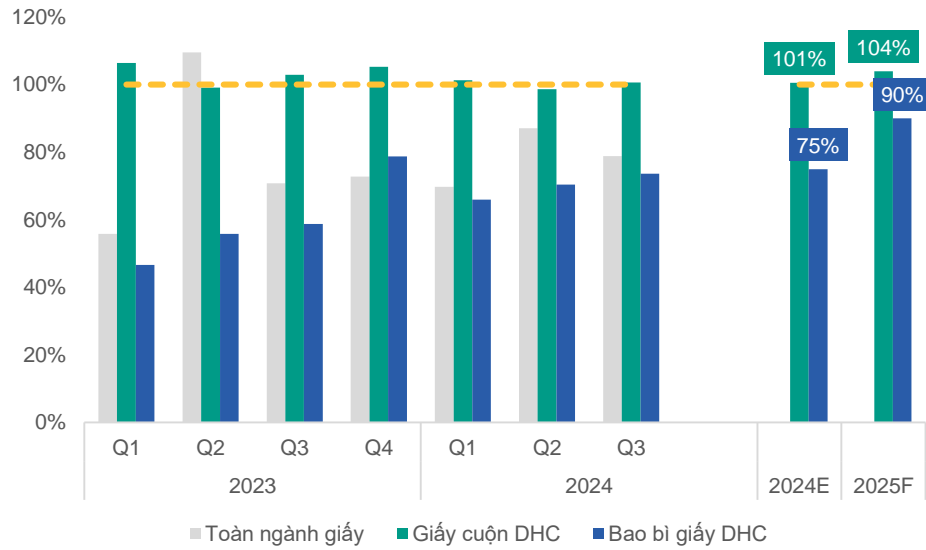
Nguồn: BSC Research, DHC, thitruonggiay, VPPA

2. Triển vọng doanh nghiệp: BSC kỳ vọng DHC được hưởng lợi trong tình hình ngành giấy được cải thiện.

- a) Hiệu suất của nhà máy bao bì đạt 90% (tăng 15 điểm %), nhà máy giấy đạt 104% (tăng 3 điểm %).

Với tiềm năng nhu cầu cải thiện như đã nêu trên, trong năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ bao bì giấy tăng 20% YoY, tương đương hiệu suất của nhà máy bao bì đạt 90% (tăng 15 điểm %) và sản lượng giấy cuộn tăng 3% YoY do nhà máy đã hoạt động vượt công suất, giúp DHC cải thiện hiệu suất hoạt động đồng thời hỗ trợ cho đà cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Trong năm 2025, hiệu suất của nhà máy giấy cuộn duy trì mức cao 104%, nhà máy bao bì đạt 90% (tăng 15 điểm %)

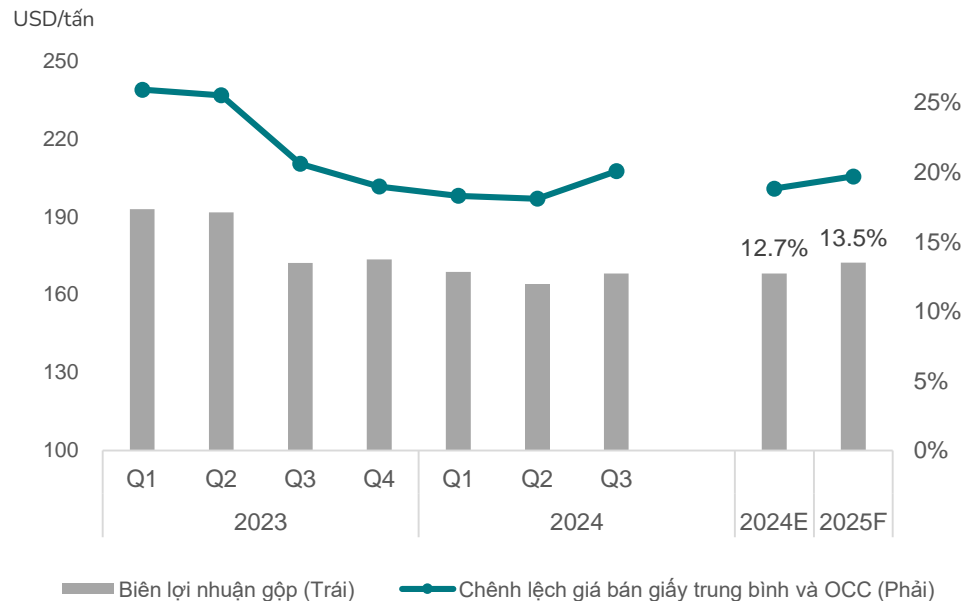


Nguồn: BSC Research, DHC, thitruonggiay, VPPA

b) Biên lợi nhuận gộp tăng từ đáy Q3/2024 nhờ giá bán tăng nhanh hơn giá đầu vào.

Biên lợi nhuận gộp đã có dấu hiệu tạo đáy trong Q3/2024 và chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 nhờ giá bán trung bình của giấy cuộn DHC tăng 5% YoY và bao bì giấy tăng 2.5% YoY, nhanh hơn mức tăng giá 2.5% của OCC nhờ tình hình dư cung suy giảm dần và nhu cầu giấy phục hồi như đã nêu trên, giúp biên gộp phục hồi lên mức 13.5%, tăng 0.8 điểm % so với cùng kỳ (loại bỏ doanh thu khác năm 2024).

Kỳ vọng biên gộp phục hồi lên mức 13.5% trong năm 2025



Nguồn: BSC Research, DHC, thitruonggiay, VPPA, (2024 loại bỏ doanh thu khác)

Triển vọng dài hạn đến từ nhà máy Giao Long 3 có thể đi vào hoạt động từ 2H2027 (giúp công suất tăng 100%)

Thông tin nhà máy Giao Long 3:

- Sản phẩm chính: giấy Kraftliner và Testliner (vẫn sản xuất được giấy Medium khi nhu cầu tăng).
- Công suất: kế hoạch 300.000 tấn/năm, giúp tổng công suất tăng gấp đôi.
- Tổng mức đầu tư: 1,800 tỷ VND (+/- 10%).
- Nguồn vốn: vốn chủ tài trợ 50%, vay nợ ngân hàng tài trợ 50%.
- Lịch trình: khởi công Q1/2025, chạy thử máy trong Q3/2027.
- Tiến độ: DHC đã đóng tiền thuê đất ở KCN Phú Thuận, được cấp giấy phép đầu tư nhà máy Giao Long 3 và đang đợi khởi công.

So sánh suất đầu tư của các nhà máy giấy ở Việt Nam

Dự án	Chủ đầu tư	Công suất (tấn)	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Suất đầu tư (triệu VND/tấn)	Thời gian khởi công
Nhà máy Hậu Giang	Lee & Man	420.000	6,400	15.2	2018
Nhà máy Chánh Dương	Chánh Dương	440,000	6,300	14.3	2015
Nhà máy Hải Phòng	HHP	100,000	1,300	13.0	2022
Nhà máy Vina Kraft	Vina Kraft	250,000	2,800	11.2	2013
Giao Long 2	DHC	253,800	1,120	4.4	2017
Giao Long 3	DHC	300,000	1,800	6.0	2025

Nguồn: DHC, BSC Research

Dự án Giao Long 2 giúp DHC tăng tổng công suất lên gấp 5.1 lần với phí đầu tư chỉ 4.4 triệu VND/tấn nhờ việc mua sắm máy móc, thiết bị với giá ưu đãi và công ty tự triển khai xây dựng, lắp đặt. Suất đầu tư này cho phép DHC bán với giá thấp hơn 2-5% so với mức giá trung bình trên thị trường. Các nhà máy hiện tại của DHC duy trì hiệu suất cao từ 95% đến 105%, trong khi hiệu suất trung bình của ngành chỉ đạt khoảng 80% trong năm 2023.

Dự án Giao Long 3 của DHC sẽ giúp nâng cao lợi thế chi phí của công ty vì suất đầu tư của dự án này khá thấp, ở mức 6.0 triệu vnd/tấn, chỉ bằng 50% so với mức trung bình của các nhà máy khác (sử dụng cách thức như Giao Long 2). Nhìn chung dự án không gặp khó khăn về nguồn vốn, pháp lý và **chúng tôi cho rằng dự án sẽ sớm được khởi công trong 1H/2025 có thể đi vào hoạt động từ 2H2027 và sớm đạt hiệu suất 90% sau 3 năm nhờ những hai yếu tố đã nêu ở trên** (Giao Long 2 hoạt động 100% công suất trong năm đầu tiên).

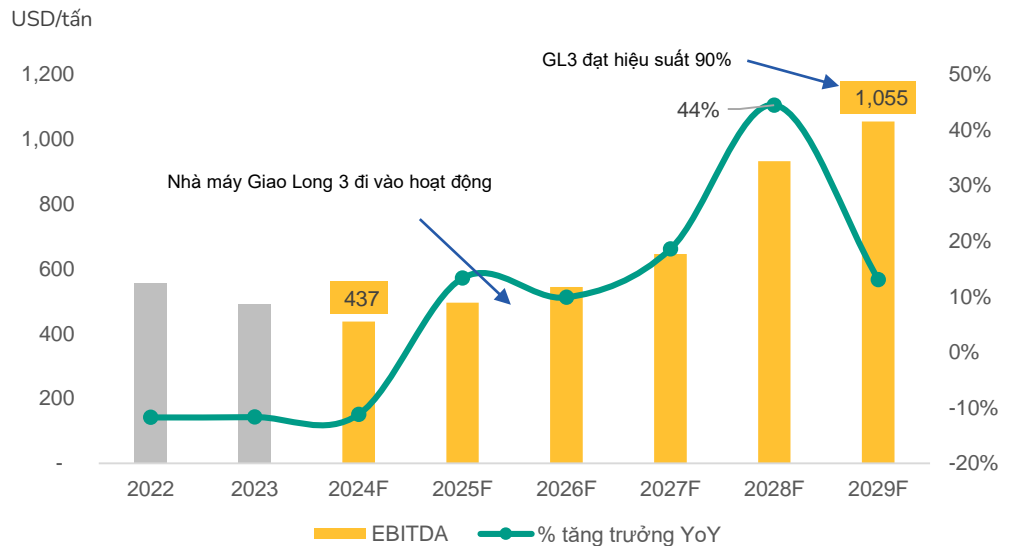
Trong năm 2024, công ty có kế hoạch phát hành thêm 8.05 triệu cổ phiếu (tương đương 10% số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại) với giá 25,000 VND/CP (thu về khoảng 200 tỷ VND) với mục đích tài trợ cho nhà máy Giao Long 3 và duy trì tỷ lệ đòn bẩy ở mức thích hợp. Kế hoạch này vẫn chưa thực hiện và có thể sẽ tiếp tục được trình trong năm 2025.

Các sự kiện chính ảnh hưởng đến giá cổ phiếu DHC



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

Nhà máy Giao Long 3 hoạt động 90% công suất sẽ giúp EBITDA của DHC tăng 140% so với năm 2024



Nguồn: BSC Research, DHC

III. DỰ PHÓNG KQKD 2024/2025

(Tỷ VND)	9T2024	2024F	%YoY	2025F	%YoY
Sản lượng tiêu thụ					
-Giấy cuộn (tấn)	228,521	305,760	-3%	316,000	3%
-Bao bì giấy (sản phẩm)	56,678	81,000	25%	97,200	20%
Giá bán bình quân					
-Giấy cuộn (VND/kg)	9,013	9,238	5%	9,700	5%
-Bao bì giấy (VND/sản phẩm)	8,545	8,476	-2%	8,688	2.5%
Doanh thu thuần	2,723	3,687	13.1%	3,910	6%
- Màng giấy	2,060	2,825	2.1%	3,065	9%
- Bao bì giấy	484	687	23%	844	23%
-Khác	176	176	N/A	0	N/A
Lợi nhuận gộp	328	457	-9.6%	528	15%
Chi phí bán hàng	85	111	2.4%	117	6%
Chi phí QLDN	28	37	-3.0%	39	6%
EBIT	215	310	-21%	371	20%
Doanh thu tài chính	25	35	22%	33	-5%
Chi phí tài chính	25	37	-2%	41	11%
-Lãi vay	16	24	-27%	33	38%
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	2	0		0	
LNTT	225	317	-11.3%	366	15%
LNST	194	273	-12%	311	14%
LNST-CĐTTS	194	273	-12%	311	14%
			Thay đổi		Thay đổi
% GPM	12.0%	12.4%	-3.1%	13.5%	1.1%
% SG&A/Doanh thu	4.1%	4.0%	-0.5%	4.0%	0.0%

Nguồn: DHC, BSC Research

Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 3,910 tỷ VND (+6% YoY), trong đó:

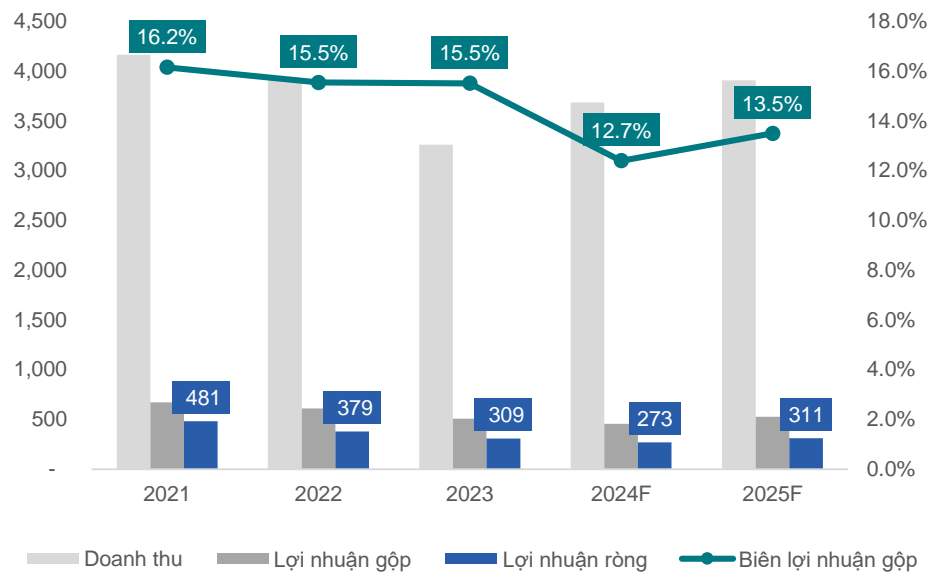
- Màng giấy cuộn tăng 9% YoY với sản lượng và giá bán tăng 3% YoY và 5% YoY.
- Màng bao bì giấy tăng 23% YoY với sản lượng và giá bán tăng 20% YoY và 2.5% YoY, tiếp tục duy trì chiến lược tối đa hóa sản lượng.

Biên gộp đạt 13.5% YoY, tăng 0.8 điểm % so với cùng kỳ nhờ 1) nhà máy tăng hiệu suất hoạt động, 2) giá bán trung bình tăng nhanh hơn giá OCC với tình hình dư cung của ngành giấy giảm bớt và nhu cầu giấy tăng trở lại.

LNST-CĐTTS đạt 311 tỷ VND (+14% YoY).

Dự báo kết quả kinh doanh DHC

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research, DHC (Năm 2024 loại bỏ doanh thu khác)

IV. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **42,500 VND/CP**, tương đương upside 19% (theo giá tham chiếu ngày 15/01/2025, đã bao gồm tỷ suất cổ tức 3%), dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E (giá định chưa có nhà máy Giao Long 3).

Chúng tôi đưa ra hai kịch bản định giá DHC và chọn kịch bản 1 (chưa có Giao Long 3), sau khi công ty có thông tin chính thức khởi công nhà máy Giao Long 3, chúng tôi sẽ định giá lại.

- **Kịch bản 1, không có dự án Giao Long 3**, giá mục tiêu 42,500, tương ứng upside 19%.
- **Kịch bản 2, dự án Giao Long 3 đi vào hoạt động từ 2H2027**, giá mục tiêu 46,600, tương ứng upside 30%.

Bảng định giá DHC

Phương pháp	Tỷ trọng	Kịch bản 1	Kịch bản 2
DCF	40%	15,900	20,000
P/E	60%	26,600	26,600
Giá mục tiêu		42,500	46,600
Giá hiện tại		36,700	36,700
Upside		16%	27%
Tỷ suất cổ tức		3%	3%
Tổng mức sinh lời		19%	30%

Nguồn: BSC Research

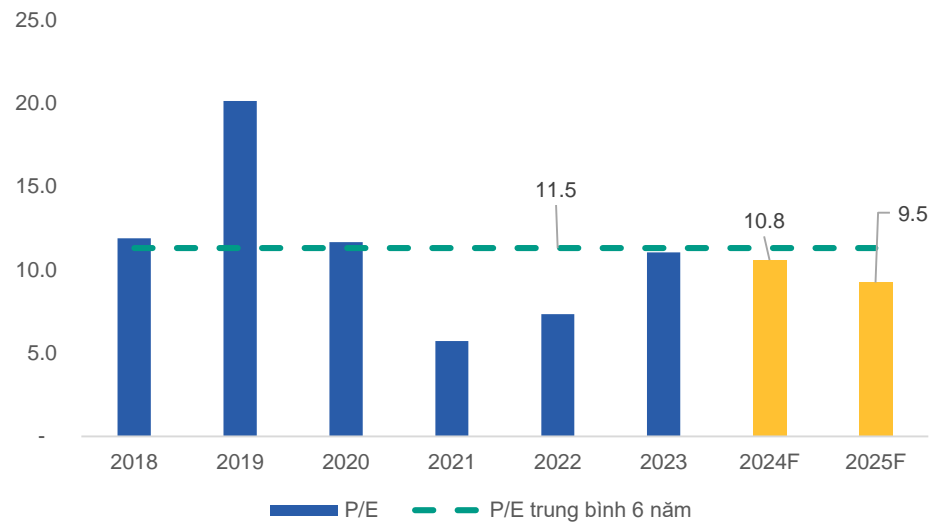
Với phương pháp P/E chúng tôi chọn mức P/E mục tiêu 11.5x, tương đương với trung bình 6 năm 2018-2023.

Bảng định giá P/E

Chỉ tiêu	Giá trị
LNST-CĐTTS 2025 (tỷ VND)	311
P/E mục tiêu	11.5
Số lượng cổ phiếu (triệu CP)	80.5
Giá mục tiêu (VND/CP)	44,400

Nguồn: BSC Research

DHC đang giao dịch ở mức chiết khấu hấp dẫn so với tiềm năng



Nguồn: BSC Research, DHC, Fiiipro

Với phương pháp DCF

Giả định

Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Beta	1.03
Phần bù rủi ro	10.5%
Chi phí vốn chủ	14.3%
Chi phí lãi vay	4.0%
Tỷ lệ vốn chủ	75%
Tỷ lệ nợ vay	25%
Thuế suất	15.0%
WACC	11.3%
Terminal growth	0.5%

	Kịch bản 1	Kịch bản 2
Giá trị doanh nghiệp	3,304	4,135
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	737	737
(-) nợ vay	843	843
Cổ phiếu ưu đãi	-	-
Lợi ích CĐ thiểu số	3	3
Giá trị vốn chủ (tỷ VND)	3,195	4,026
Số lượng cổ phiếu (triệu)	80.5	80.5
Giá mục tiêu (VND/CP)	39,700	50,000

Dòng tiền FCFF kịch bản 1

	2024F	2025F	2026F	...	2032F	2033F
EBIT	304	365	409	...	520	525
Thuế	44	55	76	...	130	108
Khấu hao	101	98	95	...	106	107
Capex	6	6	6	...	75	75
Thay đổi vốn lưu động	206	167	(27)	...	(58)	79
Dòng tiền dự do	149	235	449	...	478	370
Giá trị hiện tại của dòng tiền	149	210	356	...	189	130

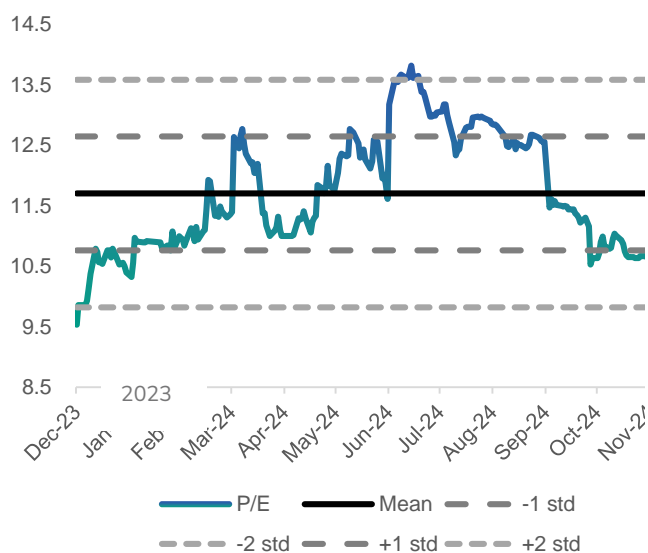
Nguồn: BSC Research

Dòng tiền FCFF kịch bản 2

	2024F	2025F	2026F	...	2032F	2033F
EBIT	304	365	409	...	951	971
Thuế	44	55	75	...	157	199
Khấu hao	101	98	95	...	216	214
Capex	6	506	506	...	75	75
Thay đổi vốn lưu động	206	167	(27)	...	(182)	146
Dòng tiền dự do	149	(265)	(51)	...	1,118	765
Giá trị hiện tại của dòng tiền	149	(236)	(40)	...	442	269

Nguồn: BSC Research

Hình 14: Stock PE



Hình 15: Stock PB



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	4,165	3,936	3,261	3,687	3,910
Giá vốn hàng bán	3,324	2,755	3,230	3,382	3,576
Lợi nhuận gộp	841	1,181	31	305	334
Chi phí bán hàng	120	119	108	111	117
Chi phí QLDN	42	38	38	37	39
Lãi/lỗ HDKD	679	1,024	(115)	158	178
Doanh thu tài chính	15	21	29	35	33
Chi phí tài chính	17	42	38	37	41
Chi phí lãi vay	16	19	33	24	33
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	2	2	2
Lãi/lỗ khác	3	5	8	7	-
LN trước thuế	512	437	358	317	366
Thuế thu nhập DN	31	58	49	44	55
LN sau thuế	481	379	309	273	311
CĐTS	-	-	-	-	-
LNST-CĐTS	481	379	309	273	311
EBITDA	631	557	492	443	497
EPS	6,871	5,414	3,839	3,391	3,860

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	481	379	309	273	311
Khấu hao và phân bổ	103	101	101	101	98
Thay đổi vốn lưu động	(311)	(240)	(58)	(206)	(167)
Điều chỉnh khác	44	64	-	-	-
LCTT từ HĐ KD	317	304	352	168	242
Tiền chi mua TSCĐ	(156)	(77)	(6)	(6)	(6)
Đầu tư khác	2	4	-	-	-
LCTT từ HĐ đầu tư	(189)	(48)	(6)	(206)	(6)
Tiền chi trả cổ tức	(168)	(315)	(201)	(161)	(80)
Tiền từ vay ròng	(64)	148	-	200	100
Tiền thu khác	-	3	-	-	-
LCTT từ HĐ tài chính	(232)	(164)	(201)	39	20
Dòng tiền đầu kỳ	202	98	189	334	335
Tiền trong kỳ	(104)	91	145	1	256
Dòng tiền cuối kỳ	98	189	334	335	591

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022F	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	1,170	1,663	1,785	2,341	2,843
Tiền & Tương đương tiền	98	189	247	335	591
Đầu tư ngắn hạn	44	19	101	301	301
Phải thu ngắn hạn	667	782	894	1,072	1,171
Hàng tồn kho	320	629	504	593	741
TS ngắn hạn khác	41	44	39	39	39
Tài sản dài hạn	1,231	1,220	1,130	1,042	950
Tài sản hữu hình	1,052	1,138	1,042	992	900
Tài sản dở dang dài hạn	156	45	46	-	-
Đầu tư dài hạn	5	5	7	7	7
Tài sản dài hạn khác	19	31	36	36	36
Tổng Tài sản	2,401	2,882	2,915	3,383	3,793
Tổng nợ ngắn hạn	704	1,131	1,063	1,417	1,597
Nợ phải trả	305	533	303	405	485
Vay ngắn hạn	371	518	702	902	1,002
Nợ ngắn hạn khác	28	80	58	110	110
Tổng nợ dài hạn	-	-	1	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	1	-	-
Tổng nợ phải trả	704	1,131	1,064	1,417	1,597
Vốn góp	700	700	805	805	805
Thặng dư vốn cổ phần	235	235	235	235	235
LN chưa phân phối	703	730	707	807	1,022
Vốn chủ khác	59	83	102	116	131
Cổ đồng thiểu số	-	3	3	3	3
Tổng vốn chủ sở hữu	1,697	1,751	1,852	1,966	2,197
Tổng nguồn vốn	2,401	2,882	2,915	3,383	3,793
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	70	70	81	81	81

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.7	1.5	1.7	1.7	1.8
Hệ số TT nhanh	1.1	0.9	1.2	1.2	1.3
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	15%	18%	24%	27%	26%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	22%	30%	38%	46%	46%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	33	52	75	62	72
Số ngày phải thu	52	62	73	73	84
Số ngày phải trả	37	46	55	40	48
CCC	48	68	93	95	108
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	16%	16%	16%	12%	14%
Biên Lợi nhuận ròng	12%	10%	9%	7%	8%
ROE	31%	22%	17%	14%	15%
ROA	21%	14%	11%	9%	9%
Định giá					
PE	5.7	7.3	11.1	10.6	9.3
PB	3.6	1.3	1.5	1.5	1.3
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	44%	-5%	-17%	13%	6%
Tăng trưởng EBIT	18%	-14%	-14%	-21%	20%
Tăng trưởng LNNT	25%	-15%	-18%	-11%	15%
Tăng trưởng EPS	-2%	-21%	-29%	-12%	14%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Định lượng

Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thùy Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyrch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn