

Ngành: Xuất khẩu gỗ | BSC RESEARCH

| KHUYẾN NGHỊ            |        | CTCP GỖ PHÚ TÀI (HSX: PTB)<br>KỶ VỌNG XUẤT KHẨU GỖ HỒI PHỤC |            |                |        |
|------------------------|--------|-------------------------------------------------------------|------------|----------------|--------|
| Giá hiện tại:          | 62,700 | Ngày viết báo cáo:                                          | 27/03/2024 | CƠ CẤU CỔ ĐÔNG |        |
| Giá mục tiêu trước đây |        | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)                                   | 67         | Lê Vỹ          | 13.48% |
| Giá mục tiêu mới:      | 78,000 | Vốn hóa (tỷ đồng)                                           | 4,42       | Lê Văn Thảo    | 8.69%  |
| Tỷ suất cổ tức         |        | Thanh khoản 6M (Triệu CP):                                  | 2.1        | Nguyễn Sỹ Hòe  | 6.26%  |
| Tiềm năng tăng giá     | 23%    | Sở hữu nước ngoài                                           | 22.6%      |                |        |

Bộ phận Research:

Trần Lâm Tùng,  
(Thủy sản, dệt may, công nghệ)  
[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với **PTB** với giá mục tiêu **78,000 VND/CP** (+23% so với giá ngày 27/03/2024) dựa trên:

- (1) BSC sử dụng mức EPS của năm 2025 trong định giá của mình nhằm phản ánh đầy đủ (i) triển vọng của mảng xuất khẩu gỗ do điểm rơi hồi phục kỳ vọng sẽ rơi chủ yếu vào giai đoạn từ 2H.2024 và 2025 khi thị trường bất động sản và tiêu dùng của người dân Mỹ dần ấm trở lại (ii) tiềm năng từ dự án Phú Tài Central Life tạo tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong 2025.
- (2) Phương pháp P/E mục tiêu = 9.5 lần được áp dụng tương đương mức trung bình của năm 2021 do (i) là năm có cùng mức tăng trưởng lợi nhuận +44% yoy (ii) năm 2021 là giai đoạn có sự tương đồng với giai đoạn định giá khi PTB bước vào chu kỳ hồi phục và cùng thời điểm phân phối dự án Phú Tài Residence

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) Mảng đồ gỗ nội thất và đá kỳ vọng hồi phục trong 2024/2025 dựa trên nhu cầu tiêu thụ hồi phục tại thị trường nội địa/xuất khẩu do (i) thị trường bất động sản hồi phục (ii) tiêu dùng của người dân dần được cải thiện trong 2024/2025.
- (2) Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong 2025 nhờ ghi nhận dự án Phú Tài Central Life

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

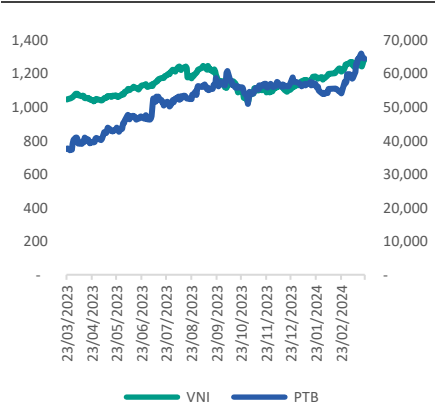
Năm 2024, BSC dự báo PTB sẽ ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 6,288 tỷ đồng (+13% yoy) và 379 tỷ đồng (+30% yoy), tương đương EPS FW 2024 = 5,722 VNĐ/CP và P/E FW 2024 = 11.5 lần.

Năm 2025, BSC dự PTB sẽ ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 7,671 tỷ đồng (+22% yoy) và 547 tỷ đồng (+44% yoy), tương đương EPS FW 2025 = 8,177 VNĐ/CP và P/E FW 2024 = 8 lần

RỦI RO:

- (1) Nhu cầu đồ nội thất, gạch đá ốp lát tại thị trường Mỹ hồi phục thấp hơn kỳ vọng.
- (2) Nhu cầu tại thị trường nội địa thấp hơn kỳ vọng
- (3) Ghi nhận dự án Bất động sản của PTB chậm hơn kỳ vọng.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



| Chỉ số  | 2023 | 2024F | 2025F | Peer | VNI   |
|---------|------|-------|-------|------|-------|
| PE (x)  | 13   | 11.5  | 8     | 14   | 14.8  |
| PB (x)  | 1.6  | 1.4   | 1.2   | 2.1  | 1.9   |
| ROE (%) | 10%  | 12%   | 15%   | 16%  | 12.4% |
| ROA (%) | 6%   | 7%    | 8%    | 8%   | 2.1%  |

|                 | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần | 6,887 | 5,619 | 6,288 | 7,671 |
| Lợi nhuận gộp   | 1,540 | 1,152 | 1,365 | 1,670 |
| LNST - CĐTS     | 487   | 292   | 379   | 547   |
| EPS             | 7,284 | 4,371 | 5,668 | 8,177 |
| Tăng trưởng EPS | -5%   | -40%  | 30%   | 44%   |

## I. CẬP NHẬT KQKD

Hình: Bảng cập nhật KQKD PTB Q4.2023 và 2023

| PTB_Tỷ VNĐ                   | Q4.2022      | Q4.2023      | % YoY       | 2022         | 2023         | % YoY       |
|------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>       | <b>1,723</b> | <b>1,548</b> | <b>-10%</b> | <b>6,887</b> | <b>5,619</b> | <b>-18%</b> |
| Sản phẩm đá                  | 510          | 484          | -5%         | 1,712        | 1,778        | 4%          |
| Sản phẩm gỗ                  | 773          | 783          | 1%          | 3,384        | 2,785        | -18%        |
| Xe oto                       | 356          | 232          | -35%        | 1,261        | 877          | -30%        |
| BĐS                          | 47           | 19           | -61%        | 406          | 58           | -86%        |
| Dịch vụ sửa chữa xe          | 34           | 24           | -29%        | 109          | 108          | -1%         |
| Dịch vụ khác                 | 5            | 7            | 34%         | 18           | 13           | -31%        |
| <b>Lãi gộp</b>               | <b>334</b>   | <b>291</b>   | <b>-13%</b> | <b>1,541</b> | <b>1,152</b> | <b>-25%</b> |
| <b>Biên gộp</b>              | <b>19%</b>   | <b>19%</b>   | <b>-1%</b>  | <b>22%</b>   | <b>21%</b>   | <b>-2%</b>  |
| Sản phẩm đá                  | 29%          | 27%          | -1%         | 29%          | 29%          | 0%          |
| Sản phẩm gỗ                  | 19%          | 17%          | -2%         | 23%          | 20%          | -3%         |
| Xe oto                       | 4%           | 3%           | 0%          | 4%           | 2%           | -2%         |
| BĐS                          | 43%          | 30%          | -13%        | 42%          | 36%          | -6%         |
| Dịch vụ sửa chữa xe          | 27%          | 21%          | -6%         | 21%          | 23%          | 1%          |
| Dịch vụ khác                 | n/a          | 78%          | n/a         | 55%          | 80%          | 24%         |
| Thu nhập tài chính           | 12           | 8            | -31%        | 45           | 30           | -33%        |
| Chi phí tài chính            | (57)         | (32)         | -45%        | (171)        | (143)        | -16%        |
| Trong đó: Chi phí lãi vay    | (24)         | (27)         | 13%         | (114)        | (117)        | 3%          |
| Lãi/(lỗ) từ CTLK             | -            | (7)          |             | -            | (7)          |             |
| Chi phí bán hàng             | (134)        | (127)        |             | (562)        | (439)        | -22%        |
| CP QLDN                      | (70)         | (52)         | -26%        | (236)        | (206)        | -13%        |
| <b>Lãi từ HĐKD</b>           | <b>85</b>    | <b>82</b>    | <b>-4%</b>  | <b>616</b>   | <b>386</b>   | <b>-37%</b> |
| Thu nhập khác, ròng          | (3)          | (18)         | 494%        | (74)         | (39)         | -48%        |
| <b>EBT</b>                   | <b>90</b>    | <b>70</b>    | <b>-22%</b> | <b>611</b>   | <b>365</b>   | <b>-40%</b> |
| Thuế TNDN                    | (13)         | (18)         | 38%         | (109)        | (71)         | -35%        |
| <b>NPAT</b>                  | <b>77</b>    | <b>52</b>    | <b>-32%</b> | <b>502</b>   | <b>294</b>   | <b>-41%</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 1            | 0            | -66%        | 15           | 2            | -88%        |
| <b>NPATMI</b>                | <b>75</b>    | <b>52</b>    | <b>-31%</b> | <b>487</b>   | <b>292</b>   | <b>-40%</b> |
| Biên lợi nhuận ròng          | 4%           | 0%           | -4%         | 7%           | 5%           | -2%         |

### Nhận xét KQKD Q4/2023 – Đà suy giảm doanh thu được thu hẹp

Chúng tôi nhận thấy một số điểm cần chú ý sau:

- (1) Doanh thu thuần -10% yoy chủ yếu do:
  - (i) Doanh thu bán xe, dịch vụ sửa chữa và BĐS ghi nhận giảm lần lượt -35% yoy, -29% yoy và -61% yoy do nhu cầu mua xe/BĐS tương đối thấp trong Q4.2023.
  - (ii) Mặt khác, kinh doanh gỗ lại đang dần cho thấy điểm sáng, khi ghi nhận những tín hiệu hồi phục ban đầu cụ thể doanh thu xuất khẩu gỗ Q4.2024 = 726 tỷ đồng (-1% yoy) thu hẹp đà giảm đáng kể so với 3 quý liền trước (trung bình ghi nhận giảm -18% - 25% yoy) nhờ tiêu thụ đồ gỗ nội thất tại Mỹ hồi phục trong Q4.2024.
- (2) LNST-CĐTS -31% yoy chủ yếu do biên lợi nhuận gộp mảng gỗ = 17.2% thu hẹp -2.2% so với mức 19.4% của năm 2022 do chủ yếu đơn giá xuất khẩu giảm svck.

**KQKD 2023:** Nhìn chung, trong 2023, KQKD của PTB là không khả quan khi ghi nhận DTT và LNST-CĐTS giảm lần lượt -18% yoy và -40% yoy do nhu cầu yếu tại cả thị trường xuất khẩu lẫn nội địa đã tác động tiêu cực lên hầu hết các mảng kinh doanh của PTB trong 2023.

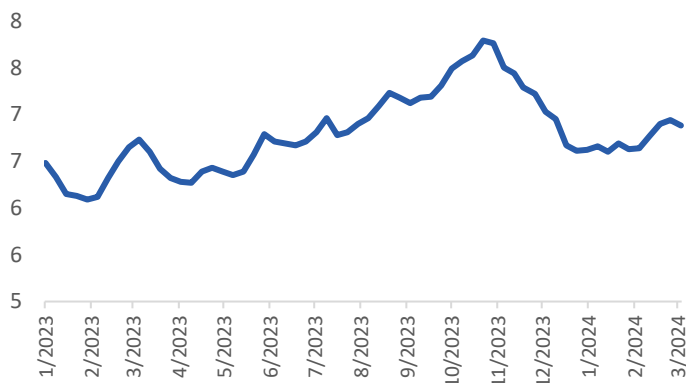
## II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Mảng đồ gỗ nội thất +13% yoy/+19% yoy nhờ xuất khẩu đi Mỹ hồi phục trong 2024, 2025 nhờ:**

### 1. Nhu cầu mua đồ nội thất hồi phục tại thị trường Mỹ trong 2024/2025:

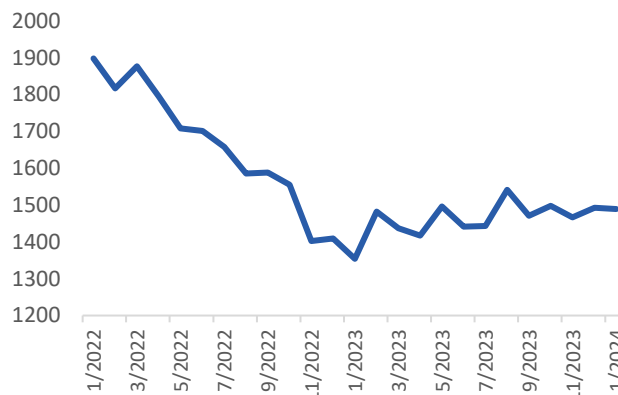
- (1) Nhu cầu mua nhà/xây mới ảm dần về phía cuối năm 2024 và hồi phục mạnh trong 2025 do (i) lãi suất cầm cố mua nhà 30 năm đã tạo đỉnh trong Q4.2023 và kỳ vọng giảm trong 2024 khi FED hạ lãi suất (ii) lượng giấy phép xây dựng nhà ở cấp mới duy trì xu hướng hồi phục từ Q2.2023 kỳ vọng phản ánh lên số lượng nhà xây mới trong 2H.2024 và 2025 (do công đoạn từ giấy phép đến hoàn thành xây dựng thường kéo dài từ 4-5 quý).

**Hình: Lãi suất cầm cố mua nhà tại đỉnh trong Q4.2023**



Nguồn: Freddie Mac

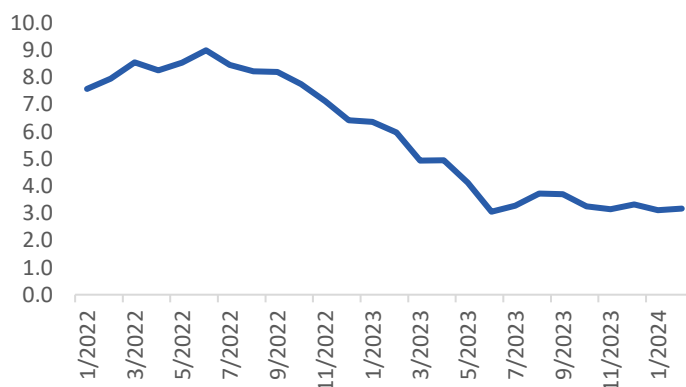
**Hình: Lượng giấy phép xây mới BĐS tại Mỹ có xu hướng hồi phục kỳ vọng hỗ trợ nguồn cung trong 2024**



Nguồn: Fred

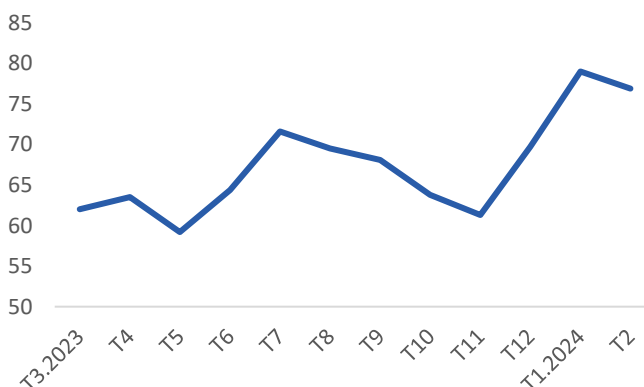
- (2) Tiêu dùng tại thị trường Mỹ kỳ vọng hồi phục do (i) lạm phát giảm và (ii) chỉ số tự tin người tiêu dùng cải thiện. Tuy nhiên, do đồ nội thất là mặt hàng không thiết yếu nên chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục của nhu cầu đồ nội thất Mỹ sẽ có sự hồi phục rõ rệt hơn vào giai đoạn cuối năm nay và năm sau.

**Hình: Lạm phát tại Mỹ duy trì xu thế giảm**



Nguồn: Fred

**Hình: Chỉ số tự tin người tiêu dùng tại Mỹ tăng mạnh trong những tháng đầu năm 2024**

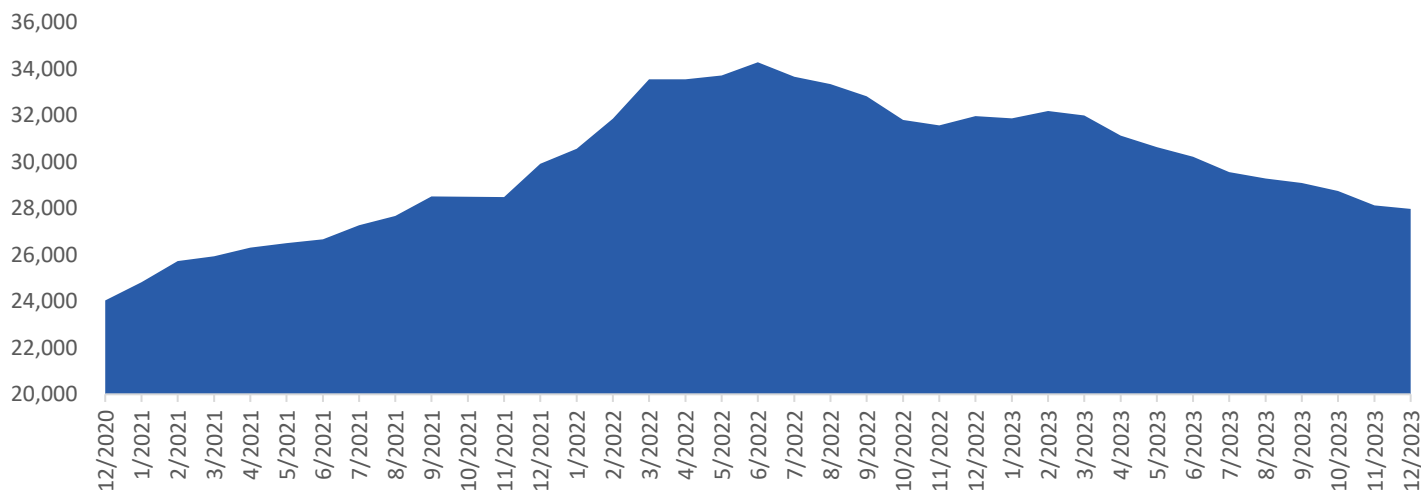


Nguồn: Trading Economics

## 2. Áp lực tồn kho đồ nội thất Mỹ đã giảm đáng kể trong giai đoạn cuối năm 2023:

Tồn kho đồ nội thất tại Mỹ T12.2023 = 27.973 tỷ USD (-13% yoy, -1% mom) ghi nhận tháng giảm thứ 11 liên tiếp do (1) nhà phân phối đồ nội thất tập trung quản lý, giảm giá đẩy hàng tồn từ T6.2023 (2) nhu cầu tại thị trường Mỹ có xu hướng ảm đạm trong 2H.2023. Chúng tôi cho rằng trong 1H.2024, khi mức tồn kho đã giảm trong khi nhu cầu đang dần cho những tín hiệu hồi phục ban đầu, các nhà phân phối tại Mỹ sẽ phải nhập hàng trở lại từ đó sẽ hỗ trợ lượng đơn hàng của PTB và các doanh nghiệp gỗ khác cải thiện trở lại svck

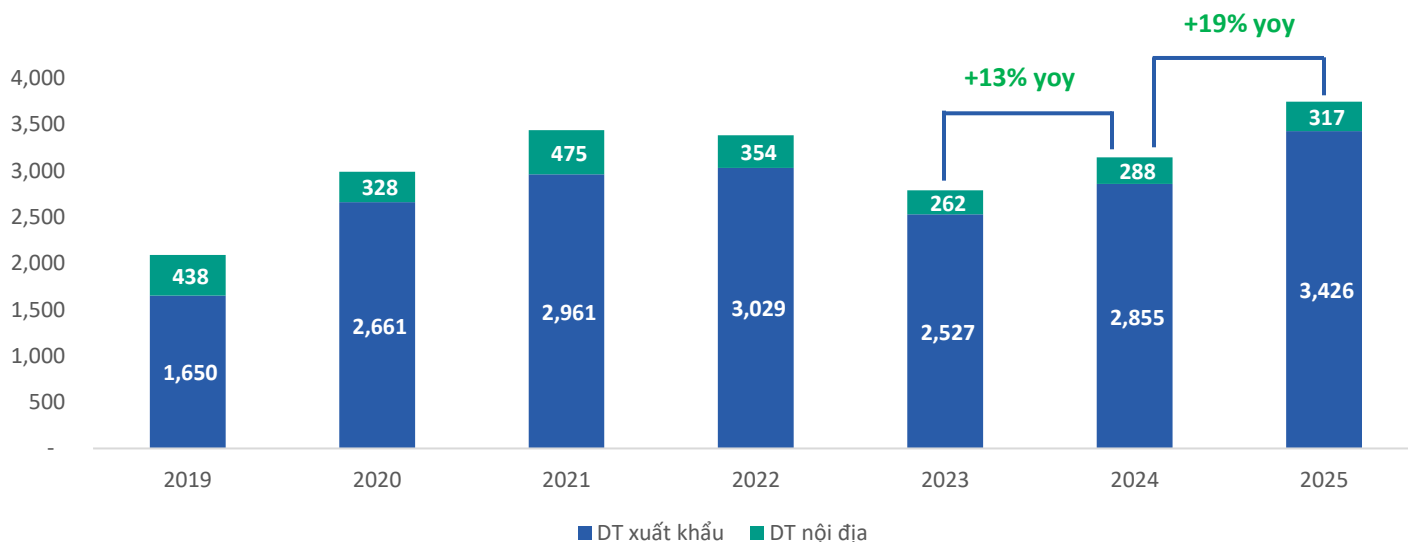
Hình: Tồn kho đồ nội thất Mỹ T12.2023 = 27.973 tỷ USD (-13% yoy, -1% mom)



Nguồn: Fred

Thật vậy, 2 tháng đầu năm, **PTB đã bắt đầu ghi nhận doanh số xuất khẩu gỗ hồi phục ước tính khoảng 19.4 triệu USD (+4% yoy)** chủ yếu nhờ lượng đơn hàng tăng trở lại từ các khách hàng tại Mỹ như Ashley Furniture, Yaraghi, Gigacloud Trading (công ty mua lại Noble house sau khi phá sản). Ban lãnh đạo công ty cũng đưa ra kỳ vọng doanh số xuất khẩu sẽ trở lại tương đương mức đỉnh của 2022 trong 2H.2024. Do đó, cùng với những dấu hiệu hồi phục ban đầu của thị trường Mỹ, chúng tôi kỳ vọng mảng gỗ sẽ tăng trưởng lần lượt +13%/19% yoy trong 2024/2025.

Hình: Kỳ vọng Doanh thu mảng gỗ của PTB ghi nhận +13%/+19% yoy trong 2024/2025 nhờ xuất khẩu gỗ hồi phục



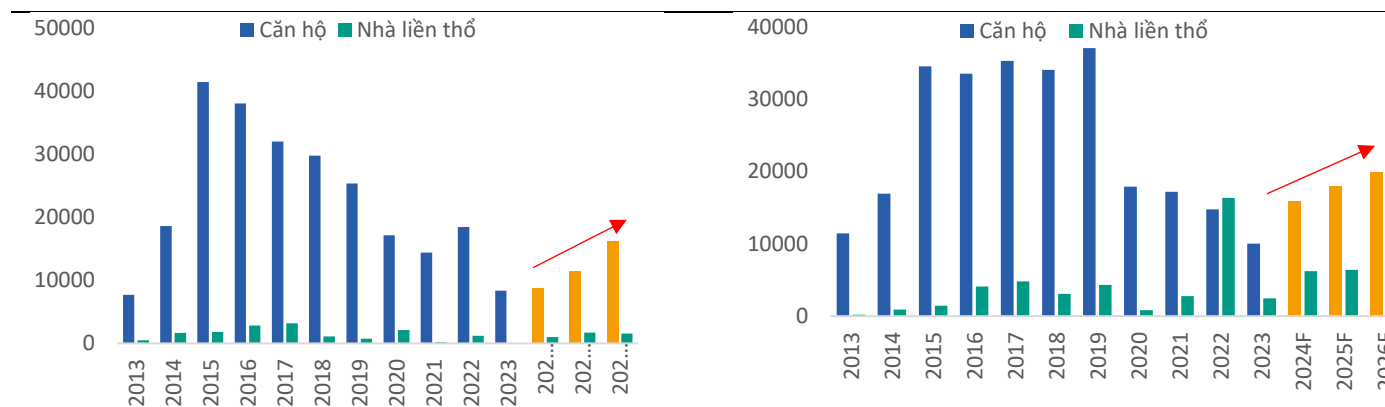
Nguồn: BSC dự phóng

**Mảng đá +10% yoy nhờ thị trường nội địa +10% yoy và xuất khẩu +10% yoy trong 2024/2025, cụ thể:**

**1. Thị trường nội địa kỳ vọng hồi phục +10% yoy trong 2024/2025 nhờ thị trường Bất động sản trong nước dần ấm trở lại hỗ trợ tiêu thụ gạch ốp lát hồi phục do:**

- (1) Luật Nhà ở (sửa đổi), luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi) và luật Đất đai (sửa đổi) được thông qua giúp hoàn thiện hành lang pháp lý hỗ trợ các chủ đầu tư mạnh dạn hơn trong đầu tư phát triển dự án (nđt tham khảo chi tiết tại: báo cáo ngành BĐS của BSC).
- (2) Mặt bằng lãi suất giảm hỗ trợ nhu cầu mua/xây bất động sản trong 2024/2025.

**Hình: Nguồn cung căn hộ/nhà liền thổ kỳ vọng dần hồi phục từ 2024 tại Hà Nội (Phải) và TP.HCM (Trái).**



Nguồn: CBRE

**2. Thị trường xuất khẩu kỳ vọng +10% yoy trong 2024/2025** nhờ (1) thị trường bất động sản Mỹ kỳ vọng hồi phục (đã đề cập bên trên) (2) tập khách hàng của PTB được mở rộng tại các thị trường xuất khẩu nhờ tích cực tham gia các hội chợ/triển lãm tại các thị trường xuất khẩu (3) lợi thế tự chủ nguồn nguyên vật liệu đầu vào giúp PTB có thể truy xuất rõ nguồn gốc, đảm bảo giá cả cạnh tranh, trong bối cảnh các quy định về luật bảo hộ thương mại đặc biệt nghiêm ngặt tại Mỹ (thuế chống lẩn tránh đối với các mặt hàng Trung Quốc đồ đá gia công ở nước ngoài).

**Kỳ vọng mảng bất động sản ghi nhận tăng trưởng đột biến trong 2025 nhờ ghi nhận dự án Phú Tài Central Life**

Dự án Phú Tài Central Life với tổng mức đầu tư khoảng 529 tỷ đồng, trên nền diện tích quy hoạch 2,920 m2 với khoảng 380 căn hộ chung cư (12 căn hộ ở kết hợp thương mại, 368 căn hộ ở) kỳ vọng sẽ được bàn giao trong 2H.2025 và giúp PTB ghi nhận tăng trưởng đột biến so với cùng kỳ nhờ:

**1. Dự án hiện đang đi đúng tiến độ khi hoàn thành xây dựng xong phần Shop house chân đế (phần thi công khó và lâu nhất).**

**Hình: Phú Tài Central Life tọa lạc ở vị trí đắc địa ở TP. Quy Nhơn.**



Nguồn: PTB

**Hình: Dự án đã hoàn thành phần Shop House chân đế.**



Nguồn: PTB

**2. Mức độ tiêu thụ dự án tương đối tốt, khi đợt ra hàng đầu tiên trong 2024 (121 căn, 30% dự án) đã được tiêu thụ gần hết nhờ (1) vị trí đắc địa của dự án khi nằm ngay khu vực trung tâm của TP. Quy Nhơn, hướng thẳng ra biển, cùng với tiện ích xung quanh như trường học, siêu thị, bệnh viện (2) PTB tập trung đáp ứng những nhu cầu ở thực của người tiêu dùng (3) pháp lý đầy đủ, đảm bảo người mua nhà có sổ đỏ sau khi bàn giao. Đợt ra hàng tiếp theo sẽ diễn ra ngay sau khi những căn hộ của đợt đầu tiên bán hết.**

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024, BSC dự báo PTB sẽ ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 6,288 tỷ đồng (+13% yoy) và 379 tỷ đồng (+30% yoy), tương đương EPS FW 2024 = 5,722 VNĐ/CP và P/E FW 2024 = 11.5 lần.

Năm 2025, BSC dự PTB sẽ ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 7,671 tỷ đồng (+22% yoy) và 547 tỷ đồng (+44% yoy), tương đương EPS FW 2025 = 8,177 VNĐ/CP và P/E FW 2024 = 8 lần, dựa trên giả định sau:

- 1. Mảng gỗ +13%/+19% yoy trong 2024/2025 chủ yếu nhờ xuất khẩu +13%/+20% yoy do nhu cầu đồ nội thất hồi phục tại thị trường Mỹ.
- 2. Mảng đá +10% yoy trong 2024/2025 nhờ thị trường bất động sản dần hồi phục và PTB mở rộng tệp khách hàng xuất khẩu tại Mỹ.
- 3. Mảng bất động sản +182%/+320% yoy trong 2024/2025 nhờ (1) ghi nhận phần còn lại của dự án Phú Tài Residence trong 2024 (164 tỷ đồng) (2) dự án Phú Tài Central Life được ghi nhận hoàn toàn trong 2025 (701 tỷ đồng).
- 4. Biên lợi nhuận gộp 2024/2025 = 21.7%/21.8% cải thiện 1.2%/0.1% svck chủ yếu nhờ biên mảng gỗ cải thiện khi sản lượng xuất khẩu gỗ hồi phục.

Hình: Bảng chi tiết dự phóng của BSC.

| Đơn vị                      | TH 2023        | Ước tính 2024 | Ước tính 2025 | %yoy 2024  | %yoy 2025  |
|-----------------------------|----------------|---------------|---------------|------------|------------|
| <b>Tài chính</b>            | <b>Tỷ đồng</b> |               |               |            |            |
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>5,619</b>   | <b>6,288</b>  | <b>7,671</b>  | <b>12%</b> | <b>22%</b> |
| Sản phẩm gỗ                 | 2,785          | 3,143         | 3,743         | 13%        | 19%        |
| Sản phẩm đá                 | 1,778          | 1,956         | 2,151         | 10%        | 10%        |
| Ô tô Toyota                 | 877            | 899           | 944           | 3%         | 5%         |
| BĐS                         | 58             | 164           | 701           | 183%       | 327%       |
| Sửa chữa Ô tô               | 108            | 114           | 119           | 5%         | 5%         |
| Khác                        | 12             | 12            | 12            | 0%         | 0%         |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>1,152</b>   | <b>1,365</b>  | <b>1,670</b>  | <b>18%</b> | <b>22%</b> |
| Biên lợi nhuận gộp          | 20.5%          | 21.7%         | 21.8%         |            |            |
| Chi phí bán hàng            | (439)          | (516)         | (629)         |            |            |
| Biên chi phí bán hàng       | 7.8%           | 8.2%          | 8.2%          |            |            |
| Chi phí tài quản lý         | (206)          | (231)         | (281)         |            |            |
| Biên chi phí quản lý        | 3.7%           | 3.7%          | 3.7%          |            |            |
| Chi phí tài chính           | (143)          | (154)         | (176)         |            |            |
| Chi phí lãi vay             | (117)          | (123)         | (141)         |            |            |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>365</b>     | <b>473</b>    | <b>682</b>    | <b>30%</b> | <b>44%</b> |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>294</b>     | <b>382</b>    | <b>550</b>    | <b>30%</b> | <b>44%</b> |
| <b>LNST - CĐTS</b>          | <b>292</b>     | <b>379</b>    | <b>547</b>    | <b>30%</b> | <b>44%</b> |
| <b>EPS</b>                  | <b>4,371</b>   | <b>5,668</b>  | <b>8,177</b>  | <b>30%</b> | <b>44%</b> |

Nguồn: BSC dự phóng



#### IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với **PTB** với giá mục tiêu **78,000 VND/CP** (+23% so với giá ngày 27/03/2024) dựa trên:

- (1) BSC sử dụng mức EPS của năm 2025 trong định giá của mình nhằm phản ánh đầy đủ (i) triển vọng của mảng xuất khẩu gỗ do điểm rơi hồi phục kỳ vọng sẽ rơi chủ yếu vào giai đoạn từ 2H.2024 và 2025 khi thị trường bất động sản và tiêu dùng của người dân Mỹ dần ấm trở lại (ii) tiềm năng từ dự án Phú Tài Central Life tạo tăng trưởng lợi nhuận đột biến trong 2025.
- (2) Phương pháp P/E mục tiêu = 9.5 lần được áp dụng tương đương mức trung bình của năm 2021 do (i) là năm có cùng mức tăng trưởng lợi nhuận +44% yoy (ii) năm 2021 là giai đoạn có sự tương đồng với giai đoạn định giá khi PTB bước vào chu kỳ hồi phục và cùng thời điểm phân phối dự án Phú Tài Residence.

Hình: Chi tiết định giá

| Phương pháp P/E                                  | Giá trị   |
|--------------------------------------------------|-----------|
| EPS 2025                                         | 8,177 VND |
| P/E mục tiêu = 9 lần                             | 9.5       |
| Giá trị hợp lý TNG theo phương pháp P/E (VND/CP) | 78,000    |

Hình: PTB đang được giao dịch ở mức P/E FW 2025 = 8 lần



PHỤ LỤC

| KQKD(Tỷ đồng)             | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần           | 6,492   | 6,887   | 5,619   | 6,288   | 7,671   |
| Giá vốn hàng bán          | (5,039) | (5,346) | (4,466) | (4,923) | (6,000) |
| Lợi nhuận gộp             | 1,453   | 1,540   | 1,152   | 1,365   | 1,670   |
| Thu nhập tài chính        | 61      | 45      | 30      | 54      | 144     |
| Chi phí tài chính         | (120)   | (171)   | (143)   | (154)   | (176)   |
| Trong đó: Chi phí lãi vay | (99)    | (111)   | (117)   | (123)   | (141)   |
| Lãi/(lỗ) từ CTLK          | -       | -       | (7)     | (7)     | (7)     |
| Chi phí BH                | (550)   | (563)   | (439)   | (516)   | (629)   |
| Chi phí QLDN              | (205)   | (233)   | (206)   | (231)   | (281)   |
| Lãi từ HKKD               | 638     | 619     | 386     | 512     | 721     |
| Thu nhập khác, ròng       | (11)    | (73)    | (39)    | (39)    | (39)    |
| LN TT                     | 650     | 614     | 365     | 473     | 682     |
| Thuế TNDN                 | (125)   | (112)   | (71)    | (92)    | (132)   |
| LN ST                     | 526     | 502     | 294     | 382     | 550     |
| Lợi ích CĐKKKS            | 14      | 15      | 2       | 2       | 3       |
| LN ST Công ty mẹ          | 512     | 487     | 292     | 379     | 547     |
| EPS                       | 7,651   | 7,284   | 4,371   | 5,668   | 8,177   |

| CĐKT (Tỷ đồng)           | 2021         | 2022         | 2023         | 2024F        | 2025F        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền | 136          | 272          | 428          | 1,177        | 2,122        |
| Đầu tư ngắn hạn          | 54           | 27           | 20           | 20           | 21           |
| Phải thu ngắn hạn        | 929          | 793          | 923          | 724          | 883          |
| Hàng tồn kho             | 1,859        | 1,757        | 1,466        | 1,496        | 1,526        |
| TS ngắn hạn khác         | 202          | 206          | 146          | 188          | 229          |
| <b>TS ngắn hạn</b>       | <b>3,180</b> | <b>3,055</b> | <b>2,983</b> | <b>3,605</b> | <b>4,781</b> |
| Phải thu dài hạn         | 24           | 28           | 27           | 25           | 31           |
| TSCĐ nguyên giá          | 3,184        | 3,379        | 3,411        | 3,445        | 3,479        |
| Khấu hao                 | (1,404)      | (1,583)      | (1,671)      | (1,909)      | (2,151)      |
| TSĐT nguyên giá          | -            | 6            | 6            | 5            | 5            |
| Khấu hao                 | -            | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| TS dở dang dài hạn       | 113          | 38           | 14           | -            | -            |
| ĐT dài hạn               | 15           | 15           | 256          | 256          | 256          |
| TS dài hạn khác          | 319          | 301          | 280          | 275          | 335          |
| <b>TS dài hạn</b>        | <b>2,251</b> | <b>2,183</b> | <b>2,323</b> | <b>2,096</b> | <b>1,954</b> |
| <b>Tổng TS</b>           | <b>5,431</b> | <b>5,238</b> | <b>5,306</b> | <b>5,701</b> | <b>6,736</b> |
| Nợ phải trả              | 1,045        | 834          | 807          | 732          | 862          |
| Vay ngắn hạn             | 1,620        | 1,476        | 1,556        | 1,620        | 1,975        |
| <b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>  | <b>2,665</b> | <b>2,310</b> | <b>2,363</b> | <b>2,352</b> | <b>2,837</b> |
| Vay dài hạn              | 358          | 152          | 113          | 152          | 152          |
| Nợ dài hạn khác          | 17           | 15           | 19           | 4            | 4            |
| <b>Tổng Nợ dài hạn</b>   | <b>376</b>   | <b>167</b>   | <b>132</b>   | <b>156</b>   | <b>156</b>   |
| <b>Tổng Nợ phải trả</b>  | <b>3,040</b> | <b>2,477</b> | <b>2,495</b> | <b>2,508</b> | <b>2,993</b> |
| Vốn góp                  | 486          | 680          | 669          | 669          | 669          |
| Thặng dư vốn             | 24           | 24           | -            | -            | -            |
| Vốn chủ khác             | 1,275        | 1,490        | 1,636        | 1,636        | 1,636        |
| Lãi chưa phân phối       | 535          | 493          | 453          | 832          | 1,379        |
| Lợi ích CĐTS             | 70           | 74           | 53           | 56           | 59           |
| <b>Tổng VCSH</b>         | <b>2,391</b> | <b>2,761</b> | <b>2,811</b> | <b>3,193</b> | <b>3,743</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>    | <b>5,431</b> | <b>5,238</b> | <b>5,306</b> | <b>5,701</b> | <b>6,736</b> |

| LCTT (Tỷ đồng)           | 2021       | 2022       | 2023       | 2024F        | 2025F        |
|--------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| (Lỗ)/LN TT               | 650        | 614        | 365        | 473          | 682          |
| Khấu hao và phân bổ      | 276        | 279        | 241        | 239          | 241          |
| Thay đổi vốn lưu động    | (639)      | (47)       | 333        | 45           | (166)        |
| Điều chỉnh khác          | (128)      | (111)      | (142)      | (85)         | (125)        |
| LCTT từ HKKD             | 160        | 735        | 797        | 673          | 632          |
| Tiền chi mua TSCĐ        | (881)      | (493)      | (618)      | (19)         | (34)         |
| Đầu tư khác              | 146        | 73         | (254)      | (8)          | (8)          |
| LCTT từ HĐĐT             | 9          | 1          | 5          | (27)         | (41)         |
| Tiền chi trả cổ tức      | -          | -          | -          | -            | -            |
| Tiền từ vay ròng         | 272        | (352)      | (2)        | 103          | 355          |
| Tiền thu khác            | 71         | (425)      | (411)      | -            | -            |
| LCTT từ HĐTC             | -          | -          | -          | 103          | 355          |
| <b>Dòng tiền đầu kỳ</b>  | <b>168</b> | <b>136</b> | <b>272</b> | <b>428</b>   | <b>1,177</b> |
| Tiền trong kì            | (32)       | 137        | 157        | 749          | 946          |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b> | <b>136</b> | <b>272</b> | <b>428</b> | <b>1,177</b> | <b>2,122</b> |

| Chỉ số                     | 2021   | 2022   | 2023   | 2024F  | 2025F  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |        |        |        |        |        |
| Hố TT ngắn hạn             | 1.2    | 1.3    | 1.3    | 1.5    | 1.7    |
| Hố TT nhanh                | 0.4    | 0.5    | 0.6    | 0.8    | 1.1    |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |        |        |        |        |        |
| Hố Nợ/TTS                  | 56%    | 47%    | 47%    | 44%    | 44%    |
| Hố Nợ/VCSH                 | 127%   | 90%    | 89%    | 79%    | 80%    |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |        |        |        |        |        |
| Số ngày HTK                | 135    | 120    | 120    | 111    | 93     |
| Số ngày phải thu ngắn hạn  | 52     | 42     | 60     | 42     | 42     |
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| Lợi nhuận gộp              | 22%    | 22.4%  | 20.5%  | 21.7%  | 21.8%  |
| Lợi nhuận LN ST            | 8%     | 7%     | 5%     | 6%     | 7%     |
| ROE                        | 21%    | 18%    | 10%    | 12%    | 15%    |
| ROA                        | 9%     | 9%     | 6%     | 7%     | 8%     |
| <b>Tăng trưởng</b>         |        |        |        |        |        |
| Tăng trưởng DTT            | 16%    | 6%     | -18%   | 12%    | 22%    |
| Tăng trưởng EBIT           | 36%    | -3%    | -33%   | 24%    | 38%    |
| Tăng trưởng LN TT          | 41%    | -6%    | -40%   | 30%    | 44%    |
| Tăng trưởng EPS            | 43%    | -5%    | -40%   | 30%    | 44%    |
| SLCP lưu hành (triệu)      | 67     | 67     | 67     | 67     | 67     |
| BVPS                       | 35,736 | 41,274 | 42,021 | 47,724 | 55,953 |



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (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 LietvietPostbank  
17 Tổng Đản, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

