

## KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP TẬP ĐOÀN VEA (UPCOM: VEA) \_ THỜI ĐIỂM CHUYỂN MÌNH

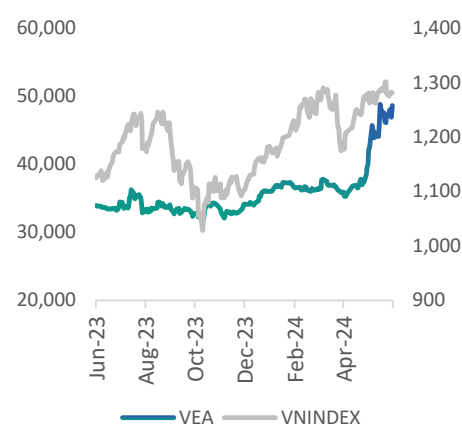
Giá hiện tại:	44,900	Ngày viết báo cáo:	08/07/2024	<b>Cổ đông lớn</b>	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (triệu)	1,328.8	Bộ Công Thương	88.47%
Giá mục tiêu mới:	<b>51,600</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	59,663		
Lợi suất cổ tức:	<b>10%</b>	KLGD TB 10 phiên (CP):	3,297,000		
<b>Upside:</b>	<b>25%</b>	% Sở hữu nước ngoài:	1.72%		

**Research Department:**  
 Nguyen Dan Truong  
 (Dầu khí – Điện – Hóa chất)  
[truongnd@BSC.com.vn](mailto:truongnd@BSC.com.vn)

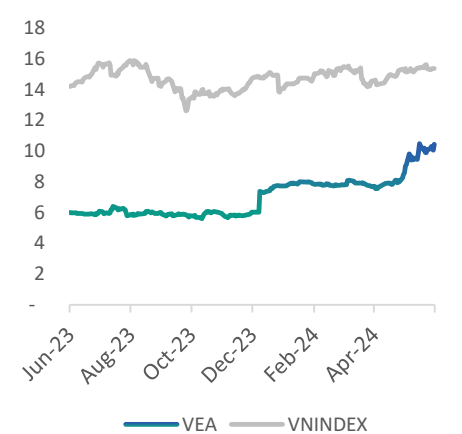
### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VEA, giá mục tiêu năm 2025 là **51,600 VND/CP (upside 25%** so với giá đóng cửa ngày 08/07/2024, đã bao gồm tỷ suất cổ tức 10%) nhờ doanh số xe máy và ô tô tạo đáy trong năm 2024 và tăng trưởng trở lại từ năm 2025.

**Bảng so sánh giá CP và VN-Index**



**Bảng so sánh P/E CP và VN-Index**



### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn ở mức 11%.**
2. **Catalyst: chuyển sàn Hose giúp cổ phiếu dễ dàng tiếp cận với các nhà đầu tư.**
3. **Tầm nhìn 2024: doanh số tạo đáy**
  - a. Xuất khẩu xe máy là điểm nhấn giúp nâng đỡ lợi nhuận liên doanh.
  - b. Doanh số xe máy Honda nội địa có tín hiệu tạo đáy trong năm 2024.
  - c. Doanh số ô tô tăng trưởng tích cực trong 2H2024 nhờ 1) chính sách giảm lệ phí trước bạ, 2) niềm tin của người tiêu dùng với Toyota phục hồi trở lại.
4. **Tầm nhìn 2025: doanh số tăng trưởng dương trở lại**
  - a. Doanh số cả xe máy và ô tô tăng trưởng nhờ kinh tế phục hồi.
  - b. Cơ sở hạ tầng giao thông phát triển thúc đẩy nhu cầu sử dụng ô tô.

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

#### Dự báo năm 2024

**Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 5,781 tỷ VND (+3% YoY), NPATMI đạt mức 6,375 tỷ VND (+3% YoY), trong đó:**

- Lợi nhuận từ Honda tăng 5% YoY với doanh số ô tô và xuất khẩu xe máy tăng lần lượt 20% YoY và 70% YoY và bù đắp cho mức suy giảm 7% YoY doanh số xe máy nội địa.
- Lợi nhuận Toyota, Ford giảm lần lượt 5% YoY và 4% YoY với doanh số giảm tương ứng.

#### Dự báo năm 2025

**Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 6,020 tỷ VND (+4% YoY), NPATMI đạt mức 6,662 tỷ VND (+5% YoY), trong đó:**

- Lợi nhuận từ Honda tăng 4% YoY với doanh số ô tô và xe máy nội địa tăng lần lượt 3% YoY và 5% YoY.
- Lợi nhuận Toyota, Ford tăng lần lượt 5% YoY và 3% YoY với doanh số tăng tương ứng.

### RỦI RO:

1. Nền kinh tế phục hồi chậm ảnh hưởng tiêu cực đến sự phục hồi các sản phẩm không thiết yếu như xe máy và ô tô.
2. Trì hoãn ban hành chính sách giảm lệ phí trước bạ lần thứ 4.

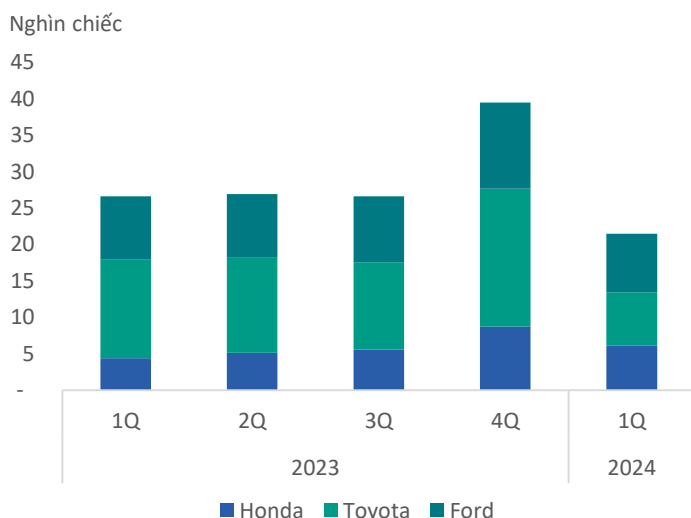
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
<b>PE (x)</b>	6.6	8.2	8.2	7.8	<b>Doanh thu thuần</b>	4,747	3,806	3,918	4,030
<b>PB (x)</b>	2.1	2.1	1.7	1.4	<b>Lợi nhuận gộp</b>	651	448	509	529
<b>P/S (x)</b>	10.9	14.2	13.8	13.4	<b>NPATMI</b>	7,595	6,201	6,375	6,662
<b>ROE (%)</b>	26%	18%	15%	14%	<b>EPS</b>	5,913	4,942	4,960	5,188
<b>ROA (%)</b>	25%	17%	15%	13%	<b>% Tăng trưởng EPS</b>	32%	-16%	0%	5%

I. Cập nhật KQKD 1Q2024:

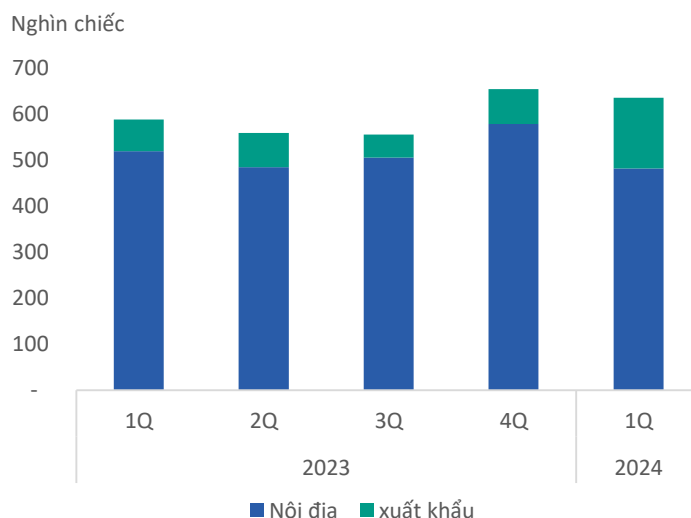
(Tỷ VND)	1Q2024	1Q2023	% YoY	Thực tế/ dự phóng	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>905</b>	<b>1,011</b>	<b>-10%</b>	<b>23%</b>	<p><b>Trong Q1/2024:</b>  <b>Doanh thu đạt 905 tỷ VND</b> được đóng góp hoàn toàn bởi hoạt động phụ trợ, cung cấp linh kiện cho các công ty liên doanh doanh số xe của VEA giảm 100%. Doanh thu giảm -10% YoY do trong kỳ doanh số xe của VEA giảm 100%.</p> <p><b>Lợi nhuận từ liên doanh đạt 1,238 tỷ VND (+5% YoY)</b>, trong đó:                      - <b>Lợi nhuận từ Honda</b> đạt 1,165 tỷ VND (+16% YoY) nhờ 1) doanh số xuất khẩu xe máy tăng 124% YoY giúp bù đắp mức suy giảm của xe máy nội địa -7% YoY 2) doanh số ô tô tăng ấn tượng 40% YoY.                      - <b>Lợi nhuận từ Toyota</b> đạt khoảng 3 tỷ VND (-97% YoY) do doanh số xe trong kỳ giảm -45% YoY.                      - <b>Lợi nhuận từ Ford</b> đạt 63 tỷ VND, sấp xỉ cùng kỳ, với doanh số ô tô giảm nhẹ -7% YoY.</p> <p><b>NPATMI đạt 1.420 tỷ VND (+4 % YoY), đạt 22% dự báo.</b></p>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>139</b>	<b>138</b>	<b>1%</b>	<b>27%</b>	
Chi phí bán hàng	20	21	-5%	23%	
Chi phí QLDN	99	101	-2%	24%	
<b>EBIT</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>25%</b>	<b>128%</b>	
Doanh thu TC	239	252	-5%	29%	
Chi phí TC	1	16	-94%	23%	
-Lãi vay	-	15	-100%	0%	
<b>Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK</b>	<b>1,238</b>	<b>1,175</b>	<b>5%</b>	<b>21%</b>	
-Honda	1,165	1,005	16%	22%	
-Toyota	3	105	-97%	1%	
-Ford	63	64	-2%	20%	
<b>LNTT</b>	<b>1,489</b>	<b>1,423</b>	<b>5%</b>	<b>23%</b>	
<b>LNST</b>	<b>1,435</b>	<b>1,372</b>	<b>5%</b>	<b>22%</b>	
<b>NPATMI</b>	<b>1,420</b>	<b>1,359</b>	<b>4%</b>	<b>22%</b>	
<b>Thay đổi</b>					
Biên lợi nhuận gộp	15%	14%	2%		
%SG&A/doanh thu	13%	12%	1%		
<b>Hoạt động của liên doanh % YoY</b>					
<b>Doanh số ô tô (chiếc)</b>	21,761	26,911	-19%	23%	
-Honda	6,119	4,368	40%	26%	
-Toyota	7,621	13,875	-45%	19%	
-Ford	8,021	8,668	-7%	28%	
<b>Doanh số xe máy Honda (chiếc)</b>	636,074	588,381	8%	25%	
-Nội địa	482,255	519,575	-7%	24%	
-Xuất khẩu	153,819	68,806	124%	29%	

Nguồn: VEA, Honda Việt Nam, VAMA, BSC Research

Trong Q1/2024, doanh số Toyota giảm mạnh sau vụ bê bối



Trong Q1/2024, xe máy xuất khẩu hỗ trợ doanh số của Honda



Nguồn: VAMA, Honda Việt Nam, BSC Research

## Cập nhật thông tin chuyển sàn Hose

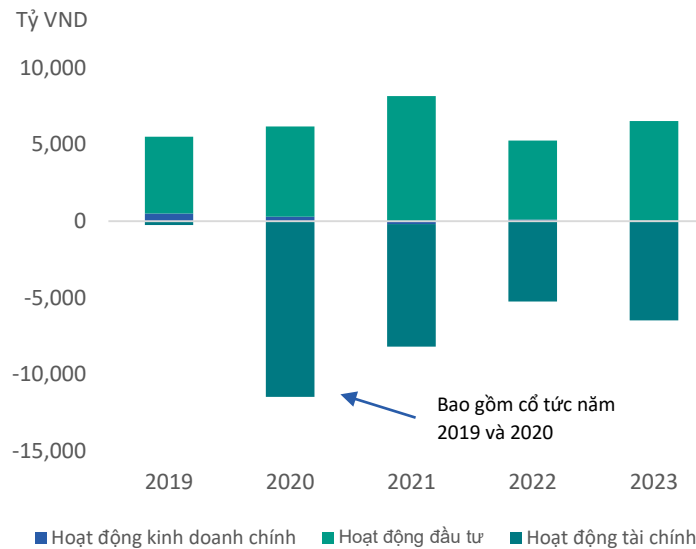
Trong BCTC năm 2023 của VEA, vẫn còn 3 ý kiến loại trừ (đã tồn tại từ năm 2015) và VEA cần tập trung xử lý các ý kiến này để có thể chuyển sang sàn Hose. Trong đó, ý kiến loại trừ liên quan đến Matexim cần được chú ý, VEA đưa ra đề xuất tăng vốn để tái cơ cấu Matexim và đang đợi ý kiến của Bộ Công Thương tuy nhiên đề xuất này đã có từ năm 2015. Do đó, việc chuyển sàn Hose của VEA có thể mất nhiều thời gian, ít nhất chưa thể thực hiện trong năm 2024.

## II. Luận điểm đầu tư

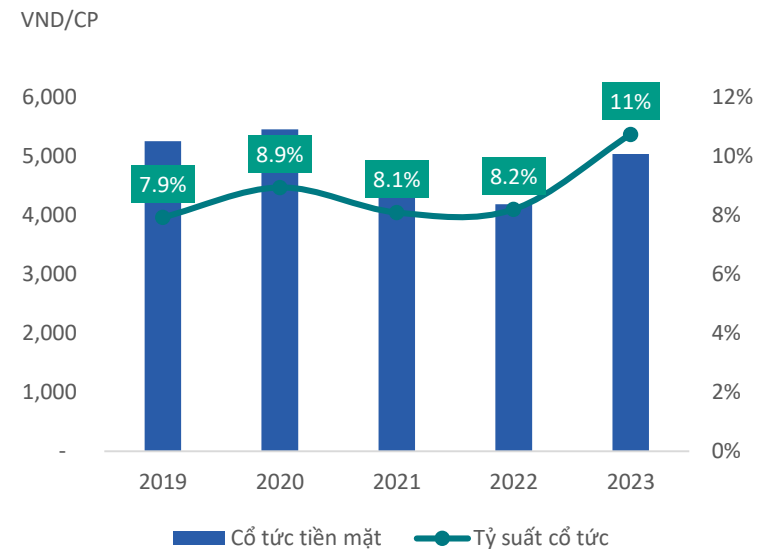
### Tỷ suất cổ tức hấp dẫn ở mức 11%

Dòng tiền vào đều đặn từ 1) tiền lãi gửi ngân hàng và 2) cổ tức được chia từ liên doanh và không có kế hoạch đầu tư mở rộng đáng kể đã giúp VEA luôn duy trì chính sách trả cổ tức cao, 41% - 54% trên vốn điều lệ. Trong kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2023, VEA đã có tờ trình sử dụng 6,691 tỷ VND để chia cổ tức, tương đương 5,035 VND/CP (tỷ suất cổ tức 11% tại mức giá ngày 08/07/2024). Với triển vọng được trình bày ở phần tiếp theo, BSC cho rằng VEA có đủ nguồn lực để duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn này trong năm 2024 - 2025.

**Dòng tiền của VEA: công ty sử dụng hầu hết lợi nhuận để chia cổ tức tiền mặt**



**Tại mức giá 46,900 VND/CP, tỷ suất cổ tức lên đến hơn 10.7%**



Nguồn: VEA, BSC Research

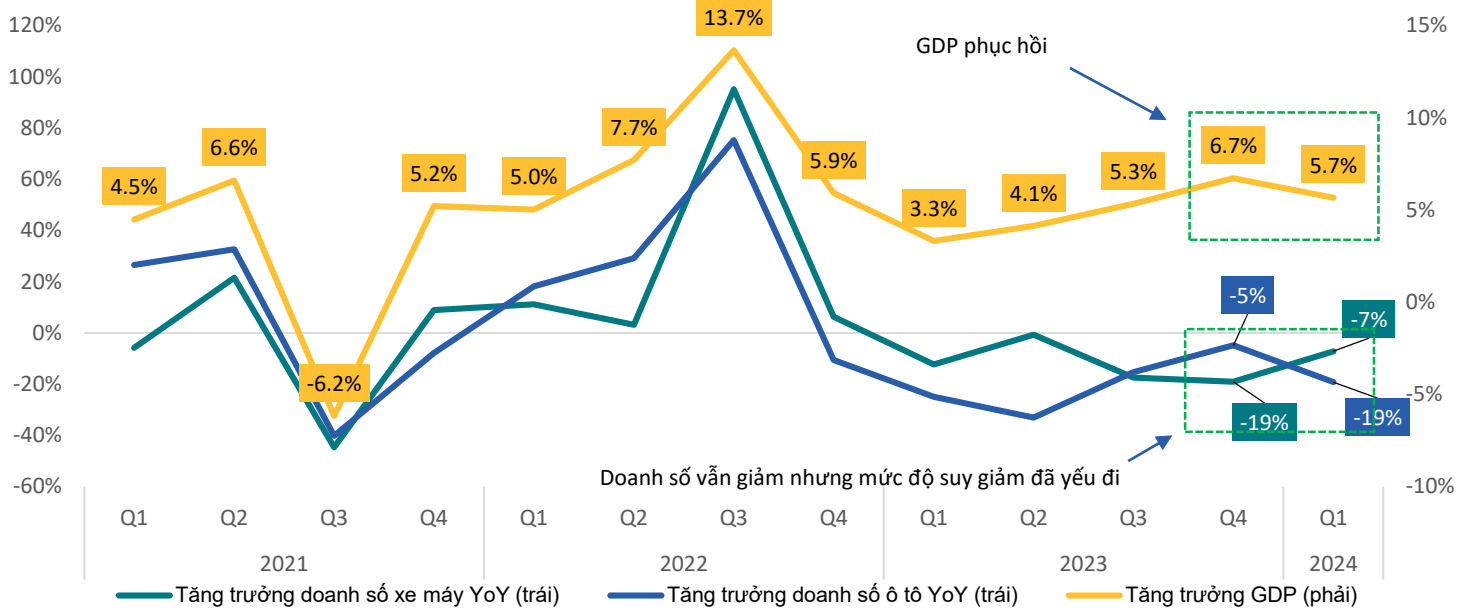
## Tầm nhìn 2024: doanh số xe máy và ô tô tạo đáy

### 1) Xuất khẩu xe máy là điểm nhấn giúp nâng đỡ lợi nhuận liên doanh.

Lũy kế 5 tháng đầu năm 2024, doanh số xuất khẩu xe máy đạt 216 nghìn chiếc, tăng 71% YoY, đây cũng là mức cao nhất trong lịch sử của Honda Việt Nam trong đó thị trường EU là điểm đến chính. Hoạt động xuất khẩu xe máy tăng trưởng mạnh mẽ ở EU nhờ 1) tận dụng được các lợi thế của hiệp định EVFTA, 2) tỷ giá EUR/VND đã mất giá khoảng 2% tính từ đầu năm đến nay. **Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh số xuất khẩu xe máy của Honda Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì kết quả tích cực và đạt 430 nghìn chiếc cả năm 2024, tăng 60% so với năm 2023** (đóng góp 18% doanh số xe máy).

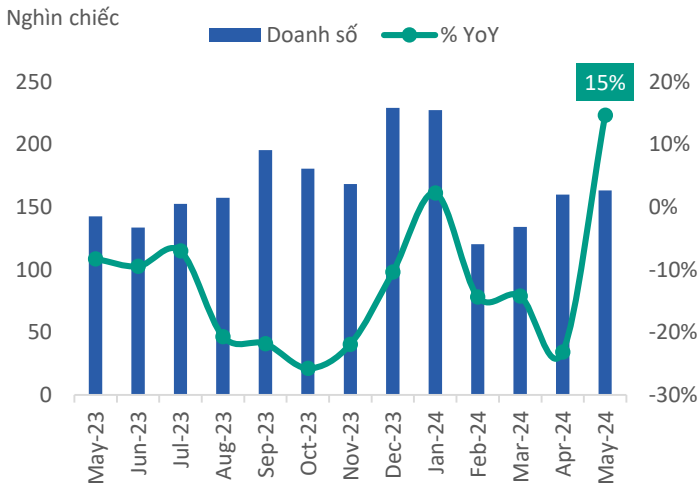
**2) Doanh số xe máy Honda nội địa tạo đáy trong năm 2024.**

Trong giai đoạn phục hồi kinh tế, các mặt hàng như xe máy và ô tô sẽ có độ trễ so với nền kinh tế chung

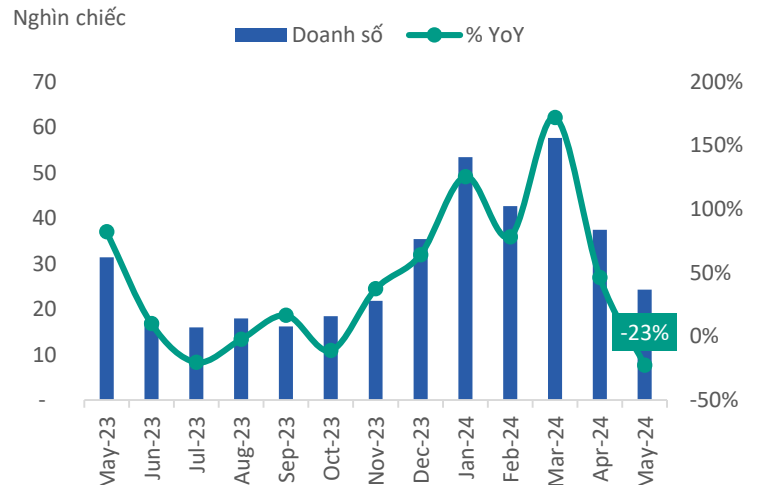


Nguồn: GSO, VAMM, Honda Việt Nam, BSC Research

**Lũy kế 5 tháng doanh số xe máy Honda Việt Nam đạt mức thấp nhất 6 năm nhưng có sự phục hồi tích cực trong tháng 5**



**Lũy kế 5 tháng 2024, doanh số xuất khẩu xe máy tăng 71% YoY, đạt mức cao nhất lịch sử của Honda Việt Nam**

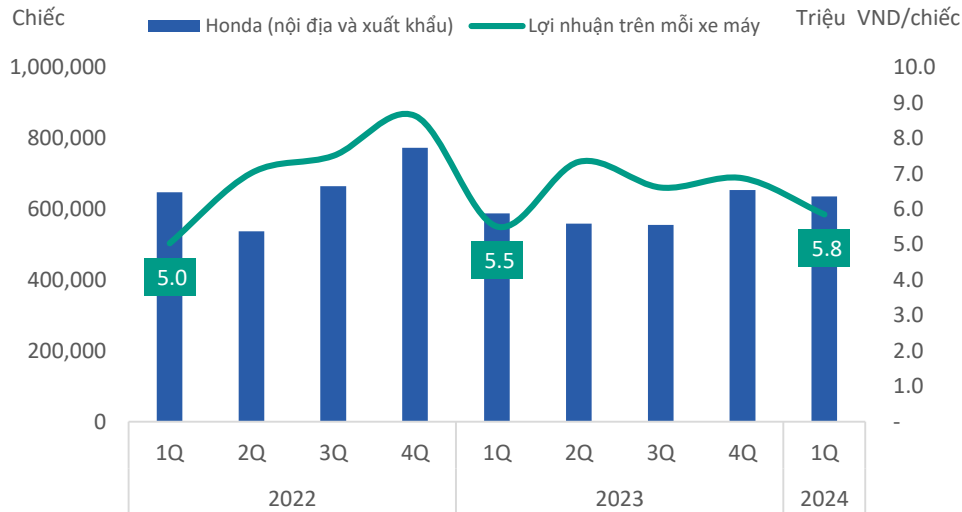


Nguồn: Honda Việt Nam

**Chúng tôi cho rằng doanh số xe máy nội địa của Honda sẽ tạo đáy trong năm 2024 nhờ 1) mức độ giảm của doanh số xe máy trong Q1/2024 đã yếu đi và 2) doanh số tháng 5/2024 tăng trưởng tích cực 15% so với cùng kỳ sau 17 tháng tăng trưởng âm liên tục (riêng tháng 1/2024 chỉ tăng trưởng nhẹ 2% YoY).**

BSC dự báo GDP năm 2024 đạt mức 6% YoY, tăng 0.9 điểm % so với năm 2023. Với thu nhập của người dân được cải thiện tích cực và độ trễ của các sản phẩm không thiết yếu, BSC kỳ vọng doanh số xe máy Honda nội địa trong 2H2024 tăng trưởng 41% YoY so với 1H2024, cả năm đạt 1,94 triệu chiếc, giảm -7% YoY (mức giảm của năm 2023 là 13% YoY).

**Lợi nhuận ròng trên mỗi xe tiếp tục được cải thiện**



Nguồn: Honda Việt Nam, VEA, BSC Research ước tính

**Lợi nhuận ròng trên mỗi xe tiếp tục cải thiện ngay cả trong giai đoạn cạnh tranh khốc liệt về giá.** Trong Q1/2024, chúng tôi ước tính lợi nhuận trên mỗi xe máy đạt 5.8 triệu VND/xe, cao hơn 5% so với cùng kỳ, điều này đến từ việc chi phí đầu vào quan trọng như sắt thép, chip, ... giảm nhanh hơn giá bán sản phẩm. Tập đoàn Honda đặt mục tiêu ở mảng xe máy giữ vững tỷ lệ lợi nhuận hoạt động và chưa đẩy mạnh đầu tư lớn, do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trên mỗi xe đạt 6.7 triệu VND/xe trong năm 2024, tăng nhẹ 2% YoY.

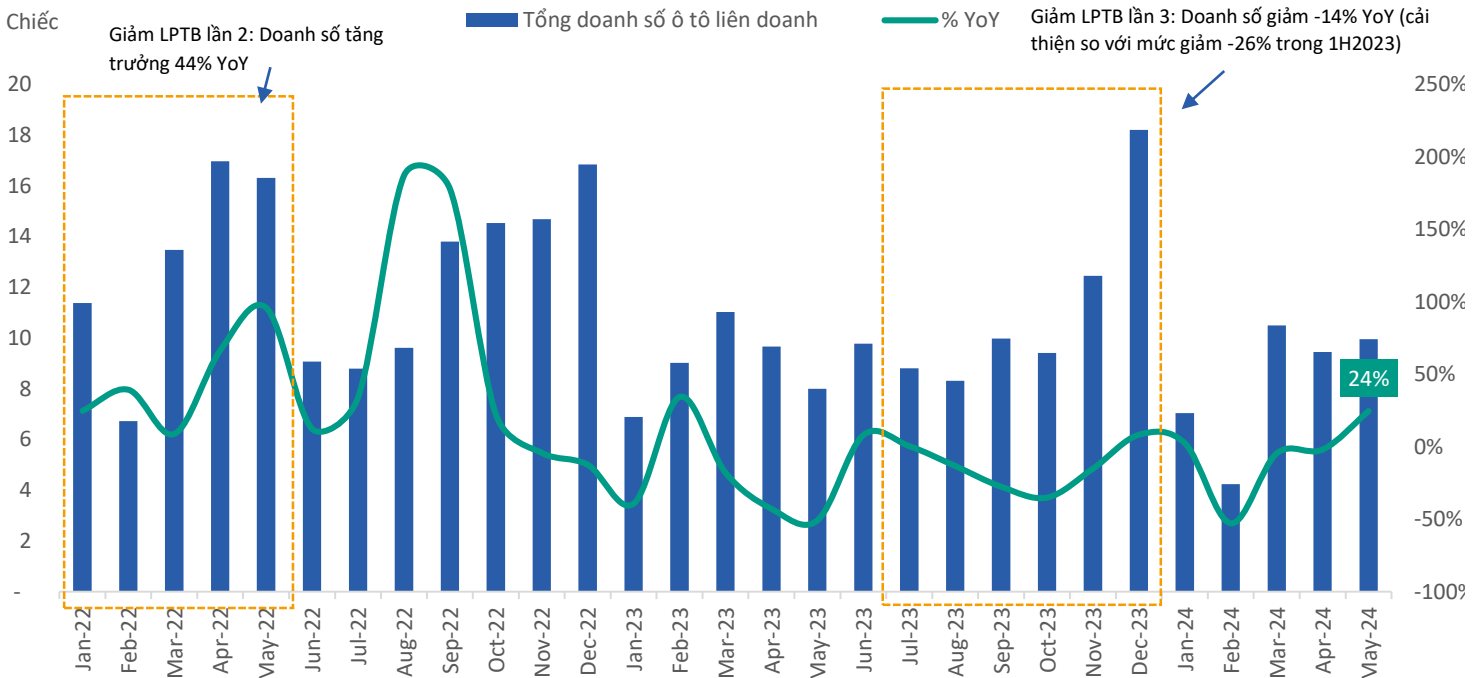
**3) Doanh số ô tô tăng trưởng tích cực trong 2H2024**

**a. Chính sách hỗ trợ ô tô lắp ráp trong nước**

Trong phiên họp Quốc hội đầu tháng 6, chính phủ có kế hoạch ban hành Nghị định giảm lệ phí trước bạ (LPTB) cho ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước vào tháng 8/2024 và mức giảm là 50%. Tham khảo trong lần giảm LPTB giai đoạn 2H2023, doanh số ô tô của liên doanh ghi nhận giảm 14% YoY, cải thiện đáng kể so với mức giảm 26% YoY trong 1H2023 (đều có mức nền so sánh cao).

Việc chờ đợi hỗ trợ lệ phí trước bạ cũng là một trong những nguyên nhân khiến doanh số 5 tháng đầu năm 2024 giảm 8% YoY – dồn nén nhu cầu, do đó, chúng tôi cho rằng doanh số ô tô trong 2H2024 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 17% so với 1H2024 khi dự thảo giảm lệ phí trước bạ được thông qua (kỳ vọng được ban hành tháng 7/2024).

**Kỳ vọng chính sách giảm lệ phí trước bạ lần thứ 4 sẽ giúp doanh số ô tô của nhóm liên doanh cải thiện**



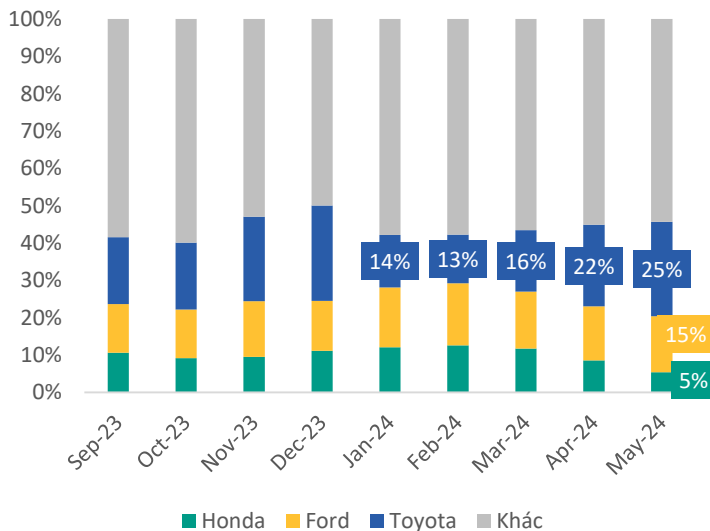
Nguồn: VAMA, BSC Research

**b. Toyota lấy lại thị phần**

Thị phần của Toyota sụt giảm về mức 14% trong Q1/2024 – mức thấp lịch sử của Toyota Việt Nam trong 1 quý, do ảnh hưởng từ vụ việc bê bối về gian lận kiểm định an toàn từ tháng 12/2023. Tuy nhiên, trong tháng 4 và tháng 5, doanh số tăng 23% YoY và thị phần đã trở lại mức trên 20% nhờ lợi thế vốn có của Toyota – sản phẩm bền bỉ và giá cả cạnh tranh.

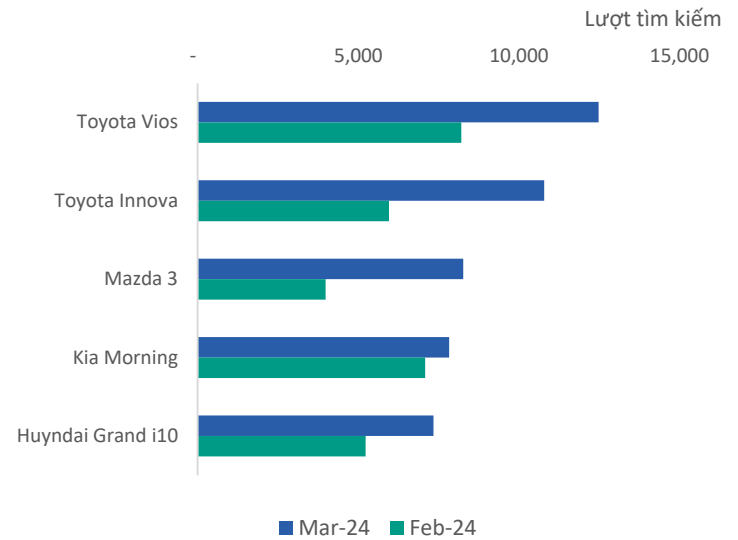
Trên thực tế, sản phẩm của Toyota vẫn rất được ưa chuộng, cụ thể, Toyota có 2 dòng xe nằm trong top 5 lượt tìm kiếm mua xe cũ trong tháng 2 và tháng 3/2024 (theo khảo sát chuyên trang ô tô, oto.com.vn). **Do đó, BSC kỳ vọng Toyota có thể duy trì thị phần trên 20% trong 2H2024.**

**Từ tháng 4/ 2024, doanh số của Toyota đã quay trở lại mức bình thường (trên 20%)**



Nguồn: VAMA

**Sản phẩm của Toyota đứng đầu trong danh sách tìm kiếm mua xe cũ**

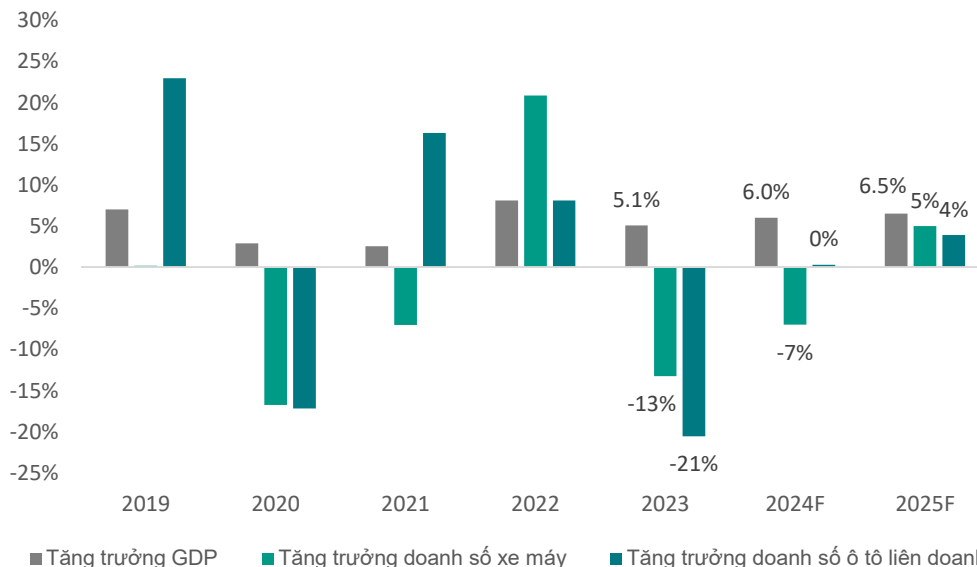


Nguồn: Khảo sát oto.com.vn

**Tầm nhìn 2025: doanh số tăng trưởng trở lại**

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh số xe máy Honda nội địa và ô tô của liên doanh tăng trưởng trở lại lần lượt 5% YoY và 4% YoY nhờ kinh tế khởi sắc hơn. BSC dự báo GDP năm 2025 đạt mức tăng trưởng 6.5%, người tiêu dùng sẽ gia tăng chi tiêu các sản phẩm không thiết yếu.

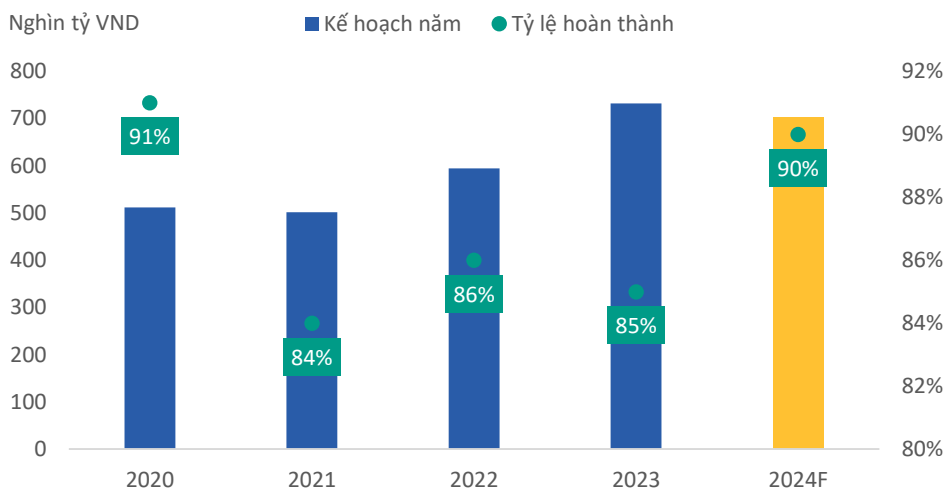
**Tăng trưởng doanh số xe máy và ô tô có mối tương quan cao với tăng trưởng GDP**



Nguồn: Honda Việt Nam, GSO, BSC Research

**Cơ sở hạ tầng giao thông phát triển góp phần thúc đẩy nhu cầu sử dụng ô tô.** Theo Bộ Kế hoạch đầu tư, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công của Bộ GTVT vẫn duy trì tích cực, với giá trị đạt 10.7 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 19.2% số vốn được giao, cao hơn 2.2 điểm % so với cùng kỳ. Trong đó, giá trị giải ngân chủ yếu đến từ các dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam, chiếm khoảng 65% tổng giá trị giải ngân của Bộ GTVT. Mạng lưới đường liên tỉnh được cải thiện sẽ giúp giảm chi phí di chuyển và thời gian đi lại từ đó gia tăng nhu cầu sử dụng ô tô.

**BSC dự phóng tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công năm 2024 đạt 85 – 90% kế hoạch năm**



Nguồn: GSO, BSC Research dự báo

**III. Dự phóng KQKD 2024 và 2025**

(Tỷ VND)	2023	%YoY	2024F	%YoY	2025F	%YoY
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,806</b>	-20%	<b>3,918</b>	3%	<b>4,030</b>	3%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>448</b>	-31%	<b>509</b>	14%	<b>529</b>	4%
Chi phí bán hàng	(86)	-18%	(86)	0%	(89)	3%
Chi phí QLDN	(611)	46%	(431)	-29%	(443)	3%
<b>EBIT</b>	<b>(249)</b>	<b>1456%</b>	<b>(8)</b>	<b>-97%</b>	<b>(3)</b>	<b>-67%</b>
Doanh thu TC	1,205	47%	811	-33%	877	8%
Chi phí TC	(55)	139%	(4)	-92%	(4)	0%
-Lãi vay	(50)		(4)		(4)	
<b>Lãi/(lỗ) từ LDLK</b>	<b>5,640</b>	-19%	<b>5,789</b>	3%	<b>6,020</b>	4%
-Honda	4,914	-18%	5,090	4%	5,295	4%
-Toyota	309	-58%	294	-5%	308	5%
-Ford	400	49%	384	-4%	396	3%
<b>LNTT</b>	<b>6,517</b>	-17%	<b>6,587</b>	1%	<b>6,890</b>	5%
<b>LNST</b>	<b>6,265</b>	-18%	<b>6,419</b>	2%	<b>6,708</b>	5%
<b>LNST-CĐT</b>	<b>6,201</b>	-18%	<b>6,375</b>	3%	<b>6,662</b>	5%
		<b>Thay đổi</b>		<b>Thay đổi</b>		<b>Thay đổi</b>
Biên lợi nhuận gộp	11.8%	-1.9%	13.0%	1%	13.1%	0%
%SG&A/doanh thu	18%	7.3%	13%	-5%	13%	0%
		<b>% YoY</b>		<b>% YoY</b>		<b>% YoY</b>
<b>Hoạt động của liên doanh</b>						
<b>Doanh số ô tô (chiếc)</b>	<b>119,662</b>	-21%	<b>120,013</b>	0%	<b>124,706</b>	4%
-Honda	23,802	-22%	28,562	20%	29,419	3%
-Toyota	57,536	-37%	54,659	-5%	57,392	5%
-Ford	38,324	33%	36,791	-4%	37,895	3%
<b>Doanh số xe máy Honda (chiếc)</b>	<b>2,357,756</b>	-10%	<b>2,373,076</b>	1%	<b>2,470,194</b>	4%
-Nội địa	2,088,557	-13%	1,942,358	-7%	2,039,476	5%
-Xuất khẩu	269,199	25%	430,718	60%	430,718	0%

Nguồn: VEA, BSC Research

**Dự báo năm 2024**

**Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 5,781 tỷ VND (+3% YoY), trong đó:**

- Lợi nhuận từ Honda tăng 5% YoY với doanh số ô tô và xuất khẩu xe máy tăng lần lượt 20% YoY và 70% YoY và bù đắp cho mức suy giảm 7% YoY của doanh số xe máy nội địa.
- Lợi nhuận từ Toyota và Ford giảm lần lượt 5% YoY và 4% YoY với doanh số giảm tương ứng.

**Doanh thu tài chính giảm 33% YoY** (chủ yếu đến từ tiền gửi ngân hàng) với môi trường lãi suất hạ nhiệt.

**Dẫn đến NPATMI đạt mức 6,375 tỷ VND (+3% YoY).**

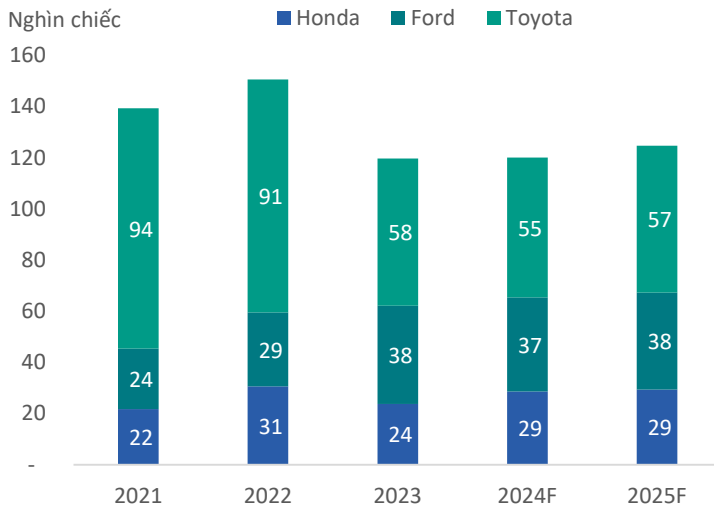
**Dự báo năm 2025**

**Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 6,020 tỷ VND (+4% YoY), trong đó:**

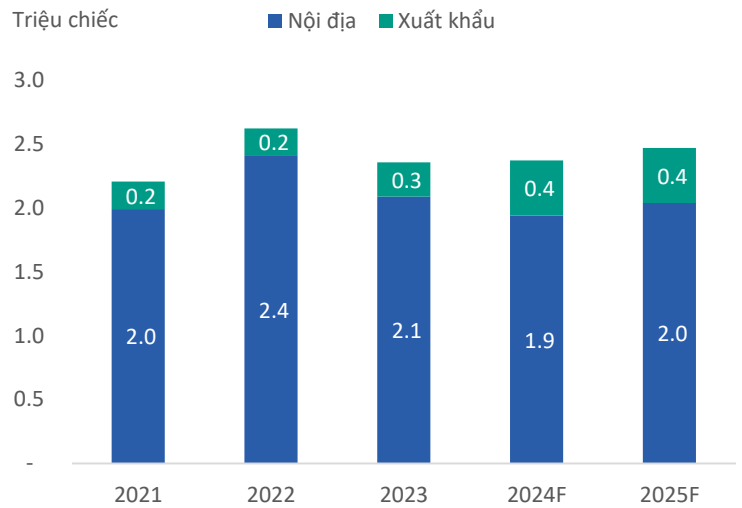
- Lợi nhuận từ Honda tăng 4% YoY với doanh số ô tô và xe máy nội địa tăng lần lượt 3% YoY và 5% YoY.
- Lợi nhuận từ Toyota và Ford tăng lần lượt 5% YoY và 3% YoY với doanh số tăng tương ứng.

**Dẫn đến NPATMI đạt mức 6,662 tỷ VND (+5% YoY).**

**Trong năm 2024, doanh số ô tô của Ford và Honda bù đắp sự sụt giảm của Toyota**



**Doanh số xe máy Honda xuất khẩu tăng trưởng trong năm 2024 và doanh số nội địa tăng trưởng trong năm 2025**



Nguồn: VAMA, Honda Việt Nam, BSC Research



#### IV. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VEA với giá mục tiêu năm 2025 là **51,600 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá 25% so với giá ngày 08/07/2024, đã bao gồm tỷ suất cổ tức 11%) nhờ doanh số xe máy và ô tô tạo đáy trong năm 2024 và tăng trưởng trở lại trong năm 2025.

##### Giá định

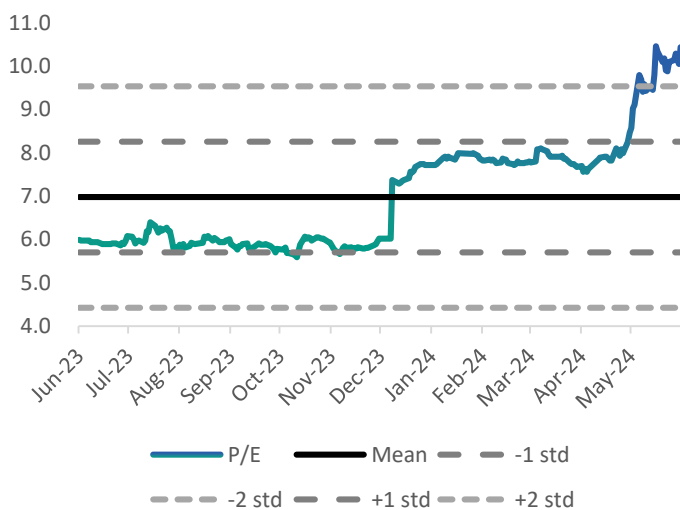
Lãi suất phi rủi ro	2.40%
Beta	1
Phần bù rủi ro	16.3%
Chi phí vốn chủ	16.30%
Chi phí lãi vay	4%
Tỷ lệ vốn chủ	97%
Tỷ lệ nợ vay	3%
Thuế suất	20.0%
WACC	15.3%
Terminal growth	1.0%

Giá trị hiện tại của Terminal value	11,419
Giá trị doanh nghiệp	52,357
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	16,560
(-) nợ vay	170
Cổ tức chờ về	-
Cổ phiếu ưu đãi	-
Lợi ích CĐ thiểu số	246
Giá trị vốn chủ	68,501
Số lượng cổ phiếu (triệu)	1,329
<b>Giá cổ phiếu (vnd/cp)</b>	<b>51,600</b>

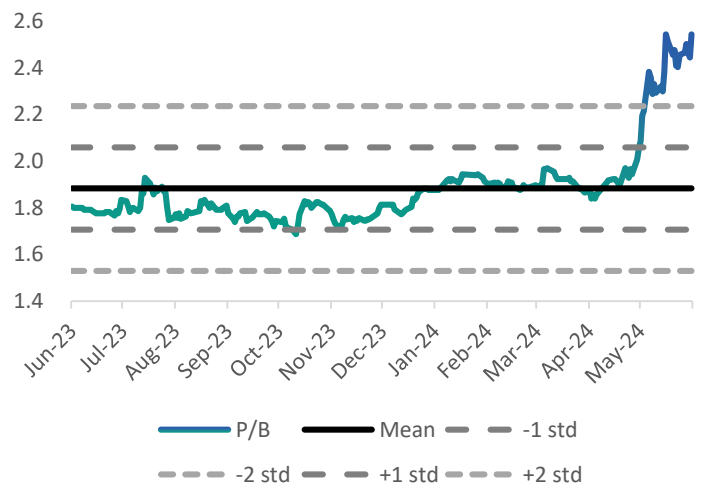
	2024F	2025F	2026F	...	2032F	2033F	2034F
EBIT	(59)	(56)	(51)	...	(22)	(22)	(22)
Doanh thu tài chính	811	877	817	...	1,061	1,138	1,215
Lợi nhuận từ liên doanh	5,789	6,020	6,141	...	6,658	6,711	6,507
Thuế	168	182	169	...	219	235	250
Khấu hao	257	258	259	...	266	268	269
Capex	137	141	143	...	153	154	151
Thay đổi vốn lưu động	39	35	20	...	17	10	120
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>6,453</b>	<b>6,741</b>	<b>6,833</b>	...	<b>7,575</b>	<b>7,697</b>	<b>7,449</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền	6,453	5,847	5,142	...	2,430	2,141	1,798

Nguồn: BSC Research

##### Stock PE



##### Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	4,019	4,747	3,806	3,918	4,030
Giá vốn hàng bán	3,453	4,096	3,358	3,409	3,501
<b>Lợi nhuận gộp</b>	566	651	448	509	529
Chi phí bán hàng	(74)	(105)	(86)	(86)	(89)
Chi phí QLDN	(419)	(562)	(611)	(431)	(443)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	73	(16)	(249)	(8)	(3)
Doanh thu tài chính	713	818	1,205	811	877
Chi phí tài chính	(7)	(23)	(55)	(4)	(4)
Chi phí lãi vay	(3)	(14)	(50)	(4)	(4)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	5,177	6,985	5,640	5,789	6,020
Lãi/lỗ khác	(17)	79	(24)	-	-
<b>LN trước thuế</b>	5,939	7,843	6,517	6,587	6,890
Thuế thu nhập DN	147	178	252	168	182
<b>LN sau thuế</b>	5,792	7,665	6,265	6,419	6,708
CĐTS	42	70	64	44	46
<b>LNST-CĐTS</b>	5,750	7,595	6,201	6,375	6,662
EBITDA	6,246	8,141	6,825	6,848	7,152
EPS	4,472	5,913	4,942	4,960	5,188

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	5,792	7,665	6,265	6,419	6,708
Khấu hao và phân bổ	304	284	258	257	258
Thay đổi vốn lưu động	(133)	(42)	224	(39)	(35)
Điều chỉnh khác	(6,150)	(7,814)	(6,716)	(6,599)	(6,897)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	(187)	93	31	38	34
Tiền chi mua TSCĐ	(80)	(123)	(102)	(137)	(141)
Đầu tư khác	6,755	6,070	6,909	6,599	6,897
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	8,148	5,154	6,500	6,462	6,756
Tiền chi trả cổ tức	(8,069)	(5,997)	(5,600)	-	-
Tiền từ vay ròng	84	767	(871)	-	-
Tiền thu khác	-	-	-	-	-
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	(7,985)	(5,230)	(6,471)	-	-
Dòng tiền đầu kỳ	306	280	297	358	6,858
Tiền trong kỳ	(24)	17	60	6,500	6,790
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	280	297	358	6,858	13,648

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	17,287	18,195	19,151	25,693	32,528
Tiền & Tương đương tiền	280	297	333	6,858	13,648
Đầu tư ngắn hạn	11,799	12,588	12,913	12,913	12,913
Phải thu ngắn hạn	3,598	3,622	4,463	4,469	4,476
Hàng tồn kho	1,477	1,541	1,291	1,329	1,367
TS ngắn hạn khác	133	147	151	124	124
<b>Tài sản dài hạn</b>	7,719	9,250	7,987	7,869	7,752
Tài sản hữu hình	1,904	1,733	1,591	1,471	1,354
Tài sản dở dang dài hạn	86	99	103	103	103
Đầu tư dài hạn	5,245	6,896	5,718	5,720	5,720
Tài sản dài hạn khác	484	522	575	575	575
<b>Tổng Tài sản</b>	25,006	27,445	27,138	33,563	40,280
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	1,263	2,166	1,321	1,326	1,335
Nợ phải trả	331	386	333	338	347
Vay ngắn hạn	248	1,014	143	143	143
Nợ ngắn hạn khác	684	766	845	845	845
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	60	55	56	56	56
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	60	55	56	56	56
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	1,323	2,221	1,377	1,382	1,391
Vốn góp	13,288	13,288	13,288	13,288	13,288
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	-
LN chưa phân phối	10,185	11,707	12,251	18,626	25,288
Vốn chủ khác	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
Cổ đông thiểu số	215	236	230	274	321
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	23,683	25,223	25,761	32,180	38,889
<b>Tổng nguồn vốn</b>	25,006	27,444	27,138	33,563	40,280
SLCP lưu hành (triệu)	1,328.8	1,328.8	1,328.8	1,328.8	1,328.8

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT ngắn hạn	13.7	8.4	14.5	19.4	24.4
Hệ số TT nhanh	12.4	7.6	13.4	18.3	23.2
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Hệ số Nợ/TTS	0.01	0.04	0.01	0.00	0.00
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	0.01	0.04	0.01	0.00	0.00
<b>Năng lực hoạt động</b>					
Số ngày HTK	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	0	0	0	0	0
Số ngày phải trả	0	0	0	0	0
CCC	0	0	0	0	0
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>					
Biên Lợi nhuận gộp	14%	14%	12%	13%	13%
Biên Lợi nhuận ròng	144%	161%	165%	164%	166%
ROE	24%	31%	25%	22%	19%
ROA	22%	29%	23%	21%	18%
<b>Định giá</b>					
PE	9.9	6.6	8.2	8.2	7.8
PB	2.5	2.1	2.1	1.7	1.4
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng DTT	10%	18%	-20%	3%	3%
Tăng trưởng EBIT	2%	32%	-16%	0%	5%
Tăng trưởng LNTT	3%	32%	-17%	1%	5%
Tăng trưởng EPS	2%	32%	-16%	0%	5%

## 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 NẮM GIỮ 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 VND 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 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, 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>**

