

## Mua vào

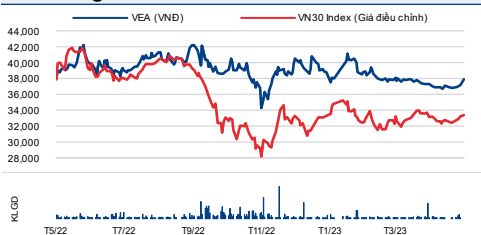
Giá mục tiêu: VNĐ50,400

Tiềm năng tăng/giảm: 33.0%

|                                        |                        |
|----------------------------------------|------------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (15/5/2023)</b> | <b>37,900</b>          |
| Mã Bloomberg                           | VEA.VN                 |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)               | 34,300-42,187          |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)               | 37,367                 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)              | 50,362                 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)            | 2,147                  |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)                | 1,329                  |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)          | 651                    |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)             | 582                    |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN               | 49.0%                  |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                    | 5.20%                  |
| Tỷ lệ freefloat                        | 11.5%                  |
| Cổ đông lớn                            | Bộ Công Thương (88.5%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

## Tóm tắt tài chính và định giá

| Cuối năm: Thg12       | 12-22A | 12-23F | 12-24F |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| DT thuần (tỷ đồng)    | 4,748  | 4,890  | 5,037  |
| EBITDA đc (tỷ đồng)   | 7,263  | 6,708  | 7,158  |
| LNTT (tỷ đồng)        | 7,852  | 7,385  | 7,787  |
| LNT ĐC (tỷ đồng)      | 7,599  | 7,113  | 7,500  |
| FCF (tỷ đồng)         | 101    | (64.0) | 420    |
| EPS ĐC (đồng)         | 5,719  | 5,353  | 5,644  |
| DPS (đồng)            | 4,285  | 5,664  | 5,326  |
| BVPS (đồng)           | 18,987 | 20,104 | 20,137 |
| T.trưởng EBITDA (%)   | 30.8   | (7.64) | 6.72   |
| T.trưởng EPS ĐC (%)   | 32.1   | (5.93) | 5.44   |
| Tăng trưởng DPS (%)   | (4.64) | 32.2   | (5.96) |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 153    | 137    | 142    |
| Tỷ suất LNTT (%)      | 165    | 151    | 155    |
| Tỷ suất LNT ĐC (%)    | 160    | 146    | 150    |
| Tỷ lệ LN trả CT (%)   | 74.9   | 105    | 93.9   |
| Nợ thuần/VCSH (%)     | 2.95   | 0.11   | 1.30   |
| ROAE (%)              | 31.1   | 27.5   | 28.2   |
| ROACE (%)             | 28.5   | 24.5   | 25.5   |
| EV/doanh thu (lần)    | 23.8   | 22.9   | 22.3   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)    | 15.5   | 16.7   | 15.7   |
| P/E ĐC (lần)          | 6.63   | 7.08   | 6.72   |
| P/B (lần)             | 2.00   | 1.89   | 1.88   |
| Lợi suất cổ tức (%)   | 11.3   | 14.9   | 14.1   |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

VEAM nắm cổ phần tại các liên doanh hàng đầu về sản xuất ô tô và xe máy tại Việt Nam (Honda, Toyota và Ford) và sản xuất máy nông nghiệp

### Chuyên viên phân tích

**Trần Thị Thu Nga, CFA**  
 Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp  
 nga.ttthu@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4807

**Võ Thị Ngọc Hân, CFA**  
 Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp  
 han.vtn@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

## Tháng 4: Doanh số xe máy cải thiện

- Doanh số xe cộ của các liên doanh diễn biến trái chiều – doanh số xe máy của Honda tăng 13% trong khi tổng doanh số ô tô (Toyota, Honda và Ford) giảm 35% - vẫn tốt hơn so với các công ty cùng ngành.
- Trong 4 tháng đầu năm 2023, doanh số xe của các liên doanh giảm so với cùng kỳ đối với cả xe máy và ô tô – doanh số xe máy giảm 6% trong khi doanh số ô tô giảm 22%.
- Trong Q2/2023, chúng tôi kỳ vọng doanh số xe máy của Honda sẽ tăng từ mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái trong khi doanh số ô tô nhiều khả năng vẫn sẽ giảm.
- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu là 50.400đ (tiềm năng tăng giá là 33%). Lợi suất cổ tức hiện ở mức cao lần lượt là 11% và 15% từ lợi nhuận năm 2022-2023.

## Sự kiện: Công bố doanh số tháng 4/2023 của các công ty liên doanh

Doanh số xe diễn biến trái chiều trong tháng 4/2023 với doanh số xe máy tăng so với cùng kỳ trong khi doanh số ô tô tiếp tục giảm so với cùng kỳ. Cụ thể như sau:

### Doanh số xe máy của Honda tăng 13% so với cùng kỳ trong tháng 4/2023

Doanh số xe máy của Honda (VEA sở hữu 30% cổ phần) tăng 13% so với cùng kỳ và 33% so với tháng trước trong tháng 4/2023 đạt 208.116 xe, cho thấy nhu cầu cải thiện. Trong 4 tháng đầu năm 2023, doanh số của Honda là 727.734 xe, giảm 6% so với cùng kỳ.

Lưu ý, doanh số xe máy Q2/2022 là mức nền thấp trong bối cảnh nguồn cung thiếu hụt do các biện pháp phong tỏa tại Thượng Hải. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh số sẽ máy sẽ tăng so với cùng kỳ trong Q2/2023.

### Doanh số ô tô của các công ty liên doanh giảm 35% so với cùng kỳ trong tháng 4/2023.

Tổng doanh số ô tô (theo số tổng hợp của VAMA, TC Motor, Vinfast và Mercedes) giảm 41% so với cùng kỳ trong tháng 4/2023 xuống 31.036 xe.

Doanh số của các công ty liên doanh của VEA tổng cộng là 11.013 xe (giảm 35% so với cùng kỳ). Trong đó, doanh số của Toyota (VEA sở hữu 20% cổ phần) và Honda (VEA sở hữu 30% cổ phần) giảm lần lượt 51% và 68% so với cùng kỳ, mức giảm mạnh hơn so với bình quân ngành, trong khi doanh số của Ford (VEA sở hữu 25% cổ phần) tăng 71% so với cùng kỳ. Lưu ý, doanh số của Ford tăng mạnh kể từ Q4/2022 nhờ các mẫu xe chủ lực bao gồm Ford Ranger (mẫu xe dẫn đầu với 80% thị phần trong phân khúc xe bán tải), Ford Everest (phân khúc SUV D) và Ford Territory (mẫu mới, mở bán thương mại vào tháng 12/2022).

Theo đó, thị phần của các công ty liên doanh của VEA tăng lên 36% trong tháng 4/2023.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/5.

(Xem tiếp trang 2)

### Bảng 1: Doanh số xe máy T4/2023, Honda

Trong T4/2023, doanh số xe máy Honda tăng 13% so với cùng kỳ đạt 208.116 xe

|       | T4/2022 | T4/2023 | % tăng/giảm | 4T/2022 | 4T/2023 | % tăng/giảm |
|-------|---------|---------|-------------|---------|---------|-------------|
| Honda | 184,684 | 208,116 | 12.7%       | 776,872 | 727,734 | -6.3%       |

Nguồn: Honda

Vinfast cũng là một ngoại lệ với 3.798 xe được bàn giao trong tháng 4/2023 (tăng 57% so với cùng kỳ và 315% so với tháng trước). Lưu ý, Vinfast đang phải đối mặt với những hạn chế nguồn cung linh kiện, do đó, số lượng xe bàn giao hàng tháng sẽ không ổn định tùy thuộc vào tình hình cung ứng. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy Vinfast đang thúc đẩy các chương trình khuyến mãi cho xe điện.

Lưu ý, trong tháng 3/2023, công ty GSM (Di chuyển Xanh và Thông minh) đã được thành lập (do ông Phạm Nhật Vượng - Chủ tịch Vingroup sở hữu 95% cổ phần), bao gồm 2 mảng kinh doanh: (i) dịch vụ taxi và (ii) cho thuê xe điện (cả ô tô và xe máy), với 100% đội xe đến từ Vinfast.

\*GSM bắt đầu kinh doanh taxi từ tháng 4/2023 với đội xe hiện bao gồm 1.200 xe điện tại Hà Nội và TP.HCM (1.000 xe VFe34 và 200 xe VF8), thúc đẩy số lượng xe Vinfast bàn giao tăng mạnh trong tháng 4/2023.

Theo TGD của GSM, công ty sẽ tiếp tục mở rộng đội xe taxi tại Hà Nội và TP.HCM, bổ sung 1.000 xe điện cho đội xe tại Hà Nội vào cuối tháng này. Trong khi đó, GSM cũng sẽ triển khai dịch vụ taxi tại các tỉnh thành khác (Huế từ tháng 5/2023, Nha Trang và Đà Nẵng từ tháng 6/2023).

Trong khi đó, GSM cũng đã ký hợp đồng cho thuê với các công ty vận tải, tổng cộng 1.125 xe sẽ được bàn giao trong năm 2023. Nhìn chung, mảng kinh doanh này sẽ thúc đẩy doanh số của Vinfast trong những tháng tới.

Trong 4 tháng đầu năm 2023, tổng doanh số ô tô giảm 30% so với cùng kỳ xuống 118.542 xe. Tuy nhiên, doanh số của các công ty liên doanh của VEA giảm nhẹ hơn ở mức 22% so với cùng kỳ. Theo đó, thị phần trong 4 tháng đầu năm 2023 tăng lên 32% từ 29% trong 4 tháng đầu năm 2022.

## HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, giá mục tiêu và dự báo

HSC duy trì dự báo với lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 lần lượt là 7.149 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ) và 7.537 tỷ đồng (tăng trưởng 5%).

Theo đó, VEA đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 là 7,1 lần và P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, so với mức bình quân trong quá khứ là 9,2 lần (tính từ năm 2019). Định giá hiện đang hấp dẫn trong khi mức lợi suất cổ tức vẫn ở mức cao lần lượt là 11% và 15% từ lợi nhuận năm 2022-2023. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

### Bảng 2: Doanh số ô tô tháng 4 và 4 tháng đầu năm 2023, Việt Nam

Doanh số ô tô trong tháng 4 giảm 41 % so với cùng kỳ xuống 31.036 xe

| Đơn vị                            | T4/2022       | T4/2023       | % tăng/<br>giảm | 4T/2022        | 4T/2023        | % tăng/<br>giảm |
|-----------------------------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>Tổng thị trường</b>            | <b>52,321</b> | <b>31,036</b> | <b>-40.7%</b>   | <b>170,192</b> | <b>118,542</b> | <b>-30.3%</b>   |
| <b>Thành viên VAMA</b>            | <b>38,134</b> | <b>20,667</b> | <b>-45.8%</b>   | <b>123,931</b> | <b>81,467</b>  | <b>-34.3%</b>   |
| Liên doanh VEA                    | 16,958        | 11,013        | -35.1%          | 48,512         | 37,924         | -21.8%          |
| Toyota                            | 8,925         | 4,415         | -50.5%          | 27,954         | 18,290         | -34.6%          |
| Honda                             | 6,100         | 1,944         | -68.1%          | 15,305         | 6,312          | -58.8%          |
| Ford                              | 1,933         | 3,298         | 70.6%           | 5,253          | 11,966         | 127.8%          |
| Tổng Thaco                        | 14,687        | 6,828         | -53.5%          | 50,195         | 27,427         | -45.4%          |
| Kia                               | 7,094         | 2,656         | -62.6%          | 23,889         | 11,256         | -52.9%          |
| Mazda                             | 4,055         | 2,183         | -46.2%          | 13,128         | 9,028          | -31.2%          |
| Mitsubishi                        | 3,616         | 1,700         | -53.0%          | 12,554         | 8,780          | -30.1%          |
| <b>Ngoài-VAMA</b>                 | <b>14,187</b> | <b>10,369</b> | <b>-26.9%</b>   | <b>46,261</b>  | <b>37,075</b>  | <b>-19.9%</b>   |
| Mercedes                          | 576           | 237           | -58.9%          | 2,544          | 926            | -63.6%          |
| Hyundai                           | 6,959         | 4,592         | -34.0%          | 25,629         | 19,328         | -24.6%          |
| Vinfast                           | 2,427         | 3,798         | 56.5%           | 9,155          | 5,487          | -40.1%          |
| Khách (xe nhập khẩu nguyên chiếc) | 4,225         | 1,742         | -58.8%          | 8,933          | 11,334         | 26.9%           |

Nguồn: VAMA, TC Motor, Vinfast, HSC

**Bảng 3: Thị phần ô tô tháng 4 và 4 tháng đầu năm 2023, Việt Nam**

Liên doanh VEA tăng thị phần lên 32% trong 4 tháng đầu năm 2023 từ mức 29% trong 4 tháng đầu năm 2022

| %                                 | T4/2022       | T4/2023       | Chênh lệch   | 4T/2022       | 4T/2023       | Chênh lệch   |
|-----------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Tổng thị trường</b>            | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>0.0%</b>  |
| <b>Thành viên VAMA</b>            | <b>72.9%</b>  | <b>66.6%</b>  | <b>-6.3%</b> | <b>72.8%</b>  | <b>68.7%</b>  | <b>-4.1%</b> |
| Liên doanh VEA                    | 32.4%         | 35.5%         | 3.1%         | 28.5%         | 32.0%         | 3.5%         |
| Toyota                            | 17.1%         | 14.2%         | -2.8%        | 16.4%         | 15.4%         | -1.0%        |
| Honda                             | 11.7%         | 6.3%          | -5.4%        | 9.0%          | 5.3%          | -3.7%        |
| Ford                              | 3.7%          | 10.6%         | 6.9%         | 3.1%          | 10.1%         | 7.0%         |
| Tổng Thaco                        | 28.1%         | 22.0%         | -6.1%        | 29.5%         | 23.1%         | -6.4%        |
| Kia                               | 13.6%         | 8.6%          | -5.0%        | 14.0%         | 9.5%          | -4.5%        |
| Mazda                             | 7.8%          | 7.0%          | -0.7%        | 7.7%          | 7.6%          | -0.1%        |
| Mitsubishi                        | 6.9%          | 5.5%          | -1.4%        | 7.4%          | 7.4%          | 0.0%         |
| <b>Ngoài-VAMA</b>                 | <b>27.1%</b>  | <b>33.4%</b>  | <b>6.3%</b>  | <b>27.2%</b>  | <b>31.3%</b>  | <b>4.1%</b>  |
| Mercedes                          | 1.1%          | 0.8%          | -0.3%        | 1.5%          | 0.8%          | -0.7%        |
| Hyundai                           | 13.3%         | 14.8%         | 1.5%         | 15.1%         | 16.3%         | 1.2%         |
| Vinfast                           | 4.6%          | 12.2%         | 7.6%         | 5.4%          | 4.6%          | -0.8%        |
| Khách (xe nhập khẩu nguyên chiếc) | 8.1%          | 5.6%          | -2.5%        | 5.2%          | 9.6%          | 4.3%         |

Nguồn: HSC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-21A       | 12-22A       | 12-23F       | 12-24F       | 12-25F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 4,019        | 4,748        | 4,890        | 5,037        | 5,188        |
| Lợi nhuận gộp                       | 565          | 651          | 587          | 604          | 623          |
| Chi phí BH&QL                       | (492)        | (660)        | (685)        | (705)        | (726)        |
| Thu nhập khác                       | 5,177        | 6,984        | 6,478        | 6,925        | 7,244        |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>5,249</b> | <b>6,976</b> | <b>6,381</b> | <b>6,824</b> | <b>7,141</b> |
| Lãi vay thuần                       | 707          | 795          | 928          | 882          | 842          |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | -            | -            | -            | -            | -            |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | (14.1)       | 81.5         | 76.6         | 80.8         | 83.7         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>5,942</b> | <b>7,852</b> | <b>7,385</b> | <b>7,787</b> | <b>8,066</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (148)        | (183)        | (171)        | (180)        | (187)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (42.5)       | (70.0)       | (65.8)       | (69.4)       | (71.9)       |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>5,752</b> | <b>7,599</b> | <b>7,149</b> | <b>7,537</b> | <b>7,808</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>5,742</b> | <b>7,599</b> | <b>7,113</b> | <b>7,500</b> | <b>7,769</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>5,552</b> | <b>7,263</b> | <b>6,708</b> | <b>7,158</b> | <b>7,482</b> |
| EPS (đồng)                          | 4,328        | 5,719        | 5,380        | 5,672        | 5,876        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 4,321        | 5,719        | 5,353        | 5,644        | 5,846        |
| DPS (đồng)                          | 4,494        | 4,285        | 5,664        | 5,326        | 5,463        |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 1,329        | 1,329        | 1,329        | 1,329        | 1,329        |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 1,329        | 1,329        | 1,329        | 1,329        | 1,329        |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 1,329        | 1,329        | 1,329        | 1,329        | 1,329        |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-21A        | 12-22A        | 12-23F        | 12-24F        | 12-25F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 279           | 294           | 297           | (13.2)        | 383           |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 11,802        | 12,593        | 12,714        | 13,095        | 13,488        |
| Phải thu khách hàng             | 3,603         | 3,636         | 4,401         | 4,533         | 4,669         |
| Hàng tồn kho                    | 1,472         | 1,541         | 1,721         | 1,773         | 1,826         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 131           | 146           | 147           | 151           | 156           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>17,287</b> | <b>18,209</b> | <b>19,280</b> | <b>19,539</b> | <b>20,522</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 1,821         | 1,661         | 1,443         | 1,220         | 992           |
| TSCĐ vô hình                    | 74.6          | 70.7          | 79.9          | 90.1          | 101           |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 472           | 510           | 391           | 403           | 415           |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 5,249         | 6,893         | 6,893         | 6,893         | 6,893         |
| Tài sản dài hạn khác            | 97.5          | 111           | 119           | 125           | 131           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>7,714</b>  | <b>9,246</b>  | <b>8,926</b>  | <b>8,730</b>  | <b>8,532</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>25,001</b> | <b>27,455</b> | <b>28,206</b> | <b>28,270</b> | <b>29,055</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 248           | 1,014         | 301           | 310           | 320           |
| Phải trả người bán              | 327           | 394           | 391           | 403           | 415           |
| Nợ ngắn hạn khác                | 575           | 656           | 638           | 638           | 638           |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>1,250</b>  | <b>2,169</b>  | <b>1,436</b>  | <b>1,457</b>  | <b>1,478</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 44.8          | 43.6          | 43.6          | 43.6          | 43.6          |
| Nợ dài hạn khác                 | 15.0          | 12.3          | 11.7          | 11.7          | 11.7          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>59.8</b>   | <b>55.9</b>   | <b>55.4</b>   | <b>55.4</b>   | <b>55.4</b>   |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>1,310</b>  | <b>2,225</b>  | <b>1,491</b>  | <b>1,512</b>  | <b>1,534</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 23,691        | 25,230        | 26,714        | 26,758        | 27,521        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>23,691</b> | <b>25,230</b> | <b>26,714</b> | <b>26,758</b> | <b>27,521</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>25,001</b> | <b>27,455</b> | <b>28,206</b> | <b>28,270</b> | <b>29,055</b> |
| BVPS (đ)                        | 17,829        | 18,987        | 20,104        | 20,137        | 20,711        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | (31.7)        | 720           | 4.51          | 323           | (63.8)        |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-21A         | 12-22A         | 12-23F         | 12-24F         | 12-25F         |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 5,249          | 6,976          | 6,381          | 6,824          | 7,141          |
| Khấu hao                                   | (303)          | (287)          | (327)          | (334)          | (341)          |
| Lãi vay thuần                              | 707            | 795            | 928            | 882            | 842            |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (162)          | (153)          | (171)          | (180)          | (187)          |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (307)          | (81.2)         | (1,092)        | (558)          | (575)          |
| Khác                                       | (114)          | (108)          | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>(280)</b>   | <b>101</b>     | <b>(64.0)</b>  | <b>420</b>     | <b>362</b>     |
| Đầu tư TS dài hạn                          | -              | -              | -              | -              | -              |
| Góp vốn & đầu tư                           | (61.9)         | (131)          | (123)          | (127)          | (130)          |
| Thanh lý                                   | 9.25           | 0.44           | 0              | 0              | 0              |
| Khác                                       | 8,294          | 5,273          | 6,597          | 6,913          | 7,232          |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>8,241</b>   | <b>5,143</b>   | <b>6,474</b>   | <b>6,787</b>   | <b>7,102</b>   |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (8,069)        | (5,997)        | (5,694)        | (7,526)        | (7,077)        |
| Thu từ phát hành CP                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Tăng/giảm nợ                               | 83.7           | 767            | (713)          | 9.04           | 9.31           |
| Khác                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(7,985)</b> | <b>(5,230)</b> | <b>(6,407)</b> | <b>(7,517)</b> | <b>(7,068)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 306            | 280            | 294            | 297            | (13.2)         |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(24.5)</b>  | <b>14.0</b>    | <b>2.83</b>    | <b>(310)</b>   | <b>396</b>     |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | (1.92)         | 0.59           | 0              | 0              | 0              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>279</b>     | <b>295</b>     | <b>297</b>     | <b>(13.2)</b>  | <b>383</b>     |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(280)</b>   | <b>101</b>     | <b>(64.0)</b>  | <b>420</b>     | <b>362</b>     |

| Các chỉ số tài chính      | 12-21A | 12-22A | 12-23F | 12-24F | 12-25F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 14.0   | 13.7   | 12.0   | 12.0   | 12.0   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 138    | 153    | 137    | 142    | 144    |
| Tỷ suất LNT (%)           | 143    | 160    | 146    | 150    | 151    |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 2.49   | 2.33   | 2.31   | 2.31   | 2.31   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 9.59   | 18.1   | 3.00   | 3.00   | 3.00   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 8.42   | 30.8   | (7.64) | 6.72   | 4.52   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 4.50   | 32.3   | (6.40) | 5.44   | 3.59   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 3.60   | 32.1   | (5.93) | 5.44   | 3.59   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 4.50   | 32.3   | (6.40) | 5.44   | 3.59   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | (17.6) | (4.64) | 32.2   | (5.96) | 2.57   |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 104    | 74.9   | 105    | 93.9   | 93.0   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 23.5   | 31.1   | 27.5   | 28.2   | 28.8   |
| ROACE (%)                 | 21.4   | 28.5   | 24.5   | 25.5   | 26.3   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.15   | 0.18   | 0.18   | 0.18   | 0.18   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | (0.05) | 0.01   | (0.01) | 0.06   | 0.05   |
| Số ngày tồn kho           | 156    | 137    | 146    | 146    | 146    |
| Số ngày phải thu          | 381    | 324    | 373    | 373    | 373    |
| Số ngày phải trả          | 34.5   | 35.1   | 33.2   | 33.2   | 33.2   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 0.07   | 2.95   | 0.11   | 1.30   | (0.14) |
| Nợ/tài sản (%)            | 1.19   | 3.78   | 1.15   | 1.18   | 1.18   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    | N/a    |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 0.05   | 0.14   | 0.05   | 0.05   | 0.05   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 13.8   | 8.39   | 13.4   | 13.4   | 13.9   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 27.9   | 23.8   | 22.9   | 22.3   | 21.6   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 20.2   | 15.5   | 16.7   | 15.7   | 15.0   |
| P/E (lần)                 | 8.76   | 6.63   | 7.04   | 6.68   | 6.45   |
| P/E ĐC (lần)              | 8.77   | 6.63   | 7.08   | 6.72   | 6.48   |
| P/B (lần)                 | 2.13   | 2.00   | 1.89   | 1.88   | 1.83   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 11.9   | 11.3   | 14.9   | 14.1   | 14.4   |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)