

## Vài nét về doanh nghiệp

POW là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành điện niêm yết trên sàn chứng khoán. Hiện tại tổng công suất các nhà máy điện POW quản lý khoảng 4,2 GW. POW đang triển khai thêm hai nhà máy nhiệt điện LNG với công suất tăng thêm khoảng 1,6 GW.

### Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (06/02/2025)	13.80
Tiềm năng tăng giá	17%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Điện
Thị giá (06/02/2025)	11.80
Biến động 1 năm	10.45-15.10
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	8,2
Vốn hóa (Tỷ đồng)	27.751
P/E	20,2
P/B	0,8

### Diễn biến giá



	1T	3T	12T
POW	3%	-5%	4%
VNindex	2%	0%	6%

### Tỷ lệ sở hữu

PVN	80%
Khác	20%

## Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quang Nhựt

[nqnhut@vcbs.com.vn](mailto:nqnhut@vcbs.com.vn)

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## NHƠN TRẠCH 3 THỨC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với POW và điều chỉnh giá mục tiêu giảm 8% về mức **13.800 đồng/cp** - tương đương triển vọng tăng 17% so với giá hiện tại do chúng tôi điều chỉnh lại dự phóng doanh thu, lợi nhuận của POW sau khi POW công bố thông tin báo cáo tài chính năm 2024.

### KQKD 2024

**KQKD Q4.2024 của POW ghi nhận doanh thu đạt 8.493 tỷ đồng (+25% YoY) và LNST đạt 235 tỷ đồng (-26% YoY)**, biên lợi nhuận gộp giảm sâu từ 18% trong Q4/2023 về 6% trong Q4/2024. Lũy kế năm 2024, doanh thu và LNST lần lượt đạt 30.180 tỷ đồng (+7% YoY) và LNST đạt 1.345 tỷ đồng (+5% YoY), lần lượt hoàn thành 95% và 163% KHKD năm 2024 của công ty và hoàn thành 91% và 85% dự báo của chúng tôi. Trong Q4/2024, POW đã ghi nhận 1.084 tỷ doanh thu được đền bù bảo hiểm và 691 tỷ đồng chi phí khác có liên quan.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng 42% YoY nhờ sản lượng tăng mạnh với sự đóng góp mới của NMD Nhơn Trạch 3 (NT3)**. Sản lượng của POW được dự báo tăng đạt trên 21 tỷ kWh trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam được dự báo tăng trên 12% YoY trong năm 2025. Bên cạnh đó, NT3 dự kiến đi vào vận hành từ tháng 6/2025 kỳ vọng gia tăng thêm 2,3 tỷ kWh điện trong năm 2025. Mặc dù vậy, LNST dự báo sẽ có sự giảm sút đáng kể do các chi phí tài tăng khi nhà máy mới vào vận hành. VCBS kỳ vọng rằng sau 3 năm hoạt động, các nhà máy điện mới của POW sẽ bắt đầu có lãi ròng.

**POW đặt kế hoạch 2025 tăng trưởng doanh thu tích cực nhưng lợi nhuận giảm sâu**. Với nhà máy mới đi vào vận hành, POW kỳ vọng doanh thu tăng vượt trội trên 26% YoY tuy nhiên lợi nhuận sau thuế của POW có thể sụt giảm sâu tới 67% YoY do các chi phí khấu hao, lãi vay trong những năm đầu bảo mòn lợi nhuận của nhà máy. Mặc dù vậy, POW cho biết suất sinh lời nội bộ (IRR) của các nhà máy điện mới LNG mới vẫn đạt khoảng 11%. Chúng tôi ước tính rằng, sau khi vận hành thương mại khoảng 3 năm, các nhà máy điện hoàn toàn có thể có lợi nhuận.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	28.329	30.180	42.852
+/-%	0%	7%	42%
LNST (tỷ đồng)	1.283	1.346	733
+/-%	-50%	5%	-46%
Nợ/TTS (%)	18%	28%	31%
TS LN gộp (%)	10%	6%	7%
EPS - TTM (đồng)	443	535	291

**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q4.2024**

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/2024	YoY	2024	YoY	KH POW	%Đạt KH	%Dự phóng VCBS	Nguyên nhân
<b>Doanh thu</b>	<b>8.493</b>	<b>25%</b>	<b>30.180</b>	<b>7%</b>	<b>31.736</b>	<b>95%</b>	<b>91%</b>	<b>Doanh thu Q4/2024 tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng có sự cải thiện tốt</b>
<b>Sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>4.656</b>	<b>41%</b>	<b>16.072</b>	<b>11%</b>	<b>16.703</b>	<b>96%</b>	<b>102%</b>	<b>Sản lượng tăng trưởng chủ yếu nhờ nhà máy Cà Mau 1&amp;2, Vũng Áng 1</b>
Cà Mau 1&2	1.699	46%	5.997	14%	5.403	111%	108%	Nhà máy Cà Mau 1&2 được huy động cao với nguồn khí đảm bảo
Nhon Trạch 1	67	-55%	284	-60%	747	38%	95%	Nhon Trạch 1 huy động thấp do giá cao và nguồn cung khí Đông Nam Bộ suy giảm nhanh
Vũng Áng 1	1.677	40%	5.846	35%	6.219	94%	99%	Vũng Áng 1 được huy động cao trở lại sau giai đoạn sửa chữa
Nhon Trạch 2	822	104%	2.743	-5%	3.190	86%	98%	Qc của Nhon Trạch 2 trong Q1/2024 được giao thấp, ảnh hưởng sản lượng cả năm
Hũa Na	213	12%	636	8%	600	106%	108%	Sản lượng thủy điện được giao Qc hàng tháng theo tình hình thủy văn
Đakđrinh	178	-5%	566	-10%	501	113%	90%	Sản lượng thủy điện được giao Qc hàng tháng theo tình hình thủy văn
<b>Giá bán (VND/kWh)</b>	<b>1.780</b>	<b>-10%</b>	<b>1.869</b>	<b>-4%</b>				
Cà Mau 1&2	1.820	-11%	1.906	-1%				Giá bán điện của tất cả các nhà máy giảm trong năm 2024 do điều chỉnh tỷ lệ thanh toán theo giá hợp đồng 90% lên 98% đối với thủy điện, 80% về 70% đối với nhiệt điện.
Nhon Trạch 1	1.772	-16%	2.398	-13%				
Vũng Áng 1	2.164	4%	1.846	-7%				
Nhon Trạch 2	2.099	-22%	2.142	-2%				
Hũa Na	1.000	31%	1.077	-4%				
Đakđrinh	803	67%	885	-10%				
<b>COGS</b>	<b>7.953</b>	<b>43%</b>	<b>28.232</b>	<b>10%</b>				<b>Trong Q4/2024, COGS tăng cùng tốc độ với tốc độ tăng sản lượng, chi phí nguyên vật liệu neo cao và chưa hạ nhiệt.</b>
<b>LN gộp</b>	<b>540</b>	<b>-57%</b>	<b>1.947</b>	<b>-28%</b>				
Biên LNG	6%		6%					<b>BLNG Q4/2024 giảm sâu về 6% từ mức 18% của Q4/2023 do:</b> (1) Giá bán bình quân giảm 10% YoY. (2) Giá khí tại hàng rào nhà máy ước tính tăng 3% YoY. (3) (3) Giá than trộn cung cấp đến các nhà máy ước tính tăng 10% YoY.
<b>LN ròng</b>	<b>235</b>	<b>-41%</b>	<b>1.346</b>	<b>5%</b>	<b>824</b>	<b>163%</b>	<b>85%</b>	<b>Trong Q4/2024, POW ghi nhận doanh thu từ bồi thường bảo hiểm 1.084 tỷ đồng, chi phí khác 691 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2024, POW cũng ghi nhận lỗ tỷ giá ròng khoảng 183 tỷ đồng (cùng kỳ ghi nhận lỗ 55 tỷ).</b>
Biên LNR	3%		4%					

Nguồn: POW, VCBS ước tính

**Kết quả kinh doanh của POW 2024 có sự tăng trưởng nhẹ**

Lũy kế năm 2024, doanh thu và LNST lần lượt đạt 30.180 tỷ đồng (+7% YoY), biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 10% của năm 2023 về mức 6% năm 2024, lợi nhuận gộp của POW giảm mạnh 28% YoY. Chúng tôi đánh giá rằng chi phí nguyên vật liệu (than, khí) neo cao và việc điều chỉnh tỷ lệ thanh toán theo giá hợp đồng đã khiến biên lợi nhuận gộp của POW giảm sút. Tuy sản lượng tăng trưởng 11% YoY nhưng các nhà máy của POW trong năm 2024 vẫn chưa hoạt động với hệ số công suất cao và còn có dư địa tăng mạnh trong năm 2025. Đơn

cử như NMD Nhơn Trạch 2 có Qc Q1/2024 thấp góp phần kéo sản lượng cả năm giảm 5% YoY, NMD Vũng Áng 1 tiến hành hành bảo trì.

**Tuy nhiên, LNST của POW ghi nhận tăng trưởng nhẹ 5% YoY**, POW cũng đã ghi nhận đền bù từ bảo hiểm đạt 1.084 tỷ đồng, chi phí khác khoảng 691 tỷ đồng, lợi nhuận khác ghi nhận khoảng 393 tỷ đồng. Số liệu trên thấp hơn so với thông tin ban đầu đền bù và ghi nhận lợi nhuận khác tổng khoảng 1.000 tỷ đồng.

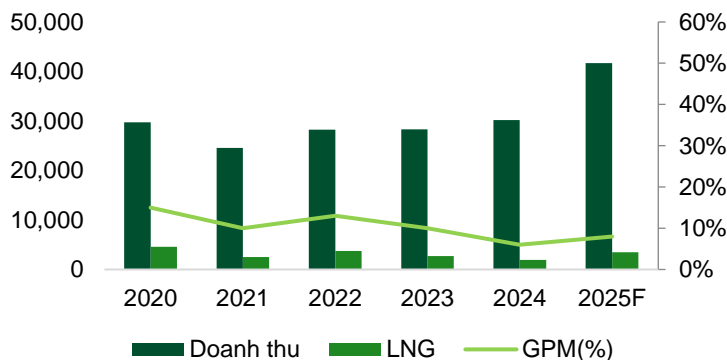
### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

**Doanh thu của POW tăng trưởng tốt trong năm 2025 nhờ sự hoạt động ổn định của các nhà máy hiện hữu và NMD Nhơn Trạch 3 kỳ vọng vận hành chính thức vào tháng 6/2025**

Theo MOIT, sản lượng điện tiêu thụ trong năm 2025 dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 12.2% YoY, công suất cực đại tăng 11.4% YoY. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng các nhà máy điện của POW sẽ tiếp tục duy động cao để đáp ứng nhu cầu đó. Trong năm 2025, VCBS dự phóng doanh thu của POW đạt trên 40% YoY nhờ vào sản lượng cải thiện với các nhà máy hiện hữu hoạt động ổn định và NMD Nhơn Trạch 3 đi vào hoạt động. Cụ thể, **Chúng tôi dự phóng sản lượng điện của POW sẽ đạt 21,5 tỷ kWh (+34% YoY) trong năm 2025** nhờ vào:

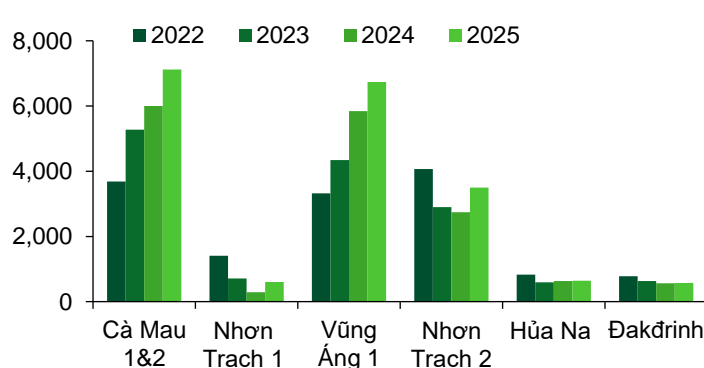
- (1) Các nhà máy điện hiện hữu tiếp tục hoạt động ổn định, nhóm nhiệt điện được ưu tiên duy động từ đầu năm, (1) NMD Vũng Áng 1 kỳ vọng sản lượng tiếp tục tăng trưởng do năm 2024 đã tiến hành đại tu tổ máy số 2; (2) NMD Nhơn Trạch 2 kỳ vọng sản lượng phục hồi trong năm 2025 khi thứ tự ưu tiên duy động được cải thiện; (3) Các nhà máy thủy điện tiếp tục tích nước chủ động trong nửa đầu năm để chuẩn bị đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện vào cao điểm mùa khô.
- (2) Công suất POW gia tăng 19% so với hiện tại với NMD Nhơn Trạch 3 (812 MW) dự kiến COD vào tháng 6/2025. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của NT3 khoảng 2,3 tỷ kWh.
- (3) Nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ sụt giảm nhanh do các mỏ khí đi qua giai đoạn bình ổn. Do đó, việc duy động nguồn điện LNG từ NT3&4 là việc tất yếu để đảm bảo an ninh năng lượng.

**Hình 1: Dự phóng doanh thu, LNG và GPM (%) của POW (tỷ đồng)**



Nguồn: POW, VCBS tổng hợp và dự phóng

**Hình 2: Dự phóng sản lượng các nhà máy của POW (triệu kWh)**



Nguồn: POW, VCBS tổng hợp và dự phóng

**Về giá bán, VCBS dự phóng giá bán bình quân của POW sẽ cải thiện 7% YoY trong năm 2025** nhờ vào:

- (1) Điều chỉnh tỷ lệ thanh toán theo giá hợp đồng 70% lên 80% đối với các nhà máy nhiệt điện. Với giá bán bình quân theo hợp đồng thông thường cao hơn giá bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh, sản lượng bán theo hợp đồng gia tăng sẽ giúp hỗ trợ giá bán bình quân của các nhà máy điện khí.

- (2) **Giá điện theo hợp đồng tăng do nguyên vật liệu tăng.** VCBS dự phóng giá nguyên liệu như sau: (i) Giá than kỳ vọng đi ngang khi giá than thế giới hạn nhiệt và tỷ lệ trộn than nhập ngày càng gia tăng; (ii) Giá khí nội địa tăng nhẹ 4% YoY do dự báo giá miệng giếng các mỏ giá thấp cạn kiệt, chi phí vận chuyển, khác trượt giá và giá dầu FO neo cao.
- (3) **Giá điện của NT3 sử dụng LNG tái hóa cao hơn so với các nhà máy điện khí nội địa.** VCBS ước tính giá khí LNG sau tái hóa tại hàng rào nhà máy cao hơn khoảng 44% so với giá khí nội địa tại hàng rào nhà máy. Do đó, VCBS dự báo giá điện của NT3 sẽ cao hơn giá điện hiện tại của các nhà máy điện khí nội địa góp. Từ đó, việc NT3 vận hành thương mại sẽ góp phần kéo giá điện bình quân của POW gia tăng.

**Đối với NMD Nhơn Trạch 4, dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ bắt đầu vận hành chính thức từ đầu năm 2026.** Khi NMD NT4 đi vào vận hành, công suất của POW sẽ tăng trưởng 38% so với hiện tại.

**POW đặt kế hoạch kinh doanh năm 2025 tăng trưởng tích cực về doanh thu và thận trọng đối với lợi nhuận**

**Theo thông cáo nhà đầu tư 2024 của POW, doanh nghiệp đặt kế hoạch doanh thu ở mức 38.185 tỷ đồng (+27% YoY) và LNST ở mức 439 tỷ đồng (-67% YoY), sản lượng ở mức 18,9 tỷ kWh (+18% YoY).** Chúng tôi cho rằng sự việc NT3 đi vào hoạt động vào tháng 6/2025 sẽ là động lực tăng trưởng mới. Tuy nhiên, trong những năm đầu hoạt động, chi phí khấu hao và lãi vay có thể khiến NT3 lỗ. Điều này có thể là lí do POW đặt kế hoạch thận trọng trong năm 2025.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Tiêu chí	2024	% YOY	2025F	%YOY	Thuyết minh
<b>Doanh thu</b>	<b>30.180</b>	<b>7%</b>	<b>42.852</b>	<b>42%</b>	Doanh thu năm 2025 kỳ vọng có sự tăng trưởng tốt nhờ sản lượng và giá bán cải thiện.
<b>Sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>16.072</b>	<b>11%</b>	<b>21.481</b>	<b>34%</b>	Sản lượng dự báo tăng trưởng nhờ vào sự tăng trưởng của các nhà máy hiện hữu trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo tăng trên 12% YoY và đóng góp của NMD NT3 mới.
Cà Mau 1&2	5.997	14%	7.123	19%	Sản lượng dự kiến tăng trưởng cao, nguồn cung khí Tây Nam Bộ năm 2025 ước tính khoảng 1,35 tỷ m3, cung cấp ổn định. Tuy nhiên, có khả năng sẽ vận hành bằng nguyên liệu dầu DO vào giai đoạn cao điểm hoặc thời điểm thiếu khí cục bộ.
Nhơn Trạch 1	284	-60%	600	111%	Sản lượng phục hồi trở lại bình quân giai đoạn trước đó.
Vũng Áng 1	5.846	35%	6.739	15%	Sản lượng kỳ vọng được huy động cao từ đầu năm nhằm đảm bảo đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện. Nguồn cung than dự báo đảm bảo.
Nhơn Trạch 2	2.743	-5%	3.500	28%	Sản lượng kỳ vọng phục hồi khi thứ tự ưu tiên được cải thiện sau khi hai nhà máy BOT hết hạn hợp đồng. Khả năng cung cấp khí tại Đông Nam Bộ ở mức 2,06 tỷ m3 trong năm 2025, NT2 có hợp đồng bao tiêu khí với GAS khoảng 785 triệu m3/năm nên kỳ vọng nguồn cung khí đảm bảo. Tuy nhiên, có khả năng sẽ vận hành bằng nguyên liệu dầu DO vào giai đoạn cao điểm hoặc thời điểm thiếu khí cục bộ.
Hòa Na	636	8%	644	1%	Sản lượng dự kiến tương đương năm trước, trong 1H2025 dự kiến sẽ tích nước chủ động để chuẩn bị cao điểm mùa khô.
Đakrinh	566	-10%	575	2%	Sản lượng dự kiến tương đương năm trước, trong 1H2025 dự kiến sẽ tích nước chủ động để chuẩn bị cao điểm mùa khô.
Nhơn Trạch 3			2.300		Dự kiến vận hành thương mại từ tháng 6/2025.
<b>Giá bán bình quân (VND/kWh)</b>	<b>1.869</b>	<b>-4%</b>	<b>1.992</b>	<b>7%</b>	<b>Giá bán bình quân kỳ vọng phục hồi với các luận điểm sau:</b>

					(1) Điều chỉnh tỷ lệ thanh toán theo giá hợp đồng 70% lên 80% đối với các nhà máy nhiệt điện. (2) Giá điện theo hợp đồng tăng do nguyên vật liệu tăng. (3) Giá điện của NT3 sử dụng LNG tái hóa cao hơn so với các nhà máy điện khí nội địa.
COGS	-28.232	10%	-39.840	41%	<b>COGS tăng theo sản lượng và giá nguyên vật liệu đầu vào tăng và nguồn nguyên liệu LNG tái hóa mới.</b> Cụ thể: (1) Giá than kỳ vọng đi ngang khi giá than thế giới có thể hạ nhiệt và tỷ lệ trộn than nhập ngày càng gia tăng. (2) Giá khí nội địa tăng nhẹ 4% YoY do dự báo giá miệng giếng các mỏ giá thấp cạn kiệt, chi phí vận chuyển, khác trượt giá và giá dầu FO neo cao (3) (3) Giá khí LNG tái hóa tại hàng rào nhà máy dự phóng cao hơn giá khí nội địa năm 2024 của NT2 khoảng 44% YoY.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.947</b>	<b>-28%</b>	<b>3.012</b>	<b>55%</b>	
Biên LNG	6%		7%		<b>Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện nhờ</b> (1) Sản lượng tăng mạnh và (2) Giá bán bình quân phục hồi
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.346</b>	<b>5%</b>	<b>604</b>	<b>-55%</b>	Lợi nhuận ròng dự phóng giảm sút do (1) Nhà máy điện mới đi vào vận hành phát sinh chi phí khấu hao, lãi vay; (2) Không còn ghi nhận doanh thu khác từ đền bù bảo hiểm như trong năm 2025.
Biên LNR	4%		1%		

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, VCBS ước tính và dự phóng

**Định giá** Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **13.800 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và EV/EBITDA với tỷ trọng 50/50.

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
NOPAT	1.496	2.757	2.873	2.860	2.736
Khấu hao	3.696	4.577	4.582	4.587	4.592
Thay đổi WC	-4.130	1.887	71	103	19
CAPEX	-11.076	-4.488	-112	-113	-115
<b>FCFF</b>	<b>-10.014</b>	<b>4.733</b>	<b>7.414</b>	<b>7.437</b>	<b>7.232</b>
NPV giai đoạn 2025-2028F				9.262	
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 0%)				35.851	
Tổng giá trị doanh nghiệp				45.113	
Trừ: Vay nợ ròng				10.939	
<b>Giá trị VCSH</b>				<b>34.174</b>	
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>				<b>2.342</b>	
<b>Định giá</b>				<b>14.592</b>	

**Định giá bằng phương pháp so sánh EV/EBITDA**

Đơn vị: tỷ đồng	Giá trị
-----------------	---------

EBITDA dự phóng	5.426
EV/EBITDA mục tiêu	7.6
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>41237.6</b>
Nợ ròng	10.939
Giá trị VCSH	30.299
Số lượng CPLH (tr.cp)	2.342
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>12.937</b>

**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: tỷ đồng**

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	24.561	28.224	28.329	30.180	42.852
- Giá vốn hàng bán	-22.021	-24.498	-25.625	-28.232	-39.840
Lợi nhuận gộp	2.540	3.726	2.704	1.948	3.012
- Chi phí bán hàng	-9	0	0	0	0
- Chi phí quản lí DN	-131	-868	-1.268	-874	-1.671
Lợi nhuận HDKD	2.400	2.858	1.436	1.074	1.341
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	-112	-65	-72	-65	-67
- Lợi nhuận khác	561	454	643	890	456
EBIT	2.849	3.247	2.007	1.899	1.730
- Chi phí lãi vay	-510	-438	-565	-382	-895
LNTT	2.339	2.809	1.442	1.517	835
- Thuế TNDN	-287	-256	-159	-171	-102
LNST	2.052	2.553	1.283	1.346	733
- Lợi ích CBTS	254	492	245	94	51
LNST CB CT Mẹ	1.799	2.061	1.038	1.252	682
EPS (đ)	757	871	443	535	291
EBITDA	5.667	6.056	4.816	4.717	5.426
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>
Doanh thu	-17%	15%	0%	7%	42%
LN HDKD	-29%	19%	-50%	-25%	25%
LN Hợp nhất	-23%	24%	-50%	5%	-46%
LNST	-24%	15%	-50%	21%	-46%
EBIT	-23%	14%	-38%	-5%	-9%
EPS	-24%	15%	-49%	21%	-46%
Tổng tài sản	7%	24%	16%	15%	19%
Nợ vay	7%	41%	79%	30%	23%
VCSH	7%	3%	1%	4%	-1%
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>
Tỷ suất LNG	10%	13%	10%	6%	7%
Tỷ suất LNST	8%	9%	5%	4%	2%
ROE DuPont	5%	6%	3%	3%	2%
ROA DuPont	4%	4%	2%	1%	1%
Tỷ suất EBIT	12%	12%	7%	6%	4%
LNTT / LNST	114%	110%	112%	113%	114%
LNTT / EBIT	82%	87%	72%	80%	48%
Vòng quay TTS	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Đòn bẩy tài chính	1,7	2,1	2,3	2,6	3,1
ROIC	6%	6%	3%	3%	2%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>
Số ngày tồn kho	33	30	28	33	37
Số ngày phải thu	136	175	171	176	177
Số ngày phải trả	108	151	213	210	181
Luân chuyển tiền	61	54	-14	-1	33
COGS/Hàng tồn kho	11	12	13	11	10
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>
TT hiện hành	1,4	1,1	0,9	1,1	1,2
TT nhanh	1,2	1,0	0,8	1,0	1,1
TT tiền mặt	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4
Nợ / Tài sản	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Nợ / Vốn sử dụng	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Nợ / Vốn CSH	0,3	0,4	0,7	0,8	1,0
Khả năng TT lãi vay	5,6	7,4	3,6	5,0	1,9

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024	2025F
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	8.224	8.252	8.440	11.720	8.889
+ ĐTTT ngắn hạn	531	1.650	2.391	3.956	3.428
+ Phải thu	5.799	12.538	14.560	11.941	17.141
+ Hàng tồn kho	1.838	2.086	2.167	1.795	3.428
+ Khác	2.028	400	1.484	760	2.143
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>18.420</b>	<b>24.925</b>	<b>29.042</b>	<b>30.171</b>	<b>35.029</b>
+ Tài sản dài hạn	31.869	29.155	26.402	24.321	37.400
+ Khấu hao lũy kế	-37.894	-40.699	-43.506	-46.333	-50.029
+ Tài sản dài hạn	0	0	0	0	0
+ ĐTTT dài hạn	828	878	960	766	766
+ Khác	1.860	1.885	13.958	26.023	20.309
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>34.557</b>	<b>31.918</b>	<b>41.320</b>	<b>51.110</b>	<b>58.475</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>52.977</b>	<b>56.843</b>	<b>70.362</b>	<b>81.281</b>	<b>93.504</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	7.240	7.346	15.947	17.159	17.569
+ Vay ngắn hạn	4.769	5.635	5.507	13.508	6.664
+ Khác	4.802	5.345	5.331	4.467	8.143
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>16.811</b>	<b>18.326</b>	<b>26.785</b>	<b>35.134</b>	<b>32.376</b>
+ Vay dài hạn	3.689	3.382	7.172	9.151	22.695
+ Phải trả dài hạn	1.351	1.854	2.286	2.389	2.388
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>5.040</b>	<b>5.236</b>	<b>9.458</b>	<b>11.540</b>	<b>25.083</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>21.851</b>	<b>23.562</b>	<b>36.243</b>	<b>46.674</b>	<b>57.459</b>
+ Vốn điều lệ	23.419	23.419	23.419	23.419	23.419
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0	0
+ LN giữ lại	5.218	7.097	7.995	8.492	9.776
+ Lợi ích CBTS	2.488	2.765	2.705	2.696	2.850
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>31.125</b>	<b>33.281</b>	<b>34.119</b>	<b>34.607</b>	<b>36.045</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>52.977</b>	<b>56.843</b>	<b>70.362</b>	<b>81.281</b>	<b>93.504</b>
<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>7.070</b>	<b>8.224</b>	<b>8.252</b>	<b>8.440</b>	<b>11.720</b>
<b>LNST</b>	<b>2.052</b>	<b>2.553</b>	<b>1.283</b>	<b>1.346</b>	<b>733</b>
+ Khấu hao lũy kế	2.818	2.809	2.809	2.818	3.696
+ Điều chỉnh	-384	94	1.396	67	-577
+ Thay đổi VLD	661	-2.300	-2.136	167	-4.130
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>5.147</b>	<b>3.156</b>	<b>3.352</b>	<b>4.398</b>	<b>-278</b>
+ Thanh lý TSCĐ	3	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-9.819	0	0	-11.443	-11.076
+ Đầu tư ròng	67	-1.123	-741	-1.261	224
+ Khác	10.312	-2.251	-5.744	1.837	577
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>563</b>	<b>-3.374</b>	<b>-6.485</b>	<b>-10.867</b>	<b>-10.275</b>
+ Cổ tức đã trả	-190	-182	-153	-100	-55
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	-2.250	866	-128	8.001	-6.844
+ Nợ dài hạn	-1.702	-307	3.790	1.979	13.544
+ Khác	-413	-132	-188	-131	1.077
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>-4.555</b>	<b>245</b>	<b>3.321</b>	<b>9.749</b>	<b>7.722</b>
Lưu chuyển tiền	1.154	28	188	3.280	-2.831
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>8.224</b>	<b>8.252</b>	<b>8.440</b>	<b>11.720</b>	<b>8.889</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh) và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc phân tích

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên Phân tích

[nqnhut@vcbs.com.vn](mailto:nqnhut@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>